

## BSC RESEARCH

*Trưởng phòng*

Trần Thăng Long

longtt@bsc.com.vn

*Nhóm Vĩ mô và Thị trường*

Bùi Nguyên Khoa

khoabn@bsc.com.vn

Vũ Thanh Phong

phongvt@bsc.com.vn

Đỗ Nam Tùng

tungdn@bsc.com.vn

Nguyễn Quốc Trường

truongnq@bsc.com.vn

## Cập nhật 19/08/2015

SBV phá giá thêm 1%, như vậy tỷ giá đã điều chỉnh 3% và được nới biên độ thêm 1% (từ 1% lên 2%) kể từ đầu năm 2015. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng mới là 21.890VND/USD, mức trần mới là 22.327 VND/USD.

Chính sách tỷ giá của SBV như vậy là hợp lý trong bối cảnh có nhiều diễn biến bất ngờ trên thị trường tiền tệ năm 2015: (1) sự phục hồi của USD trước khả năng nâng lãi suất của FED sau 8 năm, và (2) sự phá giá bất ngờ đồng RMB của PBoC.

Thị trường ngoại hối trong nước sẽ sớm cân bằng lại nhờ sự linh hoạt của SBV. Hạ giá đồng VND tương ứng với diễn biến trên thế giới sẽ giúp dự trữ ngoại tệ VN được bảo vệ và ổn định lại tâm lý trên thị trường. Trong ngắn hạn, sự kiện này có thể đem đến tác động tiêu cực trên các thị trường tài chính, nhưng sẽ là cú hích trong trung và dài hạn.

## Nhìn lại chính sách Tỷ giá 2011-2015 của NHNN

Tỷ giá kể từ năm 2011 tới nay là một trong những ưu tiên của NHNN trong điều hành chính sách tiền tệ. Cần phải thừa nhận những nỗ lực trong điều hành tỷ giá từ 2011 đến 2015 đã góp phần giúp Việt Nam vượt qua giai đoạn khó khăn khi tăng trưởng kinh tế tạo đáy, CPI từ phi mã giảm về dưới 2%; tạo nền tảng vĩ mô cho quá trình tái cơ cấu nền kinh tế và hệ thống ngân hàng/doanh nghiệp trong nước được tiến hành.

## Tỷ giá và chính sách của NHNN 2015

Biểu đồ Dollar-Index cho thấy rõ ảnh hưởng đáng kể của sự gia tăng về giá trị của đồng USD kể từ nửa cuối năm 2014 khiến NHNN phải hai lần điều chỉnh tỷ giá 1%: 21.458 ngày 7/1/2015 và 21.673 ngày 7/5/2015. Sau đó diễn biến phức tạp của đồng Nhân dân tệ RMB khiến SBV nới biên độ tỷ giá từ 1% lên 2% ngày 11/08/2015. Chính sách hối đoái ổn định có thể phù hợp ở thời kỳ 2011-2014 nhưng ở thời kỳ tiếp theo cần tránh việc bó cứng mức điều chỉnh tỷ giá từ đầu năm, và cần sự linh hoạt lớn hơn, tôn trọng thị trường để đảm bảo sức cạnh tranh và giúp nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng tối ưu.

## Ảnh hưởng đến các nhóm ngành

Trong 4 năm thực thi nhiều chính sách tỷ giá chặt chẽ, đa số các ngành/doanh nghiệp có mức độ phụ thuộc vốn vay ngoại tệ đều đã giảm đòn bẩy đáng kể (trừ ngành Vận tải biển). Quy mô xuất nhập khẩu tăng gần 50% trong 4 năm từ 203 tỷ USD lên 298 tỷ USD (2014). Do vậy việc tỷ giá tăng trong giai đoạn sắp tới là điều khó tránh nhưng cũng không tác động quá tiêu cực đến nền kinh tế.

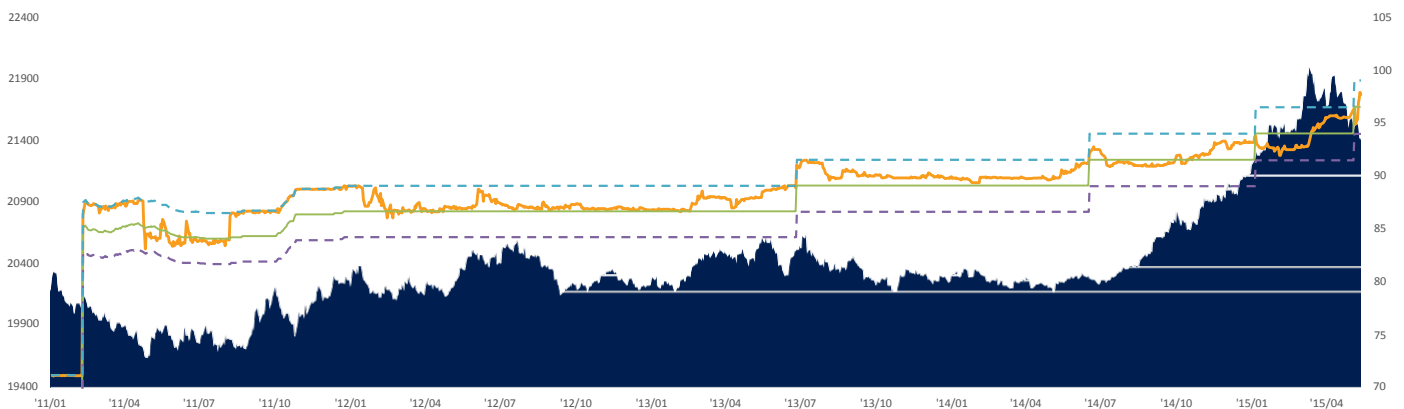
Chúng tôi đánh giá là 1 quốc gia mà nền kinh tế có định hướng xuất khẩu như Việt Nam, đồng nội tệ giảm sẽ có tác động hai chiều đến các nhóm ngành. Cụ thể Nhóm được hưởng lợi gồm (1) các ngành xuất khẩu như: Thủy sản, dệt may, cao su, công nghệ, dầu khí; nhóm sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực như (2) nhóm ngành nhập khẩu như dược, nhựa, sắt thép và (3) các ngành có mức độ vay nợ ngoại tệ lớn như điện, vận tải biển, xi măng.

## Nhìn lại chính sách Tỷ giá 2011 đến 2015 của NHNN

Tỷ giá kể từ năm 2011 tới nay là một trong những ưu tiên của NHNN trong điều hành chính sách tiền tệ. Để có thể đánh giá tác động và dự báo chính sách tỷ giá trong giai đoạn sắp tới, cần thiết phải nhìn lại diễn biến tỷ giá trong 5 năm qua.

Năm 2011 đánh dấu sự chuyển giao giữa hai nhiệm kỳ Thống đốc NHNN, đồng thời ghi ấn thành công trong chính sách điều hành tỷ giá của NHNN, mở đầu cho thời kỳ đi vào ổn định của thị trường ngoại hối. Sau khi NHNN tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên tới 9,3%, mức tăng mạnh nhất trong lịch sử của thị trường ngoại hối Việt Nam ngày 9/2/2011 mở ra giai đoạn 2012-2014 ổn định với 3 nền giá. Mỗi nền/chu kỳ tỷ giá được bắt đầu tại mức trần khi tỷ giá tự do có dấu hiệu gia tăng mạnh và được điều chỉnh trong kỳ trước, sau đó đi vào ổn định và dao động xung quanh mức giá bình quân liên ngân hàng mới. Chúng tôi nhận thấy các quãng thời gian tồn tại của các nền giá khá ổn định trong từng thời kỳ và thu ngắn dần. Cụ thể, nền giá 20.803+/-1% được duy trì từ cuối năm 2011 đến cuối tháng 6/2013 (hơn 18 tháng). Nền giá 21.036+/-1% kéo dài 12 tháng từ tháng 7/2013 đến cuối tháng 6/2014. Nền giá 21.246+/-1% kéo dài hơn 6 tháng từ cuối tháng 6/2014 đến đầu năm 2015.

### Diễn biến tỷ giá và dollar-index từ 1/2011 đến 5/2015



NHNN trong 5 năm NHNN điều hành tỷ giá nhất quán theo các thông điệp từ đầu năm và bổ sung, phối hợp các công cụ điều tiết mang tính kỹ thuật.

- Siết biên độ từ +/-3% xuống còn +/-1%;
- Áp trần lãi suất huy động USD của NHTM từ 6% về 2%; và
- Kết hối và xử lý một loạt các giao dịch ngoại hối bất hợp pháp trên thị trường
- Điều chỉnh đối tượng cho vay ngoại tệ,
- Chống “vàng hóa” tổ chức chặt chẽ thị trường vàng, tính minh bạch trên thị trường vàng được gia tăng và thất thu thuế cho ngân sách được giảm thiểu

Cần phải thừa nhận những nỗ lực trong điều hành tỷ giá từ 2011 đến 2015 đã góp phần giúp Việt Nam vượt qua giai đoạn khó khăn khi tăng trưởng kinh tế tạo đáy, CPI từ phi mã giảm về dưới 2%; tạo nền tảng vĩ mô cho quá trình tái cơ cấu nền kinh tế và hệ thống ngân hàng/doanh nghiệp trong nước được tiến hành.

## Tỷ giá và chính sách của NHNN 2015

Năm 2015, chủ trương ổn định kinh tế vĩ mô trong đó trọng tâm là kiểm soát lạm phát, duy trì ổn định tỷ giá tiếp tục là chính sách điều hành tiền tệ định hướng của NHNN. Tuy vậy, VND dù ổn định với USD nhưng trên thực tế gia tăng đáng kể so với các đồng tiền khác. Chênh lệch giá trị USD và VND hiện tại dồn nén dần lại là câu trả lời cho sự gia tăng ngày càng nhanh, càng gấp của tỷ giá USDVND trong thời gian gần đây.

Biểu đồ Dollar-Index cho thấy rõ ảnh hưởng đáng kể của sự gia tăng về giá trị của đồng USD kể từ nửa cuối năm 2014 khiến NHNN phải hai lần điều chỉnh tỷ giá 1%: 21.458 ngày 7/1/2015 và 21.673 ngày 7/5/2015. Sau đó diễn biến phức tạp của đồng Nhân dân tệ RMB khiến SBV nới biên độ tỷ giá từ 1% lên 2% ngày 11/08/2015. So với các đồng tiền trong khu vực, VND đang là đồng tiền mất giá ít nhất kể từ 2011 đến nay (4,8%). Do các NHTW đều đang đặt mình vào vị thế giảm giá đồng nội tệ so với USD để kích thích tăng trưởng, nên việc VND nằm trong xu hướng đó cũng không quá ngạc nhiên. Ngắn hạn, việc điều chỉnh tỷ giá giúp giải tỏa tâm lý đầu cơ, găm giữ USD của giới đầu cơ. Trung hạn, áp lực lên tỷ giá vẫn là vấn đề cần lưu tâm khi cán cân thương mại của Việt Nam đang quanh trở lại tình trạng nhập siêu với tốc độ nhanh và sức ép từ chính sách tỷ giá của các đồng tiền lớn vẫn chưa giảm bớt

Trong bối cảnh biến động tiền tệ thế giới phức tạp trở lại, các chính sách điều hành tỷ giá như 2011-2015 nhiều khả năng không còn được duy trì được hiệu quả. Tình hình Kinh tế Vĩ Mô cũng như sức khỏe của hệ thống doanh nghiệp Việt Nam cũng tốt hơn nhiều so với tình trạng mong manh đầu 2011. Chúng tôi cho rằng tình hình ngoại hối vẫn đang căng thẳng kể cả sau khi điều chỉnh biên độ, diễn biến TT tiền tệ thế giới tiếp tục phức tạp và nhiều khả năng sẽ thay đổi dự địa 2% của NHNN năm 2015. Chính sách hối đoái ổn định có thể phù hợp ở thời kỳ 2011-2014 nhưng ở thời kỳ tiếp theo cần tránh việc bó cứng mức điều chỉnh tỷ giá từ đầu năm, và cần sự linh hoạt lớn hơn, tôn trọng thị trường để đảm bảo sức cạnh tranh và giúp nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng tối ưu.

- Sức ép điều chỉnh tỷ giá đã phần nào nằm trong kỳ vọng của nhà đầu tư trước sức ép từ chính sách tỷ giá của PBoC và khả năng nâng lãi suất từ FED,
- NHNN trong thời gian còn lại của năm sẽ điều hành và cân đối cung cầu thận trọng và chặt chẽ hơn, đồng thời sẽ căn chỉnh chính sách theo phản ứng của thị trường.

## Ảnh hưởng đến các nhóm ngành

Trong 4 năm thực thi nhiều chính sách tỷ giá chặt chẽ, đa số các ngành/doanh nghiệp có mức độ phụ thuộc vốn vay ngoại tệ đều đã giảm đòn bẩy đáng kể (trừ ngành Vận tải biển). Quy mô xuất nhập khẩu tăng gần 50% trong 4 năm từ 203 tỷ USD lên 298 tỷ USD (2014). Do vậy việc tỷ giá tăng trong giai đoạn sắp tới là điều khó tránh nhưng cũng không tác động quá tiêu cực đến nền kinh tế.

Chúng tôi đánh giá là 1 quốc gia mà nền kinh tế có định hướng xuất khẩu như Việt Nam, đồng nội tệ giảm sẽ có tác động hai chiều đến các nhóm ngành. Cụ thể Nhóm được hưởng lợi gồm (1) các ngành xuất khẩu như: Thủy sản, dệt may, cao su, công nghệ, dầu khí; nhóm sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực như (2) nhóm ngành nhập khẩu như dược, nhựa, sắt thép và (3) các ngành có mức độ vay nợ ngoại tệ lớn như điện, vận tải biển, xi măng.

Ngành	Đánh giá ảnh hưởng	Nguyên nhân ảnh hưởng	Cổ phiếu lưu ý
<b>Thủy sản</b>	Tích cực	Các doanh nghiệp thủy sản chủ yếu xuất khẩu sang Hoa Kỳ, EU và Đông Á.	VHC, FMC, IDI, HVG
<b>Dầu khí</b>	Tích cực	Nguồn thu của các doanh nghiệp dầu khí chủ yếu bằng USD trong khi chi phí bằng VND vẫn chiếm tỷ trọng lớn.	PVD, PVS, GAS
<b>Điện</b>	Tiêu cực	Các doanh nghiệp nhiệt điện đều có dư nợ bằng ngoại tệ lớn. Việc VND bị mất giá có thể làm giảm doanh thu tài chính từ lãi chênh lệch tỷ giá của các doanh nghiệp này.	NT2, PPC; BTP
<b>Vận tải biển</b>	Tiêu cực	Các doanh nghiệp vận tải biển có dư nợ bằng đồng USD lớn. Việc VND bị mất giá dẫn đến các doanh nghiệp phải chịu lỗ tỷ giá.	VOS, PVT, VTO
<b>Xi măng</b>	Tiêu cực	Các doanh nghiệp xi măng dư nợ bằng ngoại tệ lớn. Việc VND bị mất giá có thể làm giảm doanh thu tài chính từ lãi chênh lệch tỷ giá của các doanh nghiệp này (tuy nhiên do tỷ giá EUR giảm nên tỷ giá tính chéo sẽ hạn chế bớt tiêu cực).	HT1, BCC, BTS
<b>Dược</b>	Tiêu cực	90% nguyên liệu dược phải nhập khẩu, thuốc thành phẩm chủ yếu tiêu thụ trong nước.	DHG, IMP, DMC, DCL, DBT, DHT, SPM
<b>Nhựa</b>	Tiêu cực	80% nguyên liệu hạt nhựa phải nhập khẩu, tỷ trọng tiêu thụ thành phẩm trong nước lớn.	AAA, BMP, NTP, DAG, VBC, DNP, RDP, TPC
<b>Săm lốp</b>	Tiêu cực	Ngoài cao su tự nhiên, hầu hết nguyên liệu sản xuất còn lại phải nhập khẩu (66% chi phí sản xuất kinh doanh), trong khi lốp xuất khẩu mới chiếm tỷ trọng nhỏ	SRC, CSM, DRC
<b>Đệt may</b>	Tích cực	Doanh thu xuất khẩu tăng, chi phí nguyên liệu đầu vào không bị tác động lớn (do Nhân dân tệ giảm giá).	TCM, TNG, NPS, KMR, GMC, GIL, TET, EVE

<b>Cao su</b>	Trung lập	Các doanh nghiệp xuất khẩu cao su gặp nhiều khó khăn trước động thái phá giá đồng RMB do Trung Quốc tiêu thụ đến 50% sản lượng cao su xuất khẩu. Việc tăng tỷ giá VND/USD làm giảm bớt tác động tiêu cực của việc phá giá RMB.	DPR, TRC, PHR, TNC, VHG
<b>Công nghệ</b>	Tích cực	Doanh thu của dịch vụ gia công phần mềm bằng USD	FPT, CMG

## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung về vĩ mô và thị trường. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

### **PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

**Trưởng Phòng Phân tích**

**Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**Chuyên viên phân tích vĩ mô**

**Vũ Thanh Phong**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [phongvt@bsc.com.vn](mailto:phongvt@bsc.com.vn)

### **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.