

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HOA KỲ - TỪ NÓI LỎNG ĐỊNH LƯỢNG CHUYỂN SANG ĐIỀU HÀNH THÔNG THƯỜNG¹

Châu Văn Thành²

Tóm tắt

Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ³ (Fed) với trọng trách điều hành chính sách tiền tệ nhằm đạt được các mục tiêu quan trọng, bao gồm *tối đa hóa việc làm, ổn định giá cả*⁴ và *giữ lãi suất dài hạn ở mức vừa phải*. Chức năng chính sách tiền tệ của Fed là nhằm thực hiện quản lý tổng cầu – bình ổn những biến động của chu kỳ kinh tế. Công cụ chính sách tiền tệ truyền thống của Fed là hướng đến *lãi suất liên ngân hàng mục tiêu* (mức lãi suất theo đó các ngân hàng thương mại vay và cho vay dự trữ lẫn nhau trên cơ sở qua đêm). Mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu được quyết định định kỳ bởi Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) và vận hành thông qua nghiệp vụ điều hành hoạt động thị trường mở bằng cách mua hay bán chứng khoán kho bạc. Cách điều hành truyền thống này hoàn toàn khác với các giải pháp *nói lỏng định lượng* (quantitative easing

¹ Tình huống này được biên soạn và phát triển dựa vào bài viết “Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions”, CRS Report, 7-5700, www.crs.gov RL30354, xuất bản ngày 7/2/2017, của tác giả Marc Labonte, chuyên gia về chính sách kinh tế vĩ mô, dùng cho thảo luận của các thành viên và các Ủy ban của Quốc hội Hoa Kỳ.

² Giảng viên Kinh tế học và Chính sách Phát triển, Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh (UEH).

³ Chức năng thực hiện trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 vừa qua của Fed là nỗ lực giảm nhẹ rủi ro hệ thống, ngăn chặn bất ổn tài chính, “người cho vay cứu cánh cuối cùng”, xác định rủi ro và phản ứng đáp lại những đe dọa sự bình ổn tài chính. Với vai trò là một ngân hàng trung ương, cơ quan điều tiết hệ thống tài chính và hoạt động ngân hàng của Hoa Kỳ, Fed đảm nhiệm bốn nhiệm vụ cơ bản: (1) thực thi chính sách tiền tệ; (2) cung cấp thanh khoản khẩn cấp với vai trò người cho vay cứu cánh cuối cùng; (3) giám sát tính an toàn và vận hành tốt của các ngân hàng thương mại và các công ty tài chính; và (4) cung cấp các dịch vụ thanh toán đến các công ty tài chính và chính phủ.

⁴ Hiện nay, theo định nghĩa của Fed, giá cả ổn định có nghĩa là duy trì mục tiêu lạm phát dài hạn ở mức 2%.

– QE) kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008. Ngày 29/10/2014, các gói QE chấm dứt và với sự phục hồi tích cực của nền kinh tế Hoa Kỳ, Fed đang trên đà quay lại cách điều hành truyền thống. Thảo luận sau đây giúp chúng ta hiểu sâu hơn về những thay đổi của các cơ chế chính sách tiền tệ này.

Bối cảnh

Đối mặt với cuộc khủng hoảng, từ tháng 9/2007, mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu của Fed đã giảm từ 5,25% xuống còn khoảng 0 - 0,25% vào tháng 12/2008 - mức mà các nhà kinh tế học gọi là “*Ngưỡng giới hạn zero*” (zero lower bound). Theo xu hướng lịch sử, mức lãi suất thấp “bất thường” này đã được duy trì trong một khoảng thời gian dài cũng “bất thường” (khoảng 7 năm). Từ tháng 12/2015, Fed đã bắt đầu tăng mức lãi suất chính sách trở lại. Sau chín lần tăng⁵ - mỗi lần là 25 điểm cơ bản (hay 0,25 điểm phần trăm), đã đưa mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu lên 2,25 – 2,5%. Fed đã từng dự kiến mức lãi suất này sẽ còn tiếp tục gia tăng ba lần trong năm 2019 và ít nhất một lần trong năm 2020. Tuy nhiên, trước sự bấp bênh của nền kinh tế Hoa Kỳ, cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung chưa hồi kết đi cùng với tình hình kinh tế toàn cầu nhiều bất ổn, năm 2019 – đến thời điểm này (31/10/2019), chúng ta đã được chứng kiến ba lần giảm lãi suất của Fed (xuống còn 1,5 – 1,75%) và nhiều khả năng Fed sẽ giữ mức lãi suất này ổn định, ít nhất là đến hết đầu năm 2020.

Với cơ chế vận hành của chính sách tiền tệ thông thường, Fed điều chỉnh lãi suất liên ngân hàng mục tiêu nhằm tác động đến những hành vi chi tiêu có tính nhạy cảm với lãi suất, như chi tiêu đầu tư kinh doanh (nhà máy và thiết bị), chi tiêu tiêu dùng của hộ gia đình vào các hàng hóa tiêu dùng lâu bền, đầu tư vào nhà ở... Bên cạnh đó, khi mức lãi suất này bắt đầu lan truyền rộng khắp nền kinh tế, sẽ kéo theo sự di chuyển của các dòng vốn quốc tế. Dòng vốn di chuyển làm thay đổi tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền các nước và USD, từ đó sẽ tác động đến hoạt động xuất khẩu và nhập khẩu. Với cơ chế này, chính sách tiền tệ có thể được sử dụng để thúc đẩy hoặc thu hẹp tổng cầu trong ngắn hạn của nền kinh tế Hoa Kỳ. Trong dài hạn, như chúng ta đều biết, chính sách tiền tệ chủ yếu tác động đến lạm phát. Việc duy trì một tỷ lệ lạm phát ổn định và thấp (như

⁵ Lần gần nhất Fed tăng lãi suất cho đến khi bài viết này định hình là vào ngày 19/12/2018 (hai lần tăng trước đó là vào ngày 13/6/2018 và 26/9/2018). Lần tăng lãi suất của Fed trở lại đầu tiên là vào ngày 31/7/2019, tiếp theo là ngày 18/09/2019 và gần nhất là 30/10/2019.

mục tiêu 2% hiện nay chẳng hạn) sẽ giúp thúc đẩy sự minh bạch giá cả, từ đó củng cố vững chắc hơn cho các hoạt động kinh tế.

Trong suốt thời kỳ lãi suất duy trì ở mức thấp - mức giới hạn zero kể từ sau năm 2007, Fed đã nỗ lực kết hợp với các gói nói lỏng định lượng QE thông qua việc mua vào các chứng khoán kho bạc và các chứng khoán có đảm bảo bằng tài sản thế chấp (mortgage-backed securities, MBS). Từ giữa năm 2009 đến 2014, Fed đã thực hiện ba gói QE. Gói QE3 chính thức chấm dứt vào tháng 10/2014. Cán cân bằng cân đối của Fed hiện có quy mô lớn hơn gấp năm lần so với thời điểm tiền khủng hoảng – lên đến mức 4,5 ngàn tỷ USD. Trong dài hạn, theo dự kiến, quy mô này sẽ được giảm dần về mức thông thường hơn.

Đến tháng 3/2017, Fed đã tăng lãi suất dựa vào hai công cụ nữa: (1) *tăng lãi suất trả cho các ngân hàng thương mại dựa trên các khoản dự trữ*; và (2) *tham gia vào nghiệp vụ repo đảo nghịch*⁶ (reverse repurchase agreements hay *reverse repos*).

⁶ Nghiệp vụ repos (repurchase agreements) là những thỏa thuận giữa hai chủ thể mua và mua lại các chứng khoán với một mức giá cố định và vào một ngày được xác định trong tương lai, thường diễn ra trong rất ngắn hạn hay còn gọi là qua đêm. Mặc dù được cơ cấu theo luật dưới dạng một cặp đôi giao dịch chứng khoán với nhau, nhưng về mặt kinh tế lại có ý nghĩa tương tự như một khoản cho vay có thế chấp. Sự chênh lệch giá giữa giao dịch thứ nhất và thứ hai xác định lãi suất của khoản cho vay. Thị trường repo là một trong những thị trường cho vay ngắn hạn lớn nhất, nơi mà các ngân hàng và các định chế tài chính khác đóng vai trò như những người đi vay và cho vay chủ động. Khoản thế chấp nhằm bảo đảm người cho vay an toàn trước khả năng vỡ nợ tiềm năng từ phía đi vay. Về nguyên tắc, bất kỳ loại chứng khoán nào cũng có thể được sử dụng như một khoản thế chấp, nhưng loại hình thế chấp phổ biến nhất và là những loại được Fed sử dụng đó là các chứng khoán kho bạc (treasury securities), các chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản thế chấp (agency MBS), và các khoản nợ của các công ty hay các tổ chức tài chính liên quan đến chính phủ (agency debt). (Xem thêm Tobias Adrian et al., “Repo and Securities Lending,” Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 529, December 2011, trên trang web http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr529.pdf.)

Fed sử dụng nghiệp vụ repos (thỏa thuận mua lại, viết tắt là RPs), nhằm thực hiện các khoản cho vay có thế chấp đến các nhà giao dịch đối tác. Trong nghiệp vụ reverse repo (thỏa thuận mua lại đảo nghịch, viết tắt là RRP), Fed vay tiền từ các nhà giao dịch đối tác. Hình thức giao dịch thông thường trên cơ sở qua đêm, nhưng Fed có thể thực hiện các nghiệp vụ này với thời hạn mở rộng lên đến 65 ngày.

Về nguyên tắc, Fed sử dụng hai loại giao dịch này để thay đổi tạm thời các khoản dự trữ của các ngân hàng; RPs tạm thời thêm số dư dự trữ vào hệ thống ngân hàng, trong khi RRP sẽ tạm thời rút bớt số dư từ hệ thống.

Hiện Fed đang nỗ lực bình thường hóa chính sách tiền tệ của mình bằng cách *chuyển từ giải pháp giải cứu “QE” phi truyền thống sang chính sách tiền tệ thông thường*. Nhiều tranh luận đang nổi lên xoay quanh các câu hỏi: *Liệu Fed có nên tăng lãi suất không? Nếu có, thì lãi suất nên tăng nhanh đến mức độ nào? Nếu nền kinh tế hồi phục nhanh hơn, liệu việc tăng lãi suất chậm có thể kéo theo lạm phát và bất ổn tài chính không?* Chúng ta hãy cùng nhau phân tích chi tiết của các cơ chế giúp trả lời các câu hỏi này ngay sau đây.

Di sản của chính sách tiền tệ hậu khủng hoảng của Fed

Có hai di sản mà Fed đã để lại sau khủng hoảng, đó là *mức lãi suất thấp* và *quy mô bảng cân đối tài sản tăng mạnh*. Cả hai đều có ảnh hưởng không nhỏ đối với vấn đề điều hành chính sách tiền tệ thời kỳ tiếp theo.

