

Đánh giá thao túng tiền tệ

Rủi ro áp thuế với các mặt hàng xuất khẩu tăng cao

Việt Nam chính thức bị đánh giá là thao túng tiền tệ

- Kết luận của Bộ Thương mại Hoa Kỳ cho thấy Việt Nam đã vi phạm cả 3 tiêu chí đánh giá trong giai đoạn 2H2019 – 2H2020
- Động thái trước mắt của NHNN sẽ hạn chế nghiệp vụ mua ngoại tệ và hạ giá mua vào USD tại Sở giao dịch NHNN
- Rủi ro bị đánh thuế ở các mặt hàng xuất khẩu tăng cao do Việt Nam chưa kiểm soát tốt việc các công ty Trung Quốc chuyển một số sản phẩm của họ sang Việt Nam, rất có thể, chỉ cho những khâu cuối cùng của quá trình sản xuất hoặc đóng gói lại đơn giản (transshipment)

Việc đồng VND có thể tăng giá dưới tác động của việc bị Mỹ gán mác thao túng tiền tệ có thể hạn chế phần nào ảnh hưởng tích cực từ xu hướng suy yếu của đồng USD

- Đồng USD được dự báo sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2021 sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh với các TTCK mới nổi và cận biên
- Đồng USD giảm thường sẽ kéo theo đường REER giảm, qua đó đẩy P/E của VNIndex lên cao. Tuy nhiên, việc VND có thể tăng nhẹ so với USD sẽ khiến đường REER nhiều khả năng đi ngang, trung hòa bớt các tác động tích cực từ việc đồng USD ở mức thấp

Các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ đối mặt với rủi ro đồng VND có thể mạnh lên trong khi các doanh nghiệp năng lượng được hưởng lợi

- Ngành gỗ, thủy sản, dệt may là các ngành mà doanh nghiệp xuất khẩu trên sàn có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất
- Doanh nghiệp ngành năng lượng được hưởng lợi bởi tỷ giá USD/VND có thể suy yếu khi tỷ trọng dư nợ bằng đồng USD thường ở mức cao

Đánh giá tác động vĩ mô

Việt Nam chính thức bị đánh giá là thao túng tiền tệ

Kết luận mới nhất từ Bộ Tài chính Mỹ trong Báo cáo Chính sách vĩ mô và ngoại hối của các đối tác thương mại lớn với Mỹ cho thấy Việt Nam và Thụy Sĩ chính thức bị đánh giá là thao túng tiền tệ. Theo đó, lũy kế 12 tháng tính đến hết Quý 2 năm 2020, Việt Nam đã vi phạm cả 3 tiêu chí đánh giá mà Mỹ đưa ra: 1) Thặng dư thương mại với Mỹ đạt 58 tỷ USD (vượt ngưỡng cho phép là 20 tỷ USD); 2) Cán cân vãng lai thặng dư 15 tỷ USD (4.6% GDP) (vượt ngưỡng cho phép là 2% GDP) và 3) Can thiệp một chiều vào thị trường ngoại hối thông qua việc mua ròng 17 tỷ USD (5.1% GDP) trong 6/12 tháng liên tiếp (vượt ngưỡng cho phép là 2% GDP). Lần gần nhất Mỹ đưa ra kết luận thao túng tiền tệ với một nước là vào tháng 8 năm 2019 với Trung Quốc, tuy nhiên đến tháng 1 năm 2020 Mỹ đã rút lại kết luận trên sau thỏa thuận “Phase 1” với Trung Quốc. Trước đó, Hàn Quốc và Đài Loan cũng đã từng bị Mỹ đánh giá thao túng tiền tệ vào giai đoạn 1988 – 1992. Kinh nghiệm xử lý của các quốc gia này là hạn chế can thiệp vào thị trường ngoại hối và giảm thặng dư cán cân vãng lai.

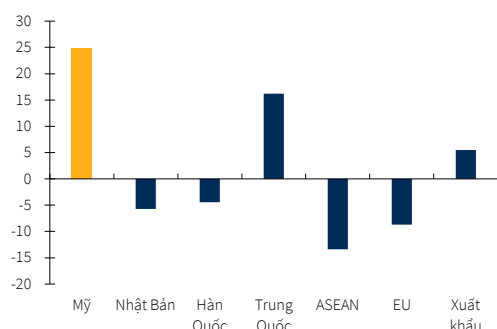
Khả năng bị áp thuế nhập khẩu đối với các hàng hóa của Việt Nam tương đối cao

