

Ngày 17 tháng 06 năm 2011



## CTCP Chứng khoán

### Rồng Việt – VDSC

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

### HỒ QUỐC TUẤN

Kinh tế gia trưởng

[tuqn.hq@vdsc.com.vn](mailto:tuqn.hq@vdsc.com.vn)

### Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

[phan\\_tich@vdsc.com.vn](mailto:phan_tich@vdsc.com.vn)

## MÙA HÈ KHÔNG YÊN ẢO

Trong những tháng mùa hè của năm 2011 này, kinh tế thế giới vẫn đang đối mặt với những diễn biến phức tạp. Ba nền kinh tế lớn trên thế giới, Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc đều đang đối mặt với những vấn đề riêng nhưng lại có khả năng tạo ra ảnh hưởng toàn cầu:

- Mỹ sẽ chấm dứt chương trình nới lỏng định lượng 2 vào tháng 6
- Khủng hoảng nợ công tại Châu Âu lại đang có nguy cơ trở dậy
- Trung Quốc đứng trước sức ép lạm phát và giảm tăng trưởng

Báo cáo này đưa ra một cái nhìn về tác động của những áp lực này đối với kinh tế và thị trường tài chính thế giới.

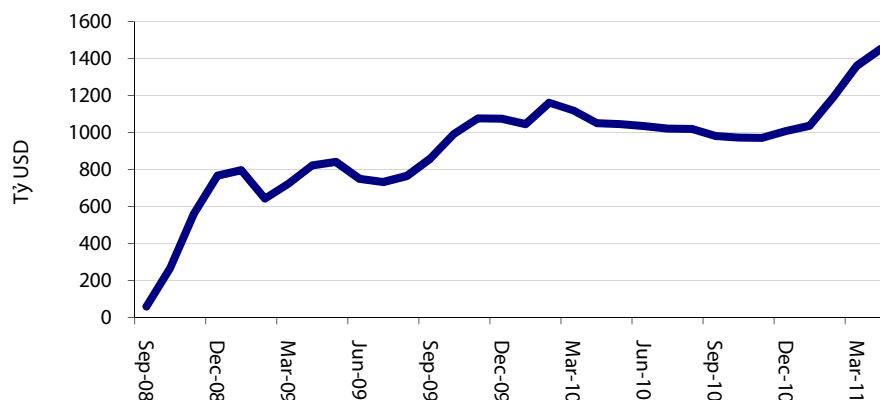
### Kinh tế Mỹ: Liệu việc FED chấm dứt bơm tiền vào kinh tế Mỹ sẽ có tác động lớn?

Theo lộ trình định trước, chương trình nới lỏng định lượng 2 (QE2) của FED dự kiến sẽ kết thúc vào tháng 6 này. Theo chương trình này, kể từ tháng 11 năm 2010, FED mua vào trái phiếu chính phủ Mỹ với giá trị ước tính 600 tỷ USD (tương đương 75 tỷ USD/tháng) và kết thúc chương trình vào tháng 6 năm 2011.

Một số nhà phân tích cho rằng khi chương trình này kết thúc, tốc độ tăng cung tiền trong nền kinh tế Mỹ dự kiến sẽ chậm lại và điều này có thể khiến cho một số hoạt động được thúc đẩy bởi lượng cung tiền lớn này như sự hồi phục của nguồn tiền vào thị trường chứng khoán, các hoạt động vay mượn để mua lại và sáp nhập cũng như hoạt động phát hành trái phiếu của chính phủ và một số công ty lớn ở Mỹ sẽ gặp nhiều trở ngại hơn. Cung tiền tăng chậm hoặc sụt giảm trở lại cũng sẽ có thể ảnh hưởng đến tốc độ hồi phục của kinh tế Mỹ.

Với tình hình nguồn dự trữ thặng dư của các tổ chức nhận tiền gửi tại Mỹ đang ngày một tăng lên, ít có khả năng các ngân hàng thương mại sẽ đẩy mạnh cho vay ra mạnh hơn để bù đắp cho tác động tiêu cực của việc kết thúc chương trình nới lỏng định lượng của FED. Ở một khía cạnh khác, nếu FED ngừng cung tiền ra để mua trái phiếu của chính phủ Mỹ, liệu các ngân hàng thương mại sẽ bỏ tiền ra mua thay vào vị trí của FED? Với mức lãi suất thấp như hiện tại, các ngân hàng sẽ không có nhiều động lực để đẩy mạnh mua vào, đặc biệt là khi họ vẫn còn được trả lãi trên số tiền dự trữ thặng dư.

