

## BÁO CÁO CẬP NHẬT VỀ LÃI SUẤT CỦA FED

### “TTCK Mỹ đã phản ánh trước đợt tăng lãi suất tháng 12 của FED ”

--- Tháng 12/2018 ---

*Chuyên viên thực hiện: Trần Hải Yến*

*Email: tranhaiyen@baoviet.com.vn*

#### **Khối Phân Tích & TVĐT**

##### **CTCP Chứng Khoán Bảo Việt**

###### **Trụ sở chính Hà Nội**

Số 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)

Website: [www.bvsc.com.vn](http://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**

- FED tăng lãi suất thêm 0,25%. Theo dự báo mới của FED, lãi suất vào cuối chu kỳ tăng có thể còn vượt mức lãi suất trung tính (neutral rate);
- Các bước đi tiếp theo của FED sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào các dữ liệu kinh tế hàng tháng, hàng quý của Mỹ (data dependent);
- BVSC cho rằng chưa có nhiều cơ sở để tin tưởng chắc chắn là dòng tiền đã quay trở lại EMs một cách bền vững;
- Mặc dù FED sẽ tiếp tục lộ trình tăng lãi suất nhưng về cơ bản, tần suất tăng sẽ ít dần. Trên cơ sở đó, BVSC cho rằng áp lực đối với VND trong năm 2019 sẽ không nhiều như năm 2018. Tuy vậy, NHNN nhiều khả năng vẫn sẽ điều hành thanh khoản VND theo hướng chặt chẽ;
- BVSC không thấy quá nhiều rủi ro đối với lãi suất trong năm 2019, nhất là trong bối cảnh lạm phát đang có xu hướng hạ nhiệt.

Cuộc họp chính sách tháng 12 của FED đã kết thúc vào rạng sáng ngày 20/12/2018 (theo giờ Việt Nam) với kết quả **lãi suất sẽ được tăng thêm 0,25%, lên mức 2,25-2,5%**. Liên quan đến sự kiện này, BVSC có một số nhận định nhanh như sau:

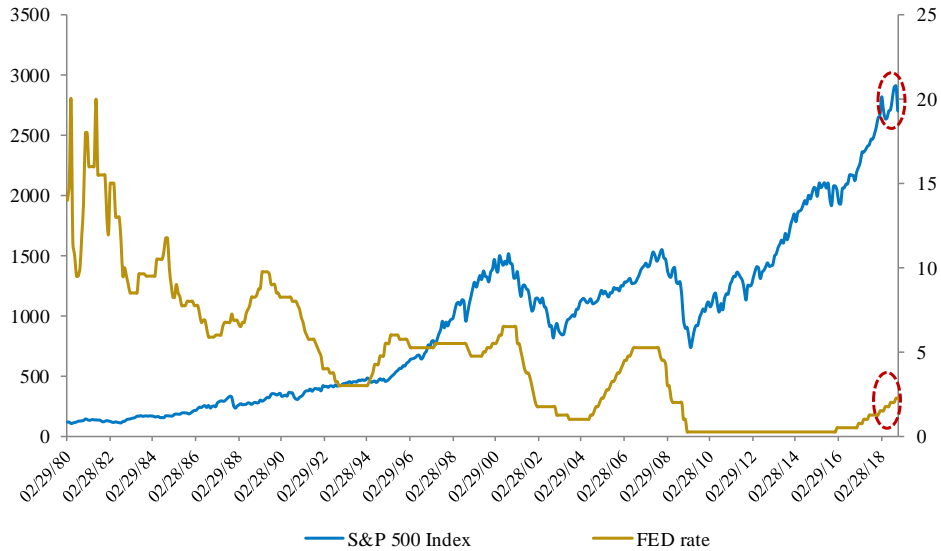
- 1) Việc tăng lãi suất lần này trên thực tế đã được dự báo từ trước. Điều nhà đầu tư chờ đợi là những thông điệp FED đưa ra sau cuộc họp lần này. Cụ thể, mức dự báo trung vị về lãi suất của FED vào cuối năm 2019 và 2020 lần lượt là 2,9% và 3,1% - thấp hơn so với mức 3,1% và 3,4% trong dự báo của FED hồi tháng 9/2018. Đồng thời, mức lãi suất “trung tính” (neutral rate) cũng được FED dự kiến ở mức 2,8% thay cho mức 3% trước đây. **Điều này hàm ý mức lãi suất vào cuối chu kỳ tăng của FED có thể còn vượt mức lãi suất trung tính.**

BVSC cho rằng những ước tính của FED về các mức lãi suất mới trong thời gian tới có phần kém “nói lỏng” hơn so với bài phát biểu của chủ tịch FED hồi cuối tháng 11 (ông Powell khi đó cho rằng mức lãi suất hiện tại đã ở ngay dưới mức lãi suất “trung tính” (just below the neutral rate), hàm ý lộ trình tăng lãi suất của FED sẽ không còn quá gấp gáp). **Việc FED dự kiến có thể tăng lãi suất lên trên mức “neutral rate” cho thấy sự thận trọng của cơ quan này.** Đây cũng có thể là lý do khiến nhà đầu tư có phần thất vọng, đẩy chỉ số Dow Jones mất 1,3% giá trị trong phiên giao dịch đêm qua (19/12/2018).

- 2) Lý do FED vẫn quyết định tăng lãi suất trong tháng 12 và dự kiến sẽ còn tăng khoảng 2 lần nữa trong năm 2019 và 1 lần nữa trong năm 2020 chủ yếu xuất phát từ thực trạng của kinh tế Mỹ hiện nay (FED đánh giá tăng trưởng của Mỹ hiện là mạnh mẽ (“strong”). Trước cuộc họp, nhiều nhà đầu tư kỳ vọng đà lao dốc của TTCK Mỹ thời gian gần đây và lạm phát lõi của Mỹ đang cho xu hướng giảm, ở mức dưới mục tiêu 2% có thể là lý do khiến FED xem xét chưa tăng lãi suất trong tháng 12. Trên thực tế, quan sát của chúng tôi kể từ năm 1980 cho thấy, FED hiếm khi tăng lãi suất trong những giai đoạn TTCK Mỹ giảm điểm mạnh (Hình 1). Tuy nhiên, bằng quyết định tăng lãi suất đêm qua, **FED cho thấy cơ quan này hiện vẫn chú trọng mục tiêu hạ nhiệt dần nền kinh tế, đưa tăng trưởng của Mỹ về mức tiềm năng, tránh một cú “hạ cánh cứng”.**

Mặc dù FED đã đưa ra lộ trình tăng lãi suất trong thời gian tới nhưng chúng tôi cho rằng **các bước đi tiếp theo của FED sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào các dữ liệu kinh tế hàng tháng, hàng quý của Mỹ (data dependent) chứ không nhất thiết phải “cứng nhắc” đi theo lộ trình đã vạch sẵn.** Trên cơ sở đó, nếu dự báo của chúng tôi về khả năng kinh tế Mỹ sẽ bước vào pha suy giảm chậm nhất trong nửa đầu năm 2020 là đúng (*Xem thêm báo cáo chuyên đề “Cập nhật kinh tế Mỹ” ngày 05/12/2018 của BVSC*) thì **đỉnh lãi suất của FED có thể sẽ rơi vào cuối năm 2019, đầu năm 2020. Sau đó, FED có thể sẽ xem xét cắt giảm lãi suất trở lại trong nửa cuối năm 2020 để hỗ trợ nền kinh tế.** Thực chất, việc FED liên tiếp tăng lãi suất cũng chính là tạo không gian chính sách (policy space) khi kinh tế Mỹ rơi vào pha suy giảm.

**Hình 1: FED hiếm khi tăng lãi suất khi TTCK Mỹ giảm điểm mạnh, nhưng tháng 12/2018 là ngoại lệ**

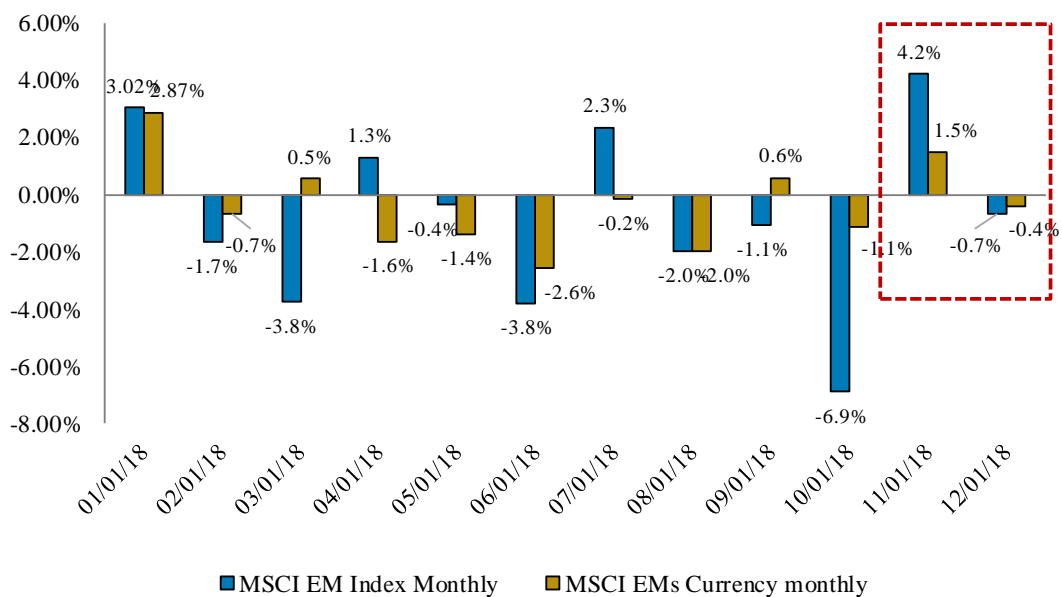


Nguồn: Bloomberg

### 3) FED tăng lãi suất có ảnh hưởng các thị trường mới nổi (EM)?

Trong khoảng thời gian 4 tuần của tháng 11, nhóm các thị trường mới nổi đã chống chịu khá tốt trước đà giảm điểm của TTCK Mỹ. Chỉ số MSCI EM Index và MSCI EM Currency Index đã tăng lần lượt 4,2% và 1,5% trong tháng 11. Từ đầu tháng 12 đến nay, hai chỉ số này đã giảm điểm trở lại (xem Hình 2) tuy nhiên về tổng thể thì mức giảm điểm của EM hai tuần gần đây vẫn đang thấp hơn cho với S&P 500.

**Hình 2: Diễn biến TTCK và đồng tiền tại nhóm các thị trường mới nổi**



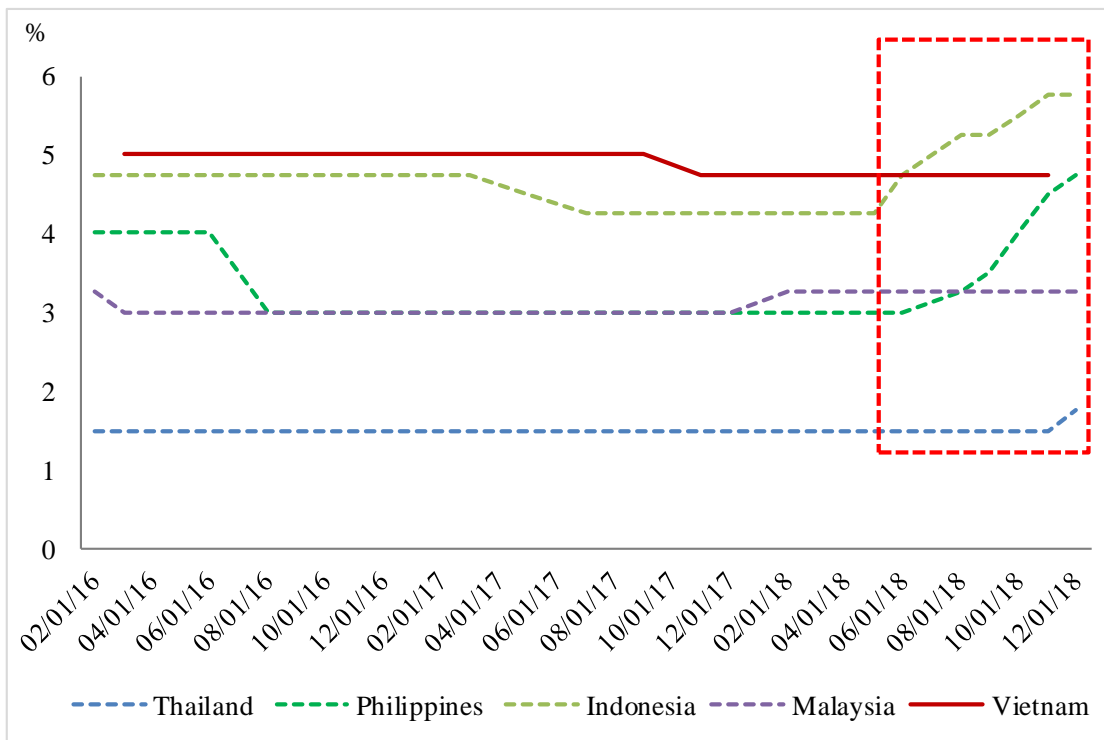
(Nguồn: Bloomberg)

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng chưa có nhiều cơ sở để tin tưởng chắc chắn là dòng tiền đã quay trở lại EMs một cách bền vững. Việc các EMs đang chống đỡ tốt hơn so với TTCK Mỹ mang tính ngắn hạn và có thể sẽ sớm kết thúc. Đúng là việc lạm phát giảm (nhờ giá dầu lao dốc) và NHTW tại một số thị trường mới nổi đã tạm dừng tăng lãi suất (Philippines, Indonesia...) là những lý do khiến các thị trường EMs trở nên bớt rủi ro. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro của các EM trong thời gian tới vẫn rất khó lường trong bối cảnh FED vẫn rất kiên định với việc tăng lãi suất và việc kinh tế Trung Quốc lao dốc mạnh hơn dự kiến trong năm 2019 có thể sẽ khiến tăng trưởng của các EMs (các nước xuất khẩu nhiều sang Trung Quốc như Hàn Quốc, Đài Loan, Malaysia...) chịu ảnh hưởng mạnh hơn các dự tính hiện nay. Do vậy, vẫn cần thêm thời gian và dữ liệu để khẳng định về sự hồi phục vững chắc của các EM.

**4) FED tăng lãi suất có gây áp lực đến tỷ giá của Việt Nam?**

Năm 2018, VND là một trong những đồng tiền có sức chống chọi tốt nhất trước các đợt tăng lãi suất của FED. Việt Nam cũng là nước duy nhất tại khu vực Đông Nam Á chưa phải tăng lãi suất điều hành trong năm 2018 (Hình 3).

**Hình 3: Việt Nam là nước duy nhất trong khu vực ASEAN chưa phải nâng lãi suất điều hành kể từ đầu năm 2018**



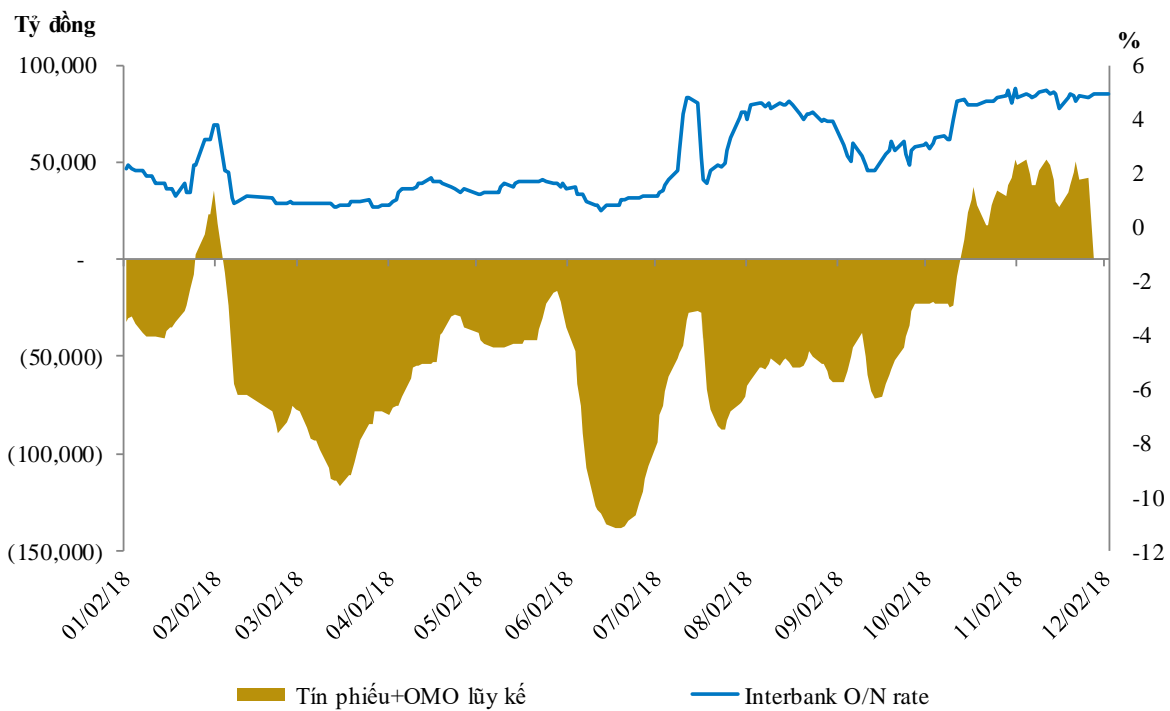
*Nguồn: Bloomberg*

Việc giữ cho VND không bị mất giá quá mạnh được NHNN thực hiện chủ yếu qua việc rút bớt thanh khoản ra khỏi hệ thống ngân hàng, tạo sự khan hiếm VND, qua đó bảo vệ giá trị của đồng nội tệ. Dự báo năm 2019, mặc dù FED sẽ tiếp tục lộ trình tăng lãi suất nhưng về cơ bản, tần suất tăng sẽ ít dần. Trên cơ sở đó, BVSC cho rằng áp lực đối với VND trong năm 2019 sẽ không

nhiều như năm 2018. Tuy vậy, sự thận trọng là cần thiết nên **NHNN nhiều khả năng vẫn sẽ điều hành thanh khoản theo hướng chặt chẽ**, khó có khả năng tiền Đồng được đẩy ra thị trường quá nhiều như nửa đầu năm 2018.

Ở một diễn biến khác, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng và lãi suất huy động vẫn đang duy trì ở mặt bằng khá cao. NHNN vẫn đang hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thông qua hoạt động bơm vốn qua kênh OMO và tín phiếu. BVSC dự báo lãi suất sẽ hạ nhiệt dần sau thời điểm tết Dương Lịch (thời hạn các ngân hàng đáp ứng tiêu chuẩn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn giảm về mức 40%) và thậm chí sẽ có xu hướng giảm sau thời điểm Tết Âm lịch (khi nguồn tiền dư thừa quay trở lại các ngân hàng). **Chúng tôi không thấy quá nhiều rủi ro đối với lãi suất trong năm sau, nhất là trong bối cảnh lạm phát có xu hướng hạ nhiệt và sẽ không tăng quá cao trong năm 2019 (dự báo CPI YoY 2019 ở mức quanh 3,5% - tương đương năm 2018).**

**Hình 4: NHNN quay trở lại trạng thái bơm ròng vốn qua kênh OMO và tín phiếu kể từ đầu tháng 11/2018**



Nguồn: Bloomberg

## 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

**Phạm Tiến Dũng**

Trưởng bộ phận

[pham.tiendung@baoviet.com.vn](mailto:pham.tiendung@baoviet.com.vn)

**Trần Hải Yến**

Kinh tế Vĩ mô

[tranhaiyen@baoviet.com.vn](mailto:tranhaiyen@baoviet.com.vn)



**Trụ sở chính Hà Nội**

Số 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-24)-3928 8080

Fax: (84-24)-3928 9888

**Email:** [research-bvsc@baoviet.com.vn](mailto:research-bvsc@baoviet.com.vn)

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

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-28)-3914 6888

Fax: (84-28)-3914 7999