

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

ĐƯỜNG CONG LỢI SUẤT “ĐẢO NGƯỢC” – ĐẾM NGƯỢC THỜI GIAN VỚI FED



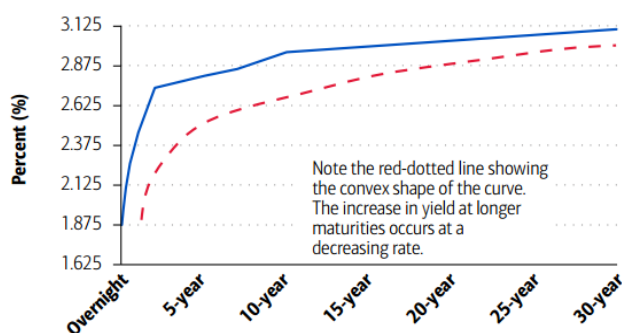
- ❖ Hiện đường lợi suất đảo ngược là nguy hiểm và Fed đang phản ứng chậm
- ❖ Fed buộc phải giảm lãi suất và có thể giảm ít nhất 2 lần trong năm nay
- ❖ Nếu suy thoái diễn ra thì độ trễ sẽ dài hơn so với trong quá khứ
- ❖ Rủi ro suy thoái xảy ra với kinh tế Mỹ chưa cao trong 2019-2020 và TTCK Mỹ vẫn còn dư địa tăng trưởng

ĐƯỜNG CONG LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU VÀ CẶP KỲ HẠN ĐƯỢC THAM CHIẾU

❖ Định nghĩa đường cong lợi suất

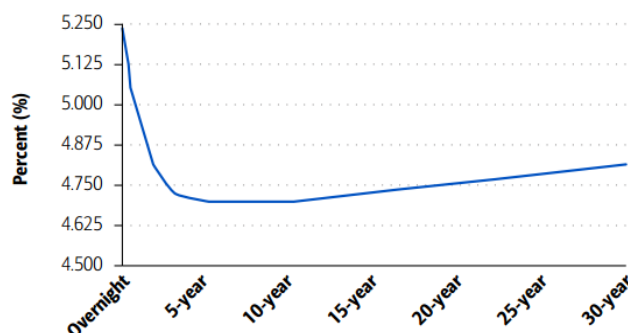
Đường cong lợi suất là đồ thị mô tả mối quan hệ giữa lợi suất và kì hạn của trái phiếu. Trong môi trường bình thường, lợi suất trái phiếu kì hạn dài thường sẽ cao hơn các kì hạn ngắn để bù đắp cho những rủi ro tiềm ẩn của trái phiếu kì hạn dài – bao gồm rủi ro lạm phát, thanh khoản và biến động giá. Khi đó, đường cong lợi suất sẽ có hình dạng dốc lên hay được gọi là đường cong “bình thường”. Ngược lại, trong một số trường hợp, lợi suất trái phiếu kì hạn dài có thể thấp hơn kì hạn ngắn, tạo ra đường cong “đảo ngược” theo chiều dốc xuống.

Biểu đồ 1: Đường cong lợi suất “bình thường” trong tháng 9/2018



Nguồn: Bloomberg, số liệu vào ngày 12/09/2018

Biểu đồ 2: Đường cong lợi suất “đảo ngược” trong tháng 1/2007



Nguồn: Bloomberg, số liệu vào ngày 01/01/2007

❖ Những cặp kì hạn hay được tham chiếu

1. Chênh lệch lợi suất cặp 2 năm/ 10 năm (2y/10ys)

- 2y/10ys biểu thị sự chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu kì hạn 10 năm và kì hạn 2 năm.
- 2y/10ys thu hút sự quan tâm đặc biệt của những chuyên gia phân tích thị trường, nhà đầu tư, công ty quản lý quỹ bởi đây là hai kì hạn trái phiếu được giao dịch phổ biến trên thị trường.

2. Chênh lệch lợi suất cặp 3 tháng/ 10 năm (3m/10ys)

- 3m/10ys biểu thị sự chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu kì hạn 10 năm và tín phiếu kì hạn 3 tháng.
- 3m/10ys thường được xem như là thước đo đối với các chuyên gia kinh tế và nhà hoạch định chính sách (Fed) bởi những nghiên cứu học thuật chuyên sâu và tính chính xác của trong dự báo kinh tế trước đó.

