

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

ĐÁNH GIÁ RỦI RO BỊ GẮN MẮC “THAO TÚNG TIỀN TỆ” CỦA VIỆT NAM



Việt Nam nhiều khả năng vẫn sẽ nằm trong danh sách theo dõi thao túng tiền tệ của Mỹ trong thời gian tới do hai yếu tố vi phạm của Việt Nam khó có sự thay đổi lớn.

Chúng tôi không loại trừ khả năng Mỹ sẽ gia tăng thuế quan lên một số mặt hàng nhất định của Việt Nam, đặc biệt ở những mặt hàng có hiện tượng lách xuất xứ và xuất khẩu mạnh vào Mỹ.

RỦI RO BỊ ĐƯA VÀO DANH SÁCH THAO TÚNG TIỀN TỆ

Trong báo cáo nửa năm của Bộ Tài Chính Mỹ trình lên lên Quốc Hội, Việt Nam đã lần đầu tiên bị liệt vào danh sách các nước theo dõi khả năng thao túng tiền tệ (Currency watchlist). Đáng chú ý trong báo cáo lần này, Bộ Tài Chính Mỹ đã siết chặt các tiêu chí đánh giá, khiến số nước bị đưa vào danh sách theo dõi lên con số 9 nước (trong đó có Việt Nam):

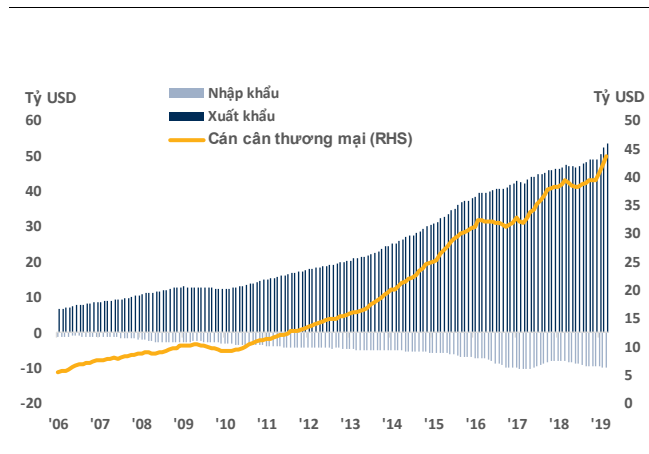
Bảng 1: Các tiêu chí theo dõi, đánh giá quốc gia thao túng tiền tệ

Tiêu chí	Ngưỡng cũ	Ngưỡng mới
Tổng thương mại song phương (Nhập khẩu + xuất khẩu)	12 nước có thương mại song phương lớn nhất	> \$40 tỷ USD
Tổng hàng hóa thặng dư với Mỹ	> \$20 tỷ USD	> \$20 tỷ USD
Tài khoản vãng lai	> 3% của GDP	> 2% của GDP
Khối lượng mua ngoại tệ ròng và thời gian mua ngoại tệ ròng liên tục (tháng)	> 2% của GDP và mua ròng liên tục 8 tháng trong 12 tháng	> 2% của GDP và mua ròng liên tục 6 tháng trong 12 tháng

Nguồn: Bộ Tài Chính Mỹ

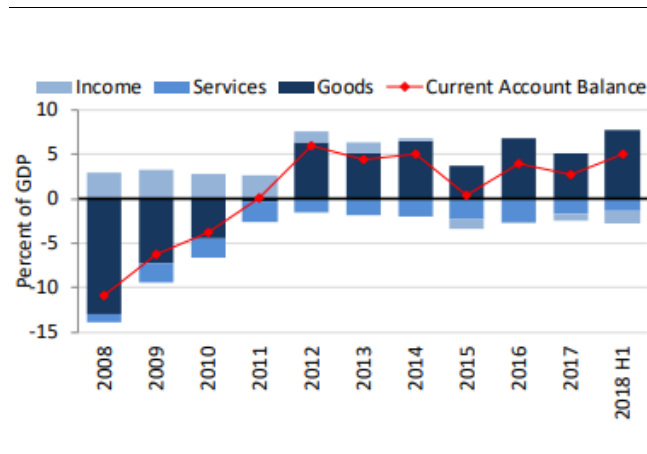
Việt Nam vi phạm 3 tiêu chí đầu tiên bao gồm việc có tổng kim ngạch xuất nhập khẩu song phương với Mỹ > 40 tỷ USD, thặng dư thương mại hàng hóa với Mỹ > 20 tỷ USD và thặng dư tài khoản vãng lai > 2% của GDP. Cụ thể, trong năm 2018, Việt Nam đã trở thành đối tác thương mại lớn thứ 6 của Mỹ và thặng dư thương mại chính thức đạt mốc 40 tỷ USD. Cùng với đó, tính lũy kế trong 4 quý tới tháng 6/2018 (số liệu IMF được Mỹ tham chiếu), tài khoản vãng lai của Việt Nam đã thặng dư hơn 5% của GDP.

