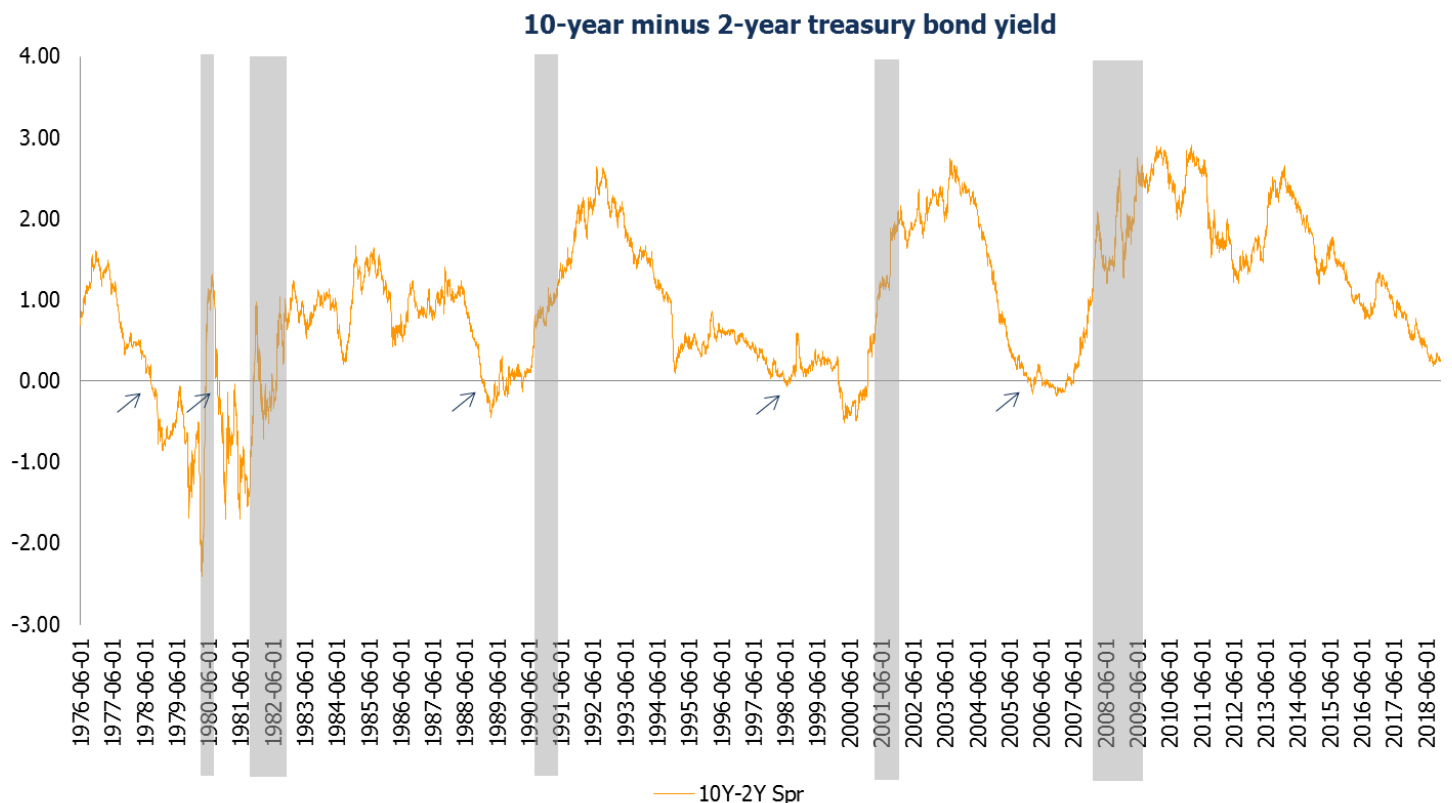


ĐƯỜNG CONG LỢI SUẤT ĐẢO NGƯỢC CÓ DỰ BÁO CHU KỲ SUY THOÁI?

