



Trung tâm
phân tích DSC

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2024

Tìm điểm cân bằng

28/12/2023

Trung tâm
phân tích DSC

MỤC LỤC

- 01** Tổng quan
- 02** Tác động chính sách
- 06** Thị trường vốn
- 09** Tác động quốc tế
- 14** Đánh giá chu kì

Tổng Quan / Tóm tắt báo cáo

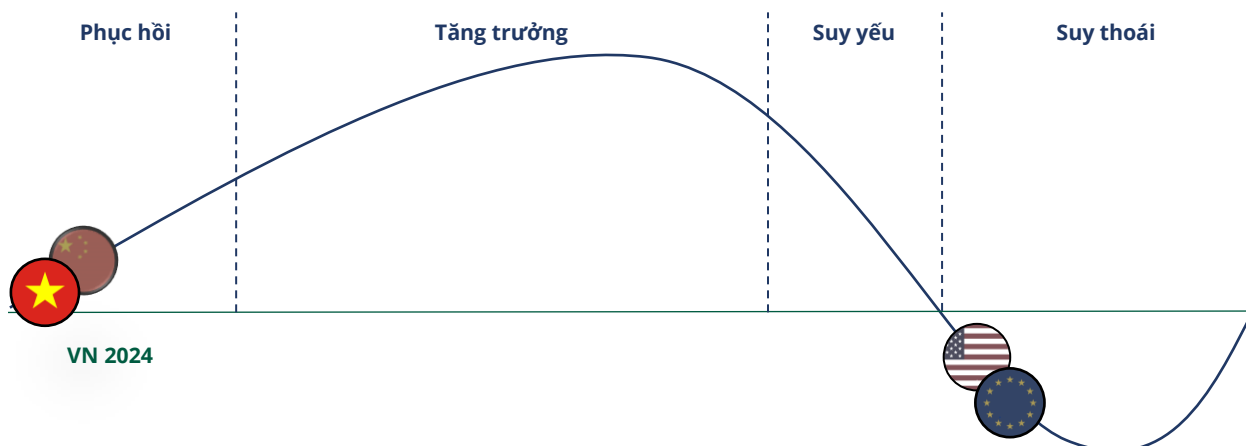
Bảng đánh giá các yếu tố vĩ mô

Tác động chính sách	Thị trường vốn	Tác động quốc tế
Rất tích cực: (++)	Tiêu cực: (-)	Tích cực: (+)
Chính sách tài khóa: Đầu tư công, cắt giảm thu thuế, v.v. ủng hộ.	Nợ xấu ngân hàng tăng cao. Bộ đệm dự phòng suy yếu có thể khiến ngân hàng khó khăn hơn trong giải ngân.	Giá năng lượng bình ổn. Rủi ro lạm phát đã phai nhạt.
Chính sách tiền tệ nới lỏng. Các biện pháp hỗ trợ (giãn, hoãn nợ) được ban hành. Lãi vay trên xu hướng giảm.	Sự hồi phục của thị trường BĐS là yếu tố quan trọng để cải thiện tình trạng nợ xấu.	FED được dự kiến sẽ bắt đầu giảm lãi suất từ T3/2024. Rủi ro NHNN phải thắt chặt tiền tệ trở lại rất thấp.
Luật kinh doanh Bất động sản & nhà ở sửa đổi hướng tới chặt chẽ, minh bạch thị trường.	Nhà đầu tư cần thời gian để khôi phục niềm tin về các kênh chứng khoán và TPDN.	Các quốc gia rất cẩn thận trước rủi ro suy thoái, rủi ro hệ thống giảm thiểu.
		Tăng trưởng GDP thế giới năm 2024 được dự ở mức thấp. Kim ngạch xuất nhập khẩu chưa thể hồi phục mạnh.
		Việt Nam được hưởng lợi dài hạn từ FDI do xu hướng Trung Quốc + 1.
Kết luận: Các chính sách đang hỗ trợ hết mức.	Kết luận: Huy động vốn năm 2024 có thể khó khăn hơn.	Kết luận: Rủi ro hệ thống đã giảm. Tuy nhiên, chưa thể hồi phục nhanh.

Đánh giá chu kỳ năm 2024

Chu kỳ Kinh tế	Chu kỳ nợ xấu	Chu kỳ Bất động sản
Tích cực: (+)	Tiêu cực: (-)	Tiêu cực: (-)

Chu kỳ kinh tế năm 2024



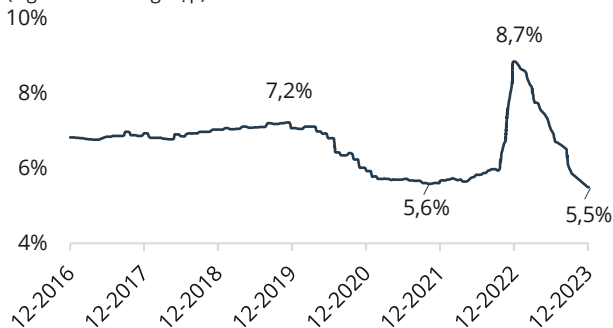
Tác động chính sách: Chính sách tiền tệ

"Chính sách tiền tệ Việt Nam đang được nới lỏng hết mức để hỗ trợ sự phục hồi của nền kinh tế..."

Việt Nam: Lãi suất huy động chạm đáy, thanh khoản thị trường liên ngân hàng tốt

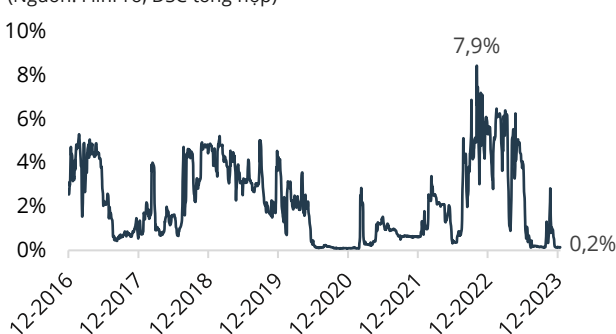
Biểu đồ 1: Lãi suất tiền gửi 12 tháng (TB) các NHTM

(Nguồn: DSC tổng hợp)



Biểu đồ 2: Lãi suất liên ngân hàng qua đêm

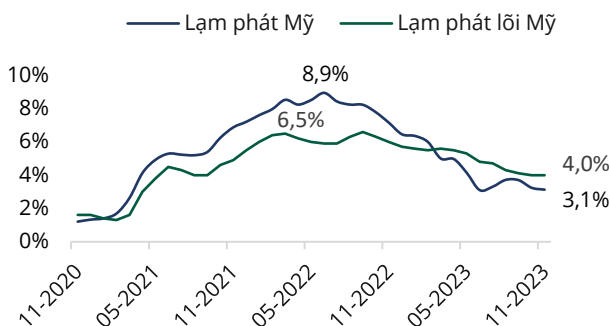
(Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp)



Mỹ: Lạm phát giảm mạnh, FED được kỳ vọng giảm lãi suất 1.5% trong năm 2024

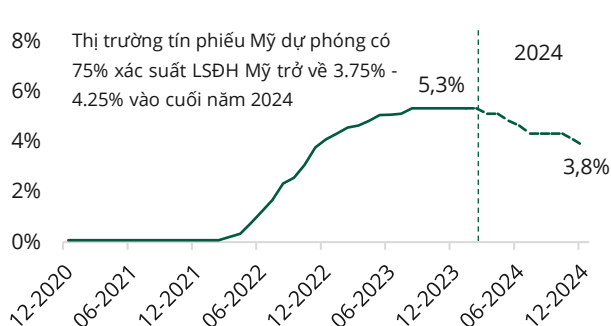
Biểu đồ 3: Lạm phát Mỹ giai đoạn 2020 - 2023

(Nguồn: FRED, DSC tổng hợp)



Biểu đồ 4: Dự phóng LSDH Mỹ giảm 1,5% năm 2024

(Nguồn: CME, DSC tổng hợp)



Kể từ sau Q1/2023, ngân hàng nhà nước (NHNN) đã liên tục đưa ra các chính sách nới lỏng tiền tệ. Cụ thể, NHNN đã đưa lãi suất chiết khấu về mức 3%, lãi suất tái cấp vốn về mức 4.5%, đồng thời cũng yêu cầu các ngân hàng thương mại (NHTM) hạ mức lãi suất tiền gửi ngắn hạn tối đa.

Các nỗ lực nới lỏng tiền tệ phần nào đã phát huy tác dụng. Tính đến đầu T12/2023, lãi suất tiền gửi 12 tháng trung bình các NHTM đã giảm về mức thấp lịch sử 5.5% (thấp hơn cả giai đoạn COVID). Thanh khoản hệ thống liên ngân hàng cũng cải thiện rõ rệt với lãi suất liên ngân hàng qua đêm về gần với mức 0%. **Với chi phí vốn chạm đáy, các NHTM đã có thêm nhiều dư địa để giảm lãi suất cho vay, hỗ trợ phục hồi kinh tế.**

Trong năm 2023, nhiều nhà phân tích lo ngại rằng việc chính sách tiền tệ Việt Nam đi ngược pha so với thế giới sẽ dẫn đến hệ quả trượt tỷ giá & từ đó kéo theo bùng nổ lạm phát. Tuy nhiên, thực tế đã cho thấy lạm phát Mỹ cải thiện rất tốt trong năm 2023. Giá dầu thô BRENT hiện cũng đã giảm về chỉ còn \$78/thùng mặc cho việc khối OPEC+ liên tục cắt giảm sản lượng. FED từ đó cũng được kỳ vọng sẽ bắt đầu giảm lãi suất từ cuối T3/2024. Cụ thể hơn, dữ liệu từ thị trường tín phiếu Mỹ (CME tổng hợp) dự phóng FED sẽ cắt giảm lãi suất 6 lần (tổng cắt giảm 1,5%) trong năm 2024.

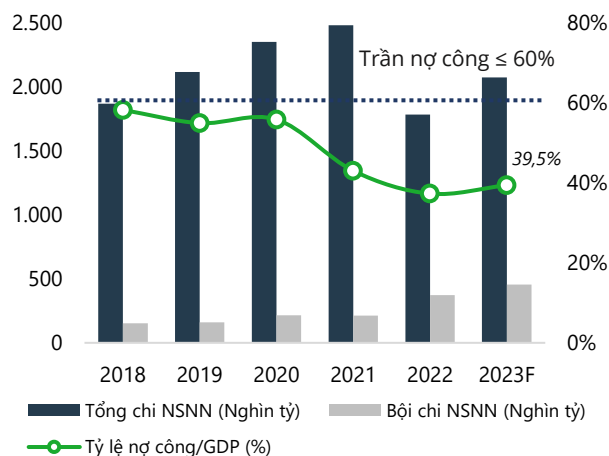
Với mối lo lạm phát nhạt dần & khả năng FED cắt giảm lãi suất từ cuối Q1/2024, DSC đánh giá rủi ro NHNN phải thắt chặt tiền tệ trở lại để bảo vệ tỷ giá là rất nhỏ.

Tác động chính sách: Chính sách tài khóa

"Các chính sách tài khóa (đầu tư công, cắt giảm thuế) sẽ đóng vai trò mạnh mẽ hơn trong giai đoạn 2024-2025..."

