

BÁO CÁO

NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO DIỄN BIẾN TỶ GIÁ, LÃI SUẤT TRONG QUÝ IV/2022, TẦM NHÌN NĂM 2023



MỤC LỤC

LỜI TỰA ĐẦU	1
CÁC TỪ VIẾT TẮT	2
I. NHÌN NHẬN ĐIỂN BIẾN TỶ GIÁ, LÃI SUẤT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA VIỆT NAM TRONG TƯƠNG QUAN VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA FED GIAI ĐOẠN TỪ NĂM 2015 ĐẾN NAY.	3
1. Giai đoạn năm 2015-2018: Chính sách tiền tệ bản lề của Việt Nam trong giai đoạn Fed bình thường hoá lãi suất.	3
2. Giai đoạn 2019: Đảo chiều chính sách tiền tệ trong bối cảnh Chiến tranh thương mại.	5
3. Giai đoạn 2020-2021: Đại dịch Covid-19 và nỗi lo lắng tiền tệ chạm giới hạn.	7
4. Giai đoạn đầu năm 2022 tới nay: Thất chặt tiền tệ và các cú shock trên thị trường tài chính.	8
II. NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO ĐIỂN BIẾN TỶ GIÁ, LÃI SUẤT TRONG QUÝ IV/2022, TẦM NHÌN NĂM 2023.	15
1. Giới hạn chính sách tiền tệ của Fed trong cân đối giữa lạm phát và rủi ro suy thoái.	15
2. Kỳ vọng về chính sách tiền tệ Việt Nam và dự báo tỷ giá, lãi suất quý IV/2022, tầm nhìn năm 2023.	18
2.1 Kỳ vọng về chính sách tiền tệ Việt Nam.	18
2.2. Nhận định và dự báo tỷ giá, lãi suất Quý IV/2022, tầm nhìn năm 2023.	20

LỜI TỰA ĐẦU

Tỷ giá và lãi suất trong năm 2022 đã có những biến động mạnh, vượt ngoài dự báo. Trong khi tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng hơn 9% kể từ đầu năm, thì lãi suất VND cũng có chiều hướng tăng nóng trên cả thị trường 1 và thị trường 2. Thanh khoản trong hệ thống ngân hàng thường xuyên trong trạng thái eo hẹp và nguồn cung tín dụng ra nền kinh tế nói chung hay lĩnh vực chứng khoán nói riêng tương đối hạn chế. Điều này làm giảm động lực cho thị trường chứng khoán dưới góc độ xu hướng dòng tiền trong tương quan rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng giữa nhiều kênh đầu tư. Đà tăng của tỷ giá và lãi suất nhìn chung đã và đang ảnh hưởng không nhỏ tới các mảng hoạt động và kế hoạch kinh doanh của hầu hết doanh nghiệp trong thời gian qua. Vì vậy, nhận thấy việc nhận định rủi ro tỷ giá và lãi suất là tương đối quan trọng, góp phần đưa ra quan điểm và quyết định kinh doanh trong thời gian tới.

Tỷ giá và lãi suất Việt Nam phản ánh tương quan giá trị, sức mua giữa USD và VND, về cơ bản chịu sự chi phối chủ yếu bởi các động thái từ Ngân hàng Trung ương Mỹ (Fed) và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Ở thời điểm hiện tại, các quyết định của Fed nhìn chung phản ánh tổng thể các yếu tố tác động từ thị trường tài chính toàn cầu tới mặt bằng giá cả tại Mỹ, tiềm năng tăng trưởng kinh tế hậu Đại dịch Covid-19.

Vì vậy, trong khuôn khổ bản báo cáo này, chúng tôi đặt trọng tâm giải thích mối liên hệ, cơ chế tác động từ Chính sách tiền tệ của Fed tới tỷ giá, lãi suất tại Việt Nam và động thái điều hành của Ngân hàng Nhà nước, qua đó đưa ra nhận định, xây dựng các kịch bản dự báo cho tỷ giá, lãi suất và Chính sách tiền tệ Việt Nam trong thời gian tới. Giai đoạn nghiên cứu được chọn từ năm 2015-nay, do kể từ năm 2015, Ngân hàng Nhà nước đã có nhiều thay đổi bản lề trong điều hành tiền tệ và duy trì tới thời điểm hiện tại, vì vậy, cách thức sử dụng công cụ chính sách tiền tệ trong giai đoạn này là tương đối giống nhau. Bên cạnh đó, lạm phát Việt Nam giai đoạn 2015 - nay nhìn chung tương đối ổn định, tạo dư địa cho Ngân hàng Nhà nước theo đuổi các mục tiêu khác như tỷ giá, lãi suất. Do đó, việc lựa chọn nghiên cứu giai đoạn 2015 - nay có nhiều giá trị trong việc nhận định, dự báo tỷ giá, lãi suất trong thời gian tới.

CÁC TỪ VIẾT TẮT

FED	: Cục Dự trữ Liên bang Mỹ
NHNN	: Ngân hàng nhà nước Việt Nam / Ngân hàng Nhà nước
NHTW	: Ngân hàng Trung ương
DXY	: Chỉ số US Dollar Index
LNH	: Liên Ngân hàng
TPCP	: Trái phiếu Chính phủ

I. NHÌN NHẬN DIỄN BIẾN TỶ GIÁ, LÃI SUẤT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA VIỆT NAM TRONG TƯƠNG QUAN VỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA FED GIAI ĐOẠN TỪ NĂM 2015 ĐẾN NAY.

1. Giai đoạn năm 2015-2018: Chính sách tiền tệ bản lề của Việt Nam trong giai đoạn Fed bình thường hoá lãi suất.

Đối mặt với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, từ tháng 9/2007, Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) đã thực hiện giảm lãi suất mục tiêu từ (5 - 5,25%) xuống còn (0 - 0,25%) vào tháng 12/2008 – mức mà các nhà kinh tế học gọi là “Ngưỡng giới hạn zero” và duy trì lãi suất này trong 7 năm, tới tận cuối năm 2015.

Từ tháng 12/2015, Fed đã bắt đầu tăng lãi suất mục tiêu trở lại, tiến tới bình thường hóa lãi suất sau khoảng 7 năm duy trì mức thấp kỷ lục và kết thúc chương trình bơm thanh khoản thông qua các gói nới lỏng định lượng (QE) khi thị trường việc làm Mỹ cho thấy sự phục hồi đáng kể (Tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống còn 5% vào tháng 10/2015 là mức thấp nhất trong vòng 6 năm từ tháng 10/2009). Sau 9 lần tăng trong giai đoạn 2015 – 2018, đã đưa lãi suất mục tiêu lên mức 2,25 – 2,5%. Việc Fed tăng lãi suất mục tiêu liên tục trong 3 năm đã thúc đẩy đồng USD tăng giá mạnh. Chỉ số DXY (Chỉ số đo lường sức mạnh đồng USD) đã tăng 9,7% trong năm 2015 lên mức 99,02 điểm, là mức cao kỷ lục trong vòng 23 năm (kể từ năm 1993). Có thời điểm, chỉ số DXY vượt trên 100 điểm (giai đoạn 2017) và về cơ bản chỉ số này đã duy trì mức cao trong suốt giai đoạn này. Điều này đồng thời cũng tạo ra áp lực lên các đồng tiền khác, trong đó có VND. Tỷ giá USD/VND nhìn chung có xu hướng tăng trong giai đoạn 2015-2018, với áp lực chủ yếu đến từ việc FED tăng lãi suất.

Tại thời điểm Fed tăng liên tục lãi suất, bên cạnh việc Trung Quốc phá giá đồng CNY, NHNN đã phải đưa ra một loạt các biện pháp điều hành chính sách linh hoạt nhằm ổn định thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ ngay trong năm 2015 và mang tính chất bản lề làm thay đổi căn bản cấu trúc và điều hành tiền tệ của NHNN giai đoạn sau này, bao gồm:

- Thay đổi cơ chế tỷ giá bình quân liên ngân hàng thay đổi trong từng thời kỳ sang tỷ giá trung tâm công bố hàng ngày, có tính chất bám sát diễn biến thị trường trong nước và quốc tế, đồng thời nới rộng biên độ giao dịch tỷ giá USD/VND từ 1% lên 3%;
- Hạ trần lãi suất huy động USD từ 0,25%/năm xuống 0%/năm;
- Quy định chặt chẽ hơn về giao dịch ngoại hối trên thị trường 1 và hạn chế đối tượng của vay ngoại tệ, chuyển từ quan hệ huy động - cho vay bằng ngoại tệ sang quan hệ mua - bán bằng ngoại tệ;
- Thực hiện có hiệu quả và nhịp nhàng công cụ thị trường mở.

