

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

“Không phải Brexit, lạm phát mới là rủi ro lớn đối với tỷ giá”

--- Tháng 06/2016 ---

Khối Phân Tích & TVĐT CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

NỘI DUNG CHÍNH

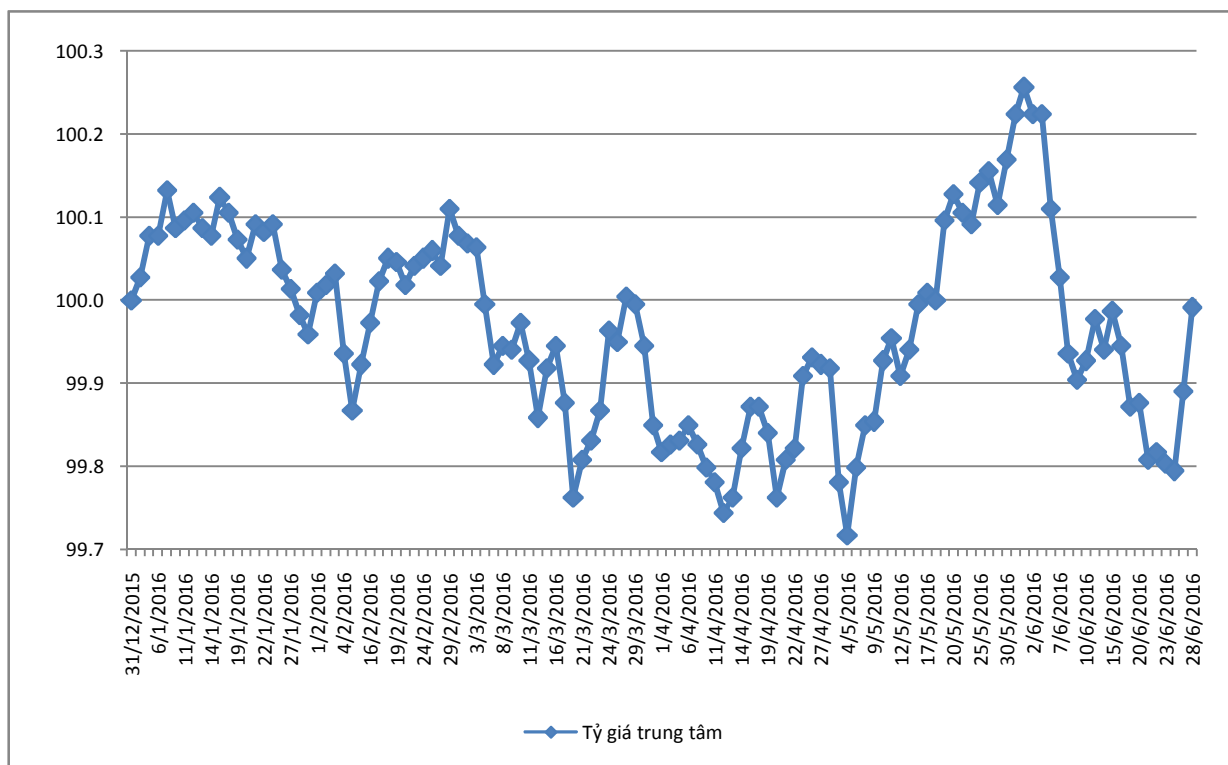
Báo cáo này đánh giá diễn biến của tỷ giá trong những năm gần đây, đặc biệt là từ khi Ngân hàng Nhà nước chính thức công bố chế độ tỷ giá trung tâm vào đầu năm 2016, để từ đó bước đầu đưa ra những nhận định về hiệu lực của cơ chế điều hành tỷ giá mới trong mối tương quan với năng lực cạnh tranh hàng xuất khẩu và những thay đổi cần có đối với cơ chế này để tỷ giá trở nên linh hoạt hơn. Thêm vào đó, báo cáo cũng cập nhật ảnh hưởng của sự kiện Brexit và đặt trong bức tranh chung với các biến số khác, đặc biệt là lạm phát, để đưa ra một số dự báo diễn biến tỷ giá trong thời gian tới. Cụ thể:

- Phần 1 điểm lại những diễn biến chính của tỷ giá trung tâm kể từ đầu năm đến nay.
- Phần 2 đưa ra các phân tích đối với tỷ giá trung tâm trong mối tương quan với năng lực cạnh tranh hàng xuất khẩu của Việt Nam.
- Phần 3 đưa ra một số nhận định về diễn biến tỷ giá trong thời gian tới, đặt trong mối tương quan với một số yếu tố rủi ro chính trong đó có sự kiện Brexit.