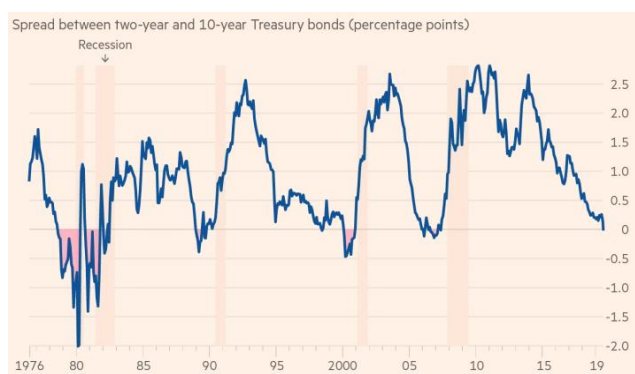
3. Chênh lệch lợi suất **Fed Funds/ 10 năm (FF/10ys)**

- FF/10ys biểu thị sự chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu kì hạn 10 năm và lãi suất liên bang (Fed Funds Rate - FFR).
- FF/10ys thường được sử dụng bởi các nhà hoạch định chính sách và FF/10ys khá tương đồng với 3m/10ys bởi kì hạn ngắn 3m thường có những phản ứng nhanh chóng trước biến động của FFR.
- Đây cũng là tham chiếu chính thức được đưa vào bộ chỉ số vĩ mô dẫn dắt (Leading indicator) trong danh mục đánh giá dự báo kinh tế Mỹ - Conference Board Leading Economic Index.

Trong bài này, **chúng tôi sẽ theo dõi cặp 2y/10ys bởi độ chính xác và ít bị nhiễu của nó trong quá khứ**. Dựa trên dữ liệu lịch sử từ 1978, Credit Suisse cũng đã chỉ ra một số điểm đáng chú ý:

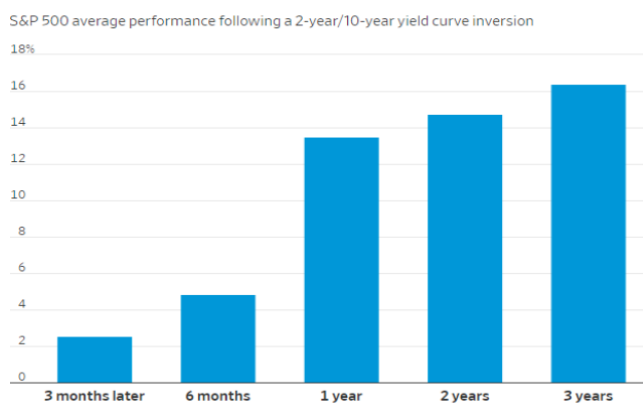
- 5 lần gần nhất đường cong 2y/10ys “đảo ngược” đều dẫn tới suy thoái kinh tế.
- Thời gian trung bình để suy thoái xảy ra sau khi đường cong 2y/10ys “đảo ngược” là 22 tháng (dao động trung bình từ 10 tháng đến 3 năm).
- Chỉ số S&P 500 tăng trung bình 12% trong khoảng thời gian 1 năm sau khi đường cong 2y/10ys đảo ngược.
- Sau khoảng 6-18 tháng thì TTCK Mỹ mới đảo chiều và tạo lợi nhuận âm. Nếu tính trong 12 lần đường cong 2y/10ys “đảo ngược”, chỉ báo này cũng dự báo chính xác suy thoái trong 9 lần.

Biểu đồ 3: Đường cong 2y/10ys “đảo ngược” trong quá khứ



Nguồn: Bộ Tài Chính Mỹ, FT

Biểu đồ 4: Diễn biến của S&P 500 sau khi đường cong 2y/10ys “đảo ngược”



Nguồn: Dow Jones Market Data

YẾU TỐ TÁC ĐỘNG VÀ 2 KỊCH BẢN DẪN ĐẾN HIỆN TƯỢNG “ĐẢO NGƯỢC”

❖ Những yếu tố tác động đến đường cong lợi suất

Hình dáng của đường cong lợi suất được quyết định bởi hai nhân tố chính: **Fed** và **thị trường**.

Cụ thể, chính sách điều hành tiền tệ của Fed tác động mạnh nhất về phía đầu **kỳ hạn ngắn** của đường cong bởi lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn đặc biệt nhạy cảm với những quyết định nâng/hạ FFR của Fed.

Ở phía đối diện, tâm lý thị trường lại kiểm soát phía đầu **kỳ hạn dài** của đường cong. Hiểu một cách đơn giản, nếu nhà đầu tư tin rằng kinh tế Mỹ ở trong trạng thái tốt, lạm phát tăng cao, họ sẽ giảm tỷ trọng nắm giữ trái phiếu kỳ hạn dài (10 năm) và đầu tư nhiều vào tài sản rủi ro. Khi nhu cầu trái phiếu kỳ hạn dài giảm, lợi suất trái phiếu sẽ tăng (Mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa nhu cầu trái phiếu và lợi suất trái phiếu). Ngược lại, nếu nhà đầu tư tin rằng triển vọng kinh tế sẽ xấu đi và lạm phát giảm sút, nhu cầu trái phiếu kỳ hạn dài sẽ tăng lên, đẩy lợi suất trái phiếu kỳ hạn này giảm xuống.

