

Năm 2015, sẽ có một số tăng trưởng phân rõ rệt khi một nền kinh tế Mỹ – đang như hiện đã có khả năng tạo ra một số tăng trưởng “tự thân vận động”, còn các nền kinh tế châu Âu và Nhật Bản vẫn chờ đợi được những kết quả đáng thất vọng bất chấp những động thái mạnh mẽ về tài trợ (của châu Âu) hoặc cắt giảm ngân sách (của Nhật Bản).



Kinh tế thế giới năm 2015: những số tăng trưởng phân

Năm 2015, các nhà kinh tế học thuộc Ngân hàng Nông nghiệp Pháp chờ đợi một số tăng trưởng thực tế tăng trưởng kinh tế của thế giới, lên mức 3,2% so với 2,9% của năm 2014. Mức tăng thêm này xuất phát từ đâu? Và trong phần còn lại của thế giới? Liệu số tăng trưởng phân giữa Mỹ và phần còn lại của thế giới có tác động tới các mức lãi suất hay không? Quả thật, có một số tăng trưởng phân rõ rệt khi một nền kinh tế Mỹ – đang như hiện đã có khả năng tạo ra một số tăng trưởng “tự thân vận động”, còn các nền kinh tế châu Âu và Nhật Bản vẫn chờ đợi được những kết quả đáng thất vọng bất chấp những động thái mạnh mẽ về tài trợ (của châu Âu) hoặc cắt giảm ngân sách (của Nhật Bản).

Sẽ là thái quá khi nói rằng nền kinh tế Mỹ không nhận được bất cứ sự hỗ trợ nào của chính sách kinh tế. Chính sách ngân sách hiện mang tính trung lập, song bất chấp sự chậm trễ chống trình nội ứng định lượng (QE – tiến hành in thêm tiền nhằm mua trái phiếu Chính phủ hoặc chứng khoán, góp phần bơm thêm tiền cho nền kinh tế), chính sách tiền tệ vẫn tạo nhiều thuận lợi. Tuy nhiên, chính sự phức tạp của tiêu dùng cá nhân như sự thiển không ngừng thị trường lao động và việc giảm bớt gánh nặng cho các hộ gia đình là yếu tố cản trở đưa hoạt động kinh tế phức tạp trở lại. Hoạt động đầu tư, vốn nhà và sản xuất, cũng được định hướng tốt. Giá năng lượng giảm cũng tác động thêm.

“Sự khế mệnh” của nền kinh tế Mỹ lại một lần nữa minh chứng cho quy chế “ngồi đợi hàng cuội cùng” của Mỹ, vì sự phức tạp đó không nhận được sự trợ giúp nào từ bên ngoài. Năm 2014, sự phức tạp trong khu vực đồng euro đã thất bại, và sự tăng trưởng khiêm tốn – đã được điều chỉnh giảm – trong năm 2015 chắc chắn sự phức tạp nhiều vào các yếu tố “kết thúc”: từ các lợi ích kho dự trữ và mua sắm hàng hóa tiêu dùng lâu bền vì đã lợi thế. Những vấn đề của có niềm tin cần thiết vào một sự phức tạp thế sự. Tại Nhật Bản, sau hai quý sụt giảm và một kết thúc (hàng hóa dự trữ), triển vọng phức tạp kinh tế có thể diễn ra trong ngắn hạn, nhưng nó sẽ là kết quả của một sự điều chỉnh lớn về tiền tệ và ngân sách, và vẫn chưa hoàn toàn mang tính đặc biệt. Cùng, các nước mới nổi sẽ đạt mức tăng trưởng tương đương định, nhưng tất nhiên xa so với “những năm tháng thịnh vượng”, và có những khác biệt lớn giữa các nước.

Năm 2015, Ngân hàng dự trữ liên bang Mỹ (FED) sẽ khởi động một chu kỳ tăng lãi suất, đi kèm với việc tăng các lãi suất dài hạn của Mỹ, và một mức độ thấp hơn (sự chênh lệch lãi suất sẽ còn tăng lên), các lãi suất ở châu Âu. Một khác, sự tăng lãi suất này cũng là rời rạc suy thoái chính theo kịch bản của chúng tôi: lãi suất tăng quá nhanh sẽ phá hỏng sự phức tạp kinh tế của Mỹ. Nhưng chúng tôi tin tưởng chắc chắn vào sự thận trọng của FED.

Tăng trưởng: Nước Mỹ duy nhất trên thị giới

Niềm tin trở lại của các hộ gia đình và các doanh nghiệp Mỹ, bên cạnh sự giảm giá năng lượng, là động cơ chính thúc đẩy (một cách khiêm tốn) sự tăng trưởng toàn cầu. Song những hạn chế vẫn còn quá mạnh mẽ cho phép đạt được một sự phức tạp thế sự: tình trạng nợ và tâm lý bi quan của các tác nhân kinh tế trong khu vực châu Âu, sự hỗ trợ về mô hình tăng trưởng ở Trung Quốc, sự thu hẹp các phạm vi hoạt động của chính sách kinh tế ở phần lớn các nền kinh tế mới nổi.

Châu Âu: tình hình “luồng oxy”

Năm 2014 là một năm thất vọng trong khu vực đồng euro. Sự cải thiện các dữ liệu báo vào cuối năm 2013 đã không trở thành hiện thực trong một tiến trình phục hồi thì rõ là khó khăn hơn nhiều so với dự kiến. Sự tăng nhẹ hoạt động kinh tế trong quý III/2014 (tăng 0,2%, sau khi tăng 0,1% ở quý II) đã không làm thay đổi cân bằng di chuyển của hoạt động kinh tế kể từ mùa Xuân năm 2014. Tốc độ tăng trưởng được mong đợi trong năm 2014 (0,9%) sẽ kéo theo một hạ sâu mới về khoanh cách tăng trưởng với các nền kinh tế lớn khác. Thực vậy, Liên minh kinh tế và tiền tệ châu Âu (EMU) đã điều chỉnh do các nguồn mới nội giảm nhập khẩu. Những khác biệt về tăng trưởng giữa các nước thành viên vẫn còn khá lớn, bất chấp sự suy yếu của các nền kinh tế trung tâm và sự phục hồi ở một số nước ngoài vi. Những mất cân bằng sâu sắc, nguồn gốc của những khác biệt này, không dễ bị triệt tiêu trong một bối cảnh tăng trưởng và lạm phát thấp, và chắc chắn sẽ không thể bị triệt tiêu theo dự đoán của chúng tôi.

Tuy nhiên, mức sống của các hộ gia đình đã được cải thiện chút ít từ một năm qua. Thu nhập thực tế đã tăng lên mức gần 1% trong quý I/2014, nhờ sự đóng góp tích cực của tiền lương – được bù đắp một phần từ thuế. Nhờ giảm lạm phát, mức tiêu dùng cá nhân được duy trì ở các nước trung tâm và vực dậy ở các nước ngoài vi. Nguồn lợi, đầu tư và nhà ở tiếp tục giảm. Do tác động của việc giảm giá nhà ở kéo dài, đầu tư tài chính lại được khuyến khích. Tiến trình giảm nợ đã có phần chậm lại, dù sao cũng dần dần giảm hơn số nợ trên thu nhập thực tế trong một năm.

Tình trạng của các doanh nghiệp còn đáng lo ngại hơn. Chiều hướng tăng lợi nhuận và lợi nhuận trong quý I/2014 đã giảm xuống ở quý II. Do vậy, các doanh nghiệp đã tiếp tục cắt giảm đầu tư và giảm hàng tồn kho, song không vì thế mà ngừng chặn được tình trạng suy giảm năng lực tài chính của họ. Quá trình hoàn trả nợ ngân hàng đã bị gián đoạn ở quý II, sau khi họ sẽ nợ một 3 điểm từ một năm qua. Việc nợ tăng trở lại chủ yếu do lãi suất và còn chưa nhiều song không thể làm tiến bộ cho việc tái khởi động đầu tư – một mặt xích yếu trong giai đoạn phục hồi này, chúng nào những điều kiện để lợi nhuận và cải thiện nguồn cung tín dụng không được thực hiện.

Do vậy, chúng tôi đánh giá cao những dòng lợi nhuận theo kịch bản của chúng tôi. Một sự phục hồi mang tính “kỳ thuật” luôn được đặt ra trong ngắn hạn, và dựa

trên việc thị chức lợi hàng hóa dờ trờ và hàng hóa tiêu dùng lâu bởn và các trang thịt bở, do sỏ lợi thị cỏa nguỏn dờ trờ vỏn thị lâu đỏ không đỏc đỏi mỏi. Nhỏng giỏ đỏy giỏ thuyỏt vỏ mỏt sỏ khỏi đỏng lợi nhu cỏu bên ngoàì – có khỏ nỏng làm thay đỏi các triỏn vỏng đỏu thị – trỏ nên khó đỏ kiỏn hỏn. Bỏt chỏp viỏc tỏng các hoỏt đỏng xuỏt khỏu ỏ Mỏ, sỏ suy giỏm các triỏn vỏng nhỏp khỏu cỏa các nỏc mỏi nỏi đỏc thỏ hiỏn qua viỏc giỏm các hoỏt đỏng xuỏt khỏu ỏ bên ngoàì Liên minh tiỏn thị và kinh thị chỏu Âu. Mỏc dù quá trình giỏm nỏ đỏng diỏn ra, các triỏn vỏng phỏc hỏi nhu cỏu trong khu vỏc đỏng euro vỏn tỏn tỏi. Cỏ sỏc nguỏn cung xuỏt phát thị sỏ giỏm giá các nguyên liỏu đỏ tỏo thuỏn lợi cho viỏc cỏng cỏ lợi thị sỏc mua và mỏt chu kỏ tiêu dùng bởn vỏng hỏn. Sau khi tỏn đỏng các phỏm vi hoỏt đỏng đỏc quy đỏnh trong các hiỏp ỏc chỏu Âu, đỏnh hỏng ngân sỏch mang tính trung lỏp hỏn.

Các biỏn pháp cỏa Ngân hàng trung ỏng chỏu Âu (ECB) đỏ có mỏt tác đỏng tích cỏc đỏi vỏi các lãi suỏt dài hỏn, giỏm chi phí tài trỏ cỏa các nhà nỏc và cho phép giỏnh đỏc các phỏm vi hoỏt đỏng vỏ ngân sỏch. Các biỏn pháp đỏ cỏng hỏ trỏ giá cỏ phiỏu, triỏt tiêu nhỏng ỏnh hỏng tiêu cỏc đỏi vỏi các tài sỏn tài chính. ỏc biỏt, chúng cho phép làm giỏm giá đỏng euro – đỏu cỏn thịt trong bỏi cỏnh phá giá tiỏn thị ỏ các nỏc mỏi nỏi. Nhỏng yỏu thị này chỏc chỏn không phỏi là mỏt giỏi pháp cho sỏ suy yỏu mang tính cỏ cỏu cỏa nỏn kinh thị chỏu Âu, nhỏng chúng tỏo ra nhỏng tiỏn đỏ đỏ làm ngỏng lợi giai đỏn suy thoỏi gỏn đỏy cỏa chu kỏ, cho phép đỏ báo mỏt sỏ tỏng nhanh tỏc đỏ tỏng trỏng trong nỏm 2015 (1%). Nhỏp đỏ tỏng trỏng này không đỏ đỏ làm giỏm đỏng kỏ thị lỏ thỏt nghiỏp hay khỏi đỏng mỏt đỏng lỏc tỏng trỏng do không có mỏt sỏ chuyỏn hỏng thỏc sỏ cỏa chính sỏch kinh thị.

Nỏm 2016, các yỏu thị ngoỏi sinh gỏp phỏn thúc đỏy tỏng trỏng sỏ mỏt đi sỏc mỏnh bỏi giá đỏu đỏ kiỏn sỏ tỏng và mỏt chính sỏch ngân sỏch mang tính áp đỏt hỏn do không có mỏt khung giỏm sỏt đỏc cỏi cách cỏa chỏu Âu. Tuy nhiỏn, viỏc cỏng cỏ các đỏng cỏ bên trong đỏa trên mỏt sỏ lan truyỏn tỏt hỏn vỏ niỏm tin và sỏ kích thích tiỏn thị sỏ cho phép mỏt sỏ tỏng nhanh tỏc đỏ tỏng trỏng nhỏt đỏnh (1,5%). Nguy cỏ tác đỏng lên kỏch bỏn cỏa chúng tỏi luôn mang tính suy thoỏi, gỏn vỏi mỏt sỏ suy giỏm nhu cỏu bên ngoàì lỏn hỏn đỏ kiỏn.

Các yỏu thị nguy cỏ nỏi sinh cỏng tỏn tỏi trong trỏng hỏp suy giỏm niỏm tin – biỏn các lợi thị sỏc mua thành mỏt xu hỏng tiỏt kiỏm cao hỏn, hay nỏu nhỏ hành đỏng cỏa ECB không tỏo ra đỏc tín đỏng cỏn thịt đỏ hỏ trỏ cho sỏ phỏc hỏi yỏu kém cỏa đỏu thị đỏc đỏ kiỏn trong kỏch bỏn trỏng tâm cỏa chúng tỏi.

M: những khó khăn đã qua và tình hình trở nên sáng sủa

Nền kinh tế Mỹ sẽ đạt được mức tăng trưởng cao hơn nhập để tìm kiếm của nó trong năm 2015 và năm 2016. Nhiều yếu tố thị trường được nêu lên như vớt cún tìm kiếm tăng trưởng, như cắt giảm ngân sách và giảm nợ cho các hộ gia đình, đã được giảm bớt, và sẽ giảm giá năng lượng gần đây sẽ tạo thêm một cú hích.

Chúng tôi dự đoán mức suy giảm tăng trưởng trong quý IV/2015, xuống khoảng 2,5% theo nhập để hàng năm, sau khi tăng trưởng khoảng 4% trong quý III. Suy giảm tăng trưởng này là kết quả của việc giảm chi tiêu quân sự (sau một đợt tăng không kéo dài trong quý III) và không có sự đóng góp tích cực của ngoại thị trường trong quý IV. Sự sụt giảm giá xăng dầu có tác động tăng trưởng như việc cắt giảm thuế: hộ trợ sự tăng trưởng. Một phần tiến tiến giảm sẽ được giảm lợi, nhưng phần tiến được chi tiêu có thể hộ trợ các hoạt động chi tiêu của các hộ gia đình trong nhiều quý, điều này giúp thích thú sao chúng tôi lại dự đoán mức tăng trưởng tiêu dùng giảm 2,9% trong năm 2015, so với 2,2% trong năm 2014.

Thị trường lao động Mỹ tiếp tục được cải thiện, với tốc độ tăng trưởng nhanh hơn dự kiến. Các chi phí và các nguồn lực không được sử dụng đã giảm bớt: đặc biệt là tăng trưởng hộ trợ tăng trưởng dài hạn và việc làm bán thời gian bớt bớt. Điều này sẽ góp phần làm gia tăng các mức thu nhập, vốn rất khiêm tốn kể từ đầu giai đoạn phục hồi.

Các hộ gia đình Mỹ đã giảm mức nợ và nghèo đói trở nên giảm bớt nhất từ nhiều thập kỷ nay. Ngoài ra, sự đi lên của các thị trường cổ phiếu và sự tăng giá nhà đã làm tăng tài sản ròng của họ. Với niềm tin lớn hơn đối với tình hình tài chính của mình và tình hình việc làm, các hộ gia đình có xu hướng sẽ tăng tín dụng cho các hoạt động mua sắm lớn và chi tiêu có phần thoải mái hơn, cho dù điều này dẫn đến sự sụt giảm tạm thời tốc độ tiến tiến.

Điều kiện xuất hiện tăng trưởng trong năm 2015, do sự thúc đẩy tăng trưởng sự khuyến khích các doanh nghiệp tìm cách duy trì hộ trợ trên sản lượng tiêu thụ. Xu hướng sụt giảm giá năng lượng có thể hộ trợ trong lĩnh vực khai thác dầu và khí đốt, nhưng lợi nhuận giảm việc các nhà sản xuất tăng sản lượng với chi phí cao. Sự giảm bớt những lo ngại về chính sách ngân sách của Washington, do Quốc hội Mỹ năm ngoái sẽ kiểm soát của Đảng Cộng hòa, có thể là yếu tố tích cực đối với môi

trở lại kinh doanh. Tuy nhiên, xu hướng giảm nhu cầu của thị trường có thể vẫn là một vấn đề đáng lo ngại.

Chúng tôi dự đoán sẽ có sự tăng tốc đầu tư và nhà ở trong năm 2015, nhưng dự đoán của chúng tôi không tránh khỏi những nguy cơ giảm mức độ báo: các điều kiện vay vốn của ngân hàng vẫn còn quá chặt chẽ đối với nhiều khách hàng tiềm năng, và các biện pháp cho phép tiếp cận hơn nữa tín dụng thế chấp vẫn còn hạn chế. Sự gia tăng thu nhập và cải thiện thị trường lao động sẽ đóng vai trò quyết định duy trì sự phục hồi thị trường bất động sản nhà ở. Thực vậy, những diễn biến đó sẽ cho phép những khách hàng đầu tiên nhận được những khoản vay thế chấp và có khả năng mua sắm phần nào xu hướng giảm đối với việc xây dựng gia đình, được nhận thấy là giảm trở lại trong đầu tư lao động sau giai đoạn suy thoái. Đó là bởi nhiều yếu tố làm tăng nhu cầu và nhà ở của các hộ gia đình.

Chúng tôi cho rằng ngoại tệ tăng sẽ ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng yếu tố của nước ngoài và sẽ lên giá của đồng USD: do vậy, ngoại tệ tăng sẽ đóng góp rất ít vào sự tăng trưởng trong năm 2015.

Vấn đề sự giảm giá đầu tư thị trường sẽ thể hiện thông qua sự giảm phát trong những quý tiếp theo, và do vậy chúng tôi đã điều chỉnh giảm trong dự báo về lạm phát.

Việc củng cố ngân sách đã không còn tác động tích cực tăng trưởng, và thậm chí một động thái kích thích ngân sách sẽ có thể được tính đến, bởi Quốc hội Mỹ có thể sẽ thông qua các biện pháp cắt giảm các khoản thuế không được tài trợ. Họ đã chấp thuận về sự tiến bộ đã dành cho các khoản chi trong năm tài chính 2015, và sẽ thông qua các nghị quyết cho phép duy trì sự vận hành của chính phủ cho đến cuối năm tài khóa, điều này sẽ dẫn đến một mức thâm hụt ngân sách khoảng 2,6% GDP.

Nhật Bản: hoãn tăng thuế tiêu dùng và các cuộc bầu cử trước thời hạn có lợi cho chính sách Abenomics

Những sự liệu tăng trưởng thấp hơn so với dự kiến trong quý III/2014 đã buộc Thủ tướng Shinzo Abe phải chính thức công bố vào ngày 18/11/2014 quyết định lùi 18 tháng thời hạn tăng thuế tiêu dùng (từ 8% lên 10%), và tiến hành các cuộc

bộ của Quốc hội trước thời hạn vào giữa tháng 12. Việc chính sách Abenomics sẽ được duy trì cho đến năm 2018 sẽ làm gia tăng những biến động thị trường và những tác động đi kèm như sẽ suy yếu của đồng yên, sẽ tăng giá tài sản và sẽ giảm lãi suất các khoản vay chính phủ.

Có những quan điểm không giống nhau về động thái của ông Shinzo Abe, những chúng tôi tiếp tục nhận định rằng tình hình vận chuyển lợi cho Đảng Dân chủ Tự do (LDP) của ông Abe và, về mặt kinh tế, chúng tôi nhận thấy việc hoãn thời hạn tăng bổ sung thuế tiêu dùng mang lại những lợi ích:

- Công cụ niềm tin của các hộ gia đình trong ngắn hạn;
- Cho phép tiết kiệm thời gian khi chờ đợi các khoản tín dụng của bên bán đầu tiên một cách đáng kể;
- Giúp Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (Boj) có thêm phạm vi hoạt động.

Những yếu tố này sẽ cho phép tạo ra một phạm vi đáng tin cậy cho nền kinh tế tăng trưởng và chớm đợt giai đoạn giảm phát, do vậy sẽ bù đắp cho sự thiếu hụt về thuế gây ra bởi việc hoãn tăng thuế tiêu dùng. Do vậy, chúng tôi tin rằng việc hoãn tăng thuế tiêu dùng sẽ không làm chớm lợi hoạt động chính doanh nghiệp tài chính công.

Sẽ sụt giảm GDP bất ngờ trong quý III/2014 (-0,5%, tăng trưởng -1,9% theo tỷ lệ hàng năm) là lần suy giảm thứ hai liên tiếp theo quý, động nghĩa với sự suy thoái mang tính kỹ thuật. Tuy nhiên, sẽ sụt giảm này chủ yếu gắn liền với một số điều chỉnh lạm phát hàng hóa đơn thuần và chúng tôi không có nhiều thông tin về tình hình trước đây. Những dữ liệu mới đây nhất (về thị trường mới, sản xuất công nghiệp, các đơn đặt hàng và máy móc và chi tiêu tiêu dùng hiện tại) đã cho thấy những dấu hiệu phức tạp rõ ràng. Ngoài ra, những biện pháp nới lỏng định lượng bổ sung được Boj bất ngờ thông báo vào ngày 31/10/2014 (khiến đồng yên sụt giảm mạnh và giá cổ phiếu tăng lên) đã công bố thêm kịch bản tích cực của chúng tôi về nền kinh tế Nhật Bản. Động thái của Boj đã dẫn đến một hiệu ứng tài sản tích cực với một khoản tín dụng 12.000 tỷ yên trong một vài tuần, tăng trưởng hàng 4% chi tiêu

tiêu dùng hàng năm của các hộ gia đình. Chúng tôi cho rằng sẽ phức tạp tiêu dùng rất có khả năng xảy ra trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng trung bình mức 0,1% năm 2014, nhưng 1,3% năm 2015 và 1,5% năm 2016, mức tăng trưởng rõ ràng cao hơn mức tăng trưởng tiềm năng (0,5%).

Các thách thức đối với tăng trưởng: không quá mong manh

Năm 2015, các thách thức đối với tăng trưởng sẽ đối mặt với ba thách thức: tác động của việc tăng các mức lãi suất của FED, trong một bối cảnh tăng trưởng tiềm năng hạn chế, với những điều kiện tiền tệ trong ngắn hạn nhìn chung còn khó khăn. Tuy nhiên, các thách thức cũng được hỗ trợ bởi các chính sách bảo hộ. Vì vậy, cần chú ý đến các thách thức đối với tăng trưởng, hơn là cần xa lánh họ.

Sẽ biến động đáng kể sẽ trở lại trên các thách thức kể từ mùa Hè. Trên thực tế, do luôn nhạy cảm với sự gia tăng rủi ro, các động thái của các thách thức đối với tăng trưởng sẽ nhiều thách thức.

Thách thức đầu tiên là việc bình thường hóa chính sách tiền tệ của FED. Việc tăng lãi suất đã được thông báo của FED có thể trở thành hiện thực vào năm 2015. Điều này sẽ làm tăng hiệu suất trái phiếu của FED, khiến các mức lãi suất và các nguồn tiềm năng trở nên kém hấp dẫn hơn. Trên thực tế, việc tài trợ cho các nguồn tiềm năng có thâm hụt bên ngoài sẽ được coi là tiền kém và nhiều rủi ro hơn, khiến các nhà cho vay và các nhà đầu tư thận trọng hơn đối với các nguồn này. Xét về mặt này, Thổ Nhĩ Kỳ, Nam Phi, và một số quốc gia khác như Brazil, Indonesia và Ấn Độ nằm trong số những quốc gia dễ bị tổn thương nhất.

Thách thức thứ hai là sự tăng trưởng kinh tế yếu kém ở nhiều quốc gia tiềm năng. Sự tăng trưởng này đã gây thất vọng từ hai hay ba năm qua. Ở những quốc gia này, tiêu dùng cá nhân sẽ vẫn là động lực chính của tăng trưởng, nhưng đã có xu hướng suy yếu trong những quý gần đây. Ngược lại, hoạt động đầu tư và đó chỉ tăng yếu ớt, nếu như không muốn nói là không tăng (trở ngại đáng chú ý là Trung Quốc), tín hiệu xấu cho sự tăng trưởng trong tương lai. Một điểm tích cực hơn là sự đóng góp của xuất khẩu ròng đã cải thiện kể từ cuối năm 2013, nhưng điều này càng khiến họ phụ thuộc vào sự tăng trưởng của FED.

Vượt ra ngoài những triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn, các thị trường đã có những hoài nghi về sự tăng trưởng tiềm năng của các nước mới nổi, đặc biệt đối với những cái cách hạn chế kết quả 15 năm qua (ngoại trừ một vài trường hợp hiếm hoi, như Mexico). Một khác, chính việc thiêu các cái cách lý giải phần nào sự suy yếu của đầu tư.

Thách thức thứ ba là chính sách tiền tệ thiếu linh hoạt. Các nước mới nổi dường như không chắc chắn cắt giảm lãi suất một thời điểm mà FED đã đồng hành tăng các mức lãi suất của họ. Với lợi, trường hợp lãi suất của bên thực tế trung bình của các nước mới nổi đã tăng 200 điểm của bên trong vòng 3 năm và gần như đã đạt trở lại mức của năm 2005-2007 – thời kỳ thịnh vượng cho sự tăng trưởng của các nước mới nổi – hiện nhiên sự không còn lập lại trong tình hình hiện nay. Thêm vào đó là rủi ro về địa chính trị gây ảnh hưởng nặng nề tại Đông Âu. Tuy nhiên, sự sụt giảm giá các nguyên liệu trong những tháng gần đây sẽ hạn chế những triển vọng lạm phát, do vậy nhiều ngân hàng trung ương sẽ không phản ứng thái quá trước việc tăng lãi suất của đồng USD và không thất vọng một cách quá nhanh chóng các chính sách tiền tệ của họ.

Những vấn đề tài chính những phạm vi hoạt động cho các thị trường. Sự kết hợp những yếu tố ít khi xảy ra này đã báo một bài cảnh báo ít thu hút lợi cho các thị trường tài chính. Tuy nhiên, các thị trường tiền tệ và lãi suất cũng dường như đang lập lại các chính sách bảo vệ tiếp sau đó.

Việc tăng các mức lãi suất của MFC chắc chắn sẽ là một yếu tố bất bu c xảy ra. Những thị trường tài chính nay đã được chuẩn bị tốt hơn so với năm 2013. Một khác, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) đã trở nên “uyển chuyển” hơn và điều này sẽ bù đắp phần nào sự thất vọng chính sách tiền tệ đã được dự kiến của MFC.

Ngoài ra, một số thị trường mới nổi sẽ áp dụng các mức lãi suất trong nước cao tại mức khi nào cho chúng vốn hợp d n hơn so với các mức lãi suất của MFC, ngay cả sau khi các mức lãi suất của MFC bắt đầu tăng một cách thực chất hơn (vì vậy các thị trường toàn cầu không trở lại “trung thái hoang l o n” kéo dài).

Hơn nữa, các cuộc bầu cử gần đây ở một số nước lớn mới nổi (như Ấn Độ, Indonesia và, ở một mức độ thấp hơn, Brazil) đã mở ra khả năng đẩy nhanh các cuộc cải cách mang tính cơ cấu vốn có thể góp phần giải phóng, trong thời hạn nhất định, tiềm

những tăng trưởng của những nền kinh tế này.

Nhìn chung, bất chấp sự thất bại chính sách tiền tệ được dự kiến của M, hiện tại chưa phải là thời điểm tốt nhất để lập trình và các thị trường mới, mà là có sự phân định giữa các thị trường này.

Như vậy, các nền kinh tế có thể đứng bên ngoài (phần lớn là các nền kinh tế châu Á) có thể được hưởng nhiều ưu đãi hơn so với các nền kinh tế có những mặt cân bằng bên ngoài (chẳng hạn như Thổ Nhĩ Kỳ và Nam Phi). Do mức độ phức tạp của M lớn hơn Trung Quốc, ngược lại ta sẽ có niềm tin lớn hơn vào các nền kinh tế xuất khẩu các hàng hóa chủ yếu (ví dụ như Mexico và các nền kinh tế công nghiệp hóa của châu Á) so với các nền kinh tế xuất khẩu nguyên liệu (như Brazil, Nga, Nam Phi). Do hiệu suất tăng trưởng ở châu Âu thấp so với M, những nền kinh tế xuất khẩu hàng hóa sang M có thể được hưởng nhiều ưu đãi hơn so với các nền kinh tế nhập khẩu vào khu vực đồng euro.

Chính sách tiền tệ: điểu chỉnh

Mức độ khác biệt giữa các ngân hàng trung ương lớn sẽ đặt những tài sản vào năm 2015. Bất cứ sự gia tăng biên độ nào đều sẽ buộc FED phải thận trọng hơn.

Chúng tôi tiếp tục trông đợi một sự tăng dần các mức lãi suất của FED trong quý III/2015. Ở thời điểm này, nhiệm vụ của ủy ban thị trường mở Liên bang (FOMC) và việc làm sẽ tiếp tục thúc đẩy và việc cắt giảm các nguồn lực không sử dụng trên thị trường lao động sẽ đẩy tiền lương tăng lên. Trong thời gian tới, lạm phát sẽ vẫn thấp hơn mức mục tiêu 2% của FED, do sự giảm giá năng lượng và các mặt hàng nhập khẩu. Tuy nhiên, sự gia tăng chi phí lao động và sự tác động mạnh mẽ của những dữ liệu lạm phát sẽ càng cố thêm ý tưởng của FED rằng mức mục tiêu và lạm phát sẽ đạt được ở một thời điểm thích hợp. Sự biến động có thể quay trở lại trên các thị trường tài chính bất chấp chính sách tiền tệ được trình bày trong các dữ liệu của FED, điểu này sẽ thúc đẩy FED khi đang việc đưa các lãi suất và lợi nhuận bình thường một cách thận trọng: chúng tôi dự đoán lãi suất cơ bản của FED sẽ tăng lên mức 0,5%-0,75% vào cuối năm 2015 và lên mức 2% một năm sau đó. FOMC sẽ vẫn duy trì lợi ích dự trữ (IOER) và sẽ duy trì dòng của giao dịch mua giấy tờ có giá có cam kết bán lại (Reverse Repo) để kiểm soát việc tăng các lãi suất cơ bản này. Trong giai đoạn thứ hai, FOMC sẽ thay đổi chính sách tái đầu tư để với danh mục đầu tư của họ nhằm giảm một cách thận trọng quy mô bình cân đối tài sản của họ với một tốc độ vừa

phôi.

Boj đã gây ngạc nhiên cho các thị trường qua việc nới lỏng hơn nữa chính sách tiền tệ của họ, sau khi hùng hân tuyên bố giành thắng lợi (có phần vui vàng, theo quan điểm chúng tôi) trong cuộc chiến chống giẫm phát. Kết quả là chúng tôi lại trở nên lo quan hơn về nền kinh tế Nhật Bản và đã cho thấy những dấu hiệu phức tạp rõ ràng hơn sau sự suy thoái trở lại do tăng thuế tiêu dùng hai tháng 4/2014. Boj đã thay đổi mục tiêu của chính sách nới lỏng định lượng và định tính (QQE) của mình, và hiện tại Boj đưa ra mục tiêu tăng gói cung tiền hàng năm lên 80.000 tỷ yên, được biết thông qua việc mua lại các trái phiếu chính phủ Nhật Bản có giá trị ròng hàng năm là 80.000 tỷ yên, tương đương 17% GDP. Chúng tôi cho rằng Boj sẽ không ngừng nới lỏng hơn nữa chính sách của họ nếu cần thiết. Chương trình QQE hiện tại có thể kéo dài đến đầu năm 2018, trong khi việc tăng bổ sung thuế tiêu dùng (từ 8% đến 10%) đã bị hoãn lại đến tháng 4/2017.

Cuối cùng, tình hình ở khu vực đồng euro vẫn được biết khó khăn, sự tăng trưởng trên danh nghĩa vẫn không có dấu hiệu phức tạp một cách thuyết phục. Thời điểm nào đó, sự sụt giảm giá dầu sẽ hỗ trợ hoạt động kinh tế, song tác động ngay lập tức được thị trường thông qua các thị trường lạm phát vẫn còn thấp, gần như bằng không, thậm chí có phần tiêu cực. ECB đã tuyên bố sẵn sàng hành động nếu cần, nhưng tại tháng 12/2014 họ vẫn không làm được gì, hiện nhiên là do không có sự đồng thuận trong Hội đồng các thành viên. Những trở ngại về mặt chính trị và kỹ thuật đối với một chương trình nới lỏng định lượng (QE) hiệu quả có thể được khắc phục, trong trường hợp các triển vọng kinh tế và ổn định giá trị trở nên xấu hơn. Thời gian, các biện pháp nới lỏng hiện tại sẽ không đủ để làm tăng băng tăng kết tài sản của ECB lên mức 1.000 tỷ euro. Do vậy, ECB sẽ thực hiện một chương trình mở rộng mua lại các tài sản ngay từ quý I/2015. Kịch bản trung tâm của chúng tôi cho thấy những tác động góp lại từ các hành động của ECB cuối cùng sẽ được cảm nhận rõ rệt trong năm 2015, với một sự tăng dần tốc độ tăng trưởng.

Các thị trường tài chính: sự gia tăng những căng thẳng phân giữa các chính sách tiền tệ thời kỳ hậu QE

Việc giảm nguy cơ giảm phát ở châu Âu và buộc đầu của các đợt tăng lãi suất của FED trong quý III/2015 sẽ kéo theo một giai đoạn tăng các mức lãi suất kỳ hạn 10 năm, làm tăng áp lực đầu của lên các chi phí đầu tư bằng đồng USD.

Lãi suất trái phiếu giảm trở lại

Từ tháng 5/2014, các mức lãi suất của MFC chỉ yếu và gần như cách 50 điểm cơ bản, trong khoảng từ 2,15% đến 2,65% (ngoại trừ trong giai đoạn “khủng hoảng” với đợt tăng lãi suất hai giờ tháng 10). Việc tăng lãi suất mà chúng tôi dự kiến đã không xảy ra, bởi sự suy giảm và tăng trưởng và việc lạm phát tại khu vực đồng euro đã trở nên nghiêm trọng hơn những gì chúng tôi dự đoán, và FED đã kiểm soát chặt chẽ thị trường trái phiếu MFC thông qua hệ thống thông tin liên lạc của mình. Những FED mới chỉ tăng các lãi suất cơ bản cách đây vài tháng và ngày càng có ít các nhà hoạt động kinh tế trông đợi một sự giảm các mức lãi suất dài hạn. Các mức lãi suất cũng rất thấp, và chúng tôi lo ngại rằng hậu quả bất ngờ của các hoạt động điều chỉnh hậu khủng hoảng sẽ là sự biến mất một cách nhanh chóng tính thanh khoản trên các thị trường. Từ nay đến cuối năm 2015, chu kỳ tăng các mức lãi suất của FED sẽ được khởi động rõ ràng và chúng tôi chỉ đợi lãi suất kỳ hạn 10 năm của MFC sẽ tăng lên khoảng 3,25%. Các mức lãi suất của các công suất tăng lên, giữ định rõ ràng hậu những lo sợ về sự giảm phát ở châu Âu từ nay đến lúc đó sẽ không còn.

Các mức lãi suất trái phiếu Bund (trái phiếu chính phủ Đức) kỳ hạn 10 năm hiện ở mức 0,75%, bằng khoảng một nửa mức điểm thấp lịch sử của lãi suất kỳ hạn 10 năm của MFC năm 2012. Nhờ vậy, MFC đã phải đợi một vài mới để đưa giảm phát, cuộc khủng hoảng nợ công trong khu vực đồng euro cũng hết sức gay gắt, và gói QE3 sẽ được khởi động. Lãi suất trái phiếu Bund hiện đang ở mức quá thấp, những bất chấp các dòng lưu của châu Âu có thể được cải thiện, thị trường sẽ chấp nhận đánh giá lợi nguy cơ giảm phát ở mức thấp, chỉ không phải là dự đoán về một khủng hoảng tiếp theo. Từ nay đến cuối năm 2015, tác động của sự tăng nhanh bằng tăng kết tài sản của ECB sẽ không còn nữa và chúng tôi mong đợi sự tăng lãi suất trái phiếu Schatz kỳ hạn 2 năm trong vùng tích cực. Cho dù các mức lãi suất tăng ở châu Âu, chúng tôi không trông đợi sự đảo ngược đáng kể xu hướng giảm chênh lệch lãi suất ở các nước vùng ngoại vi (của khu vực đồng euro – ND): quá thấp, chính vùng ngoại vi là nơi mà sự phục hồi tăng trưởng diễn ra nhanh nhất. Chúng tôi cho rằng khoản chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu Bund và trái phiếu BTP (trái phiếu chính phủ Italy) kỳ hạn 10 năm sẽ đạt điểm cân bằng trung hạn (75 điểm cơ bản) từ nay đến cuối năm 2015. Chúng tôi dự đoán các mức lãi suất trái phiếu Bund sẽ tăng gấp đôi, lên mức 1,50% từ nay đến cuối năm 2015, trên thực tế trùng với mức điểm thấp lịch sử của lãi suất kỳ hạn 10 năm của MFC.

Chỉ số USD vẫn ở mức cao trong quý I/2015

Sẽ không hài lòng của FED gần liên với sự tăng giá đồng USD trong quý I/2015 có thể sẽ bị che khuất bởi các chính sách khiêu khích của BoJ và ECB. Trong bối cảnh này, chúng tôi đã điều chỉnh giảm các dự báo của mình về đồng yên so với đồng USD và các đồng tiền châu Á, trong khi chúng tôi dự đoán trong năm 2015 tỷ giá đồng euro/USD sẽ tiếp tục được điều chỉnh giảm. Chúng tôi cũng việc tăng các chi phí tài trợ bằng đồng USD, các đồng tiền mới nên sẽ được biết chú ý áp lực nhu cầu hơn.

Trong quý II/2015, sự phát triển của thị trường ngoại hối sẽ bị chi phối chủ yếu bởi những tác động ban đầu của các biện pháp được BoJ và ECB thông qua, được biết là việc BoJ bắt đầu tăng gói QE và việc hoãn tăng thuế tiêu dùng tại Nhật Bản. Đó là những quyết định khiến chúng tôi phải điều chỉnh tăng các dự báo của mình về tỷ giá đồng USD/yên lên mức 123 vào khoảng cuối tháng 3/2015. Tuy nhiên, ECB sẽ hướng tới các biện pháp nên đang nhu cầu tham vọng hơn, nhưng do đồng euro được báo về qua việc quay vòng các dự trữ ngoại hối được quy đổi sang đồng USD, chúng tôi hy vọng tỷ giá đồng euro/USD sẽ dần ổn định. Trong ngắn hạn, chúng tôi muốn nhắc lại rằng có lẽ chỉ còn rất ít thời gian, trong khi chờ đợi biến động ngắn hạn và những đánh giá của FED về đồng USD, để khi đồng việc điều chỉnh giảm đồng USD vào cuối năm 2015. Những người còn hoài nghi về khả năng của FED tác động lên thị trường ngoại hối chỉ cần quan sát lưu trữ của đồng USD qua các kênh giao dịch hàng ngày.

Về lợi, việc tăng các chi phí tài trợ bằng đồng USD cũng như hướng đến sự phát triển của thị trường ngoại hối trong quý I/2015. Sự tăng dần các chi phí tài trợ (khiến các hoạt động kinh doanh chênh lệch lãi suất trở nên kém hấp dẫn hơn) sẽ thúc đẩy việc đánh giá lợi suất của các đồng tiền mới, và tác động mạnh mẽ tới các đồng tiền có khả năng sinh lợi cao nhưng có tính thanh khoản thấp nhất trong quý II/2015. Được biết, việc thay đổi chính sách tiền tệ của FED có thể tác động mạnh mẽ tới các đồng tiền đang cạnh tranh lẫn nhau để thu hút các luồng đầu tư vốn cho phép các đồng tiền này tài trợ cho các thâm hụt tài khoản vãng lai. Các chi phí giao dịch chênh lệch lãi suất của chúng tôi đã cho thấy việc định giá lợi đã có một tác động đáng kể đến hiệu suất của các đồng tiền mới trong quý IV/2014. Ngoài ra, việc tái cân bằng khi lạm phát dự của các ngân hàng trung ương sẽ chậm lại vì những lý do tương tự, và nhu cầu đồng tiền – được biết là các đồng tiền mà hiệu suất của chúng phụ thuộc mạnh mẽ, thông qua ngoại hối thông và/hoặc các luồng tài chính, vào một nền kinh tế toàn cầu vốn không chắc chắn – có thể cho thấy dự báo thận trọng.

Theo Báo cáo của [Ngân hàng Nông nghiệp Pháp](#)

Lan Hoàng (gt)