1. Diễn biến của tỷ giá trung tâm

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã chính thức áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá trung tâm (TGTT) kể từ đầu năm 2016. Cơ chế mới này cho phép NHNN điều hành tỷ giá linh hoạt hơn so với trước, do TGTT có thể thay đổi hàng ngày trên cơ sở tỷ giá bình quân liên ngân hàng và biến động của rổ 8 đồng tiền khác trên thị trường quốc tế, bao gồm đô la Mỹ (USD), Euro (EUR), nhân dân tệ (CNY), Yên Nhật (JPY), đô la Singapore (SGD), Won Hàn Quốc (KRW), Bath Thái (THB), đô la Đài Loan (TWD). Hình 1 thể hiện chỉ số tỷ giá trung tâm theo ngày so với kỳ gốc là 31/12/2015, trước khi cơ chế điều hành TGTT có hiệu lực. Chỉ số này là gần 100 trong ngày cuối cùng của chuỗi số liệu, 28/6/2016, hầu như không đổi so với thời điểm cuối năm 2015 (chỉ số gốc là 100). Có thể thấy, TGTT có xu hướng điều chỉnh giảm trong 4 tháng đầu năm, tăng mạnh trở lại trong tháng 5, trước khi điều chỉnh giảm cho đến cuối tháng 6. Diễn biến này khá phù hợp với những diễn biến trên thị trường ngoại hối quốc tế khi USD có xu hướng giảm giá trong 4 tháng đầu năm, sau đó tăng giá trở lại do kỳ vọng về đợt tăng lãi suất tiếp theo của Fed vào giai đoạn tháng 6-7 trước khi giảm trở lại khi kỳ vọng này bị loại bỏ. Sự kiện Liên hiệp Anh trưng cầu dân ý (Brexit) vào ngày 24/6/2016 đã kéo TGTT tăng trở lại trong mấy ngày gần đây.

Hình 1: Tỷ giá trung tâm (USD/VND)



(Nguồn: NHNN)