#### Dự trữ thặng dư của các tổ chức nhận tiền gửi ở Mỹ



*Ghi chú: Dự trữ thặng dư là lượng dự trữ mà các tổ chức nhận tiền gửi giữ lại cao hơn mức được yêu cầu theo qui định. Dự trữ cao phản ánh thực tế là các ngân hàng có xu hướng "tích lũy" dự trữ thay vì đem cho ngân hàng khác vay hoặc tăng hoạt động tín dụng với khách hàng.*

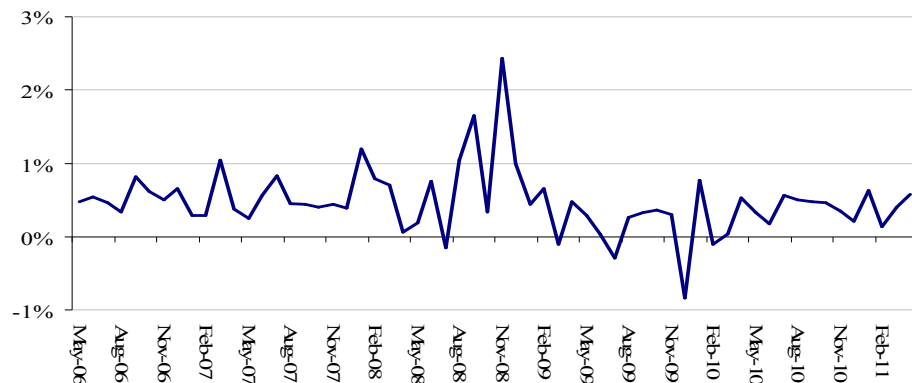
Nguồn: FED

Với việc FED ngừng mua các trái phiếu chính phủ khi chương trình nới lỏng định lượng chấm dứt vào tháng 6, và không có một lực thị trường tương ứng nào tham gia vào để lấp vào chỗ trống này, giá các trái phiếu này sẽ bắt đầu có thể giảm xuống và bắt đầu đẩy lãi suất trái phiếu lên, đồng thời gián tiếp tạo sức ép lên mặt bằng lãi suất nói chung. Điều này có thể tác động bất lợi đối với thị trường cổ phiếu cũng như nền kinh tế. Đây cũng là tác động được dự đoán

theo suy đoán thông thường vì nếu FED dừng chương trình nới lỏng định lượng (nghĩa là giới hạn mức nới lỏng của chính sách tiền tệ) thì về nguyên tắc lãi suất phải bắt đầu tăng lên. Tuy nhiên, đây cũng chỉ là dự đoán ban đầu.

Những lo ngại về tác động của việc chấm dứt đợt nới lỏng định lượng này có thể đã được phóng đại. Thực tế thì từ khi bắt đầu đợt nới lỏng định lượng này vào tháng 11 năm 2010, cho đến nay cung tiền M2 của Mỹ chỉ tăng khoảng 200 tỷ USD, trong khi đợt nới lỏng này được ước tính bơm vào 600 tỷ USD. Cung tiền M2 của Mỹ là khoảng gần 9.000 tỷ USD. Nếu xét ở tốc độ tăng cung tiền hàng tháng thì từ khi có đợt nới lỏng định lượng này, không có sự thay đổi đáng chú ý nào trong tốc độ tăng cung tiền của Mỹ. Nói cách khác, từ số liệu tổng cung tiền cũng như tốc độ thay đổi cung tiền hàng tháng, có thể thấy rằng đợt nới lỏng định lượng này thực tế có thể không tác động đáng kể gì đến cung tiền của Mỹ. Và vì vậy, những lo ngại về tác động của đợt nới lỏng định lượng này đối với kinh tế Mỹ có thể là quá mức.

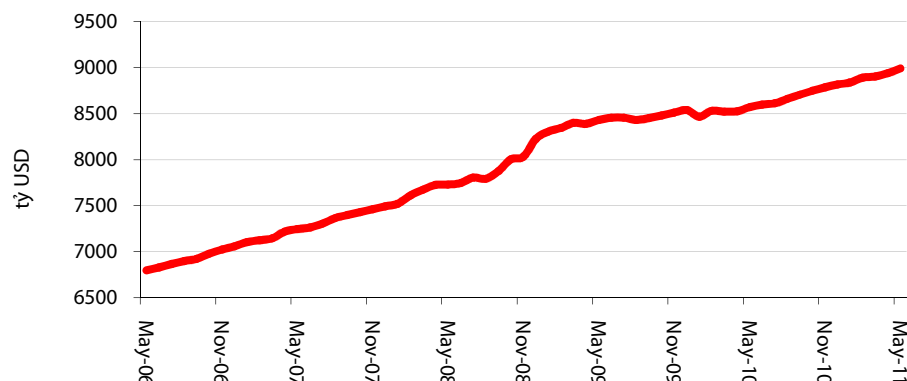
### Tốc độ thay đổi cung tiền M2 của Mỹ



*Nguồn: FRED*

Một điểm khác, khi FED ngừng chương trình QE2 này, có thể khiến một số nhà đầu tư nước ngoài ít lo lắng hơn về cái gọi là “nới lỏng định lượng” (mà một số người diễn đạt như là một dạng in tiền) của Mỹ, và do đó yên tâm nắm giữ trái phiếu của Mỹ hơn. Trong trường hợp đó, họ sẽ lấp vào chỗ trống mà FED để lại. Trước khi có chương trình nới lỏng định lượng 2, thị phần mua trái phiếu chính phủ mới phát hành của Mỹ phần lớn do nhà đầu tư nước ngoài chiếm giữ (khoảng 50%). Trong thời gian thực hiện nới lỏng định lượng, một số nhà phân tích ước tính tỷ lệ này là vào khoảng FED chiếm 70% và nhà đầu tư nước ngoài 30%. Như vậy, nếu như nhà đầu tư nước ngoài cảm thấy yên tâm hơn với việc FED không duy trì nới lỏng định lượng và đồng USD không giảm nhanh nữa, thì việc bù đắp lại chỗ trống của FED không phải là khó khăn. Hơn nữa, nếu lãi suất trái phiếu chính phủ có tăng lại, cũng sẽ kích thích nhóm nhà đầu tư nội địa Mỹ mua trái phiếu, giúp kiểm giữ mức lãi suất trái phiếu Mỹ không tăng nhanh như lo ngại. Tất cả các nhân tố này cho thấy nỗi lo về áp lực đối với trái phiếu Mỹ và lãi suất sau khi FED rút ra khỏi chương trình nới lỏng định lượng cũng có thể là hơi sớm.

### Mức cung tiền M2 của Mỹ



Nguồn: FRED

Cuối cùng, nếu thật sự việc chấm dứt QE2 sẽ tạo ra mức tăng lãi suất nhanh và tác động tiêu cực tới kinh tế Mỹ, FED hoàn toàn có thể tiếp tục mở một đợt nới lỏng tiền tệ 3 để tiếp tục ứng cứu nền kinh tế Mỹ. Với mục tiêu quan trọng mà FED vẫn đang theo dõi sát sao là tình hình thị trường việc làm, nhà ở và tăng trưởng kinh tế, họ sẽ không ngồi im không làm gì nếu có tín hiệu xấu đối với tăng trưởng. Tuy nhiên, vấn đề quan trọng là rất có thể đợt nới lỏng định lượng vừa qua và sắp tới (nếu có) có thể có tác động rất ít đối với tiến trình hồi phục kinh tế Mỹ cũng như không hỗ trợ đáng kể cho thị trường.

### Kinh tế Trung Quốc: Dự báo tăng trưởng giảm, lạm phát vẫn cao

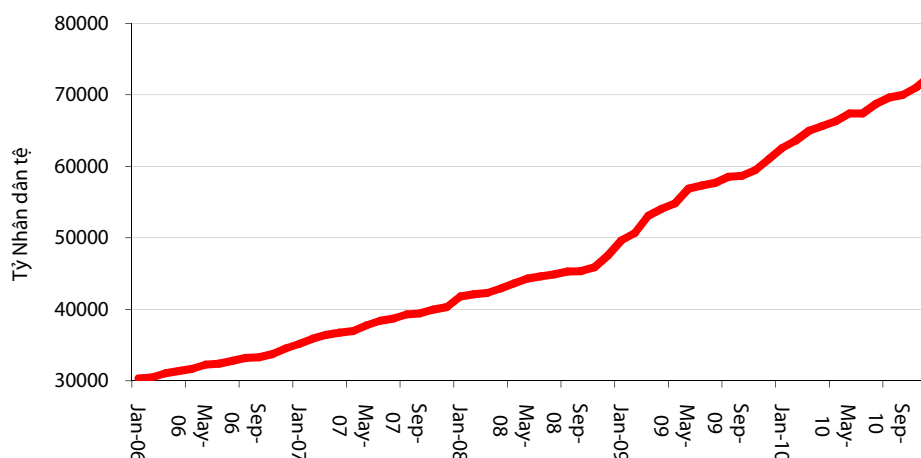
Trong tuần lễ cuối tháng 5, Goldman Sachs đã hạ dự báo tăng trưởng của Trung Quốc trong năm 2010 từ 10% xuống 9,4% và dự báo tỷ lệ tăng trưởng của Trung Quốc trong năm 2012 chỉ là 9,2%. Trong khi đó, lạm phát tại Trung Quốc trong tháng 5 bất ngờ tăng tới 5,5% so với cùng kỳ năm trước, lên mức cao nhất trong vòng 34 tháng trở lại đây và vượt xa mục tiêu lạm phát 4% của chính phủ nước này.