Theo quy định của luật pháp Mỹ, Chính phủ Mỹ và Việt Nam sẽ có tối đa 1 năm để thương lượng nhằm tìm ra các giải pháp làm giảm các bất đồng thương mại. Nói cách khác, điều này có nghĩa là việc bị gắn mác thao túng tiền tệ không đồng thời với việc hàng hóa Việt Nam bị áp thuế nhập khẩu ngay sau đó. Tuy nhiên, Việt Nam dường như đặc biệt có nguy cơ bị ảnh hưởng bởi thuế quan của Mỹ do Việt Nam đã được hưởng lợi lớn từ thuế quan của Hoa Kỳ đối với Trung Quốc. Cụ thể, xuất khẩu của Việt Nam sang Hoa Kỳ (Hình 1) bùng nổ vào năm 2019 và 2020 (hiện tại, 11 tháng 2020 tăng khoảng 25% YoY) và không phù hợp với chỉ số sản xuất công nghiệp chỉ tăng khoảng 10% YoY. Những con số này có xu hướng cho thấy rằng các công ty Trung Quốc đang chuyển một số sản phẩm của họ sang Việt Nam, rất có thể, chỉ cho những khâu cuối cùng của quá trình sản xuất hoặc đóng gói lại đơn giản (transshipment). Các mặt hàng nằm trong diện tình nghi bao gồm gỗ, giấy, sản phẩm chất dẻo, sản phẩm cao su.

NHNN sẽ hạn chế việc mua ngoại tệ trong thời gian tới và nhiều khả năng tiếp tục hạ giá mua vào USD tại Sở giao dịch NHNN

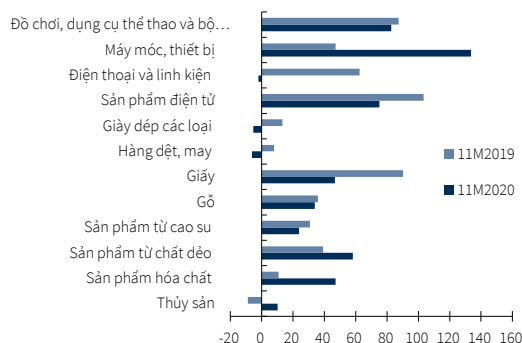
Trong trung và dài hạn, việc bị hạn chế công cụ mua ngoại tệ khiến các kênh bơm thanh khoản tiền đồng vào thị trường bị giới hạn và có thể đẩy mặt bằng lãi suất trên thị trường 2 tầng. Tuy nhiên ở chiều hướng khác, trong năm 2021, với dự báo lạm phát chưa đáng lo ngại, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục duy trì định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ nhưng có thể được thực hiện thông qua việc hạ thêm các mức lãi suất điều hành/trần lãi suất tiền gửi thay vì tiếp tục bơm thanh khoản ra thị trường.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng XK 11 tháng sang các đối tác thương mại lớn (%)



Nguồn: TCHQ, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. Tăng trưởng XK 11 tháng một số mặt hàng sang Mỹ (%)



Nguồn: TCHQ, KB Securities Vietnam

Đánh giá tác động đến TTCK

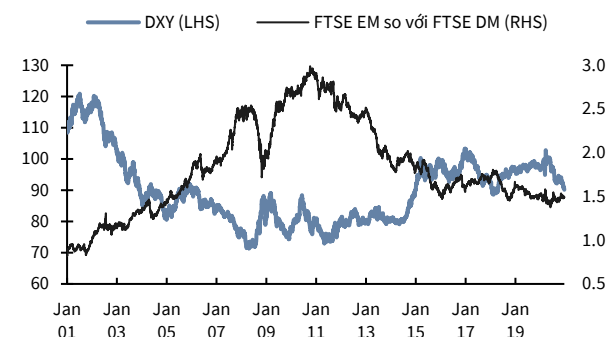
Đồng USD suy yếu sẽ là yếu tố tích cực với thị trường chung, dù tác động có phần giảm bớt khi VND nhiều khả năng tăng giá nhẹ so với USD dưới tác động của việc bị Mỹ gán mác thao túng tiền tệ.

Đồng USD được dự báo sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2021 nhờ kinh tế Mỹ phục hồi từ mức nền thấp năm 2020 nhưng không quá nóng, lạm phát duy trì ở mức thấp, các chính sách nới lỏng mạnh mẽ, cùng thực trạng thâm hụt kép (twin deficit) đối với cả ngân sách và tài khoản vãng lai của Mỹ duy trì ở mức cao. Điều này có tính chất hỗ trợ mạnh với các TTCK mới nổi và cận biên. Theo Biểu đồ 3, trong giai đoạn đồng USD suy yếu thì TTCK các nước mới nổi (chỉ số FTSE EM) thường diễn biến nội trội hơn TTCK các nước phát triển (Chỉ số FTSE DM).