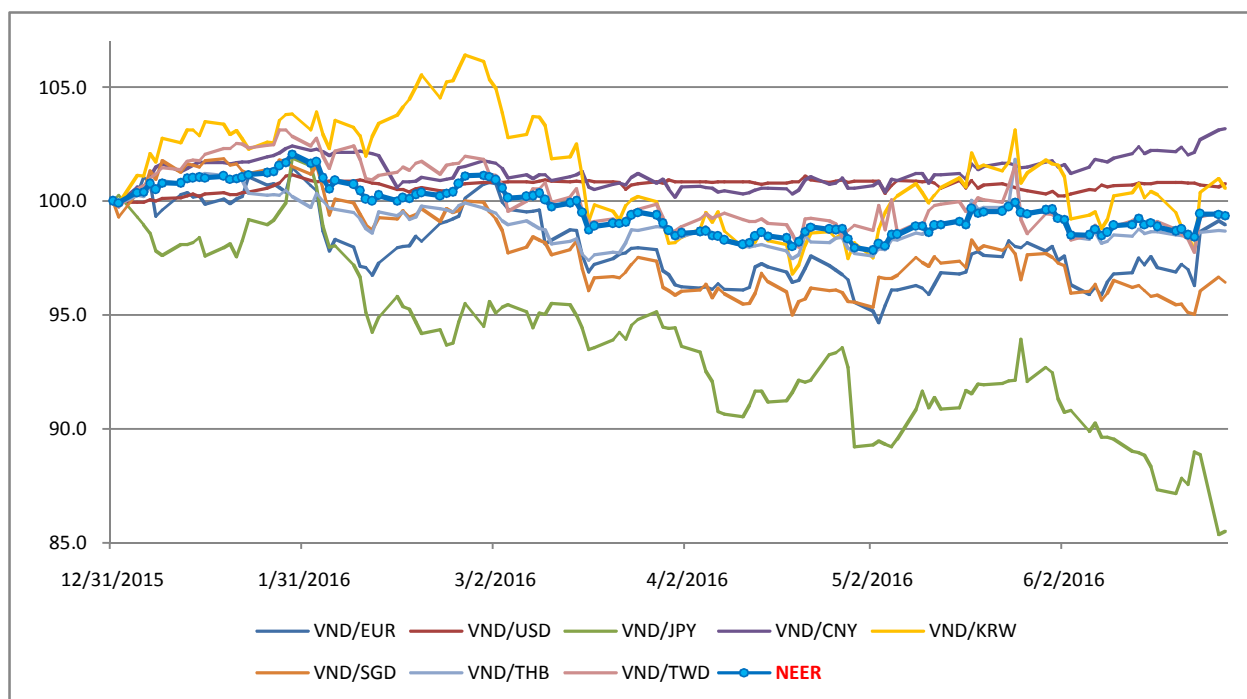
Diễn biến thực tế cho thấy, về cơ bản NHNN vẫn muốn duy trì một chế độ tỷ giá ổn định, mặc dù đã cố gắng bám sát thị trường hơn. Tuy TGTT đã được điều chỉnh hàng ngày phù hợp với những diễn biến trong nước và quốc tế, nhưng biên độ điều chỉnh là rất thấp – không vượt quá 0,3% trong suốt sáu tháng đầu năm 2016. Biên độ dao động này thấp hơn rất nhiều so với biên độ dao động của một số đồng tiền khác trong rổ tiền tệ, bao gồm VND/EUR, giảm 5%, VND/JPY, giảm 15%, trong cùng thời kỳ. Biên độ điều chỉnh khá hẹp của TGTT khiến thị trường đặt câu hỏi là NHNN có đang thực sự muốn một cơ chế điều hành tỷ giá linh hoạt hơn so với trước đây hay không?

2. Tỷ giá trung tâm và năng lực cạnh tranh hàng xuất khẩu

Cơ chế TGTT cho phép tỷ giá phản ánh một cách trung thực hơn tương quan trao đổi thương mại, đầu tư và vay nợ giữa Việt Nam và tám đối tác chủ chốt. Thay đổi này cho phép VND không hoàn toàn bị trói buộc vào diễn biến của USD trên thị trường ngoại hối quốc tế, nhất là trong bối cảnh Fed đang muốn tăng lãi suất để bình thường hóa chính sách tiền tệ. Xét trên khía cạnh trao đổi thương mại, Trung Quốc là đối tác lớn nhất của Việt Nam. Trong năm 2015, Trung Quốc chiếm 32% tổng trao đổi thương mại, cả xuất và nhập khẩu, của Việt Nam với tám nước trong rổ tiền tệ. Các đối tác thương mại tiếp theo sau lần lượt là Mỹ, 16%, EU¹, 16%, Hàn Quốc, 13%, Nhật Bản, 10%, Singapore, 5%, Đài Loan, 4%, và Thái Lan, 4%. Như vậy, những thay đổi trong chính sách tỷ giá của Trung Quốc và các quốc gia khác, bên cạnh Mỹ, sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến tỷ giá trung tâm. Sự kiện Trung Quốc phá giá CNY vào tháng 8, 2015 khiến một loạt các quốc gia khác trong khu vực, trong đó có Việt Nam, phải phá giá đồng nội tệ theo đã minh chứng cho điều này.

Trong 6 tháng đầu năm 2016, diễn biến giảm giá của VND (so với rổ 8 đồng tiền tham chiếu) đã tạo môi trường thuận lợi hỗ trợ năng lực cạnh tranh hàng xuất khẩu. Hình 2 thể hiện tỷ giá bình quân gia quyền của VND tính theo trọng số thương mại với tám nước trong rổ tiền tệ - hay còn gọi là tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER). Tính đến 28/6/2016, NEER có giá trị thấp hơn 0.6% so với chỉ số gốc (100) vào thời điểm cuối năm 2015. Sự suy giảm của NEER chủ yếu đến từ sự mất giá của VND so với JPY, EUR, và SGD; do các đồng tiền này lên giá mạnh so với USD trong giai đoạn này. Mặc dù chỉ giá trung tâm như trình bày ở Hình 1 gần như không thay đổi, nhưng xét tổng thể so với rổ 8 đồng tiền thì VND đã giảm giá đôi chút trong 6 tháng đầu năm, 0.6%.

Hình 2: Tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER)



(Nguồn: NHNN, Bloomberg, BVSC)

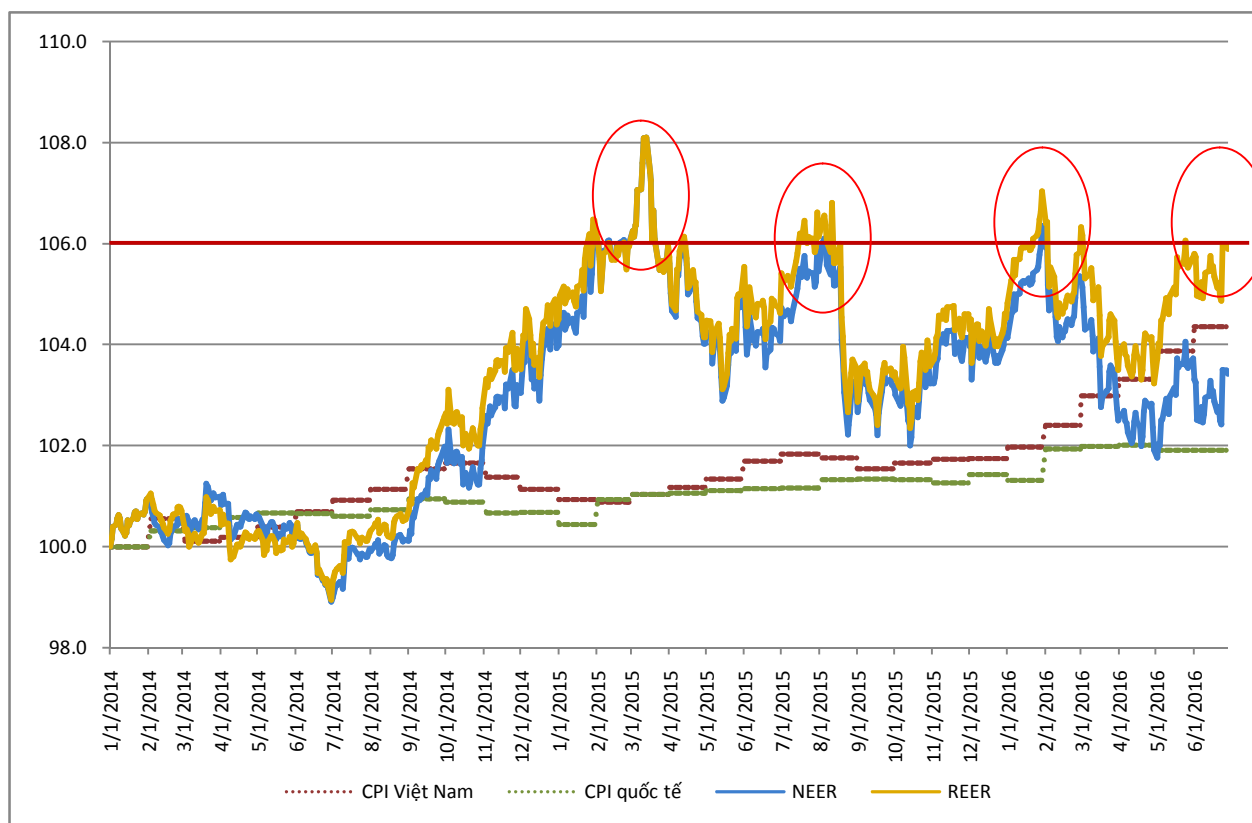
Lạm phát ổn định trong giai đoạn từ đầu năm 2014 đến tháng 2/2016 cho phép tỷ giá hữu hiệu thực (REER) bám khá sát so với những diễn biến của tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa. Hình 3 cho thấy diễn biến của REER trong mối tương quan với NEER trong giai đoạn từ tháng 1, 2014 đến tháng 6, 2016. REER được định nghĩa là bằng NEER có điều chỉnh với chênh lệch lạm phát hàng tháng trong nước so với trung bình lạm phát của 8 nước đối tác trong rổ tiền tệ. Số liệu lạm phát được cập nhật tới cuối tháng 6, 2016 đối với Việt Nam. Do chưa có số liệu cập nhật tháng 6 về lạm phát của tám nước trong rổ tiền tệ, chúng tôi giả định lạm phát của nhóm nước này giữ ổn định giống với số liệu của tháng 5, 2016. Lạm phát được tính toán theo chỉ số giá tiêu dùng (CPI trong nước) và chỉ số giá tiêu dùng trung bình có trọng số của 8 nước đối tác (CPI quốc tế). Theo định nghĩa này, bất kỳ chênh lệch cao hơn nào của CPI trong nước so

¹ Bao gồm 28 nước thành viên Liên minh Châu Âu.

với CPI quốc tế sẽ dẫn đến REER cao hơn so với NEER. REER cũng có xu hướng giảm trong bốn tháng đầu năm 2016, trước khi tăng trở lại vào đầu tháng 5 cho tới gần đây.

Tuy nhiên trong 4 tháng gần đây, lạm phát trong nước bắt đầu leo thang trở lại đã khiến REER bị phân tán (lên cao hơn) so với NEER. Điều này hoàn toàn khác biệt so với diễn biến trong cùng thời kỳ của hai năm trước đó, do Việt Nam đã chủ động nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng và diễn biến hồi phục của giá dầu và giá hàng hóa thế giới. Mặt bằng lạm phát cao hơn ở trong nước so với quốc tế có thể làm tỷ giá hữu hiệu thực tăng cao trở lại và tăng nhanh hơn tỷ giá danh nghĩa, gây áp lực giảm năng lực cạnh tranh của hàng xuất khẩu Việt Nam trên thị trường quốc tế. Chúng tôi cho rằng, nếu so sánh tương quan bối cảnh tăng trưởng và diễn biến lạm phát của Việt Nam so với 8 đối tác được lựa chọn trong rổ tiền tệ tham chiếu thì **khoảng cách giữa NEER và REER ở mức 2-3% được xem là phù hợp, nhưng nếu rộng hơn thì sẽ phản ánh những vấn đề bất ổn của nền kinh tế**, đặc biệt ở khía cạnh lạm phát. Khi lạm phát trong nước leo thang, một mặt sẽ gây áp lực lên tỷ giá, mặt khác sẽ gây áp lực lên lãi suất (do NHNN sẽ phải cân nhắc hút bớt tiền trong lưu thông để kiểm soát lạm phát).

Hình 3: Tỷ giá hữu hiệu thực (REER) và tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER)



(Nguồn: NHNN, Bloomberg, BVSC)

Theo quan sát của chúng tôi, kể từ năm 2014 cho đến nay, mỗi khi REER lên trên 106 thì áp lực phá giá sẽ hiện hữu. Điều này đã được thể hiện qua 3 thời điểm căng thẳng tỷ giá trước đây vào tháng 1, tháng 8/2015 (sau đó NHNN đã có động thái điều chỉnh tỷ giá) và đầu năm 2016 (sau đó thị trường lắng dịu do diễn biến thuận lợi của thị trường tiền tệ thế giới). **Hiện tại, một lần nữa REER lại lên xấp xỉ 106 và câu hỏi đặt ra là liệu NHNN có nên hoặc sẽ điều chỉnh tỷ giá?**

3. Một số nhận định về tỷ giá và các yếu tố liên quan trong 6 tháng cuối năm 2016

Trên thực tế, nếu quan sát hình 3 có thể thấy, sự kiện Brexit vào ngày 24/6/2016 chưa gây quá nhiều áp lực đối với VND do chỉ làm tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa tăng khoảng hơn 1% và vẫn nằm trong vùng an toàn. Nhận định này cũng được hậu thuẫn bởi thực tế CNY chỉ mất giá khoảng 1% so với USD trong hai ngày 24/6 và 27/6, trước khi tăng giá trở lại vào ngày 28/6. Hai đồng tiền trong khu vực là SGD và THB có mối tương quan mạnh với VND cũng chỉ mất giá ở biên độ hẹp so với USD. Đà giảm của đồng EUR cũng được trung hòa phần nào bởi diễn biến tăng mạnh của đồng JPY (đều nằm trong giỏ 8 đồng tiền tham chiếu của cơ chế TGTT).

Xu hướng leo thang trở lại của lạm phát mới là yếu tố rủi ro đáng lưu ý và gây áp lực lớn đến tỷ giá. Mặc dù tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa vẫn nằm trong vùng an toàn, nhưng tỷ giá hữu hiệu thực đã lên xấp xỉ ngưỡng 106 (hình 3). Như đã đề cập ở trên, trong quá khứ, đây là vùng “đáng lưu ý” đối với khả năng điều chỉnh tỷ giá của NHNN. Nếu NHNN không hành động kịp thời, các doanh nghiệp xuất khẩu sẽ chịu tác động tiêu cực và từ đó ảnh hưởng đến đà tăng trưởng của nền kinh tế. NHNN có 2 sự lựa chọn (có thể thực hiện tách biệt hoặc đồng thời), một là chủ động điều chỉnh giảm giá VND hai là giảm bớt cung tiền trong lưu thông để ổn định lạm phát trong 6 tháng cuối năm. Cách 1 sẽ có tác động tức thời – chúng tôi cho rằng nên áp dụng cách này nếu tỷ giá hữu hiệu thực tiếp tục tăng lên trên ngưỡng 106 trong thời gian tới; còn cách 2 có thể khiến mặt bằng lãi suất tăng lên nhưng lại có hiệu quả lâu dài hơn khi có thể kiểm soát lạm phát, giúp thu hẹp khoảng cách giữa tỷ giá hữu hiệu thực và tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa, giúp NHNN chủ động hơn trong điều chỉnh tỷ giá để hỗ trợ xuất khẩu – chúng tôi cho rằng NHNN nên bắt đầu áp dụng cách này với liều lượng phù hợp nếu khoảng cách REER và NEER tiếp tục nới rộng và vượt quá 3%.

Cần có những cam kết tôn trọng các lực lượng thị trường từ phía NHNN để cơ chế TGTT phản ánh tốt hơn các dòng chu chuyển vốn và các hoạt động kinh tế giữa Việt Nam và các đối tác chủ chốt. Thực tế diễn biến trong sáu tháng đầu năm cho thấy về cơ bản NHNN vẫn hoàn toàn neo vào USD trong xác định TGTT. Thay đổi trong tỷ giá hàng ngày quá nhỏ, không phản ánh được nhiều những thay đổi trong kỳ vọng của thị trường, đặc biệt ở những thời điểm có các thay đổi lớn trên thị trường ngoại hối quốc tế; ví dụ, Mỹ nâng lãi suất chẳng hạn. NHNN có thể bước đầu thử nghiệm dùng chính tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng làm tỷ giá tham chiếu cho ngày hôm sau, trong khi vẫn có thể áp biên độ giao động của tỷ giá trong ngày giao dịch. Cơ chế này cũng đã được Trung Quốc áp dụng kể từ tháng 7, 2005 – thể hiện nỗ lực từng bước thả nổi tỷ giá của quốc gia này.

Việc Fed nâng lãi suất trong thời gian tới sẽ là kiểm định quan trọng đối với cơ chế điều hành TGTT của NHNN. Nếu thuần túy tiếp tục phụ thuộc quá nhiều vào USD trong ấn định TGTT, VND sẽ rơi vào trạng thái lên giá danh nghĩa so với các đồng tiền khác. Điều này sẽ làm méo mó các hoạt động thương mại, đầu tư, và vay nợ của Việt Nam. NHNN cần chủ động thừa nhận trọng số giao dịch kinh tế với các quốc gia khác trong giỏ tiền tệ để có những điều chỉnh linh hoạt đối với TGTT, góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BVSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

BỘ PHẬN KINH TẾ VĨ MÔ & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Ts. Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Nguyễn Xuân Bình

Trưởng bộ phận

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn



Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999