Chênh lệch lợi suất trái phiếu (bond yield) kỳ hạn 5 năm và 3 năm của Mỹ rơi xuống mức -1.4 điểm cơ bản vào ngày 3/12 (lần đầu tiên trong hơn một thập kỷ qua) đã được giới đầu tư qua tâm rất đặc biệt, thậm chí chỉ số Dow Jones đã giảm gần 800 điểm vào hôm 4/12 mà lý do chính được cho là bởi việc chênh lệch lợi suất âm này. Vậy tại sao chênh lệch lợi suất giữa trái phiếu có kỳ hạn dài với trái phiếu có kỳ hạn ngắn hơn (bond yield spread) về mức âm lại dấy lên nhiều lo ngại đến như vậy?

TCSC cho rằng có nhiều lý do khiến nhà đầu tư tỏ ra lo lắng, trong đó ắt hẳn nhiều nhà đầu tư đã theo dõi chỉ báo đường cong lợi suất đảo ngược (inverted yield curve) như một dự báo cho chu kỳ suy thoái kinh tế (recession) mà việc chênh lệch âm giữa lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 3 năm là dấu hiệu cho thấy đường cong lợi suất đang đảo ngược trở lại. Thực tế, hơn 40 năm qua, xác suất nước Mỹ xảy ra một đợt suy thoái sau khi đường cong lợi suất đảo ngược là đúng 100%.



Sau khi chênh lệch lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm và 2 năm quay về mức âm - minh chứng rõ nhất cho đường cong lợi suất đảo ngược - thì một đợt suy thoái kinh tế thường xảy ra sau đó và hầu hết trong số này là những đợt suy thoái nghiêm trọng (khủng hoảng kinh tế - economic crisis). Quãng thời gian từ khi đường cong lợi suất đảo ngược đến thời điểm bắt đầu suy thoái là khác nhau giữa các giai đoạn và thường kèm theo đó là một cú sốc lớn tác động mạnh mẽ đến nền kinh tế Mỹ.

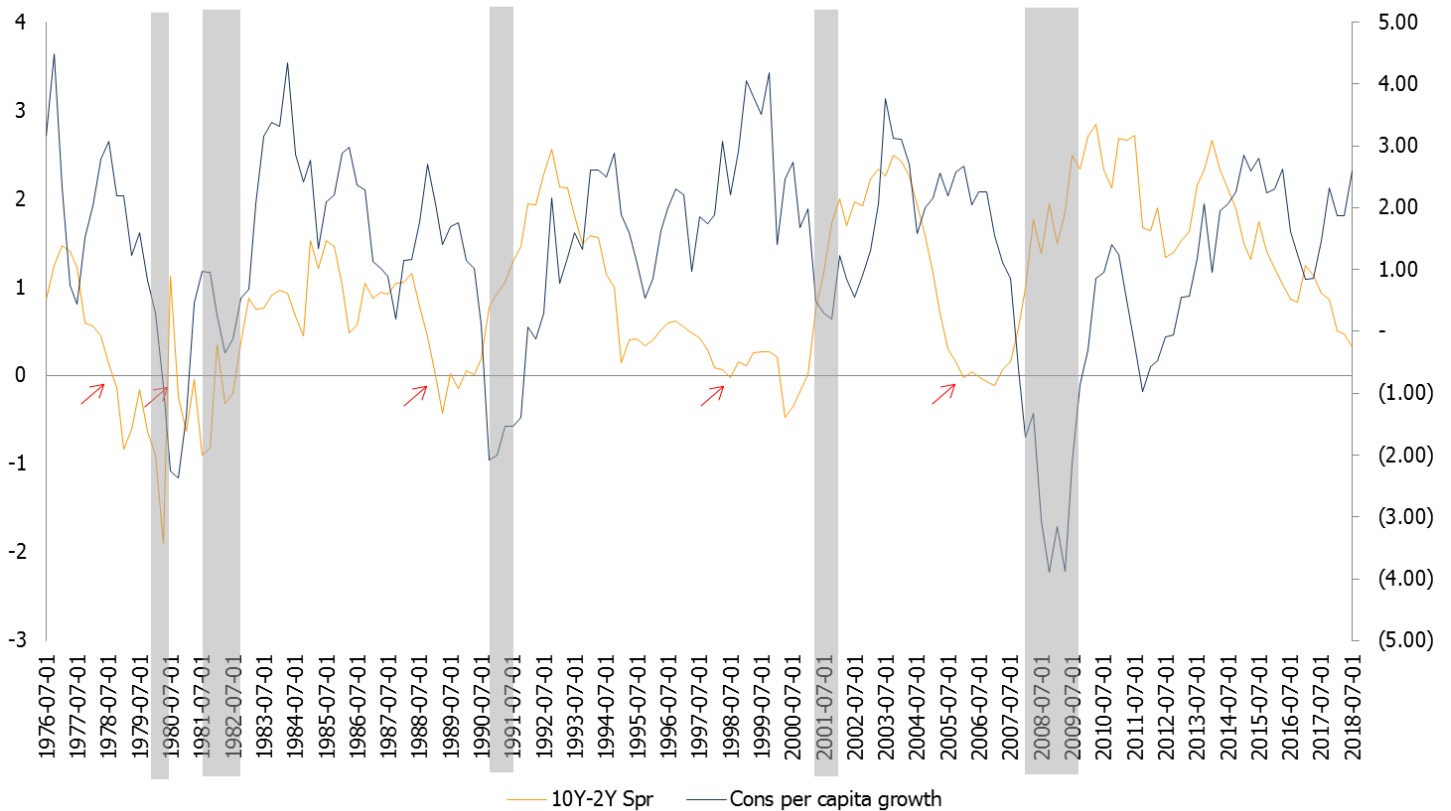
Beginning of recession	SPX Peak	Yield curve inverts	Months before recession	Negative shock
Jan-80	Oct-79	Aug-78	17	Raising interest rates too fast
Jul-81	Dec-80	Sep-80	10	Associated spike in oil prices
Jul-90	Jul-90	Dec-88	19	Associated spike in oil prices
Mar-01	Mar-00	Jun-98	33	Dot-com crash
Dec-07	Oct-07	Dec-05	24	Real estate price collapse

Vậy đường cong lợi suất đảo ngược có thực sự dự báo về một đợt suy thoái (thường là suy thoái nghiêm trọng) cho kinh tế Mỹ? Đứng ở góc độ logic, TCSC chưa nhìn thấy một mối liên kết có ý nghĩa dẫn dắt giữa đường cong lợi suất đảo ngược và một đợt suy thoái kinh tế Mỹ.

Về mặt ý nghĩa kinh tế, đường cong lợi suất trái phiếu đại diện cho lãi suất danh nghĩa và lãi suất danh nghĩa có liên quan chặt chẽ tới lãi suất thực (điều chỉnh cho lạm phát). Theo lý thuyết định giá tài sản, lãi suất thực đo lường tốc độ tăng trưởng tiêu dùng dự kiến trong một giai đoạn nhất định¹. Có thể giải thích mối liên hệ này theo lý thuyết thu nhập thường xuyên (permanent income hypothesis) của Friedman, trong đó chi tiêu tiêu dùng của một cá nhân không chỉ phụ thuộc vào thu nhập hiện tại, mà còn phụ thuộc vào dòng thu nhập trong tương lai². Theo lý thuyết này, nếu một cá nhân kỳ vọng thu nhập trong tương lai cao hơn, họ sẽ có xu hướng tiêu dùng nhiều hơn ở hiện tại thông qua việc tiết kiệm ít hơn và/hoặc vay mượn nhiều hơn. Điều này dẫn đến áp lực lãi suất thực tăng lên.

Theo lý thuyết này, lợi suất trái phiếu 2 năm cao báo hiệu kỳ vọng tăng trưởng tiêu dùng cao trong 2 năm tới và lợi suất trái phiếu 10 năm cao cũng báo hiệu kỳ vọng tăng trưởng tiêu dùng cao trong 10 năm tiếp theo. Nếu chênh lệch giữa lợi suất 10 năm và năng suất 2 năm là dương, thì tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ tăng tốc, còn nếu mức chênh lệch là âm (đường cong lợi suất đảo ngược) thì tăng trưởng dự kiến sẽ giảm tốc. Việc giảm tốc sẽ kéo nền kinh tế chuyển từ trạng thái tăng trưởng cao hơn sang trạng thái tăng trưởng thấp hơn. Và nếu trạng thái tăng trưởng thấp hơn này gần bằng không thì tốc độ tăng trưởng sẽ có nhiều khả năng chuyển sang mức âm trong trường hợp bị sốc. Vì vậy, ở góc độ lý thuyết kinh tế, một đường cong lợi suất đảo ngược không dự báo suy thoái mà dự báo một nền kinh tế yếu đi, dễ bị tác động khác dẫn đến suy thoái.

Bond yield spread vs Real consumption per capita growth



Đúng như kỳ vọng, biểu đồ trên thể hiện tăng trưởng tiêu dùng thực (real consumption per capita growth) có xu hướng giảm khi đường cong lợi suất phẳng dần (flattening yield curve) bất kể nền kinh tế có rơi vào trạng thái suy thoái hay không. Cụ thể, tăng trưởng tiêu dùng suy giảm trong giai đoạn 1988-1989, 1993-1994 và 2006-2007 sau khi đường cong lợi suất phẳng dần hoặc đảo ngược và mỗi đợt suy thoái đều diễn ra trong bối cảnh tiêu dùng tăng trưởng thấp. Tuy nhiên, rõ ràng mỗi cuộc khủng hoảng đều có một cú sốc cụ thể: hai đợt suy thoái đầu thập niên 80 nổ ra khi giá dầu tăng vọt trong những năm 70 khiến FED phải buộc tăng lãi suất nhanh để chống lại lạm phát; khủng hoảng 1990 bị ảnh hưởng nhiều bởi việc Iran xâm lược Kuwait và sự tăng vọt của giá dầu; hai cuộc suy thoái gần đây nhất là 2001-2001 và 2007-2009 lại bắt nguồn từ sự sụp đổ của giá tài sản (cổ phiếu công nghệ và bất động sản) và dường như thời gian của những sự kiện này là không thể dự báo chính xác. Bên cạnh đó, cuộc khủng hoảng "dot-com" nổ ra vào năm 2001 khi tăng trưởng tiêu dùng vẫn ở mức trung bình chứ không phải tăng trưởng âm.

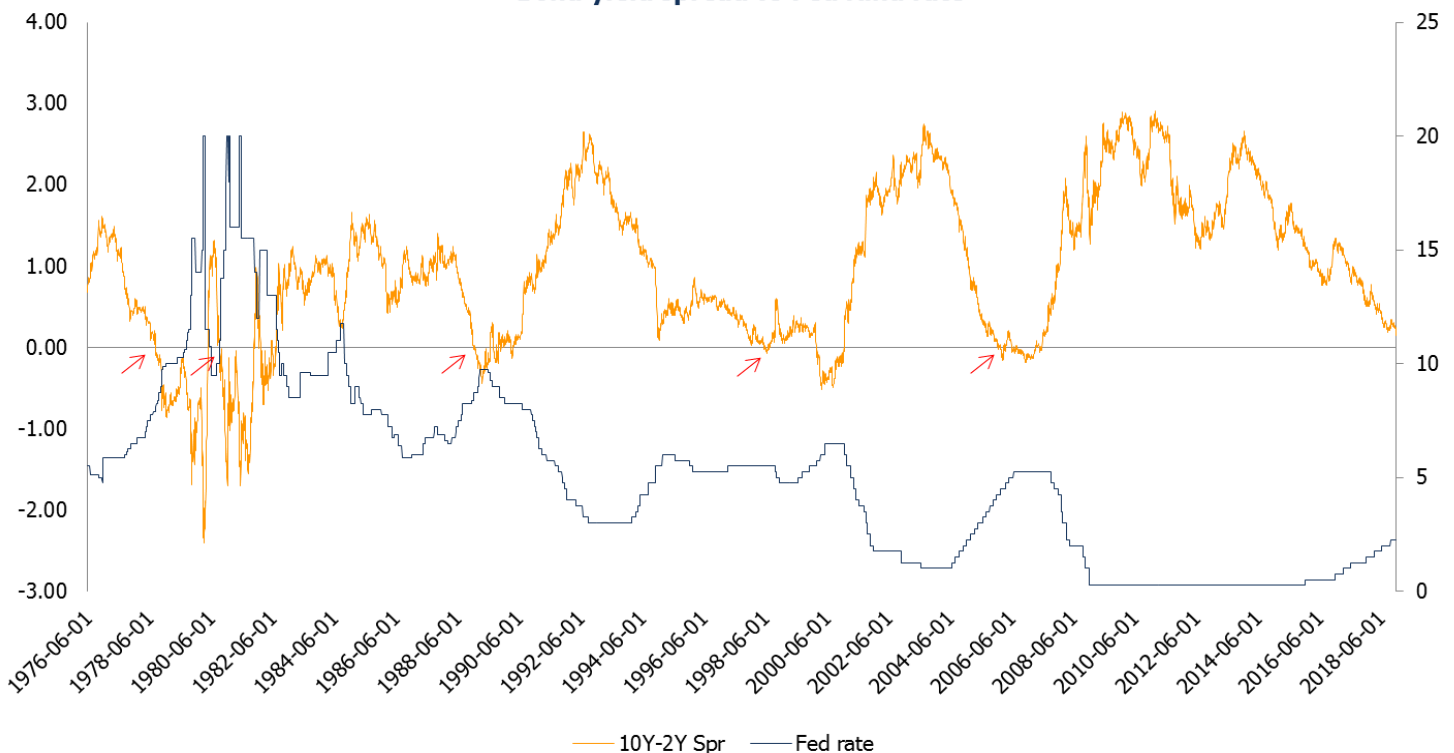
Ở khía cạnh dòng tiền thị trường, đường cong lợi suất phẳng dần có thể được giải thích bởi dòng tiền đầu tư đổ vào trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn dài – để tìm kiếm lợi suất cao hơn – làm cho mức giá trái phiếu tăng lên và chênh lệch lợi suất giảm lại so với các kỳ hạn ngắn hơn. Khi dòng tiền vào thị trường trái phiếu quá nhiều, nhà đầu tư sẽ chấp nhận bỏ qua rủi ro kỳ hạn các trái phiếu và thậm chí chấp nhận nắm giữ trái phiếu dài hạn với mức lợi suất thấp hơn (như một tài sản an toàn hơn) so với trái phiếu ngắn hạn. Nhìn rộng ra, khi đường cong lợi suất đảo ngược thì dòng tiền có xu hướng chảy vào thị trường trái phiếu nhiều hơn, nghĩa là dòng tiền đang tỏ ra thận trọng và có khả năng các thị trường khác như chứng khoán hay bất động sản đang bị hút ròng. Ở phương diện này thì có vẻ như đường cong lợi suất đảo ngược

giải thích cho sự đổ vỡ của thị trường thị trường cổ phiếu (2001) hay thị trường bất động sản (2008). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần nhìn lại bản chất vấn đề, một sự kỳ vọng về tăng trưởng yếu đi cùng với định giá cao của các tài sản rủi ro (chứng khoán, bất động sản, vv..) dẫn đến dòng tiền đổ vào trú ẩn ở các tài sản an toàn hơn (như trái phiếu) làm đường cong lợi suất phẳng dần hoặc đảo ngược, chứ không phải đường cong lợi suất đảo ngược là nguyên nhân dẫn đến sự sụp đổ của giá các tài sản khác. Nói cách khác, đường cong lợi suất đảo ngược có thể là dấu hiệu cho thấy dòng tiền rút khỏi các kênh đầu tư rủi ro nhưng không có ý nghĩa dự báo các thị trường này sẽ sụp đổ và tạo ra một đợt suy thoái.

Ngoài ra, các thống kê thời gian từ khi đường cong lợi suất đảo ngược đến thời điểm nền kinh tế bắt đầu suy thoái cũng không chỉ ra một mối tương quan có ý nghĩa khi mà độ rộng giữa các khoảng thời gian lên 23 tháng (từ 10 tháng đến 33 tháng), gấp 2.3 lần khoảng thời gian ngắn nhất (10 tháng). Bên cạnh đó, khoảng thời gian dài nhất từ khi đường cong lợi suất đảo ngược đến lúc bắt đầu suy thoái lên đến 33 tháng (gần 3 năm).

Vậy, nếu không có ý nghĩa dự báo về một đợt suy thoái kinh tế thì liệu đường cong lợi suất đảo ngược có báo hiệu điều gì khác không? Như đã lý giải bên trên, đường cong lợi suất phẳng hoặc đảo ngược phản ánh kỳ vọng tăng trưởng tiêu dùng sẽ không tăng tốc hoặc giảm tốc. Nhưng nhà đầu tư nên nhớ rằng tốc độ tăng trưởng giảm đi, ví dụ về mức 1% sẽ là thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 2% trong lịch sử của Mỹ. Bởi vậy, nguy cơ một cú sốc tiêu cực (có cường độ tương đương với các cú sốc trong quá khứ) khiến nền kinh tế rơi vào trạng thái suy thoái sẽ tăng lên. Mặc dù thời điểm chính xác là không thể dự đoán được, nhưng thực tế đã cho thấy khả năng xảy ra suy thoái là cao hơn và mức độ là nghiêm trọng hơn trong một nền kinh tế có tăng trưởng tiêu dùng chậm hơn. Tại thời điểm xảy ra khủng hoảng "dot-com" năm 2001, tốc độ tăng trưởng tiêu dùng tại Mỹ vẫn ở mức trung bình và đây cũng là một trong những đợt suy thoái có tốc độ phục hồi nhanh nhất trong lịch sử nước Mỹ.

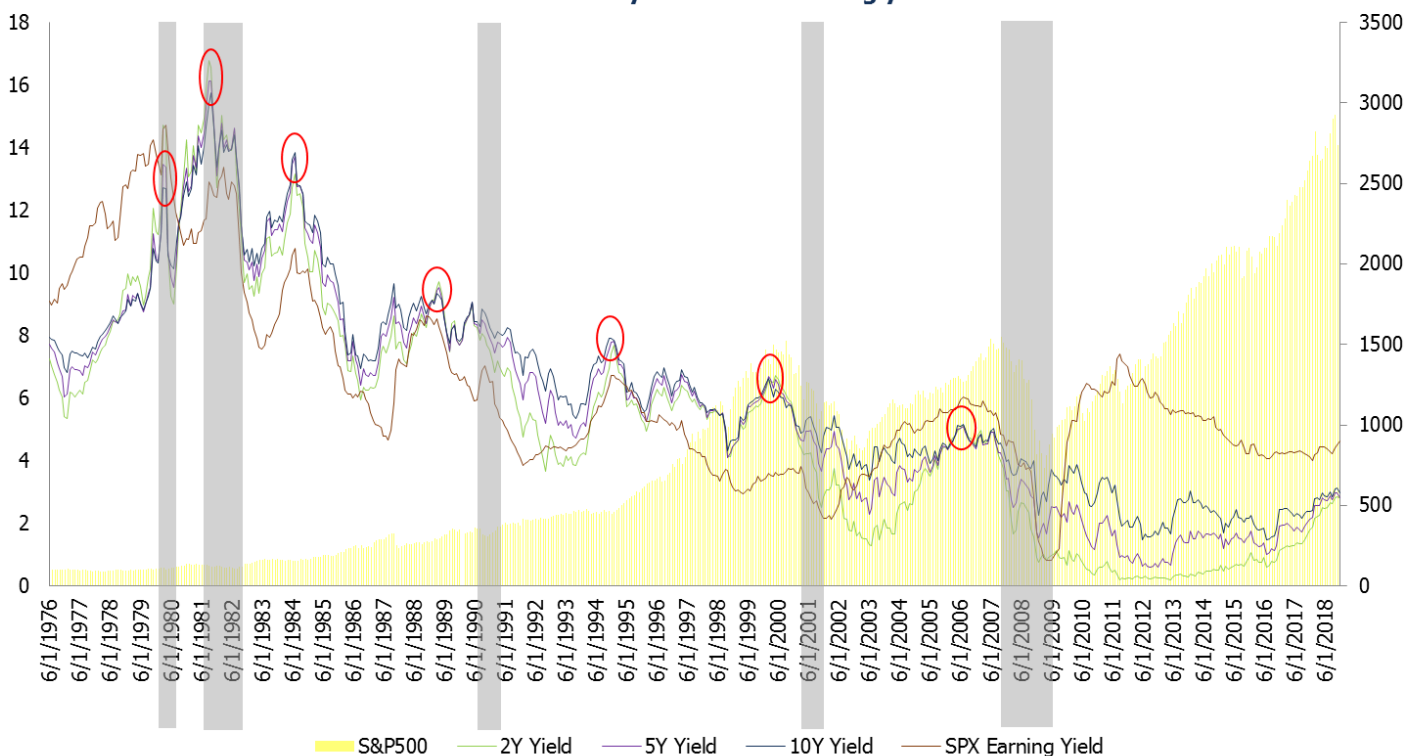
Bond yield spread vs Fed fund rate



Chúng tôi còn nhìn thấy một mối quan hệ nghịch biến đặc biệt có ý nghĩa giữa đường cong lợi suất và lãi suất cơ bản của FED. Khi lãi suất cơ bản có xu hướng giảm (nới lỏng tiền tệ) thì đường cong lợi suất có xu hướng dốc hơn; ngược lại, khi lãi suất cơ bản trên đà tăng (thắt chặt tiền tệ) thì đường cong lợi suất cũng phẳng dần. Lãi suất cơ bản tạo đáy cũng là lúc đường cong lợi suất bắt đầu đảo chiều và trong hầu hết các trường hợp, khi đường cong lợi suất đảo ngược thì FED có thiên hướng không tiếp tục chu kỳ tăng lãi suất, lãi cơ bản sẽ đi ngang hoặc bắt đầu giảm (trừ giai đoạn đầu thập niên 80 khi giá dầu tăng liên tục đẩy lạm phát tăng đến hai chữ số).

Mối liên hệ mật thiết này có thể được giải thích như sau: khi FED nhìn thấy nền kinh tế đã gần đạt đến trạng thái toàn dụng (tăng trưởng GDP tạo đỉnh, tỷ lệ thất nghiệp rất thấp, tiền lương tăng nhanh, áp lực lạm phát gia tăng, vv..), các nhà làm chính sách sẽ bắt đầu thực hiện tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát không tăng vọt và tránh bong bóng tài sản quá lớn. Lãi suất ngắn hạn tăng áp lực lên dòng tiền và làm thu hẹp khoảng cách giữa lợi suất trái phiếu dài hạn và trái phiếu ngắn hạn (đường cong lợi suất phẳng dần). Cùng với đó, lãi suất tăng cũng làm cho các tài sản rủi ro (vốn đang có định giá cao sau một chu kỳ tăng trưởng tốt cộng với nới lỏng tiền tệ) trở nên kém hấp dẫn hơn (tỷ suất lợi nhuận (earning yield) và kỳ vọng tăng trưởng (growth rate) thấp hơn). Do vậy, dòng tiền bắt đầu chảy vào các kênh đầu tư an toàn như trái phiếu chính phủ và tìm kiếm các trái phiếu có kỳ hạn dài để đạt lợi suất cao. Điều này tác động kép làm đường cong lợi suất phẳng hơn hoặc thậm chí đảo ngược. Tuy nhiên, khi đường cong lợi suất đảo ngược, nghĩa là dòng tiền đã đạt đến trạng thái thận trọng cực điểm (sẵn sàng bỏ qua rủi ro kỳ hạn giữa các trái phiếu) thì FED không còn nhiều động lực để tiếp tục chu kỳ tăng lãi suất (mục tiêu hạn chế bong bóng tài sản gần như đã đạt được) trừ khi áp lực lạm phát quá cao như những năm đầu thập niên 80. Khi đó lãi suất sẽ có xu hướng tạo đỉnh và quá trình quay ngược trở lại khi nền kinh tế ở trạng thái quá nguội.

Bond yield vs SPX earning yield



Theo lý luận như trên, có thể thấy chỉ số P/E của thị trường chứng khoán sẽ có xu hướng tạo đỉnh (tỷ suất lợi nhuận tạo đáy) khi bắt đầu chu kỳ thắt chặt tiền tệ và sẽ tạo đáy (tỷ suất lợi nhuận tạo đỉnh) khi đường cong lợi suất phẳng hoặc đảo ngược. Dữ liệu quá khứ cũng hỗ trợ kết luận này, tương quan giữa lợi suất trái phiếu và tỷ suất lợi nhuận của chỉ số S&P500 là khá chặt chẽ, khi đường cong lợi suất phẳng hoặc đảo ngược cũng là lúc lợi suất trái phiếu và tỷ suất lợi nhuận của chỉ số S&P500 tạo đỉnh (P/E tạo đáy), kể cả trong giai đoạn không xảy ra suy thoái kinh tế như giai đoạn 1993-1996. Tuy nhiên, chúng ta cần lưu ý rằng việc chỉ số P/E tạo đáy hay tạo đỉnh không đồng nghĩa với việc chỉ số S&P500 sẽ diễn biến tương tự vì nhân tố rất quan trọng còn lại là lợi nhuận (earning). Trong những giai đoạn xảy ra khủng hoảng, đặc biệt khủng hoảng liên quan đến bong bóng tài sản như khủng hoảng "dot-com" 2001 và khủng hoảng bất động sản 2008, các chỉ số chứng khoán sụp đổ (mặc dù chỉ số P/E có xu hướng tăng) do lợi nhuận các doanh nghiệp suy giảm đột ngột. Ngược lại, trong giai đoạn không xảy ra suy thoái như những năm 1995-1997, chỉ số P/E tăng trở lại (khi đường cong lợi suất quay lại trạng thái dốc) đã giúp thị trường chứng khoán rất hứng phấn.