Giữa tâm cơn bão được ví như “Đại Suy thoái” vào tháng 12/2008, Fed đã giảm lãi suất liên ngân hàng mục tiêu xuống mức 0 – 0,25%. Mức này được duy trì mãi cho đến ngày 15/12/2015 – ngày mà lần đầu tiên mức lãi suất tăng trở lại. Cách thực hiện này thực ra không mới. Ở hai giai đoạn phục hồi và mở rộng kinh tế trước đây, Fed cũng đã bắt đầu tăng lãi suất trong vòng ba năm trước khi suy thoái kết thúc.

Thực ra, cách lựa chọn đường đi của *chính sách tiền tệ này phụ thuộc chủ yếu vào mức độ chính xác của các đánh giá về nền kinh tế đang tiến gần đến tình trạng toàn dụng như thế nào và lạm phát tăng nhanh đến mức mục tiêu 2% ra sao*. Thực tế, nền kinh tế Hoa Kỳ tiến nhanh đến mức

RPs và RRPps được thực hiện với các nhà giao dịch đối tác trên cơ sở đấu giá. Trong nghiệp vụ RPs, các nhà giao dịch trả giá cho khoản tiền vay dựa vào các loại tài sản thế chấp khác nhau. Trong nghiệp vụ RRPps, các nhà giao dịch chào các mức lãi mà họ sẽ cho vay tiền đến Fed trên cơ sở các tài sản thế chấp.

<https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed04.html>

Một cách dễ hiểu hơn, chúng ta có thể xem trích dẫn sau đây về *repo* và *reverse repo*:

Mức lãi reverse repo (reverse repo rate) là mức mà ngân hàng trung ương của một quốc gia trả khi hút tiền từ các ngân hàng thương mại trong quốc gia đó. Đây là một công cụ chính sách tiền tệ có thể được sử dụng để kiểm soát cung tiền của nền kinh tế. Mức lãi reverse repo tăng sẽ làm giảm cung tiền và ngược lại, nếu các yếu tố khác giữ nguyên. Mức lãi reverse repo tăng có nghĩa là các ngân hàng thương mại sẽ có được nhiều động cơ hơn để đưa nguồn tiền của họ vào ngân hàng trung ương, vì vậy làm cho cung tiền trên thị trường giảm đi. Xem

<http://economictimes.indiatimes.com/definition/reverse-repo-rate>

tối đa hóa việc làm hơn là bình ổn giá cả. Tỷ lệ thất nghiệp không cao hơn mức 5% kể từ năm 2015, và theo dự báo, tỷ lệ thất nghiệp này sẽ đạt mức toàn dụng vào năm 2016. Thước đo lạm phát vẫn còn thấp hơn so với mục tiêu 2% kể từ năm 2013 và vấn đề là lạm phát cơ bản không có dấu hiệu tăng lên (mức lạm phát đã loại bỏ giá lương thực và năng lượng). Tăng trưởng kinh tế có dấu hiệu vừa phải suốt thời kỳ kinh tế phục hồi thời gian qua. Vấn đề đặt ra là nếu sự yếu kém này có *tính chu kỳ* (do chi tiêu yếu chẳng hạn), thì chính sách tiền tệ mở rộng có thể giúp cải thiện kết quả tăng trưởng. Nhưng nếu vấn đề nằm ở *cơ cấu* (do nền kinh tế không thể có năng lực tăng trưởng nhanh hơn), thì chính sách kích thích tiền tệ dường như chỉ góp phần làm cho nền kinh tế bị nóng lên mà thôi.

Do vậy, *tranh luận cho rằng chính sách của Fed có thể tạo ra rủi ro. Nếu Fed tăng lãi suất quá chậm, nền kinh tế có thể bị nóng lên, gây ra lạm phát cao và chuyển trực tiếp vào bất ổn tài chính.* Lập luận này dùng dẫn chứng của chính sách lãi suất thấp trong suốt thời kỳ phục hồi bắt đầu vào năm 2001 đã góp phần tạo ra tình trạng bong bóng nhà ở kéo theo khủng hoảng 2008. Ngược lại, *nếu Fed tăng lãi suất quá nhanh sẽ cản trở đà phục hồi của nền kinh tế.* Lập luận này dùng bằng chứng của khu vực đồng tiền chung euro vừa qua và Nhật vào thập niên 1990. Những người chống lại việc tăng lãi suất tin rằng nếu từ bỏ chính sách kích thích tiền tệ quá sớm sau một cuộc khủng hoảng tài chính có thể dẫn đến tình trạng giảm phát và bóp nghẹt giai đoạn mở rộng kinh tế.

Cuối cùng thì Fed đã chọn tăng lãi suất. Tháng 12/2015, mức lãi suất ngắn hạn của Hoa Kỳ đã tăng lần đầu tiên kể từ sau năm 2008. Lý thuyết kinh tế dự báo rằng sự khác biệt lãi suất sẽ hấp dẫn dòng vốn vào Hoa Kỳ, tăng giá đồng USD. Thực tế cho thấy USD đã tăng giá trị thực. Cũng theo lý thuyết, USD mạnh sẽ làm suy giảm tổng cầu thông qua giảm xuất khẩu và hàng hóa cạnh tranh với hàng nhập khẩu (nếu các yếu tố khác không đổi).

Một di sản khác từ cuộc khủng hoảng tài chính là *quy mô bảng cân đối tài sản của Fed nở ra quá nhanh.* Vì chính sách tiền tệ mở rộng thông thường không còn phát huy tác dụng ở mức lãi suất gần zero, Fed đã chuyển sang các *giải pháp kích thích phi truyền thống bằng cách dùng ba gói nới lỏng định lượng (QE)* để mua lại tài sản quy mô lớn; bao gồm chứng khoán kho bạc (treasury securities), các khoản nợ của các công ty của chính phủ liên bang và nợ của các công ty mà chính phủ bảo lãnh (agency debt, sau đây tạm gọi là *nợ của các công ty tài chính liên quan chính phủ*) và chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản thế chấp (MBS) bắt đầu từ năm 2009. Gói

QE3 kết thúc vào tháng 12/2014 với kết quả quy mô bảng cân đối tài sản của Fed lên đến 4,5 nghìn tỷ USD - gấp hơn năm lần quy mô tiền khủng hoảng. *Kết thúc gói QE cũng đồng nghĩa bắt đầu cho thời kỳ bình thường hóa chính sách tiền tệ.* Thay cho việc bình thường hóa chính sách tiền tệ bằng cách bán ra tài sản để giảm quy mô bảng cân đối tài sản của mình, Fed đã chọn tăng lãi suất và chọn duy trì quy mô của bảng cân đối tài sản hiện hành. Cụ thể là thông qua việc *tăng lãi suất Fed trả cho các ngân hàng thương mại* căn cứ vào dự trữ ký gửi ở Fed và *ng nghiệp vụ reverse repos*. Làm nảy sinh những quan ngại cho rằng cách làm này của Fed có thể tác động đến lạm phát, giá tài sản, chức năng của các thị trường tài chính như thị trường repo chẳng hạn.

Fed điều hành chính sách tiền tệ như thế nào?

Tương tự các ngân hàng trung ương khác, Fed điều hành chính sách tiền tệ thông qua việc *thay đổi cung tiền* và các *điều kiện tín dụng* trên bình diện nền kinh tế nhằm thực hiện các mục tiêu của Quốc hội đề ra, chủ yếu hướng đến ổn định giá cả và tối đa hóa việc làm mang tính bền vững. Như nhiều nền kinh tế thị trường khác, kỳ vọng của các hộ gia đình với vai trò là người tiêu dùng và các doanh nghiệp với vai trò là người đầu tư hàng hóa vốn chiếm tỷ trọng rất cao trong tổng chi tiêu của nền kinh tế Hoa Kỳ, và bởi vì các kỳ vọng này có tác động không nhỏ đến cách thức hành xử của Fed, nên bản thân *định nghĩa của chính sách tiền tệ theo nghĩa rộng bao gồm nhiều hoạt động hơn*, như là các mệnh lệnh định hướng, các chính sách, các tuyên bố, các dự báo kinh tế...

Các công cụ chính sách tiền tệ

Theo *truyền thống*, Fed sử dụng ba công cụ để vận hành chính sách tiền tệ: (1) nghiệp vụ điều hành hoạt động thị trường mở; (2) yêu cầu dự trữ; và (3) lãi suất chiết khấu.

Nghiệp vụ điều hành hoạt động thị trường mở là công cụ quan trọng đầu tiên. Nghiệp vụ này được thực hiện bằng cách mua hay bán chứng khoán kho bạc Hoa Kỳ trên thị trường thứ cấp⁷ (đã được phát hành và đã được bán đến những nhà đầu tư tư nhân). Fed thực hiện nghiệp vụ mua

⁷ Theo luật, Fed không được phép mua trực tiếp các loại chứng khoán này từ Bộ Tài chính, mà phải mua trên thị trường thứ cấp (xem thêm Cheryl L. Edwards, "Open Market Operations in the 1990s," *Federal Reserve Bulletin*, November 1997, pp. 859-872; Benjamin Friedman and Kenneth Kuttner, "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?," National Bureau of Economic Research, working paper, no. 16165, March 2011.

chứng khoán này bằng một lượng tiền mới phát hành (giấy bạc của Fed – Federal Reserve notes) từ đó mở rộng tiền cơ sở dự trữ (reserve base) và tăng khả năng cho vay ra của các định chế nhận tiền gửi, kéo theo tăng tiền và tín dụng. Cơ chế diễn ra ngược lại nếu Fed bán chứng khoán ra công chúng thu tiền về. Giai đoạn 2009-2014, Fed đã thực hiện nghiệp vụ mua chứng khoán đối với các gói QE, nhưng nghiệp vụ này thông qua repos (thỏa thuận mua lại giấy tờ có giá) nhằm bơm thêm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng; và giờ đây khi Fed quyết định bình thường hóa chính sách tiền tệ bằng cách rút bớt thanh khoản thông qua nghiệp vụ reverse repos.

Yêu cầu dự trữ là công cụ thứ hai. Fed có thể yêu cầu thay đổi dự trữ, đây là tỷ phần tiền gửi của khách hàng mà các ngân hàng phải giữ lại dưới dạng tiền mặt hay một khoản ký gửi ở Fed. Do vậy, yêu cầu dự trữ sẽ có tác động đến thanh khoản sẵn có trên thị trường liên ngân hàng. Tỷ lệ này thường trong khoảng 0 - 10% tổng tiền gửi nhằm đáp ứng các tài khoản giao dịch rỗng của dự trữ phụ thuộc vào quy mô và loại hình tiền gửi của các ngân hàng⁸. Tuy nhiên, loại công cụ này ít khi được sử dụng và đang có nhiều tranh luận về việc cần phải thay đổi⁹.

Cuối cùng, Fed có thể thay đổi *hai mức lãi suất – lãi suất tính cho người đi vay và lãi suất trả cho người gửi tiền*, thông qua *lãi suất chiết khấu*. Fed cho phép các định chế nhận tiền gửi vay trực tiếp từ Fed trên cơ sở tạm thời qua cửa sổ chiết khấu (discount window). Có nghĩa là các

⁸ Các tài khoản thanh toán được yêu cầu dự trữ, nhưng các tài khoản tiết kiệm thì không. Đối với Hoa Kỳ, tài khoản tiết kiệm bị giới hạn việc rút tiền theo thời hạn là tháng.