Nói một cách khác, khi nhà đầu tư cho rằng suy thoái đang tới gần, họ kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất nhiều hơn khiến mặt bằng lợi suất sẽ giảm. Bởi kỳ vọng như vậy, họ sẽ chấp nhận mua trái phiếu dài với lợi suất thấp để đổi lại lợi nhuận từ tăng giá của trái phiếu (“capital gain”) khi lãi suất giảm.

❖ Hiện tượng đường cong đảo ngược xảy ra khi nào?

Có 2 trường hợp dẫn tới hiện tượng này:

1. Trường hợp “xuống giá thoải dần” (“*Bear Flattner*”)

Đây là trường hợp diễn ra phổ biến ở trong những lần đảo ngược trước. Khủng hoảng theo sau thường là kết quả của việc Fed nâng lãi suất, dẫn tới lợi suất kỳ hạn ngắn tăng nhanh hơn so với kỳ hạn dài (khi cả 2 đường lợi suất đang đi lên – tương ứng giá trái phiếu đang giảm).

2. Trường hợp “lên giá thoải dần” (“*Bull Flattner*”)

Đây là trường hợp hiếm gặp của đường cong đảo ngược, diễn ra khi lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài giảm mạnh hơn kỳ hạn ngắn (khi cả 2 đường lợi suất đang đi xuống – tương ứng giá trái phiếu đang tăng).

Chúng tôi cho rằng, trường hợp 1 xảy ra khi nền kinh tế tăng trưởng quá nóng và FED phải tăng lãi suất để hạ nhiệt, dẫn đến lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn tăng nhanh hơn. Việc tăng lãi suất của FED thường gây ra khó khăn thanh khoản cho thị trường, chi phí vốn vay tăng cao và gây ra đổ vỡ đối với 1 số DN. Nói chung **trong lần này, FED là người đóng vai trò chính**.

Trong khi đó, trường hợp 2 xảy ra lại chủ yếu do tâm lý bi quan của thị trường, lo ngại sẽ xảy ra suy thoái, từ đó nảy sinh những kỳ vọng/dự đoán về xu hướng giảm của lãi suất cũng như khả năng hạ lãi suất của NHTW, dẫn đến lợi suất

trái phiếu kỳ hạn dài giảm mạnh hơn. Nói chung trong lần này, không phải FED mà **tâm lý bi quan của thị trường mới là yếu tố chi phối, đóng vai trò chính.**

SỰ ĐẶC BIỆT CỦA HIỆN TƯỢNG ĐẢO NGƯỢC LẦN NÀY

❖ Bối cảnh

Vào rạng sáng thứ 4 (21/08/19), hiện tượng đường cong lợi suất đảo ngược đã xảy ra với cặp kỳ hạn 2y/10ys – đánh dấu lần xảy ra đầu tiên kể từ năm 2007. Dù hiện tượng “đảo ngược” chỉ diễn ra chớp nhoáng trong khoảng thời gian thanh khoản mỏng, nhưng đây được xem là tín hiệu cảnh báo sớm cho thị trường. Sự kiện càng được trầm trọng hóa với việc lợi suất trái phiếu 30 năm của Mỹ trong ngày chạm mức thấp nhất trong lịch sử.

HSBC cũng đã chỉ ra những quan sát đáng chú ý ở thị trường trái phiếu:

- Những diễn biến đột biến trong những tháng thanh khoản kém (như tháng 8 hiện tại) rất dễ dẫn tới hiện tượng “đảo ngược” đối với đường cong lợi suất.
- Chưa từng có tiền lệ đường cong “đảo ngược” trong môi trường lãi suất thấp.

Đối chiếu với 2 trường hợp đề cập ở trên, **hiện tượng đường cong đảo ngược lần này được phân loại vào trường hợp “lên giá thoải dần” (“Bull Flattner”),** khác biệt so với đa số những lần đảo ngược dẫn tới suy thoái trong quá khứ, được phân loại vào trường hợp “xuống giá thoải dần” (“Bear Flattner”). Như vậy, điểm chúng tôi muốn nhấn mạnh ở đây là **tâm lý bi quan của thị trường đang là nguyên nhân và đóng vai trò chi phối chính.**

Biểu đồ 5: Hình dáng đường cong lợi suất trái phiếu Mỹ khác biệt ở thời điểm hiện tại



Nguồn: Bloomberg

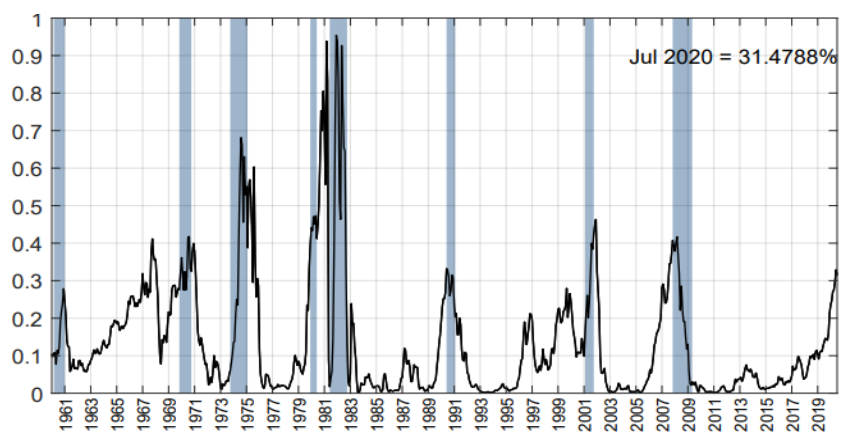
❖ Nguyên nhân

Tâm lý thị trường rất tiêu cực với mức lo ngại rủi ro tăng lên (“risk averse”), phản ánh những quan ngại về sự chậm lại của kinh tế toàn cầu và kinh tế Mỹ, có thể dẫn tới suy thoái cho kinh tế Mỹ trong thời gian tới.

- Kinh tế toàn cầu tiếp tục cho thấy những dấu hiệu đáng lo ngại. GDP Q2 đã rơi xuống mức âm ở các nước Đức, Anh, Singapore, Hongkong và Thụy Điển. Ngoài ra, dữ liệu kinh tế Trung Quốc cũng gây thất vọng với dữ liệu tăng trưởng kém hơn so với kì vọng trong tháng 7 ở tăng trưởng tín dụng (“credit growth”), sản xuất công nghiệp (“industrial production”), chi tiêu đầu tư (“investment spending”) và doanh số bán lẻ (“retail sales”). Cùng với đó, kinh tế toàn cầu vẫn đang phải đối mặt với áp lực gia tăng từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung, những rủi ro của Brexit cứng (“hard Brexit”) khiến cho kinh tế toàn cầu khó có thể tiếp nối xu hướng hồi phục trong thời gian tới.
- Kinh tế Mỹ cũng không tránh khỏi tăng trưởng chậm lại trong Q2. Bên cạnh đó, hoạt động đầu tư tăng mạnh trước đó (cuối năm 2017 và đầu năm 2018) nhờ chính sách cắt giảm thuế trong năm 2017, đã tăng chậm lại rõ rệt, thậm chí suy giảm trong Q2 vừa qua.

Sự lo ngại suy thoái còn được gia tăng hơn khi nhà đầu tư nhìn vào chỉ báo suy thoái của Fed New York. Fed New York đã xây dựng bộ chỉ báo suy thoái trong 12 tháng tới dựa trên đường cong lợi suất trái phiếu. Dữ liệu gần nhất cho thấy một cuộc suy thoái có thể đang tới gần với chỉ báo đang ở ngưỡng báo động. Nói một cách khác, nếu cuộc suy thoái không xảy ra thì đây sẽ là xác suất báo hiệu khủng hoảng cao nhất mà không dẫn tới khủng hoảng trong 50 năm qua.

Biểu đồ 6: Xác suất xảy ra khủng hoảng theo mô hình dựa trên đường cong lợi suất của Fed New York



Nguồn: Federal Reserve Bank of New York

PHẢN BIỆN VỀ ĐƯỜNG CONG ĐẢO NGƯỢC TẠI THỜI ĐIỂM HIỆN TẠI

❖ Tác động của các chương trình QE

Hai nhà kinh tế học nổi tiếng, cựu chủ tịch Fed ông Ben Bernanke và bà Janet Yellen, gần đây đã có những phát biểu đánh giá thấp độ tin cậy của chỉ báo đường cong “đảo ngược” lần này trong việc dự báo suy thoái. *“Nguyên nhân là do sự xuất hiện của **nhiều yếu tố khác** ngoài kì vọng lãi suất của thị trường đẩy lợi suất kì hạn dài xuống”*, bà Yellen phát biểu trên kênh Fox Business Network. Yếu tố khác làm lệch lạc thị trường được chỉ tới ở đây là chương trình nới lỏng QE và những thay đổi trong những quy định pháp luật.

Trong đợt khủng hoảng kinh tế 2007-2008, Fed đã khởi động một chương trình mua trái phiếu chính phủ kì hạn dài chưa từng có trên thị trường, qua đó đẩy lợi suất trái phiếu kì hạn dài xuống thấp. Dù Fed cũng đã bắt đầu giảm bớt kích cỡ bảng cân đối kế toán (*“Balance Sheet”*) của mình nhưng mức giảm còn khiêm tốn và kích cỡ bảng cân đối kế toán hiện là rất lớn. Bởi vậy, có thể lập luận rằng chính sách mua trái phiếu của Fed đã khiến nguồn cung trái phiếu kì hạn dài trên thị trường giảm và từ đó làm cho lợi suất trái phiếu kì hạn dài (cụ thể là kì hạn 10 năm) thấp hơn so với thực chất.