◀ Chính sách tiền tệ giai đoạn này chủ yếu tập trung điều tiết thị trường ngoại hối Mỹ theo hướng có lợi cho tỷ giá và thị trường tiền đồng, bao gồm chuyển đổi điều hành tỷ giá từ cơ chế cố định sang thành thả nổi có kiểm soát, giúp tỷ giá phản ánh đầy đủ cung cầu thị trường, đi kèm giảm lãi suất huy động đô la Mỹ về 0% đã giúp hạn chế tình trạng đầu cơ, găm giữ đồng đô la Mỹ trong nền kinh tế, bình ổn nhu cầu đồng USD, giảm áp lực lên tỷ giá. Những quyết sách về điều hành tiền tệ kể trên là bản lề về điều hành thị trường ngoại hối mà NHNN vẫn duy trì thực thi tới ngày hôm nay.

Cùng với việc thay đổi trong chính sách tiền tệ, kết hợp với các yếu tố vĩ mô trong nước thuận lợi như tăng trưởng kinh tế tốt, thu hút vốn đầu tư nước ngoài liên tục đạt kỷ lục (năm 2017, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tăng kỷ lục đạt 36 tỷ USD, mức tăng lớn nhất kể từ 2007), cán cân thương mại thặng dư và kiều hối lớn đã giúp nguồn cung ngoại tệ (USD) trên thị trường tương đối dồi dào. Điều này góp phần rất lớn cho bình ổn tỷ giá và tạo điều kiện để NHNN mua được ngoại tệ, gia tăng dự trữ ngoại hối trong giai đoạn này.

NHNN đã mua được khoảng 26,5 tỷ USD, đồng nghĩa với việc bơm ra hệ thống ngân hàng khoảng 605 ngàn tỷ VND. Đây là một lượng VND tương đối lớn, giúp cho thanh khoản trên thị trường LNH trong thời gian này nhìn chung ổn định. Lãi suất tiền đồng có lúc giảm dưới lãi suất đô la Mỹ do thanh khoản tiền đồng dư thừa (Chi tiết biểu đồ 1 và biểu đồ 2)



Biểu đồ 1: Lãi suất LNH USD, VND kỳ hạn qua đêm giai đoạn năm 2015-2018
(Nguồn: Refinitiv)



Biểu đồ 2: Chỉ số DXY và tỷ giá USD/VND tại Việt Nam giai đoạn năm 2015 - 2018
(Nguồn: Refinitiv)

◀ **Giai đoạn 2015-2018 gắn liền với việc FED thắt chặt tiền tệ và sự tăng giá của đồng Đô la Mỹ. Dưới áp lực này, tỷ giá USD/VND nhìn chung có xu hướng tăng, song với sự đổi mới trong cơ chế điều hành tỷ giá, lãi suất mang tính bản lề,**

cùng với nguồn cung ngoại tệ dồi dào, NHNN đã kiểm chế được tỷ giá, qua đó ổn định được mặt bằng lãi suất và liên tiếp mua được ngoại tệ, củng cố cho dự trữ ngoại hối trong giai đoạn này. Hay nói cách khác, với việc tỷ giá ổn định, NHNN có sự độc lập trong điều hành lãi suất tiền đồng, duy trì mặt bằng lãi suất tiền đồng ổn định, giảm lãi suất điều hành trong bối cảnh Fed liên tục tăng lãi suất.

2. Giai đoạn 2019: Đảo chiều chính sách tiền tệ trong bối cảnh Chiến tranh thương mại



Biểu đồ 3: Tỷ giá USD/VND và tỷ giá USD/CNY giai đoạn 2019
(Nguồn: Refinitiv)



Biểu đồ 4: Chỉ số DXY và tỷ giá USD/VND tại Việt Nam giai đoạn 2019
(Nguồn: Refinitiv)

Bối cảnh kinh tế 2019 gắn liền với cuộc chiến thương mại giữa Mỹ - Trung Quốc, ảnh hưởng tiêu cực tới kinh tế toàn cầu, đi kèm việc đảo chiều chính sách tiền tệ từ thắt chặt sang nới lỏng để kích thích lại tăng trưởng. Cả Mỹ và Trung Quốc đều gây áp lực thông qua nhiều đợt áp thuế lên hàng hóa nhập khẩu trên quy mô lớn, kéo dài.

Bên cạnh yếu tố đánh thuế, Trung Quốc đã sử dụng công cụ chính sách tiền tệ để phá giá đồng CNY từ 6,46 lên 7,03 CNY/USD, giảm giá trị CNY khoảng 8,8% trong vòng 6 tháng cuối năm 2018. Tăng trưởng kinh tế Mỹ giảm tốc, thúc đẩy việc Fed đảo chiều trong chính sách tiền tệ sau 3 năm thắt chặt. Theo đó, Fed liên tục giảm lãi suất điều hành từ vùng (2,25-2,5%) đầu năm 2019 về vùng (1,75-2%) vào cuối năm 2019.

Chỉ số DXY luôn duy trì ở mức cao kể từ đầu năm 2019 tuy nhiên sau khi Fed phát tín hiệu giảm lãi suất chỉ số này đã có xu hướng giảm nhẹ. Tỷ giá trong giai đoạn này được hỗ trợ bởi đà giảm của chỉ số DXY, song giai đoạn nửa đầu năm chứng kiến đà tăng mạnh trước bối cảnh đồng Nhân dân tệ liên tục bị phá giá. Trung Quốc là quốc gia có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam, do đó việc CNY bị phá giá gây áp lực lớn cho VND trong nửa đầu năm. Tuy

nhiên, trong nửa cuối năm 2019, đồng VND và đồng CNY có sự tách biệt trong tương quan tỷ giá, một phần do nguồn cung USD chảy vào thị trường Việt Nam tương đối dồi dào. Trong khi tỷ giá USD/CNY vẫn duy trì đà tăng trong tháng 7/2019 thì tỷ giá USD/VND lại giảm mạnh, cộng hưởng từ chỉ số DXY liên tục giảm trong Quý IV/2019, tỷ giá USD/VND duy trì sự ổn định quanh vùng giá NHNN mua và đây cũng là thời điểm NHNN mua lượng lớn USD cho dự trữ ngoại hối. Cụ thể, NHNN đã mua vào khoảng 17 tỷ USD tương đương bán ra khoảng 380 nghìn tỷ VND, tăng lượng dự trữ ngoại hối lên mức cao kỷ lục 73 tỷ USD đến cuối năm 2019, tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng giảm 0,14% so với cuối năm 2018, giao dịch ở mức 23.170.

Với việc liên tục mua bơm VND ra thị trường thông qua việc mua vào ngoại tệ của NHNN đã hỗ trợ thanh khoản VND cho hệ thống ngân hàng, lãi suất LNH có xu hướng giảm tại tất cả kỳ hạn. Lãi suất VND kỳ hạn qua đêm vào cuối năm 2019 vào khoảng 0,93%; giảm 3,78% so với đầu năm, phản ánh thanh khoản hệ thống tương đối dồi dào. Đáng chú ý, lãi suất qua đêm của VND thường xuyên thấp hơn lãi suất USD cùng kỳ hạn.



Biểu đồ 5: Diễn biến lãi suất USD và VND trên thị trường LNH, cùng với lãi suất thị trường mở và tín phiếu của Việt Nam năm 2019

(Nguồn: Refinitiv)

Tương đối giống giai đoạn 2015-2018, tỷ giá ổn định tạo dư địa cho NHNN độc lập điều hành lãi suất tiền đồng, duy trì mặt bằng lãi suất VND ổn định ở mức thấp ở mức thấp trên cả thị trường 1 và thị trường 2 bằng việc bơm thanh khoản tiền đồng, chủ yếu thông qua kênh mua ngoại tệ và giảm lãi suất điều hành (NHNN cũng giảm lãi suất điều hành trong giai đoạn này, song hành cùng động thái từ FED, khi giảm 0,75 điểm phần trăm các mức lãi suất điều hành), qua đó tiết giảm

chi phí vốn của ngân hàng và toàn bộ nền kinh tế, góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

◀ **Thị trường giai đoạn này gắn liền với việc Fed xoay chiều sang nới lỏng tiền tệ, áp lực lên USD/VND nhìn chung giảm và tỷ giá về cơ bản ổn định. Tương tự giai đoạn 2015-2018, tỷ giá ổn định tạo dư địa để NHNN độc lập, điều hành thị trường tiền đồng thiên về nới lỏng thông qua giảm lãi suất điều hành, bơm VND chủ yếu qua công cụ tỷ giá, giúp giảm mặt bằng lãi suất, góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.**

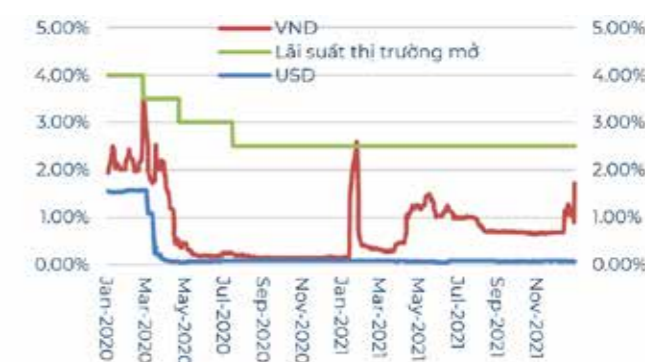
3. Giai đoạn 2020-2021: Đại dịch Covid-19 và nới lỏng tiền tệ chạm giới hạn

Đầu năm 2020, đại dịch Covid 19 diễn ra phức tạp trên toàn thế giới, gây áp lực lớn thanh khoản và rủi ro vỡ nợ, đóng cửa kinh tế toàn cầu, là nguyên nhân chính cho chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng tới mức giới hạn. Fed đi đầu trong chiến dịch cắt giảm lãi suất và bơm tiền khi quyết định hạ khẩn cấp 150 điểm cơ bản lãi suất mục tiêu từ 1,25-1,5% xuống 0-0,25% vào tháng 3/2020, đồng nghĩa với việc Fed đã sử dụng hết dư địa của công cụ lãi suất, đi kèm bơm tiền qua nhiều công cụ như QE, cửa sổ chiết khấu, hoán đổi tiền tệ với nhiều NHTW, để cung ứng khẩn cấp USD, đảm bảo thanh khoản USD trên thị trường. Bảng cân đối tài sản của Fed đã tăng lên mức kỷ lục từ gần 4.000 tỷ USD lên khoảng 8.000 tỷ USD cuối năm 2020, phản ánh tốc độ bơm tiền tương đối lớn.



Biểu đồ 6: Tỷ giá USD/VND và chỉ số DXY giai đoạn 2020-2021

(Nguồn: Refinitiv)



Biểu đồ 7: Lãi suất thị trường LNH kỳ hạn qua đêm của Mỹ, Việt Nam giai đoạn 2020-2021

(Nguồn: Refinitiv)

Ngay sau khi Fed ra quyết định hạ lãi suất, trong vòng 10 ngày giữa tháng 3 năm 2020 chỉ số đo lường sức mạnh của Đồng Đô la Mỹ (DXY) đã tăng hơn 8,3%, đạt đỉnh lịch sử gần 103 điểm vào ngày 20/3, phản ánh nhu cầu về USD tăng mạnh do nhà đầu tư có nhu cầu tìm kiếm kênh trú ẩn an toàn trước rủi ro phá sản trên diện rộng. Ngày 16/3/2020, tỷ giá USD/VND tăng nóng dưới áp lực tăng của đồng bạc xanh, buộc NHNN phải triển khai các biện pháp bình ổn tỷ giá, trong đó

sẵn sàng bán USD can thiệp thị trường.

Sau giai đoạn ngắn này, chỉ số DXY hạ nhiệt dần, giảm về vùng 89 điểm khi tâm lý thị trường dần ổn định sau khi Fed liên tục bơm tiền và sẵn sàng đáp ứng đầy đủ nhu cầu thanh khoản và duy trì môi trường lãi suất USD ở mức thấp kỷ lục. Chỉ số DXY giảm hỗ trợ tỷ giá USD/VND nhìn chung ổn định, có xu hướng giảm trong phần còn lại của giai đoạn này.

Đến cuối năm 2021, tỷ giá liên ngân hàng giảm 1,52% so với cuối năm 2019, về mức 22.825. Trong giai đoạn này, NHNN đã mua được một lượng lớn ngoại tệ bổ sung cho dự trữ ngoại hối khoảng 30 tỷ USD (tương đương 675 nghìn tỷ VND).

Từ giữa tháng 3/2020, để chủ động ứng phó với diễn biến tiêu cực của dịch bệnh Covid-19, NHNN tạm dừng phát hành tín phiếu NHNN; đồng thời thực hiện chào mua giấy tờ có giá qua nghiệp vụ thị trường mở. Đồng thời, NHNN đã điều chỉnh giảm 1,5-2%/năm các mức lãi suất điều hành trong giai đoạn 2020-2021. Lãi suất Liên ngân hàng có xu hướng giảm, đặc biệt từ khoảng nửa cuối năm khi lãi suất qua đêm và 1 tuần ở mức thấp trong nhiều năm trở lại đây, nhờ tốc độ tăng trưởng huy động vốn cao hơn tín dụng và hệ thống được bổ sung lượng lớn VND từ việc NHNN mua ngoại tệ từ NHTM. Tính bình quân giai đoạn, lãi suất VND kỳ hạn qua đêm, 1 tuần, 2 tuần lần lượt ở mức 0,88%/năm, 1,06%/năm và 1,19%/năm.

◀ Tương tự năm 2019, tỷ giá nhìn chung có xu hướng giảm trong giai đoạn này khi Fed nới lỏng tiền tệ toàn diện, chưa từng có trong lịch sử. Diễn biến tỷ giá và cách thức điều hành tiền tệ của NHNN có phần giống năm 2019. Với việc tỷ giá ổn định, NHNN có sự độc lập trong điều hành thị trường tiền đồng khi bơm lượng lớn VND ra hệ thống ngân hàng, thông qua chủ yếu kênh mua vào USD, đồng thời giảm mạnh lãi suất điều hành. Thanh khoản VND ổn định, tạo điều kiện giảm lãi suất VND trên cả thị trường 1 và thị trường 2, góp phần hỗ trợ tăng trưởng trong giai đoạn đại dịch làm kinh tế suy giảm nghiêm trọng.

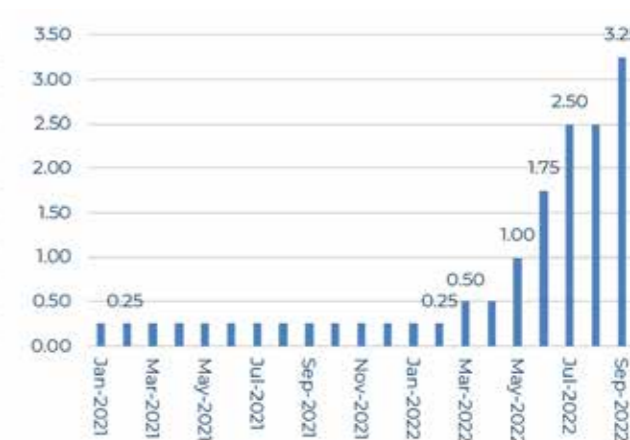
4. Giai đoạn đầu năm 2022 tới nay: Thắt chặt tiền tệ và các cú shock trên thị trường tài chính

Kể từ đầu năm 2022, với việc kiểm soát được dịch bệnh, kinh tế thế giới mở cửa, thúc đẩy nhu cầu hàng hóa tăng mạnh trên toàn cầu, đi kèm xung đột Nga – Ukraine và Trung Quốc tiếp tục lock down khi theo đuổi chính sách “Zero covid”

đã làm đứt gãy, gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, gập áp lực lớn lên lạm phát từ cả phía cung và cầu hàng hóa, đặc biệt là giá nguyên, nhiên liệu và giá lương thực, thực phẩm. Áp lực lạm phát tăng cao trên toàn cầu đã khiến hầu hết các NHTW lớn đảo chiều sang thắt chặt tiền tệ sau giai đoạn nới lỏng từ 2019-2021, để kiểm chế lạm phát.



Biểu đồ 8: Lạm phát của Mỹ giai đoạn 2021 - nay
(Nguồn: FRED St. Louis)



Biểu đồ 9: Lãi suất mục tiêu của Mỹ từ 2021 - nay
(Nguồn: Refinitiv)

Tại Mỹ, chiều ngày 16/3/2022 (theo giờ Mỹ), tại cuộc họp FOMC, Fed đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 0,25% lên mức 0,25 – 0,5%. Đây là lần đầu tiên Fed tăng lãi suất kể từ tháng 3/2020, cho thấy lộ trình thay đổi điều hành chính sách tiền tệ của Fed theo hướng thắt chặt, bao gồm việc nâng lãi suất, chấm dứt chương trình mua tài sản, thu hẹp bảng cân đối tài sản và là sự kết thúc quá trình duy trì mức lãi suất thấp gần 0% kể từ thời điểm bùng phát Đại dịch Covid-19. Sau đó, chiều ngày 04/05/2022, Fed đã quyết định tăng lãi suất mục tiêu lên 0,5% và công bố kế hoạch thu hẹp bảng cân đối tài sản lên tới 95 tỷ USD mỗi tháng.

