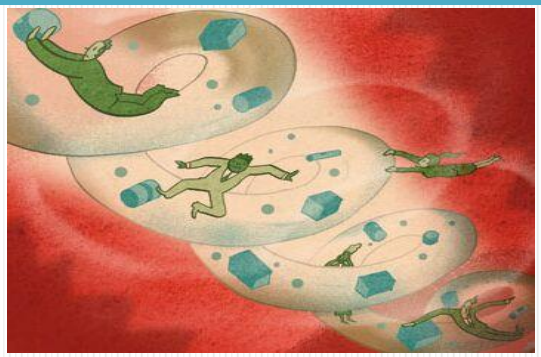
Giảm phát và Bẫy Thanh khoản



Nội dung

1. Khái niệm cơ bản và nghiên cứu điển hình
2. Bẫy thanh khoản kéo theo giảm phát
3. Giảm phát dẫn đến bẫy thanh khoản
4. Giải pháp xử lý các trục trặc

Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice

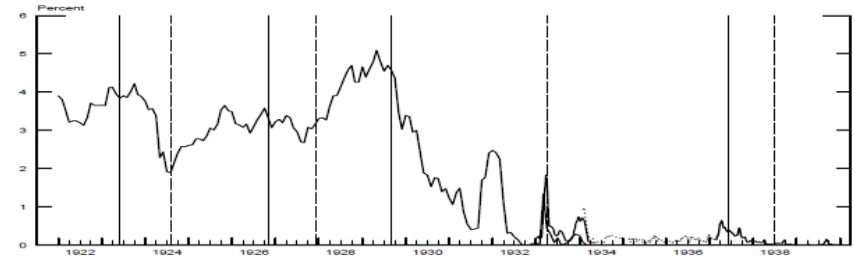
Athanasios Orphanides*
Board of Governors of the Federal Reserve System

December 2003

Abstract

The experience of the U.S. economy during the mid-1930s, when short-term nominal interest rates were continuously close to zero, is sometimes taken as evidence that monetary policy was ineffective and the economy was in a "liquidity trap." Close examination of the historical policy record for the period indicates that the evidence does not support such assertions. The incomplete and erratic recovery from the Great Depression can be traced to a failure to pursue consistently expansionary policy resulting from an incorrect understanding of monetary policy in an environment of very low short-term nominal interest rates. Commonalities with the Japanese experience during the late 1990s, and the inadequacy of short-term interest rates as indicators of the stance of monetary policy are discussed and a robust operating procedure for implementing monetary policy in a low interest rate environment by adjusting the maturity of targeted interest rate instruments is described.

Short-Term Interest Rates

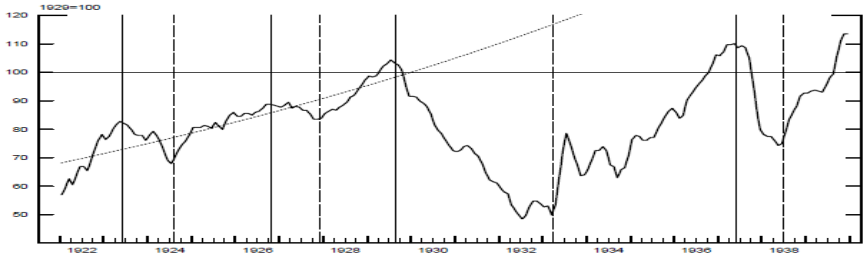


Notes: Weekly data. The solid line denotes the yield on new issues of 3-month Treasury bills or equivalents. The dotted lines (from 1934 to 1937) reflect yields on new issues of 6- and 9-month Treasury bills. Solid (dashed) vertical lines denote NBER peak (trough) dates.

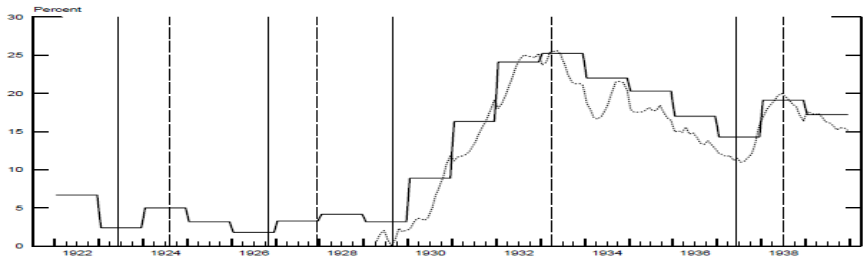
Figure 2

Economic Activity in the 1920s and 1930s

Industrial Production



Unemployment Rate

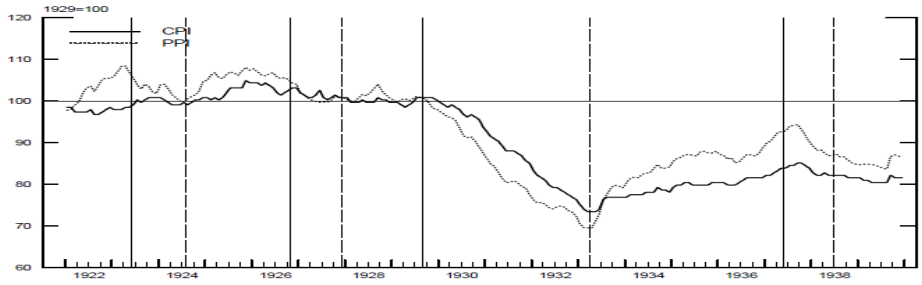


Notes: The dotted line in the top panel shows a log-linear trend fitted over the 1922-1929 period. In the bottom panel, two alternative available estimates of the unemployment rate for this period are shown, the annual series by Lebergott (solid line) and a monthly series by the National Industrial Conference Board (dotted line). Solid (dashed) vertical lines denote NBER peak (trough) dates.

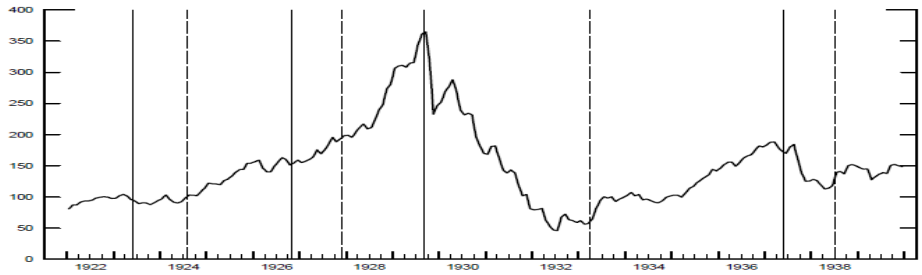
Figure 3

Prices in the 1920s and 1930s

Consumer and Producer Prices



Equity Prices (Dow Jones Index)

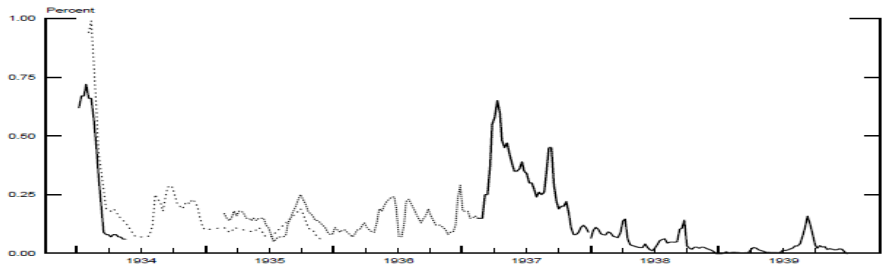


Notes: Solid (dashed) vertical lines denote NBER peak (trough) dates.

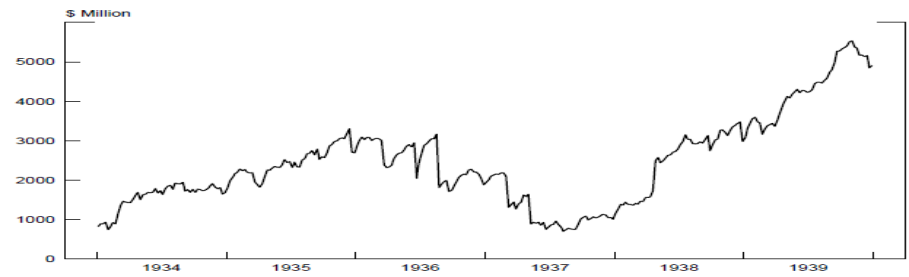
Figure 4

Excess Reserves and Treasury Bill Rates

Treasury Bill Rates



Excess Reserves



Notes: The top panel is a detail from Figure 1. See also notes to that figure.

Figure 5

Overnight Interest Rate: Japan

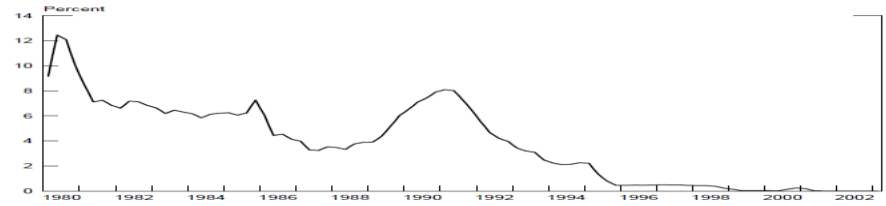
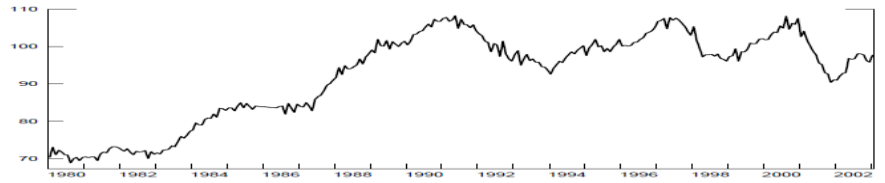


Figure 6

Economic Activity in Japan since 1980

Industrial Production



Unemployment Rate

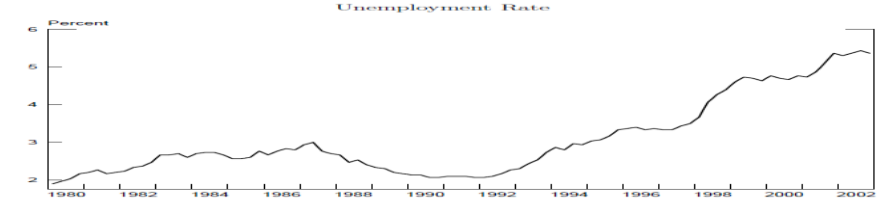
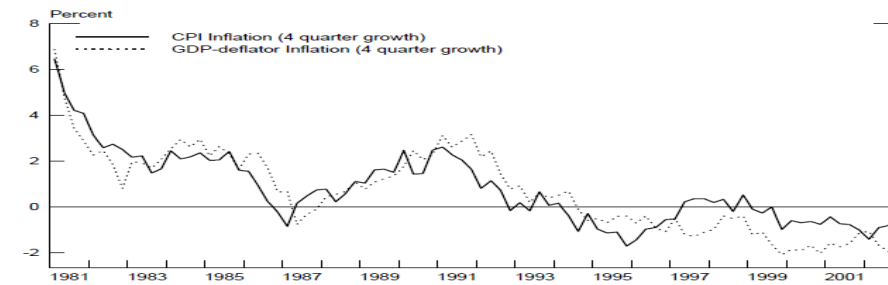


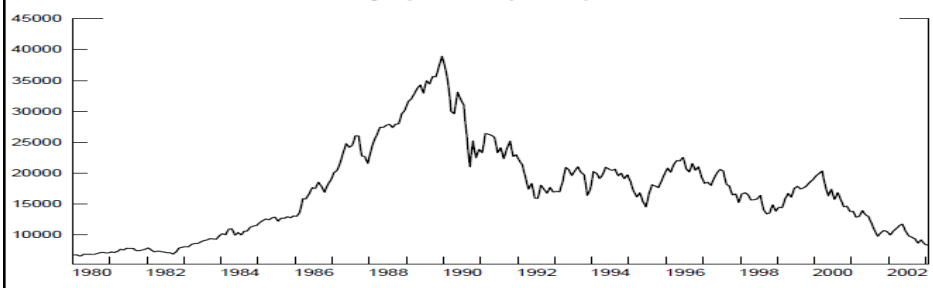
Figure 7

Inflation and Equity Prices in Japan since 1980

Inflation



Equity Prices (Nikkei)