Biểu đồ 1: Thặng dư thương mại hàng hóa với Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2: Tài khoản vãng lai của Việt Nam



Nguồn: IMF

Việt Nam chưa vi phạm tiêu chí về mức độ can thiệp (một chiều và kéo dài) vào thị trường ngoại hối. Cụ thể, số lượng mua USD ròng (từ tháng 1 – tháng 12/2018) đạt 1.7% của GDP và dưới ngưỡng đánh giá 2% của Mỹ. Thời gian mua ròng của Việt Nam cũng không liên tục trong 6 tháng. Ngoài ra, Việt Nam cũng có những cơ sở hợp lý để mua USD gia tăng dự trữ ngoại hối khi dự trữ ngoại hối của Việt Nam tính trong năm 2018 mới chỉ đủ 2.9 tháng nhập khẩu, dưới ngưỡng khuyến nghị tối thiểu của IMF. Phía Mỹ ghi nhận lí do trên nhưng cũng hối thúc Việt Nam tiếp tục cải cách chính sách tiền tệ - khuyến nghị Việt Nam nâng dần REER để giảm thâm hụt thương mại với Mỹ.

Dưới đây là bảng tham chiếu với các nước bị đưa vào danh sách theo dõi thao túng tiền tệ. Việt Nam, Italy, Ireland và Malaysia đều vượt quá hai chỉ tiêu là thặng dư thương mại đáng kể với Mỹ và có thặng dư cán cân vãng lai lớn.

Bảng 2: Đánh giá của Bộ Tài Chính Mỹ với 11 nước bị đưa vào danh sách theo dõi

	Thặng dư thương mại với Mỹ (Trượt 4Q)	Cán cân tài khoản vãng lai (% GDP, trượt 4Q)	Can thiệp hệ thống tỷ giá	
			Khối lượng mua ròng (% GDP, trượt 4Q)	Thời gian mua ròng 6 trên 12 tháng
Việt Nam	40	5.4	1.7	Không
Malaysia	27	2.1	-3.1	Không
Singapore	-6	17.9	4.6	Có
Trung Quốc	419	0.4	-0.2	Có
Hàn quốc	18	4.7	-0.2	Không
Nhật Bản	68	3.5	0.0	Không

Đức	68	7.4	N/A	N/A
Ý	32	2.5	N/A	N/A
Ireland	47	9.2	N/A	N/A

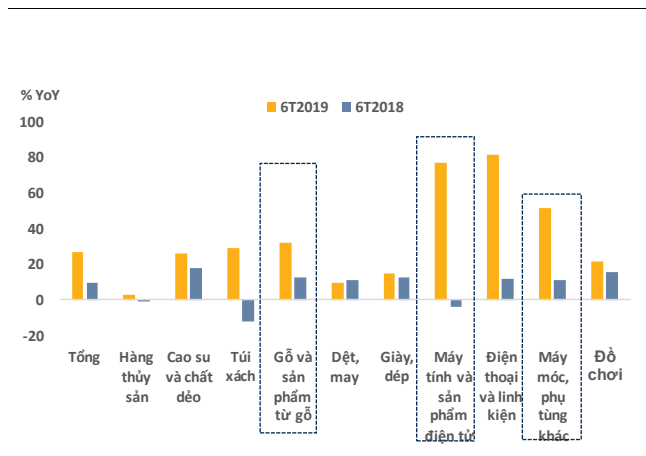
Nguồn: Haver Analytics, U.S Census Bureau; Bộ Tài Chính Mỹ