Tuy nhiên, lạm phát của Mỹ không có dấu hiệu hạ nhiệt mà thay vào đó đã tăng nhanh, mạnh lên mức cao kỷ lục của hơn 40 năm trở lại đây (9,1% y.o.y vào tháng 6/2022), đã khiến cho Fed điều hòa hơn trong điều hành lãi suất. Cụ thể, từ tháng 06/2022 tới tháng 09 vừa qua, Fed đã tăng lãi suất thêm 75 điểm cơ bản ba lần liên tiếp, với một tốc độ chưa từng có tiền lệ. Lãi suất mục tiêu của Fed, từ mốc 0,75%-1% vào thời điểm tháng 5/2022 đã bật mạnh tới mốc 3,0%-3,25% vào thời điểm ngày 22/09/2022 (theo giờ Việt Nam). Chỉ số DXY (chỉ số đo sức mạnh đồng USD) đã bật tăng mạnh 11,90% từ mức 95,87 điểm đầu năm 2022 lên mức 114,11 điểm thời điểm ngày 27/09/2022, có xu hướng tiếp tục tăng và đã vượt xa mức đỉnh cũ của năm 2021 là 93,43 điểm. Tại thời điểm đầu năm 2022, bảng cân đối kế toán của FED, đạt mức cao kỷ lục mới là gần 9.000 tỷ USD, tương đương khoảng 36% GDP của Mỹ năm 2021, và bắt đầu giảm từ tháng 05/2022, sau khi FED quyết

định thu hẹp quy mô bảng cân đối kế toán. Xu hướng lãi suất USD ngày càng tăng cao. Lãi suất SOFR Overnight do Fed New York công bố đã bật tăng mạnh lên gần 10 lần từ quanh mức 0,3%, trước khi Fed có quyết định tăng lãi suất mục tiêu thêm 50 điểm hồi tháng 5/2022, lên mức 2,9% tại thời điểm ngày 26/09/2022. Lãi suất Term SOFR 3 tháng ngày 27/09/2022 cũng tăng lên 3,56%, so với mức 0,09% tại thời điểm đầu năm 2022.



Biểu đồ 10: Tương quan chỉ số tỷ giá USD/VND và chỉ số DXY trong năm 2022

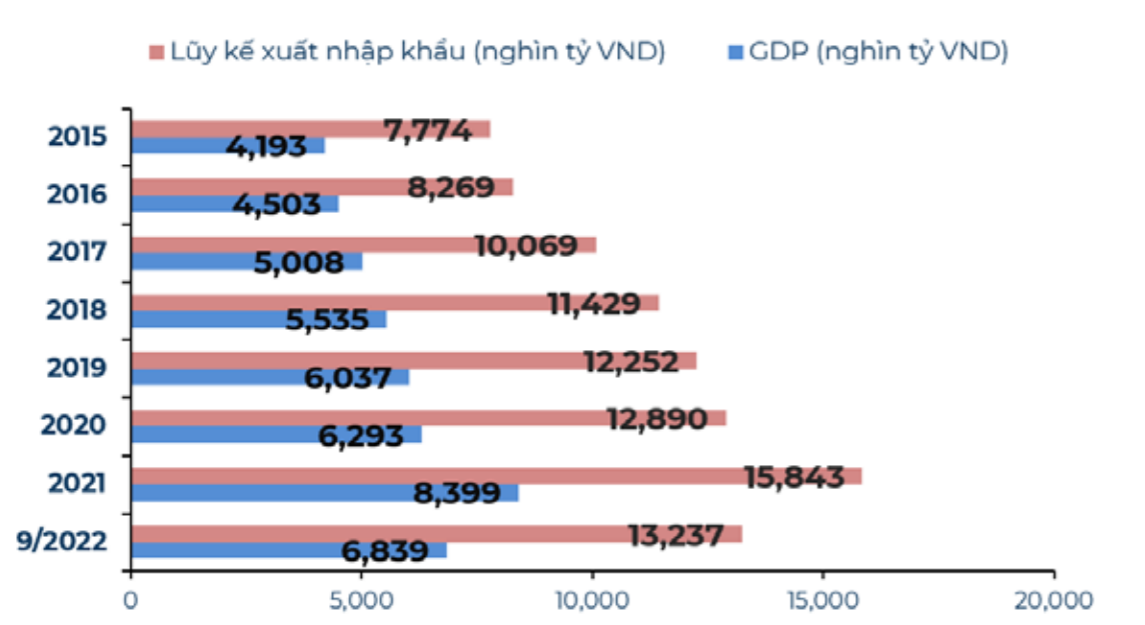
(Nguồn: Refinitiv)

Động thái từ Fed đã gây ra áp lực lớn lên tâm lý nhà đầu tư, dòng vốn rút khỏi các thị trường mới nổi, tạo áp lực mất giá lớn đối với đồng tiền của các quốc gia này (trong đó có Việt Nam). Đến sáng ngày 22/10/2022, so với cuối năm 2021, các đồng tiền mất giá mạnh so với USD, cụ thể như sau:

QUỐC GIA	THAY ĐỔI GIÁ TRỊ ĐỒNG TIỀN SO VỚI USD CỦA CÁC NƯỚC TRONG KHU VỰC CHÂU Á TẠI NGÀY 22/10/2022 SO VỚI NĂM 2021
Nhật Bản (JPY)	-29,40%
Trung Quốc	-14,20%
Ấn Độ (INR)	-11,11%
Indonesia (IDR)	-9,36%
Maylaysia (MYR)	-13,72%
Philippines (PHP)	-15,37%
Hàn Quốc (KRW)	-21,47%
Singapore (SGD)	-5,42%
Đài Loan (TWD)	-16,86%
Thái Lan (THB)	-14,86%

Đồng tiền Việt Nam là một trong những đồng tiền mất giá ít nhất so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Tỷ giá USD/VND Liên Ngân hàng trong nước tăng lên mức 24.870 tính tới hết ngày 24/10/2022 - cao hơn mức tỷ giá bán ra thị trường can thiệp của NHNN, đồng thời là mức cao nhất trong lịch sử. Từ đầu năm 2022 đến nay, tỷ giá USD/VND trên thị trường Liên Ngân hàng tăng khoảng 9%, từ mức 22.825 tại thời điểm đầu năm nay.

Tỷ giá tăng gây ra nhiều bất ổn vĩ mô, đặc biệt gây áp lực tới lạm phát thông qua kênh nhập khẩu do Việt Nam là quốc gia có độ mở lớn, phụ thuộc nhiều vào xuất nhập khẩu với thị trường quốc tế. Tỷ lệ giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam/GDP tương đối lớn, dao động từ 183%-206% (Biểu đồ 11)



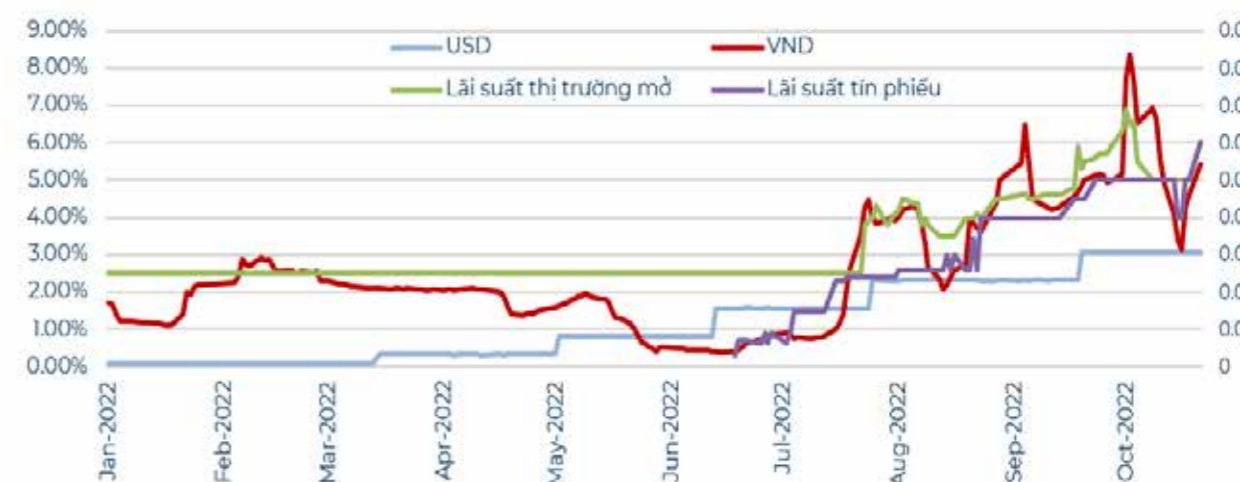
Biểu đồ 11: Tương quan giữa GDP và kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Tỷ giá tăng mạnh là nguyên nhân khiến NHNN liên tiếp bán USD để bình ổn nhu cầu thị trường, với lượng bán ngoại tệ kỷ lục khoảng 20 tỷ USD và liên tục tăng giá bán ngoại tệ. Trong năm 2022, NHNN đã tám lần đưa ra thông báo về việc can thiệp tỷ giá. Cụ thể như sau:

Lần điều chỉnh	Tỷ giá NHNN mua (USD/VND)	Tỷ giá NHNN bán (USD/VND)
Lần 1 (20/01/2022)	22.550 (giao ngay)	23.050 (kỳ hạn 3 tháng)
Lần 2 (11/05/2022)	22.550 (giao ngay)	23.250 (kỳ hạn 3 tháng)
Lần 3 (15/07/2022)	22.550 (giao ngay)	23.400 (giao ngay)
Lần 4 (07/09/2022)	-	23.700 (giao ngay)
Lần 5 (14/09/2022)	Đối với giao dịch kỳ hạn 3 tháng, Ngân hàng Thương mại đã mua trước đó có ngày giá trị từ ngày 15 - 22/09/2022 sẽ kéo dài tiếp kỳ hạn 6 tháng (ước tính khoảng 1.67 tỷ USD)	
Lần 6 (30/09/2022)	-	23.925 (giao ngay)
Lần 7 (17/10/2022)	-	24.380 (giao ngay)
Lần 8 (24/10/2022)	-	24.870 (giao ngay)

Cùng với các động thái tác động lên cung ngoại tệ, NHNN thực hiện đồng thời biện pháp từ phía cầu tiền, khi phát hành tín phiếu, hút bớt nội tệ, đẩy lãi suất VND tăng mạnh, tương ứng đà tăng của lãi suất USD, nhằm tăng độ chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường LNH, giảm bớt áp lực cho tỷ giá. Tính đến thời điểm cuối tháng 09/2022, lãi suất VND kỳ hạn qua đêm có lúc lên tới hơn 7%, kỷ lục trong nhiều năm.



Biểu đồ 12: Lãi suất thị trường Liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm tại Mỹ, Việt Nam cùng lãi suất thị trường mở và tín phiếu của Việt Nam trong năm 2022

(Nguồn: Refinitiv)

Đồng thời, NHNN đã thực hiện hai lần điều chỉnh tăng lãi suất điều hành, trong đó điều chỉnh tăng một loạt lãi suất điều hành với biên độ điều chỉnh tổng cộng 0,8 - 2,0%/năm tùy loại lãi suất, cụ thể như sau:

Loại lãi suất	Trước ngày 23/9	Lần điều chỉnh thứ 1 (sau ngày 23/9)	Lần điều chỉnh thứ 2 (kể từ ngày 25/10)
Lãi suất tái cấp vốn	4,0%/năm	5,0%/năm	6,0%/năm
Lãi suất tái chiết khấu	2,5%/năm	3,5%/năm	4,5%/năm
Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng	5,0%/năm	6,0%/năm	7,0%/năm
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi VND dưới 1 tháng	0,2%/năm	0,5%/năm	1,0%/năm
Lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi VND kỳ hạn từ 1-6 tháng	4,0%/năm	5,0%/năm	6,0%/năm

Ngay trước quyết định điều chỉnh lãi suất này, NHNN cũng đã có động thái chưa có tiền lệ, đó là thả nổi lãi suất mua kỳ hạn GTCC trên thị trường mở, bên cạnh việc phát hành tín phiếu cũng theo hình thức thả nổi lãi suất thì NHNN điều hành thị trường mở qua cơ chế kiểm soát lượng tiền cung ứng. Lãi suất cho vay thông qua mua kỳ hạn GTCC từ cố định ở mức 2,5% trước đó, sau khi thả nổi đã có lúc lên tới 6,9% vào đầu tháng 10/2022, phản ánh nhu cầu tiền đồng trên thị trường tương đối lớn. Bên cạnh kênh bơm tiền thông qua mua kỳ hạn GTCC, NHNN cũng thực hiện hút tiền thông qua phát hành tín phiếu, với lãi suất thả nổi và liên tục tăng, nhìn chung phản ánh đầy đủ xu hướng tăng trên thị trường liên ngân hàng (từ mức 4,0%/năm lên 6,0%/năm với lãi suất tín phiếu và từ mức 4,8%/năm lên 6,0%/năm với lãi suất OMO).

Như vậy, sau khi NHNN chính thức gia nhập làn sóng tăng lãi suất điều hành của các NHTW trên toàn cầu, mặt bằng lãi suất VND đã được đưa về mức hợp lý hơn, đặt trong tương quan với lãi suất USD trên thị trường quốc tế, qua đó góp phần củng cố thêm mục tiêu ổn định tỷ giá và kiềm chế lạm phát của NHNN. Mức tăng lãi suất thêm tối đa 2% của NHNN cũng được đánh giá là hợp lý, vừa phải để tránh tạo áp lực quá lớn lên mặt bằng lãi suất cho vay cũng như quá trình phục hồi của nền kinh tế như chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ.

◀ **Giai đoạn đầu năm 2022 đến nay gắn liền với bối cảnh Fed thắt chặt tiền tệ mạnh tay, bao gồm giảm lượng tiền cung ứng ra nền kinh tế thông qua thắt chặt định lượng, đồng thời đẩy nhanh tốc độ tăng lãi suất mục tiêu. Chỉ trong vòng 9 tháng đầu năm, Fed đã tăng tới 3% lãi suất điều hành, trong khi cơ quan này chỉ tăng 2,25% trong vòng 3 năm kể từ 2015-2018. Đồng bạc xanh có xu hướng tăng mạnh trên thị trường toàn cầu, gây áp lực lớn lên tỷ giá USD/VND. Tỷ giá tăng mạnh và là biến số trọng tâm của NHNN trong điều hành tiền tệ giai đoạn hiện tại. Sử dụng dự trữ ngoại hối để đáp ứng nhu cầu USD trên thị trường, đi kèm phát hành tín phiếu, hút ròng VND trên thị trường mở để kéo lãi suất VND tăng cao, cân xứng với đà tăng của lãi suất USD đã và đang làm các biện pháp mà Nhà điều hành triển khai nhằm bình ổn tỷ giá.**

◀ **Xuyên suốt giai đoạn từ 2015 đến nay, có thể thấy rõ mối liên hệ giữa quan điểm, động thái điều hành tiền tệ của Fed tác động lớn tới tỷ giá USD/VND, cũng như mục tiêu, động thái của NHNN. Tỷ giá USD/VND có xu hướng ổn định trong môi trường Fed nới lỏng tiền tệ thường đi kèm sự suy yếu của đồng USD. Tỷ giá ổn định là dư địa lớn để NHNN mua được ngoại tệ, củng cố dự trữ ngoại hối và tùy nghi trong điều hành lãi suất tiền đồng, theo hướng nới lỏng trong**

từng giai đoạn, thông qua bơm VND ra thị trường, ổn định hoặc cắt giảm lãi suất điều hành, qua đó duy trì lãi suất LNH ở mức thấp, góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

◀ **Ngược lại, giai đoạn Fed thắt chặt tiền tệ, USD có xu hướng tăng giá khiến tỷ giá chịu nhiều áp lực. Tỷ giá USD/VND tăng làm hạn chế dư địa của NHNN trong điều hành tiền tệ. Việc can thiệp của NHNN để bình ổn tỷ giá luôn đi kèm việc hút ròng nội tệ trong hệ thống ngân hàng. Thanh khoản nội tệ sụt giảm, thúc đẩy lãi suất VND tăng mạnh. Tỷ giá tăng mạnh sẽ làm giảm tính độc lập của NHNN trong điều hành lãi suất tiền đồng, tức hạn chế dư địa của NHNN trong việc bình ổn lãi suất và hỗ trợ thanh khoản cho thị trường hoặc phải hút bớt thanh khoản, kéo lãi suất tiền đồng tăng, kiềm chế tỷ giá.**

II. NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO DIỄN BIẾN TỶ GIÁ, LÃI SUẤT TRONG QUÝ IV/2022, TẦM NHÌN NĂM 2023

Với những phân tích, đánh giá tại phần I nêu trên, có thể thấy chính sách tiền tệ của Fed là yếu tố quan trọng hàng đầu, có tương quan chặt chẽ, ảnh hưởng trực tiếp tới tỷ giá USD/VND, dẫn tới những phản ứng của NHNN trong các động thái điều hành về tỷ giá và lãi suất. Vì vậy, việc nhận định, đánh giá động thái của Fed trong thời gian tới sẽ là trọng yếu để dự báo về tỷ giá, động thái của NHNN và diễn biến lãi suất VND.