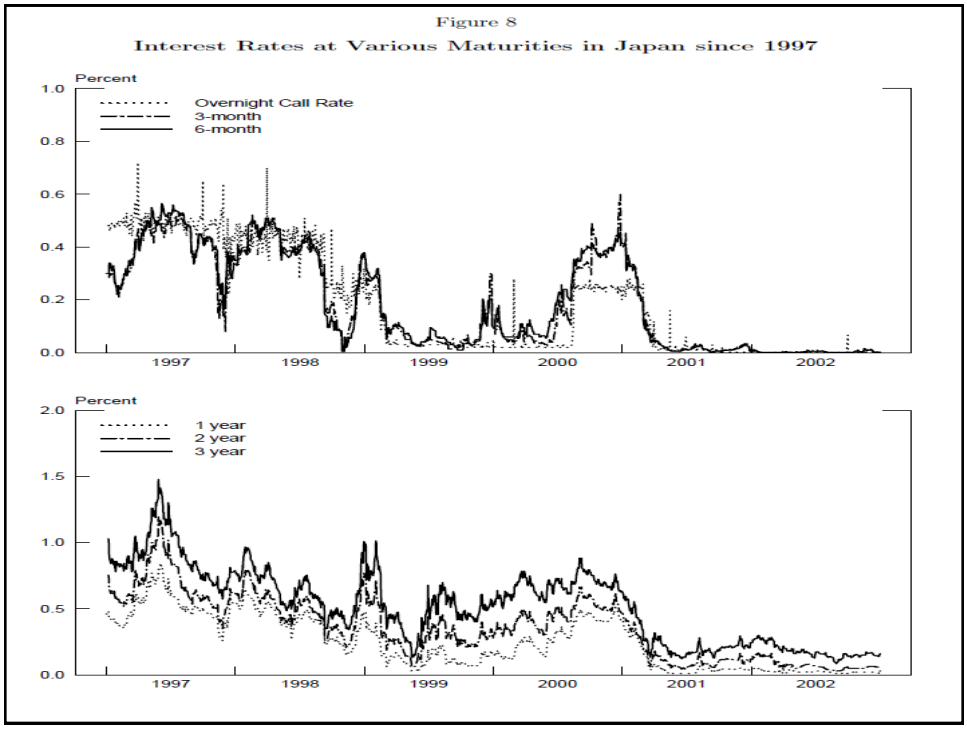
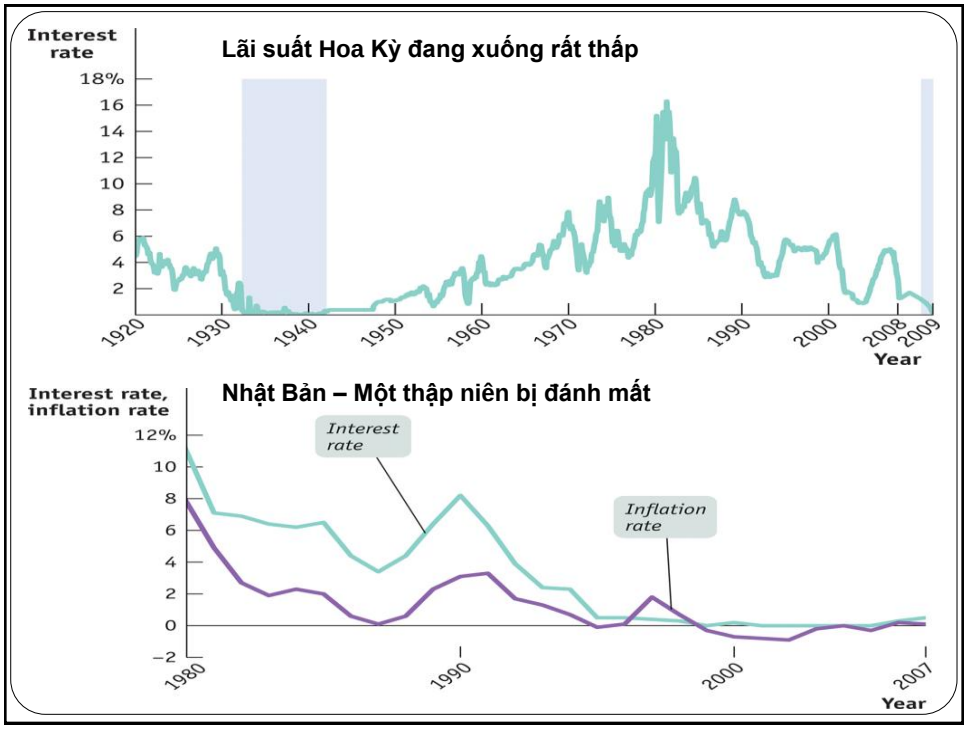
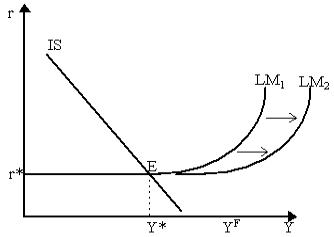


Figure 8
Interest Rates at Various Maturities in Japan since 1997
Percent
Overnight Call Rate
3-month
6-month
1.0
0.8
0.6
0.4
0.2
0.0
1997
1998
1999
2000
2001
2002
Percent
1 year
2 year
3 year
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
1997
1998
1999
2000
2001
2002


Interest rate
Lãi suất Hoa Kỳ đang xuống rất thấp
18%
16
14
12
10
8
6
4
2
1920
1930
1940
1950
1960
1970
1980
1990
2000
2008
2009
Year
Interest rate, inflation rate
Nhật Bản – Một thập niên bị đánh mất
Interest rate
Inflation rate
12%
10
8
6
4
2
0
−2
1980
1990
2000
2007
Year

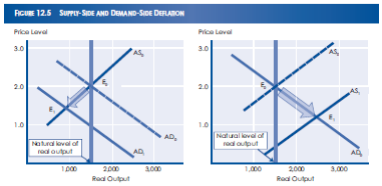
Mô hình IS-LM, Chính sách Tiền tệ và Bẫy Thanh khoản

- Chính sách tiền tệ mở rộng có tác động giảm lãi suất và tăng sản lượng.
- *Bẫy tiền* hay *Bẫy thanh khoản* (Liquidity trap)
  - Lãi suất cân bằng rất thấp và đường LM nằm ngang (Md nằm ngang trên (r, M/P), và I dốc đứng trên (r, I)).
  - Chính sách tiền tệ mất tác dụng



Giảm phát

- *Giảm phát (Deflation)* là hiện tượng mức giá chung đang có xu hướng giảm xuống trên bình diện rộng, hay tỷ lệ lạm phát là một con số âm.
- Nguyên nhân:
  - *Giảm phát phía cung* (a supply-side deflation) đi cùng với bùng nổ kinh tế (thay vì suy thoái), do gia tăng năng suất, giảm chi phí,...
  - *Giảm phát phía cầu* (a demand-side deflation) đi kèm sụt giảm tổng chi tiêu, suy thoái, gia tăng thất nghiệp.



Chi phí kinh tế của giảm phát

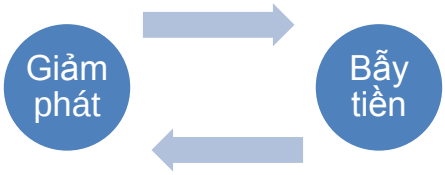
- Trì hoãn chi tiêu
- Gia tăng nợ
- Tăng chi phí thực của vay mượn
- Giảm lợi nhuận
- Ảnh hưởng niềm tin
- ...

Hiệu ứng Fisher và Giảm phát

- Phương trình Fisher: $i = r + \pi^e$
- Hiệu ứng Fisher?
- *Hàm ý hiệu ứng Fisher*:
  - Nếu lạm phát kỳ vọng (π^e) và lạm phát thực tế (π**)** tương đương nhau, và r không quá dao động, thì i giảm khi lạm phát giảm.
  - Nếu *tỷ lệ giảm phát* bằng hay lớn hơn r, hiệu ứng Fisher dự đoán *i sẽ bằng zero*.
- Lãi suất thực r = chi phí vay và cho vay thực (đã điều chỉnh lạm phát).

Mối quan hệ kéo theo

1. Bẫy thanh khoản dẫn đến giảm phát.
2. Giảm phát kéo theo bẫy thanh khoản.



- Mỗi trục trặc kéo theo đều tạo ra thách thức về chính sách.

Mối quan hệ kéo theo

- …
- *Bẫy Thanh khoản* - *Lãi suất danh nghĩa i* tiến gần hay bằng zero nên tăng cung tiền không thể chuyển thành nguồn cho đầu tư và chính sách tiền tệ mất vai trò kích thích kinh tế - *giảm cầu*.
- *Giảm cầu* dẫn đến *giảm phát*.
- *Giảm phát kéo dài* kết hợp với *lãi suất i quá thấp* sẽ dẫn đến:
  - Vòng xoắn sản lượng đình đốn và suy thoái
  - Kỳ vọng giảm phát tạo ra *lãi suất thực r gia tăng* ảnh hưởng đầu tư I và hố cách *suy thoái mở rộng*
- *Suy thoái kéo dài* tạo ra giảm phát tiếp tục, giảm phát làm tăng r và Y ngày càng thấp hơn trong khi *chính sách tiền tệ mất tác dụng (Bẫy thanh khoản)*.
- …

Nghiên cứu điển hình (1)

- Irving Fisher (1933) – "Debt-Deflation"

  "Giảm phát-Nợ"

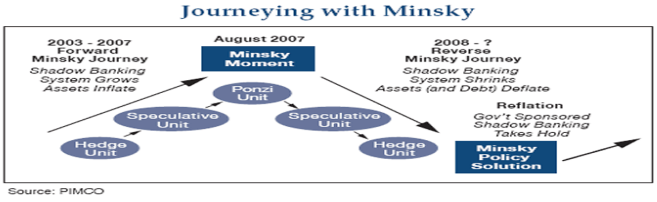
Đại Khủng hoảng (Great Depression) là nguyên nhân tạo ra bởi vòng xoắn đi xuống theo đó giá cả giảm làm tăng gánh nặng nợ thực, và điều này kéo theo hiện tượng giảm phát trầm trọng hơn.

Nghiên cứu điển hình (2)

- Hyman Minsky (1986) – "Minsky Moment"

  "Thời khắc Minsky"

Vòng xoắn bất ổn định lặp đi lặp lại theo đó trong những thời kỳ kinh tế yên ổn làm tăng tính tự mãn về nợ nần và vì vậy mọi người tăng các công cụ đòn bẫy, từ đó đến lượt chúng mở đường cho các cuộc khủng hoảng.