⁹

Yêu cầu dự trữ tạo ra chi phí cơ hội đối với các ngân hàng và nền kinh tế tổng thể—số tiền mà các ngân hàng phải giữ lại như những khoản dự trữ thì không được sử dụng để cho vay hay cho các hoạt động khác của ngân hàng. Các định chế tài chính khác không phải chịu quy định về yêu cầu dự trữ. Lợi ích của yêu cầu dự trữ là nhằm bảo đảm các ngân hàng có đủ thanh khoản nhằm ngăn chặn tình trạng rút tiền quá nhiều làm mất ổn định hệ thống. Một số các nhà kinh tế đặt ra các câu hỏi liệu rằng có nên cải cách hay bãi bỏ yêu cầu dự trữ vì một số lý do. Thứ nhất, đây là công cụ ít khi được dùng đến trong những thập niên qua ở Hoa Kỳ. Thứ hai, các ngân hàng có thể tránh né yêu cầu dự trữ bằng cách dịch chuyển các dòng quỹ vào và ra khỏi các tài khoản là đối tượng yêu cầu dự trữ. Thứ ba, các yêu cầu dự trữ chỉ có thể trở thành mục tiêu tốt chỉ khi một ngân hàng cần hay có nhu cầu thanh khoản. Tuy nhiên, vì thị trường liên ngân hàng đã gia tăng nhằm đáp ứng các yêu cầu dự trữ, việc bãi bỏ các yêu cầu dự trữ có thể làm phức tạp việc sử dụng lãi suất liên ngân hàng như một mục tiêu chính sách quan trọng của Fed. Hiện nay thì dự trữ lớn hơn nhiều so với yêu cầu dự trữ vì hệ quả của các gói QE, nên yêu cầu dự trữ không ảnh hưởng nhiều đến hành vi của hầu hết các ngân hàng.

định chế này có thể chiết khấu với Fed một số các tài sản của chính mình nhằm tạm thời có được khoản dự trữ. Các khoản chiết khấu thường dựa trên cơ sở ngắn hạn qua đêm. Đối với những ngân hàng có được đặc quyền này sẽ bị tính phí theo một mức lãi suất được gọi là lãi suất chiết khấu (discount rate). Fed tính mức lãi này bằng cách căn cứ vào lãi suất thị trường liên ngân hàng cộng thêm một khoản phí nhỏ nữa¹⁰. Fed với vai trò là “*người cho vay cứu cánh cuối cùng*” bởi vì việc cho vay trực tiếp, từ cửa sổ chiết khấu và các phương tiện cho vay khác được tạo ra thời gian qua, chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ dưới các điều kiện tài chính thông thường như hiện nay, nhưng lại là nguồn quan trọng tạo thanh khoản suốt cuộc khủng hoảng tài chính. Vào tháng 10/2008, Fed đã bắt đầu trả lãi cho các khoản dự trữ yêu cầu và dự trữ dư được ký gửi tại Fed. Việc làm này giúp giảm chi phí cơ hội đối với các ngân hàng trong việc nắm giữ các khoản tiền này (Vì thay vì nắm giữ chúng, các ngân hàng có thể cho vay ra ngoài, từ đó ảnh hưởng đến các mức lãi suất mà các ngân hàng sẵn lòng cho vay dự trữ lẫn nhau, ví dụ như lãi suất liên ngân hàng chẳng hạn).

Mỗi công cụ trên vận hành thông qua việc tác động làm thay đổi mức thanh khoản tổng thể của hệ thống ngân hàng, từ đó ảnh hưởng đến lượng tài sản mà các định chế này có thể có được. Các tài sản này thường được gọi là *tín dụng* (credit) vì chúng thể hiện các khoản cho vay mà các định chế này thực hiện đối với các doanh nghiệp và hộ gia đình...

Chính sách tiền tệ của Fed được định nghĩa như là những hoạt động mà Fed thực hiện nhằm tác động đến *sự sẵn có* và *chi phí* của tiền và tín dụng. Do vậy, định nghĩa này đã góp phần hình thành hai cách đo lường *vị thế của chính sách tiền tệ*. Thứ nhất, nếu nhìn vào *chi phí* của tiền và tín dụng, chính sách tiền tệ được đo bởi mức *lãi suất so với lạm phát* (hay kỳ vọng lạm phát). Thứ hai, nếu nhìn vào *sự sẵn có*, thì chính sách tiền tệ đo qua mức *tăng trưởng tiền và tín dụng*. Do vậy, trong phần tiếp theo chúng ta sẽ nhìn vào hoặc là các mức lãi suất hoặc là tốc độ tăng trưởng của cung tiền và tín dụng để có thể rút ra kết luận về vị thế hiện hành của chính sách tiền tệ; cụ thể là chính sách tiền tệ đang mở rộng (kích thích nền kinh tế), hay đang thắt chặt (làm chậm đi hoạt động kinh tế), hay đang có tính trung lập.

¹⁰ Cho đến năm 2003, lãi suất chiết khấu được tính ở mức thấp hơn chút đỉnh so với mức lãi suất mục tiêu liên ngân hàng. Nhằm giảm nhu cầu đối với vay chiết khấu, các quy định cho vay đã bị thay đổi vào đầu năm 2003. Kể từ đó, lãi suất chiết khấu được xác định ở mức cao hơn so với lãi suất liên ngân hàng mục tiêu. Tuy nhiên, suốt cuộc khủng hoảng tài chính, Fed đã khuyến khích các ngân hàng sử dụng cửa sổ chiết khấu này.

Kể từ giai đoạn lạm phát cao vào thập niên 1970, hầu hết các ngân hàng trung ương hướng đến thiết kế chính sách tiền tệ theo hình thức chi phí của tiền và tín dụng thay vì cung tiền và tín dụng. Do vậy, Fed thực hiện chính sách tiền tệ bằng cách tập trung vào chi phí của tiền và tín dụng với biến đại diện là lãi suất. Chính vì thế, trong thực tế mục tiêu mà Fed định ra là mức lãi suất rất ngắn hạn được biết đến với tên gọi là lãi suất liên ngân hàng. Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) nhóm họp cứ mỗi sáu tuần một lần để quyết định ra một mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu và đôi khi là cuộc họp bất thường nhằm thay đổi mức mục tiêu này¹¹.

Mức lãi suất liên ngân hàng thực tế được xác định một mặt căn cứ vào mức mục tiêu của Fed; mặt khác, dựa vào các khoản dự trữ qua đêm của các định chế nhận tiền gửi. Vào cuối của một kỳ nào đó, thường cuối một ngày chẳng hạn, các định chế nhận tiền gửi phải tính toán số tiền dự trữ họ muốn hay họ cần giữ lại so với tổng tiền gửi¹². Một số các định chế có thể phát hiện ra rằng mình bị thiếu dự trữ trong khi các định chế khác lại có thừa so với yêu cầu. Các khoản dự trữ này có thể được mua và bán trên cơ sở qua đêm trên thị trường tư nhân được gọi là *thị trường liên ngân hàng*. Lãi suất trên thị trường này được gọi là *lãi suất liên ngân hàng*. Đây là mức lãi suất mà Fed dùng như một mục tiêu cho việc thực hiện chính sách tiền tệ. Nếu muốn mở rộng tiền và tín dụng, Fed sẽ giảm thấp mức lãi suất mục tiêu, từ đó khuyến khích các hoạt động cho vay nhiều hơn, và vì vậy sức cầu sẽ gia tăng trong nền kinh tế. Để hỗ trợ cho mức lãi suất thấp này, Fed phải sẵn sàng mua chứng khoán kho bạc của chính phủ Hoa Kỳ nhiều hơn. Ngược lại, nếu muốn thắt chặt tiền và tín dụng, Fed sẽ tăng mức lãi suất mục tiêu này và gia tăng các yêu cầu dự trữ, đồng thời bán ra các chứng khoán trong danh mục tài sản của mình.

Mức lãi suất liên ngân hàng có liên kết chặt chẽ với các mức lãi suất của các ngân hàng và các định chế tài chính khác khi họ tính cho các khoản cho vay ra – hay cung cấp tín dụng. Do vậy, trong khi mà Fed chỉ có thể tác động đến mức lãi suất rất ngắn hạn, thì mức lãi suất này ảnh hưởng đến nhiều mức lãi suất khác - các mức lãi suất dài hạn hơn. Tuy nhiên, mối quan hệ này

¹¹ FOMC bao gồm 7 Thống đốc của Fed, Chủ tịch Ngân hàng Liên bang của New York, và 4 trong số 11 Chủ tịch Ngân hàng Liên bang vùng trên cơ sở luân phiên.

¹² Các định chế nhận tiền gửi được giao trách nhiệm theo luật định là phải giữ lại một tỷ phần của các nguồn tiền gửi của họ dưới dạng dự trữ. Các định chế này cũng có thể giữ lại phần dự trữ dư hay đòi ra căn cứ vào các đánh giá rủi ro nào đó dựa trên danh mục tài sản và nguồn huy động của họ. Thực tế, các khoản dự trữ này là các tài sản không tạo ra thu nhập (non-income earning assets). Hiện nay, Fed trả lãi cho cả hai loại dự trữ này. Còn khá sớm để có thể đánh giá về sự dịch chuyển chính sách này sẽ ảnh hưởng đến việc nắm giữ dự trữ của các ngân hàng như thế nào.

không đơn thuần là mối quan hệ tác động trên cơ sở 1 và 1, vì các mức lãi suất thị trường dài hạn hơn không chỉ bị ảnh hưởng bởi những gì mà Fed đang thực hiện ngày hôm nay mà còn bởi những gì mà Fed kỳ vọng sẽ thực hiện trong tương lai và bởi những gì mà lạm phát được kỳ vọng sẽ xảy ra trong những thời kỳ tiếp theo. Chính sự kiện này đánh dấu tầm quan trọng của những kỳ vọng góp phần giải thích các mức lãi suất thị trường. Vì lý do đó, ngày càng có nhiều lý thuyết cho rằng Fed cần minh bạch các chính sách của mình và các cam kết để thực thi các chính sách đó. Thực tế là Fed đã và đang làm rất tốt điều đó.