Riêng đối với TTCK Việt Nam, Biểu đồ 4 quan sát biến động đường REER có mối tương quan khá rõ nét và ngược chiều với biến động P/E của chỉ số VNIndex. Trong đó, đường REER (Real Effective Exchange Rate – chỉ số đo lường sức mạnh VND so với rổ tiền tệ các nước đối tác thương mại) thường có biến động cùng chiều với đồng USD, hàm ý xu hướng giảm của USD sẽ kéo đường REER tiếp tục giảm (do NHNN áp dụng chính sách neo tỷ giá USD/VND, biến động trong biên độ cho phép). Trong các giai đoạn đường REER đi xuống, TTCK Việt Nam định giá cao (theo P/E) với nguyên nhân là bên cạnh việc khối ngoại thường có xu hướng mua ròng nhờ nguồn tiền rẻ dồi dào, còn đến từ việc kinh tế Việt Nam, vốn là 1 nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu, được hưởng lợi nhờ VND ở mức thấp so với đồng tiền của các đối tác thương mại.

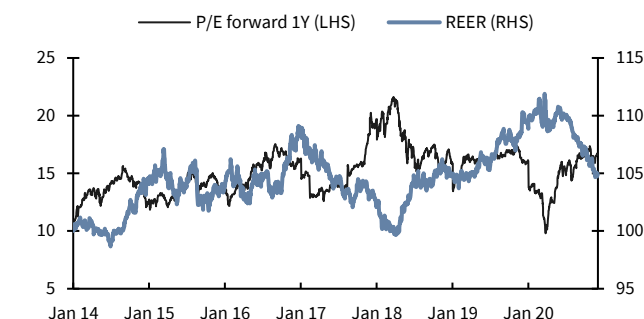
Tuy nhiên, sau khi bị Mỹ xác định là quốc gia thao túng tiền tệ, các tác động về mặt chính sách của SBV lên tỷ giá sẽ có phần hạn chế. Điều này khiến VND có thể tăng nhẹ so với USD, kéo theo đường REER nhiều khả năng đi ngang, trung hòa bớt các tác động tích cực từ việc đồng USD ở mức thấp. Dù vậy, về tổng thể chúng tôi vẫn kỳ vọng dòng tiền khối ngoại vẫn sẽ hướng tới các thị trường đang phát triển trong năm 2021, và Việt Nam không phải ngoại lệ, qua đó giúp hỗ trợ xu hướng thị trường chung.

Biểu đồ 3. Tương quan giữa chỉ số DXY và diễn biến của FTSE EM so với DM



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 4. Tương quan giữa P/E forward VNIndex và REER



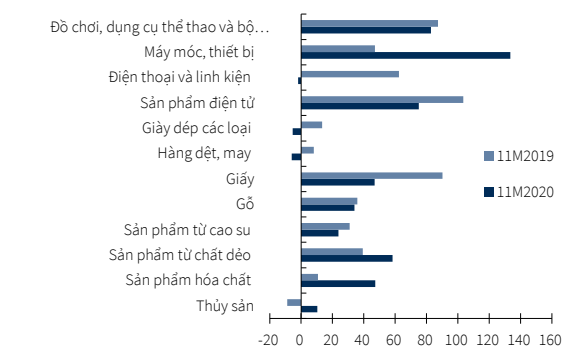
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ đối mặt với rủi ro đồng VND có thể mạnh lên

Ngành gỗ, thủy sản, dệt may là những ngành mà doanh nghiệp trên sàn có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất do có giá trị xuất khẩu và mức tăng trưởng xuất khẩu mạnh sang Mỹ (Biểu đồ 5). Ngoài ra, trong kịch bản xấu, đây cũng là các ngành nằm trong đích ngắm áp thuế tiềm năng của Mỹ trong nỗ lực làm giảm thâm hụt thương mại với Việt Nam.

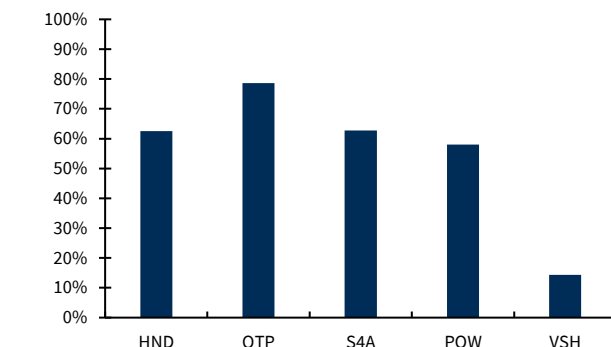
Ở chiều ngược lại, việc tỷ giá USD/VND nhiều khả năng giảm nhẹ sẽ là một yếu tố hỗ trợ tích cực cho những doanh nghiệp có tỷ trọng dư nợ bằng đồng USD ở mức cao, tiêu biểu như doanh nghiệp ngành năng lượng (Biểu đồ 6).

Biểu đồ 5. Tăng trưởng xuất khẩu 11 tháng một số mặt hàng sang Mỹ (%)



Nguồn: Thống kê hải quan, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 6. Tỷ lệ nợ bằng đồng USD trên tổng nợ của các doanh nghiệp ngành năng lượng (%)



Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, KB Securities Vietnam

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhthd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh

anhhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu

hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbfkg.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Thủy sản – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

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

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

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
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu (dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)		
Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành (dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)		
Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.