ĐÁNH GIÁ RỦI RO TRONG NHỮNG KÌ RÀ SOÁT TỐI

Chúng tôi đánh giá Việt Nam sẽ vẫn tiếp tục nằm trong nhóm theo dõi những nước thao túng tiền tệ trong những đợt rà soát tối, tuy nhiên khả năng bị gắn mác thao túng là thấp:

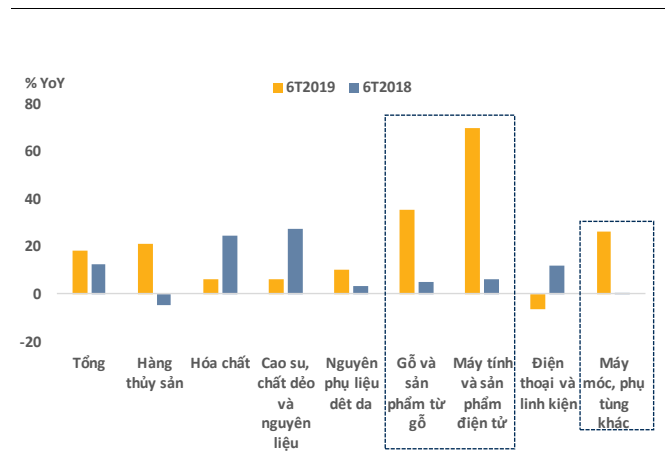
Đối với thặng dư thương mại với Mỹ, Việt Nam khó có thể giảm mức độ thặng dư thương mại với Mỹ trong ngắn hạn. Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam cùng với việc hàng hóa Việt Nam dần thay thế hàng hóa Trung Quốc xuất khẩu sang Mỹ khiến cho thặng dư thương mại với Mỹ nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục gia tăng trong thời gian tới. Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, thặng dư với Mỹ tăng nhanh chóng trong thời gian vừa qua đến một phần từ việc hàng hóa Trung Quốc lách xuất xứ qua Việt Nam để xuất khẩu sang Mỹ. Cụ thể, nếu nhìn tương quan biến giữa các nhóm ngành xuất khẩu sang Mỹ và các nhóm ngành nhập khẩu từ Trung Quốc, chúng tôi nhận thấy ngoại trừ điện thoại và linh kiện, khá nhiều các nhóm hàng đạt tốc độ tăng trưởng mạnh sang Mỹ lại trùng khớp với các nhóm hàng gia tăng nhập khẩu từ Trung Quốc như máy tính và sản phẩm điện tử, máy móc phụ tùng khác, gỗ và sản phẩm từ gỗ. Bởi vậy, nếu Việt Nam kiểm soát tốt tình trạng này, nhập siêu của Việt Nam với Mỹ trong thời gian tới dù sẽ tăng nhưng tốc độ có thể chậm lại so với nửa đầu năm 2019.

Biểu đồ 3: Biến động các nhóm ngành xuất khẩu sang Mỹ



Nguồn: TCHQ, KBSV

Biểu đồ 4: Biến động các nhóm ngành nhập khẩu từ Trung Quốc



Nguồn: TCHQ, KBSV

Đối với cán cân tài khoản vãng lai, Việt Nam vẫn sẽ vi phạm yếu tố này khi ước

tính thặng dư cán cân tài khoản vãng lai đạt 2.7% của GDP trong đợt rà soát tháng 10 tới (số liệu lấy từ tháng 7/2018 – 6/2019). Với đợt rà soát tháng 4 năm sau, chúng tôi không cho rằng sẽ có sự thay đổi lớn với cán cân tài khoản vãng lai, dù điều kiện xuất khẩu đã không còn thuận lợi như trước. Ước tính của chúng tôi cán cân thặng dư tài khoản vãng lai trong năm 2019 sẽ chỉ giảm xuống 2.4% của GDP nhưng vẫn cao hơn ngưỡng đánh giá 2%.