Kết quả của lần tăng CPI này khiến Trung Quốc quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 0,5 điểm phần trăm lên 21,5%, như một công cụ chống lạm phát. Trong khi đó, giới phân tích tin rằng những số liệu mới nhất sẽ buộc Trung Quốc sớm phải xem xét nâng lãi suất cho vay một lần nữa.

Nguyên nhân quan trọng gây ra lạm phát ở Trung Quốc được đánh giá là do cung tiền cơ sở nước này tăng quá nhanh. Một phần đáng kể trong lượng cung tiền tăng thêm hàng năm xuất phát từ tình trạng thặng dư dự trữ ngoại hối của Trung Quốc. Với mức thặng dư thương mại lớn và mức đầu tư lớn từ nước ngoài vào, người dân và doanh nghiệp Trung Quốc thu được nhiều ngoại tệ và đem đến chuyển đổi ở ngân hàng thương mại. Các ngân hàng thương mại sau đó bị buộc phải chuyển đổi một lượng lớn ngoại tệ này cho ngân hàng trung ương (Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, PBoC) và nhận về một lượng lớn tiền Nhân dân tệ. Vì vậy, cung tiền tệ cơ sở tăng lên cùng với mức dự trữ ngoại tệ chính thức của Trung Quốc.

Mặc dù Ngân hàng trung ương của Trung Quốc đã cố gắng “trung hòa” mức tăng này bằng cách bán ra một số trái phiếu (các “sterilization bonds”) nhưng cung tiền tệ vẫn tăng mạnh. Đây là một trong những nguyên nhân sâu xa góp phần tạo ra các cơn sốt về giá hàng hóa thô cũng như các cơn sốt về cổ phiếu và bất động sản nước này. Trong bối cảnh lạm phát được kích phát bởi hoạt động kinh tế và nhu cầu toàn cầu, đây trở thành nỗi lo lớn của chính phủ Trung Quốc. Gia tăng dự trữ bắt buộc, hạn chế tín dụng cho vay hay là tăng lãi suất chỉ là gián tiếp khống chế mức cung tiền cơ sở, nhưng không phải là trực tiếp hút lượng tiền này về. Vì vậy, áp lực lạm phát xuất phát từ cung tiền của Trung Quốc không dễ gì hóa giải, tuy nhiên, việc siết chặt mức độ lưu thông của dòng tiền này từ ngân hàng ra sẽ có thể tạo ra những hệ quả xấu đối với những bong bóng tài sản đã hình thành từ việc tăng cung tiền nhanh, bao gồm bong bóng bất động sản và chứng khoán. Bên cạnh đó, việc tốc độ tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc chậm lại cũng có khả năng tác động tới giá hàng hóa nguyên liệu thô thế giới và kinh tế của một số nước như Úc lẫn các nền kinh tế láng giềng. Mặt khác, nếu bong bóng cổ phiếu và bất động sản ở Trung Quốc bị vỡ, nhiều khả năng dòng vốn nước ngoài vào các nền kinh tế mới nổi ở Châu Á sẽ bị ảnh hưởng. Điều này khiến rủi ro tại các thị trường mới nổi có khả năng sẽ tăng lên và sẽ được nhóm nhà đầu tư quốc tế quan sát kỹ.

### Đồ thị cung tiền M2 của Trung Quốc



Nguồn: PBoC

### Kinh tế Châu Âu: Vẫn là nỗi lo về khủng hoảng nợ

Một năm sau khi nhận được khoản hỗ trợ 110 tỷ Euro (khoảng 150 tỷ USD), Hy Lạp lại đang đứng trước nguy cơ không trả nổi khoản nợ khoảng 327 tỷ Euro của mình. Điều này đã được cảnh báo từ trước vì khoản hỗ trợ 110 tỷ Euro không thể giúp đáp ứng được tổng khoản nợ Hy Lạp có. Tuy nhiên, những khó khăn xuất phát từ thị trường vay mượn, tăng trưởng kinh tế và thực hiện các mục tiêu tài khóa khiến Hy Lạp không thể xoay sở với khoản nợ của mình và cần thêm một khoản cứu trợ thứ hai.

Sự kiện các chính trị gia Hy Lạp thất bại trong chuyện thỏa thuận chấp nhận các điều khoản thất lung buộc bụng mới của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) và Liên minh Châu Âu để đạt được

khoản cứu trợ thứ hai đặt Hy Lạp trước rủi ro không nhận được tiền hỗ trợ. Trong bối cảnh đó, các khoản nợ chính phủ của Hy Lạp có khả năng bị vỡ nợ.

Với việc các nước tham gia đồng tiền chung Châu Âu như Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha hay Ireland thiếu một ngân hàng trung ương có chức năng độc lập, họ không có nhiều lựa chọn trong trường hợp không có khả năng trả được nợ, ngoài việc phải tìm cách nhận các khoản hỗ trợ từ ECB hay IMF. Tuy nhiên, vấn đề chính là các chính trị gia Hy Lạp không thể đồng thuận với nhau trong việc chấp nhận những điều khoản về thắt lưng buộc bụng, tăng thuế, giảm phúc lợi và lương hưu, tăng tuổi nghỉ hưu, v.v. Nếu các điều khoản này không được thực hiện, các khoản tiền hỗ trợ sẽ không được giải ngân và Hy Lạp sẽ đối mặt với khả năng vỡ nợ và hệ thống ngân hàng nước này có thể bị sụp đổ. Mặt khác, bản thân các nước Châu Âu khác như Đức cũng không mong muốn bỏ thêm tiền vào việc cứu giúp Hy Lạp mà không nhận được những cam kết chặt chẽ hơn và được giám sát kỹ hơn. Nếu Hy Lạp lại một lần nữa không trả được nợ thì họ phải làm thế nào? Đối với các chính trị gia ở những nước như Đức, họ sẽ phải trả lời trước người dân như thế nào khi mình dùng tiền đóng thuế của dân để giúp Hy Lạp và rồi Hy Lạp vẫn một lần nữa không trả nổi nợ.

Hệ quả vỡ nợ của các khoản nợ này của Hy Lạp có thể đặt hệ thống ngân hàng ở Châu Âu trước rủi ro lớn vì nhiều ngân hàng thương mại lẫn ngân hàng trung ương tại Châu Âu đang nắm giữ các khoản nợ của Hy Lạp. Ngay cả trong bối cảnh các khoản nợ của Hy Lạp được "tái cấu trúc", nghĩa là bao gồm việc kéo dài thời gian trả nợ của một số khoản nợ, cũng có thể tạo áp lực lên mức an toàn của một số ngân hàng Châu Âu và làm các nhà đầu tư trên các thị trường tài chính tại Châu Âu lo lắng vì một sự kiện như vậy có thể được xếp vào một sự kiện tín dụng (credit event) và có thể khiến các khoản nợ Hy Lạp bị các tổ chức xếp hạng tín dụng xếp vào loại "vỡ nợ". Những khoản nợ được xếp hạng như vậy sẽ ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán và tỷ số an toàn tài chính của các ngân hàng nắm giữ các khoản nợ này. Mặt khác, nếu các khoản nợ của Hy Lạp được "tái cấu trúc" như vậy, không loại trừ khả năng một số nước khác cũng đề nghị được tái cấu trúc. Điều này có thể tạo ra một hiệu ứng lây lan không đơn giản và tạo áp lực lên thị trường tài chính ở Châu Âu.

Một con đường để tránh phải "tái cấu trúc" hay để Hy Lạp rơi vào vỡ nợ là các nước Châu Âu đồng ý tiếp tục cung cấp thêm tiền (khoảng 60-80 tỷ Euro) với điều kiện Hy Lạp phải bán đi các tài sản trong các công ty nhà nước với một lộ trình rõ ràng và chấp nhận các biện pháp thắt lưng buộc bụng mới. Điều này phải được giải quyết qua con đường đàm phán. Với nhiều bên có liên quan và những yếu tố chính trị đan xen với các sự kiện kinh tế trong những trường hợp khủng hoảng nợ này, đây sẽ là một mùa hè không yên ả ở Châu Âu.

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. VDSC 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 VDSC 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 VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2011.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN**

### **RÔNG VIỆT – VDSC**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

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

#### **Chi nhánh Sài Gòn**

Tầng 4 Tòa nhà Estar

147 – 149 Võ Văn Tần – Quận 3  
– TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 8599

Fax: (84 8) 6299 2007

#### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

#### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần  
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

#### **Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm –  
Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

#### **Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Tel: (84 0511) 386 7084

Fax: (84 0511) 386 7085