Chính sách tài khóa còn nhiều dư địa

Biểu đồ 5: Tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam vẫn đang ở mức an toàn và đang có xu hướng giảm

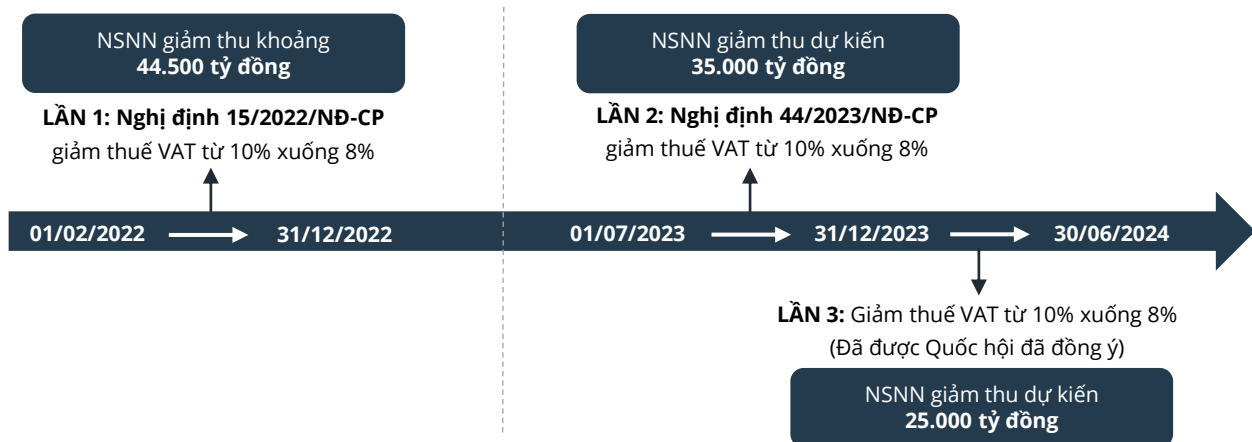


(Nguồn: Bộ Tài chính, FiinProX, DSC tổng hợp)

Theo Bộ tài chính, **nợ công tính đến cuối năm nay ước tính khoảng 4 triệu tỷ đồng, tương đương với khoảng 39-40% GDP**, tăng nhẹ so với mức 37,4% vào năm 2022 tuy nhiên đã giảm mạnh từ mức 58,3% vào năm 2018. **Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam vẫn đang ở mức an toàn** nếu so với mức trần nợ công là 60% GDP mà Quốc hội đã đề ra, hay so sánh với 1 số các quốc gia trong khu vực như Philippines (57%), Thái Lan (61%) hoặc Malaysia (67%), từ đó cho thấy dư địa tài khóa còn rất dồi dào để thực hiện linh hoạt các chính sách tài khóa nhằm dẫn dắt và tạo động lực cho nền kinh tế trong thời gian tới.

Đối với thu NSNN, trong giai đoạn từ năm 2021 – Q3/2023, **ước tính tổng số tiền miễn giảm, giãn các loại thuế phí được Chính phủ hỗ trợ đã đạt khoảng 530.000 tỷ đồng**. Trong đó, việc giảm VAT được đánh giá là có tác động thiết thực và đa chiều đến nền kinh tế, được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì hiệu quả kích cầu nội địa trong lần giảm thứ 3 dự kiến diễn ra trong 6 tháng đầu năm 2024 tới đây.

Biểu đồ 6: Các đợt giảm thuế VAT của Chính phủ



(Nguồn: baohinhphu.vn, thuvienphapluat, DSC tổng hợp)

➤ Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu phục hồi chậm, xuất nhập khẩu suy giảm và chính sách tiền tệ không còn nhiều dư địa buộc Việt Nam phải đẩy mạnh triển khai các chính sách tài khóa nhằm thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nội địa và tăng trưởng kinh tế.

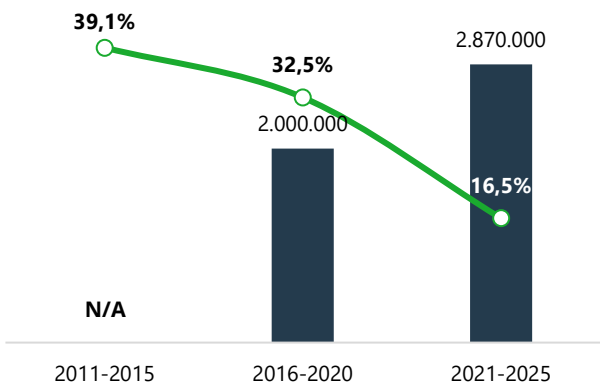
Tác động chính sách: Chính sách tài khóa

"Kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt, thúc đẩy nền kinh tế trong năm 2024..."

Đầu tư công là trọng tâm chính trong chính sách tài khóa của Chính phủ

Biểu đồ 7: Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025

(Nguồn: Bộ Tài chính, FiinPro, DSC tổng hợp)



■ Vốn kế hoạch từ nguồn ngân sách nhà nước (Tỷ Đồng)
—○— Tỷ trọng vốn đầu tư công/Tổng vốn đầu tư toàn xã hội (%)

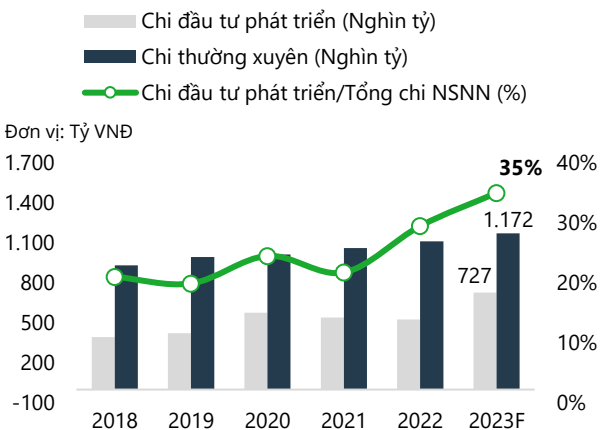
Chúng tôi cũng cho rằng năm 2024 và 2025 sẽ đóng vai trò quan trọng và mang tính quyết định đối với kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025 của Chính phủ bởi đây là thời điểm nhiều dự án quan trọng như đoạn tuyến thành phần cao tốc Bắc-Nam hay vành đai 4 TP.HCM sẽ về đích.

Tính tới T9/2023, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công lũy kế đã đạt 59% tổng kế hoạch trung hạn 2021-2025. Mặc dù đây là kết quả khá tích cực, tuy nhiên áp lực giải ngân trong 2 năm tới vẫn là rất lớn và vẫn còn nhiều dự địa để Chính phủ tiếp điều hành chính sách tài khóa linh hoạt.

Điểm đáng chú ý là **tỷ trọng vốn đầu tư công/Tổng vốn đầu tư toàn xã hội** trong giai đoạn 2021-2025 này giảm đáng kể, **chỉ còn chiếm 16,5%**. Đây là tín hiệu tích cực bởi nó cho thấy, mặc dù khu vực kinh tế nhà nước vẫn đóng vai trò định hướng, dẫn dắt, nhưng đã mang tính chất là “vốn môi” nhiều hơn thay vì là nguồn vốn chủ đạo do chỉ chiếm 1 phần nhỏ trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội, từ đó kích thích và huy động lượng vốn đầu tư lớn hơn từ khu vực kinh tế ngoài nhà nước.

Biểu đồ 8: Vốn chi ngân sách nhà nước

(Nguồn: Bộ Tài chính, FiinPro, DSC tổng hợp)

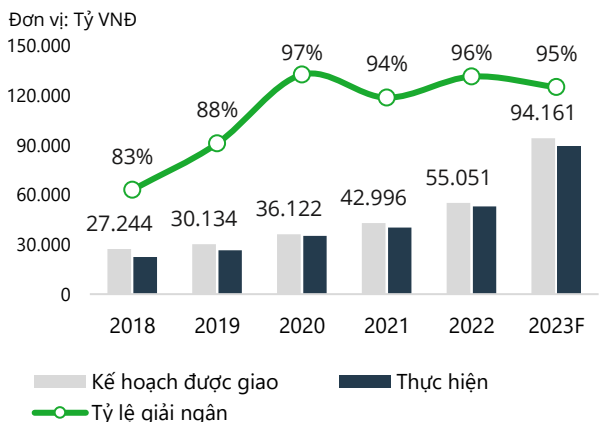


Xét riêng trong năm 2023, cơ cấu chi NSNN đã được Chính phủ ưu tiên dành nguồn lực cho chi đầu tư phát triển với số vốn lên tới 727.000 tỷ (+38% YoY), chiếm khoảng 35% tổng chi NSNN và là tỷ lệ lớn nhất từ trước đến giờ. Điều này cho thấy định hướng đẩy mạnh công tác đầu tư công ngay từ đầu năm của Chính phủ.

Về tiến độ giải ngân vốn, tính tới cuối T11/2023, tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công tại Việt Nam là giải ngân 11 tháng của cả nước khoảng 461 nghìn tỷ đồng, đạt 65,1%, cao hơn cùng kỳ (58,33%) và số tuyệt đối cao hơn gần 123 nghìn tỷ đồng. Trong đó, Bộ GTVT là điểm sáng với số vốn giải ngân đạt 71.000 tỷ đồng (đạt 76% kế hoạch). DSC tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân trong năm nay của Bộ sẽ đạt 95% kế hoạch.

Biểu đồ 9: Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công Bộ GTVT

(Nguồn: Bộ GTVT, DSC tổng hợp)



Tác động chính sách: Luật bất động sản

"Luật kinh doanh bất động sản & luật nhà ở sửa đổi sẽ khắt khe và chặt chẽ hơn với hoạt động kinh doanh doanh nghiệp"

Bảng 1: Dự thảo 1 số luật quan trọng liên quan tới ngành Bất động sản

(Nguồn: DSC tổng hợp)

Luật	Có hiệu lực	Nội dung	Chi tiết	Tác động
Luật Nhà ở	1/1/2025	Chung cư mini	Xây chung cư mini phải đáp ứng điều kiện làm chủ đầu tư, yêu cầu về xây dựng do Bộ Xây dựng ban hành. Căn hộ đủ điều kiện được cấp sổ hồng.	Siết chặt các điều kiện kinh doanh chung cư mini
		Thời hạn sở hữu chung cư	Khi nhà chung cư hết thời hạn sử dụng hoặc xuống cấp cần phá dỡ, thì giá trị nhà ở không còn nhưng giá trị quyền sử dụng đất ở ổn định lâu dài vẫn còn.	Xác định rõ quyền lợi của người sở hữu chung cư đối với quyền sử dụng đất
		Nhà ở xã hội	<ul style="list-style-type: none"> Chủ đầu tư dự án nhà ở thương mại phải dành một phần đất dự án cho NOXH hoặc bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác ngoài dự án hoặc đóng phí tương đương giá trị quỹ đất có hạ tầng kỹ thuật để xây dựng NOXH. Chủ đầu tư được miễn TSDĐ, tiền thuê đất, không phải thực hiện thủ tục liên quan 	Xác định rõ quyền lợi và tăng thêm lựa chọn linh hoạt hơn về nghĩa vụ cho chủ đầu tư
Luật Kinh doanh Bất động sản	1/1/2025	Người Việt Nam định cư ở nước ngoài	Người Việt Nam định cư ở nước ngoài là công dân Việt Nam có tất cả quyền kinh doanh, mua, thuê BĐS như công dân Việt Nam ở trong nước.	Thúc đẩy thêm đối tượng vào thị trường
		BĐS hình thành tương lai	Chủ đầu tư chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, thuê BĐS từ khách hàng khi dự án đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh.	Siết chặt vấn đề thu tiền trước từ khách hàng bởi các chủ đầu tư
		Phân lô, bán nền	<ul style="list-style-type: none"> Chỉ được cho phép phân lô, bán nền tại khu vực xã, thị trấn và đô thị loại IV trở xuống, còn lại về cơ bản sẽ không được phân lô, bán nền. Chủ đầu tư trước khi phân lô, bán nền phải hoàn thành nghĩa vụ tài chính về đất đai. 	Thắt chặt loại hình kinh doanh đất nền
Dự thảo Luật Đất đai	Dự kiến 1/1/2025	Định giá đất	Xác định phương pháp định giá đất mới sát hơn với giá thị trường, bao gồm 4 phương pháp: so sánh, thặng dư, thu nhập, hệ số	Làm hài hòa quyền lợi của các chủ thể bao gồm chủ đầu tư và người dân
		Giao dịch	Chủ đầu tư kinh doanh bất động sản buộc phải thanh toán qua ngân hàng	Kiểm soát dòng tiền giao dịch bất động sản của doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

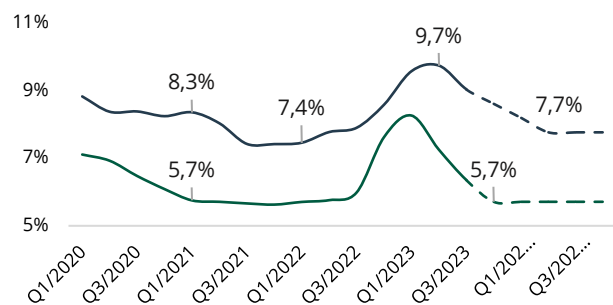
Thị trường vốn: **Nợ xấu**

"Lãi vay giảm giúp cải thiện sức khỏe tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, tình trạng nợ xấu vẫn còn căng thẳng"

Lãi vay thường đi sau lãi tiền gửi 6 tháng: Dự phóng lãi vay giảm trong 2024

Biểu đồ 10: Lãi suất cho vay trung bình các NHTM

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)

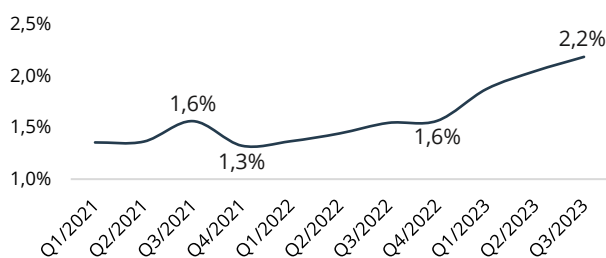


Với chi phí vốn của các NHTM đã giảm mạnh, lãi suất cho vay trung bình các NHTM cũng đã quay đầu giảm từ sau Q2/2023. **Lãi suất cho vay giảm sẽ là yếu tố tích cực, hỗ trợ giảm tải áp lực tài chính lên các doanh nghiệp** đang khó khăn trong thời điểm suy thoái kinh tế hiện tại.

Tình trạng nợ xấu vẫn còn căng thẳng: dòng tiền đổ mạnh về kênh tiền gửi

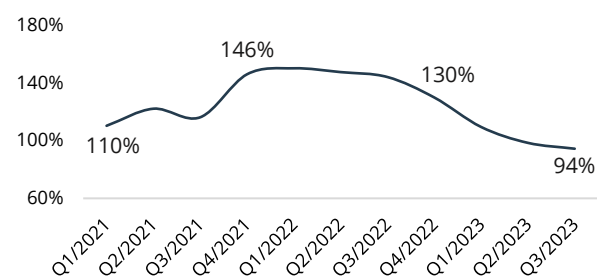
Biểu đồ 11: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) các NH niêm yết

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)



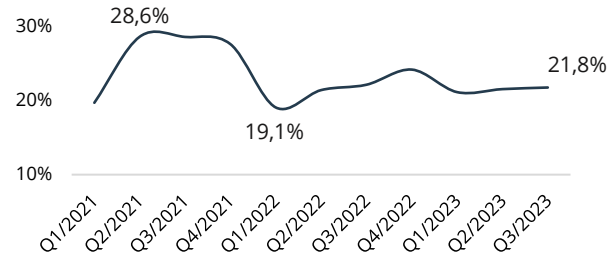
Biểu đồ 12: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu các NH niêm yết

(Nguồn: BCTC các NH niêm yết, DSC tổng hợp)



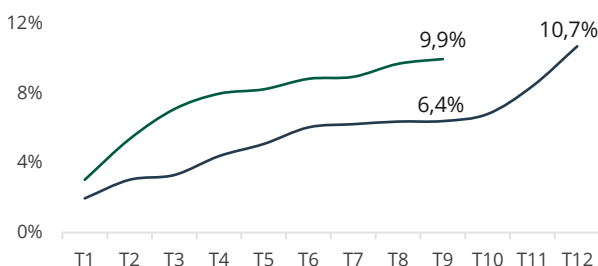
Biểu đồ 13: Tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro/tổng thu hoạt động các NHTM

(Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp)



Biểu đồ 14: Tăng trưởng tiền gửi (YoY) năm 2022 - 2023

(Nguồn: (FiinPro, DSC tổng hợp)



Tuy lãi vay giảm là yếu tố tích cực, hỗ trợ các doanh nghiệp giảm áp lực tài chính, tình hình nợ xấu của nhóm ngân hàng vẫn chưa có sự cải thiện đáng kể. Đáng chú ý, nợ xấu tăng mạnh trong bối cảnh các chính sách hỗ trợ như giãn nợ tín dụng, nợ TPĐN đã được ban hành. **Tuy nhiên, các chính sách trên chỉ giúp doanh nghiệp kéo dài thời gian chứ không giải quyết dứt điểm vấn đề.**

Trong năm 2024, DSC đánh giá tình trạng nợ xấu có thể sẽ căng thẳng hơn do thị trường BĐS vẫn còn ảm đạm và thông tư giãn nợ hết hạn. Cụ thể, thị trường BĐS xấu sẽ kéo nợ xấu của nhóm BĐS (nhóm chiếm 21% tổng tín dụng hệ thống) tăng cao. Quan trọng hơn, thị trường BĐS ảm đạm làm suy yếu chất lượng tài sản đảm bảo của ngân hàng (70% tài sản đảm bảo của hệ thống NH là BĐS) & bộ đệm dự phòng thấp sẽ khiến NH gặp khó khăn trong xử lý nợ xấu. Thông tư 02/2023/TT-NHNN cho phép giãn nợ cũng sẽ hết hạn vào T6/2023. Do đó, DSC đánh giá tình hình nợ xấu có khả năng sẽ xấu đi trong năm 2024.

Trong trường hợp nợ xấu tăng cao, **DSC kỳ vọng thông tư giãn, hoãn nợ tín dụng sẽ tiếp tục được gia hạn** để đảm bảo tính an toàn của hệ thống.



Thị trường vốn: **Mảng trái phiếu**

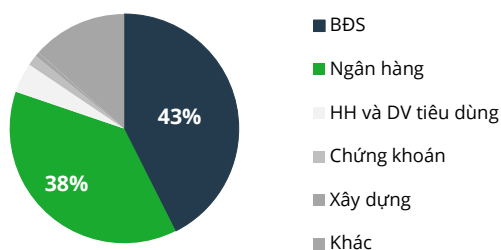
"Thông tư giãn nợ hỗ trợ tốt cho thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, rủi ro chỉ được đẩy lùi chứ không được triệt tiêu..."

Ngân hàng và Bất động sản vẫn chiếm phần lớn trái phiếu phát hành mới

Giai đoạn đầu năm 2023 chứng kiến sự ảm đạm của thị trường TPDN trong bối cảnh niềm tin của các nhà đầu tư cá nhân vẫn còn khá yếu. Sau khi Nghị định 08 được ban hành, hoạt động phát hành phục hồi tương đối mạnh trong T3/2023. Tuy nhiên nhìn chung nửa đầu năm các đợt phát hành vẫn khá thưa thớt.

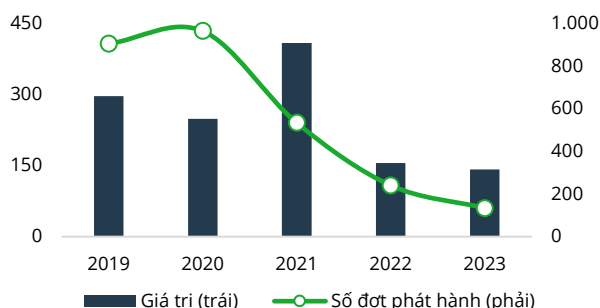
Cơ cấu phát hành trái phiếu năm 2023 tiếp tục tập trung vào 2 nhóm Ngân hàng và BĐS. Với nhóm ngân hàng, các ngân hàng đã đẩy mạnh phát hành trái phiếu để tăng huy động dài hạn do tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn đã được sửa đổi giảm từ 34% xuống chỉ còn 30%. Với nhóm BĐS, do nguồn cung mới và tỷ lệ hấp thụ BĐS 2023 đã giảm sâu so với 2022, DSC đánh giá các doanh nghiệp BĐS phát hành trái phiếu trong thời gian này chủ yếu với mục đích tái cấu trúc và giãn thời gian trả nợ.

Biểu đồ 15: Cơ cấu phát hành TPDN theo ngành năm 2023
(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp)



Thị trường TPDN chưa thể hồi phục

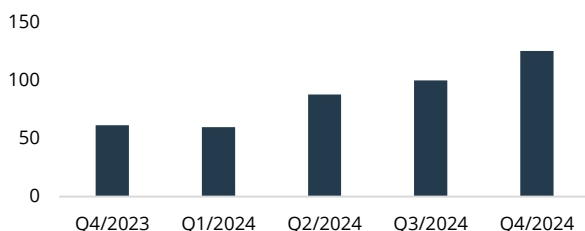
Biểu đồ 16: Phát hành TPDN giai đoạn 2019 - 2023
(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp) | Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ



Mặc dù có những tín hiệu cải thiện, **phát hành TPDN vẫn chưa thể phục hồi trở lại mức trước năm 2021** do còn nhiều tổ chức phát hành vẫn gặp khó khăn về kinh doanh và dòng tiền khiến cho niềm tin của các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân vẫn còn khá dè dặt với thị trường.

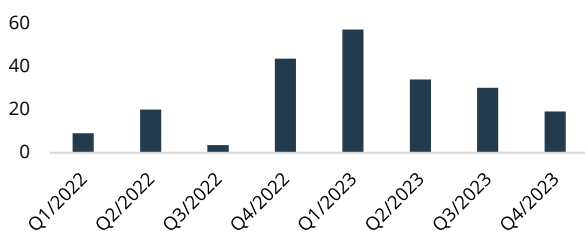
Nghị định 08: Nỗ lực gỡ điểm nghẽn

Biểu đồ 17: TPDN đáo hạn 2023 - 2024 (nghìn tỷ)
(Nguồn: HNX, DSC tổng hợp)



T3/2023, Chính phủ đã thông qua Nghị định 08 để giúp các TCPH có thêm thời gian giải quyết vấn đề trả nợ. Theo đó, TCPH có thể đàm phán với các trái chủ để gia hạn nợ, hoán đổi tài sản hay thanh lý tài sản thế chấp. Cho đến hết Q3/2023, đã có 81% TCPH chọn phương án gia hạn trái phiếu, trong đó hơn 60% thực hiện gia hạn trái phiếu thêm 2 năm, ngang mức tối đa. Vì vậy, khối lượng TPDN đáo hạn trong 2023 là không quá lớn. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc **áp lực đáo hạn sẽ gia tăng trong 2024**, trong đó riêng nhóm BĐS sẽ có tới 120.000 tỷ trái phiếu đáo hạn trong năm 2024, mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.

Biểu đồ 18: Giá trị trái phiếu chậm trả 2023 - 2024
(Nguồn: HNX, DSC tổng hợp)



Giá trị trái phiếu chậm trả gốc/lãi đạt đỉnh trong Q1/2023 và giảm dần trong các quý tiếp theo do các doanh nghiệp đã thực hiện gia hạn trái phiếu. Chúng tôi cho rằng với việc môi trường kinh doanh được cải thiện và các doanh nghiệp có thêm thời gian cơ cấu lại dòng tiền, khả năng thanh toán nợ sẽ được cải thiện trong năm 2024 và **giá trị trái phiếu chậm trả sẽ diễn biến tương tự/tăng chậm so với 2023.**

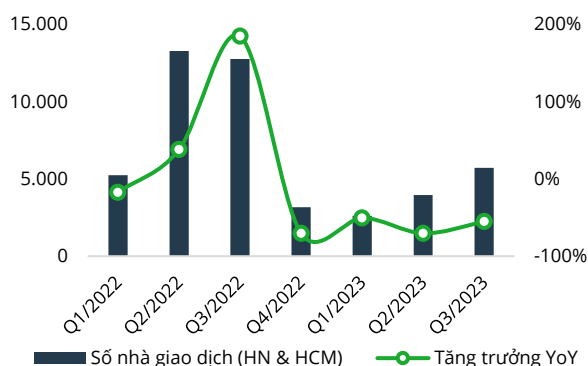
Thị trường vốn: Các kênh huy động vốn

"Thị trường Chứng khoán, TPDN ảm đạm & rủi ro nợ chưa triệt tiêu có thể khiến việc vay vốn khó khăn hơn trong 2024"

Nhà đầu tư mất niềm tin: Các kênh đầu tư phổ biến hoạt động ảm đạm

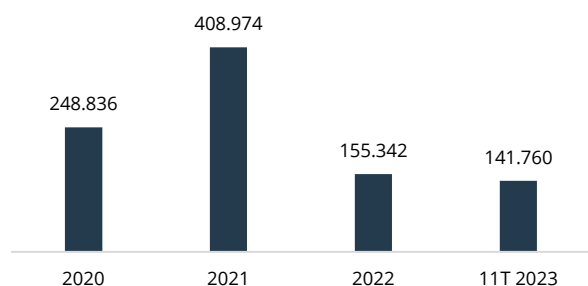
Biểu đồ 19: Số lượng nhà giao dịch tại HN & TP. HCM

(Nguồn: CRBE, DSC tổng hợp) | Đơn vị: số căn



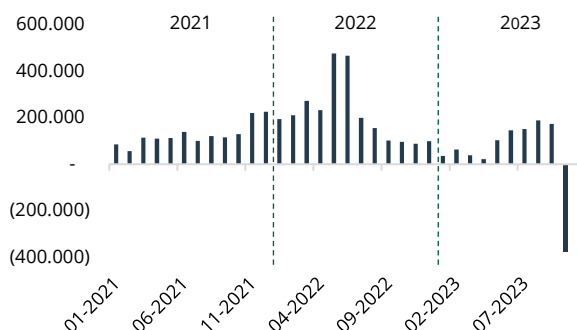
Biểu đồ 20: Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2020 - 2023

(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp) | Đơn vị: Tỷ VNĐ



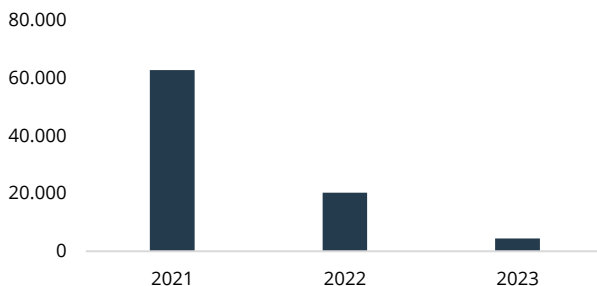
Biểu đồ 21: Số tài khoản chứng khoán mở mới

(Nguồn: HOSE, DSC tổng hợp) | Đơn vị: Tỷ VNĐ



Biểu đồ 22: Giá trị IPO sàn HOSE và HNX

(Nguồn: HOSE, HNX, DSC tổng hợp) | Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ



Trong năm 2023, các thị trường bất động sản, trái phiếu doanh nghiệp và chứng khoán vẫn chưa thể phục hồi. Điều này được thể hiện rõ ràng qua các diễn biến hoạt động trên các thị trường này (Biểu đồ 19, 20, 21, 22).

Niềm tin cần thời gian để khôi phục. Và trong năm 2024, khi triển vọng nền kinh tế còn chưa rõ ràng, vấn đề nợ xấu vẫn còn chưa được giải quyết triệt để, DSC đánh giá sẽ rất khó để niềm tin nhà đầu tư trở lại ngay.

Với **tình hình nợ xấu còn căng thẳng, các ngân hàng có thể cạnh tranh hơn trong công tác xét duyệt tín dụng** trong năm 2024. Yếu tố này đi kèm với việc các kênh huy động vốn khác như chứng khoán, trái phiếu ảm đạm do nhà đầu tư mất niềm tin có thể khiến **công tác huy động vốn doanh nghiệp cho năm 2024 trở nên khó khăn hơn năm nay.**

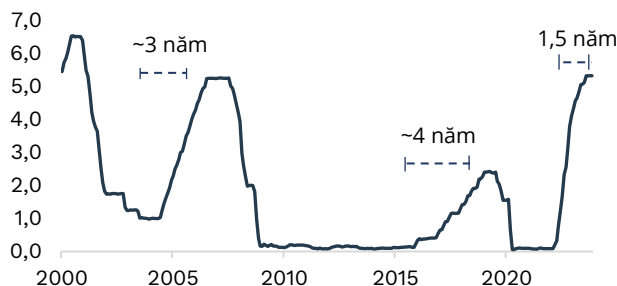
Tác động quốc tế: Chính sách tiền tệ Mỹ

"Quá trình thắt chặt của FED có kết quả tốt. Mỹ sẽ bắt đầu tiến hành nới lỏng tiền tệ từ từ trong năm 2024"

FED: Đà tăng chính sách nhanh nhất 40 năm trở lại đã dừng lại

Biểu đồ 23: Lãi suất chính sách giai đoạn 2000 – 2023

(Nguồn: Fred, DSC tổng hợp) | Đơn vị: %



Ủy ban thị trường mở Liên bang (FOMC) thống nhất giữ nguyên lãi suất trong 3 kỳ họp cuối của năm 2023, ở mức 5,25-5,5%. Trước đó, FED đã nâng lãi suất 11 lần kể từ T3/2022, +5,25% lãi suất vốn vện trong vòng 1 năm rưỡi. Áp lực chính sách tiền tệ này là “vô tiền khoáng hậu”, khi mà hai quá trình nâng lãi suất điều hành trong đầu thập kỷ 21 đều diễn ra trong thời gian dài hơn (3-4 năm).

Việc đẩy tiến độ thắt chặt trong một thời gian gấp rút hơn cũng đã đem lại những kết quả bước đầu. Một số biến số vĩ mô nổi bật như (1) diễn biến lạm phát (CPI) hay chỉ số tiêu dùng (PCE) hạ nhiệt; (2) nền kinh tế tăng trưởng chậm trong năm 2023-24; (3) chỉ riêng thị trường lao động có phần “khỏe” hơn dự kiện.

Thời điểm hiện tại, **FED đã thận trọng hơn với góc nhìn thắt chặt chính sách tiền tệ**, chờ đợi tác động “mưa dầm thấm lâu” của môi trường lãi suất cao lên nền kinh tế chung. **Cuối cùng, DSC kỳ vọng lãi suất FED đã đạt đỉnh ở mức trung bình 5,33%.**

FED: Chuẩn bị cho “nới lỏng” chính sách

Cuộc họp cuối cùng trong năm 2023 của Cục dự trữ liên bang Hoa Kỳ (FED) đưa ra góc nhìn về điều hành chính sách “lạc quan” nhất trong 2 năm qua. Lần đầu đề cập đến khả năng hạ lãi suất trong giai đoạn giữa của năm 2024.

Dựa trên một số nhận định về vĩ mô của FED như dự báo lạm phát PCE giảm từ 2,8% (2023) xuống 2,1% (2025) và tỷ lệ thất nghiệp sẽ tăng nhẹ từ 3,8% lên 4,1% trong cùng thời gian trên.

Biểu đồ 24: Kỳ vọng lãi suất của các thành viên FOMC, biên bản họp (ngày 13/12/2023)

(Nguồn: FED, DSC tổng hợp)



Ghi chú: ● Lãi suất kỳ vọng của 1 thành viên thuộc FOMC

Từ năm 2024 đến năm 2026, lãi suất điều hành của FED kỳ vọng dần điều chỉnh giảm qua các năm, dự kiến mục tiêu lãi suất cuối năm đạt lần lượt 4,6%, 3,6% và 2,9%; tương đương giảm lần lượt 75 bps, 100 bps, 75 bps trong khoảng thời gian trên.

Như vậy, kịch bản cơ sở trong năm 2024 với mức độ giảm lãi suất kỳ vọng 75 điểm cơ bản, **FED có thể tiến hành cắt giảm lãi suất từ 2 đến 3 lần**. Trong kịch bản tích cực hơn, với nhận định từ CME (dữ liệu từ thị trường tín phiếu Mỹ), **FED có thể giảm lãi suất tới 6 lần (~1.5%) trong năm 2024.**

Năm 2024 là năm bản lề trong việc đảo chiều chính sách; lộ trình cắt giảm lãi suất khả năng cao sẽ được FED công bố vào giai đoạn cuối Q1. Từ phía FED cũng sẽ tỏ thái độ cân nhắc trong việc đưa ra những điều hướng chính sách mới. DSC cho rằng sẽ không kịch bản lãi suất vượt trội hơn hay tích cực hơn so với kịch bản cơ sở. Các mục tiêu về lạm phát và thị trường lao động tiếp tục được đề cao.

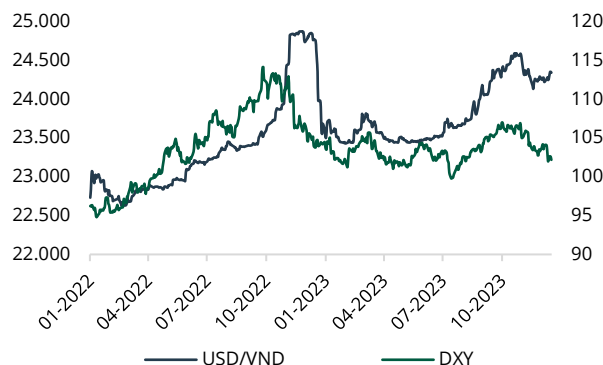
Tác động quốc tế: Chính sách tiền tệ Mỹ

"Áp lực tỷ giá hạ nhiệt do FED đã dừng chu kỳ tăng lãi suất"

DXY hạ nhiệt, áp lực tỷ giá hạ nhiệt

Biểu đồ 25: Tỷ giá USD/VND (trái) và chỉ số DXY (phải)

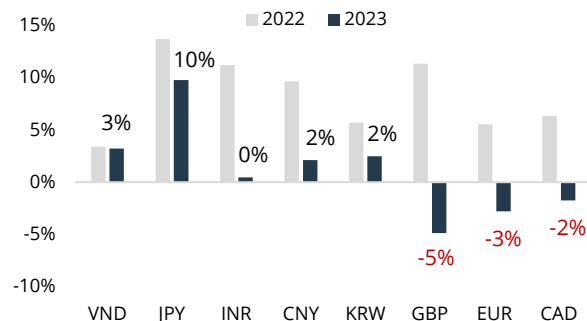
(Nguồn: Economic Trading, DSC tổng hợp)



Chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY) có chiều hướng giảm sớm khi mà các NHTW trên thế giới đồng thuận thắt chặt chính sách theo sau FED, đạt 102.3 (giảm 2,1% từ đầu năm, giảm 10,4% kể từ đỉnh). Từ đó, giảm sức ép tỷ giá liên thị trường.

Biểu đồ 26: Biến động các đồng tiền so với USD (% YTD)

Nguồn: Investing, DSC tổng hợp



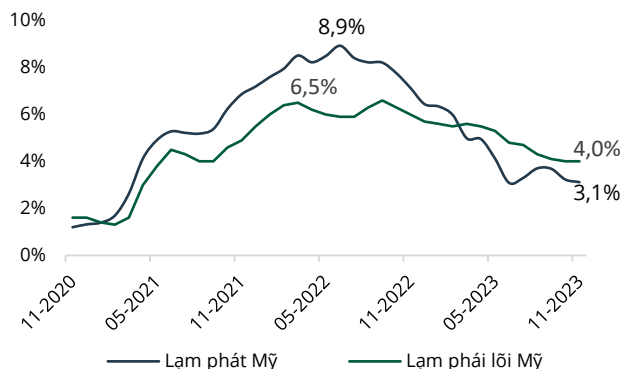
Tỷ giá USD/VND đạt 23.340, tăng 3,22% so với đầu năm. Mức độ trượt giá chấp nhận được xét trên bối cảnh Việt Nam đã giữ chênh lệch lãi suất âm với Mỹ kể từ Q2 năm nay. So sánh với các quốc gia khác, tiền đồng (VND) đang thể hiện sự ổn định vượt trội.

DSC cho rằng tác nhân bên ngoài ảnh hưởng lên tỷ giá sẽ không còn và tỷ giá USD/VND sẽ được kiểm soát tốt quanh 24.000 (+/- 2%) trong năm 2024 bởi (1) sức mạnh đồng Đô trong pha điều chỉnh dài hạn, (2) sức cầu nền kinh tế suy giảm dẫn đến nhu cầu nhập khẩu yếu, (3) dòng tiền kiều hối tăng vào cuối năm, (4) dòng vốn đầu tư vào Việt Nam trong xu hướng tích cực,...

Lạm phát Mỹ cải thiện tốt

Biểu đồ 27: Lạm phát Mỹ giai đoạn 2020 - 2023

(Nguồn: FRED, DSC)



Năm 2022, lạm phát Mỹ đã chạm mức cao nhất trong vòng 4 thập kỷ, CPI đạt 9,1%, CPI lõi đạt 6,6%. Tình trạng giá cả leo thang do đứt gãy chuỗi cung ứng và nhu cầu tăng vọt sau các biện pháp kích thích kinh tế sau đại dịch Covid 19. Xu hướng điều chỉnh giảm rất rõ trong năm 2023, nhưng vẫn chưa đạt được mức mục tiêu lạm phát 2% của FED.

Cụ thể, CPI cơ bản Mỹ giảm xuống 3.1% trong T11/2023. Trong đó, chỉ số giá năng lượng ghi nhận đà giảm mạnh nhất (-5.4% YoY), tốc độ tăng của chỉ số giá nhà ở và lương thực cũng chậm đi đáng kể, lần lượt tăng 5.2% và 3%.

Giá dầu giảm là yếu tố chính hỗ trợ cho sự suy yếu của lạm phát tại Mỹ. Hiện tại, giá dầu Brent quanh \$75/thùng, diễn biến tại vùng giá đáy trong vòng 2 năm qua. DSC dự báo giá dầu sẽ giữ ở mức ổn định trong năm 2024 do (1) dự kiến sản lượng khai thác lập kỷ lục tại Mỹ (13,1 triệu thùng/ngày) và (2) sức cầu chưa phục hồi tốt trong năm sau. Lạm phát đang đi đúng hướng là cơ sở quan trọng cho FED có những điều hướng "nới lỏng" mạnh tay trong tương lai.



Tác động quốc tế: **Rủi ro hệ thống**

"DSC đánh giá rủi ro hệ thống hiện không còn căng thẳng do các quốc gia đã dự báo trước cuộc suy thoái hiện tại và có những biện pháp phòng ngừa cần thiết"

Những rủi ro đáng sợ nhất đều vô hình

Những bài học lịch sử đã chứng minh rằng rủi ro đáng sợ nhất là những rủi ro vô hình. Khi tất cả đều quá hưng phấn, quá tự tin, thì đó mới là lúc những vấn đề khó nhận ập đến!

Một số ví dụ tiêu biểu chứng minh mệnh đề trên có thể kể đến như: Cuộc suy thoái tài chính Châu Á những năm 1990s hay đại suy thoái Mỹ 2007 - 2008.

Suy thoái tài chính Châu Á 1990s

Đầu giai đoạn 1990s, những cơn rùng rợn châu Á bật lên rất mạnh mẽ, thu hút dòng vốn đầu tư rất lớn từ các quốc gia phương Tây. Vào giai đoạn đó, không một nhà lập pháp hay nhà đầu tư nào cho rằng Châu Á sẽ rơi vào suy thoái.

Tuy nhiên, vào năm 1997, những vấn đề của hệ thống dần lộ diện và gây ảnh hưởng nặng nề tới nền kinh tế. Một số vấn đề tiêu biểu có thể kể đến như (1) thâm hụt thặng dư thương mại kéo dài, (2) tỷ giá giảm mạnh (1 phần do USD tăng nóng) và (3) bong bóng BDS & thị trường chứng khoán.

Hệ quả sau khi được lộ diện đã khiến dòng tiền đầu tư vào Châu Á giảm mạnh, vào năm 1998 chỉ còn vồn vện 2 tỷ USD.

Bảng 2: Dòng tiền đầu tư tư nhân (Private Capital) rông vào thị trường Châu Á giai đoạn 1994 - 1998

(Nguồn: IMF, DSC tổng hợp) | Đơn vị: Tỷ USD

	1994	1995	1996	1997	1998
Tiền đầu tư rông	63	92	102	39	2

Đại suy thoái Mỹ 2007 - 2009

Diễn biến của cuộc đại suy thoái Mỹ, bắt nguồn từ sự sụp đổ của thị trường nhà đất quốc gia này có thể được tóm gọn qua 3 lời phát biểu của chủ tịch ngân hàng trung ương Mỹ (FED) thời bấy giờ là Ben Bernanke:

- **28/3/2007:** "Những vấn đề tại thị trường dưới chuẩn (subprime markets) khả năng cao sẽ không ảnh hưởng tới nền kinh tế nói chung"

- 10/1/2008: "FED hiện tại không nhìn thấy dấu hiệu của suy thoái kinh tế"
- 14/4/2011: "Chúng ta đã chứng kiến cuộc khủng hoảng hệ thống tài chính lớn nhất lịch sử vào tháng 9 và tháng 10 năm 2008"

2024: Cả thế giới đã chuẩn bị cho suy thoái kinh tế

Như đã thấy từ các cuộc suy thoái trong lịch sử, rủi ro nặng nề hầu như chỉ xảy ra khi không ai chú ý. Do đó, việc các định chế tài chính rất cẩn trọng với rủi ro suy thoái kinh tế năm 2024 là một yếu tố rất tích cực!

Sự cẩn trọng này có thể được nhìn thấy qua những ví dụ rất thực tế đã xảy ra trong năm 2023. Tiêu biểu nhất, tại thị trường phương Tây, vào T3/2023, một trong những ngân hàng lớn nhất thế giới, Credit Suisse, đã sụp đổ và được bán rẻ lại cho đối thủ là UBS với giá 3 tỷ Franc (CHF). Thương vụ này diễn ra rất chóng vánh và không để lại bất cứ hậu quả nghiêm trọng nào cho thị trường tài chính cả.

Tại Việt Nam, năm 2023 cũng chứng kiến hệ sinh thái Vạn Thịnh Phát và ngân hàng SCB sụp đổ. NHNN đã rất nhanh trấn an tinh thần nhà đầu tư cũng như có những biện pháp phù hợp để đảm bảo quyền lợi của khách hàng tại SCB.

Có thể thấy, các nhà lập pháp và các nhà đầu tư ở thời điểm hiện tại đều có những sự chuẩn bị cho rủi ro suy thoái giai đoạn 2023 - 2025. **Chính sự chuẩn bị kỹ lưỡng này sẽ là tác nhân quan trọng để đảm bảo sự an toàn của hệ thống tài chính toàn thế giới năm 2024.**

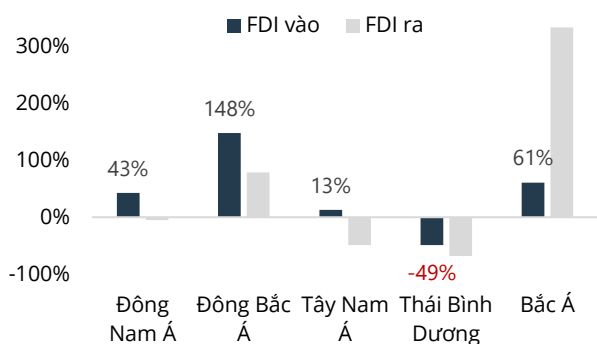
Tác động quốc tế: FDI

“Đón làn sóng chuyển dịch từ Trung Quốc. Từng bước trở thành mắt xích không thể thiếu trong chuỗi giá trị toàn cầu ”

Việt Nam & các nước Đông Nam Á hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc + 1

Biểu đồ 28: Tăng trưởng FDI 9T/2023 (YoY)

(Nguồn: ESAP Data, DSC tổng hợp)

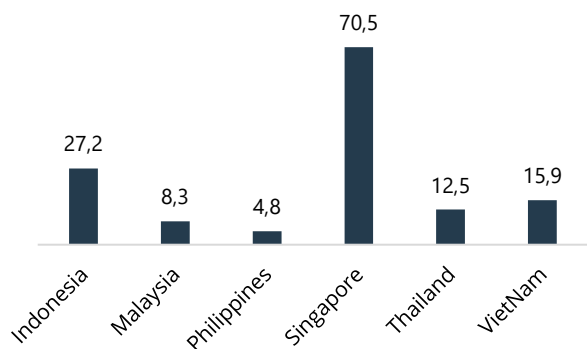


Sau đại dịch Covid-19 và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung kéo dài đã bộc lộ sự mỏng manh của chuỗi cung ứng hàng hóa khi quá phụ thuộc vào Trung Quốc. Từ đó, xu hướng “TQ + 1” nổi lên như một chiến lược đa dạng đầu ra hàng hóa, tránh rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng cục bộ.