Đối với việc can thiệp thị trường ngoại hối, Việt Nam sẽ tiếp tục đáp ứng tiêu chí này bởi khối lượng mua ròng (từ tháng 7/2018 – tháng 6/2019) dưới 1% của GDP do NHNN đã bán USD trong nửa cuối năm 2018 để điều tiết VND không bị mất giá quá mạnh. Với đợt rà soát tháng 4/2020 (số liệu lấy từ tháng 1 – tháng 12/2019), nếu ước tính GDP 2019 của Việt Nam đạt khoảng 270 tỷ USD thì giới hạn ngoại tệ SBV được phép mua để đảm bảo dưới mức 2% của GDP sẽ rơi vào khoảng 5.4 tỷ USD. Dựa trên số liệu chính thức của IMF (tính tới 30/4/2019) và của chúng tôi thu thập, SBV hiện đang mua vượt quá ngưỡng này, đạt khoảng 8.5 tỷ USD kể từ đầu năm. Trước những diễn biến khó lường trên thị trường quốc tế, việc chủ động tích trữ ngoại hối là hợp lý, giúp NHNN có thể chủ động điều tiết tỷ giá trong trường hợp xấu. Với việc VND sẽ có thể đối mặt với rủi ro mất giá mạnh trong nửa cuối năm (do CNY trượt giá), chúng tôi cho rằng SBV sẽ lựa chọn thời điểm thích hợp để bán ngoại tệ, vừa giúp ổn định tỷ giá dưới mức mục tiêu 3% đầu năm cũng như giúp Việt Nam tránh vi phạm quy định mua ròng dưới 2% của Mỹ. Ngoài ra, kể cả trong trường hợp không bán bớt dự trữ ngoại hối, Việt Nam vẫn còn 1 bước đệm sau cùng là khoảng thời gian mua ròng liên tiếp không quá 6 tháng.

NHẬN ĐỊNH

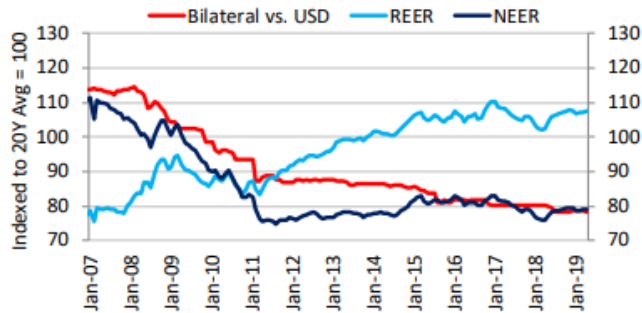
Thứ nhất, báo cáo đánh giá “thao túng tiền tệ” của Mỹ có thể được xem như là đòn đe dọa của Mỹ để tạo lợi thế đòn bẩy trong đàm phán thương mại song phương, nhất là với những nước nhỏ như Việt Nam. Một trong những đích ngắm của Mỹ đó là những rào cản thuế quan và phi thuế quan của Việt Nam hiện nay đang cản trở doanh nghiệp Mỹ tiếp cận với thị trường Việt Nam trong một số lĩnh vực như ô tô, nông nghiệp, thanh toán điện tử...

Thứ hai, Việt Nam cần phải theo sát và điều tiết tốc độ xuất siêu vào Mỹ khi thặng dư thương mại với Mỹ nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng lên nhanh chóng. Chính phủ Việt Nam có thể sẽ tiếp tục khuyến khích, hỗ trợ các doanh nghiệp gia tăng nhập khẩu các thiết bị máy móc và máy bay hàng không như thời gian vừa qua để giảm thâm hụt thương mại trong thời gian tới, dù đây chỉ là giải pháp tạm thời. Đặc biệt cần lưu ý, trong nỗ lực trừng phạt thương mại Trung Quốc, Mỹ tỏ ra rất cứng rắn đối với việc lách xuất xứ hàng hóa Trung Quốc “đội lốt” Việt Nam để xuất sang Mỹ. Bởi vậy, để tránh rủi ro hàng hóa Việt Nam bị liên lụy, chính phủ Việt Nam cần khẩn trương soạn thảo dự thảo về quy định ghi nhãn “Made in Vietnam” và cần tăng cường các biện pháp giám sát, xử phạt các trường hợp vi phạm.

Thứ ba, NHNN Việt Nam chịu áp lực lớn trong việc thay đổi cơ chế điều hành tỷ giá cũng như mục tiêu tỷ giá. NHNN có thể sẽ giảm bớt mức độ cũng như cường độ tác động, để tỷ giá có sự linh hoạt hơn trong thời gian tới. Cùng với

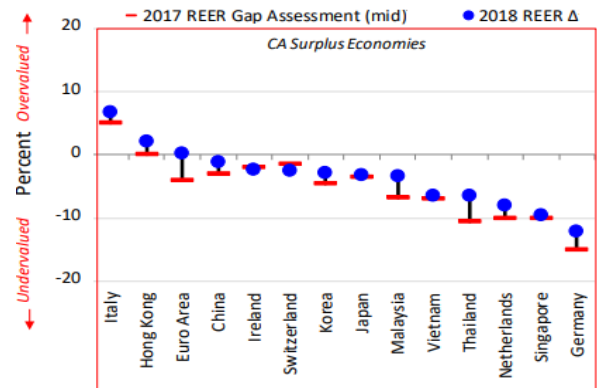
đó, mục tiêu mất giá sẽ cần phải điều chỉnh khéo léo, tránh việc phá giá tiền tệ. Mỹ sử dụng REER để đánh giá giá trị của đồng tiền. Dù trong năm 2018, REER của Việt Nam có tăng 2.3% nhưng theo báo cáo của IMF thì REER của Việt Nam vẫn thấp hơn so với giá trị thực (Undervalued). khuyến nghị Việt Nam nâng dần REER để giảm thâm hụt thương mại với Mỹ.

Biểu đồ 5: Diễn biến tỷ giá của Việt Nam



Nguồn: Vietcombank, JP Morgan

Biểu đồ 6: Ước tính REER



Nguồn: IMF, BIS REER, JP Morgan và FRB

Thứ tư, các yếu tố đánh giá trong báo cáo cũng chỉ mang tính chất tương đối và việc quyết định thao túng tiền tệ mang tính chất chủ quan từ phía Mỹ. Điều này có thể được nhìn nhận rõ ràng khi gần đây Mỹ tuyên bố Trung Quốc là nước “thao túng tiền tệ” dù Trung Quốc không phi phạm hết cả 3 yếu tố kể trên. Việt Nam gần đây đã lọt vào tầm ngắm của Mỹ khi tổng thống Mỹ, ông Donald Trump tuyên bố Việt Nam là “kẻ lạm dụng thương mại tồi tệ nhất”.

KẾT LUẬN

Trong trung hạn, chúng tôi thận trọng đánh giá rủi ro Việt Nam bị gấn mác thao túng tiền tệ ở mức độ vừa phải. Nhu cầu thiết thực về việc gia tăng dự trữ ngoại hối để cải thiện sức khỏe của hệ thống tiền tệ khiến Việt Nam dễ rơi vào vị thế nhạy cảm, vì phạm yếu tố về mức độ can thiệp vào thị trường ngoại hối trong báo cáo đánh giá của Bộ Tài Chính Mỹ.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng Việt Nam hiện đang có mối quan hệ đặc biệt với Mỹ. Cụ thể, Việt Nam có vị trí chính trị quan trọng với Mỹ và Mỹ cần Việt Nam để giảm ảnh hưởng của Trung Quốc trong khu vực. Ngoài ra, Việt Nam vẫn luôn chủ động liên lạc và hợp tác tích cực với Mỹ để tránh đưa vào diện thao túng tiền tệ. Bởi vậy, chúng tôi không đánh giá rằng Mỹ sẽ áp những hàng rào thuế mạnh mẽ, hay những biện pháp trừng phạt mang tính toàn diện lên Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn bỏ ngỏ khả năng Mỹ sẽ gia tăng thuế quan lên một số mặt hàng nhất định của Việt Nam, đặc biệt ở những mặt hàng có hiện tượng lách xuất xứ và xuất khẩu mạnh vào Mỹ.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn