

NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG #2:

S&P nâng hạng tín nhiệm quốc gia lên BB+: ý nghĩa và lợi ích cho Việt Nam

Ngày 30/05/2022

Ngày 26/5/2022, S&P Global Ratings (“S&P”) đã nâng xếp hạng tín nhiệm quốc gia dài hạn của Việt Nam lên mức BB+ với triển vọng Ổn định. Trong bối cảnh triển vọng không mấy sáng sủa của kinh tế thế giới sau COVID-19 và ảnh hưởng của xung đột Nga-Ucraina, việc Việt Nam được một tổ chức xếp hạng tín nhiệm uy tín hàng đầu thế giới nâng hạng cho thấy góc nhìn tích cực đối với Việt Nam trên thị trường vốn quốc tế.

Xếp hạng tín nhiệm quốc gia là hoạt động của một tổ chức chuyên nghiệp độc lập được một nước hoặc vùng lãnh thổ yêu cầu thực hiện nhằm đánh giá khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ của Quốc gia đó trong mối tương quan với các nước và khu vực khác trên thế giới. Nghĩa vụ nợ ở đây có thể là nợ nước ngoài bằng ngoại tệ, bao gồm nợ có bảo lãnh bởi Chính phủ hoặc nợ bằng ngoại tệ của các doanh nghiệp trong nước.

Chúng tôi có nhận được một số câu hỏi của giới truyền thông và nhà đầu tư về ý nghĩa của mức thay đổi xếp hạng này và tác động đến thị trường vốn Việt Nam nói chung và doanh nghiệp nói riêng. Với vai trò là một đơn vị xếp hạng tín nhiệm nội địa tại Việt Nam, FiinRatings thực hiện bài viết này nhằm bình luận và cung cấp thêm thông tin cho cộng đồng đầu tư và doanh nghiệp tại Việt Nam.

- 1. Trước đó, Việt Nam chúng ta được xếp hạng ở mức nào?** Vào ngày 21/5/2021 S&P công bố duy trì mức **BB** nhưng nâng triển vọng xếp hạng từ “**Ổn định**” lên “**Tích cực**”. Theo phương pháp luận của S&P và thông lệ ngành xếp hạng tín nhiệm, khi triển vọng xếp hạng “**Tích cực**” tức là có khả năng cao kết quả xếp hạng sẽ được nâng hạng trong vòng 12-24 tháng sau đó. Nhìn lại lịch sử, Việt Nam trước đó đã được nâng điểm xếp hạng tín nhiệm từ mức **BB-** lên **BB** bởi S&P vào tháng 4 năm 2019 - đó là lần đầu tiên sau 9 năm (kể từ tháng 12/2010) giữ nguyên mức xếp hạng **BB-** trong một thời gian dài. Việt Nam chúng ta lần đầu tham gia hoạt động xếp hạng tín nhiệm từ những năm 1990 bởi Moody's.
- 2. Vì sao Việt Nam được nâng hạng lên BB+?** Theo công bố của S&P, ngoài việc ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ của nền kinh tế Việt Nam hậu COVID-19, cũng như tăng trưởng mạnh nhờ xuất khẩu và đầu tư nước ngoài FDI, yếu tố quan trọng được S&P đề cập đó là những cải thiện mạnh mẽ về các quy trình thủ tục hành chính của Chính phủ Việt Nam về quy trình thực hiện nghĩa vụ nợ nước ngoài do Chính phủ bảo lãnh. Bên cạnh các điểm mạnh, S&P cũng ghi nhận những điểm cần cải thiện bao gồm tăng trưởng GDP chưa như dự báo của S&P, giải ngân đầu tư công chậm và một số điểm yếu của hệ thống ngân hàng - tài chính Việt Nam.
- 3. Mức điểm BB+ có ý nghĩa thế nào?** Mức **BB+** là mức xếp hạng cao nhất trong nhóm **BB**, nhóm điểm được định nghĩa là “khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ thấp, chịu tác động

Nhóm Phân tích:

Ông Nguyễn Tùng Anh

Trưởng nhóm

Nghiên cứu Rủi ro Tín dụng

Khối Dịch vụ Xếp hạng Tín nhiệm

FiinRatings, FiinGroup

anh.nguyen@fiingroup.vn

lớn từ các sự kiện tiêu cực từ môi trường kinh doanh, kinh tế và tài chính”. Mức **BB+** vẫn được cộng đồng tài chính và đầu tư quốc tế xem là “có tính đầu cơ” trong các quyết định đầu tư liên quan đến Việt Nam. Tuy nhiên, đây là mức điểm tiệm cận với nhóm BBB-, nhóm xếp hạng được định nghĩa là “mức đầu tư” của S&P. Khi đó, các nhà đầu tư quốc tế sẽ xem xét Việt Nam ở mức rủi ro thấp hơn và kỳ vọng một mức lợi nhuận (ví dụ qua lãi suất cho vay hoặc trái phiếu phát hành bởi các doanh nghiệp Việt Nam) ở mức thấp hơn.

So với một số nước trong khu vực ASEAN, Việt Nam hiện có mức xếp hạng thấp hơn Malaysia (A-), Indonesia (BBB), Philippines (BBB+), Thailand (BBB+). Riêng Singapore có mức xếp hạng tương đương với các thị trường tài chính đã phát triển cao (AAA) trong khi Lào và Campuchia chưa tham gia xếp hạng tín nhiệm bởi S&P. Trung Quốc hiện cũng được xếp hạng ở mức A+.

4. **Tiêu chí xếp hạng chính là gì?** Để đưa ra được điểm xếp hạng, S&P áp dụng 5 nhóm tiêu chí chính cho việc xếp hạng quốc gia và vùng lãnh thổ, bao gồm: thể chế và chính sách; chất lượng tăng trưởng kinh tế; sức mạnh cán cân thanh toán, bao gồm dự trữ ngoại hối và thặng dư cán cân thanh toán; cân đối tài khóa bao gồm thu chi ngân sách, đầu tư công và nợ công; và thị trường tiền tệ - tín dụng.
5. **Việc nâng hạng này có lợi ích gì cho doanh nghiệp Việt Nam?** Chúng tôi cho rằng lần đánh giá này là một bước tiến quan trọng đối với nền kinh tế và thị trường vốn Việt Nam bởi những lý do sau:
 - Nâng hạng tín nhiệm quốc gia trong thời điểm kinh tế toàn cầu có nhiều bất ổn cho thấy sự công nhận về vị thế của kinh tế Việt Nam trên trường quốc tế và trong khu vực. Sau đại dịch COVID-19, Việt Nam là nước duy nhất trong 8 nước khối ASEAN được nâng hạng năm 2022, trong khi phần lớn các nước giữ nguyên, riêng Malaysia và Lào được Fitch Ratings hạ 1 bậc xuống lần lượt là BBB+ và CCC.
 - Mức điểm **BB+** đã tiệm cận với nhóm điểm mức **Đầu tư** của S&P, tức là nếu lên đến điểm BBB-, Việt Nam sẽ lọt vào tiêu chí đầu tư của nhiều định chế tài chính trên thế giới. Mức BBB- sẽ giúp đưa Việt Nam lên chỉ còn thấp hơn Indonesia 1 bậc và thấp hơn Thái Lan, Philippines và Malaysia 2 bậc.
 - Nâng hạng tín nhiệm giúp giảm chi phí huy động vốn không chỉ cho trái phiếu Chính phủ Việt Nam trong sự quan tâm của các nhà đầu tư quốc tế mà còn cho doanh nghiệp Việt Nam khi tham gia vào thị trường nợ quốc tế. Mặc dù không có thống kê về chênh lệch lãi suất giữa BB và BB+, thông lệ quốc tế cho thấy nếu vươn lên mức xếp hạng BBB, chênh lệch trung bình của các khoản vay sẽ là 150 đến 300 điểm cơ bản về lãi suất. Điều này đồng nghĩa với chi phí huy động của doanh nghiệp sẽ giảm đi đáng kể, đơn cử như lô trái phiếu quốc tế 525 triệu USD của [VinGroup](https://fiingroup.vn), theo tính toán của chúng tôi, chi phí vốn hàng năm có thể giảm được từ 8 đến 16 triệu USD nếu như lãi suất vay được xác định dựa trên mức xếp hạng ở mức BBB của Việt Nam. Dĩ nhiên, điều này còn phụ thuộc vào mức xếp hạng của chính doanh nghiệp tổ chức phát hành nữa.
 - Việc nâng hạng cũng giúp “nâng trần” xếp hạng đối với tất cả các doanh nghiệp của Việt Nam bởi S&P. Mức trần xếp hạng tín nhiệm này đã làm giảm đáng kể mức độ phân hóa về điểm xếp hạng tín nhiệm giữa các đơn vị phát hành công cụ nợ trên thị trường vốn quốc tế, dẫn đến việc nhà đầu tư gặp khó khăn trong phân

loại và đánh giá giữa các hồ sơ tín nhiệm của đơn vị phát hành công cụ nợ, đặc biệt đối với nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, xếp hạng theo các tổ chức quốc tế chỉ có tác dụng lớn đối với thị trường vốn quốc tế và không có nhiều ý nghĩa đối với thị trường vốn nội địa.

6. **Chính phủ đang nỗ lực để cải thiện mức điểm xếp hạng tín nhiệm quốc gia:** Việc cải thiện thứ hạng này sẽ mở ra nhiều con đường phát triển mới, cho Việt Nam cũng như khu vực doanh nghiệp trong nước, nhất là về chi phí vốn cũng như dòng vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam.

Vào ngày 31/3/2022, Phó Thủ tướng Chính phủ Lê Minh Khái đã ký ban hành Quyết định số 412/QĐ-TTg phê duyệt “Đề án Cải thiện xếp hạng tín nhiệm quốc gia tới năm 2030” với mục tiêu cụ thể đến năm 2030 đạt mức xếp hạng tín nhiệm từ BBB- (đối với S&P và Fitch) và Baa3 (đối với Moody’s) trở lên.

Việc nâng hạng lên BB+ là tín hiệu đáng mừng và đã góp phần đưa mục tiêu BBB- đến năm 2030 của Chính phủ có tính khả thi cao hơn nhiều. Theo chúng tôi quan sát, nếu như các tiêu chí tiếp tục được cải thiện thì chúng ta có thể về đích mục tiêu này sớm hơn vào 2025. Tuy nhiên, để đạt được mục tiêu trên sớm hơn, bên cạnh sự thay đổi nội tại mang tính cơ bản của nền kinh tế Việt Nam thì chúng tôi thấy có những yếu tố sau đây nên được lưu ý:

- Tăng cường minh bạch thông tin và dữ liệu về kinh tế - tài chính theo 5 nhóm tiêu chí đánh giá như trình bày ở trên, cả về số lượng và chất lượng. Theo báo cáo của S&P, Việt Nam còn nhiều khoảng trống về dữ liệu, độ trễ trong các báo cáo và chưa có độ chính xác cao.
- Nâng cao chất lượng dữ liệu nợ nước ngoài, do số liệu này của Việt Nam còn thiếu đồng nhất và có một vài sai số. S&P nhận định rằng thiếu hụt dữ liệu về vị thế đầu tư quốc tế có thể khiến việc đánh giá rủi ro nợ nước ngoài thiếu chính xác.
- Cải thiện hơn nữa về chính sách và thể chế bao gồm tăng cường khả năng vận hành chủ động của Ngân hàng Nhà nước (“NHNN”) trong các chính sách tiền tệ. S&P cho rằng năng lực của NHNN có thể được cải thiện để hỗ trợ phát triển kinh tế bền vững và hỗ trợ nền kinh tế trước những cú sốc kinh tế và tài chính.
- Lưu ý tới rủi ro tiềm tàng trong hệ thống ngân hàng đang ở mức vừa phải, bởi quy mô tín dụng của hệ thống so với GDP (hơn 150%) đang ở mức lớn so với quy mô phát triển của quốc gia và được xếp vào nhóm 9 trong Đánh giá Rủi ro tín dụng ngành Ngân hàng của S&P (1-10 từ thấp đến cao).

7. **Mức BB+ của S&P khác với mức BB+ theo thang điểm nội địa của FiinRatings đang áp dụng tại Việt Nam ra sao?** Mặc dù có sử dụng ký hiệu xếp hạng giống nhau nhưng các kết quả xếp hạng của các tổ chức quốc tế như S&P và Moody’s là hệ thống xếp hạng quốc tế. Tức là họ so sánh điểm tín dụng, hay nói cách khác là năng lực trả nợ của Việt Nam trong mối tương quan với các thị trường khác trên thế giới, từ các thị trường phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản, Singapore cho đến các thị trường mới nổi và cận biên như Việt Nam.

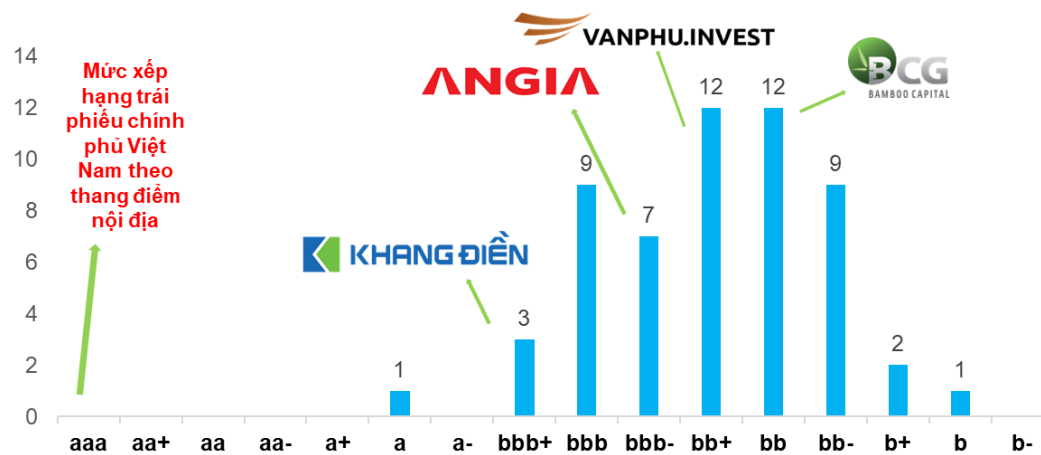
Trong khi đó, thang điểm xếp hạng nội địa của FiinRatings được xây dựng để so sánh khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính của các doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh của Việt Nam trong tất cả các ngành nghề khác nhau, sử dụng cơ sở dữ liệu chuẩn so sánh của Việt Nam. Theo đó, mức xếp hạng quốc gia (và cũng chính là mức

xếp hạng của trái phiếu Chính phủ Việt Nam) theo thang điểm nội địa được xác định ở mức cao nhất là AAA và kết quả xếp hạng của tất cả các doanh nghiệp trong và ngoài nước đang hoạt động tại Việt Nam sẽ được neo theo mức điểm đó. *Xem minh họa Biểu đồ 1.*

Có nhiều ý kiến cho rằng lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm của Việt Nam hiện nay trong nước chỉ dưới 3%/năm tính theo đồng nội tệ VND, và thậm chí còn thấp hơn lãi suất với công cụ nợ tương tự của Chính phủ Mỹ tính theo USD trong khi mức xếp hạng tín nhiệm theo thang điểm quốc tế của Việt Nam lại thấp hơn nhiều so với AAA của Chính phủ Mỹ.

Lý giải cho điều này, kết quả xếp hạng BB+ của S&P chỉ áp dụng cho các nhà đầu tư quốc tế và hầu như không có giá trị với thị trường vốn nội địa, khi mà các yếu tố tác động đến quyết định của nhà đầu tư trong nước dựa hoàn toàn vào các yếu tố của môi trường vốn nội địa. Bên cạnh đó, thị trường vốn Việt Nam và thị trường quốc tế vẫn chưa thực sự liên thông ở mức cao. Thực tế một ngân hàng Việt Nam nếu thừa thanh khoản tiền VND thì có thể đầu tư vào trái phiếu Chính phủ Việt Nam ở mức khoảng 3%/năm cho kỳ hạn 10 năm chứ không thể áp dụng chuẩn mực quản trị rủi ro quốc tế để đòi hỏi một mức lãi suất 6-8% với mức định giá rủi ro theo chuẩn quốc tế.

Biểu đồ 1: Mức xếp hạng trái phiếu Chính phủ Việt Nam theo thang điểm nội địa so với mức xếp hạng của một số DN BĐS dân cư niêm yết



Nguồn: FiiRatings.

Ghi chú: ngoại trừ các nhà phát hành có tên hoặc logo ở trên Biểu đồ, đây không phải là kết quả xếp hạng tín nhiệm cuối cùng mà FiiRatings thực hiện. Để thực hiện và có kết quả xếp hạng chính thức, chúng tôi cần thực hiện các phân tích định tính, bao gồm phỏng vấn với ban lãnh đạo doanh nghiệp, thẩm định tài chính và đánh giá những đặc thù trong mô hình kinh doanh của từng doanh nghiệp cụ thể.

8. **Doanh nghiệp Việt Nam nên tận dụng sự thay đổi này ra sao?** Do mức trần được nâng lên BB+, chúng tôi dự báo sẽ có một số doanh nghiệp của Việt Nam có thể sẽ sớm được nâng hạng theo. Huy động vốn trên thị trường quốc tế sẽ góp phần đa dạng hóa kênh huy động vốn của nhiều doanh nghiệp Việt Nam. Bởi dữ liệu của chúng tôi chỉ ra mức lãi suất huy động (tính cả phí bảo lãnh) của nhiều DN BĐS ở mức rất cao, lên tới gần 7,4% bằng USD, cao hơn đáng kể nếu so với một số doanh nghiệp trong cùng ngành ở các quốc gia trong khu vực có điểm BBB hoặc A như chỉ ra ở trên.

Do đó, nhất là trong bối cảnh tỷ giá có xu hướng gia tăng, nghĩa vụ nợ bằng ngoại tệ có thể tăng theo và dẫn đến phát sinh lỗ tỷ giá cho các khoản vay hoặc trái phiếu bằng ngoại tệ, thị trường vốn nội địa vẫn là ưu tiên chính trong chiến lược vốn của doanh nghiệp Việt Nam. Do vậy, doanh nghiệp nên chú trọng nhiều hơn đến việc xây dựng

năng lực tín dụng với thị trường vốn nội địa, bao gồm cả kênh huy động trái phiếu doanh nghiệp.

Tiềm năng vốn của thị trường nội địa còn rất lớn với hơn 5 triệu tỷ VND số dư tiền gửi trong hệ thống ngân hàng và nhiều định chế tài chính, tín dụng, bảo hiểm, v.v. vẫn cần đa dạng hóa kênh đầu tư ngoài trái phiếu chính phủ Việt Nam. Bởi vậy công tác cải thiện hồ sơ tín dụng, cải thiện minh bạch công bố thông tin, trong đó xem xét thực hiện xếp hạng tín nhiệm nội địa, sẽ góp phần cho sự thành công của một chiến lược vốn tối ƯU.

Lưu ý: Tài liệu này không phải báo cáo đưa ra ý kiến xếp hạng tín nhiệm. Những phân tích và bình luận trong báo cáo này hoàn toàn dựa trên hiểu biết của FiiRatings. Mặc dù FiiRatings có hợp tác kỹ thuật với S&P Global Ratings nhưng chúng tôi không tham gia hỗ trợ S&P trong các phân tích, đánh giá và đưa ra ý kiến về xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam được thực hiện bởi S&P Global Ratings.

Tuyên bố Bản quyền và Miễn trách nhiệm bởi FiinGroup và FiinRatings

- Tài liệu này được soạn lập bởi Công ty Cổ phần FiinGroup chỉ nhằm mục đích tham khảo. Tài liệu này không đưa ra khuyến nghị mua bán hay nắm giữ bất kỳ cổ phiếu, trái phiếu nào hay cho giao dịch cụ thể nào.
- Thông tin trong báo cáo này, bao gồm dữ liệu, biểu đồ, bảng biểu, ý kiến phân tích và nhận định của FiinGroup được sử dụng với tính chất tham khảo tùy theo quyết định và rủi ro của quý vị. FiinGroup sẽ không chịu trách nhiệm về bất cứ tổn thất hay hậu quả gì có thể được gây ra từ việc sử dụng các thông tin trong báo cáo này.
- Tài liệu này có thể được thay đổi mà không có sự thông báo trước. Nội dung và các nhận định trong báo cáo này có thể bị thay đổi hoặc lỗi thời tùy theo tình hình thực tế và những thông tin bổ sung mà chúng tôi có được. FiinGroup sẽ không có trách nhiệm phải cập nhật, sửa đổi và bổ sung nội dung theo những thay đổi đó.
- Toàn bộ các thông tin này được soạn lập và xử lý dựa trên các thông tin đại chúng và các nguồn khác mà FiinGroup có được, chúng tôi đã không có các thủ tục thực hiện xác minh độc lập về tính chính xác, đầy đủ hoặc tính phù hợp cho việc sử dụng và chúng tôi không cam kết về tính chính xác của những thông tin đó.
- Công ty Cổ phần FiinGroup có quyền sở hữu bản quyền về tài liệu này và toàn bộ nội dung trong báo cáo. Tài liệu này được bảo hộ theo quy định của pháp luật về bản quyền tại Việt Nam và các quốc gia khác theo hiệp ước giữa Việt Nam và các nước.
- Không có nội dung nào bao gồm dữ liệu, biểu đồ, bảng biểu, mô hình, và nhận định trong báo cáo này có thể được tái bản, sao chép, sửa đổi, thương mại hóa, công bố dù toàn bộ hay từng phần dưới bất kỳ hình thức nào nếu như không có sự chấp thuận của FiinGroup.
- FiinGroup là công ty chuyên về dịch vụ thông tin phân tích tài chính và định mức tín nhiệm theo giấy phép số 02/GXN-XHTN của Bộ Tài chính Việt Nam ngày 30/3/2020. Theo đó, FiinGroup không tham gia và không được phép tham gia vào các hoạt động môi giới và tư vấn chứng khoán, dịch vụ ngân hàng và dịch vụ kiểm toán. Chúng tôi duy trì hệ thống kiểm soát nhằm đảm bảo tất cả các giám đốc, quản lý và nhân viên tuân thủ các quy định này cũng như tránh xung đột về mâu thuẫn lợi ích nhằm đảm bảo tính độc lập tuyệt đối trong bất kỳ hoạt động nào của chúng tôi.
- FIINRATINGS, FIIN, và FIINGROUP là các nhãn hiệu đã đăng ký bản quyền thuộc Công Ty Cổ Phần FiinGroup.