Trong bối cảnh dòng vốn FDI toàn cầu trong 9T/2023 tiếp tục thu hẹp (-30% YoY), khu vực châu Á đang là điểm đến tiềm năng cho dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Trong đó, dòng vốn đầu tư vào Đông Nam Á và Đông Bắc Á ghi nhận tăng trưởng nổi bật, lần lượt 43% và 148%. **Các khu vực lân cận Trung Quốc đang hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch dòng vốn rời khỏi thị trường Trung Quốc.**

Biểu đồ 29: Vốn FDI 9T/2023 khu vực Đông Nam Á

(Nguồn: Mckinsey, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



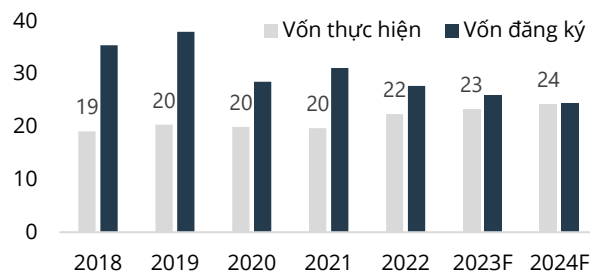
Việt Nam hiện là một trong những lựa chọn hàng đầu trong khu vực Đông Nam Á về thu hút vốn nước ngoài.

DSC kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn dựa trên một số lợi thế cạnh tranh của VN: (1) tối ưu phí thuế TNDN cho doanh nghiệp FDI (chính sách thuế cạnh tranh nhất nhóm châu Á), (2) lợi thế nhân lực: chi phí rẻ, dân số vàng, năng lực lao động cao cấp, (3) vị trí địa lý thuận lợi, (4) định hướng sản xuất chuyển dịch dần sang sản phẩm công nghệ cao.

Kỳ vọng dòng tiền đầu tư FDI tiếp tục tăng trưởng tốt trong 2024

Biểu đồ 30: Vốn FDI đăng ký và thực hiện 2018-2023

(Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



Tổng vốn đăng ký T11/2023 đạt 28,85 tỷ USD, +14,8% YoY. Trong đó, vốn FDI thực hiện đạt 20,25 tỷ USD, +2,9% YoY, ghi nhận mức cao kỷ lục.

Bất chấp bối cảnh nền kinh tế thế giới phục hồi chậm chạp, việc duy trì thu hút dòng vốn FDI là động lực thúc đẩy nền kinh tế trong những năm tiếp theo. Năm 2024, Việt Nam kỳ vọng tiếp tục đi đầu trong việc thu hút FDI chất lượng cao, chuyển đổi số và phát triển công nghiệp xanh.

Tác động quốc tế: Tăng trưởng kinh tế thế giới

"Tăng trưởng kinh tế năm 2024 dự báo vẫn sẽ chậm chạp"

Mỹ: Hạ cánh mềm trong tầm tay nhưng chưa thể phục hồi mạnh

Trong Q3/2023, Mỹ đã đạt được mức tăng trưởng GDP rất cao 5% YoY (cao so với một nước đã phát triển như Mỹ). Tuy nhiên, kết quả này là chưa đủ để thuyết phục các nhà phân tích rằng nền kinh tế Mỹ có thể phục hồi mạnh mẽ.

Theo dự phóng mới nhất từ các tổ chức tài chính lớn tại Mỹ như JP Morgan, Goldman Sachs, Blackrock v.v. Mỹ vẫn được dự phóng chỉ ghi nhận tăng trưởng GDP ~1-2% trong năm 2024. Thêm vào đó, rủi ro suy thoái tại quốc gia này cũng chưa được triệt tiêu. Theo 1 số nhận định, Mỹ vẫn có thể xảy ra suy thoái chu kỳ (suy thoái nhẹ) vào giai đoạn cuối 1H/2024.

Trung Quốc: Tăng trưởng dưới dự đoán, kỳ vọng đến bao giờ?

Dù được đặt rất nhiều kỳ vọng trong năm 2023 sau khi mở cửa, kết quả thực tế của nền kinh tế Trung Quốc không được như kỳ vọng. Theo dự phóng mới nhất của IMF, tăng trưởng GDP Trung Quốc năm 2023 và 2024 sẽ đạt lần lượt 5,4% và 4,6%, là mức rất thấp so với tốc độ tăng trưởng GDP trung bình 9%/năm trong 20 năm trở lại.

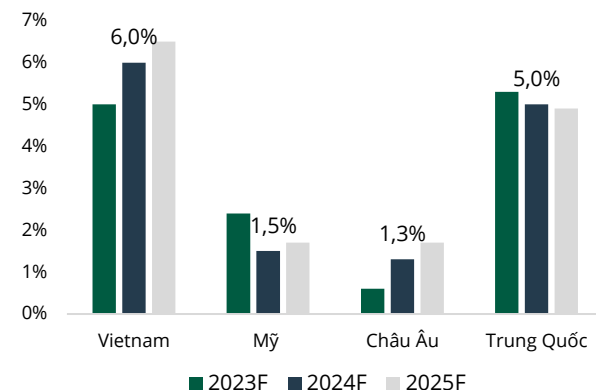
Đáng chú ý, mức tăng trưởng thấp này đạt được trong điều kiện (1) chính phủ Trung Quốc đang rất hỗ trợ nền kinh tế, (2) tăng trưởng GDP TQ năm 2023 hưởng lợi từ yếu tố nền thấp, (3) hiện tượng giảm phát xuất hiện tại TQ. Với kết quả chưa ấn tượng trong năm 2023, TQ được dự báo sẽ tiếp tục chỉ đạt mức tăng trưởng GDP thấp 5% trong năm 2024.

EU: Tăng trưởng chậm chạp

GDP của Eurozone đã trì trệ từ Q4/2022 cho tới Q3/2023, với mức tăng trưởng xấp xỉ bằng 0. Tiêu dùng cá nhân và đầu tư đã giảm sút bởi quy mô tăng lãi suất chưa từng có của ECB suốt từ T7/2022 đến T9/2023.

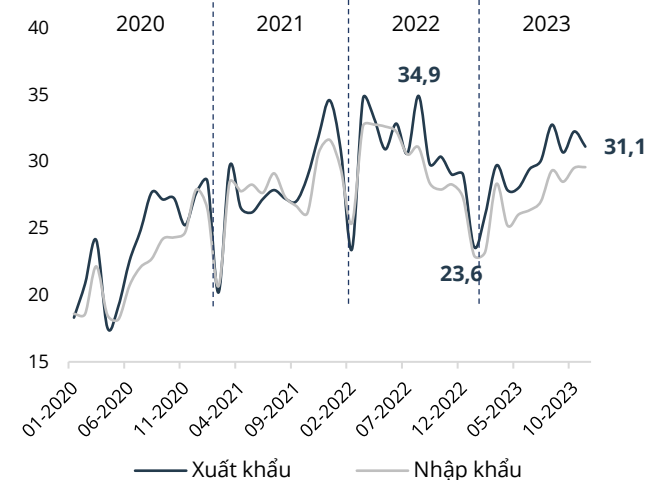
Trong năm 2024, thách thức vẫn còn đó, khi thị trường lao động ở khu vực này dự kiến suy yếu, kim hãm sự gia tăng tiêu dùng. Ngoài ra, EC cho rằng chính sách tài khóa năm sau sẽ hạn chế đáng kể trước lo ngại thâm hụt ngân sách sau 2 năm hỗ trợ. Song, khả năng đảo chiều chính sách lãi suất trong tháng 6/2024 được kỳ vọng sẽ là điểm sáng trong những tháng cuối năm.

Biểu đồ 32: Dự báo tăng trưởng kinh tế các khu vực (Nguồn: IMF, JPMorgan, Goldman Sachs)



Việt Nam: Xuất nhập khẩu còn khó khăn

Biểu đồ 33: Kim ngạch xuất nhập khẩu VN 2020 - 2023 (Nguồn: FiinPro, DSC tổng hợp | Đơn vị: Tỷ USD)



Do ảnh hưởng từ triển vọng kinh tế suy yếu, các đối tác chính của Việt Nam đã giảm nhập khẩu, dẫn tới kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam cũng bị ảnh hưởng.

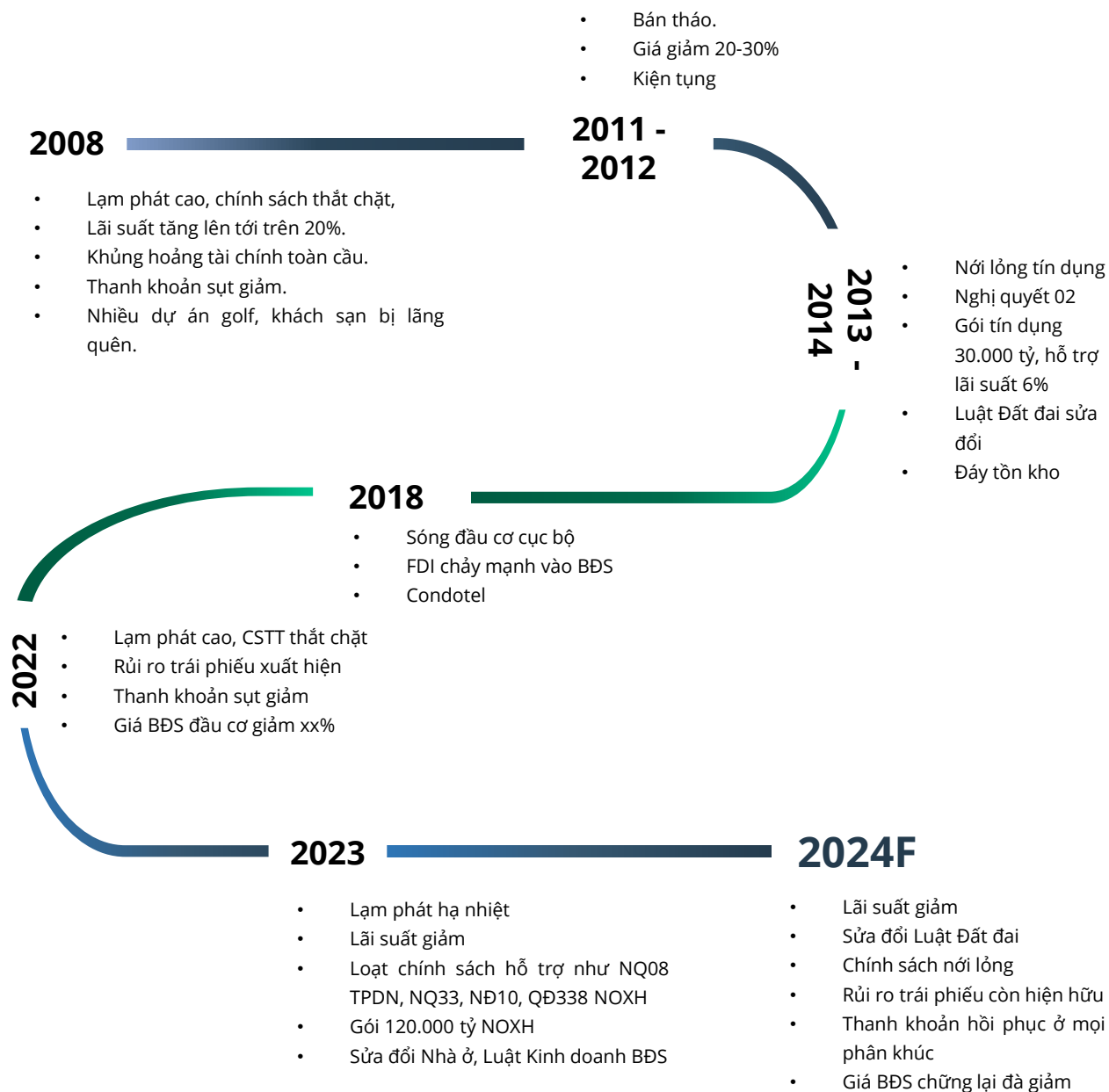
Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam hiện đã có sự phục hồi về giai đoạn cuối năm, nhưng có thể thấy vẫn chưa thể trở lại vùng đỉnh cao đạt được vào giai đoạn Q2-Q3/2022.

Với triển vọng kinh tế tại các đối tác chính của Việt Nam là Mỹ, EU, TQ chưa quá sáng trong năm 2024, DSC dự phóng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam sẽ phục hồi, nhưng chỉ ở mức độ nhẹ, trong năm 2024.



Chu kỳ thị trường Bất động sản

"Chúng tôi đánh giá thị trường Bất động sản có thể bắt đầu hồi phục dần từ năm 2024"





Chu kỳ thị trường Bất động sản

"Chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản sẽ phục hồi sớm hơn chu kỳ trước (2012)...."

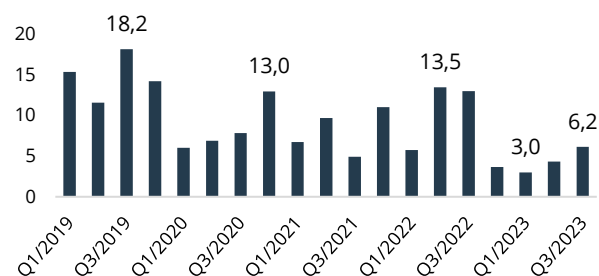
Kể từ thời điểm cuối năm 2021, thị trường bất động sản (BDS) Việt Nam đã gặp một trận bão không nhỏ, bắt nguồn từ lo ngại về (1) nguy cơ đổ vỡ trái phiếu đi kèm với những (2) bê bối pháp luật của những tập đoàn hàng đầu, và (3) môi trường lạm phát cao & (4) lãi suất cao đã bóp nghẹt dòng thanh khoản và khiến thị trường BĐS đóng băng.

Đã có dấu hiệu hồi phục nhẹ tại các sản phẩm chung cư

Tuy nhiên, sự đóng băng trên chỉ cục bộ và nghiêm trọng hơn tại các sản phẩm mang tính đầu cơ cao như đất nền và các sản phẩm gắn liền với đất, còn sản phẩm mang tính thực tiễn cho nhu cầu ở là chung cư lại có những dấu hiệu rõ đồng đều tiên. Trong đó, dựa trên số liệu từ các trang thống kê, đơn vị nghiên cứu uy tín, lượng sản phẩm chung cư được mở bán trên thị trường sơ cấp trong Q3/2023 tại 2 thành phố Hà Nội và TP. HCM đều có mức tăng trưởng vượt trội so với những quý liền trước; số lượng giao dịch cũng đã có xu hướng tăng kể từ khi tạo đáy vào thời điểm đầu năm.

Biểu đồ 34: Số nhà giao dịch tại HN và TP. HCM

(Nguồn: CRBE, DSC tổng hợp | Đơn vị: Nghìn căn)



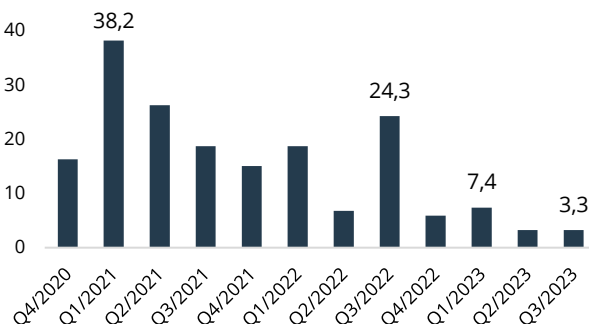
Những vấn đề nổi cộm vẫn còn tồn tại

Mặc dù vậy, các sản phẩm mới vẫn chủ yếu là phần dự án cũ mà được tri hoãn mở bán trong giai đoạn thị trường xấu, nên phân khúc của chúng vẫn chủ yếu là cao cấp, với mức giá tương đối cao và kén người mua.

Đây cũng là vấn đề khá “nhức nhối” trong nhiều năm trở lại đây khi nhu cầu tìm kiếm nhà ở của người dân từ trung lưu trở xuống là cực lớn, ngược lại, các sản phẩm vừa khả năng tài chính của họ lại quá ít khi hàng cung ứng ra thị trường chủ yếu là sản phẩm cao cấp.

Biểu đồ 35: Số nhà được cấp phép xây dựng

(Nguồn: Bộ xây dựng | Đơn vị: Nghìn căn)



Để giải quyết hiện tượng này, chính phủ cũng đã ra quyết định 338 (QĐ338) cùng gói dụng 120.000 tỷ để thúc đẩy nhà ở xã hội. Tuy nhiên, các sản phẩm NOXH hay loại hình tương tự vẫn chưa có tác động đáng kể tới nguồn cung khi một vấn đề khác có tầm ảnh hưởng rất lớn xuất hiện, đó là chong chéo và ách tắc trong các thủ tục pháp lý.

Đà giảm giá sẽ dần chững lại

Chúng tôi nhận thấy, giá niêm yết trên thị trường sơ cấp có sự phân hóa rõ rệt, các sản phẩm đất nền và gắn liền với đất mang tính đầu cơ cao đã có những đà giảm đáng kể giao động từ 15-40% tính theo vị trí từ trung tâm các thành phố lớn như Hà Nội và Hồ Chí Minh ra xa. Ngược lại, giá các loại hình chung cư lại đi ngang, chỉ giao động dưới 10%. Mặc dù vậy, trên thực tế, giá của các sản phẩm trên đã giảm, chủ yếu thông qua các loại chính sách, quà tặng đi kèm.

Chúng tôi nhận định rằng, giá bất động sản trong năm tới sẽ chững đà giảm khi lượng tiền đầu cơ bắt đầu tìm đến các mặt hàng chiết khấu sâu; các sản phẩm chung cư cũng đã bắt đầu hồi phục thanh khoản ngay trong cuối năm 2023.



Chu kỳ thị trường Bất động sản

"Chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản sẽ phục hồi sớm hơn chu kỳ trước (2012)...."

Quá trình "rã đông" có thể nhanh hơn chu kỳ trước

Nhìn về mặt tích cực, những vấn đề cản trở cả nguồn cung lẫn nhu cầu của thị trường đang dần xuất hiện những mẫu chốt được cởi bỏ một cách từ từ.

- (1) Về pháp lý: 2/3 bộ luật quan trọng là Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản đã được thông qua trong phiên họp Quốc Hội gần nhất. Còn lại, Luật Đất đai (sửa đổi) đang được tích cực xem xét, dự kiến có hiệu lực cùng lúc với 2 luật trên vào 1/1/2025.
- (2) Về lãi suất: Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay trong năm 2024 sẽ có xu hướng tiếp tục giảm nhờ việc loạt ngân hàng đã giảm lãi suất huy động về mức rất thấp trong khoảng thời gian gần đây, Đồng thời, việc lạm phát hạ nhiệt tại cả Việt Nam lẫn Mỹ trong năm tới sẽ là mấu chốt để mức nền thấp lãi suất huy động được duy trì.

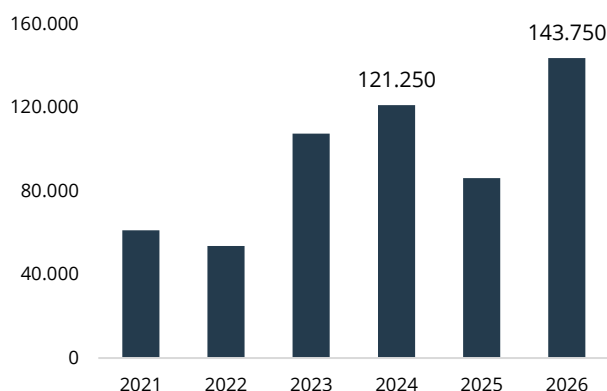
Chúng tôi nhận thấy, khi so sánh với chu kỳ trước, từ khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2008, thị trường trũng lại 5 năm cho tới giai đoạn 2013-2014, chính phủ mới bắt đầu có những chính sách hỗ trợ như nghị quyết 02 hỗ trợ giải quyết nợ xấu và tồn kho cùng gói tín dụng 30.000 tỷ cho nhà ở thương mại giá rẻ, cập nhật luật Đất đai sửa đổi 2014, cùng với sự hậu thuẫn của các chính sách kinh tế vĩ mô tích cực từ chính phủ đã kéo thị trường tiến tới giai đoạn hồi phục. Nhìn vào chu kỳ hiện tại, sau khi bắt đầu khó khăn từ cuối 2021-đầu 2022, chỉ mất hơn 1 năm để thị trường nhận được những chính sách hỗ trợ đầu tiên như Nghị quyết 08 (NQ08), NQ33, QDD338,... cùng gói tín dụng 120.000 tỷ cho NOXH. Cộng hưởng với các tín hiệu thuận lợi từ pháp lý cũng như lãi suất phía trên, chúng tôi kỳ vọng rằng, **thị trường có thể đến với giai đoạn hồi phục sớm hơn so với chu kỳ trước, nhưng cũng chỉ sớm nhất là vào đầu năm 2025**, trong điều kiện toàn nền kinh tế tiếp tục xu hướng hồi phục chậm rãi.

Rủi ro về trái phiếu doanh nghiệp chỉ được đẩy lùi chứ chưa được triệt tiêu

Mặt khác, chúng tôi nhận thấy rủi ro đáo hạn trái phiếu đối với các doanh nghiệp bất động sản trong 2 năm tới là đáng kể. Theo đó, giá trị đáo hạn của năm 2024 khoảng hơn 120.000 tỷ đồng, nhìn hơn cả năm 2023. Trong bối cảnh việc tiếp cận tín dụng ngân hàng và nguồn vốn từ phát hành trái phiếu vẫn còn khá khó khăn, khi thanh khoản thị trường chưa khởi sắc và nguồn hàng mới bị tắc nghẽn, các doanh nghiệp BĐS, đặc biệt là các trường hợp sử dụng đòn bẩy cao, danh mục sản phẩm nặng tính đầu cơ sẽ vướng phải thách thức khá lớn. Trong trường hợp xấu nhất, nếu không có các nghị định hỗ trợ thêm, doanh nghiệp phải thanh lý tài sản trả nợ, khiến mặt bằng giá BĐS có thể rơi thêm.