1. Giới hạn chính sách tiền tệ của Fed trong cân đối giữa lạm phát và rủi ro suy thoái:

Nhìn chung, xu hướng lãi suất của Fed đang phản ánh quyết tâm trong việc kiềm chế lạm phát của Mỹ. Số liệu lạm phát CPI tại Mỹ tháng 9 cũng đang cho thấy áp lực vẫn là rất lớn, đặc biệt phản ánh qua chỉ số CPI lõi thậm chí tăng lên 6,6% yoy từ mức 6,3% của tháng trước đó. Ngoài ra, sự gia tăng quan ngại lạm phát của Fed cũng tương đối hợp lý nếu xét trong bối cảnh kinh tế vĩ mô vẫn tiềm ẩn những diễn biến khó lường đó, bao gồm:

- (i) Căng thẳng Nga-Ukraine có xu hướng gia tăng trở lại sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới nguồn cung hàng hóa toàn cầu, đặc biệt nhóm hàng về năng lượng và lương thực (Chủ yếu là lúa mì);
- (ii) OPEC+ cắt giảm sản lượng dầu 2 triệu thùng/ngày, tương đương 2% nguồn cung toàn cầu để chặn lại đà giảm giá hàng năng lượng này;
- (iii) Tiềm ẩn khủng hoảng năng lượng tại Châu Âu trong bối cảnh mùa đông đang đến;
- (iv) Kết quả sau Đại hội Đảng Cộng sản Trung Quốc thể hiện xu hướng Trung Quốc tiếp tục duy trì và theo đuổi chính sách Zero Covid

Lạm phát tại Mỹ và nhiều nước trên thế giới duy trì ở mức cao trong năm nay do ảnh hưởng cả phía cung và cầu hàng hóa, khi nguồn cung trở nên khan hiếm dưới tác động của căng thẳng chiến tranh Nga – Ukraine và chính sách Zero Covid của Trung Quốc làm hạn chế nguồn cung hàng hóa ra thị trường; đi kèm việc kinh tế thế giới mở trở lại sau Đại dịch Covid-19 thúc đẩy nhu cầu hàng hóa tăng nhanh. Việc Fed đẩy nhanh lộ trình tăng lãi suất và nâng mục tiêu về lãi suất ngày càng cao sau mỗi cuộc họp FOMC nhằm siết lại nhu cầu hàng hóa, trong nỗ lực kiểm chế lạm phát, song sự khan hiếm về phía nguồn cung nhiều khả năng không thể sớm khắc phục trong thời gian tới có thể dẫn tới việc lạm phát sẽ không hạ nhanh, bất chấp việc Fed nỗ lực thắt chặt tiền tệ mạnh tay. Do đó, không ngoại trừ khả năng Fed sẽ tiếp tục tăng tốc trong lộ trình thắt chặt tiền tệ để sớm siết lại lạm phát.

Song động thái tăng nhanh lãi suất của Fed đang ảnh hưởng lớn tới khả năng hấp thụ của thị trường. Đồng thời, xu hướng thắt chặt tiền tệ của phần lớn NHTW trên thế giới đã thúc đẩy lợi suất trái phiếu và lãi suất các khoản vay tăng mạnh, đặt thị trường nợ vào nguy cơ đổ vỡ, cũng như gia tăng khả năng suy thoái kinh tế toàn cầu.



Biểu đồ 13: Hình biểu diễn chênh lệch giữa lợi suất trung bình và lãi suất của trái phiếu trên toàn thế giới

(Nguồn: Bloomberg)

Lợi suất trái phiếu có xu hướng tăng mạnh do áp lực từ việc NHTW đẩy nhanh thắt chặt tiền tệ, đi kèm lo ngại về suy thoái khiến bên cho vay yêu cầu mức lợi suất hoàn vốn cao hơn. Lợi suất trái phiếu tăng gây áp lực lên lãi suất trái phiếu phát hành mới, cũng như khả năng huy động vốn của bên đi vay, làm gia tăng rủi

ro đổ vỡ thị trường nợ.

Đường cong lợi suất TPCP Mỹ cũng đang đảo ngược khi lợi suất TPCP kỳ hạn 2 năm cao hơn lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tương đối lớn, phản ánh thị trường đang có sự đối lập trong nhận định về lãi suất tương lai. Lợi suất TPCP kỳ hạn 2 năm tăng mạnh hàm ý về kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục tăng mạnh lãi suất trong ngắn hạn, song lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tăng chậm và thấp hơn lợi suất kỳ hạn 2 năm cho thấy thị trường dự đoán Fed có thể không duy trì được lãi suất điều hành ở mức cao trong dài hạn và có thể giảm lãi suất, hay nói cách khác, Fed tăng lãi suất trong thời gian tới chỉ là tạm thời và Fed đang dần tới giới hạn tăng lãi suất.



Biểu đồ 14: Đường cong lợi suất Trái phiếu Chính phủ của Mỹ

(Nguồn: Refinitiv)

Với các diễn biến ví mô nêu trên, chúng tôi dự báo giá cả hàng hoá đầu vào vẫn sẽ tiếp tục duy trì vùng cao. Đặc biệt, giá dầu dự báo sẽ giao dịch tăng trong vùng 80 – 100 USD/thùng, kết hợp với bảng cân đối tài sản của Fed chưa giảm mạnh dẫn tới theo chúng tôi xu hướng lạm phát tại Mỹ quanh ngưỡng cao hiện nay từ 8 – 9% và lạm phát cần thời gian đủ dài khoảng 6 – 9 tháng để có thể hạ dần lạm phát về mức cân bằng, ổn định hơn.

Trước dự báo về các diễn biến nêu trên, chúng tôi đưa ra 03 kịch bản về lạm phát tại Mỹ - là biến số lớn nhất quyết định đến chính sách điều hành của Fed trong giai đoạn cuối năm 2022. Từ đó, đưa ra 03 kịch bản tương ứng về lãi suất mục tiêu của Fed và chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY) như sau:

Tiêu chí	Kịch bản 1 (15%)	Kịch bản 2 (55%)	Kịch bản 3 (30%)
Lạm phát tại Mỹ (yoy) các tháng cuối năm 2022	Dưới 8%	Từ 8-9%	Trên 9%
Lãi suất mục tiêu của Fed cuối năm 2022	Dưới 4,25%	Từ 4,25 – 4,50%	Trên 4,50%
Chỉ số DXY từ nay tới cuối năm 2022	Dưới 110	Từ 110 – 120	Trên 120

2. Kỳ vọng về chính sách tiền tệ Việt Nam và dự báo tỷ giá, lãi suất quý IV/2022, tầm nhìn năm 2023

2.1. Kỳ vọng về chính sách tiền tệ Việt Nam

Với các kịch bản động thái của Fed kể trên, nhìn chung Fed sẽ tiếp tục lộ trình tăng lãi suất và áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới vẫn không hề nhỏ. Theo các phân tích mà chúng tôi chỉ ra tại phần I, tỷ giá tăng mạnh làm giảm tính độc lập của NHNN trong điều hành lãi suất tiền đồng. Có thể thấy chính sách tiền tệ Việt Nam năm nay chủ yếu xoay quanh điều hành tỷ giá dưới áp lực từ Fed thắt chặt tiền tệ, khi lạm phát nhìn chung không cao (Lũy kế 9 tháng đầu năm 2022 chỉ tăng 2,73% so với cùng kỳ năm 2021) và khả năng đạt mục tiêu Quốc Hội đề ra dưới 4%. Ngoài việc phải sử dụng dự trữ ngoại hối để bình ổn tỷ giá, NHNN phải sử dụng công cụ lãi suất, thông qua hút ròng nội tệ thông qua cả kênh tỷ giá và phát hành tín phiếu, nhằm kéo lãi suất VND, cân đối với đà tăng lãi suất USD. Nhiều khả năng, Fed sẽ tiếp tục lộ trình thắt chặt đã đề ra và áp lực cho tỷ giá và lãi suất trong thời gian tới không hề nhỏ.

Chúng tôi nhận định điều hành tỷ giá vẫn là trọng tâm trong chính sách tiền tệ Việt Nam trong quý IV/2022 và nửa đầu năm 2023. Tỷ giá đã tăng khoảng 9,0% từ mức 22.825 tính từ đầu năm và áp lực tăng từ thị trường tài chính quốc tế vẫn còn tương đối lớn.

Trước áp lực về tỷ giá trong thời gian tới, chúng tôi cũng nhận định rằng NHNN tiếp tục sử dụng công cụ lãi suất, dự trữ ngoại hối để điều hành tỷ giá, bao gồm:

- Sẵn sàng bán ngoại tệ đáp ứng nhu cầu thị trường, trong đó có thể tiếp tục tăng giá bán khi tỷ giá có xu hướng tăng nóng.
- Tiếp tục phát hành tín phiếu nhằm điều hành lãi suất VND theo mục tiêu, để duy trì phần chênh lãi suất VND-USD trên thị trường Liên ngân hàng ở

trạng thái dương, với phân chênh khoảng 2-3%;

- Có thể tiếp tục tăng lãi suất điều hành;
- Tiếp tục bơm thanh khoản trên thị trường mở và các công cụ bơm tiền khác để đáp ứng nhu cầu, đảm bảo an toàn thanh khoản hệ thống ngân hàng.

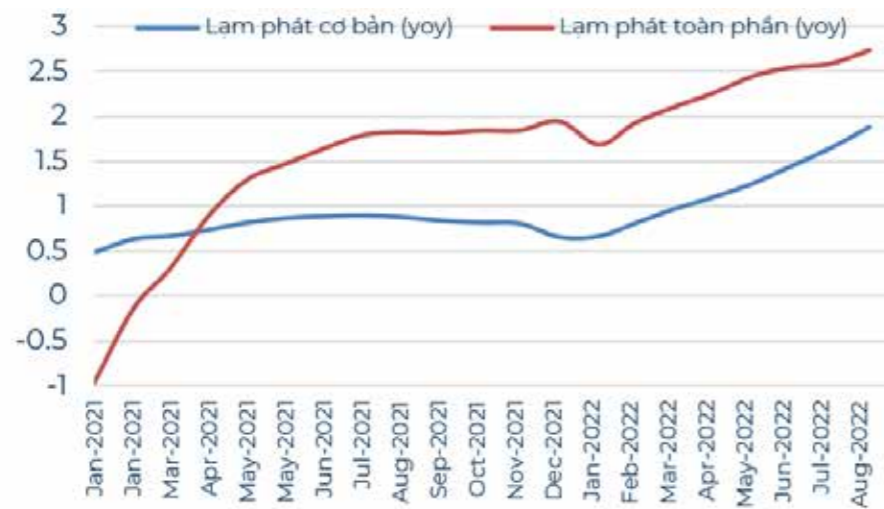
◀ Tăng giá bán ngoại tệ và sử dụng dự trữ ngoại hối tiếp tục là công cụ chính của NHNN trong điều hành tỷ giá.

◀ Thị trường mở tiếp tục là công cụ điều hành lãi suất chủ yếu của NHNN, thông qua phát hành tín phiếu để duy trì mặt bằng lãi suất VND trên thị trường Liên ngân hàng không dưới lãi suất tín phiếu. Qua đó, điều hành lãi suất VND theo mục tiêu với độ chênh so với lãi suất USD trên thị trường Liên ngân hàng ở khoảng 2-3%, qua đó giảm bớt áp lực lên tỷ giá; đồng thời duy trì bơm thanh khoản thông qua nghiệp vụ mua kỳ hạn GTCC, đảm bảo thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.

◀ Hiện tại, lãi suất VND trên thị trường LNH đang duy trì ở mức cao kỷ lục, tình trạng thanh khoản eo hẹp. NHNN hút ròng nội tệ kể từ đầu năm với lượng hút ròng rất lớn, khoảng gần 500 ngàn tỷ đồng. Với thực trạng NHNN hút ròng lượng lớn này, nhiều ngân hàng đã tăng lãi suất huy động tại thị trường 1 (Thị trường cư dân/doanh nghiệp) để bổ sung thanh khoản. Lãi suất thị trường 1 chứng kiến đà tăng mạnh trong thời gian qua.

◀ Để chuẩn bị cho room tín dụng năm sau, nhiều khả năng các ngân hàng thương mại sẽ tiếp tục tăng mạnh lãi suất huy động trên cả thị trường 1 và thị trường 2 để chuẩn bị vốn cho giải ngân tín dụng năm 2023. Chúng tôi nhận định NHNN **sẽ rất thận trọng nối room tín dụng trong năm 2023**, nhằm tránh cuộc đua lãi suất huy động trên thị trường 1 nếu tình hình tỷ giá vẫn còn căng thẳng dưới áp lực từ Fed tăng lãi suất. **Lãi suất huy động trên thị trường 1 và lãi suất phát hành GTCC sẽ chứng kiến đà tăng mạnh trong Quý IV/2022.**

◀ **Lạm phát dự kiến sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong Quý IV/2022 và năm 2023 khiến NHNN thận trọng trong việc bơm tiền và nối room tín dụng do tỷ giá tăng kéo dài sẽ gây áp lực lạm phát chi phí đẩy do giá nhập khẩu ở mức cao, duy trì trong thời gian kéo dài.** Đáng chú ý lạm phát cơ bản (Lạm phát do nguyên nhân từ yếu tố tiền tệ) trong 9 tháng đầu năm có xu hướng tăng mạnh, gây áp lực lên lạm phát toàn phần. Đây có thể là hệ quả của việc NHNN bơm nội tệ lượng lớn thông qua mua vào đô la Mỹ suốt từ giai đoạn 2019 đến 2021, đi kèm việc kinh tế mở cửa thúc đẩy cầu tiền tăng mạnh.



Biểu đồ 15: Lạm phát của Việt Nam trong giai đoạn 2021 - nay

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

◀ Lạm phát cơ bản có xu hướng tăng nhanh kể từ đầu năm 2022, từ mức tăng 0.66% (yoy) lên tới 1,88% (yoy) vào tháng 9 vừa qua. Lạm phát toàn phần cũng tăng mạnh theo đà tăng của lạm phát cơ bản, khi đầu năm chỉ tăng 1,84% (yoy) và lên tới 2,73% (yoy) vào tháng 9. Lạm phát tăng dần có thể dẫn tới việc NHNN thận trọng trong việc bơm tiền và nới room tín dụng trong năm 2023.

2.2. Nhận định và dự báo tỷ giá, lãi suất Quý IV/2022, tầm nhìn năm 2023

2.2.1. Dự báo Quý IV/2022

Tỷ giá đã tăng khoảng 9,0% trong 9 tháng đầu năm và cân đối cung cầu ngoại tệ cũng ghi nhận mức thâm hụt kỷ lục 18 – 20 tỷ USD – mức thâm hụt lớn nhất so với cùng kỳ trong nhiều năm gần đây. Có thể thấy ảnh hưởng của việc tăng nhanh và mạnh lãi suất mục tiêu của Fed đến thị trường ngoại hối và tiền tệ của Việt Nam là rất sâu sắc và toàn diện. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy ngoài tác nhân bên ngoài thì các yếu tố nội tại của thị trường trong nước cũng là nguyên nhân quan trọng khiến cho một lượng lớn ngoại tệ thâm hụt từ đầu năm đến nay như:

- Nhóm doanh nghiệp trong nước nhập siêu lớn (khoảng 22 tỷ USD trong 9 tháng đầu năm 2022 so với số liệu cùng kỳ 2021 là 19,75 tỷ USD) do giá cả nguyên vật liệu, hàng hóa trên thế giới tăng cao;
- Nợ nước ngoài của khối doanh nghiệp ước tính tăng cao trong giai đoạn 2020 – 2021 (môi trường lãi suất thấp, tiếp cận dòng vốn dễ). Theo số liệu mới nhất của Bộ Tài chính công bố dư nợ nước ngoài của doanh nghiệp cuối 2021 khoảng gần 93 tỷ USD dẫn tới áp lực trả nợ trong giai đoạn 2022 (môi trường lãi suất cao, tiếp cận dòng vốn khó);

- Đà mất giá nội tệ (JPY, KRW) lớn của các thị trường xuất khẩu lao động lớn của Việt Nam như: Nhật Bản, Hàn Quốc có thể khiến cho lượng kiều hối giảm mạnh trong năm 2022. Ước đạt giảm khoảng 30% so với năm 2021 khoảng 12,5 tỷ USD (giảm khoảng 5,5 tỷ USD);
- Thị trường ngoại hối trong nước ghi nhận doanh số giao dịch kỳ hạn để phòng ngừa rủi ro tỷ giá của các doanh nghiệp đột biến tăng khoảng 200% so với thời điểm bình thường đẩy nhu cầu USD trong ngắn hạn tăng cao, gây áp lực lên tỷ giá.

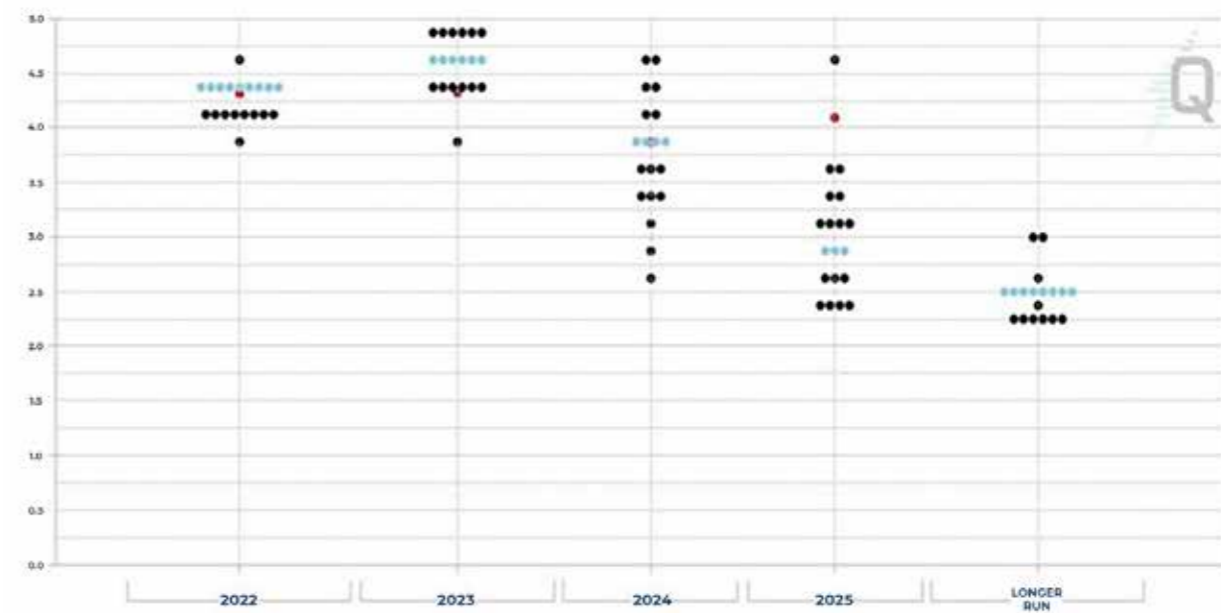
Trong những tháng cuối năm 2022, chúng tôi dự báo nguồn cung trên thị trường ngoại hối sẽ được bổ sung một lượng ngoại tệ từ kiều hối (dù dự báo không cao như hàng năm) và kỳ vọng dòng tiền từ doanh nghiệp xuất khẩu trong nước có thể phần nào giảm bớt áp lực cho tỷ giá USD/VND.

Với những dự báo về động thái lãi suất của Fed và của NHNN, cùng với các nhận định nêu trên, chúng tôi đã xây dựng các kịch bản của tỷ giá USD/VND, lãi suất, diễn biến trên thị trường mở (OMO), chính sách điều hành của Ngân hàng Nhà nước dựa trên 3 kịch bản trong quý IV/2022 về lãi suất mục tiêu của Fed và chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY), có kết hợp với các yếu tố trong nước như sau:

Tiêu chí	Kịch bản 1 (15%)	Kịch bản 2 (55%)	Kịch bản 3 (30%)
Lạm phát tại Mỹ (yoy)	Dưới 8%	Từ 8-9%	Trên 9%
Lãi suất mục tiêu của Fed	Dưới 4,25%	Từ 4,25 – 4,50%	Trên 4,50%
Chỉ số DXY	Dưới 110	Từ 110 – 120	Trên 120
Lạm phát tại Việt Nam(yoy)	< 4%	< 4%	< 4%
Tỷ giá USD/VND	Dưới 24.000	Từ 24.000 – 25.500	Trên 25.500
Lãi suất VND Liên ngân hàng kỳ hạn ON	6%/năm trở xuống	6-8%/năm	8%/năm trở lên
NHNN can thiệp bán ngoại tệ ra thị trường	Không can thiệp	Can thiệp bán dưới 5 tỷ USD	Can thiệp bán trên 5 tỷ USD
Thanh khoản VND trên thị trường	Ổn định	Căng thẳng	Rất căng thẳng
NHNN tiếp tục phát hành tín phiếu	NHNN duy trì phát hành tín phiếu với lãi suất ở mức 6%/năm	NHNN tăng thêm 0,5-1% lãi suất tín phiếu, duy trì lãi suất tín phiếu chênh lệch 2-3% so với lãi suất điều hành của Mỹ	NHNN tăng từ 1% trở lên lãi suất phát hành tín phiếu, duy trì lãi suất tín phiếu chênh lệch 2-3% so với lãi suất điều hành của Mỹ
Lãi suất điều hành	Giữ nguyên các loại lãi suất điều hành như hiện tại	Tăng 0,5 – 1 %/năm các loại lãi suất điều hành	Tăng từ 1 %/năm trở lên các loại lãi suất điều hành

2.2.2. Tâm nhìn năm 2023

Trong năm 2023, nhìn chung tỷ giá vẫn đứng trước nhiều áp lực do Fed vẫn đưa ra thông điệp tăng lãi suất trong năm sau tại cuộc họp Ủy ban thị trường mở FOMC vào tháng 9/2022 vừa qua. Biểu đồ Dot plot tại cuộc họp FOMC tháng 9 vừa qua chỉ ra Fed sẽ tiếp tục tăng lãi suất trong năm 2023 với lãi suất mục tiêu từ 4,5 - 4,75%. Nhiều khả năng Fed sẽ tăng lãi suất mục tiêu tới giới hạn trong nửa đầu năm 2023.



Biểu đồ 16: Dot plot tại cuộc họp FOMC tháng 9/2022

(Nguồn: Bloomberg)

Áp lực lên tỷ giá USD/VND có thể giảm dần trong nửa cuối năm 2023 khi Fed kết thúc lộ trình tăng lãi suất, do đó tỷ giá USD/VND dự kiến ổn định, có thể đi xuống trong nửa cuối năm. Theo các phân tích mà chúng tôi đưa ra ở phần I, tỷ giá ổn định về cơ bản sẽ tạo dư địa để NHNN độc lập trong điều hành lãi suất tiền đồng, điều tiết thị trường tiền đồng theo hướng bơm thanh khoản, duy trì lãi suất tiền đồng LNH thấp để tiết giảm chi phí vốn cho nền kinh tế, hỗ trợ tăng trưởng.

Dự báo tỷ giá USD/VND ổn định và giảm dần trong nửa cuối năm 2023

Với kỳ vọng về việc Fed ngừng tăng lãi suất và áp lực cho tỷ giá giảm dần đồng thời kỳ vọng Việt Nam với tiềm năng tăng trưởng kinh tế tốt vẫn là điểm đến hấp dẫn, thu hút nhiều dòng vốn ngoại, gia tăng nguồn cung USD từ thị trường quốc tế; và không ngoại trừ khả năng NHNN có thể quay trở lại mua USD trong nửa cuối năm 2023 trên nền tỷ giá ổn định để củng cố lại dự trữ ngoại hối vốn đã giảm mạnh trong năm 2022.

NHNN mua vào ngoại tệ và bán ra VND sẽ củng cố thanh khoản tiền đồng trên thị trường, góp phần giảm lãi suất nội tệ và hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2023. Thanh khoản thị trường và lãi suất LNH có thể dần ổn định trong nửa cuối năm 2023. Không ngoại trừ khả năng NHNN nới room tín dụng trong nửa cuối năm 2023 với kỳ vọng tỷ giá ổn định và lạm phát đạt mục tiêu dưới 4%.

Dự báo thanh khoản LNH ổn định, lãi suất có xu hướng giảm dần, NHNN có thể cân đối tăng thêm room tín dụng trong nửa cuối năm 2023

Điều khoản sử dụng:

Bản quyền năm 2022 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương Việt Nam (VietinBank Securities). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VietinBank Securities không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VietinBank Securities. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VietinBank Securities.

Tổ nghiên cứu Phòng Kinh doanh vốn VietinBank Securities:

Phạm Tâm Long – Phó phòng Kinh doanh vốn

Lê Văn Giang – Chuyên viên cao cấp phòng Kinh doanh vốn

Lê Mỹ Hoài Thương – Chuyên viên cao cấp phòng Kinh doanh vốn


Nguyễn Tuệ Lâm – Chuyên viên phòng Kinh doanh vốn

Trần Đàm Khánh – Chuyên viên phòng Kinh doanh vốn

Đào Thị Việt Hằng – Chuyên viên phòng Kinh doanh vốn

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM

 www.cts.vn

 1900 588 866

HỆ THỐNG MẠNG LƯỚI ĐỊA BÀN KINH DOANH:

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Tp. Hà Nội

Điện thoại: 024 3974 1771

Fax: 024 3974 1771

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh

49 Tôn Thất Đạm, Phường Nguyễn Thái Bình,

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: 028 3820 0899

Fax: 028 3820 0899

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Số 36 Trần Quốc Toản, Quận Hải Châu

TP. Đà Nẵng

Điện thoại: 023 6358 4788

Fax: 023 6358 4788