Việc sử dụng các mức lãi suất thị trường như một chỉ báo của chính sách tiền tệ có thể có sai sót vì lãi suất danh nghĩa khác với lãi suất thực. Thực tế, các nhà kinh tế gọi mức lãi suất mà các hộ gia đình và doanh nghiệp căn cứ vào đó thực hiện chi tiêu chính là mức *lãi suất thực* (bằng lãi suất thị trường trừ tỷ lệ lạm phát thực tế hay kỳ vọng). Lãi suất liên ngân hàng là một trong những mức *lãi suất danh nghĩa* của hệ thống tài chính. So với các lãi suất danh nghĩa này, *lãi suất thực có tính độc lập đối với trữ lượng tiền và tín dụng trong dài hạn hơn vì nó được xác định trên cơ sở tương tác giữa tiết kiệm (cung vốn) và đầu tư (cầu vốn).* Việc quốc tế hóa thị trường vốn có nghĩa là đối với hầu hết các nước đã phát triển, sự tương tác giữa tiết kiệm và đầu tư sẽ xác định *lãi suất thực trên cơ sở toàn cầu.* Vì vậy, lãi suất thực ở Hoa Kỳ không chỉ phụ thuộc vào tiết kiệm và đầu tư của Hoa Kỳ mà còn phụ thuộc vào tiết kiệm và đầu tư của nhiều nước khác. Vì lý do đó, *lãi suất của một quốc gia bị ảnh hưởng bởi các điều kiện tín dụng và các chu kỳ kinh tế quốc tế nữa.*

Tác động của chính sách tiền tệ trong ngắn hạn và dài hạn

Thay đổi lãi suất ngắn hạn tác động như thế nào lên nền kinh tế tổng thể? Trong ngắn hạn, chính sách mở rộng tiền tệ làm giảm lãi suất, kéo theo tăng các khoản chi tiêu nhạy cảm với lãi suất, nếu các yếu tố khác giữ nguyên. Các loại chi tiêu nhạy cảm với lãi suất bao gồm đầu tư vào vốn vật chất (như nhà máy và thiết bị) của các doanh nghiệp, đầu tư vào nhà ở (xây dựng nhà ở), và chi tiêu cho hàng hóa tiêu dùng lâu bền của các hộ gia đình (như vật dụng gia đình và xe cộ). Bên cạnh đó, lãi suất giảm làm cho nội tệ giảm giá kéo theo xuất khẩu tăng và nhập khẩu giảm, các yếu tố khác không đổi. Để giảm chi tiêu của nền kinh tế, Fed tăng lãi suất và tác động sẽ ngược lại. Bằng chứng thực nghiệm ở Hoa Kỳ cho thấy rằng chính sách mở rộng tiền tệ và tín dụng kéo theo tăng cầu có thể có tác động tích cực lên tăng trưởng GDP và tổng việc làm. Kích bản của tác động chi tiêu có độ nhạy theo lãi suất có độ lớn như thế nào trong ngắn hạn còn phụ

thuộc một phần vào mức độ mà nền kinh tế có gần với mức toàn dụng hay không. Khi nền kinh tế gần với mức toàn dụng, việc gia tăng chi tiêu có thể bị triệt tiêu vì lạm phát cao hơn diễn ra nhanh hơn. Khi nền kinh tế nằm càng xa mức toàn dụng, áp lực lạm phát có thể không xuất hiện. Tuy nhiên, cùng bối cảnh như vậy nhưng *trong dài hạn hơn, tốc độ tăng trưởng cung tiền và tín dụng càng nhanh hơn sẽ chỉ gắn liền với tỷ lệ lạm phát cao hơn; và đường như rất ít, thậm chí là không có tác động lên GDP thực và việc làm.* Vì sao vậy?

Trước tiên, hãy xem cách thức các nhà kinh tế học giải thích về *ngắn hạn và dài hạn của chính sách tiền tệ*. Thứ nhất, nhiều nền kinh tế có một hệ thống các hợp đồng phức tạp (cả công khai và ẩn ngầm) khiến cho việc điều chỉnh trong *ngắn hạn* của tiền lương và giá cả nhằm đáp lại sự gia tăng nhanh hơn của cung tiền và tín dụng trở nên khó khăn. Thứ hai, kỳ vọng chậm điều chỉnh trước những thay đổi lớn của chính sách tiền tệ, từ đó làm tăng tính cứng nhắc của tiền lương và giá cả. Vì vậy, tăng trưởng cung tiền và tín dụng kéo theo thay đổi tổng cầu có thể tạo ra tác động ban đầu khá lớn đến sản lượng và việc làm, mặc dù với độ trễ chính sách là từ 6 đến 8 quý trước khi nền kinh tế rộng lớn hơn đáp lại một cách hoàn hảo trước những giải pháp của chính sách tiền tệ.

Trong *dài hạn*, khi các hợp đồng này được đàm phán lại và các kỳ vọng được điều chỉnh, lương và giá tăng lên đáp lại những thay đổi của cầu, phần lớn những thay đổi sản lượng và việc làm không diễn ra. Vì vậy, chính sách tiền tệ có thể quan trọng trong ngắn hạn nhưng lại có tính trung lập đối với tăng trưởng GDP và việc làm trong dài hạn hơn. Trong những nền kinh tế mà tỷ lệ lạm phát cao thường xuyên xảy ra, điều chỉnh giá cả xảy ra rất nhanh và xuất hiện cả siêu lạm phát, tăng trưởng nhanh cung tiền và tín dụng hoàn toàn không làm thay đổi tăng trưởng GDP và việc làm, thậm chí còn làm cho tăng trưởng GDP bị âm.

Chính sách tiền tệ trong quan hệ so sánh với chính sách tài khóa

Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ còn được gọi là *những chính sách bình ổn tổng cầu*. Cả hai có thể được sử dụng để làm thay đổi chi tiêu tổng thể của nền kinh tế. Tuy nhiên, có những điểm khác biệt quan trọng cần xem xét giữa hai loại chính sách này.

Thứ nhất, *trong thực tiễn chính sách tiền tệ có thể diễn ra nhanh hơn chính sách tài khóa trước sự thay đổi của các điều kiện kinh tế*. Fed nhóm họp định kỳ cứ mỗi 6 tuần nhằm xem xét khả năng thay đổi lãi suất và có thể nhóm họp đột xuất bất cứ khi nào cần thiết. Trong khi đó, những

thay đổi lớn thuộc chính sách tài khóa hầu như diễn ra mỗi năm một lần. Mỗi khi có một quyết định thay đổi chính sách tài khóa được đưa ra, đề xuất này phải đi vòng vo thông qua một tiến trình dài mang tính pháp lý cam go và có thể mất nhiều tháng trước khi trở thành một đạo luật, trong khi đó những thay đổi của chính sách tiền tệ là ngay tức thì¹³.

Cả các biện pháp của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ được đánh giá là phải mất thời gian nhiều hơn một năm để có ảnh hưởng đầy đủ vào nền kinh tế do hệ quả của những tác động theo kênh truyền dẫn. Đối với chính sách tiền tệ, các mức lãi suất của toàn bộ nền kinh tế có thể thay đổi nhanh chóng, nhưng phải mất thời gian dài hơn để các tác nhân kinh tế thay đổi mô thức chi tiêu đáp lại. Ví dụ, khi ngân hàng trung ương giảm lãi suất, một nhà kinh doanh phải trải qua nào là thiết kế một đề xuất đi vay, nộp hồ sơ vay, nhận phê duyệt khoản vay và sau đó là sử dụng vốn vay như thế nào. Trong trường hợp của chính sách tài khóa, một khi luật được ban hành, có thể phải mất một khoảng thời gian để cho các khoản chi tiêu được lên danh mục. Các dự án phải được chọn lọc, phê duyệt và đàm phán với nhà thầu trước khi các nguồn vốn phân bổ được giải ngân. Trong trường hợp chuyển nhượng hay giảm thuế, các đối tượng nhận được các nguồn này và sau đó thay đổi các mô thức chi tiêu cá nhân của họ trước khi mà các tác động trên bình diện nền kinh tế rộng lớn hơn diễn ra. Đối với cả hai chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, các vòng tác động tiếp theo trong việc ra quyết định của khu vực tư nhân và chính phủ phải được diễn ra trước khi những tác động số nhân hay tác động lan truyền diễn ra đầy đủ hơn ở góc độ toàn nền kinh tế.

Thứ hai, *các ràng buộc về chính trị thường ngăn cản sự cải thiện tình trạng thâm hụt ngân sách ngay cả ở thời kỳ kinh tế mở rộng*. Trong suốt thời kỳ chu kỳ kinh tế diễn ra, tổng chi tiêu của nền kinh tế có thể được kỳ vọng thay đổi dựa vào chính sách ổn định hóa (thắt chặt hay mở rộng) nhằm điều chỉnh biến động chu kỳ (khi nền kinh tế rơi vào giai đoạn mở rộng hay suy thoái). Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm cho thấy gia tăng thâm hụt ngân sách (tăng chi tiêu chính phủ và giảm thuế) thường xảy ra phổ biến hơn nhiều so với giảm thâm hụt ngân sách (giảm chi tiêu chính phủ hoặc tăng thuế). Kết quả là, tình trạng ngân sách thường diễn ra thâm hụt và kéo theo tích lũy nợ công. Nhìn chung, các nhà chính sách ít gặp khó khăn trong việc thực hiện chính

¹³ Trong một số bối cảnh, chính sách tài khóa có tính tự động ngăn chặn những thay đổi của chu kỳ kinh tế mà không cần những thay đổi nào của chính sách khi tăng trưởng kinh tế chậm lại và ngược lại – chúng ta biết đến cơ chế này như là các nhân tố bình ổn tự động (thuế và chi chuyển nhượng).

sách tài khóa mở rộng so với chính sách tài khóa thắt chặt. Trái lại, Fed độc lập hơn trước các áp lực chính trị. Kinh nghiệm cho thấy cơ quan này có thể toàn quyền thay đổi lãi suất do mình điều hành.

Thứ ba, *các kết cục dài hạn của chính sách tài khóa và tiền tệ thì khác nhau. Chính sách mở rộng tài khóa tạo có thể tạo ra nợ công và đặt gánh nặng trả nợ lên các thế hệ tương lai, bao gồm nợ trong nước và nợ nước ngoài.* Trong bối cảnh mà chính sách mở rộng tài khóa *lấn át đầu tư tư nhân*, nó sẽ làm cho thu nhập quốc gia tương lai thấp hơn mức mà lẽ ra nó sẽ đạt được¹⁴. Chính sách tiền tệ không có tác động lấn át này lên vốn ở mức độ tổng quát, mặc dù các mức lãi suất khác nhau sẽ tác động khác nhau lên những người vay và cho vay. Hơn nữa, chính phủ đối mặt với ràng buộc ngân sách; chính ràng buộc ngân sách là giới hạn phạm vi của chính sách tài khóa mở rộng—cụ thể là chính phủ chỉ có thể phát hành nợ bao lâu phụ thuộc vào việc mà các nhà đầu tư tin rằng khoản nợ này sẽ được thanh toán đúng cam kết.

Thứ tư, *sự mở cửa một nền kinh tế đối với các dòng vốn di chuyển tự do làm thay đổi tính hiệu quả của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.* Các yếu tố khác không đổi, *chính sách tài khóa mở rộng* sẽ tác động làm tăng lãi suất, hấp dẫn vốn nước ngoài đang dò tìm suất sinh lợi cao hơn đổ vào. Vốn vào ròng xảy ra song hành với thâm hụt thương mại. Do vậy, vốn vào cao hơn dẫn đến nhập khẩu cao hơn, từ đó làm giảm chi tiêu vào những sản phẩm thay thế được sản xuất trong nước và chi tiêu xuất khẩu thấp hơn. Tăng thâm hụt thương mại sẽ làm đối nghịch những tác động mở rộng của sự gia tăng thâm hụt ngân sách (theo lý thuyết là tạo ra *lấn át hoàn toàn* – nghĩa là tăng chi tiêu chính phủ sẽ lấn át hoàn toàn xuất khẩu ròng trong tổng chi tiêu). *Chính sách tiền tệ mở rộng* sẽ có tác động ngược lại – lãi suất thấp hơn sẽ làm cho dòng vốn đi ra nhằm tìm suất sinh lợi cao hơn ở một nơi nào khác bên ngoài. Các dòng vốn chảy ra nước ngoài ròng sẽ làm giảm thâm hụt thương mại thông qua sự gia tăng chi tiêu cho xuất khẩu và các sản phẩm thay thế nhập khẩu được sản xuất trong nước. Do vậy, các dòng vốn nước ngoài sẽ giúp tăng cường thêm những tác động mở rộng của chính sách tiền tệ.

Thứ năm, *chính sách tài khóa có thể đặt mục tiêu đến những đối tượng tiếp nhận cụ thể; trái lại, chính sách tiền tệ thì không thể, trong trường hợp thực hiện bằng các nghiệp vụ thị trường mở*

¹⁴ Trường hợp ngoại lệ đối với quy tắc này sẽ là tình huống nền kinh tế còn khá xa mức toàn dụng thì có thể không diễn ra tình trạng lấn át bởi vì sự kích thích chi tiêu tạo ra đủ nguồn lực tài trợ cho chi tiêu đầu tư mới.

thông thường. Sự khác biệt này có thể được xem như vừa là lợi thế vừa là bất lợi. Theo nghĩa tích cực, các nhà chính sách tài khóa có thể tạo ra tác động lên các mục tiêu cụ thể cần trợ giúp nhất của nền kinh tế, hay các khu vực có thể đáp lại một cách tích cực trước những tác động của chính sách. Tuy nhiên, các gói kích thích tài khóa có thể được phân bổ trên cơ sở các can thiệp chính trị hay phi kinh tế khác nữa mà chúng có thể làm giảm tính hiệu quả kinh tế vĩ mô. Kết quả là, cả chính sách tài khóa và tiền tệ có những hàm ý phân phối, nhưng chính sách tiền tệ thì có tính ngẫu nhiên cao hơn trong khi chính sách tài khóa thì có thể được lựa chọn đối tượng một cách rõ ràng.

Trong những trường hợp đặc biệt, như kết cục ngay sau khủng hoảng 2008 diễn ra, chính sách tiền tệ có thể mất đi phần nào hiệu quả. Khi lãi suất bắt đầu ở mức cực thấp, các khoản chi tiêu nhạy cảm với lãi suất có thể không còn phản ứng nữa trước sự cắt giảm thêm của lãi suất. Hơn nữa, về lý thuyết, lãi suất không thể thấp hơn mức zero; vì vậy mà chính sách tiền tệ truyền thống trở nên mất tác dụng. Trong kịch bản này, chính sách tài khóa có thể có hiệu quả hơn.

Dĩ nhiên, dùng chính sách tài khóa và tiền tệ để bình ổn nền kinh tế thì không phải là những lựa chọn chính sách luôn có tính tương tác và phối hợp cùng nhau do tính độc lập của Fed với Quốc hội và hệ thống hành chính. Nếu Quốc hội và Fed chọn các chính sách tiền tệ và tài khóa song hành thì những tác động lên nền kinh tế sẽ hữu hiệu hơn nhiều so với trường hợp từng chính sách được vận hành tách rời nhau. Ví dụ, chính sách tiền tệ và tài khóa cùng vận hành nhằm kích thích kinh tế được áp dụng, kết quả tạo ra đối với nền kinh tế sẽ lớn hơn nhiều so với trường hợp một chính sách thì kích thích còn một chính sách lại chỉ mang tính trung lập. Nhưng nếu Quốc hội và Fed chọn các chính sách không song hành, các chính sách này có thể phủ định một phần kết quả của nhau. Ví dụ, một chính sách kích thích tài khóa và một chính sách thắt chặt tiền tệ có thể có tác động ròng rất nhỏ lên tổng cầu. Do vậy, khi những nhà làm chính sách tài khóa và tiền tệ bất đồng trong hệ thống hiện hành, họ có thể chọn các chính sách có xu hướng bù trừ hành động của nhau¹⁵. Thỏa thuận này tốt hay xấu đối với nền kinh tế phụ thuộc vào những chính sách cụ thể nào được lựa chọn.

¹⁵ Vì hiện Fed chọn chính sách tiền tệ với mục tiêu giữ nền kinh tế Hoa Kỳ ở mức toàn dụng, Fed sẽ cần thay đổi chính sách của mình để bù trừ những tác động của các thay đổi chính sách tài khóa làm dịch chuyển nền kinh tế vượt mức toàn dụng. Do vậy, tác động kích thích ròng thực tế của một sự thay đổi chính sách tài khóa (sau khi có

Chính sách tiền tệ phi truyền thống áp dụng ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra

Mãi cho đến trước khi những biến động tài chính bắt đầu vào năm 2007, các nhà kinh tế học đồng thuận rằng sự ổn định của chu kỳ kinh tế có thể được duy trì bằng cách thay đổi lãi suất một cách thận trọng, linh hoạt và minh bạch thông qua các nghiệp vụ thị trường mở. Thực tế là Fed đã không thể ngăn chặn rủi ro kéo theo từ sự sụp đổ của bong bóng nhà ở của cuộc khủng hoảng 2007-2008. Điều này đã dẫn đến một cuộc tranh luận về việc liệu rằng Fed có nên mạnh tay hơn trong việc sử dụng chính sách tiền tệ nhằm chống lại tình trạng bong bóng tài sản, ngay cả thực hiện sứ mệnh này trong ngắn hạn. Hãy xem Fed thực tế đã làm gì trước, trong và sau cuộc khủng hoảng này.

Trước cuộc khủng hoảng tài chính

Khi nền kinh tế Hoa Kỳ thoát ra khỏi tình trạng suy thoái ngắn vào năm 2001, thất nghiệp tiếp tục gia tăng mãi cho đến giữa năm 2003. Điều này làm dấy lên nỗi lo lắng cho rằng nền kinh tế này sẽ trượt trở lại suy thoái, và Fed đã cố giữ lãi suất liên ngân hàng mục tiêu ở mức rất thấp - chỉ là 1% cho đến giữa năm 2003. Khi quán tính của nền kinh tế kéo theo tình trạng mở rộng và giá cả bắt đầu tăng lên, mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu đã bắt đầu tăng dần và tiến đến mức 5,25% vào giữa năm 2006.

Hiện nay, một số những nhà kinh tế học vẫn lập luận rằng cuộc khủng hoảng tài chính đã xảy ra một phần là do Fed đã duy trì mức lãi suất ngắn hạn quá thấp trong khoảng thời gian quá dài ngay cả sau khi đợt suy thoái 2001 kết thúc. Họ cho rằng, *lãi suất thấp làm tăng cầu nhà ở từ đó gây nên bong bóng giá* (mặc dù thực tế tình trạng bong bóng một phần là do việc nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay xuất phát từ các quy định của Fed và các tổ chức khác nữa). Sự dịch chuyển *lãi suất tham chiếu cho vay mua nhà thế chấp từ cố định sang có thể thay đổi* đã làm cho khu vực này của nền kinh tế ngày càng gia tăng sự biến động theo các mức lãi suất ngắn hạn. Một lập luận theo diễn cảnh khác (của Ben Bernanke và một số người khác) cho rằng mức lãi suất cho vay mua nhà thế chấp thấp đã giúp châm ngòi bong bóng nhà ở còn gây ra chủ yếu bởi tình trạng

tính đến những điều chỉnh của chính sách tiền tệ) có thể ít hơn những tác động lẽ ra chỉ có một mình chính sách tài khóa này diễn ra.

“thừa mứu tiết kiệm toàn cầu¹⁶” (global savings glut) mà Fed rất ít có khả năng kiểm soát. Các lập luận phê phán thì cho rằng kết quả của một chính sách tiền tệ thắt chặt cuối thập niên này chính là nguyên nhân làm sụp đổ bong bóng giá và kéo theo khủng hoảng 2007-2008.

Các giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng và mức lãi suất giới hạn zero

Sự sụp đổ bong bóng giá nhà chầm ngòi cho một cuộc khủng hoảng tài chính từ đó tác động cả đến các định chế nhận tiền gửi và các phân khúc khác của khu vực tài chính có liên quan đến hoạt động tài trợ tài chính. Khi các khoản lãi vay mua nhà thế chấp không được trả đúng hạn tăng lên đến những con số kỷ lục, các công ty tài chính lộ ra những khoản thua lỗ vốn mà họ đã và đang gánh chịu và mất luôn tính thanh khoản. Bản chất lây truyền của vấn đề này đã làm đảo ngược tình hình vốn vay và tín dụng, từ đó nhanh chóng lan tỏa ra toàn nền kinh tế. Khi sự thiếu hụt tín dụng đã bắt đầu tác động tiêu cực đến sản xuất và tổng cầu. Vào tháng 12/2007, nền kinh tế Hoa Kỳ đã thực sự rơi vào suy thoái.

Khi những tác động lan truyền về sự sụp đổ giá nhà ở xảy ra không chỉ lan đến hệ thống tài chính Hoa Kỳ mà còn đến quy mô quốc tế, Fed đã đáp lại bằng cách giảm lãi suất liên ngân hàng mục tiêu và lãi suất chiết khấu. Bắt đầu từ ngày 18/09/2007 và kết thúc vào ngày 16/12/2008, mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu đã giảm từ 5,25% xuống còn khoảng 0% đến 0,25%, đây cũng là mức tồn tại mãi cho đến tháng 12/2015. Các nhà kinh tế học gọi đó là *mức lãi suất giới hạn zero nhằm báo hiệu hiện tượng một khi mức lãi suất liên ngân hàng được giảm thấp và tiến đến mức zero, các nghiệp vụ thị trường mở truyền thống không thể được sử dụng để kích thích nền kinh tế nhiều hơn được nữa.*

Quyết định duy trì kéo dài một mức lãi suất mục tiêu gần zero là chưa có tiền lệ. Thứ nhất, các mức lãi suất ngắn hạn trước đây chưa bao giờ bị giảm xuống đến zero trong lịch sử điều hành của Fed¹⁷. Thứ hai, Fed đã chờ lâu hơn mức thông thường nhiều so với các thời kỳ điều hành

¹⁶ Xem thêm Ben Bernanke, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” cuộc nói chuyện tại Virginia Association of Economists, 10/3/2005.

¹⁷ Fed đã không đặt ra mức lãi suất liên ngân hàng như là công cụ của chính sách tiền tệ mãi cho đến cuối thập niên 1980 hay đầu thập niên 1990. (Xem Daniel Thornton, “When Did the FOMC Begin Targeting the Federal Funds Rate?,” Federal Reserve Bank of St. Louis, working paper 2004-015B, May 2005,

<http://research.stlouisfed.org/wp/2004/2004-015.pdf>). Dữ liệu về lãi suất liên ngân hàng đến năm 1914 là không có.

trước đây để bắt đầu chính sách thắt chặt tiền tệ trong cuộc hồi phục này. Ví dụ, trong hai thời kỳ mở rộng trước đây, Fed đã bắt đầu tăng lãi suất chỉ trong vòng 3 năm sau khi đợt suy thoái trước đó kết thúc.

Sự trợ giúp trực tiếp trong suốt và sau cuộc khủng hoảng tài chính

Với những trục trặc thanh khoản kéo dài dai dẳng khi mà *lãi suất liên ngân hàng đã được giảm thấp*, điều này cho thấy rõ rằng cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ truyền thống sang hoạt động của nền kinh tế rộng lớn hơn đã không vận hành. Các nhà chức trách tiền tệ bắt đầu quan ngại rằng thanh khoản cung cấp cho hệ thống ngân hàng đã không thể đến được các bộ phận khác của hệ thống tài chính. Chỉ sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ truyền thống, các kích thích tiền tệ hỗ trợ không thể đến được đối tượng tiếp nhận một khi mức lãi suất liên ngân hàng đã đạt mức giới hạn zero. Để giải quyết vấn đề này, Fed đã quyết định sử dụng các phương pháp phi truyền thống nhằm cung cấp các gói kích thích tiền tệ bổ sung cho nền kinh tế.

Trước tiên, Fed đã giới thiệu một số sản phẩm tín dụng khẩn cấp nhằm tăng thanh khoản trực tiếp cho các công ty và thị trường tài chính. Sản phẩm thứ nhất được giới thiệu vào tháng 12/2007, và một số khác đã được đưa thêm vào sau khi xuất hiện tình trạng xấu đi của cuộc khủng hoảng vào tháng 9/2008. Các sản phẩm này được thiết kế nhằm lấp đầy hố cách giữa nghiệp vụ thị trường mở và cửa sổ chiết khấu, và hầu hết chúng được thiết kế nhằm cung cấp các khoản cho vay ngắn hạn có thể chấp. Một số đối tượng nhận sản phẩm này là các tổ chức phi ngân hàng đứng bên ngoài “chiếc dù” điều tiết của Fed; đánh dấu lần đầu tiên Fed cho vay đến các tổ chức phi ngân hàng kể từ cuộc Đại Suy thoái 1929-1933.

Fed đã trợ giúp thông qua các sản phẩm thanh khoản, bao gồm cả cửa sổ chiết khấu truyền thống và các sản phẩm khẩn cấp mới tạo ra như được đề cập ở trên, và thông qua sự hỗ trợ trực tiếp nhằm ngăn chặn sự sụp đổ của hai định chế tài chính đặc biệt, American International Group (AIG) và Bear Stearns. Lượng trợ giúp đã cung cấp là một khoản chi có độ lớn lớn hơn nhiều so với việc cho vay thông thường của Fed. Tổng khoản trợ giúp của Fed bắt đầu vào tháng 8/2007 vào khoảng 234 tỷ USD được cung cấp thông qua các sản phẩm thanh khoản mà không có các hỗ trợ trực tiếp. Vào giữa tháng 12/2008, con số này đã đạt 1,6 nghìn tỷ USD, với gần 108 tỷ là

Trước 2008, Fed đã không định ra mức lãi suất chiết khấu (mức lãi suất tính qua cửa sổ chiết khấu của Fed) thấp ở mức 0,5% từ năm 1914.

khoản hỗ trợ trực tiếp. Kể từ thời điểm đó trở đi, con số này giảm dần đều. Gói trợ giúp được cung cấp thông qua các sản phẩm thanh khoản đã xuống còn 100 tỷ USD vào tháng 2/2010, khi nhiều sản phẩm đã được cho phép hết hiệu lực, và gói hỗ trợ đến các định chế đặc biệt giảm xuống 100 tỷ USD vào tháng 1/2011. Khoản cho vay cuối cùng cho cuộc khủng hoảng được hoàn trả vào ngày 29/10/2014. Các giao dịch chuyển đổi thanh khoản của Ngân hàng Trung ương (Central bank liquidity swaps) (chuyển đổi ngoại hối tạm thời giữa Fed và các ngân hàng trung ương nước ngoài) là sản phẩm duy nhất được tạo ra suốt cuộc khủng hoảng vẫn còn hoạt động, nhưng chúng đã không được sử dụng ở quy mô lớn kể từ năm 2012. Tất cả gói cứu trợ bằng các sản phẩm mới tạo ra khi hết hiệu lực đều được hoàn trả đầy đủ bao gồm lãi.

Từ khi giới thiệu sản phẩm cho vay khẩn cấp đầu tiên vào tháng 12/2007 cho đến khi tình trạng xấu đi của cuộc khủng hoảng vào tháng 12/2008, Fed đã vô hiệu hóa những tác động của việc cho vay ra đến bảng cân đối tài sản của mình bằng cách bán ra một lượng chứng khoán kho bạc mang tính bù trừ. Sau tháng 9/2008, gói trợ giúp đã vượt giá trị trái phiếu kho bạc nắm giữ, Fed đã cho phép bảng cân đối của mình tăng lên. Giữa tháng 9/2008 và tháng 11/2008, bảng cân đối của Fed có quy mô lớn hơn gấp đôi, tăng từ con số ít hơn 1 nghìn tỷ USD lên mức lớn hơn 2 nghìn tỷ USD. Các khoản cho vay ra và gói trợ giúp khác được Fed cung cấp đến các ngân hàng và các định chế phi tài chính khác được xem như các tài sản thể hiện trên bảng cân đối vì chúng thể hiện số tiền nợ đối với Fed.

Với lãi suất liên ngân hàng ở mức giới hạn zero từ tháng 12/2008 và hoạt động cho vay trực tiếp giảm xuống vào năm 2009, Fed đã đối mặt với quyết định liệu rằng có nên cố gắng cung cấp gói kích thích tiền tệ bổ sung thông qua các biện pháp phi truyền thống hay không. Thực tế, *Fed đã thực hiện gói kích thích này thông qua hai công cụ phi truyền thống – mua lại tài sản quy mô lớn (QE) và nghiệp vụ hướng dẫn kỳ hạn (forward guidance).*

Gói nới lỏng định lượng QE, tăng trưởng bảng cân đối tài sản của Fed và dự trữ của các ngân hàng

Với lãi suất ngắn hạn đã bị ràng buộc ở mức giới hạn zero, Fed hy vọng giảm lãi suất dài hạn thông qua việc mua lại các tài sản quy mô lớn (large-scale asset purchases), còn được gọi với tên phổ biến là *nới lỏng định lượng* (quantitative easing - QE). Giữa năm 2009 và 2014, Fed đã thực hiện ba gói QE; bao gồm *mua chứng khoán kho bạc* chính phủ Hoa Kỳ, *các khoản nợ của các*

công ty tài chính liên quan chính phủ và chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản thế chấp. Hầu hết các loại chứng khoán này giờ đây trở thành tài sản trong bảng cân đối tài sản của Fed.

Để hiểu hơn về tác động của các gói QE đến nền kinh tế Hoa Kỳ như thế nào, đầu tiên chúng ta cần mô tả tác động của QE đến bảng cân đối tài sản của Fed. Năm 2009, hoạt động cho vay khẩn cấp của Fed đã giảm đi nhanh chóng khi các điều kiện thị trường đã được ổn định, điều này khiến bảng cân đối của Fed giảm xuống nếu Fed không thực hiện hành động nào khác. Thay vào đó, việc mua lại tài sản của gói QE (QE1) đã bù trừ phần giảm đi của các khoản cho vay, và từ tháng 11/2008 đến tháng 11/2010, quy mô tổng thể bảng cân đối của Fed không thay đổi nhiều. Tuy nhiên, thành phần của bảng cân đối này đã thay đổi bởi vì gói QE1—tổng số cho vay ra của Fed giảm xuống vào cuối năm 2010, trong khi tổng số chứng khoán nắm giữ đã tăng từ khoảng 500 tỷ USD tháng 11/2008 lên hơn 2 nghìn tỷ USD vào tháng 11/2010. Gói kích thích QE vòng thứ hai (QE2) đã làm tăng bảng cân đối của Fed từ 2,3 nghìn tỷ USD tháng 11/2010 lên 2,9 nghìn tỷ vào giữa năm 2011. Con số này tiếp tục được duy trì mãi cho đến tháng 9/2012¹⁸, khi mà gói kích thích định lượng QE vòng thứ ba bắt đầu (QE3). Quy mô bảng cân đối vào khoảng 4,5 nghìn tỷ USD (bao gồm 2,5 nghìn tỷ USD chứng khoán kho bạc (treasury securities), 1,7 nghìn tỷ USD chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản thế chấp (MBS), và 0,4 nghìn tỷ USD nợ của các công ty tài chính liên quan chính phủ (agency debt)) khi gói QE3 kết thúc vào tháng 10/2014, và quy mô bảng cân đối tài sản của Fed tiếp tục duy trì ở mức này kể từ đó.

Tổng số mua qua các gói QE của Fed được tóm tắt trong Bảng 1. Bảng cân đối tài sản của Fed đã tăng nhiều hơn 2,5 nghìn tỷ USD qua ba vòng QE, gấp năm lần lớn hơn quy mô của chính nó trước khủng hoảng.

Bảng 1: Nói lảng định lượng (QE)

Những thay đổi trong bảng cân đối tài sản của Fed (đơn vị: Tỷ USD)

Chứng khoán kho bạc (Treasury	Chứng khoán bảo đảm bằng tài sản thế chấp	Nợ của các công ty tài chính liên quan chính phủ	Tổng tài sản
-------------------------------	---	--	--------------

¹⁸ Giữa QE2 và QE3, Fed đã tạo ra một chương trình dưới tên gọi “Maturity Extension Program”, được biết đến với tên gọi “Operation Twist”. Trong chương trình này, Fed bán ra chứng khoán kho bạc ngắn hạn và mua lại chứng khoán kho bạc dài hạn, nhằm không để cho quy mô ròng của bảng cân đối của mình gia tăng.

	Securities)	(MBS)	(Agency Debt)	
QE1 (3/2009-5/2010)	+302	+1129	+168	+451
QE2 (11/2010-7/2011)	+788	-142	-35	+578
QE3 (10/2012- 10/2014)	+810	+874	-48	+1663
Tổng (3/2009-10/2014)	+1987	+1718	+40	+2587

Nguồn: Congressional Research Service (CRS) tính toán dựa vào dữ liệu của Fed.

Ghi chú: Gói QE1 được giới thiệu vào tháng 3/2009. Dòng “QE1” và dòng “Tổng” bao gồm các chứng khoán của các công ty tài chính liên quan chính phủ (agency securities) và các chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản thế chấp (mortgage-backed securities - MBS) mà Fed đã bắt đầu mua lần lượt vào tháng 9/2008 và tháng 1/2009. Cột cuối không bằng tổng của ba cột đầu tiên vì những thay đổi của những loại tài sản khác (không được thể hiện) trong bảng cân đối. Dòng cuối không bằng tổng của ba dòng đầu tiên vì nó bao gồm những thay đổi của tài sản nắm giữ giữa ba đợt QE. Dữ liệu của bảng này dựa vào số liệu thực tế, không phải là những con số công bố từ các chương trình. Hai loại dữ liệu có thể khác nhau do thời gian và thời hạn của các tài sản nắm giữ.

Theo nguyên tắc, sự gia tăng phía tài sản (assets) của Fed phải trùng khớp với sự tăng lên tương ứng phía bên nguồn (liabilities) trong bảng cân đối tài sản. Phía bên nguồn chủ yếu dưới dạng tiền trong lưu thông (currency), các khoản dự trữ của các ngân hàng (bank reserves), và tiền mặt ký gửi (cash deposited) của kho bạc chính phủ Hoa Kỳ ở Fed. Gói QE chủ yếu có kết quả thể hiện trong phần gia tăng các khoản dự trữ của các ngân hàng (bank reserves), từ khoảng 46 tỷ USD vào tháng 8/2008 lên 820 tỷ USD vào cuối năm 2008. Từ tháng 10/2009, dự trữ của các ngân hàng đã vượt 1 nghìn tỷ USD, và chúng trở thành con số giữa 2,5 nghìn tỷ và 2,8 nghìn tỷ USD từ năm 2014. Phần tăng lên của các khoản dự trữ của các ngân hàng có thể được xem như là kết cục hiển nhiên của sự gia tăng tài sản nắm giữ của Fed bởi vì theo hiệu ứng, dự trữ ngân hàng được tài trợ từ việc mua tài sản và các chương trình cho vay của Fed. Phần dự trữ tăng bởi

vì khi thực hiện cho vay hay mua lại tài sản, Fed cung cấp tín dụng cho việc hình thành các tài khoản dự trữ của các đối tượng tiếp nhận từ Fed.

Mục tiêu có chủ đích của gói QE là áp đặt sức ép làm giảm lãi suất dài hạn. Việc mua lại chứng khoán kho bạc dài hạn và MBS sẽ trực tiếp làm giảm lãi của các loại chứng khoán này, nếu những yếu khác giữ nguyên. Hy vọng là lãi suất của những loại chứng khoán này giảm sẽ tạo nên sự truyền tải thông qua các lãi suất cho vay tư nhân trên bình diện toàn nền kinh tế, kích hoạt chi tiêu vào các hàng hóa tiêu dùng lâu bền nhạy cảm với lãi suất, nhà ở và đầu tư kinh doanh vào nhà máy và thiết bị. Thực vậy, lãi suất trái phiếu kho bạc và lãi suất cho vay có thể chấp ở mức thấp bất thường kể từ khi cuộc khủng hoảng xảy ra so với một vài thập niên qua, dù cho thời gian giảm của các mức lãi suất này không trùng khớp hoàn toàn với thời gian mua tài sản của Fed. Để xác định liệu rằng các gói QE có làm giảm các mức lãi suất trên bình diện rộng hơn và liệu chúng có tạo ra tác động kích thích các khoản chi tiêu nhạy cảm với lãi suất hay không yêu cầu chúng ta phải kiểm soát các yếu tố tác động khác, ví dụ như khi nền kinh tế yếu đi cũng có xu hướng làm giảm lãi suất và làm giảm chi tiêu nhạy cảm với lãi suất.

Sự gia tăng bảng cân đối tài sản của Fed làm tăng khả năng xuất hiện lạm phát vì các khoản dự trữ của các ngân hàng chính là thành phần trong cấu phần của cung tiền được kiểm soát bởi Fed (được gọi là cơ sở tiền - *monetary base*). Các khoản dự trữ của các ngân hàng tăng tức là cơ sở tiền tăng và chúng đã gia tăng theo mô thức không có tiền lệ suốt thời kỳ vận hành các gói QE. Trong thực tế, các thước đo tổng quát của cung tiền không gia tăng nhanh như cơ sở tiền, và lạm phát duy trì hầu như thấp hơn mức mục tiêu 2% của Fed kể từ năm 2008. Sự tăng trưởng của cơ sở tiền đã không chuyển thành lạm phát cao bởi vì các khoản dự trữ của các ngân hàng hầu hết được ký gửi tại Fed nên không kéo theo tăng chi tiêu hay mua sắm tài sản.

Một mối quan tâm khác đó là việc nắm giữ số lượng lớn MBS, đồng nghĩa Fed đang phân bổ tín dụng đến khu vực nhà ở, đặt phần còn lại của nền kinh tế vào thế bất lợi so với khu vực nhà ở. Các lập luận ủng hộ cho cách làm này cho rằng việc mua MBS vì nhà ở là khu vực cần được bình ổn nhiều nhất của nền kinh tế, bất kể nó chính là bản chất tạo ra cuộc khủng hoảng (lập luận này trở nên ít thuyết phục hơn khi thị trường nhà ở tiếp tục bùng nổ trở lại hiện nay).

Các hướng dẫn kỳ hạn

Một công cụ khác mà Fed đã giới thiệu nhằm đạt được sự kích thích tiền tệ phụ thêm khi mà lãi suất ở mức giới hạn zero đó là sự bảo đảm giữ lãi suất liên ngân hàng mức thấp cho một giai đoạn mở rộng có cam kết, còn gọi là các hướng dẫn hay cam kết kỳ hạn (*forward guidance hay forward commitment*). Fed tin rằng công cụ này sẽ kích thích hoạt động kinh tế bởi vì các doanh nghiệp sẽ cam kết đầu tư dài hạn nếu họ tin rằng lãi suất được duy trì ở mức thấp trong suốt kỳ hạn của một khoản vay. Vào tháng 8/2011, Fed đã định rõ ngày và khoảng thời gian đối với mức lãi suất mà Fed kỳ vọng duy trì. Tháng 12/2012, Fed đã thay thế ngưỡng theo ngày (*date threshold*) thành ngưỡng theo tình hình kinh tế (*economic threshold*), theo đó mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu được duy trì ít nhất cho đến khi tình trạng thất nghiệp vẫn còn trên mức 6,5% và lạm phát ở mức thấp.

Tính hữu hiệu của công cụ cam kết kỳ hạn này khó đo lường và đánh giá, một phần bởi vì kết quả của nó phụ thuộc vào các tác nhân trên thị trường tín dụng có thực sự tìm thấy cam kết này là đáng tin cậy hay không. Bởi vì các điều kiện kinh tế có thể thay đổi ngoài dự kiến, cam kết này của Fed có tính không chắc chắn, nó có thể thay đổi khi các điều kiện kinh tế thay đổi. Điều này đã xảy ra vào giai đoạn 2013-2014, khi tỷ lệ thất nghiệp giảm nhanh ngoài dự kiến mà không đi cùng sự cải thiện tương xứng của thị trường lao động và các điều kiện kinh tế. Một số quan ngại được đặt ra: *Fed có thực sự theo đuổi cam kết kỳ hạn hiện hữu không? Việc giảm tỷ lệ thất nghiệp sẽ kéo theo một chính sách thắt chặt tiền tệ sớm hơn dự định không?*

Dù sao thì các cam kết kỳ hạn của Fed cũng phát đi tín hiệu mạnh mẽ hơn về vị thế của một chính sách tiền tệ so với quá khứ. Thường thì, *Fed giữ mức lãi suất thấp hơn mức thông thường khi nền kinh tế vận hành dưới mức toàn dụng, ở mức thông thường khi nền kinh tế ở gần mức toàn dụng, và cao hơn mức thông thường khi nền kinh tế đang nóng lên*. Bởi vì có những độ trễ giữa những sự thay đổi lãi suất và các tác động kinh tế, Fed thường sẽ thay đổi đón đầu vị thế chính sách tiền tệ của mình trước khi nền kinh tế đạt tình trạng mà Fed đang dự đoán là sẽ xảy ra. *Tuy nhiên, trong trường hợp này, Fed đã cố bảo đảm giữ mức lãi suất thấp hơn thông thường ngay cả sau khi nền kinh tế đang tiếp cận với trạng thái toàn dụng. Trạng thái chính sách như vậy sẽ rủi ro do có thể gây ra lạm phát. Một số nhận định cho rằng Fed đang xem lạm phát thấp hiện hành như một loại rủi ro lớn hơn cả lạm phát cao*. Do vậy, Fed cần phải làm gì đó để ngăn chặn nguy cơ tiềm ẩn này – bình thường hóa chính sách tiền tệ chẳng hạn.

Bình thường hóa chính sách tiền tệ sau khi giải pháp QE kết thúc

Ngày 29/10/2014, Fed đã tuyên bố rằng mình sẽ ngưng thực hiện việc mua tài sản quy mô lớn vào cuối tháng. Giờ đây QE đã hoàn tất, mọi sự chú ý chuyển sang “chiến lược hiện hữu” của Fed ngay sau thời kỳ thực hiện các gói QE và lãi suất gần zero. *Fed đã vạch ra những kế hoạch nhằm bình thường hóa chính sách tiền tệ.* Cơ quan này lên kế hoạch tiếp tục triển khai chính sách tiền tệ bằng cách theo đuổi lãi suất liên ngân hàng mục tiêu. Thách thức cơ bản để thực hiện điều này là Fed không thể thay đổi một cách hiệu quả mức lãi suất liên ngân hàng thông qua thay đổi yêu cầu dự trữ (như Fed đã thực hiện trước khủng hoảng) bởi vì các gói QE đã làm tràn ngập thị trường những khoản dự trữ dư của các ngân hàng. Nói khác đi, với mức hơn 2 nghìn tỷ USD trong dự trữ của các ngân hàng, mức lãi suất liên ngân hàng cân bằng thị trường là gần với zero ngay cả khi Fed có muốn mức này trở nên cao hơn.

Một cách trực tiếp hơn để chuyển sang bình thường hóa chính sách tiền tệ mà Fed có thể nên làm là xóa đi các khoản dự trữ dư này bằng cách thu hẹp bảng cân đối thông qua bán tài sản. Trong tuyên bố bình thường hóa của mình, Fed đã định ra những quy tắc bán MBS và tuyên bố rõ rằng cơ quan này không có ý định bán chứng khoán kho bạc trong ngắn hạn. Thay vào đó, kế hoạch cuối cùng của Fed là giảm dần dần bảng cân đối tài sản bằng cách bán ra chứng khoán khi chúng đến hạn ngay sau khi cơ quan này bắt đầu tăng lãi suất. Fed dự định giảm bảng cân đối tài sản mãi cho đến khi “không còn các chứng khoán mà nó cần để triển khai chính sách tiền tệ một cách hiệu quả” – đây là lời tuyên bố của Chủ tịch Fed, Janet Yellen. Tuy vậy, lời tuyên bố này có thể không xảy ra cho đến cuối thập niên này.

Do kết quả của các gói QE, *Fed trở thành cơ quan nắm giữ chủ yếu chứng khoán kho bạc và các chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản thế chấp (MBS).* Do vậy, việc bán ra các tài sản này một cách nhanh chóng có thể gây ra sự biến động của các thị trường tài sản loại này, nhưng bán ra dần dần và vừa phải dường như sẽ không kiểm soát được rủi ro phát sinh - áp lực lạm phát chẳng hạn.

Thay cho việc bán ra chứng khoán, Fed đã tăng lãi suất thị trường bằng cách tăng lãi suất trả cho các ngân hàng dựa trên phần dự trữ được giữ lại ở Fed và sử dụng nghiệp vụ reverse repos quy mô lớn để thay đổi mức lãi suất repo. Fed đã tăng lãi suất liên ngân hàng bằng cách tận dụng hai mức lãi suất này mà thực chất là chúng có thể thay thế rất gần cho nhau.

Năm 2008, Quốc hội đã trao cho Fed quyền trả lãi trên các khoản dự trữ. *Bởi các ngân hàng thương mại có thể hưởng lãi dựa trên các khoản dự trữ dư nếu cho vay chúng trên thị trường liên ngân hàng hay ký gửi chúng tại Fed, tăng lãi suất tính cho các khoản dự trữ của các ngân hàng cũng sẽ làm tăng lãi suất liên ngân hàng*¹⁹. Bằng cách này, Fed có thể khóa chặt phần thanh khoản dư nhằm tránh bất kỳ tác động lạm phát tiềm tàng bởi vì những khoản dự trữ được giữ lại ở Fed không thể được đưa vào sử dụng bởi các ngân hàng thương mại để tài trợ cho hoạt động của nền kinh tế²⁰. Thực tế, mức lãi suất mà Fed trả cho các ngân hàng dựa trên dự trữ cao hơn chút đỉnh so với lãi suất liên ngân hàng, điều này làm xuất hiện một số chỉ trích như là một khoản trợ cấp cho các ngân hàng.

Nghiệp vụ Reverse repos là một công cụ khác để rút thanh khoản từ hệ thống và ảnh hưởng đến lãi suất thị trường ngắn hạn. Các nghiệp vụ này rút bớt thanh khoản từ hệ thống tài chính bởi vì tiền mặt (cash) được chuyển từ các thành viên thị trường sang Fed. Kết quả là, lãi suất trên thị trường repo, một trong những thị trường cho vay ngắn hạn lớn nhất, sẽ tăng lên. Fed đã vận hành các nghiệp vụ thị trường mở rất lâu rồi thông qua thị trường repo, nhưng kể từ năm 2013 cơ quan này đã tham gia với quy mô lớn hơn nhiều trong nghiệp vụ reverse repos với một dải rộng hơn gồm cả các đối tác phi ngân hàng, như là các công ty được tài trợ bởi chính phủ (government-sponsored enterprises) và các quỹ thị trường tiền tệ (money market funds). Có một số quan ngại về việc nếu Fed mở rộng hoạt động ra các đối tác phi ngân hàng sẽ tạo sự phân nhánh tiềm tàng và vai trò của Fed có thực sự thống lĩnh thị trường và các thành viên đối tác này hay không. Ví dụ, các thành viên đối tác có sẵn lòng giao dịch với Fed trong trường hợp hoảng loạn không? Và Fed sẽ bị đặt vào tình thế rủi ro tạo ra từ các thành viên phi ngân hàng mà Fed không điều tiết không? Tuyên bố bình thường hóa của Fed chỉ ra rằng nghiệp vụ reverse repos sẽ bị giới hạn ở quy mô - mặc dù nó sẽ được dỡ bỏ sau khi tình trạng bình thường hóa hoàn tất.

¹⁹ Lãi suất trả cho các khoản dự trữ có thể được kỳ vọng định hình một mức lãi suất liên ngân hàng trần, nhưng trong thực tế, mức lãi suất liên ngân hàng thấp hơn một chút so với lãi suất trả cho khoản dự trữ bởi vì Fed bắt đầu trả lãi từ năm 2008. Sự trái ngược này được quy cho sự thật rằng một số thành viên trên thị trường vốn liên ngân hàng, như là Fannie Mae, Freddie Mac và Federal Home Loan Banks không nhận lãi tính trên dự trữ được giữ lại ở Fed.

²⁰ Dỡ bỏ dự trữ thông qua bán ra tài sản sẽ có cùng tác động đối với việc cho vay ra của các ngân hàng khi Fed trả cho các ngân hàng để gửi phần dự trữ tại Fed.

Câu hỏi thảo luận

1. Phân biệt giữa chính sách tiền tệ truyền thống và chính sách tiền tệ Fed đã và đang vận hành sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008.
2. Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ có những khác biệt nào đáng quan tâm?
3. Bảng cân đối tài sản của Fed đã tăng trưởng như thế nào trong quá trình vận hành các gói QE?
4. Tại sao từ tháng 3/2017, Fed đã quyết định tăng lãi suất dựa vào 2 công cụ bổ sung để điều hành chính sách tiền tệ? Đó là những công cụ nào?
5. Vì sao hiện nay, công cụ lãi suất liên ngân hàng mục tiêu không phát huy tác dụng hoàn toàn như trước giai đoạn khủng hoảng 2007-2008?
6. Việc thu hẹp bảng cân đối tài sản của Fed tạo ra những thách thức gì mới?

Phụ lục: Các số liệu và biểu đồ về chính sách tiền tệ của Fed

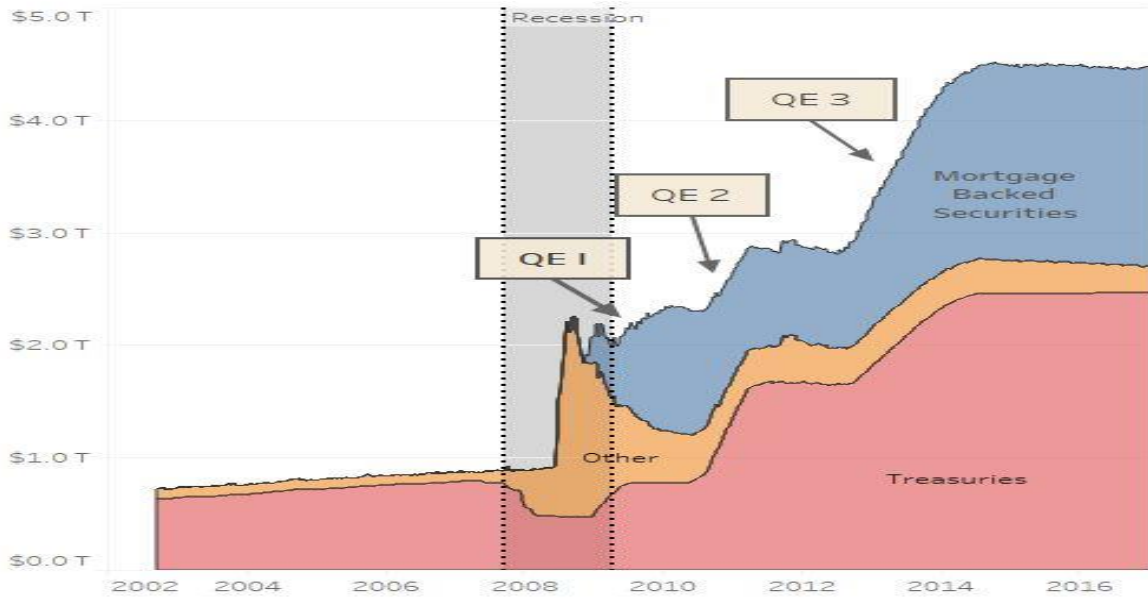
2008: GDP = -0.3%, Unemployment = 6%, Inflation = 0.1%		
Jan 22	3.5%	
Jan 30	3.0%	Tax rebate.
Mar 18	2.25%	Bear Stearns bailout.
Apr 30	2.0%	
Oct 8	1.5%	Lehman fails. Bank bailout approved. AIG bailout.
Oct 29	1.0%	
Dec 16	0.25%	Effectively zero. The lowest fed funds rate possible.
Fed Chair Janet Yellen (February 2014 - January 2018)		
2015: GDP = 2.6%, Unemployment = 6%, Inflation = 0.7%		
Dec 17	0.5%	Growth stabilized.
2016: GDP = 3.2%, Unemployment = 4.6%, Inflation = 2.1%		
Dec 14	0.75%	
2017: GDP = 2.6%, Unemployment = 4.1%, Inflation = 2.1%		
Mar 15	1.0%	
Jun 14	1.25%	Fed was steady on its path of normalizing its benchmark rate.
Dec 13	1.5%	
2018		
Mar 21	1.75%	Fed projects steady growth.

Sources: [New York Fed](#). "[A History of Fed Leaders and Interest Rates](#)," The New York Times

Bloated balance sheet

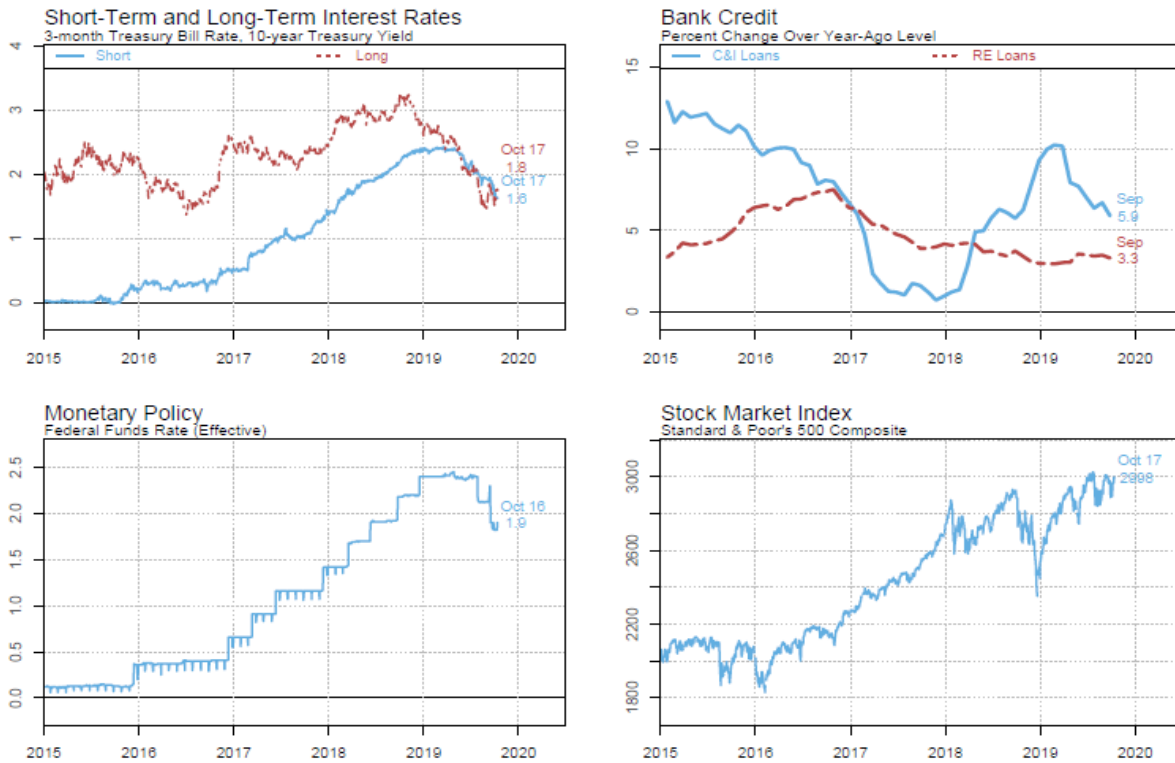


After the financial crisis of 2008, the Federal Reserve went on a massive bond-buying spree. Now it's time to start selling. SOURCE: FRB



United States

Financial Indicators



NOTE: C&I Loans equals Commercial and Industrial Loans. RE Loans equals Real Estate Loans.
Source: Haver

October 17, 2019