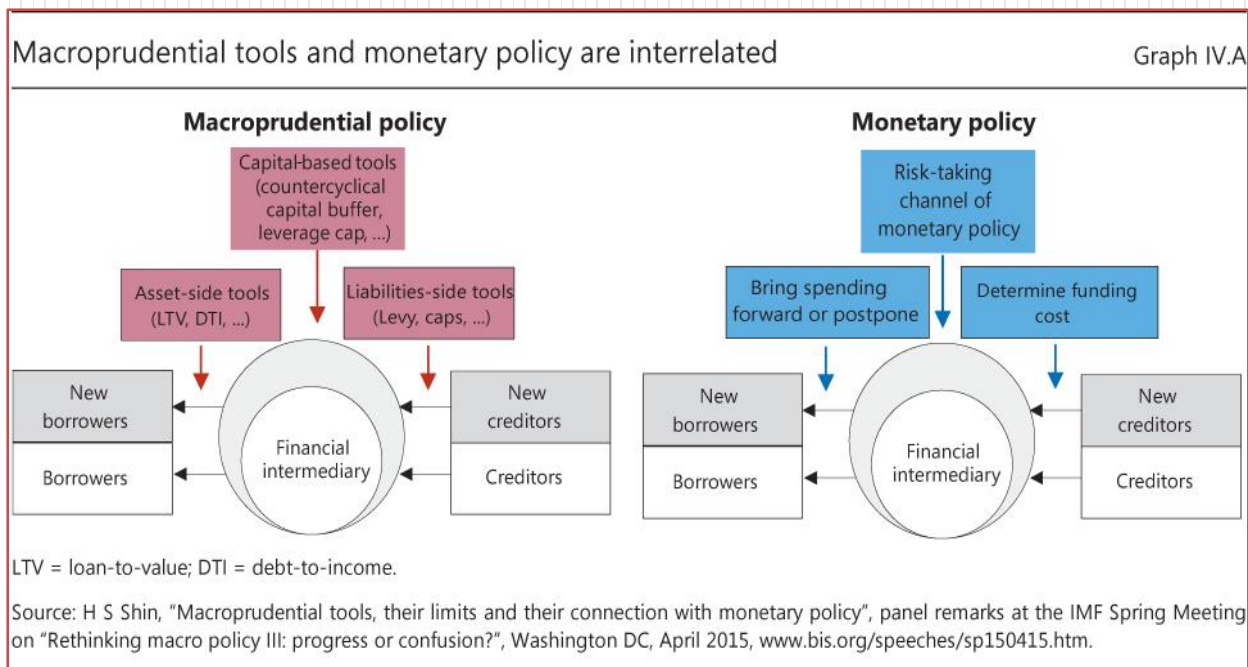


Chính sách tiền tệ ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi (EMs)



Vấn đề

- Tại sao lại là *Chính sách tiền tệ ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi (EMs)?*



Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis

Washington, DC, March 7 and 8, 2011

- Session I. **Monetary Policy**
- Session II. **Fiscal Policy**
- Session III. **Financial Intermediation and Regulation**
- Session IV. **Capital Account Management**
- Session V. **Growth Strategies**
- Session VI. **The International Monetary System**



Rethinking
Macro Policy III
15-16/04/2015



Xem xét lại chính sách kinh tế vĩ mô

- Khủng hoảng 2008 chứng tỏ đánh giá thấp sự nguy hiểm hệ thống tài chính và vai trò chính sách kinh tế vĩ mô.
- Khủng hoảng khu vực euro cho thấy cần xem lại vận hành của liên minh tiền tệ và chính sách tài khóa.
- Mặc dù nhiều chính sách ra đời (quantitative easing, money-financed fiscal stimulus), vấn đề vẫn còn đó:
 - Chính sách tiền tệ
 - Chính sách tài khóa
 - Chính sách kinh tế vĩ mô thận trọng và khôn ngoan?

Xem xét lại chính sách kinh tế vĩ mô

- Chính sách tiền tệ và vai trò ngân hàng trung ương
 - Người cho vay cuối cùng
 - Đối phó với "zero bound"
 - Kiểm soát bong bóng tín dụng và giá tài sản
 - ...
- Chính sách tài khóa
 - Mức nợ công an toàn
 - Số nhân tài khóa
 - Những chương trình điều chỉnh trung hạn tài khóa
 - ...

15-16/04/2015

- Rủi ro có tính hệ thống và điều tiết tài chính
- Các công cụ chính sách vĩ mô khôn ngoan
- Chính sách tài khóa và tiền tệ tương lai
- Dòng vốn, quản lý tỷ giá và kiểm soát vốn
- Hệ thống tiền tệ và hệ thống tài chính quốc tế

Mô hình áp dụng cho các nước đang phát triển đang có vấn đề?