Biểu đồ 35: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp Bất động sản đáo hạn giai đoạn 2021 - 2026

(Nguồn: VBMA, DSC tổng hợp | Đơn vị: tỷ đồng)



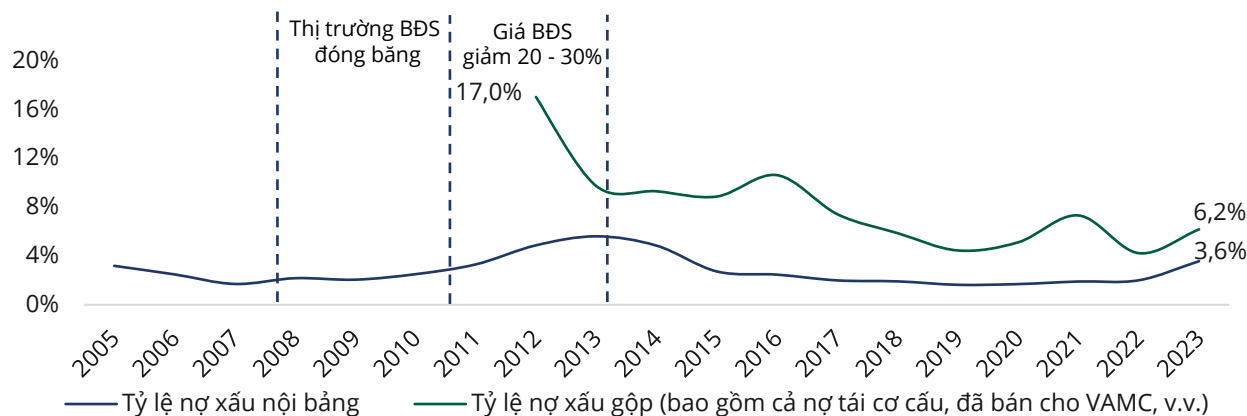
Chu kỳ nợ xấu

"Tuy nhận định nợ xấu có thể tiếp tục tăng cao trong năm 2024, DSC đánh giá rủi ro nợ xấu bùng nổ là rất thấp"

Chu kỳ nợ xấu đi kèm với chu kỳ thị trường bất động sản

Biểu đồ 36: Tỷ lệ nợ xấu ngân hàng

(Nguồn: NHNN, báo cáo các NHTM, DSC tổng hợp)



*Lưu ý: số liệu nợ xấu trước giai đoạn 2015 có sự khác nhau khá lớn giữa các nguồn báo cáo. DSC tổng hợp dựa theo các nguồn uy tín nhất; tuy nhiên, chúng tôi không thể đảm bảo sự chính xác tuyệt đối của số liệu.

Giữ sự ổn định của hệ thống BĐS là yếu tố rất quan trọng để kiểm soát nợ xấu

Như đã đề cập ở phân tích nợ xấu, thị trường BĐS âm ỉm có thể khiến nợ xấu tăng cao do (1) nợ xấu của riêng nhóm BĐS tăng cao và (2) chất lượng tài sản đảm bảo của ngân hàng (~70% được đảm bảo bằng BĐS) suy yếu.

Trên thực tế, chu kỳ nợ xấu đi kèm với chu kỳ thị trường bất động sản không chỉ là lý thuyết. Điều này được thể hiện rõ ràng qua số liệu từ chu kỳ tín dụng trước.

Trong giai đoạn 2011-2013, sau khi thị trường BĐS đóng băng, các nhà phát triển BĐS và nhà đầu tư BĐS đã bắt buộc phải giảm giá & bán BĐS với mức chiết khấu 20 - 30% ở mọi phân khúc. Điều này đã kéo theo nợ xấu nhóm ngân hàng tăng lên rất cao. Đặc biệt, tại năm 2012, tỷ lệ nợ xấu trung bình tại các ngân hàng được NHNN ước tính lên tới 17%!

Do đó, trong năm 2024, giúp thị trường BĐS ổn định là điều thiết yếu để đảm bảo sự an toàn của hệ thống ngân hàng.

Tồn tại rủi ro nợ xấu tăng cao. Tuy nhiên, rủi ro nợ xấu bùng nổ rất thấp

Tuy đánh giá rằng rủi ro nợ xấu tiềm ẩn trong hệ thống ngân hàng lớn, chúng tôi không đánh giá rằng tình hình nợ xấu sẽ diễn biến quá tiêu cực trong năm 2024. Cụ thể hơn, DSC đánh giá có 3 yếu tố dưới đây sẽ hỗ trợ sự ổn định, an toàn của hệ thống ngân hàng trong năm 2024.

Đầu tiên, xét về chu kỳ thị trường BĐS, DSC nhận định rằng trong năm 2024, thị trường BĐS sẽ chỉ xảy ra điều chỉnh cục bộ ở các mặt hàng đầu cơ và cao cấp chứ không xuất hiện giá điều chỉnh 20 - 30% ở mọi loại mặt hàng như giai đoạn năm 2012. Điều này sẽ hỗ trợ giảm rủi ro nợ xấu từ BĐS.

Tiếp đó, từ sau năm 2012, nhiều chính sách đảm bảo an toàn cho hệ thống đã được triển khai. Tiêu biểu có thể kể đến như việc (1) cấm sở hữu chéo ngân hàng hay (2) việc áp dụng tiêu chuẩn Basel II - cải thiện quản lý vốn, quản trị rủi ro và minh bạch thông tin.

Cuối cùng, rủi ro nợ xấu hiện đang được chính phủ quan sát rất kỹ. Các chính sách hiện cũng rất ủng hộ. **Trong trường hợp nợ xấu tăng cao bất ngờ, DSC kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục gia hạn thông tư giãn nợ** để nền kinh tế và thị trường có thời gian hồi phục, tránh được tình trạng nợ xấu bùng nổ.

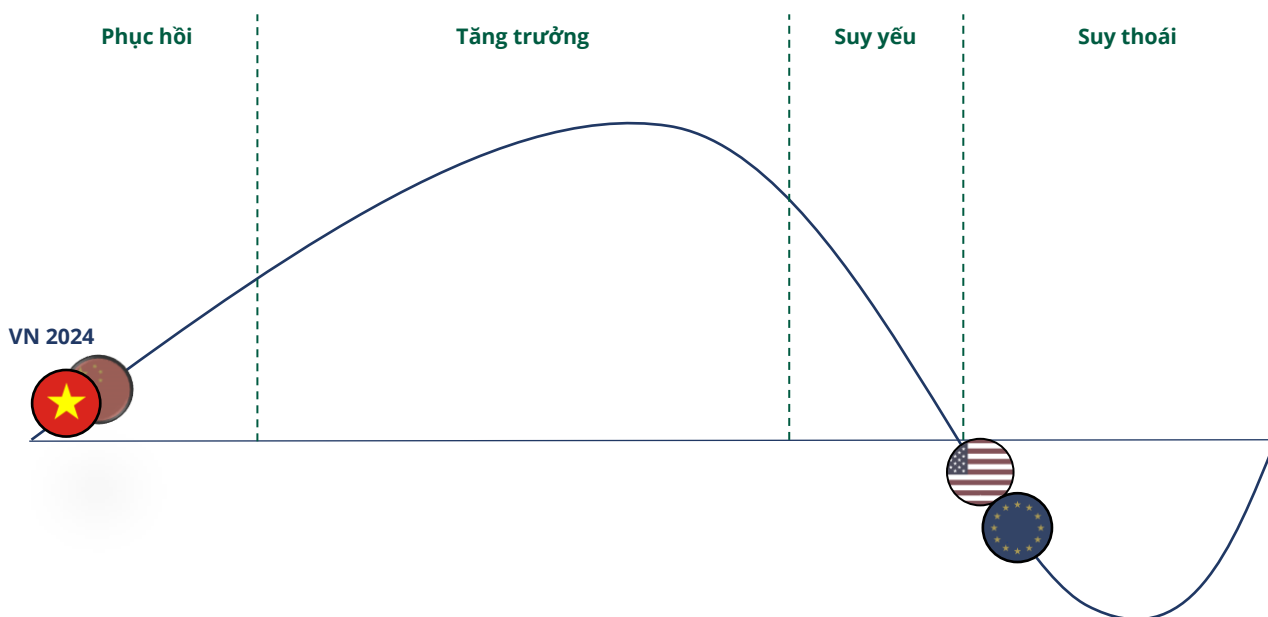
Chu kỳ kinh tế

"DSC đánh giá Việt Nam đang ở đầu chu kỳ hồi phục và sẽ tiếp tục có sự cải thiện trong năm 2024"

Các yếu tố đánh giá chu kỳ kinh tế

Phục hồi	Tăng trưởng	Suy yếu	Suy thoái
Hoạt động kinh tế phục hồi (GDP, PMI phục hồi)	Hoạt động kinh tế tăng trưởng mạnh	Hoạt động kinh tế tăng trưởng chậm lại	Hoạt động kinh tế yếu (GDP, PMI thấp)
Tăng trưởng tín dụng phục hồi	Tăng trưởng tín dụng tốt	Tín dụng siết chặt	Tín dụng cạn kiệt
Lợi nhuận doanh nghiệp phục hồi	Lợi nhuận doanh nghiệp đạt đỉnh	Lợi nhuận doanh nghiệp suy yếu	Lợi nhuận doanh nghiệp giảm mạnh
Chính sách ủng hộ	Chính sách trung lập	Chính sách thắt chặt	Chính sách nới lỏng dần
Hàng tồn kho thấp, doanh thu cải thiện	Hàng tồn kho & doanh thu đều tăng mạnh	Tăng trưởng hàng tồn kho tăng, doanh thu giảm	Hàng tồn kho, doanh thu giảm

➤ Việt Nam có tăng trưởng GDP tốt, nhưng vẫn chưa đạt được kỳ vọng. Hoạt động công nghiệp, biểu thị qua chỉ số PMI, vẫn đang ở mức co hẹp (dưới 50 điểm). Tăng trưởng tín dụng hiện vẫn ở mức rất thấp. Tuy nhiên, các chính sách hiện đang ủng hộ hết mức. Lợi nhuận doanh nghiệp cũng dần cho thấy dấu hiệu hồi phục. Nguồn vốn đầu tư (FDI) vẫn ổn định tốt. **Do đó, DSC đánh giá nền kinh tế Việt Nam hiện đang ở cuối chu kỳ suy thoái, đầu chu kỳ phục hồi.**



Tổng Quan / Tóm tắt báo cáo

Bảng đánh giá các yếu tố vĩ mô

Tác động chính sách	Thị trường vốn	Tác động quốc tế
Rất tích cực: (++)	Tiêu cực: (-)	Tích cực: (+)
Chính sách tài khóa: Đầu tư công, cắt giảm thu thuế, v.v. ủng hộ.	Nợ xấu ngân hàng tăng cao. Bộ đệm dự phòng suy yếu có thể khiến ngân hàng khó khăn hơn trong giải ngân.	Giá năng lượng bình ổn. Rủi ro lạm phát đã phai nhạt.
Chính sách tiền tệ nới lỏng. Các biện pháp hỗ trợ (giãn, hoãn nợ) được ban hành. Lãi vay trên xu hướng giảm.	Sự hồi phục của thị trường BĐS là yếu tố quan trọng để cải thiện tình trạng nợ xấu.	FED được dự kiến sẽ bắt đầu giảm lãi suất từ T3/2024. Rủi ro NHNN phải thắt chặt tiền tệ trở lại rất thấp.
Luật kinh doanh Bất động sản & nhà ở sửa đổi hướng tới chặt chẽ, minh bạch thị trường.	Nhà đầu tư cần thời gian để khôi phục niềm tin về các kênh chứng khoán và TPDN.	Các quốc gia rất cẩn thận trước rủi ro suy thoái, rủi ro hệ thống giảm thiểu.
		Tăng trưởng GDP thế giới năm 2024 được dự ở mức thấp. Kim ngạch xuất nhập khẩu chưa thể hồi phục mạnh.
		Việt Nam được hưởng lợi dài hạn từ FDI do xu hướng Trung Quốc + 1.
Kết luận: Các chính sách đang hỗ trợ hết mức.	Kết luận: Huy động vốn năm 2024 có thể khó khăn hơn.	Kết luận: Rủi ro hệ thống đã giảm. Tuy nhiên, chưa thể hồi phục nhanh.

Đánh giá chu kỳ năm 2024

Chu kỳ Kinh tế	Chu kỳ nợ xấu	Chu kỳ Bất động sản
Tích cực: (+)	Tiêu cực: (-)	Tiêu cực: (-)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Nguyễn Quốc Văn,
Chuyên viên Phân tích
van.nq@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh,
Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô & chiến lược
hiep.nh@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn