

## ECB VÀ CHƯƠNG TRÌNH NÓI LỔNG ĐỊNH LƯỢNG QE TRỊ GIÁ 1.100 TỶ EUR

Gói nói lỏng định lượng QE tại châu Âu theo kiểu Mỹ, tức là mua trái phiếu chính phủ, đã chính thức được ECB thông báo vào ngày 22/1/2015. Chương trình cứu trợ này có tổng giá trị 1.100 tỷ EUR, kéo dài trong 18 tháng kể từ tháng 3/2015.



QE dường như là lựa chọn duy nhất mà ECB có thể đưa ra trong bối cảnh nhóm biện pháp điều hành chính sách tiền tệ truyền thống tỏ ra bất lực trước áp lực giảm phát.

Vì cơ gì mà nền kinh tế Eurozone buộc phải sử dụng nhóm biện pháp điều hành chính sách tiền tệ phi truyền thống trên dù trên thực tế, bản thân nội bộ ECB vốn tồn tại rất nhiều quan điểm đối lập nhau trong việc sử dụng QE này? Vốn dĩ ECB đã không sử dụng QE kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2008 như FED đã từng làm mà thay vào đó, ngân hàng trung ương khối này đã sử dụng các biện pháp truyền thống như hạ lãi suất và cung cấp lượng thanh khoản không giới hạn cho hệ thống ngân hàng nhằm thúc đẩy tăng trưởng. Tuy nhiên, kết quả phục hồi lạm phát của khối không như mong đợi trong khi ở bên kia bờ Đại Tây Dương, nền kinh tế Mỹ trở nên ngày một cải thiện hơn. Tại thời điểm cuộc họp chính sách ECB vào tháng 4/2014, chủ tịch Draghi lúc đó đã hé mở khả năng sử dụng “các công cụ bất thường” trong quyền hạn của mình để đẩy lùi rủi ro lạm phát duy trì quá thấp trong thời gian dài. Cụm từ “các công cụ bất thường” trên đây phần nào được hiểu như tín hiệu ECB thay đổi suy nghĩ trong trường hợp chính sách tiền tệ truyền thống (như giảm lãi suất) tỏ ra bất lực áp lực giảm phát. Cho tới khi Eurostat công bố chỉ số lạm phát sụt giảm mạnh (lạm phát tháng 12/2014 là -0,2% yoy, giảm mạnh so với mức 0,3% trong tháng trước, lần đầu rơi trở về mức âm kể từ khủng hoảng tài chính 2009), số liệu kinh tế kém khả quan của các quốc gia có nền kinh tế mạnh nhất khu vực như Đức, Pháp và Ý trong tháng 12/2014, đồng thời giá hàng hóa và năng lượng liên tục giảm không hồi kết thì QE dường như là lựa chọn số một còn lại.

### PHÒNG PHÂN TÍCH BSC

Địa chỉ: Tầng 10 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Email: R&D\_BSC@bsc.com.vn  
Website: www.bsc.com.vn



QE đưa ra nhằm mục đích gia tăng cung tiền, mở rộng bảng cân đối kế toán của hệ thống ngân hàng, hạ thấp lợi suất tài sản, từ đó kích thích tăng trưởng kinh tế.

Với giá trị 1.100 tỷ EUR, dù vượt kỳ vọng thị trường, QE vẫn gây thất vọng bởi quy mô gói cứu trợ này được đánh giá là chưa đủ.

Gói kích thích nói lỏng định lượng ECB đưa ra ngay lập tức tác động đến thị trường tài chính toàn cầu. Trong bối cảnh các nước phát triển tăng trưởng chậm, nguy cơ giảm phát lo lắng thì nói lỏng tiền tệ có lẽ là cách dễ nhất mà NHTW các nước trên có thể sử dụng để phân ứng lại.

Gói QE này được ECB triển khai dưới dạng mua tài sản (bao gồm chứng khoán của cả khu vực công lẫn tư nhân) với khối lượng 60 tỷ EUR mỗi tháng với mục đích thúc đẩy tăng trưởng và đối phó với áp lực giảm phát. Với cách thức trên, ECB tăng cung tiền và mở rộng bảng cân đối kế toán của hệ thống ngân hàng, hạ thấp lợi suất các tài sản, hạ giá đồng EUR từ đó làm tăng tính cạnh tranh của hàng hóa trong khu vực. Tương tự như các gói QE của FED, ECB kỳ vọng hệ thống ngân hàng thương mại sẽ sử dụng phần tăng lên đáng kể trong bảng kế toán cho doanh nghiệp và người dân vay để đầu tư hoặc chi tiêu, qua đó kích thích nền kinh tế.

Với quy mô 1.100 tỷ EUR, lớn hơn so với mức kỳ vọng của thị trường (dao động trong khoảng từ 500 – 1.000 tỷ EUR) nhưng phần lớn ý kiến tỏ ra thất vọng và cho rằng quy mô gói cứu trợ này là chưa đủ nhằm vực dậy tăng trưởng kinh tế cũng như đưa lạm phát trở về mức mục tiêu 2%. 1.100 tỷ EUR thực tế mới chỉ bù lại được số tiền 1.000 tỷ EUR mà ECB đã rút đi trong vòng 2 năm qua mà thôi. Bên cạnh đó, gói QE 2015 của ECB đưa ra có bối cảnh khác so với các gói QE của FED trong năm 2008 khi mức lãi suất khu vực Eurozone hiện nay là quá thấp, do đó các ngân hàng vẫn gặp khó khăn trong việc đưa nguồn vốn trên ra thị trường. Trong bối cảnh các biện pháp tiền tệ truyền thống bị vô hiệu hóa như hiện tại, có lẽ các thành viên cần thực thi chính sách tài khóa đồng bộ và mạnh mẽ hơn thì mới đủ vực dậy nền kinh tế.

Các tác động mà chương trình QE của ECB đến phần còn lại của thế giới hiện nhiên đáng kể bởi quy mô kinh tế của khu vực này. Thậm chí, ngay khi thị trường còn đồn đoán về khả năng liệu chương trình QE có được đưa ra hay không cũng đã khiến thị trường sôi động hơn rất nhiều.

Một trong những sự kiện tiêu biểu, thậm chí có thể trở thành sự kiện trên thị trường forex năm 2015 là việc SNB (NHTW Thụy Sĩ) bất ngờ thả nổi đồng CHF so với EUR, đồng thời hạ lãi suất tiền gửi không kỳ hạn xuống mức -0,75% từ mức -0,25%.

Rõ ràng SNB đã thay đổi quan điểm khi quả bóng QE được ECB sẵn sàng chằm bất cứ lúc nào, do đó ngân hàng này đã từ bỏ chính sách neo sàn tỷ giá EUR/CHF từ 2011 tới nay, đồng nghĩa với việc không mua vào EUR và bán ra CHF trong trường hợp ECB thực thi gói cứu trợ QE. Điều này đã gây sốc thị trường, làm cho hệ thống ngoại hối quốc tế phải dừng trong 15 phút sau khi tỷ giá EUR/CHF tụt gần 19% chỉ trong vùn vụt 13 tiếng đồng hồ!!! Dù lãi suất ngay lập tức được hạ nhằm khắc phục sự tăng giá quá mạnh của đồng Franc nhưng sau cùng, CHF ổn định lại dần dần với mức tăng giá từ 16-18% so với EUR.



**Cặp tỷ giá vàng – euro (XAU-EUR) là một ví dụ điển hình khi leo dốc hàng tuần và nhanh chóng bị chốt lời mạnh mẽ trước thời điểm QE chính thức được thông qua.**

Chương trình QE khổng lồ của FED vừa mới kết thúc, BOJ và BOE đang giữ chính sách tiền tệ nới lỏng, thì nay ECB tiếp tục cung vào một lượng tiền nữa. Nguồn tiền giá rẻ khổng lồ này chưa biết có đem lại nhiều lợi ích trực tiếp cho nền kinh tế như NHTW các nước đó kì vọng hay không, nhưng trước mắt chúng hoàn toàn có khả năng chảy về các thị trường khác như châu Á, điển hình là Hong Kong, Singapore, Hàn Quốc, Trung Quốc... khiến nguy cơ bong bóng tài sản ở các quốc gia này tăng lên đáng kể.



**Để phản ứng lại, cách dễ nhất mà NHTW các nước có thể chọn là kích thích nền kinh tế thông qua việc hạ lãi suất và làm yếu đồng nội tệ đi.** Bank of Canada mới đây vừa cắt giảm lãi suất xuống 0,75% từ mức 1% (ngày 21/1/2015) trong bối cảnh lạm phát suy yếu (-0,7% mom so với mức -0,4% kỳ trước). BoC đã khởi đầu, ai dám chắc ngày 28/1 tới đây, liệu RBNZ (NHTW New Zealand) có giữ tâm thế bình an, ngồi im quan sát và giữ mức lãi suất 3,5% trong bối cảnh giảm phát 0,2% trong tháng trước hay không?

Hiệu quả của chương trình nới lỏng định lượng do ECB triển khai khó có thể lượng hóa và có thể kéo dài. Điều này mở ra cơ hội cho các quốc gia đang phát triển gia tăng động lực phát triển nếu biết tận dụng tốt nguồn vốn giá rẻ chảy ra từ khu vực EU, Nhật Bản...

**Áp lực nới lỏng xuất hiện ở nhiều nơi trên thế giới, và có thể làm giảm hiệu quả của gói QE của ECB so với của FED, từ đó có khả năng kéo dài hơn thời kỳ “cứu trợ nền kinh tế” của các nền kinh tế phát triển trên thế giới.**

Dòng vốn giá rẻ lan rộng ra mọi ngõ ngách trên toàn thế giới, thúc đẩy sự tăng trưởng về kinh tế, chứng khoán cũng như bất động sản trên toàn cầu. Cơ hội mở ra trước mắt cho các quốc gia đang phát triển, trong đó có Việt Nam. Tuy nhiên, nền kinh tế của Việt Nam trong thời kỳ tới liệu có hưởng lợi được luồng tiền này hay không lại phụ thuộc vào mức độ hiệu quả của việc sử dụng nguồn vốn đó.



***KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG***

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

***PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN*****Trần Thăng Long****Trưởng Bộ phận**[longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**Vũ Thanh Phong**[phongvt@bsc.com.vn](mailto:phongvt@bsc.com.vn)**Nguyễn Hoàng Việt**[vietnh@bsc.com.vn](mailto:vietnh@bsc.com.vn)***THÔNG TIN LIÊN HỆ*****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư (Hội sở)****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 84 4 39352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