Fed giải thích bằng cách sử dụng thuật ngữ **“term premium”**, cho rằng QE có thể tác động lên **“term premium”** và làm méo mó sợi dây liên kết giữa đường cong lợi suất và chu kỳ kinh tế. Hiểu một cách đơn giản, lợi suất trái phiếu dài hạn được xác định bởi kì vọng của nhà đầu tư về lãi suất và **“term premium”** – mức phí bù thêm vào lợi suất để bù đắp rủi ro lạm phát, lãi suất, thanh khoản và tín dụng. Vào tháng 12 năm ngoái, bà Yellen có chia sẻ rằng **“term premium”** hiện đang ở mức thấp, gần với 0, hàm ý rằng đường cong lợi suất nhiều khả năng thoải hơn so với quá khứ nên đường cong này dễ bị **“đảo ngược hơn”**.

Bên cạnh đó, cũng có một lập luận rằng khi mà lãi suất điều hành duy trì ở mức thấp như hiện tại, lợi suất kì hạn dài ở mức thấp không nhất thiết phản ánh triển vọng tiêu cực của nền kinh tế mà đơn giản chỉ phản ánh một mặt bằng lãi suất mới bình thường.

Nếu những lần “đảo ngược” trước diễn ra trong môi trường lãi suất cao thì lần “đảo ngược” này diễn ra trong môi trường lãi suất thấp – hiện tượng thị trường chưa từng trải qua. Bởi vậy, dù có thể xuất hiện nhiều yếu tố báo động và không bền vững nhưng nhiều nhà kinh tế học bác bỏ rằng một cuộc suy thoái sẽ xảy ra trong thời gian tới.

❖ Xu hướng săn tìm “lợi suất cao” (**“yield hunting”**)

Một cựu chủ tịch Fed khác, ông Alan Greenspan, gần đây cũng có những nhận định đáng chú ý: *“Đang có hiện tượng tìm kiếm chênh lệnh ở phạm vi toàn cầu (**“international arbitrage”**) trên thị trường trái phiếu, khiến lợi suất trái phiếu kì hạn dài sụt giảm. Không có một rào cản cho lợi suất vượt qua ngưỡng*

0. Ngưỡng 0 không có một ý nghĩa gì ngoài việc là một ngưỡng nhất định”.

Hiện tượng tìm kiếm chênh lệch ông Greenspan nói tới là hiện tượng gia tăng mua trái phiếu kì hạn dài của Mỹ từ các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các công ty bảo hiểm, bởi chênh lệch lợi suất trái phiếu Mỹ và phần còn lại của thế giới là lớn và hấp dẫn. Cần nhớ rằng, theo Deutsche Bank, khoảng 15 nghìn tỷ USD trái phiếu chính phủ trên toàn cầu (chiếm 25% toàn thị trường), đang giao dịch ở lợi suất âm. Con số này tăng gấp 3 lần so với tháng 10 năm ngoái.

Chưa có những tín hiệu rằng môi trường trái phiếu toàn cầu sẽ thay đổi trong thời gian tới. Ngược lại, NHTW châu Âu (ECB) có khả năng sẽ tiếp tục giảm lãi suất và khởi động lại quá trình QE dù cho lãi suất điều hành của họ hiện đã âm. Ở Đức, trái phiếu chính phủ kì hạn 30 năm đã rơi xuống mức âm lần đầu tiên trong lịch sử. Ảnh hưởng bởi các chính sách nới lỏng toàn cầu, bởi vậy, nhu cầu mua trái phiếu Mỹ vẫn sẽ lớn và xu hướng giảm của lợi suất trái phiếu kì hạn dài của Mỹ (10 năm) có thể sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới.

NHẬN ĐỊNH CỦA KBSV

❖ Hiện tượng lợi suất đảo ngược là nguy hiểm và Fed đang phản ứng chậm

Chúng tôi muốn nhấn mạnh hiện tượng **“self-fulfilling prophecy”** của đường cong “đảo ngược” – nghĩa là nếu thị trường dự báo và tin rằng suy thoái sẽ đến thì niềm tin này sẽ dẫn đến suy thoái. Một nghiên cứu của Fed New York công bố vào 2010 đã chỉ ra rằng đường cong “đảo ngược” khiến lợi suất kì hạn dài giảm, qua đó, sẽ giảm đi biên lợi nhuận kiếm được trên những khoản tín dụng kì hạn dài tạo ra của những công ty tài chính, đặc biệt là ngân hàng. Điều này khiến họ không có động lực để mở rộng bảng cân đối kế toán (“Balance Sheet”) bằng việc cung cấp những khoản vay mới. Bởi vậy, nguồn cung tín dụng bị thắt chặt khiến rủi ro suy thoái gia tăng.

Đã có rất nhiều bài học trong quá khứ khi Fed phớt lờ thị trường, dẫn tới suy thoái. Cụ thể, trước khi khủng hoảng 2008 xảy ra, Fed đã thực hiện quá trình nâng lãi suất với kì vọng lợi suất kì hạn dài tăng. Tuy nhiên lợi suất kì hạn dài lại giảm, khiến Fed không tìm được lời giải thích hợp lý – chủ tịch Fed lúc bấy giờ, ông Greenspan gọi là **“conundrum”** – và cho rằng thị trường trái phiếu đang có những biểu hiện vô lí. Bởi vậy, khi đường cong trái phiếu “đảo ngược” trong tháng 12/2006, Fed và các nhà kinh tế học đã phớt lờ tín hiệu này. FFR được giữ nguyên ở 5.25% sang tháng 6 năm sau trước khi thừa nhận rằng triển vọng kinh tế không được khả quan và dè dặt giảm lãi suất. Nước Mỹ sau đó bước vào suy thoái cuối năm 2007 với FFR vẫn ở mức cao 4.25%. Mặc dù Fed phản ứng cắt lãi suất mạnh mẽ sau đó nhưng cũng không cứu được Mỹ tránh khỏi cuộc suy thoái sâu, biến thành khủng hoảng. Một điều nhìn thấy được đó là Fed thắt chặt chính sách tiền tệ quá lâu và nới lỏng quá muộn.

Trở lại thời điểm hiện tại, chúng ta có thể cảm nhận một số tín hiệu tương đồng khi Fed nâng lãi suất vào cuối năm ngoái nhưng lợi suất trái phiếu dài hạn lại tăng thoải dần. Dù Fed sau đó đã dừng nâng lãi suất và quay đầu giảm

lãi suất 0.25% nhưng hành động này vẫn khá thận trọng và chưa đủ mức thỏa mãn thị trường, khiến lợi suất kì hạn 10 năm của Mỹ tiếp tục giảm. Đến khi hiện tượng đường cong đảo ngược xuất hiện trở lại thì rõ ràng Fed đang bị tụt lại đằng sau thay vì đi trước thị trường.

❖ Fed buộc phải giảm lãi suất và có thể giảm ít nhất 2 lần trong năm nay

Chúng tôi cho rằng Fed khó thể tránh khỏi xu hướng lãi suất thấp, thậm chí là âm trên toàn cầu. Sức ép từ tìm kiếm chênh lệch lợi nhuận là lớn, sẽ đẩy chênh lệch lợi suất trái phiếu giữa Mỹ và các nước khác thu hẹp dần, và cuối cùng sẽ kéo lợi suất trái phiếu dài hạn của Mỹ xuống. Ngoài ra, chúng tôi nhìn nhận rằng thị trường tài chính hiện đã trở nên quá lớn (một phần do QE đẩy giá trị tài sản lên) khiến cho diễn biến thị trường tài chính có thể đang tạo khoảng cách với nền kinh tế. Trong một môi trường toàn cầu, dù kinh tế Mỹ không cho thấy dấu hiệu suy thoái rõ rệt nhưng Fed không còn lựa chọn nào khác ngoài buộc phải cắt giảm lãi suất bởi những xáo trộn mạnh mẽ của thị trường tài chính sẽ để lại những hậu quả khôn lường đến nền kinh tế.

Để đường cong lợi suất giữ được 1 biên độ an toàn, tránh xuất hiện các “nhịp đảo ngược”, FED cần cắt giảm lãi suất mạnh tay hơn nữa (có thể phải 4 lần nữa – tương đương mức giảm thêm 1% để kéo FFR xuống 1.125%, so với mức 1.6% của lợi suất kỳ hạn 10 năm hiện tại) để đáp ứng kỳ vọng cũng như tạo dựng niềm tin cho thị trường. Nhìn chung, chúng ta có thể kì vọng vì Fed lần này cũng đã nhanh nhạy hơn khi phát đi tín hiệu rằng họ chắc chắn sẽ có những sự thay đổi mạnh mẽ nếu thấy cần thiết.

❖ Nếu suy thoái diễn ra thì độ trễ sẽ dài hơn so với trong quá khứ

Suy thoái kinh tế Mỹ lần này có thể xảy ra nếu FED tiếp tục “chậm nhịp” và một số rủi ro, đặc biệt là chiến tranh thương mại, tiếp tục gia tăng áp lực lên tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, nhìn chung chúng tôi cho rằng độ trễ tính từ thời điểm xuất hiện hiện tượng “đảo ngược” đến khi thực sự xảy ra suy thoái kinh tế sẽ được kéo dài hơn, dựa trên hai lí do:

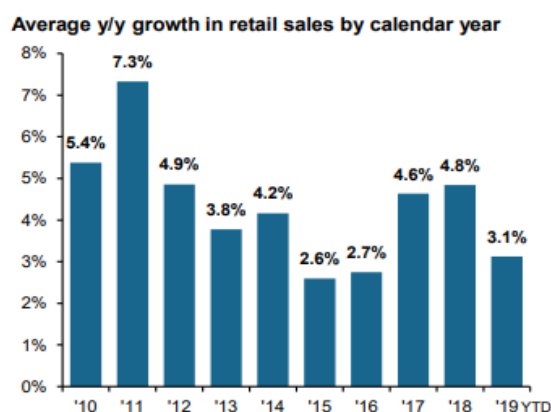
- Hiện tượng “đảo ngược” lần này, ngoài tâm lý bi quan của thị trường, còn do kỳ vọng vào khả năng cắt giảm lãi suất của FED. Bởi vậy, khi Fed hành động, điều chỉnh giảm lãi suất “đủ liều” mà thị trường kỳ vọng, thì lợi suất trái phiếu kì hạn dài sẽ giảm chậm lại và thậm chí có thể xuất hiện những nhịp hồi ngắn. Khi đó hiện tượng lợi suất đảo ngược sẽ tạm thời được giải quyết, từ đó giúp trấn an tâm lý thị trường. Khi tâm lý thị trường được cải thiện, hiệu ứng “**self-fulfilling prophecy**” đề cập ở trên sẽ không còn và kinh tế Mỹ sẽ có thể kéo dài thêm chu kì tăng trưởng.
- Chúng tôi cũng đồng ý với 2 quan điểm phản biện ở trên khi cho rằng các chương trình QE và xu hướng săn tìm lợi suất cao đã dẫn đến mức lợi suất trái phiếu dài hạn của Mỹ đang ở mức thấp hơn tương đối. Hiện tượng đảo ngược có thể đã xảy ra sớm hơn vốn có, đồng nghĩa

với việc chỉ báo về khả năng xảy ra suy thoái kinh tế lần này đã xuất hiện sớm hơn. Bởi vậy, độ trễ đến khi suy thoái kinh tế sẽ có thể kéo dài hơn.

❖ Rủi ro suy thoái xảy ra với kinh tế Mỹ chưa cao trong 2019-2020

Dù quan sát thấy nền kinh tế Mỹ có sự giảm tốc trong tăng trưởng, chúng tôi chưa nhận thấy tín hiệu cho thấy cuộc suy thoái đang đến gần. Khu vực tiêu dùng vẫn cho thấy sự ổn định và bền vững. Cụ thể, tăng trưởng doanh số bán lẻ (chiếm 43% cấu phần của tiêu dùng) vẫn rất tích cực, tăng 0.7% m/m trong tháng 7 và đạt 3.1% YoY, dù đang mất dần đi những kích thích từ chính sách cắt giảm thuế. Tăng trưởng mạnh mẽ của khu vực tiêu dùng - nền tảng của kinh tế Mỹ (chiếm 2/3 GDP), sẽ bù đắp cho những áp lực từ phần còn lại của nền kinh tế, qua đó, giúp kinh tế Mỹ vẫn có thể đạt tăng trưởng khả quan trong năm nay.

Biểu đồ 7 : Tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng năm của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, JP Morgan

Như vậy, khả năng lớn suy thoái của kinh tế Mỹ, nếu xảy ra, sẽ đến từ phần còn lại của thế giới. Quá trình toàn cầu hóa khiến sự tương tác và phụ thuộc giữa các nước tăng lên và mang tới rủi ro cho Mỹ. Chúng tôi cho rằng “chất bán dẫn” quan trọng sẽ là đồng Dollar. Kinh tế Mỹ nổi trội so với các nước khác cùng với chênh lệch lợi suất giữa trái phiếu Mỹ và các nước phát triển khác (đặc biệt là EU), sẽ khiến cho đồng Dollar mạnh lên. Điều này sẽ tác động tiêu cực lên lợi nhuận của các doanh nghiệp Mỹ cùng với việc giảm tính cạnh tranh của các doanh nghiệp xuất khẩu nước này, khiến kinh tế Mỹ giảm sút. Tuy nhiên, cũng cần phải lưu ý, trong lịch sử, chưa có những trường hợp mà yếu tố toàn cầu gây áp lực đẩy Mỹ rơi vào suy thoái.

Vậy, câu hỏi lớn đặt ra hiện tại là suy thoái sẽ xuất phát từ nước nào? Chúng tôi có phần quan ngại đối với kinh tế Trung Quốc với những tín hiệu suy giảm tăng trưởng và thu hẹp tín dụng của Trung Quốc. Tuy nhiên những tín hiệu này chưa đủ mức độ rõ ràng để nhận định thành một xu hướng kéo dài. Dù thừa nhận kinh tế thế giới đang ở trong giai đoạn khó khăn, chúng tôi cho rằng những chính sách nới lỏng tiền tệ sắp tới từ phía EU, Trung Quốc và Mỹ sẽ kéo dài chu kỳ hồi phục, ít nhất là hết năm 2020. Khi đó, tâm lý thị trường trái phiếu

sẽ có sự phục hồi nhất định, thay vì ở trạng thái cực đoan như hiện tại.

Biểu đồ 8: Tăng trưởng cho vay của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

❖ TTCK Mỹ vẫn còn dư địa tăng trưởng

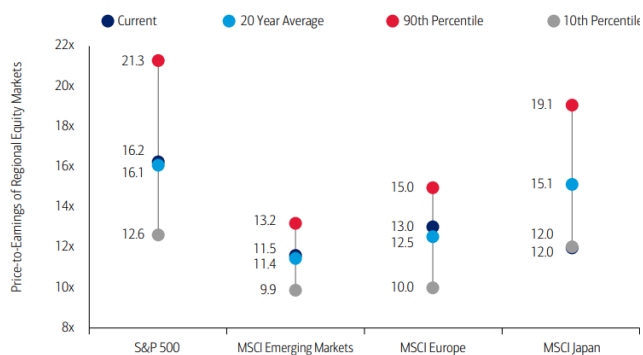
Nhà đầu tư TTCK Mỹ đang ở trong môi trường khá thách thức trong việc đầu tư, trong bối cảnh các lo ngại về triển vọng kinh tế cũng như các rủi ro địa chính trị ngày càng chi phối diễn biến thị trường. Tuy nhiên, môi trường lãi suất thấp trên toàn cầu và xu hướng nới lỏng tiền tệ tiếp diễn trong thời gian tới khiến những tài sản như trái phiếu Mỹ và tiền mặt trở nên kém hấp dẫn. Bên cạnh đó, những tín hiệu về suy thoái tính đến thời điểm hiện tại, tương tự như hiện tượng “đường cong lợi suất đảo ngược” mà chúng tôi phân tích ở trên, còn khá mờ hồ, có độ trễ dài và chưa phải tín hiệu đáng tin cậy.

Cần lưu ý rằng trong lịch sử, ngay cả khi suy thoái kinh tế thực sự xảy ra, TTCK Mỹ vẫn có những diễn biến tích cực trong 6-18 tháng sau khi đường cong lợi suất “đảo ngược”. Bank of America cũng chỉ ra rằng TTCK Mỹ vẫn đang ở mức hợp lý ở thời điểm hiện tại (Biểu đồ 9).

Với những lập luận trên, chúng tôi cho rằng việc duy trì 1 quan điểm quá thận trọng (tập trung quá nhiều vào các tài sản an toàn), chưa phải là 1 chiến lược hợp lý ở thời điểm hiện tại. Thay vào đó, việc phân bổ hài hòa giữa tài sản rủi ro và phi rủi ro trong danh mục đầu tư sẽ là 1 chiến lược hợp lý khi mà cân bằng giữa chi phí cơ hội cũng như các yếu tố rủi ro ở thời điểm hiện tại.

Ngoài ra, với hình dáng “đảo ngược” của lợi suất trái phiếu Mỹ hiện tại tương ứng với hình thái “Bull Flattner”, Blackrock cũng đưa ra những gợi ý đầu tư theo ngành dựa trên dữ liệu lịch sử trong 20 năm qua trên TTCK Mỹ (Biểu đồ 10). Theo đó, ngành Y tế (Health Care) và Dịch vụ tiện ích (Utilities) là 2 ngành có diễn biến tích cực trong môi trường “Bull Flattner”.

Biểu đồ 9: Giá trị của TTCK toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, Bank of America; Số liệu ở ngày 14/08/2019

Biểu đồ 10: Lợi nhuận của từng ngành theo hình dáng của đường cong lợi suất trái phiếu

Yield Curve Regime	Average 6 Month Return			
	Risk On		Risk Off	
	Bear Steepener	Bear Flattener	Bull Flattener	Bull Steepener
S&P 500	10.9	5.8	5.6	(5.5)
Technology	14.9	12.1	9.0	(9.3)
Energy	12.3	8.8	1.4	(2.3)
Real Estate	7.6	6.5	7.1	(9.7)
Industrials	14.7	5.2	4.6	(4.9)
Consumer Discretionary	16.2	5.0	6.2	(6.3)
Materials	15.7	4.6	1.1	(3.8)
Financials	13.3	4.1	5.2	(5.9)
Health Care	9.1	3.5	8.0	0.7
Consumer Staples	6.3	2.9	5.8	1.4
Utilities	3.6	2.8	7.3	(4.2)
Telecommunication	6.0	1.0	6.7	(8.2)
Equity Sector Breadth				
% of Positive Returning Sectors	100%	93%	93%	25%
% of Negative Returning Sectors	0%	7%	7%	74%

Nguồn: Thomson Reuter, Blackrock

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi Biểu đồ thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn