

- Về tổng thể, quý 3 sẽ là một quý khởi sắc của lĩnh vực sản xuất, tăng trưởng SXCN ước đạt 13,5% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng 10,8% của quý trước.
- Sự yếu đi rõ rệt của hoạt động nhập khẩu, đặc biệt là nguyên liệu cho sản xuất hàng Điện tử, vốn đang là cho trụ cột của tăng trưởng SXCN và xuất khẩu trong quý 3 báo hiệu sự chững lại trong tăng trưởng của lĩnh vực SXCN trong quý 4.
- Trong tháng qua, việc điều tiết cung tiền qua thị trường mở tiếp tục được NHNN sử dụng nhằm giảm bớt áp lực lên tỷ giá.
- Những thông điệp Fed đưa ra trong Hội nghị Jackson Hole diễn ra vào cuối tháng 8 khiến thị trường đẩy cao kỳ vọng về mức tăng lãi suất 75 điểm cơ bản của Fed trước thềm cuộc họp tháng 9.
- Nếu nhìn xa hơn việc đoán định sự kiện trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng kịch bản nâng lãi suất từ nay đến cuối năm khoảng 125 điểm cơ bản là phù hợp, biến động nằm ở trong tốc độ các bước tăng, hoặc là (75-25-25) điểm cơ bản hoặc là (50-50-25) điểm cơ bản.



Bernard Lapointe

[bernard.lapointe@vdsc.com.vn](mailto:bernard.lapointe@vdsc.com.vn)

Trần Thị Hà My

[my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)

## NỘI DUNG CHÍNH

KINH TẾ THẾ GIỚI .....	3
✓ Cuộc họp Jackson Hole: Tháng 8/2022.....	3
✓ Đồng Euro.....	5
KINH TẾ VIỆT NAM .....	8
✓ Hoạt động sản xuất phục hồi như kỳ vọng .....	8
✓ Bán lẻ và lạm phát là điểm sáng .....	9
✓ Tỷ giá tiếp tục chịu sức ép.....	10

## KINH TẾ THẾ GIỚI

- Cuộc họp Jackson Hole: Tháng 8/2022?
- Đồng EUR

---

### Cuộc họp Jackson Hole: Tháng 8/2022

- Chủ tịch FED Jerome Powell đã phát biểu rất rõ ràng: "nỗi đau" kinh tế từ lãi suất cao hơn.
- Các ngân hàng trung ương toàn cầu đưa ra một thông điệp cứng rắn.
- Cân bằng mức độ phản ứng và khả năng dự đoán.

Hội nghị các ngân hàng trung ương, nhà kinh tế và nhà quản lý quỹ năm nay đã được tổ chức trực tiếp lần đầu tiên kể từ năm 2019.

Đối với những ai đang chờ đợi sự đảo ngược đột ngột của ngân hàng trung ương về việc tăng lãi suất hoặc sự đồng thuận toàn diện và quay trở lại của các gói kích thích, bạn có thể sẽ phải chờ đợi thêm một thời gian nữa.

Một loạt các nhà lãnh đạo ngân hàng trung ương từ khắp nơi trên thế giới đã đưa ra một thông điệp thống nhất về ý định thắt chặt tiền tệ vào ngày 27/8 tại kỳ nghỉ hàng năm của Fed ở Thành phố Kansas ở Công viên Quốc gia Grand Teton tại Wyoming. Những người đứng đầu Ngân hàng Trung ương Anh, Ngân hàng Canada, Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ, Ngân hàng Nhật Bản, Ngân hàng Hàn Quốc và một số nhà hoạch định chính sách của Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã đưa ra những thông điệp tìm cách dứt khoát cam kết tăng lãi suất cho đến khi lạm phát chậm lại một cách có ý nghĩa.

Thông điệp này được ra ra sau bài phát biểu dài 10 phút của Chủ tịch FED Jerome Powell một ngày trước đó khi gián tiếp tuyên bố một đợt tăng lãi suất khác lên 75 điểm cơ bản có khả năng cao sẽ xảy ra trong tháng Chín. Powell đã dẫn chứng những nỗ lực trước đây của FED nhằm giảm lạm phát và lịch sử đã cho thấy việc ngân hàng trung ương không hành động nhanh chóng về giá cả đồng nghĩa với việc thị trường lao động sẽ bị ảnh hưởng nặng nề hơn về lâu dài. Việc đảo chiều quá nhanh cũng sẽ phản tác dụng, hàm ý giảm bớt kỳ vọng của các nhà đầu tư rằng ngân hàng trung ương có thể sớm bắt đầu tạm dừng hoặc đảo ngược hướng đi sau một loạt các đợt tăng lãi suất mạnh.

Một số thông điệp của chủ tịch FED đã được công bố nhưng chúng tôi tập trung vào phát biểu sau: "Trọng tâm bao quát của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang ngay bây giờ là đưa lạm phát trở lại mức mục tiêu 2%. Ổn định giá cả là trách nhiệm của Cục Dự trữ Liên bang và đóng vai trò là nền tảng của nền kinh tế. Nếu không có sự ổn định giá cả, nền kinh tế không hiệu quả cho bất kỳ ai. Đặc biệt, nếu không có sự ổn định về giá cả, chúng ta sẽ không đạt được một thời kỳ duy trì trong điều kiện thị trường lao động mạnh mẽ có lợi cho tất cả mọi người. Gánh nặng của lạm phát cao đè nặng nhất lên những người ít có khả năng chịu đựng nhất".

Thị trường trái phiếu Mỹ không phản ứng tốt với những bình luận đó khi lợi suất kỳ hạn 2 năm tăng trở lại mức cao nhất kể từ giữa tháng Sáu (Hình 1).

## Hình 1: Lợi suất kho bạc kỳ hạn 2 năm của Mỹ



Giọng điệu cứng rắn của các ngân hàng trung ương tiếp tục lên cao khi đối mặt với những dự đoán trước đó của nhiều nhà kinh tế rằng việc tăng lãi suất và cắt giảm bảng cân đối kế toán sẽ chỉ tồn tại trong thời gian ngắn và các NHTW sẽ tìm cách tránh bất ổn thị trường bằng mọi giá. Điều này đã không xảy ra. Chú ý đổ dồn vào Cục Dự trữ Liên bang Mỹ nhưng các nhà hoạch định chính sách của ngân hàng trung ương khác bao gồm cả ECB cũng đang kêu gọi tăng lãi suất 75 điểm cơ bản vào tháng Chín.

Bài toán học búa về việc tăng lãi suất được hiểu rõ một cách rộng rãi trong giới các nhà kinh tế học phi chính thống nhưng hiếm khi được thảo luận trong giới kinh tế học dòng chính. Các ngân hàng trung ương đã tham gia vào một chương trình nới lỏng định lượng không ngừng nghỉ, các biện pháp kích thích và lãi suất gần như bằng không trong hơn một thập kỷ kể từ vụ sụp đổ tín dụng năm 2008. Giờ đây, thị trường cổ phiếu và trái phiếu cũng như nhiều yếu tố khác của nền kinh tế toàn cầu đang trở nên nghiện tiền rẻ (easy money) xuất phát từ tiền pháp định của ngân hàng trung ương. Nếu không có máy in và việc tạo ra tiền kỹ thuật số hoạt động không ngừng, sẽ không có cứu cánh cho hàng loạt các công ty sa lầy trong nợ nần, cũng như sẽ không có các khoản vay qua đêm rẻ để hỗ trợ mua lại cổ phiếu của công ty.

Những chính sách này đã giữ cho nhiều quốc gia và thị trường chứng khoán được hỗ trợ trong nhiều năm, nhưng chúng cũng tạo ra lạm phát bất lợi mà người dân đang phải gánh chịu ngày nay. Vì vậy, một kịch bản tiến thoái lưỡng nan đã được thiết lập. Nếu các ngân hàng trung ương cắt nguồn tiền rẻ và tăng lãi suất, nhiều công ty sẽ gặp nguy, hoạt động mua lại cổ phiếu sẽ lao dốc, thị trường giảm và tỷ lệ thất nghiệp sẽ gia tăng. Mặt khác, nếu các ngân hàng trung ương tiếp tục kích thích và duy trì lãi suất thấp, lạm phát sẽ chỉ leo cao hơn.

Cho đến nay, có vẻ như các ngân hàng trung ương đang lựa chọn sự bất ổn của thị trường và mất việc làm do lạm phát nhiều hơn và không đưa ra chỉ báo nào cho thấy các ngân hàng trung ương có kế hoạch đảo ngược lộ trình này trong nhiều tháng tới.

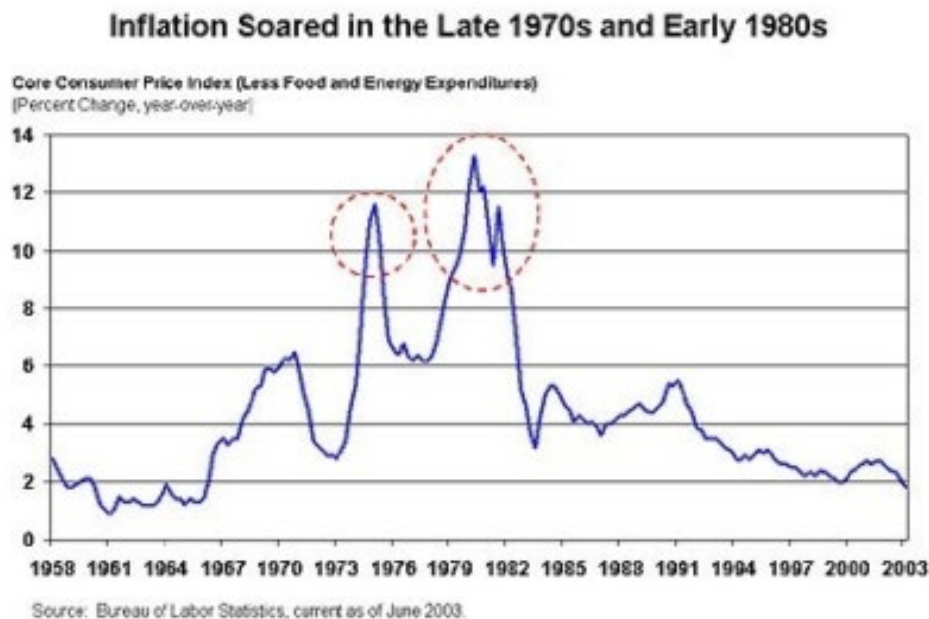
Một trong những chủ đề được thảo luận tại cuộc họp là kỳ vọng lạm phát thực sự ảnh hưởng đến lạm phát như thế nào. Ông Villeroy De Galhau, đến từ Ngân hàng Pháp, đã hỏi ba câu hỏi đơn giản về chủ đề này:

- Điều gì trong kỳ vọng lạm phát sẽ phản ánh lên lạm phát?
- Kỳ vọng tối đa nào sẽ quan trọng nhất?
- Lạm phát trong quá khứ có vai trò gì ngoài mặt dự đoán?

Không có đáp án nào là dễ dàng cho bất kỳ câu hỏi nào trong số đó. Các nhà kinh tế đã phải vật lộn trong nhiều năm để tìm ra sự cân bằng phù hợp giữa việc giải quyết các kỳ vọng và đảm bảo một môi trường tăng trưởng suôn sẻ.

Năm 1979, Paul Volcker, khi đó là Chủ tịch FED, đã phát biểu những từ tương tự khi lạm phát của Mỹ đang ở mức trên 10% (Hình 2). Ông đã hành động bằng cách tăng lãi suất đáng kể.

### Hình 2: Lạm phát Mỹ giai đoạn 1958-2003



“Đại lạm phát” là giai đoạn kinh tế vĩ mô xác định của nửa sau thế kỷ XX. Kéo dài từ năm 1965 đến năm 1982, thời kỳ đã khiến các nhà kinh tế phải suy nghĩ lại về các chính sách của FED và các ngân hàng trung ương khác.

Chính quyền Mỹ dưới thời Tổng thống Nixon đã đưa ra các biện pháp chống tăng giá trong ba giai đoạn từ năm 1971 đến năm 1974. Những biện pháp kiểm soát đó chỉ tạm thời làm chậm đà tăng giá trong khi làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt, đặc biệt đối với thực phẩm và năng lượng. Chính quyền Ford sau đó cũng không khá hơn trong những nỗ lực của mình. Sau khi tuyên bố lạm phát là “kẻ thù số một”, năm 1974, Tổng thống Ford đã đưa ra chương trình Whip Inflation Now (tạm dịch: Đánh bại Lạm phát Ngay Bây Giờ) hay chiến dịch WIN, bao gồm các biện pháp tự nguyện để khuyến khích tiết kiệm hơn. Đó là một chiến dịch thất bại.

#### **Tóm lại:**

Cuộc họp Jackson Hole năm nay là một lời nhắc nhở rằng các ngân hàng trung ương hiện đã nhận ra rằng lạm phát không biến mất trong một sớm một chiều. Chúng ta đang trong thời kỳ tăng lãi suất trên toàn cầu nói chung. Ngoại trừ ở một số quốc gia như Trung Quốc và Nhật Bản.

#### **Đồng Euro**

- **Suy thoái kinh tế ở Châu Âu và sự suy yếu của đồng Euro có thể tác động đến nhiều công ty Việt Nam có mức độ liên quan cao với khu vực này.**
- Lần thứ hai trong mùa hè này, đồng Euro đã giảm xuống dưới một (1,0) so với USD.
- Gazprom của Nga vẫn đang được thanh toán cho các chuyến hàng khí đốt đến EU bằng đồng Euro.

Đồng Euro, lần thứ hai trong một vài tuần (Hình 3) giảm xuống dưới một (1,0) so với Đô la Mỹ. Lần này sự sụt giảm có vẻ nghiêm trọng hơn so với tháng Bảy. USD đã tăng 2,4% so với Euro trong một vài phiên giao dịch trước khi ổn định trước cuộc họp của các ngân hàng trung ương ở Jackson Hole từ ngày 25 đến 27/8.

### Hình 3: Tỷ giá EUR / USD



Lưu ý: Giá tại ngày 24/08/2022

Sau khi bắt đầu giao dịch chính thức vào đầu năm 2002<sup>1</sup>, đồng Euro đã nhanh chóng giảm xuống dưới 0,9 so với USD trước khi tăng lên gần 1,6 vào năm 2008 (Hình 4).

### Hình 4: Tỷ giá EUR/USD trong 20 năm



Mức giảm hơn 11% tính đến thời điểm hiện tại (ngày 24/8) có thể so sánh với mức thua lỗ đã ghi nhận trong năm 2015, khi Ngân hàng Trung ương châu Âu tung ra một chương trình kích thích lớn – tỷ giá EUR/USD giảm từ 1,4 xuống 1,1.

Bối cảnh xung đột đang diễn ra từ cuộc chiến tranh Nga - Ukraine, Ngân hàng Trung ương châu Âu do dự và Cục Dự trữ Liên bang Mỹ thắt chặt tiếp tục làm tổn hại đến nhu cầu đồng EUR. Mặt khác, Đô la Mỹ đã mạnh lên đều đặn, được hưởng lợi từ nhu cầu "trú ẩn an toàn", vốn là một nhu cầu mà chúng tôi cảm thấy khó hiểu suốt một thời gian dài...

Theo nguồn tin của chúng tôi, Gazprom của Nga vẫn đang được thanh toán cho các chuyến hàng khí đốt của mình tới EU bằng đồng Euro. Tuy nhiên, Gazprom có thể trao đổi những Euro này rất nhanh chóng bằng nhiều loại tiền tệ khác nhau không phải Euro, chẳng hạn như USD, Real của Brazil, Peso của Mexico,... Đây là một trong những lý do tại sao đồng Euro rất yếu. Rõ ràng Gazprom đã bán những đồng Euro này trong vòng hai ngày để Tập đoàn không phải đối mặt với sự trừng phạt từ Liên minh châu Âu. Đồng Real của Brazil đã tăng giá so với USD kể từ đầu tháng Bảy (Hình 5).

<sup>1</sup> Sau một thập kỷ chuẩn bị, đồng tiền chung Euro đã được ra mắt vào ngày 1/1/1999. Trong ba năm đầu tiên, EUR là một loại tiền tệ 'vô hình', chỉ được sử dụng cho mục đích kế toán và thanh toán điện tử. Tiền xu và tiền giấy được ra mắt vào ngày 1/1/2002 và tại 12 quốc gia EU, sự kiện đổi tiền lớn nhất trong lịch sử đã diễn ra.

## Hình 5: Tỷ giá đồng Real so với USD



Chỉ số sản lượng tổng hợp PMI của Eurozone điều chỉnh theo mùa đã giảm xuống 49,2 trong tháng Tám, từ 49,9 trong tháng Bảy. Chỉ số này báo hiệu sự sụt giảm lần thứ hai liên tiếp trong hoạt động kinh doanh trên toàn khu vực đồng Euro sau giai đoạn tăng trưởng kéo dài 16 tháng. Mặc dù vẫn chỉ ở mức nhẹ, nhưng mức giảm gần đây nhất đã rõ ràng hơn so với mức giảm trong tháng Bảy.

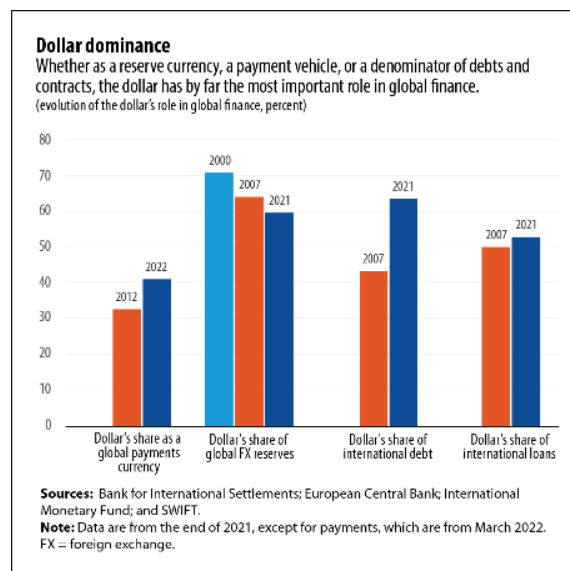
Do đó, điều này đặt ra nghi vấn: liệu ECB có thắt chặt chính sách tiền tệ hơn? Thị trường phản ánh một đợt tăng lãi suất 50 điểm cơ bản tại cuộc họp ECB ngày 8/9. Liệu ECB có thể bắt đầu thảo luận về triển vọng tăng lãi suất mạnh mẽ hơn nếu muốn hỗ trợ đồng Euro? Theo Giám đốc ngân hàng Bundesbank Joachim Nagel, “Do lạm phát cao, lãi suất phải tăng thêm nữa. Những tháng vừa qua cho thấy chúng ta phải quyết định chính sách tiền tệ từ cuộc họp này đến cuộc họp khác”. Ngày càng nhiều nhà hoạch định chính sách trong hội đồng quản lý ECB ủng hộ việc tăng lãi suất vượt hơn 50 điểm cơ bản trong cuộc họp tháng Chín.

ECB phải đối mặt với câu hỏi hóc búa là cố gắng giải quyết nỗi lo lạm phát trong khi đồng thời cố gắng tránh đẩy nền kinh tế khu vực Euro rơi vào suy thoái.

### Tóm lại:

Hệ thống tiền tệ quốc tế có thể đang ở ngưỡng thay đổi đáng kể từ sự kết hợp của kinh tế, địa chính trị và công nghệ. Tuy nhiên, đó là một câu hỏi bỏ ngỏ liệu những lực lượng này có đánh bật đồng Đô la Mỹ khỏi bệ đỡ của nó với tư cách là đồng tiền thống trị toàn cầu hay không (Hình 4), tư cách này vốn đã tồn tại trong phần lớn thời kỳ sau Thế chiến thứ hai.

## Hình 6: Sự thống trị của đồng Đô la Mỹ



## KINH TẾ VIỆT NAM

- Hoạt động sản xuất phục hồi như kỳ vọng
- Bán lẻ và lạm phát là điểm sáng
- Tỷ giá tiếp tục chịu sức ép

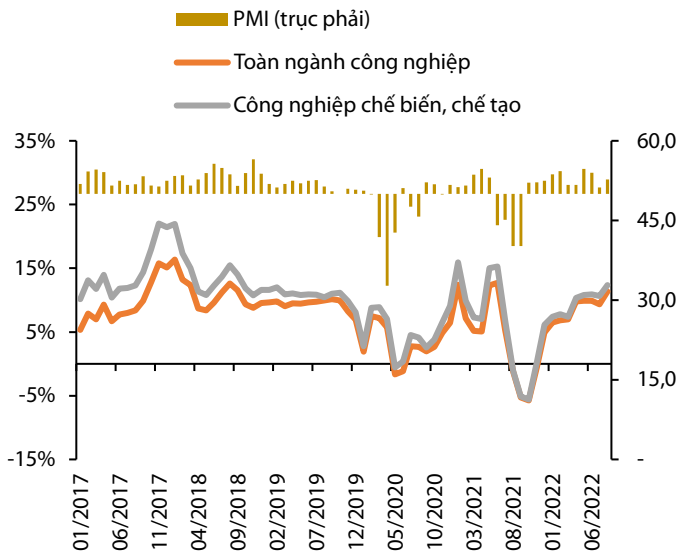
### Hoạt động sản xuất phục hồi như kỳ vọng

Theo số liệu chính thức của TCTK, tăng trưởng SXCN trong tháng 7 tiếp tục được điều chỉnh giảm từ mức tăng 11,2% xuống còn 9,5%, trong đó, hoạt động sản xuất công nghiệp chế biến, chế tạo cũng giảm từ mức 13,1% còn 11,1%. Tuy nhiên, tăng trưởng SXCN trong tháng 8 ghi nhận mức tăng mạnh với mức tăng 15,6% so với cùng kỳ, chủ yếu do ảnh hưởng của mức nền thấp của cùng kỳ năm trước. Những ngành đóng góp vào mức tăng mạnh của chỉ số SXCN trong tháng qua gồm Thực phẩm (+22,8%) & Đồ uống (+101,5%), Da giày (+57,0%) & Dệt may (+28,2%), Máy móc & Thiết bị (+69,5%), Gỗ (+45,5%), và Dược phẩm (+21,5%). So với tháng trước, lĩnh vực công nghiệp vẫn tăng trưởng 2,9% so với số liệu đã điều chỉnh của tháng 7, đà tăng theo tháng của lĩnh vực SXCN được hỗ trợ bởi ngành Điện tử (+12,0% so với tháng trước).

Theo ước tính của TCTK, kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng mạnh trong tháng 8, tăng 22,1% so với cùng kỳ và 9,1% so với tháng trước. Tương tự như diễn biến của tăng trưởng sản xuất công nghiệp, mức tăng cao của xuất khẩu so với cùng kỳ được dẫn dắt bởi mức nền thấp của các ngành Thủy sản (+51,3%), Dệt may (+42,4%), Túi xách (+201,9%) & Da giày (+186,5%), Gỗ (+65,0%), riêng các mặt hàng Điện tử chỉ tăng 4,1% so với cùng kỳ. Mặc dù vậy, mức tăng theo tháng của xuất khẩu lại được dẫn dắt bởi mặt hàng Điện tử (+22,9% so với tháng trước). Nhìn chung, nếu không xét đến yếu tố mức nền thấp của cùng kỳ do ảnh hưởng của đợt phong tỏa diễn ra năm ngoái, động lực tăng trưởng của lĩnh vực công nghiệp đang được duy trì nhờ sản xuất mặt hàng Điện tử, xuất khẩu của nhóm này cũng đang là trụ đỡ chính cho tăng trưởng xuất khẩu. Đà tăng của các nhóm hàng xuất khẩu mà Việt Nam có thế mạnh như Dệt may, Thủy sản và Gỗ chứng lại đáng kể so với các tháng trước.

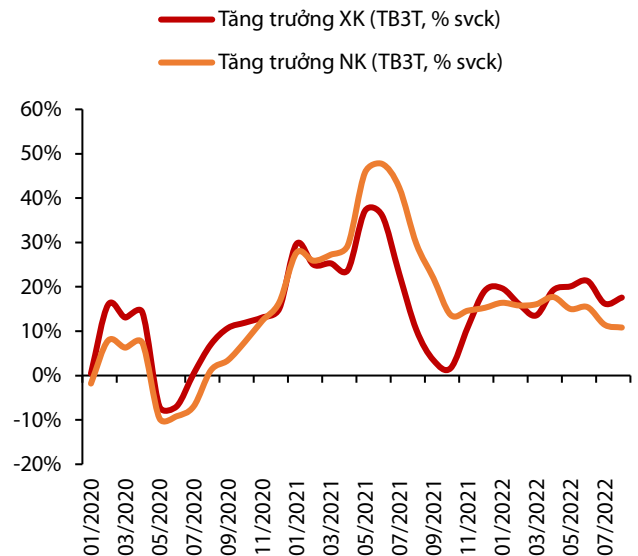
Chỉ số PMI của Việt Nam trong tháng 8 đạt 52,7 điểm, cao hơn mức 51,2 điểm trong tháng 7, là chỉ báo cho sức khỏe ngành sản xuất vẫn đang cải thiện. Các cấu phần trong rổ tính PMI gồm đơn hàng mới (30%), sản lượng (25%), việc làm (20%), thời gian giao hàng (15%), và tồn kho hàng mua (10%) đều ghi nhận sự cải thiện đáng kể so với tháng trước. Trong đó, việc làm, sản lượng và đơn hàng mới tăng mạnh hơn so với tháng 7. Hoạt động mua hàng và thời gian giao hàng rút ngắn nhưng tồn kho nguyên vật liệu và thành phẩm đều giảm. Các yếu tố thúc đẩy sự mở rộng của hoạt động của ngành sản xuất gồm: 1) Số lượng khách hàng tăng; 2) Nhu cầu cải thiện; 3) Giá cả cạnh tranh và 4) Chi phí đầu vào giảm. Sự tích cực của ngành sản xuất tại Việt Nam tương đồng với bức tranh chung về điều kiện kinh doanh của các nhà sản xuất ASEAN nhưng trái ngược với triển vọng của lĩnh vực sản xuất toàn cầu. Trong tháng 8, chỉ số PMI toàn phần của ASEAN đạt 52,8 điểm, tăng nhẹ so với mức 52,2 điểm trong tháng 7 và là tháng tăng trưởng thứ 11 liên tiếp. Trái lại, chỉ số PMI toàn cầu giảm về mức thấp nhất trong 26 tháng, đạt 50,3 điểm trong tháng 8 và thấp hơn mức 51,1 điểm trong tháng 7.

**Hình 7: Tăng trưởng lĩnh vực sản xuất công nghiệp**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Tăng trưởng xuất nhập khẩu**



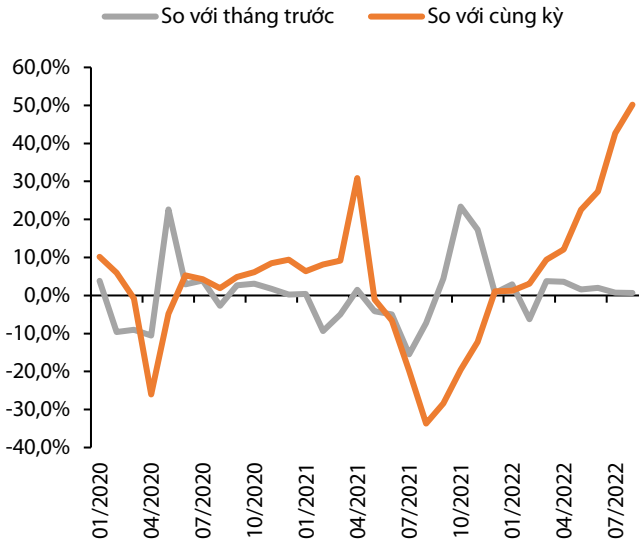
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Về tổng thể, quý 3 sẽ là một quý khởi sắc của lĩnh vực sản xuất, tăng trưởng SXCN ước đạt 13,5% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng 10,8% của quý trước. Theo nhận định của S&P Global, nhu cầu khách hàng ở các nước ASEAN vẫn cao, tuy nhiên, rủi ro nhu cầu giảm trong các tháng tới khi lạm phát kéo dài và các NHTW tiếp tục nâng lãi suất. Việt Nam cũng không tránh khỏi rủi ro này, dù chỉ số PMI tiếp tục cải thiện, chúng tôi nhận thấy nhập khẩu của Việt Nam đang yếu đi nhanh chóng. Theo ước tính của TCTK, nhập khẩu trong tháng 8 chỉ tăng 12,4% so với cùng kỳ và 1,4% so với tháng trước, thấp hơn nhiều so với đà tăng của xuất khẩu. Trong đó, nhập khẩu nguyên liệu cho ngành Điện tử giảm 1,8% so với cùng kỳ và 0,4% so với tháng trước. Số liệu chính thức của TCHQ cho thấy trong tháng 7, nhập khẩu chỉ tăng 4,2% so với cùng kỳ và giảm 5,3% so với tháng trước. Sự yếu đi rõ rệt của hoạt động nhập khẩu, đặc biệt là nguyên liệu cho sản xuất hàng Điện tử, vốn đang là cho trụ cột của tăng trưởng SXCN và xuất khẩu trong quý 3 báo hiệu sự chững lại trong tăng trưởng của lĩnh vực SXCN trong quý 4.

### **Bán lẻ và lạm phát là điểm sáng**

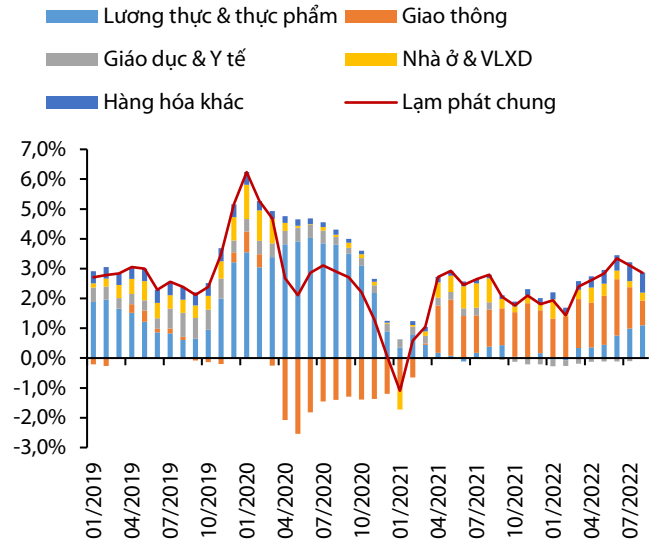
Hiệu ứng mức nền thấp cũng đang hỗ trợ cho lĩnh vực bán lẻ hàng hóa và dịch vụ. Tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong tháng 8 đạt 50,2% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng 42,6% của tháng trước. Trong đó, doanh số bán lẻ hàng hóa tăng 31,9% và dịch vụ tăng 238,8% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nếu so với tháng trước, doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ chỉ tăng 0,6%, trong đó lĩnh vực hàng hóa tăng 0,8% và doanh số bán lẻ dịch vụ không đổi. Điều này cho thấy đà phục hồi của các lĩnh vực dịch vụ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi Covid-19 đã chững lại khi mùa hè kết thúc. Với đà phục hồi hiện tại, lĩnh vực bán lẻ hàng hóa và dịch vụ có thể ghi nhận mức tăng hơn 58,0% so với cùng kỳ trong quý 3, cao hơn đáng kể so với mức tăng 19,5% trong quý 2. Lĩnh vực bán lẻ, dịch vụ lưu trú ăn uống, vận tải kho bãi, vui chơi giải trí vốn chiếm khoảng 40% GDP. Trong khi lĩnh vực công nghiệp diễn biến sát với kỳ vọng, mức bật tăng cao trong quý 3 của các nhóm ngành dịch vụ kể trên có thể là catalyst thúc đẩy GDP quý 3 tăng cao hơn mức dự phóng 10,4% của chúng tôi. Bên cạnh sự lạc quan đối với diễn biến phục hồi của lĩnh vực bán lẻ và dịch vụ, chúng tôi nhận thấy giá dầu bình quân từ đầu quý 3 đến nay chỉ ở mức 100\$/thùng, thấp hơn đáng kể so với giá định 120\$/thùng đối với kịch bản lạm phát mà chúng tôi đưa ra trước đó. Lạm phát tháng 8 đã hạ nhiệt nhờ giá xăng dầu giảm, tuy nhiên vì các nhóm hàng khác vẫn đang trong xu hướng tăng nên lạm phát chung chỉ giảm một chút so với tháng trước, từ mức 3,1% còn 2,9%. Trong khi đó, lạm phát lõi đang tăng tốc, từ mức tăng 2,6% trong tháng 7 lên 3,1% trong tháng 8. Việc giá dầu chững lại đà tăng sẽ phần nào bù đắp cho sự tăng giá của các mặt hàng còn lại, điểm tích cực là lạm phát bình quân cả năm nay có thể sẽ chỉ tiệm cận mà không vượt quá mức mục tiêu 4% mà Chính phủ đã đề ra.

**Hình 9: Tăng trưởng lĩnh vực bán lẻ**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

**Hình 10: Lạm phát theo cấu phần**



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

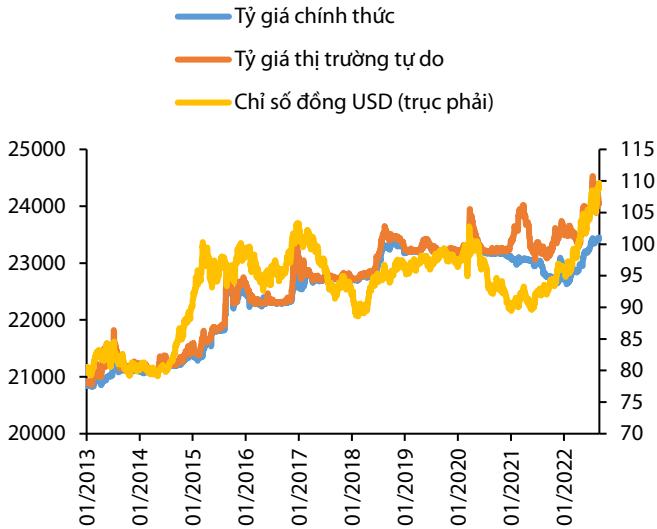
### Tỷ giá tiếp tục chịu sức ép

Trong tháng 8, tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng đã tăng xấp xỉ 0,5% lên 23.451 (ngày 31/8), cao hơn một chút so với mức đỉnh thiết lập vào ngày 20/7. Diễn biến này gắn liền với việc chỉ số đồng USD tiếp tục tăng thêm 2,6% và đồng NDT mất giá ghi nhận mức giá mạnh 2,2% trong tháng. Trong tháng qua, việc điều tiết cung tiền qua thị trường mở tiếp tục được NHNN sử dụng nhằm giảm bớt áp lực lên tỷ giá. Đến cuối tháng, lãi suất cho vay qua đêm đối với tiền đồng đã được kéo lên trên 4% và chênh lệch lãi suất VND và USD ở mức 2 điểm %, đổi lại chi phí ổn định tỷ giá cũng gia tăng, lãi suất phát hành tín phiếu NHNN kỳ hạn 14 ngày tăng từ mức 2,6%/năm vào đầu tháng lên 4,0%/năm. Đồng thời, NHNN cũng đã bán một lượng ngoại tệ tương đối lớn trong tháng 8, cho thấy nhu cầu USD trong hệ thống vẫn cao dù xuất siêu tăng.

Như chúng tôi có đề cập trong phần Triển vọng vĩ mô của Báo cáo triển vọng ngành 6 tháng cuối năm 2022 phát hành giữa tháng 8/2022, sức bền của các yếu tố bên trong giúp hỗ trợ ổn định tỷ giá sẽ bị thử thách trong những tháng cuối năm. Mặc dù kỳ vọng của chúng tôi là kỳ tăng lãi suất của Fed trong cuộc họp tháng 9/2022 sẽ là phép thử quan trọng nhưng những thông điệp Fed đưa ra trong Hội nghị Jackson Hole diễn ra vào cuối tháng 8 khiến thị trường đẩy cao kỳ vọng về mức tăng lãi suất 75 điểm cơ bản của Fed trước thêm cuộc họp tháng 9. Xác suất nâng lãi suất 75 điểm cơ bản tăng từ 64% trước khi Hội nghị Jackson Hole diễn ra lên 75% sau đó. Tuy nhiên, điều thú vị là sau khi dữ liệu việc làm tháng 8 của Mỹ được công bố với tỷ lệ thất nghiệp tăng, số việc làm mới giảm dù lạm phát tiền lương vẫn duy trì ở mức cao thì xác suất nâng lãi suất 75 điểm cơ bản giảm chỉ còn 58%.

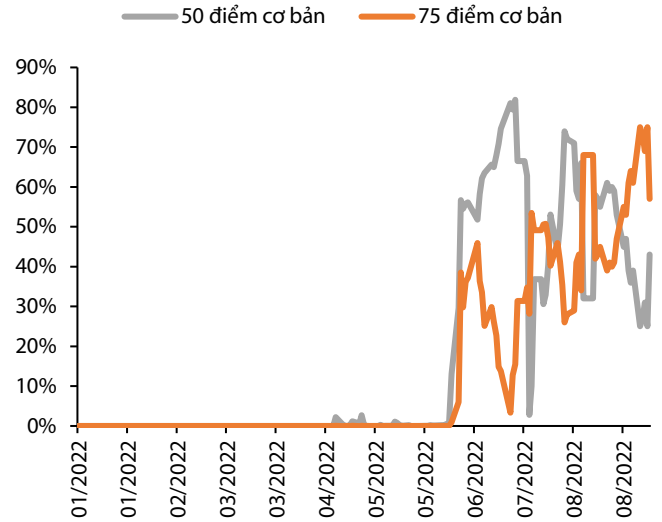
Từ nay đến ngày 21/9, số liệu lạm phát tháng 8 (công bố ngày 13/9) sẽ ảnh hưởng đến triển vọng nâng lãi suất của Fed. Lạm phát tháng 8 nhiều khả năng sẽ diễn biến phù hợp với kỳ vọng, tức giảm nhẹ so với mức tăng 8,5% của tháng 7. Nếu nhìn xa hơn việc đoán định sự kiện trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng kịch bản nâng lãi suất từ nay đến cuối năm khoảng 125 điểm cơ bản là phù hợp, biến động nằm ở trong tốc độ các bước tăng, hoặc là (75-25-25) điểm cơ bản hoặc là (50-50-25) điểm cơ bản. Do đó, chúng tôi kỳ vọng áp lực lên tỷ giá sẽ giảm bớt sau kỳ họp tháng 9 nếu không có yếu tố bất ngờ từ lạm phát.

**Hình 11: Diễn biến tỷ giá**



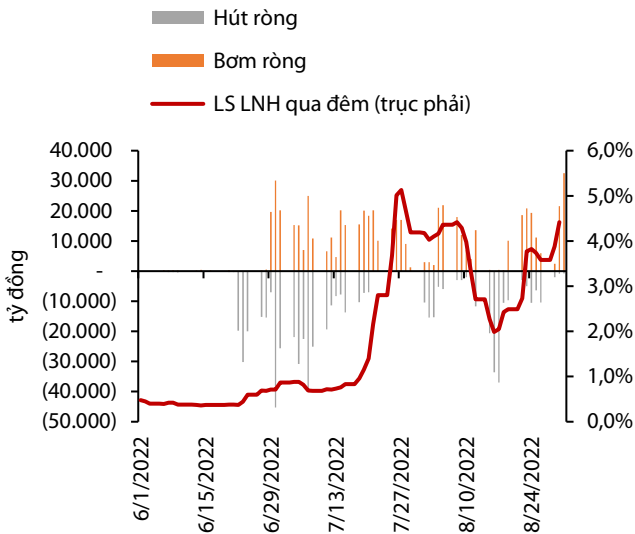
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Xác suất nâng lãi suất của Fed trong cuộc họp tháng 9/2022**



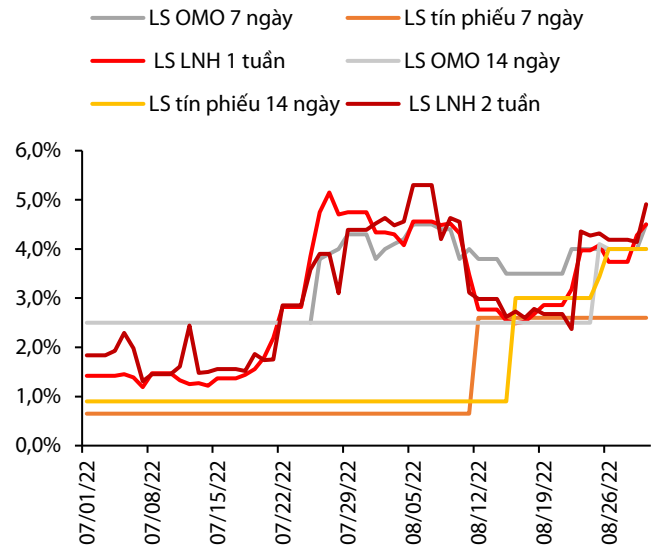
Nguồn: CME Fed Watch, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Diễn biến bơm/hút ròng của NHNN qua thị trường mở và lãi suất liên ngân hàng**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

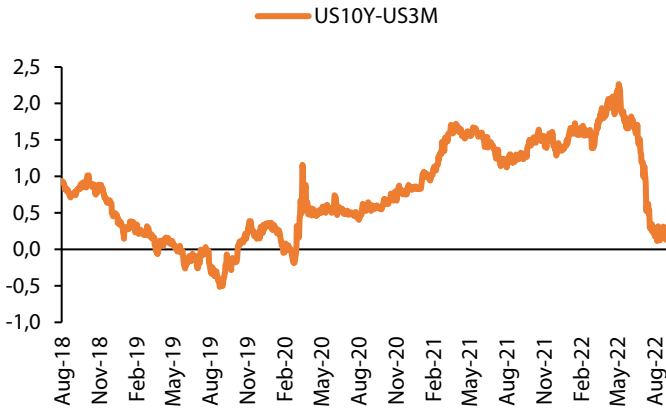
**Hình 14: Diễn biến lãi suất trên thị trường mở**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

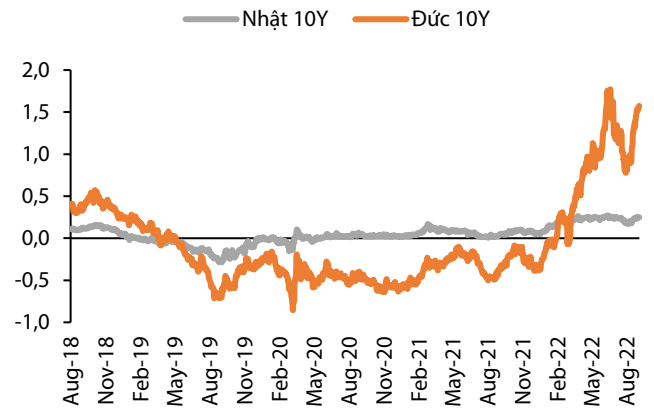
# CHỈ SỐ VĨ MÔ THẾ GIỚI THÁNG 8

## Chênh lệch lợi tức TPCP Mỹ (%/năm)



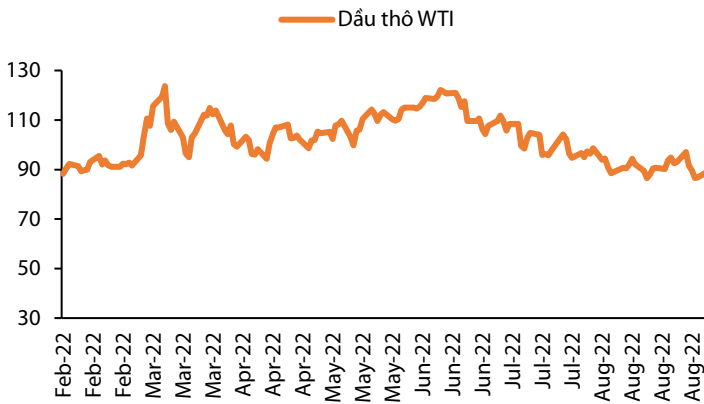
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Lợi tức TPCP Đức và Nhật (%/năm)



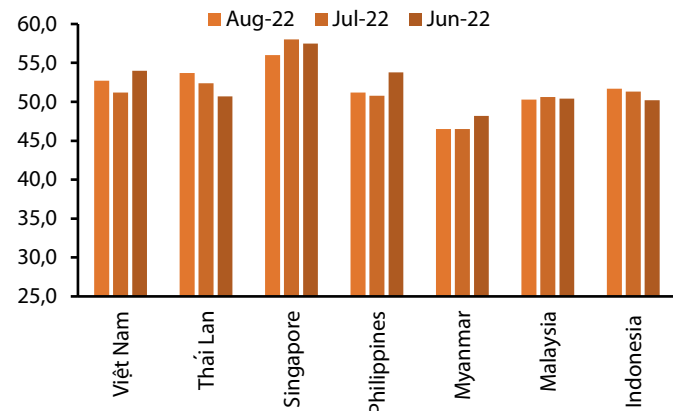
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Giá dầu WTI (USD/thùng)



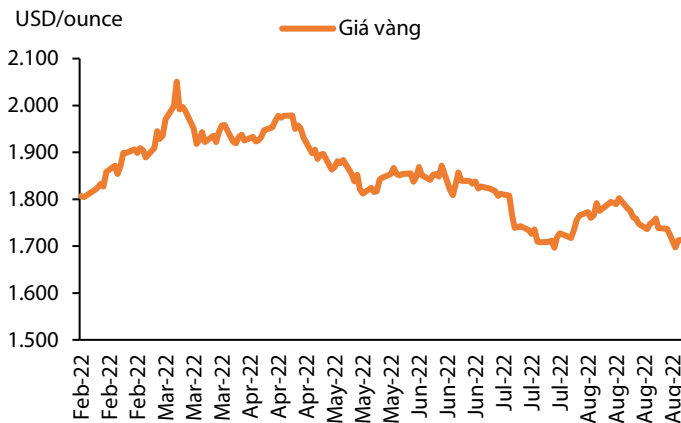
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## PMI tại ASEAN (Điểm)



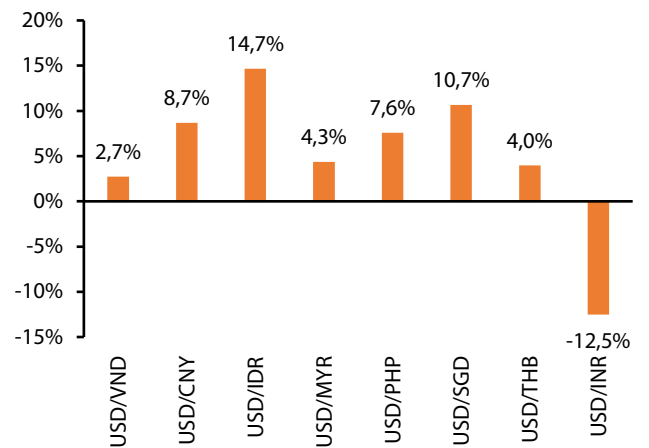
Nguồn: Markit Economics, CTCK Rồng Việt

## Diễn biến giá vàng



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

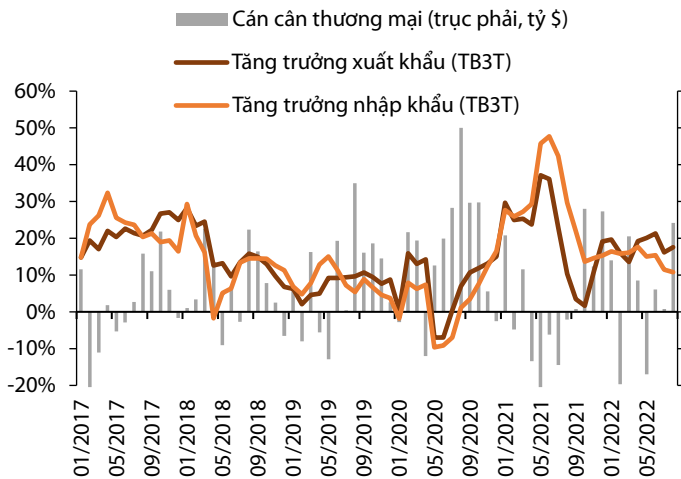
## Diễn biến tỷ giá (% YTD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

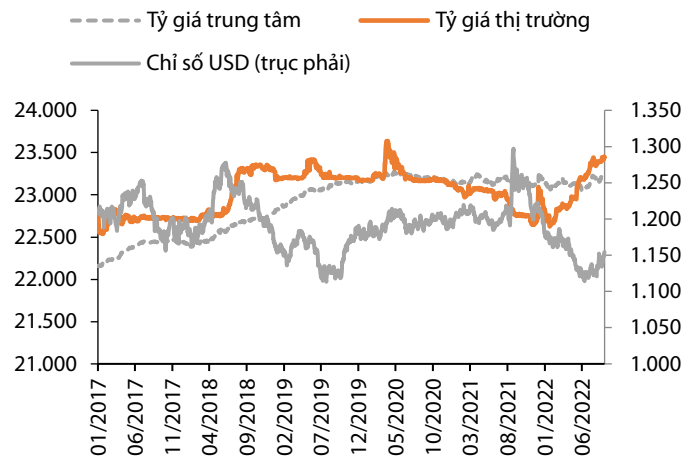
# CHỈ SỐ VĨ MÔ VIỆT NAM THÁNG 08/2022

## Cán cân thương mại (Tỷ USD)



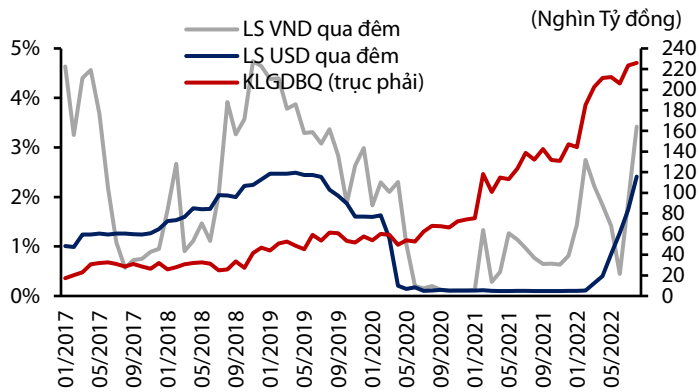
Nguồn: TCHQ, CTCK Rồng Việt

## Diễn biến tỷ giá tiền Đồng



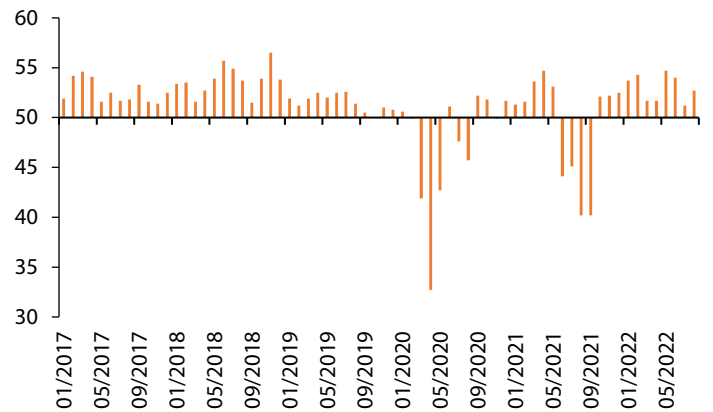
Nguồn: NHNN, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)



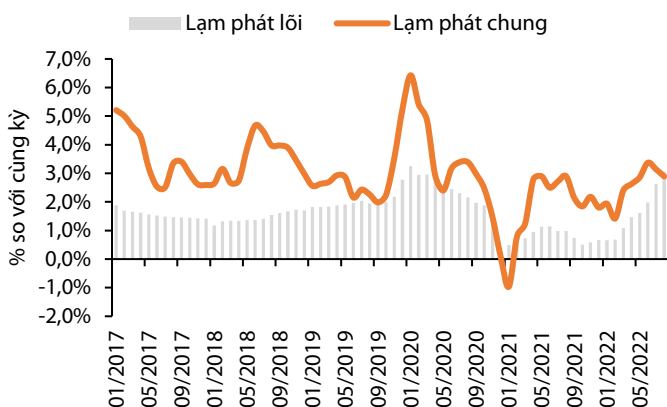
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

## Chỉ số PMI của Việt Nam



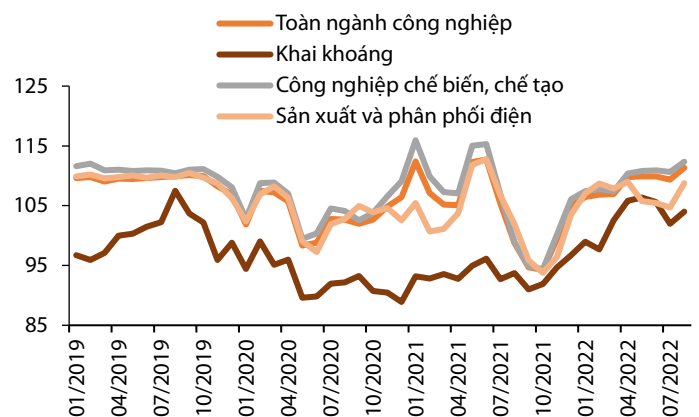
Nguồn: IHS Markit, CTCK Rồng Việt

## Lạm phát của Việt Nam



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

## Chỉ số sản xuất công nghiệp bình quân 3 tháng



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

**Trần Hà Xuân Vũ**  
**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng**  
**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An**  
**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Trần Kỳ Anh**  
**Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

**Nguyễn Hồng Loan**  
**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thành**  
**Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà**  
**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Lê Tự Quốc Hưng**  
**Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Bernard Lapointe**  
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Hà My**  
**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Cao Ngọc Quân**  
**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin

**Trần Ngọc Thảo Trang**  
**Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1522)

**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**  
 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
 P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh  
 ☎ +84 28 6299 2006  
 ☎ +84 28 6299 7986  
 ✉ info@vdsc.com.vn  
 🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**  
 Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
 số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội  
 ☎ +84 24 6288 2006  
 ☎ +84 24 6288 2008  
 ✉ info@vdsc.com.vn  
 🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**  
 Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
 TP. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa  
 ☎ +84 258 3820 006  
 ☎ +84 258 3820 008  
 ✉ info@vdsc.com.vn  
 🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**  
 95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An,  
 Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ  
 ☎ +84 292 381 7578  
 ☎ +84 292 381 8387  
 ✉ info@vdsc.com.vn  
 🌐 www.vdsc.com.vn

Hà Nội  
 TP. Hồ Chí Minh  
 Nha Trang  
 Cần Thơ  
 Hoàng Sa  
 Trường Sa

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2022.**