Kết luận:

Chúng tôi không tìm thấy bằng chứng chứng minh đường cong lợi suất đảo ngược dự báo cho suy thoái kinh tế Mỹ; thay vào đó, đường cong lợi suất phẳng dần hoặc đảo ngược dự báo khá chính xác tốc độ tăng trưởng tiêu dùng thấp đi minh chứng cho một nền kinh tế tăng trưởng chậm lại. Hơn bao giờ hết, một cú sốc đủ lớn ở thời điểm hiện tại – khi chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu 10 năm và 2 năm chỉ còn 15 điểm cơ bản – có thể sẽ đánh bật mọi niềm tin vào nền kinh tế Mỹ đang có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại và tạo ra một đợt suy thoái mới. Có thể sẽ là chiến tranh thương mại (trade war), sự sụp đổ của các cổ phiếu công nghệ (tech stock), sự vỡ nợ của Trung Quốc (China debt crisis), vv..., chúng tôi không dự đoán được.

Mối liên hệ giữa lãi suất cơ bản và đường cong lợi suất là khá rõ ràng. Với đường cong lợi suất phẳng như hiện tại, chỉ cần một động thái nâng lãi suất cơ bản của FED sẽ tạo ra hiệu ứng rất tiêu cực và có thể làm đường cong lợi suất đảo ngược nhanh chóng. Yếu tố quyết định hiện tại chính là lạm phát, nếu lạm phát có dấu hiệu tăng mạnh, FED rất có thể sẽ phải đánh đổi đường cong lợi suất để kiểm soát lạm phát. Còn nếu lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát và giả định FED là một ngân hàng trung ương duy lý, chúng tôi cho rằng chu kỳ tăng lãi suất của FED đã sắp kết thúc, số lần điều chỉnh tăng lãi suất sẽ chỉ giới hạn ở 1 hoặc 2 lần và FED sẽ nhanh chóng phát đi thông điệp ngừng tăng lãi suất, rất may mắn những số liệu gần nhất cho thấy lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát của ngân hàng trung ương này.

Với vai trò là một chỉ báo cho xu hướng lãi suất, hình dạng của đường cong lợi suất cũng là một chỉ báo đảo chiều của chỉ số P/E định giá thị trường chứng khoán. Chỉ số P/E S&P500 đã tạo đỉnh vào đầu năm 2018 sau chuỗi thời gian dài tăng lãi suất của FED. Có vẻ lần này thị trường chứng khoán Mỹ phản ứng chậm hơn so với xu hướng tăng lãi suất, chỉ số S&P500 chỉ mới giảm khoảng 10% từ đỉnh và P/E của S&P500 tạo đỉnh khá lâu sau khi lãi suất cơ bản bắt đầu tăng (gần 24 tháng). Tuy nhiên, chỉ số S&P500 giảm sâu đến mức độ nào còn phụ thuộc vào lợi nhuận của 500 công ty cấu thành nên chỉ số này, mà lợi nhuận của các công ty sẽ giảm rất mạnh khi có một cú sốc lớn tác động vào nền kinh tế hiện tại.

Ghi chú:

¹ See Lucas, Robert E. "Asset Prices in an Exchange Economy." *Econometrica*, November 1978, 46(6), pp. 1429-45

² See Friedman, Milton. "The Permanent Income Hypothesis," in Milton Friedman, ed., *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1957, pp. 20-37.

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THÀNH CÔNG (TCSC)**Phòng phân tích**

Lầu 2, Số 6 Hồ Tùng Mậu, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP.HCM

Điện thoại: 028 38 270 527 Fax: 028 39 115 585

E-mail: info@tcsc.vnWeb: www.tcsc.vn