Nghiên cứu điển hình (3)

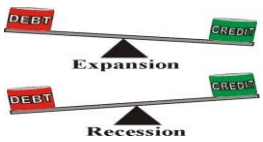
- Richard Koo (2008) – "Balance-sheet Recession"

  "Suy thoái bảng cân đối tài sản"

  - "Thập niên bị đánh mất" (Nhật) và Đại Khủng hoảng: nguyên nhân từ "tai họa của bảng cân đối"
  - Giảm giá tài sản ("suy thoái bảng cân đối") đẩy các công ty từ "tối đa hóa lợi nhuận" sang "tối thiểu hóa nợ".
  - Dòng ngân lưu thường dùng trả nợ gốc thay vì đầu tư mới, kéo theo giảm tổng cầu.
  - Tổng cầu yếu và nhu cầu vay (ngay cả lãi suất thấp) cũng yếu – nền kinh tế giảm phát.
  - Nền kinh tế yếu làm cho giá tài sản giảm sâu hơn, kéo theo phá sản hàng loạt và NHTU nới lỏng chính sách tiền tệ.
  - Nhiều vụ phá sản và lãi suất thấp, nhiều ngân hàng gánh chịu "nợ xấu".
  - Nền kinh tế rơi vào vòng xoắn "giảm phát – bẫy thanh khoản".

Nghiên cứu điển hình (4)

- Gauti B. Eggertsson and Paul Krugman (2010) – *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*
  - Mô hình Keynes Mới – "Debt-driven slumps": Nợ và vấn đề giảm nhanh các đòn bẫy làm kiềm nén tổng cầu.
  - Giảm phát-Nợ Fisher, bẫy thanh khoản, nghịch lý tiết kiệm, số nhân Keynes, tính hợp lý của chính sách mở rộng tài khóa.
  - Niềm tin nhằm giải quyết trục trặc hiện hành và soi rọi các kịch bản quá khứ ("Thập niên bị đánh mất " ở Nhật và Đại Khủng hoảng)



Từ bẫy thanh khoản đến giảm phát

Tại sao chính sách tiền tệ truyền thống không hữu hiệu?

- Chính sách tiền tệ truyền thống
  - Cơ chế tăng cung tiền thông qua nghiệp vụ OMOP (làm tăng MB và tác động số nhân).
  - Doanh nghiệp, cá nhân, và ngân hàng không có động cơ giữ tiền vượt nhu cầu giao dịch mà đầu tư vào TSTC sinh lợi (trái phiếu, cổ phiếu) – điều này chỉ gắn với giả định i>0 hay không quá thấp.
- *Khi chi phí cơ hội của việc giữ tiền i gần hay bằng zero, chuyện gì sẽ xảy ra?*
  - Người ta sẽ giữ tiền ngay cả vượt số nhu cầu tiền cần cho giao dịch.
  - Vì i không thể âm nên giới hạn zero chính là vấn đề.

Bẫy thanh khoản dẫn đến suy thoái giảm phát và *trục trặc hệ thống tài chính* như thế nào?

- Giảm phát kỳ vọng làm tăng giá trị thực của các khoản nợ.
- Khả năng trả nợ của người vay ngày càng xấu do mức tiêu dùng và đầu tư giảm sâu hơn.
  - Dù trả nghĩa vụ hiện hữu với i thấp, nhưng phải trả vốn gốc với giá trị thực đang tăng lên, làm gia tăng tính dễ đổ vỡ của hệ thống tài chính – phá sản, vỡ nợ (*Debt-Deflation*: Giảm phát đi cùng với giá trị thực của các khoản nợ tăng theo).
- Ngân hàng gia tăng dần các khoản nợ xấu – cắt giảm tín dụng và chu trình kéo theo giảm đầu tư và sản lượng.
- Bẫy thanh khoản có thể xảy ra ngay cả i chưa đạt zero vì việc giữ các TSTC và gia tăng rủi ro hệ thống tài chính đi kèm.

Phá bẫy thanh khoản như thế nào?

- Như đã phân tích: bẫy thanh khoản dẫn đến suy thoái giảm phát và trục trặc hệ thống tài chính
- Vượt ra khỏi bẫy thanh khoản như thế nào?
  - Paul Krugman: *tạo ra lạm phát kỳ vọng sẽ giúp nền kinh tế thoát khỏi bẫy thanh khoản.*
  - Quan điểm các nhà kinh tế tiền tệ.
  - Quan điểm các nhà kinh tế theo keynes.
- Shinzo Abe với *Abenomics*

Tạo ra lạm phát kỳ vọng bằng cách nào?

- Phá giá nội tệ.
- Theo đuổi mục tiêu lạm phát.
- Tăng trưởng cung tiền nhanh hơn.
- Chính sách truyền thông - cam kết chính sách và mục tiêu (lãi suất dài hạn…).

Phá bẫy thanh khoản

Quan điểm các nhà kinh tế tiền tệ

- Nới lỏng định lượng (quantitative easing): NHTU xác định mục tiêu gia tăng tỷ lệ cung tiền, bơm thanh khoản vào nền kinh tế (Friedman: "*Money gift*").
  - 1927: sụp đổ thị trường chứng khoán US có nguyên nhân từ chính sách tiền tệ thắt chặt
  - 1933-41: cổ phiếu US tăng 140% nhờ chính sách nới lỏng tiền tệ thông qua gia tăng cơ sở tiền
  - 2001-06: Nhật cũng áp dụng nới lỏng tiền tệ
  - Sau 2008: US với QE1, QE2, QE3
- Thông qua OMOP, tăng cường mua các TSTC như trái phiếu dài hạn.

QE – Giải pháp nới lỏng định lượng

QE-Quantitative Easing

- Không phải nghiệp vụ OMO thông thường (NHTU thường mua trái phiếu chính phủ ngắn hạn).
- Mà mua trái phiếu chính phủ dài hạn, chứng khoán cho vay mua nhà thế chấp, trái phiếu tư nhân…
- Thực hiện khi mức lãi suất chính sách ngắn hạn ở mức zero.

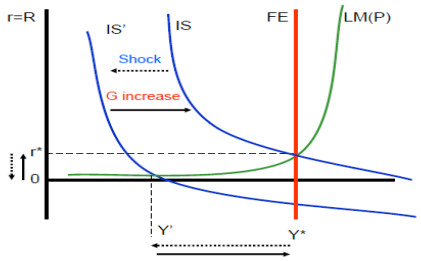
Tác động của QE

- Tăng giá tài sản được mua lại.
  - Hiệu ứng của cải.
  - Hiệu ứng BCĐTS.
- Giảm lãi suất dài hạn.
- Cam kết giữ lãi suất ngắn hạn thấp kéo dài.
- Có thể tạo ra lạm phát kỳ vọng.
- Mất giá nội tệ (thúc đẩy NX)

Phá bẫy thanh khoản

Quan điểm Keynes

- Chính sách tài khóa mở rộng nhằm kích vào tổng cầu.
  - 1933: Tổng thống Franklin Roosevelt và “New Deal” với các chương trình việc làm.
  - Chính phủ Nhật với khoản chi 20% GDP 2005.



A Liquidity Trap: Fiscal Policy

Từ giảm phát đến bẫy thanh khoản

Vấn đề

- Trước thế chiến II, giảm phát thường xảy ra như lạm phát.
- Giảm phát quay lại vào những năm 1990 (Nhật Bản) và là một hiện tượng khó cải thiện.
- Kinh tế Mỹ sau 2008 và nỗi lo giảm phát.
- Tại sao giảm phát là một trục trặc? Tại sao khó kết thúc được giảm phát?

Giảm phát dẫn đến bẫy thanh khoản và trục trặc kinh tế

- Giảm phát trong hầu hết trường hợp là tác động của sụt giảm tổng cầu.
- Giảm phát làm giảm tổng chi tiêu, suy thoái, gia tăng thất nghiệp.
- Suy thoái giảm phát ($\%\Delta P<0$) khác suy thoái thông thường ($\%\Delta P>0$).
- Giảm phát làm i tiến đến hay gần zero – bẫy thanh khoản và tạo trục trặc cho nền kinh tế và chính sách.
- Vấn đề:
  - Tránh nền kinh tế rơi vào giảm phát
  - Trị giảm phát như thế nào?

Ngăn chặn giảm phát như thế nào?

- Giảm phát do sức cầu thấp và đang có xu hướng suy giảm.
- Ben S. Bernanke: *"The best way to get out of trouble is not to get into it in the first place"*
  - Hàm ý: sử dụng chính sách tài khóa và tiền tệ khi cần thiết để hỗ trợ tổng chi tiêu, cố gắng sử dụng toàn dụng nguồn lực và duy trì lạm phát thấp và ổn định.

THE FEDERAL RESERVE AND THE FINANCIAL CRISIS

ORIGINS AND MISSION OF THE FEDERAL RESERVE

Policy Lessons from the Great Depression

- The Federal Reserve failed in both parts of its mission:
  - It did not use monetary policy to prevent deflation and the collapse in output and employment.
  - It did not adequately perform its function as lender of last resort, allowing many bank failures and a resulting contraction in credit.
- We will want to keep these lessons in mind as we consider the Fed's response to the crisis of 2008-2009.

Nguồn: Ben Bernanke (2012)

Ngăn chặn giảm phát như thế nào?

- Thứ nhất: *Duy trì vùng đệm (buffer zone) và không nên cố gắng đưa lạm phát về mức zero.*
- Vùng đệm:
  - Lợi ích: tránh nguy cơ tổng cầu giảm ngoài tầm kiểm soát có thể đẩy nền kinh tế vào suy thoái giảm phát và i tiến đến zero.
  - Chi phí: có thể đưa nền kinh tế vào tình trạng lạm phát cao hơn dự kiến.

Ngăn chặn giảm phát như thế nào?

- Thứ hai: *Giữ ổn định tài chính của nền kinh tế.*
- Irving Fisher (1933): sự liên kết tiềm tàng giữa khủng hoảng tài chính (do bán tháo tài sản và giá tài sản giảm) với sự sụt giảm tổng cầu và mức giá chung.

Ngăn chặn giảm phát như thế nào?

- Thứ ba: *Khi lạm phát thấp và các nền tảng của kinh tế bất ngờ suy giảm thì cần ra tay kịp thời và thật tích cực nhằm ngăn sự trượt dốc vào giảm phát và các trục trặc đi kèm*

  (Orphanides and Wieland, 2000; Reifschneider and Williams, 2000; Ahearne et al., 2002).
- Khác nhau về phản ứng:
  - Nhật cuối thập niên 80
  - Hoa Kỳ 2008

Gauti B. Eggertsson and Paul Krugman (2010) – *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*

- Khủng hoảng 2008 = "Minsky Moment"+"Balance Sheet Recession"+"Debt-Deflation. Cơ chế?
- Nợ bao nhiêu là an toàn? – Cuộc khủng hoảng do bất ngờ giảm đòn bẫy.
- Sức cầu thấp và đang đà suy giảm – ai đó phải chi tiêu nhiều hơn để bù vào (i=0 vẫn chưa đủ).
- Chính sách tài khóa mở rộng sẽ hiệu quả:
  - Hiệu ứng vĩ mô của việc giảm đòn bẫy có tính tạm thời.
  - Lấn át chi tiêu tư nhân sẽ không xảy ra.

Nhớ lại

Phản ứng của Chính phủ và Fed đối với cuộc suy thoái ở Hoa Kỳ hiện là đề tài tranh luận. *Gói kích thích kinh tế 780 tỷ USD đã phù hợp chưa? Chương trình giải cứu các tài sản trục trặc có hữu ích? Fed có nên tăng cung tiền sớm hơn không? Có nên cho phép Lehman Brother thất bại?*

Câu trả lời nằm ở lý thuyết kinh tế và người bạn hỏi là ai.

1. Keynes Mới (The New Keynesian)
2. Chủ nghĩa tiền tệ (The Monetarism)
3. Cổ điển Mới (The New Classical)

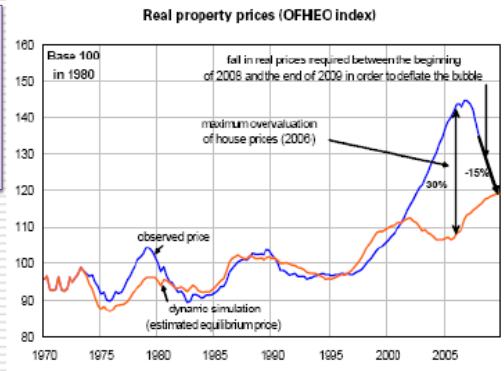
Kết luận

- Bẫy thanh khoản kéo theo giảm phát và ngược lại. Mỗi trục trặc đều tạo ra thách thức về xử lý chính sách.
- Căn nguyên gây nên bẫy thanh khoản hay gây nên giảm phát đến từ đâu? (Bong bóng đầu cơ?)
- Có thể quản lý và kiểm soát bong bóng đầu cơ không? (có/không)

Detecting bubbles in the housing Market – Econometric models

Evaluating the size of the American housing bubble

Có thể quản lý và kiểm soát bong bóng đầu cơ không? (có/không)



Source : Stéphane Sorbe, « The busting of the US house price bubble », Tresor Economics, DGTPE, 2008

Before bust / after bust

Table 2.2. Relative Contributions to Output Growth Before and After Asset Price Busts

	Equity Price Busts		Housing Price Busts	
	Before[1]	After[2]	Before[1]	After[2]
Average contribution to GDP growth (percent of GDP growth)				
Private consumption	57.4	55.2	61.5	36.5
Private fixed investment in machinery and equipment	18.5	3.6	19.8	−19.1
Private investment in construction	7.7	−1.4	10.4	−32.7
Other[3]	16.4	42.7	8.2	115.3
Memorandum				
Average annual growth in GDP (percent)[4]	4.0	2.6	3.4	0.8

Source: IMF staff calculations.

source : "WHEN BUBBLES BURST", IMF, WEO, April 2003

5 tổng kết quan trọng từ thực tế

Anne Epaulard (2009)

Sụp đổ giá nhà:

1. Có tác động hiệu ứng của cải đối với tiêu dùng lớn hơn biến động giá tài sản khác.
2. Thường đi sau một hiện tượng bùng giá.
3. Kéo theo/xảy ra cùng với sự sụp giá của tài sản khác.
4. Đi cùng với những tác động nhanh/mạnh đối với hệ thống ngân hàng so với tác động sụp giá của các tài sản khác:
5. Có sự liên kết với chính sách tiền tệ thắt chặt hơn là sự sụp giá của tài sản khác.