- 30 năm qua, mô hình (nước phát triển) áp dụng cho các nước đang phát triển và EMS có vẻ không phù hợp
 - Mô hình giả định thị trường tài chính
 - Định hướng cao độ theo thị trường
 - Mở cửa cho các dòng vốn quốc tế
 - Trong khi EMS, chủ yếu
 - Kiểm nén tài chính
 - Kiểm soát vốn (nhất là FPI)
- EMS tự do hóa thị trường tài chính mạnh vào 1990s và nhiều nước thả nổi tiền tệ vào 2000s
 - Đã và đang xuất hiện nhiều vấn đề

Nhận dạng

- Tồn tại nhiều khác biệt giữa nước tiên tiến và EMs
 1. Niềm tin yếu hơn về ổn định giá cả và rủi ro vỡ nợ
 2. Tính thuận chu kỳ của chính sách tài khóa và dòng vốn quốc tế lớn hơn
 3. Khủng hoảng tài chính nhiều hơn
 4. Đối mặt với sốc cung và sốc ngoại thương nhiều hơn
 5. Nhiều vấn đề đặt ra với chính sách tiền tệ
 - Lạm phát
 - Phá giá
 - Các mục tiêu danh nghĩa
 - Lựa chọn cơ chế tỷ giá
 - Tính thuận chu kỳ

Tính thuận chu kỳ của các dòng vốn

- Theo lý thuyết tối ưu hóa liên thời gian, các quốc gia nên vay để duy trì tiêu dùng và đầu tư suốt thời kỳ kinh tế suy giảm và trả nợ khi kinh tế đi lên - nghịch chu kỳ.
- Thực tế, các dòng vốn có tính thuận chu kỳ nhiều hơn
 - 2003-08: $KA > 0$ trong khi $CA > 0$ kéo theo tăng FR
 - Các nước đang phát triển hướng đến hệ thống tài chính mở theo thị trường nhiều hơn
 - Vốn vào ở những thời kỳ bùng nổ kéo theo tăng giá đất, BĐS, và giá TSTC (The boom-bust cycle)
 - Chính sách vô hiệu hóa và những hệ lụy (Trung Quốc)
 - Kiểm soát vốn và hệ quả

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?
- 5/2013 và 16-12/2015, Fed đã tăng lãi suất



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.

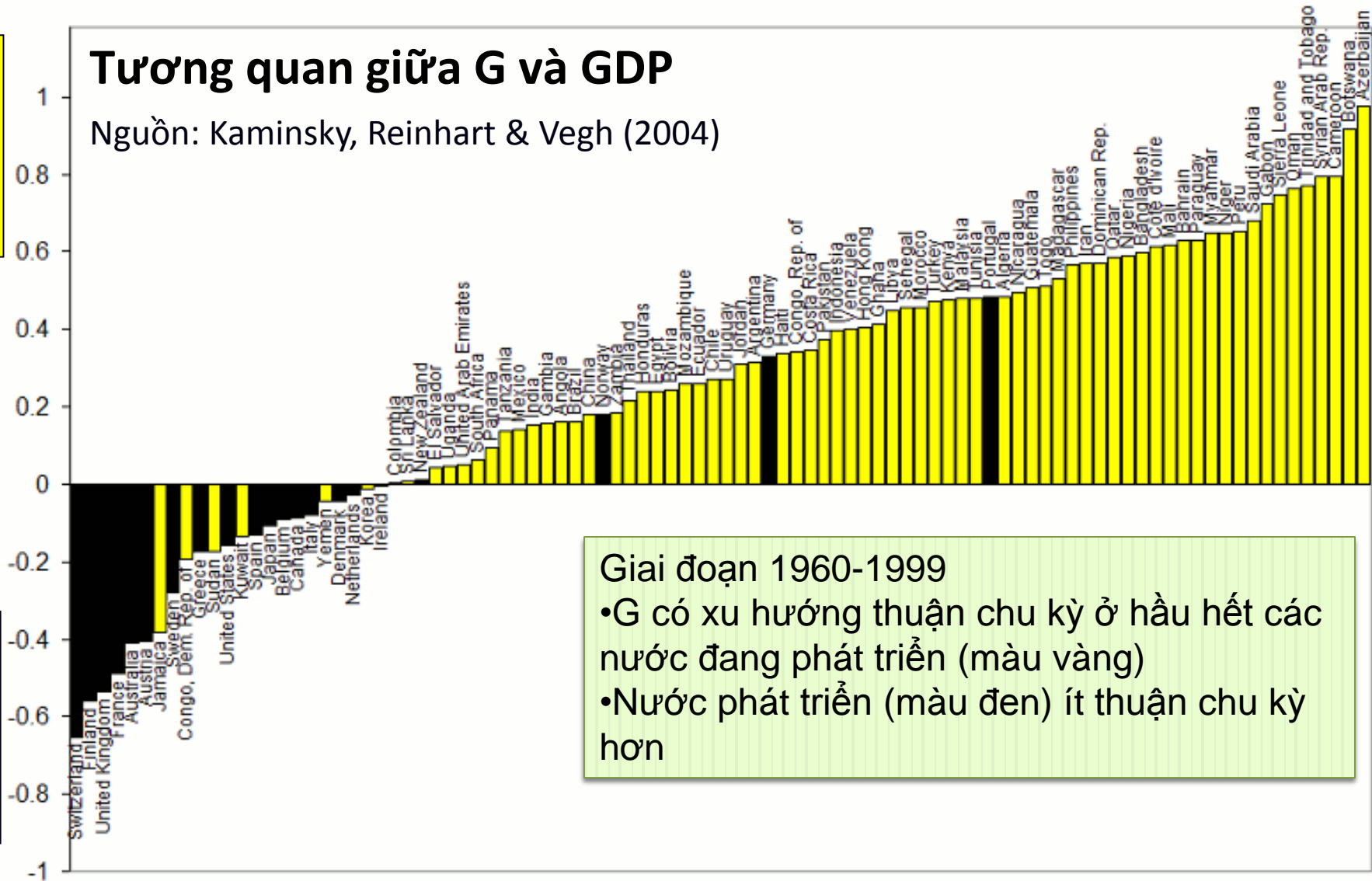
Tính thuận chu kỳ của chính sách tài khóa

- Vì sao vậy?
 - Thuế phụ thuộc chu kỳ (T tăng khi bùng nổ, và chính phủ bị áp lực tăng G)
 - Chu kỳ kinh tế chính trị
 - Bệnh Hà Lan (đối với những nước sản xuất hàng hóa cơ bản)
 - Các dự báo lạc quan quá mức trong những thời kỳ bùng nổ
 - ...

G thường có tính thuận chu kỳ ở các nước đang phát triển: tăng khi kinh tế bùng nổ và giảm khi suy thoái, nhất là nước xuất khẩu hàng cơ bản

Tương quan giữa G và GDP

Nguồn: Kaminsky, Reinhart & Vegh (2004)



Giai đoạn 1960-1999

- G có xu hướng thuận chu kỳ ở hầu hết các nước đang phát triển (màu vàng)
- Nước phát triển (màu đen) ít thuận chu kỳ hơn

Thuận chu kỳ

Nghịch chu kỳ

Thuận chu kỳ

Tương quan giữa G và GDP

Nguồn: Frankel, Vegh & Vuletin (2013)

0.4

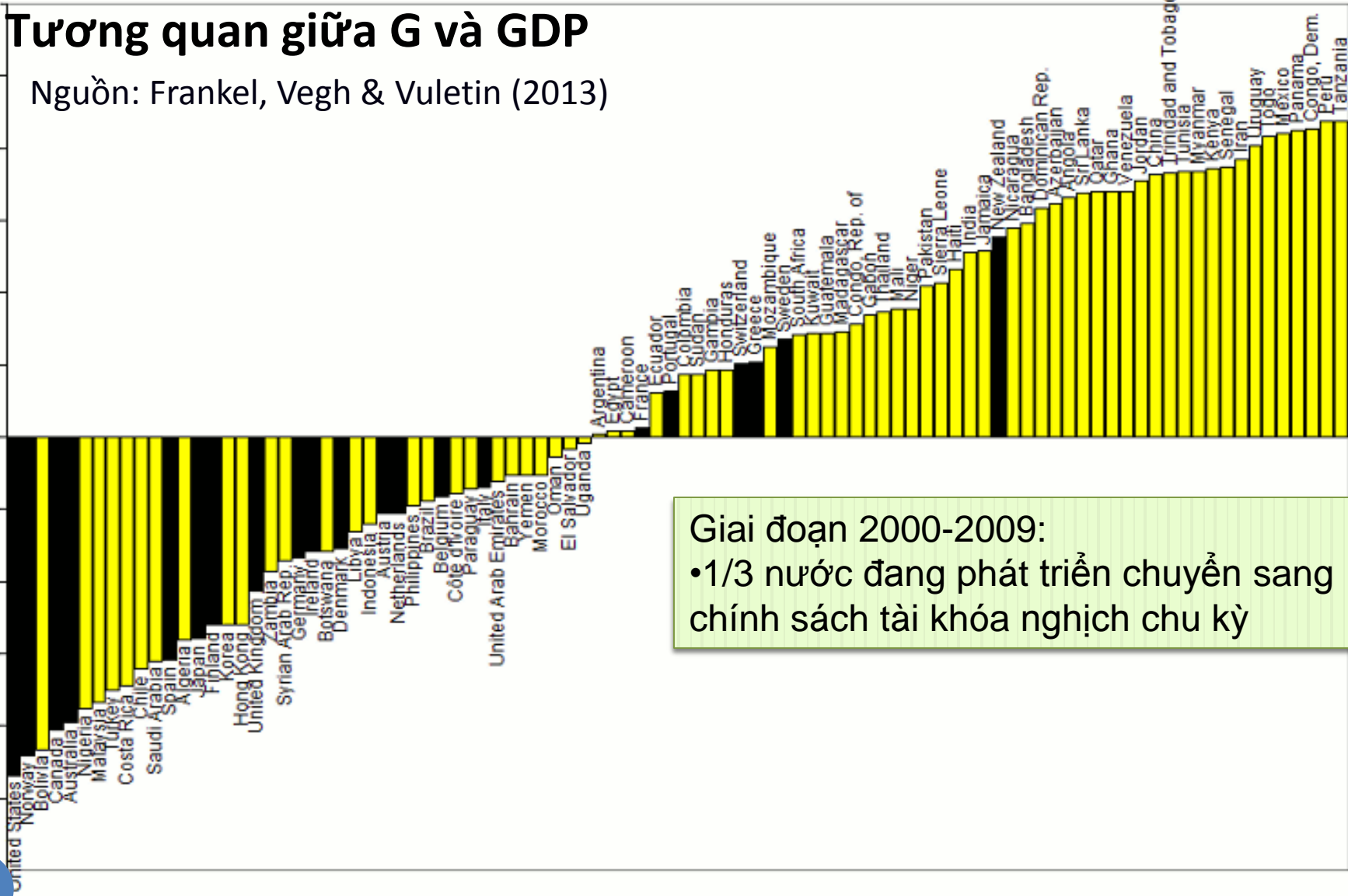
0.2

0

-0.2

-0.4

-0.6



Giai đoạn 2000-2009:
 • 1/3 nước đang phát triển chuyển sang chính sách tài khóa nghịch chu kỳ

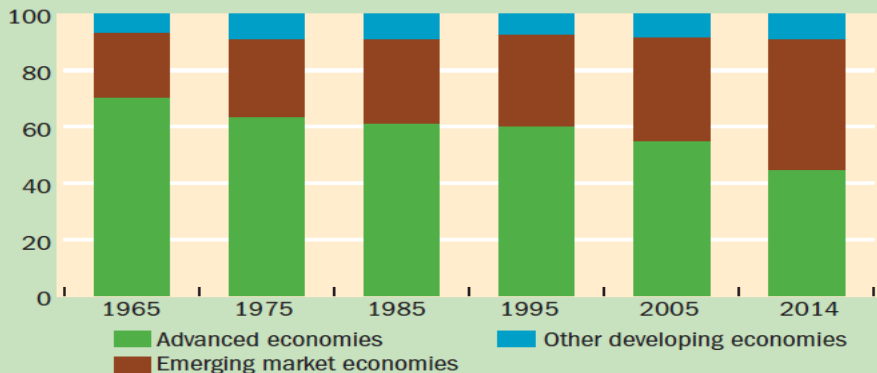
Nghịch chu kỳ

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.

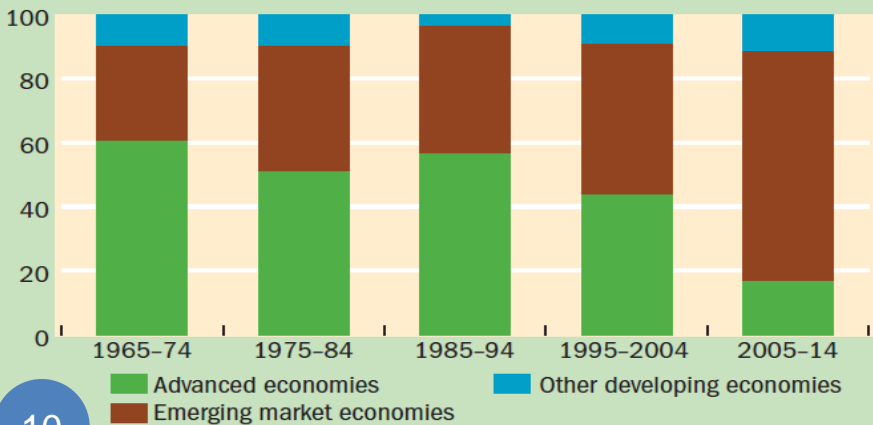
Note: Data are measured in purchasing power parity—the rate at which currencies would be converted if they were to buy the same quantity of goods and services in each country. Data for 2014 are forecasts.

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

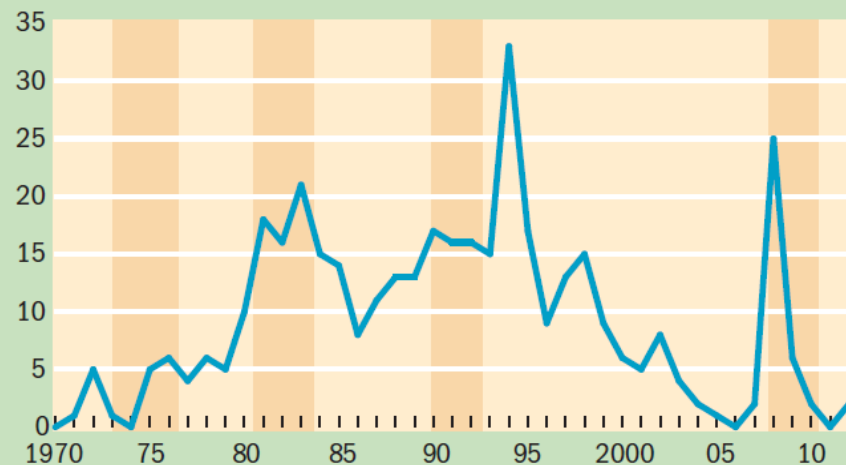
Recurrent financial crises

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)

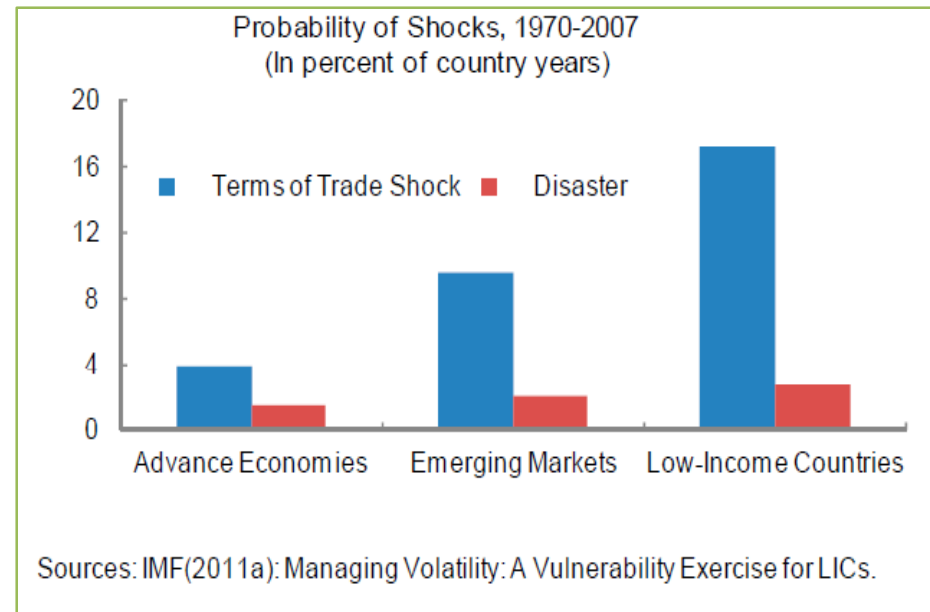


Source: Laeven and Valencia (2013).

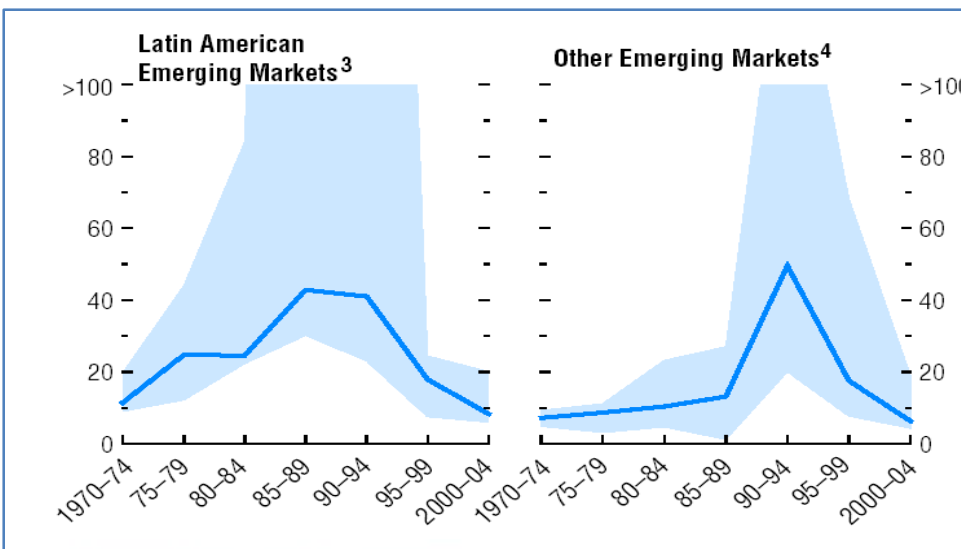
Note: The shaded bars represent the three years surrounding global recessions—which occurred in 1975, 1982, 1991, and 2009.

Nước đang phát triển và EMs: Đối mặt *sốc ngoại thương* và *sốc cung*

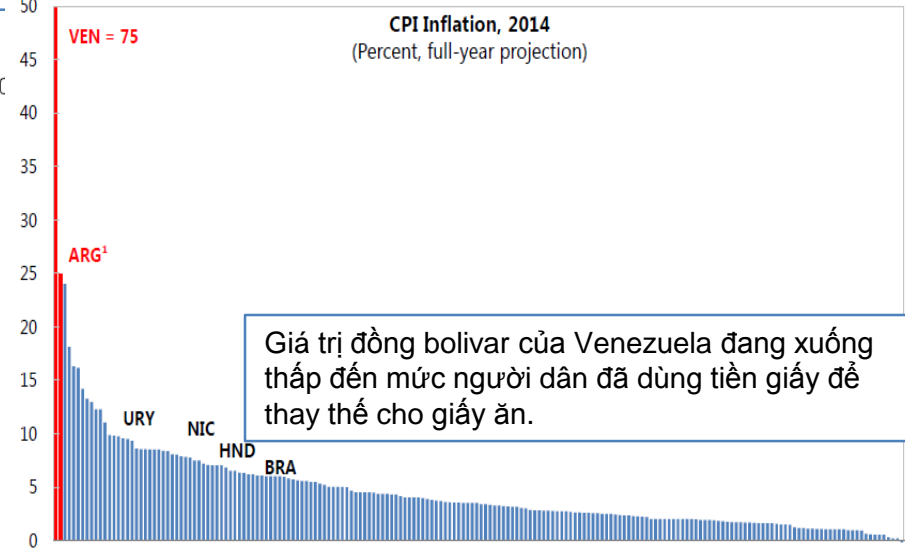
- Sốc ngoại thương
 - Tỷ số $(X+M)/GDP$ cao: phụ thuộc
 - Biến động TOT mạnh (do các nước này là nhà sản xuất và nhập khẩu hàng cơ bản)
- Sốc cung
 - Thảm họa tự nhiên
 - Biến đổi khí hậu
 - Bất ổn xã hội
 - Sốc năng suất (TFP)



Áp lực *lạm phát* và hệ quả lạm phát



³Includes Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Dominican Republic, Ecuador, Egypt, Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, the Philippines, Poland, Romania, Russia, South Africa, Thailand, Turkey, and Venezuela.

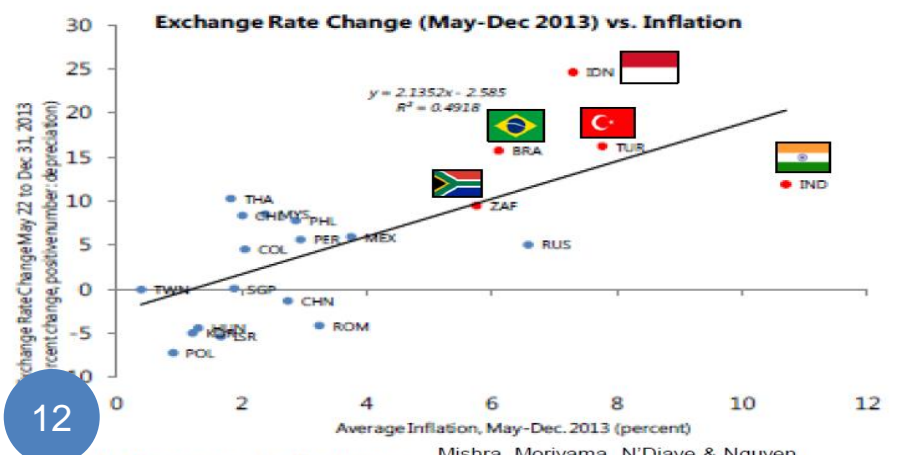


Giá trị đồng bolivar của Venezuela đang xuống thấp đến mức người dân đã dùng tiền giấy để thay thế cho giấy ăn.

Source: Cubeddu, Iakova, & Sosa, IMF, Feb.2015. Data from: IMF, World Economic Outlook July 2014 Update; and staff calculations.

Taper Tantrum Test:

Countries with higher inflation rates were hit by greater currency depreciation after May 2013.

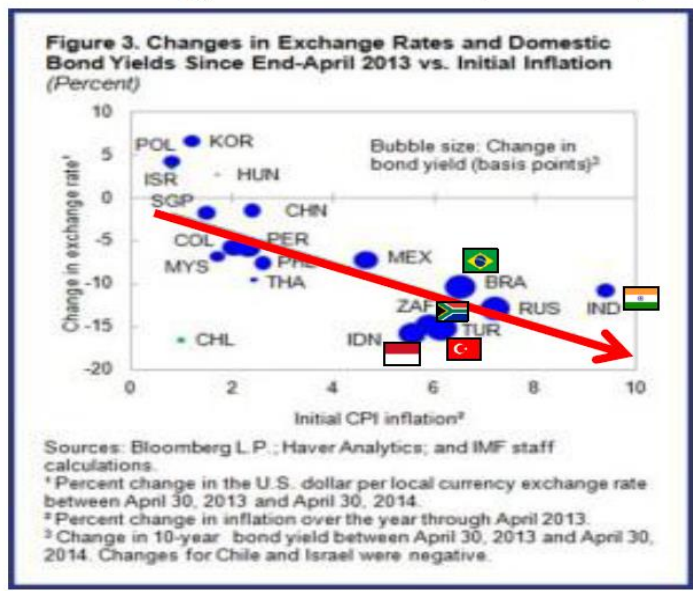


Mishra, Moriyama, N'Diaye & Nguyen,

"Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets," IMF WP 14/109, 2014

Countries with high inflation rates

also suffered bigger increases in bond yields in the year starting May 2013.



Klemm, Meiner & Sosa, IMF, 2014

"Taper Tantrum or Tedium: How U.S. Interest Rates Affect Financial Markets in Emerging Economies"

Phá giá và chi phí

- Xuất khẩu: động cơ tăng trưởng
 - Trong khi năng suất yếu hơn
 - Phá giá thường là lựa chọn
- Chi phí: Tác động bảng cân đối – mất cân xứng tiền tệ (balance sheet effect - currency mismatch)
- Vay bằng ngoại tệ có thể chậm ngòi và tăng tốc khủng hoảng tài chính và khủng hoảng kinh tế

Lựa chọn *mục tiêu danh nghĩa* của chính sách tiền tệ đang dịch chuyển

- Cuối 1980s-đầu 1990s: Từ mục tiêu *cung tiền* (money targeting) sang mục tiêu *tỷ giá* (exchange rate targeting)
 - Mục tiêu cung tiền và khủng hoảng lạm phát châu Mỹ La tinh 1980s [$M*V = P*Y$]
 - Mục tiêu tỷ giá hoạt động tốt hơn cho bình ổn vĩ mô 1990s
- Từ mục tiêu *tỷ giá* sang mục tiêu *lạm phát* (inflation targeting - IT)
 - Mục tiêu tỷ giá không vận hành tốt: Khủng hoảng tiền tệ 1994-2002
 - Nổi lên IT

Nhưng – *IT bị thách thức*

- Các sự kiện 2008-2009 đẩy IT vào thế khó. Vì sao?
 - Bong bóng tài sản và bất động sản ngay cả khi IT vận hành tốt
- Thực tế, có 3 biến danh nghĩa buộc các NHTU cần xem xét đến bên cạnh CPI [IT]
 1. Giá tài sản [bong bóng và sụp đổ]
 2. Tỷ giá hối đoái [cố định/thả nổi/trung gian]
 3. Giá hàng hóa cơ bản [biến thiên]
- Nhiều phân tích cho thấy **IT phù hợp với các nước công nghiệp lớn** thay vì các nước đang phát triển. Vì sao vậy?
 - Dòng vốn ra/vào không hài hòa [Tỷ giá]
 - Sốc cung và sốc ngoại thương lớn [TOT]

IT phù hợp với các nước công nghiệp lớn thay vì các nước đang phát triển

- Các thị trường vốn quốc tế không vận hành trơn tru trước các cú sốc bên ngoài (*external shocks*) ở các nước đang phát triển
 - 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)

External shocks: suy thoái kinh tế toàn cầu, giá nhiên liệu biến động...

IT phù hợp với các nước công nghiệp lớn thay vì các nước đang phát triển

- IT dễ bị phá vỡ trước những cú sốc ngoại thương và sốc cung - xảy ra thường xuyên và mức độ lớn hơn ở nước phát triển

IT và sốc cung: Mô hình AS-AD

- ✓ Sốc cung tiêu cực dịch SRAS sang trái
- ✓ Để tránh tăng giá, chính sách tiền tệ theo IT sẽ ra lệnh thu hẹp quá mức làm cho sự sụt giảm GDP danh nghĩa đổ tất cả lên GDP thực
- ✓ Trong khi nên cho phép một phần cú sốc chuyển thành tăng giá nhằm tránh suy thoái và thất nghiệp

IT và sốc ngoại thương: TOT (P_x/P_m)

- ✓ Với nước nhập khẩu, khi giá dầu thế giới tăng (P_x/P_m giảm và $\% \Delta P$ tăng), IT ra lệnh phải *thắt chặt* tiền tệ để nội tệ lên giá - đối nghịch với xu hướng hài hòa sốc ngoại thương tiêu cực (nội tệ nên mất giá)
- ✓ E nên linh hoạt nhằm hài hòa với sốc ngoại thương (TOT)
- ✓ Nhưng nếu IT theo CPI sẽ không cho phép tỷ giá hối đoái tăng/giảm với TOT

Sốc ngoại thương và lựa chọn cơ chế tỷ giá

Cố định tỷ giá kéo theo chính sách tiền tệ thuận chu kỳ khi có sốc ngoại thương

- Bùng nổ hàng cơ bản
- Dòng tiền vào
 - Tín dụng dư thừa
 - AD tăng và lạm phát
- Sụp đổ hàng cơ bản
- Dòng tiền ra
 - Thu hẹp tín dụng
 - AD giảm, suy thoái và khủng hoảng BOP

Tỷ giá thả nổi giúp hài hòa sốc ngoại thương

- TOT cải thiện, nội tệ lên giá
 - Ngăn dòng tiền vào
 - ngăn lạm phát và nóng lên quá mức
- TOT xấu đi, nội tệ giảm giá
 - Ngăn suy thoái và khủng hoảng BOP

■ Bất lợi của thả nổi tỷ giá

- Biến thiên có thể lớn
- Bệnh Hà Lan có thể nặng

■ Nỗi sợ “thả nổi”

- Chọn cơ chế trung gian?

Cơ chế tỷ giá hối đoái lý tưởng là gì?

- Những nền kinh tế rất nhỏ/mở
 - Đã và sẽ cố định tỷ giá
- Hầu hết các nước thu nhập/quĩ mô trung bình
 - 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 gán rổ tiền tệ

Giả thiết Corners bị loại bỏ (Corners Hypothesis)

- Cơ chế thả nổi có quản lý có hệ thống (Systematic managed floating)
 - 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
- 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

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

Tính thuận chu kỳ của chính sách tiền tệ

- Xuất hiện tính thuận chu kỳ của chính sách tiền tệ nếu giữ E cố định trong trường hợp sốc ngoại thương (và cả dòng vốn)
- Nhưng cũng không thể thả nổi E
- ⇒ E không là neo danh nghĩa tiền tệ thì IT là lựa chọn?
- Nhưng IT không giúp phản ứng thành công trước các cú sốc ngoại thương và sốc cung
- Đề xuất neo danh nghĩa (linh hoạt) nhằm dung hòa các cú sốc thường xuyên xảy ra ở EMs
 - Sốc TOT: chọn **PEP** (neo vào giá xuất khẩu)
 - Sốc cung: chọn **NGDPT** (mục tiêu GDP danh nghĩa)

PEP là gì? Tại sao PEP tốt hơn IT trước sốc ngoại thương?

- **P**eg the **E**xport **P**rice [Frankel (2003, 2008)]
 - Đề xuất cho nước xuất khẩu hàng hóa cơ bản (dầu chẳng hạn)
 - Khi giá dầu thế giới tăng: thắt chặt tiền tệ và cho phép nội tệ lên giá
 - Khi giá dầu giảm: mở rộng tiền tệ và cho phép nội tệ giảm giá

Tại sao PEP tốt hơn cơ chế tỷ giá hối đoái cố định đối với nước có giá xuất khẩu biến động?

- ✓ Khi giá hàng cơ bản xuất khẩu theo đô la tăng, nội tệ tự động lên giá
 - Tiết chế sự bùng nổ
- ✓ Khi giá hàng cơ bản xuất khẩu theo đô la giảm, nội tệ tự động giảm giá
 - Điều hòa sự đi xuống
 - Cải thiện BOP

Tại sao PEP tốt hơn IT đối với nước có biến động TOT?

- ✓ Khi giá hàng cơ bản nhập khẩu tăng, IT *ra lệnh thắt chặt tiền tệ để nội tệ lên giá - Phản ứng sai*
 - PEP không như vậy
- ✓ Khi giá hàng xuất khẩu cơ bản tăng, PEP *yêu cầu thắt chặt tiền tệ đủ lớn để nội tệ lên giá - Phản ứng đúng*
 - IT không có lợi thế này

NGDPT có kết quả tốt hơn IT trước sốc cung

- Sốc cung bị chia thành lực tác động lên GDP thực (Y) và lạm phát (P) hơn là chỉ làm giảm GDP thực (Y) quá lớn như IT
- IT có thể có kết quả tốt hơn NGDPT không?
 - ...nếu SRAS quá dốc

Kết luận

- Mô hình chính sách tiền tệ thiết kế cho các nước công nghiệp áp dụng ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi – phát sinh nhiều vấn đề.
- Cố định rồi phá giá. Liệu có ổn?
 - Hiệu ứng BOP, mất cân xứng tiền tệ và khủng hoảng
- Chính sách tài khóa và dòng vốn thuận chu kỳ
 - Nước sản xuất và xuất khẩu hàng hóa cơ bản
 - Gây khó cho chính sách tiền tệ khi phối hợp
- Biến thiên TOT và sốc cung cao nên IT không phù hợp - cần mục tiêu neo danh nghĩa linh hoạt
 - Cho phép nội tệ lên giá/giảm giá sau cú sốc ngoại thương tích cực/tiêu cực
 - NDGPT
 - PEP