

Giảm gói QE của Hoa Kỳ và Chính sách Tỷ giá ở Đông Á

The Fed Has Ended Its Historic Bond Buying Program [29/10/2014]

On Wednesday, the Fed ended its historic bond-buying program known as quantitative easing, or QE3. In this massive effort to stimulate the economy, the Fed spent a little more than a year purchasing \$85 billion a month in mortgage-backed securities and debt.



Bối cảnh

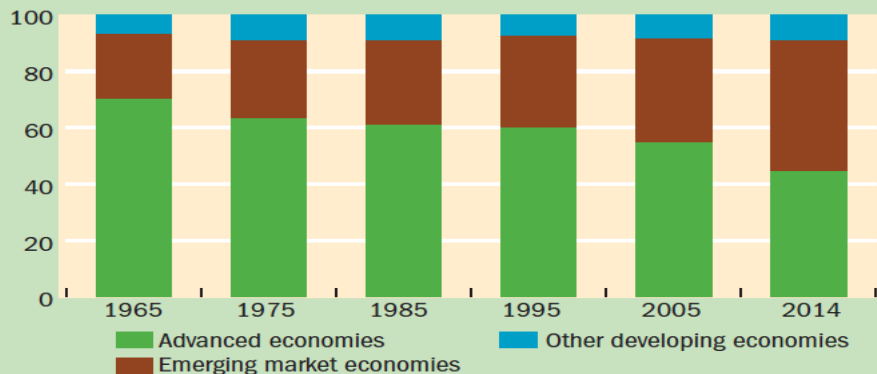
- Khủng hoảng 2008, lãi suất ngắn hạn Hoa Kỳ tiến tới “zero (lower) bound” và lựa chọn các gói QE
- Hoa Kỳ đã *tránh* được “Great Depression II” (2009) nhờ 3 phản ứng chính sách: phá băng hệ thống tài chính, kích thích tài khóa và mở rộng tiền tệ
- Yêu cầu giảm gói QE *trước khi* nền kinh tế trở lại mức thông thường, ngân hàng đưa dự trữ dư cho vay và áp lực lạm phát xảy ra
- Hành động chính sách này tác động đến thế giới và các nước đang phát triển và các nước thị trường mới nổi EMs như thế nào?

Chart 3

Rise of emerging markets

Emerging market economies' share of global GDP has risen steadily since 1965.

(share of global GDP, percent)



Source: IMF, World Economic Outlook database.

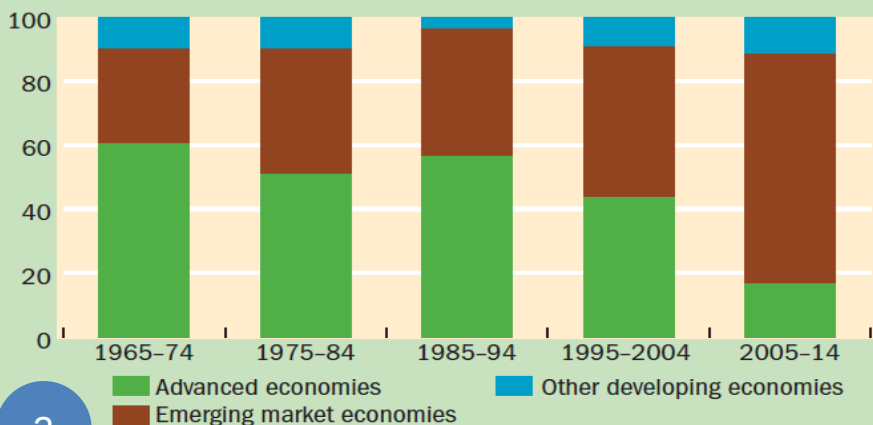
Note: Data are measured in purchasing power parity—the rate at which currencies would be converted if they were to buy the same quantity of goods and services in each country. Data for 2014 are forecasts.

Chart 4

Growing up

Emerging market economies account for a growing share of world GDP growth.

(contribution to world GDP growth, percent)



Source: IMF, World Economic Outlook database.

Note: The data for 2014 are forecasts.

Box 2

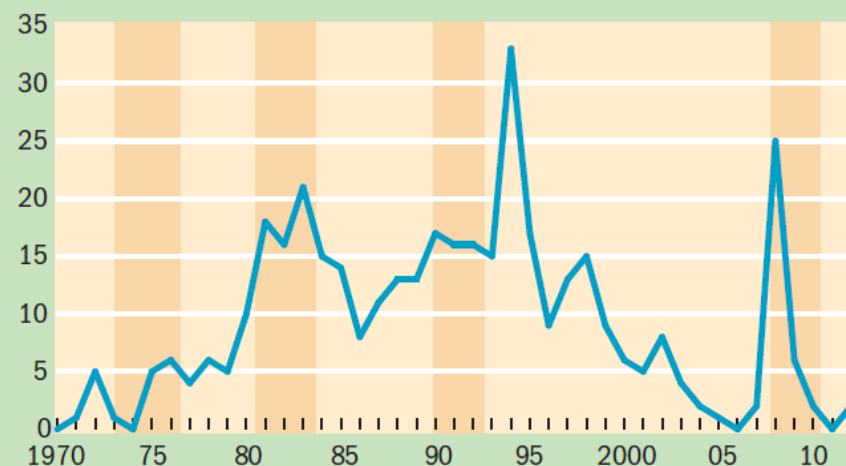
Recurrent financial crises

Financial crises have interrupted economic growth around the world. Roughly 400 of them took place between 1970 and 2013. Advanced economies experienced only 35 crises, half of them after 2007. Emerging market economies had 218 financial crises, most of them in the 1980s and 1990s, especially during the 1997 Asian financial crisis. Currency crises were the most prevalent, accounting for half of all crisis episodes. Banking and debt crises accounted for the rest. It is still impossible to predict the location and time of the next financial crisis.

Financial crises are widespread

Between 1970 and 2013 there were more than 400 banking, currency, or debt crises.

(number of financial crises)



Source: Laeven and Valencia (2013).

Note: The shaded bars represent the three years surrounding global recessions—which occurred in 1975, 1982, 1991, and 2009.

Ba làn sóng dòng vốn tư nhân ở các thị trường mới nổi (EMs)

- Cuối 1970s, kết thúc bởi khủng hoảng nợ quốc tế 1982-89
- 1990-97, kết thúc bằng cuộc Khủng hoảng Tài chính châu Á 1997-98
- và 2003-2008, kết thúc?



Cả 3 làn sóng này đều có dấu ấn của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ - giảm lãi suất và rồi thắt chặt tiền tệ sau đó.

Chính sách tiền tệ Hoa Kỳ và tác động toàn cầu

- Cuối 1970s, đầu 1990s và đầu 2000s: Lãi suất thấp ở Hoa Kỳ đưa dòng vốn đến EMs
- 1980-82: Thắt chặt tiền tệ của Volcker đưa đến cuộc khủng hoảng nợ quốc tế 1982
- 1994: Fed thắt chặt tiền tệ góp phần gây ra cuộc khủng hoảng peso Mexico
- 5-6/2013 và 1/2014: Fed dự kiến giảm gói QE3 tác động đáng kể đến EMs [dòng vốn ra, giá chứng khoán giảm, tiền tệ mất giá...]

Tín hiệu tác động của dòng vốn

1. Tỷ giá và thị trường ngoại hối
2. Tài sản tài chính
3. Thị trường bất động sản
4. Tăng trưởng tín dụng
5. Khu vực doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính
6. ...

Các tín hiệu này biến động mạnh trước sự đảo chiều của dòng vốn ra/vào (hay vào/ra)

Các vấn đề liên quan đến dòng vốn

- Tobin (1978)

Vấn đề kinh tế vĩ mô chủ yếu có liên quan đến thị trường tài chính hội nhập **không chỉ là việc lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái phù hợp** mà còn là sự di chuyển của dòng vốn quá mức dẫn đến làm giảm tính tự định của chính phủ trong việc theo đuổi các mục tiêu nội địa.

- Stiglitz (2000)

Dòng vốn ở các nước mới nổi có tính chất **thuận chu kỳ** đáng kể khi mà nền kinh tế nóng lên và làm cho các nền kinh tế này bị tác động mạnh trước những thay đổi của các hiện tượng kinh tế bên ngoài.

Các vấn đề liên quan đến dòng vốn

- Dòng vốn ròng biến động mạnh hơn nhiều ở các nước mới nổi (EMEs) so với các nước tiên tiến (AEs) – ở AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự *di chuyển trơn tru* của các dòng vốn.
- Các kịch bản dòng vốn vào lớn đi kèm với tăng trưởng GDP tăng tốc, nhưng sau đó tăng trưởng thường giảm đáng kể (Cardarelli et al, 2009). Vì vậy, mô thức *chữ V ngược* của dòng vốn ròng ở EMEs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách.
- Theo lịch sử, các *dòng đầu tư tài chính* biến động nhiều hơn và sự biến động này càng gia tăng gần đây. Các *dòng vốn ngân hàng* thường ít biến động nhưng cũng thay đổi mạnh ở thời kỳ khủng hoảng. *FDI* ổn định hơn nhiều ở EMEs, nhưng *cũng gia tăng biến động* gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn.

(IMF, 2011)

5-6/2013 và 1/2014, Fed dự kiến giảm gói QE3

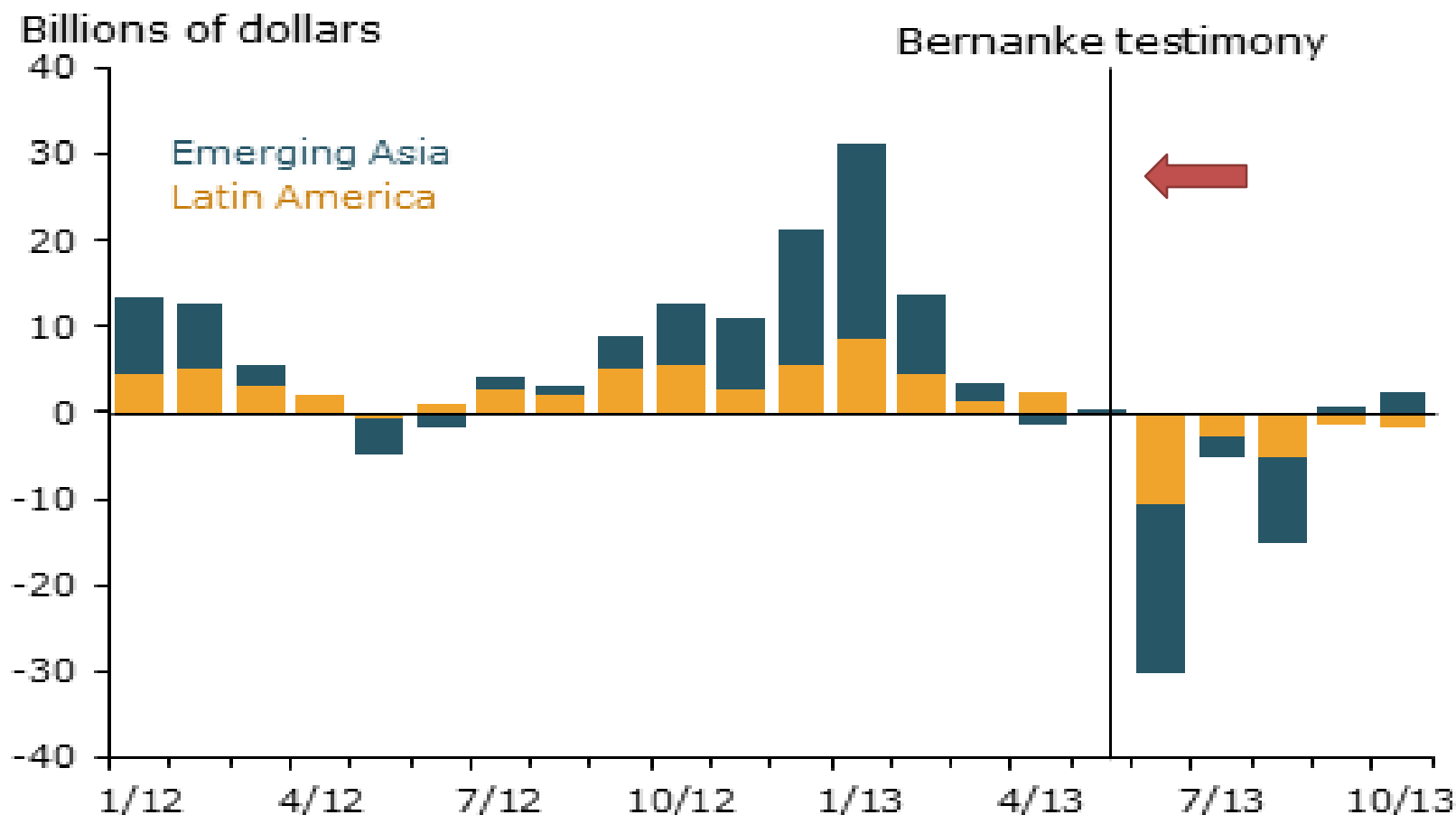
- Tác động đáng kể đến EMs
 - Dòng vốn ra
 - Giá chứng khoán giảm
 - Tiền tệ mất giá
 - Áp lực tăng lãi suất
 - ...

Ngược lại, nếu Hoa Kỳ rơi vào thất nghiệp cao và lạm phát thấp, Fed sẵn sàng làm gì?

- QE, giảm lãi suất
- Dòng \$ tràn sang các nước

EMs phản ứng?

Sau cuộc nói chuyện của Fed 5/2013 về giảm gói QE, các dòng vốn vào EMs *đảo chiều*



Powell, Jerome. 2013. "Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies."

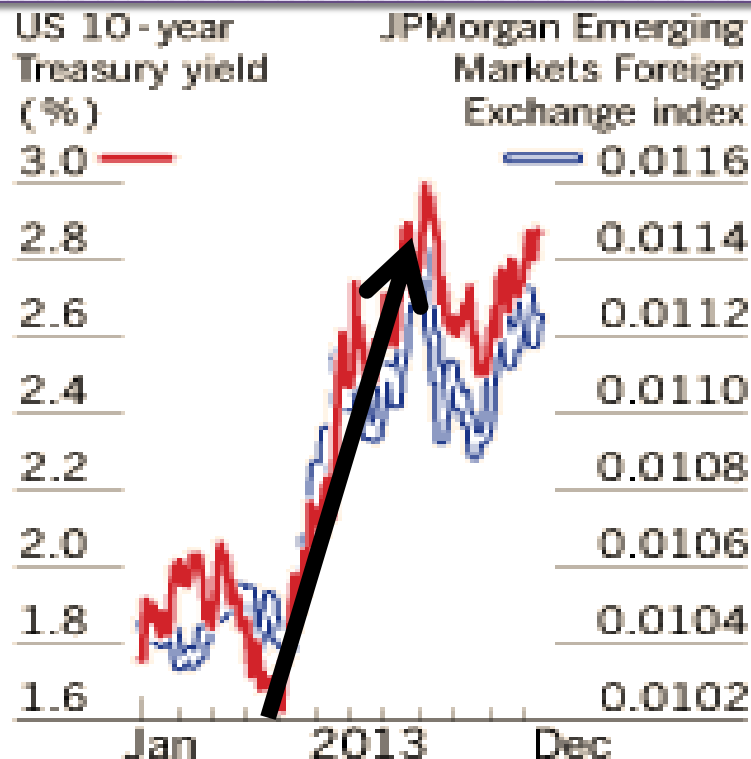
Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, November .

<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/march/federal-reserve-tapering-emerging-markets/>

Khi Ben Bernanke
cảnh báo giảm gói QE
vào tháng 5-6/2013,

Lãi suất US tăng,

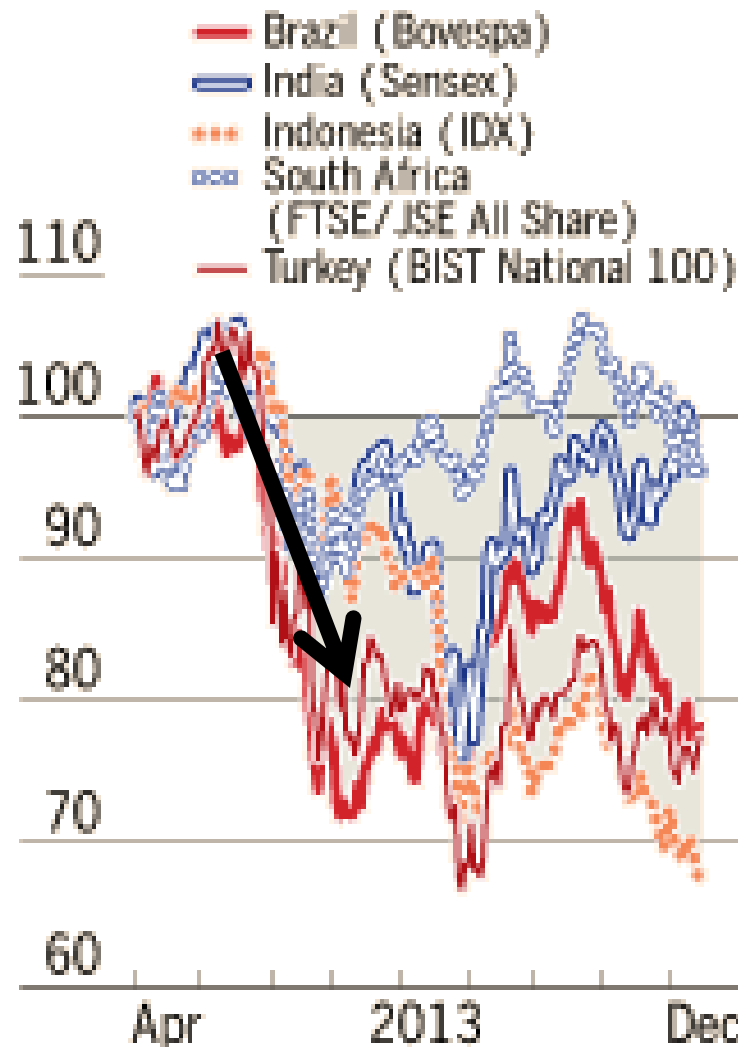
Và chỉ số chứng khoán EMs giảm



Source: Bloomberg

Emerging markets stocks

Indices rebased (in \$ terms)

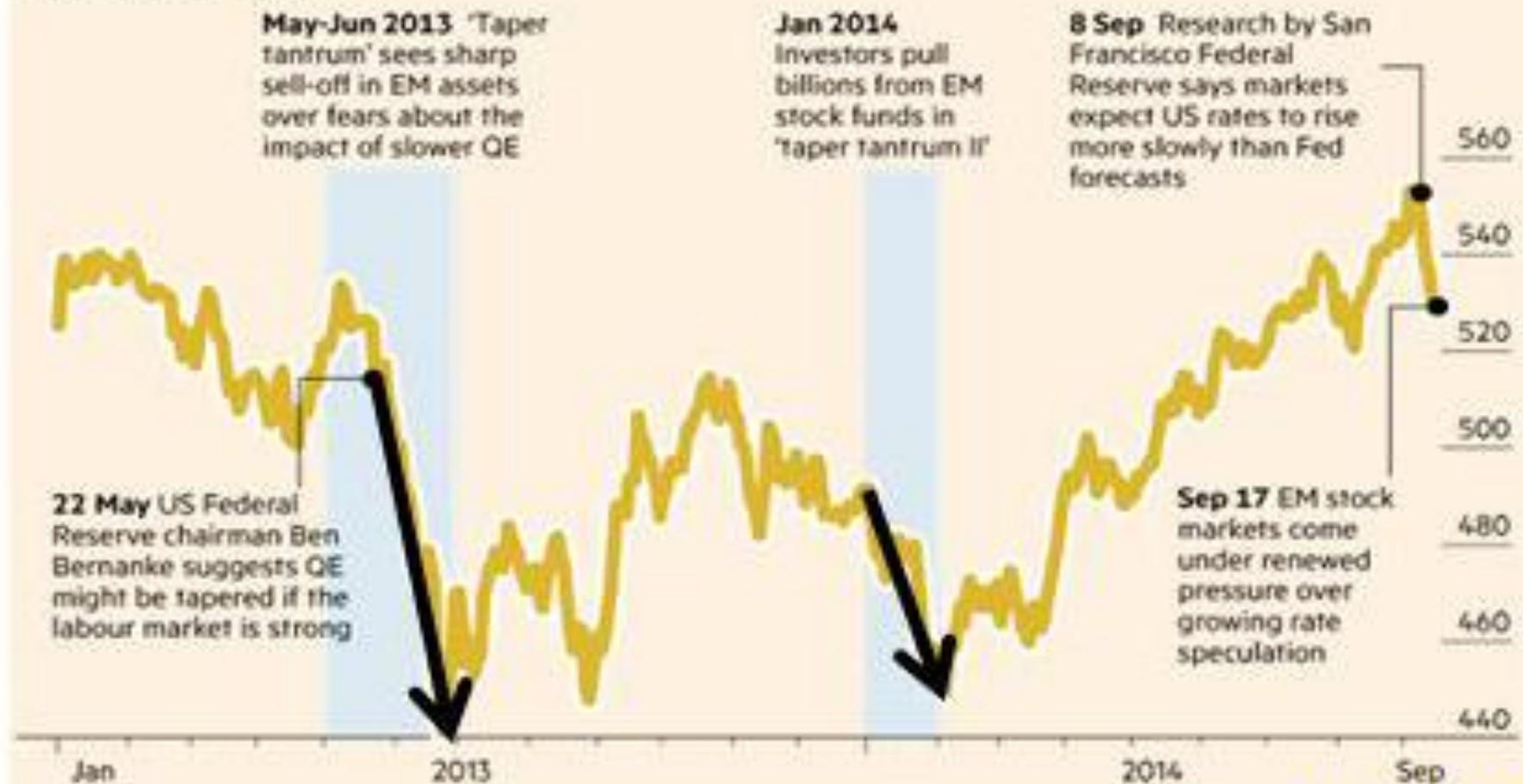


Source: Thomson Reuters Datastream

EM stocks fell on fears of higher US interest rates in both May-June 2013 & January 2014

Emerging markets

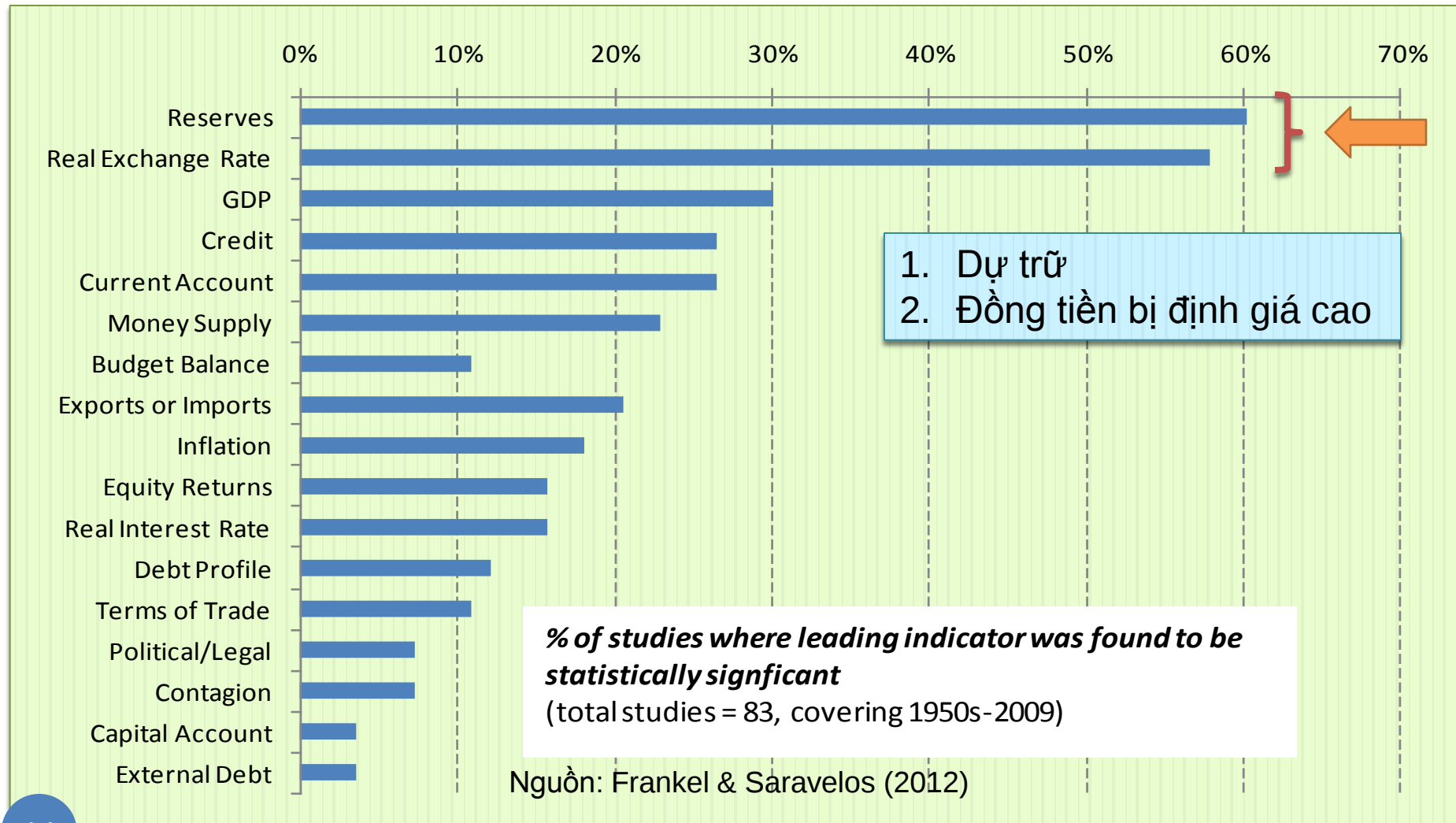
FTSE Emerging index



Các nước thị trường mới nổi nào bị tác động mạnh nhất? Xu hướng có gì khác trước?

- Kết quả nghiên cứu từ các cuộc khủng hoảng quá khứ: chỉ báo cảnh báo sớm
 - Dự trữ ngoại hối thấp
 - So nợ ngắn hạn
 - Đồng tiền bị định giá cao
 - Thâm hụt tài khoản vãng lai

Các chỉ báo đóng vai trò dự báo rất mạnh cho các cuộc khủng hoảng trong quá khứ



Bài học chống chọi khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008

- EMs học từ các cuộc khủng hoảng 1980s, 1990s, chuẩn bị tốt cho cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008
 1. Tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn
 2. Dự trữ ngoại hối cao hơn
 3. Nợ ngoại tệ ít hơn
 - Nợ nội tệ nhiều hơn
 - Nhiều FDI và vốn cổ phần
 4. Thâm hụt CA ít hơn
 5. Ngân sách chính phủ mạnh hơn/chính sách tài khóa nghịch chu kỳ
- Bên cạnh đó, bài học khó hơn đó là các biện pháp tái cơ cấu nhằm cải thiện tăng trưởng năng suất (thị trường lao động linh hoạt, tự do hóa thương mại, ngành sản xuất cạnh tranh...)

Vai trò dự trữ ngoại hối

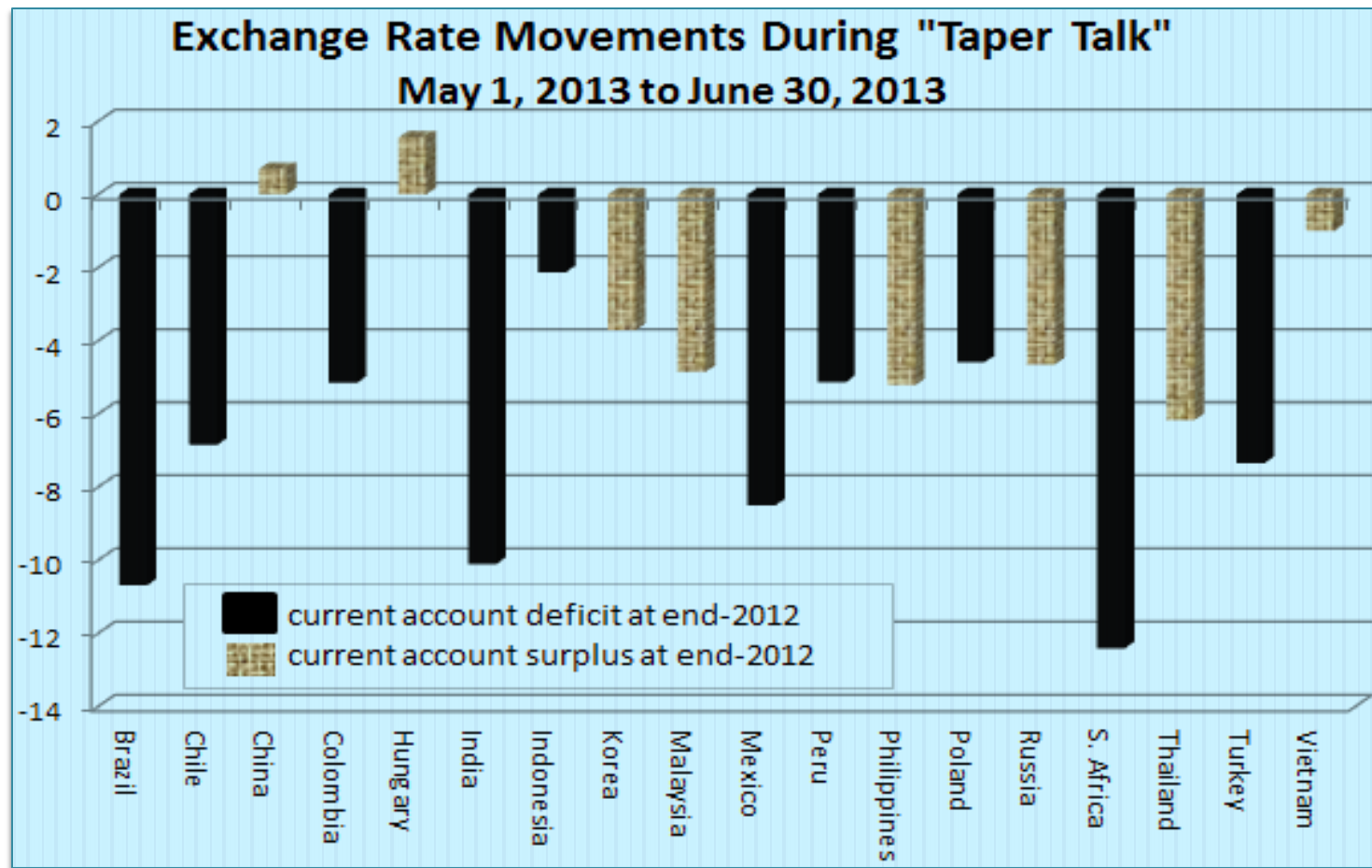
- Làm nản chí sự lên giá tiền tệ
 - Hạn chế thâm hụt CA
- Chức năng phòng ngừa
 - Can thiệp thị trường ngoại hối
 - Khả năng bảo vệ tỷ giá
- Chỉ báo tốt nhất về khủng hoảng tài chính toàn cầu
 - Phát huy vai trò trong hầu hết các nghiên cứu về khủng hoảng trước đó
- Nhưng dự trữ lại không phát huy tốt vai trò ở lần tuyên bố giảm gói QE3 này

Các nước thị trường mới nổi nào bị tác động mạnh nhất bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013)?

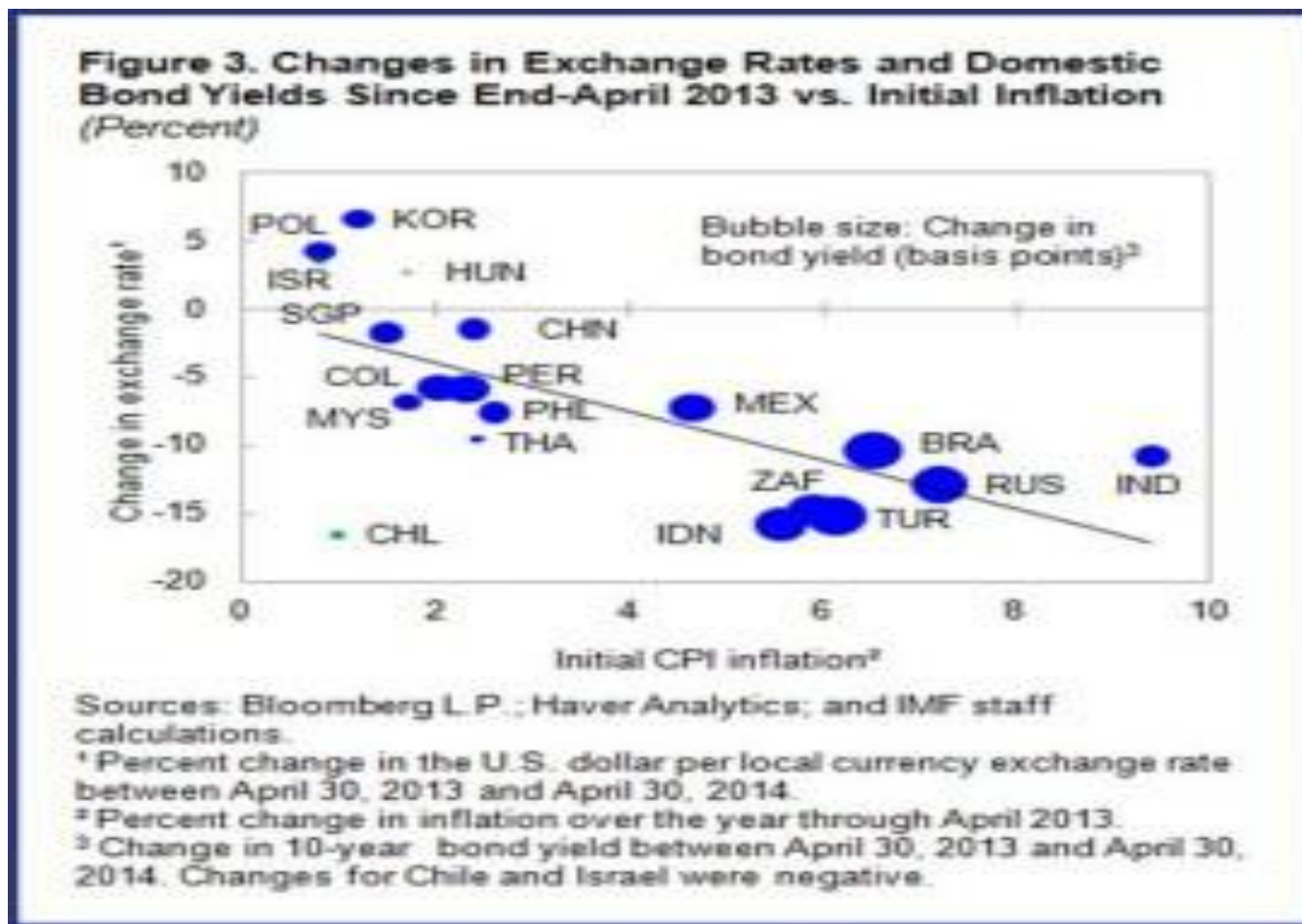
- 5 năm sau sự kiện 2008, nhiều nước quay lại tình trạng
 - $CA < 0$
 - Nợ ngoại tệ khu vực doanh nghiệp
 - Lạm phát
 - Ngân sách yếu
- Các nước thị trường mới nổi nào bị tác động mạnh nhất bởi tuyên bố giảm QE3 (5-6/2013)? [Dòng vốn ra]
 - Nước có $CA < 0$ lớn
 - Nước có tỷ giá bị định giá cao (lạm phát)

Phản ứng của Nhật và TQ khi US tăng lãi suất do giảm QE3 có thể là: (1) RMB và Yen bị sức ép mất giá; (2) các nước này bị ép buộc tăng lãi suất nhằm chống chọi dòng vốn tháo chạy (điều này gây trở ngại cho nền kinh tế của họ)

Những nước có CA thâm hụt đã bị tác động vào tháng 6/2013 - *tiền tệ mất giá*



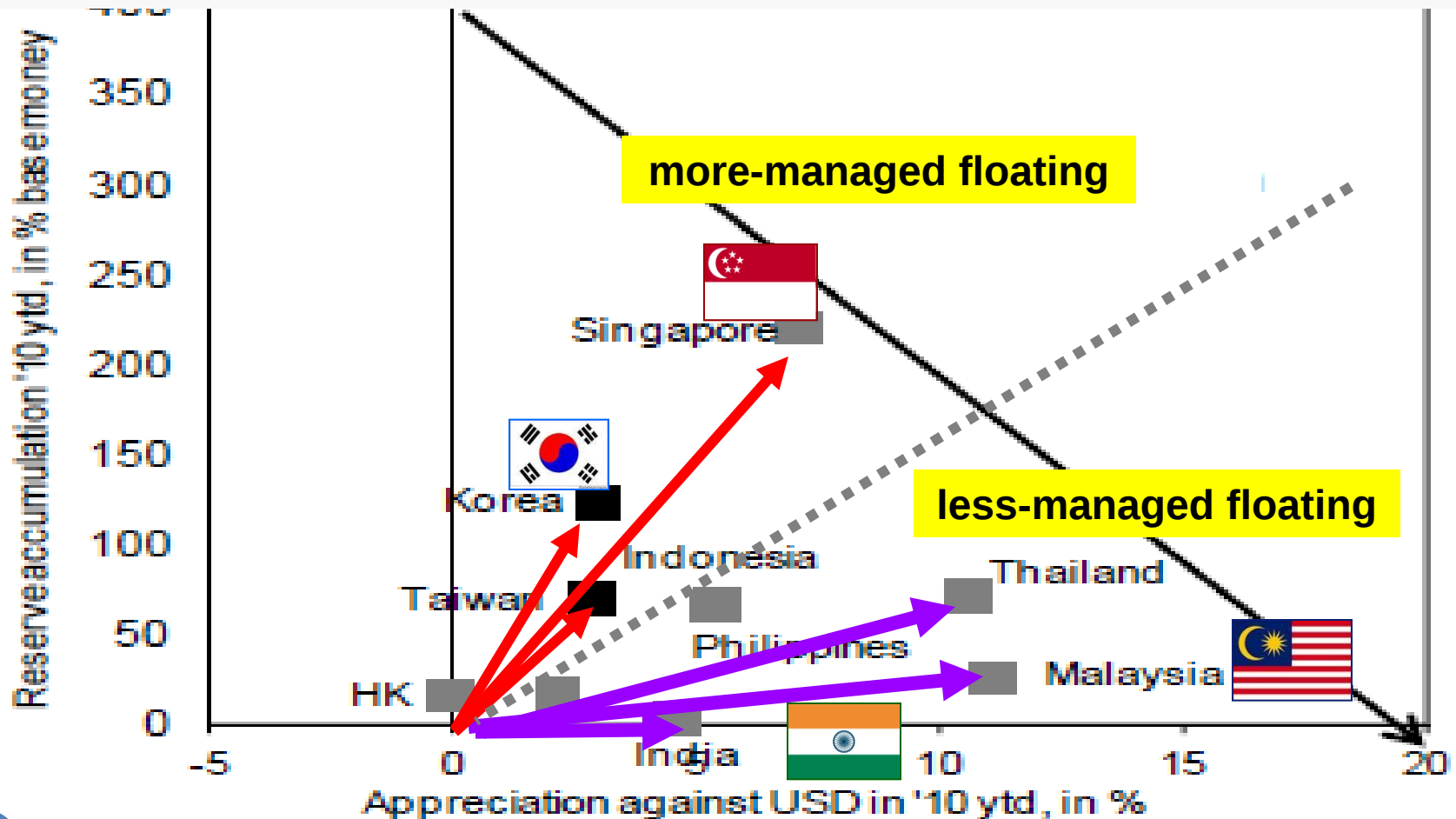
Các nước có lạm phát cao cũng bị tác động kể từ tháng 5/2013 - *tiền tệ mất giá*



Ngược lại: *Dòng vốn vào* châu Á năm 2010

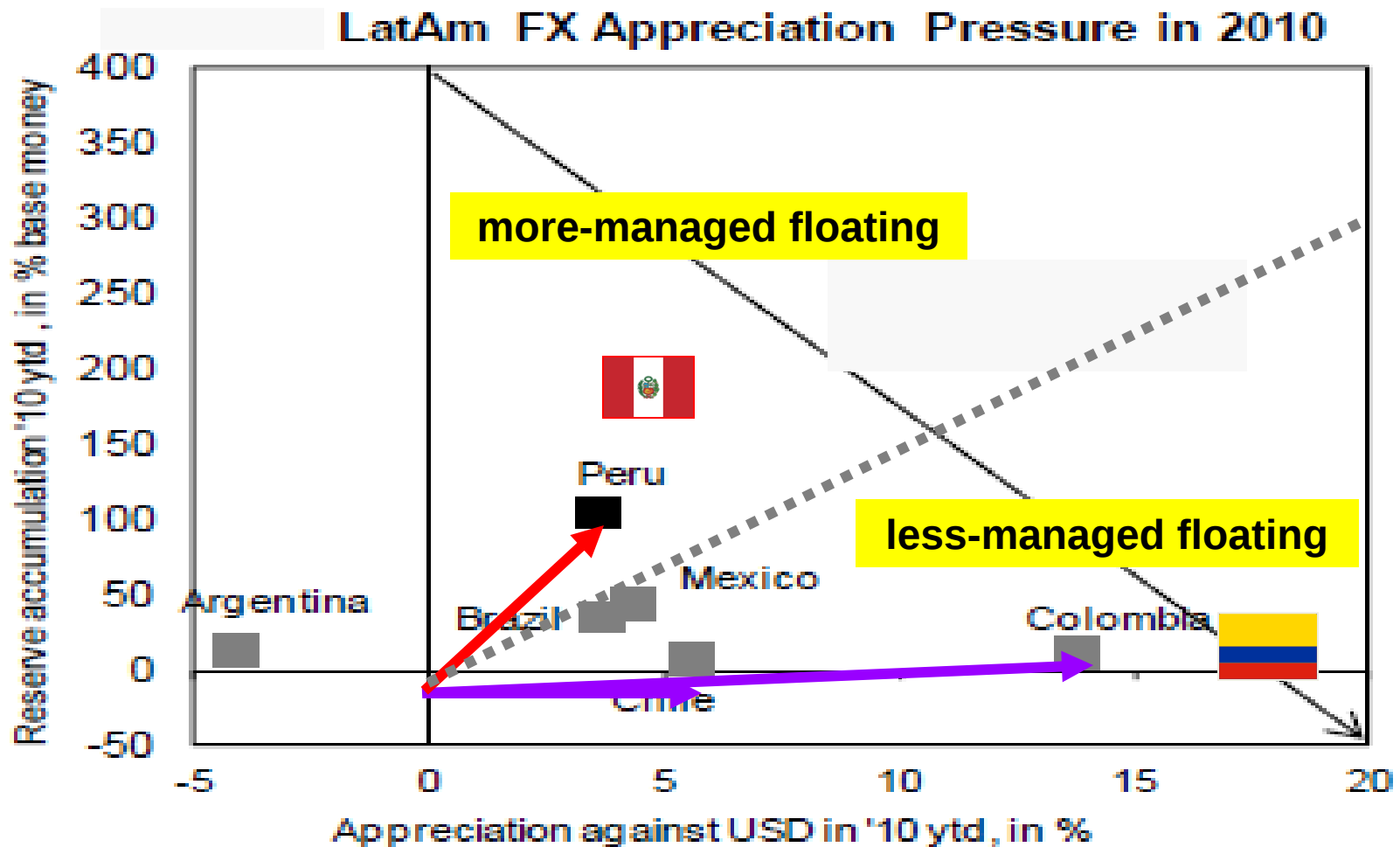
Korea & Singapore: tích lũy dự trữ.

India & Malaysia: nội tệ lên giá.



Ngược lại: *Dòng vốn vào* châu Mỹ La Tinh năm 2010

Peru: tích lũy dự trữ,
Chile & Colombia: nội tệ lên giá.



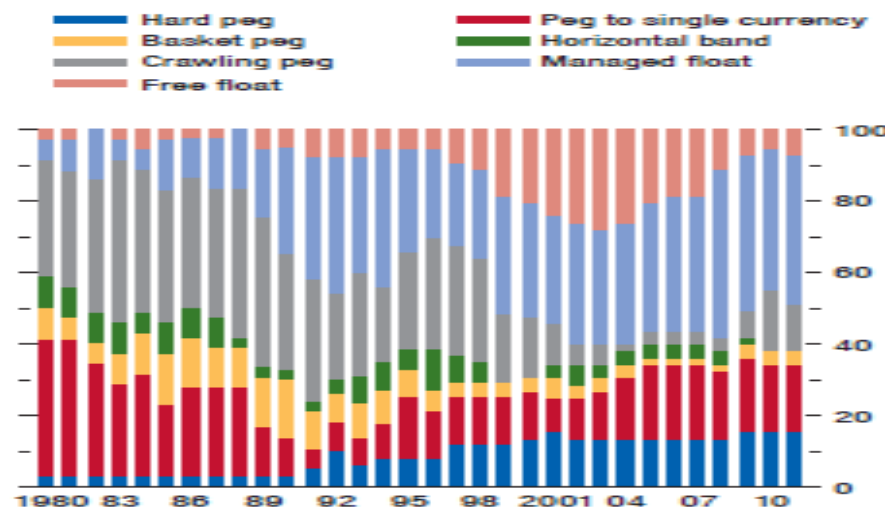
Asia confronts the impossible trinity

Ila Patnaik and Ajay Shah (2010)

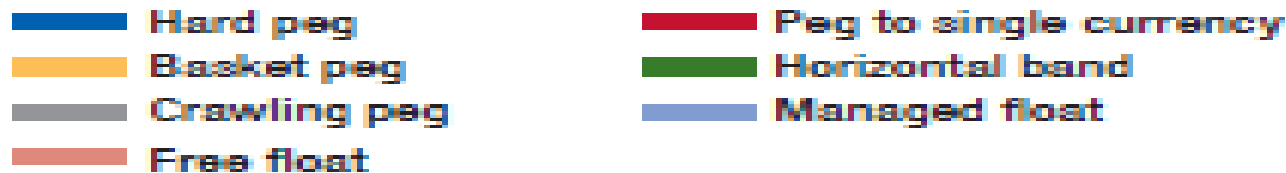
- 11 quốc gia: India, China, Hong Kong, Taiwan, Singapore, Malaysia, Thailand, Indonesia, Philippines, Vietnam, và Korea.
- Hai khái niệm:
 - De facto (what they do)
 - De jure (what they promise to do)
- De facto: đang hướng theo hội nhập nhanh CA mà không có sự linh hoạt trong cơ chế tỷ giá dẫn đến hiện tượng chính sách tiền tệ thuận chu kỳ khi dòng vốn thuận chu kỳ.

Cơ chế tỷ giá hối đoái lý tưởng là gì?

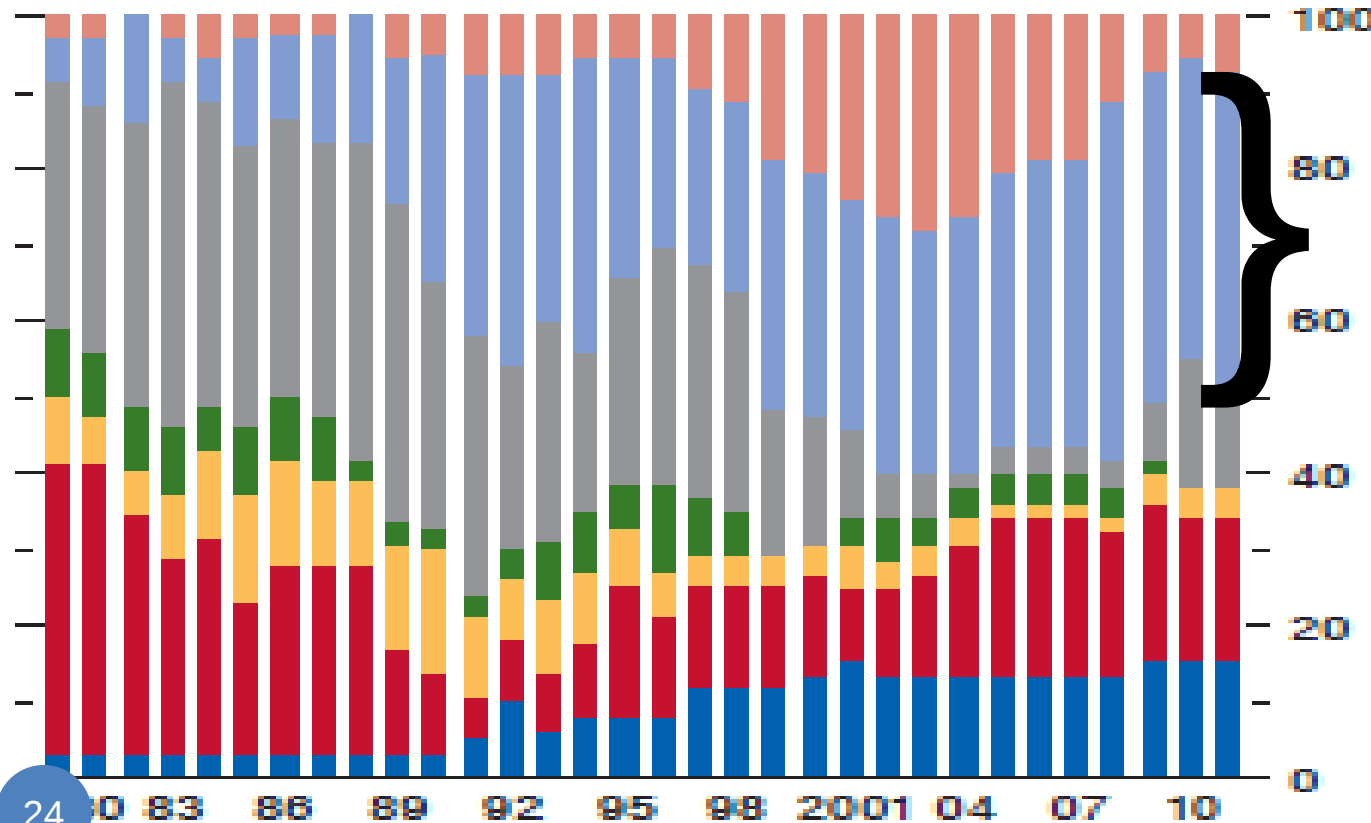
- Những nền kinh tế rất nhỏ/mở
 - Đã và sẽ tiếp tục cố định tỷ giá
- Hầu hết các nước thu nhập/quy mô trung bình
 - Nên theo *cơ chế tỷ giá hối đoái trung gian*
 - Không cố định hoàn toàn hay thả nổi hoàn toàn.
 - Cho phép biên biến động tỷ giá và rủi ro tiền tệ



Sự phân bổ cơ chế tỷ giá ở các nước thị trường mới nổi, 1980-2011



(percent of total)



Sự gia tăng lớn nhất là “Thả nổi có quản lý” (managed float)

Nguồn: Atish Rex Ghosh, Jonathan Ostry & Mahvash Qureshi, 2013

Figure 1. Distribution of Exchange Rate Regimes in EMEs: IMF's De Facto Classification 1980-2011 (In percent)

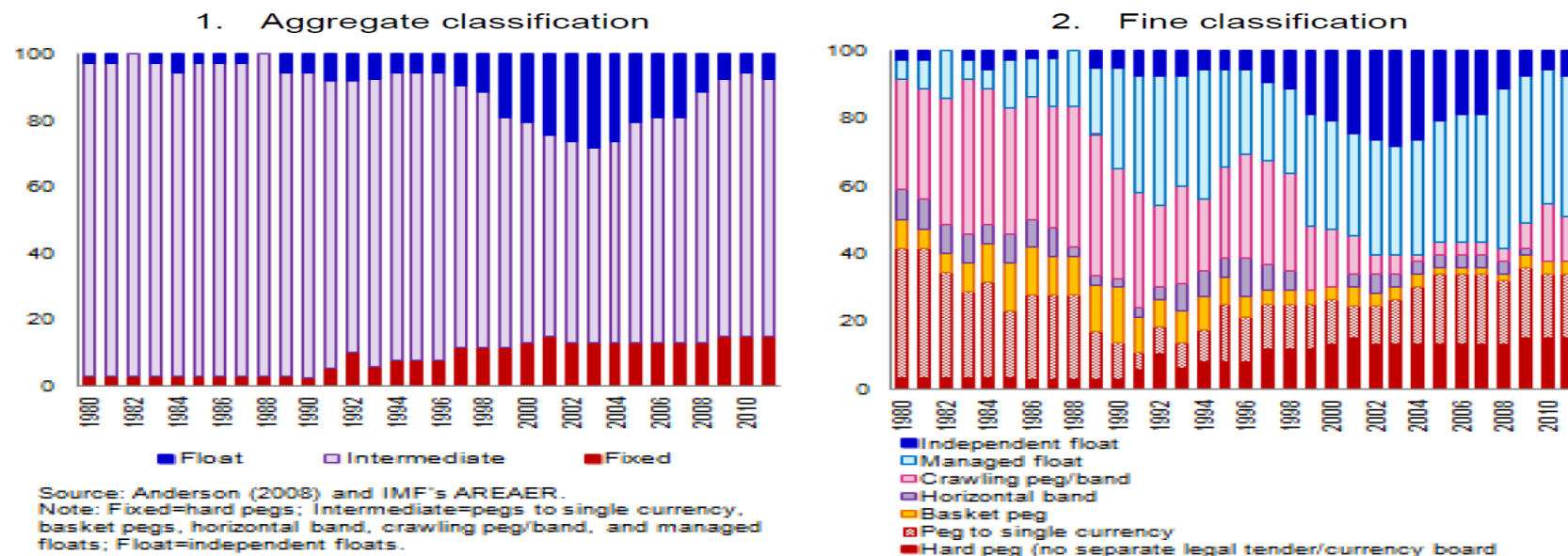
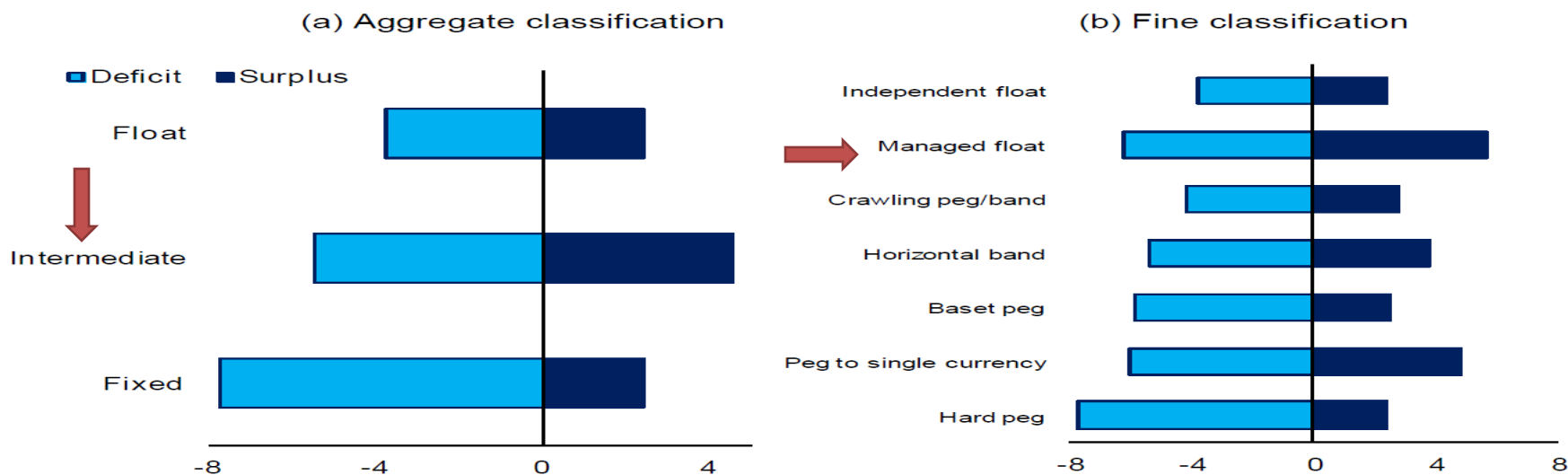


Figure 2. Current Account Balance in EMEs: IMF's De Facto Classification 1980-2011 (In percent)



Giả thiết Corners bị loại bỏ (Corners Hypothesis)

- Cơ chế thả nổi có quản lý có hệ thống
 - Quy tắc: cứ mỗi 1% sức ép thị trường ngoại hối, NHTU chấp nhận $x\%$ lên/giảm giá tiền tệ và $(1-x)\%$ tăng/giảm dự trữ
 - x : tính linh hoạt của tỷ giá hối đoái
 - thay đổi từ 0 (cố định) đến 1 (linh hoạt hoàn toàn)
 - Nhờ đó, ta có
 - $\frac{1}{2}$ tính độc lập tiền tệ + $\frac{1}{2}$ ổn định tỷ giá hối đoái

Corners Hypothesis “Countries can rigidly peg or freely float, but should abandon intermediate regimes like target zones.”

Thả nổi có quản lý có tính hệ thống (Systematic managed floating)

- Bác bỏ giả thiết Corners
 - Nhưng không vi phạm bộ ba bất khả thi
 - Không nặng các biện pháp quản lý dòng vốn
 - Không cung cấp các nhà đầu cơ một phòng tuyến để tấn công
- Nỗi lo linh hoạt tỷ giá có vi phạm mục tiêu lạm phát (Inflation Targeting-IT)?

The Death of Inflation Targeting



16 May 2012

CAMBRIDGE – It is with regret that we announce the death of inflation targeting. The monetary-policy regime, known as IT to friends, evidently passed away in September 2008. The lack of an official announcement until now attests to the esteem in which it was held, its usefulness as an ornament of credibility for central banks, and fears that there might be no good candidates to succeed it as the preferred anchor for monetary policy.

Inflation targeting was born in New Zealand in March 1990. Admired for its transparency, and thus for facilitating accountability, it achieved success there, and soon in Canada, Australia, the United Kingdom, Sweden, and Israel. It subsequently became popular in Latin America (Brazil, Chile, Mexico, Colombia, and Peru) and among other developing countries (including South Africa, South Korea, Indonesia, Thailand, and Turkey).

Kinh tế Việt Nam vẫn trong lộ trình xuống đáy



Vấn đề kinh tế tăng trưởng chậm, trì trệ kéo dài và nguy cơ tụt hậu trong khu vực được các chuyên gia đưa ra phân tích tại Diễn đàn Kinh tế Mùa thu 2013 khai mạc sáng nay.

Đầu tiên, ông cho rằng cần thực hiện chính sách "lạm phát mục tiêu" với mức tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) khoảng 7% mỗi năm trong 3 năm 2013-2015 và dưới 5% trong các năm tiếp theo. "Lạm phát mục tiêu sẽ tạo ra dư địa cho chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ cũng như lộ trình điều chỉnh giá cả dịch vụ, hàng hóa công cộng, mà không gây ra lạm phát do chi phí đẩy", ông Lịch cho biết.

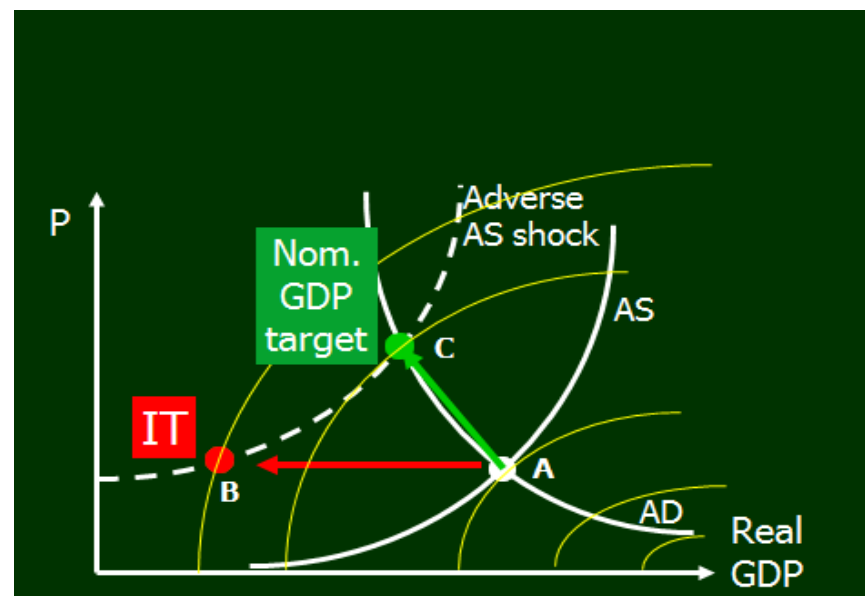
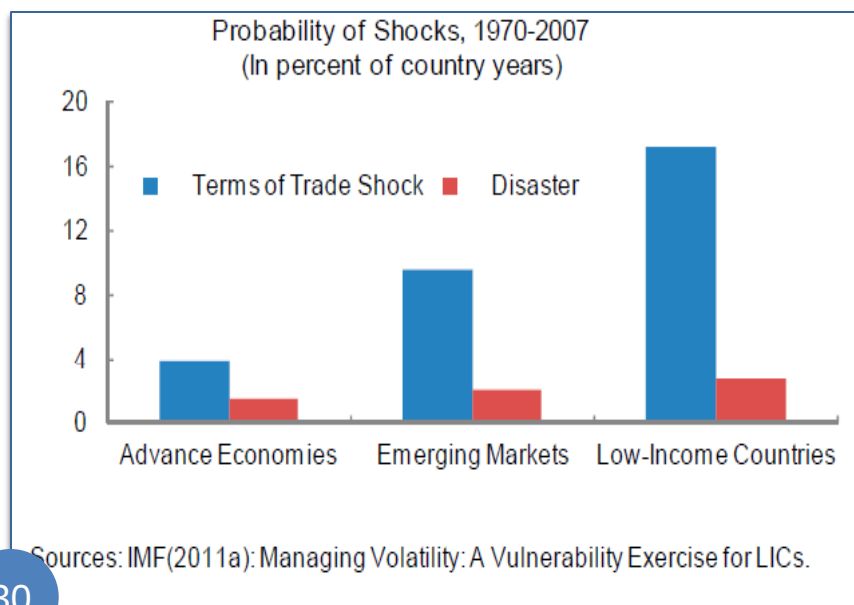
Dựa trên chính sách "lạm phát mục tiêu", vị này khuyến nghị chính sách tiền tệ và tài khóa phải phục vụ cho mục tiêu huy động tổng đầu tư xã hội từ 30-32% GDP trong 3 năm sắp tới. Đồng thời, Chính phủ cần mạnh dạn tăng chi tiêu công để kích thích tăng tổng cầu, với các giải pháp như tăng trần bội chi ngân sách so với mức 4,8% GDP hiện nay, phát hành trái phiếu Chính phủ ngoài định mức 45.000 tỷ đồng mỗi năm nhằm thanh toán nợ đọng xây dựng cơ bản và các công trình xây dựng dang dở.

Nếu tỷ giá hối đoái không còn là cái neo cho chính sách tiền tệ, thì cái neo là gì?

- Lạm phát Mục tiêu (Inflation Targeting-IT)?
 - Các cuộc khủng hoảng 1990s, tỷ giá không còn là mục tiêu
- IT từng thành công, nhưng đang đối mặt trực trặc: sốc ngoại thương và sốc cung ngoại sinh
 - Tỷ giá hối đoái nên linh hoạt nhằm hài hòa với các cú sốc điều kiện trao đổi ngoại thương (TOT)
 - Nhưng nếu IT theo CPI sẽ không cho phép tỷ giá hối đoái tăng và giảm với TOT
 - Với nước nhập khẩu, khi giá dầu thế giới tăng, mục tiêu IT theo CPI cho rằng phải *thắt chặt* chính sách tiền tệ đủ để đồng tiền lên giá - đối nghịch với xu hướng hài hòa cú sốc ngoại thương tiêu cực

GDP Danh nghĩa Mục tiêu (Nominal GDP Targeting-NGDPT) có là câu trả lời?

- NGDPT tỏ ra vững chắc hơn trước các cú sốc ngoại thương (TOT shocks) và sốc cung (supply shocks) - những nước thu nhập/quĩ mô trung bình đang gặp phải
 - So với lựa chọn IT. Vì sao?



Tham khảo

- Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2014: “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment”, International Monetary Fund.
- Bean, Charles, 2013, “Nominal Income Targets: An Old Wine in a New Bottle,” Bank of England Deputy Governor’s speech at the Institute for Economic Affairs Conference on the State of the Economy, London, Feb. 27.
- Céspedes, Luis Felipe, and Andrés Velasco, 2012: “Macroeconomic Performance During Commodity Price Booms and Busts,” [NBER Working Paper No.18569](#), November.
- Frankel, Jeffrey, 2014: “ U.S. Tapering and East Asian Exchange Rate Policy.”
- Frankel, Jeffrey, 2014: “Spillovers to Emerging Markets.”
- Frankel, Jeffrey, 2012: “[Inflation Targeting is Dead: Long Live Nominal GDP Targeting.](#)” [VoxEU](#), 19 June.
- Frankel, Jeffrey, 1995a: “The Stabilizing Properties of a Nominal GNP Rule”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 2, May.
- [Klemm](#), [Meier](#) and [Sebastian Sosa](#), 2014, “[Taper Tantrum or Tedium: How U.S. Interest Rates Affect Financial Markets in Emerging Economies](#),” International Monetary Fund, May 22.