

KINH TẾ - XÃ HỘI**MỘT SỐ ĐÁNH GIÁ BAN ĐẦU VỀ PHẢN ỨNG
CHÍNH SÁCH CỦA CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG MỸ
ĐỐI VỚI ĐẠI DỊCH COVID-19****Nguyễn Ngọc Mạnh*****Lê Viết Hùng****

Tóm tắt: Ngay sau khi đại dịch COVID-19 nổ ra, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã phản ứng nhanh chóng bằng việc thực hiện các chính sách tiền tệ truyền thống và cho vay khẩn cấp, nhằm hạn chế tác động của đại dịch. Những biện pháp này đã có ảnh hưởng trực tiếp đến nền kinh tế Mỹ. Trên cơ sở xem xét các biện pháp của Fed dưới góc độ kinh tế vĩ mô, có thể thấy về cơ bản các chính sách của Fed đã góp phần ổn định tiền tệ. Tuy nhiên, Fed có thể đạt được sự ổn định mà không cần sử dụng các biện pháp cho vay khẩn cấp. Mặc dù một số biện pháp cho vay khẩn cấp có thể giúp thúc đẩy thanh khoản nói chung, nhưng một số biện pháp khác lại chủ yếu nhằm phân bổ tín dụng, điều này làm mờ ranh giới giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Các biện pháp phân bổ tín dụng này có thể không thực sự mang lại hiệu quả.

Từ khóa: Mỹ, COVID-19, Fed, chính sách tiền tệ, cho vay khẩn cấp

Mở đầu

Sự bùng phát của đại dịch COVID-19 đã đẩy nền kinh tế Mỹ đột ngột rơi vào suy thoái trong năm 2020. Tuy nhiên, quãng thời gian này chỉ kéo dài hai tháng, khi các doanh nghiệp trên toàn quốc phải đóng cửa và sa thải nhân viên.

Sự suy giảm kinh tế Mỹ bắt đầu được ghi nhận từ tháng 3/2020 sau những lo ngại ngày càng tăng về đại dịch COVID-19. Tỷ lệ thất nghiệp đã tăng lên 14,7% vào tháng 4/2020. Số liệu thống kê của Chính phủ Mỹ cho thấy nước này đã mất đi 22 triệu việc làm trong giai đoạn từ tháng 2/2020 đến tháng 4/2020,

trong khi Tổng sản phẩm nội địa (GDP) hàng năm giảm 31,4% trong quý II/2020 - thời điểm các biện pháp hạn chế phòng dịch COVID-19 nghiêm ngặt nhất được ban bố.

Về cơ bản, cuộc suy thoái này có những khác biệt đáng kể so với cuộc suy thoái trước đó. Nền kinh tế Mỹ đã hoạt động rất tốt trong tháng 2/2020. Tuy nhiên, sang tháng 3/2020, trong bối cảnh chính quyền các bang và thành phố trên toàn nước Mỹ yêu cầu mọi doanh nghiệp đóng cửa hoặc cắt giảm hoạt động nhằm ngăn chặn sự lây lan của COVID-19 đã khiến nền kinh tế rơi vào

* Viện Nghiên cứu Châu Mỹ

** Đại học Khoa học - Đại học Huế

tình trạng suy giảm đột ngột. Vì vậy, về nguyên tắc, nếu kiểm soát được tình trạng lây lan của đại dịch COVID-19, thì hoạt động kinh tế có thể phục hồi và tiếp tục phát triển tốt.

1. Tác động của đại dịch COVID-19 được góc độ lý thuyết kinh tế học vĩ mô

Kể từ đầu năm 2020, nỗi sợ hãi ngày càng tăng về đại dịch COVID-19 dường như đã khiến người tiêu dùng và doanh nghiệp Mỹ thay đổi hành vi và hoạt động của họ. Bắt đầu từ ngày 8/3/2020, các hoạt động ở nhà của người dân Mỹ đã tăng lên và họ cũng hạn chế ra bên ngoài khi không cần thiết. Hoạt động tại nơi làm việc cũng bắt đầu giảm xuống từ ngày 11/3/2020, do nhiều người chuyển sang làm việc từ xa, trong khi hoạt động bán lẻ và giải trí bắt đầu giảm từ ngày 13/3/2020.

Bên cạnh đó, chính quyền các tiểu bang cũng bắt đầu yêu cầu hạn chế đi lại. California là bang đầu tiên áp đặt lệnh lưu trú tại nhà vào ngày 19/3/2020. Một tuần sau đó đã có 20 tiểu bang khác cũng ban hành lệnh tương tự. Đến ngày 8/4/2020, có tất cả 42 tiểu bang đã áp đặt lệnh lưu trú tại nhà (Mervosh, S., Lu, D., & Swales, V., 2020b).

Sau đó, Chính quyền tiểu bang và địa phương bắt đầu nói lỏng dần các hạn chế đối với hoạt động đi lại, và một số bang đã bãi bỏ hoàn toàn lệnh ở nhà (Mervosh, S., Lee, J.C., Gamio, L., & Popovich, N., 2020a). Alaska và Georgia là những bang đầu tiên bỏ lệnh yêu cầu

ở nhà vào ngày 24/4/2020. Nhưng các nhà hàng, quán bar, phòng tập thể dục và cửa hàng bán lẻ vẫn bị hạn chế, không cho hoạt động hết công suất cho đến ngày 22/5/2020 ở Alaska; Các hạn chế về sức chứa nhà hàng đã được dỡ bỏ vào ngày 16/6/2020 tại Georgia, mặc dù các quán bar vẫn bị giới hạn sức chứa. Các tiểu bang khác - bao gồm California, Colorado, Illinois, Michigan, New York và Texas - ban đầu đã thực hiện các bước để mở cửa trở lại nhưng sau đó bị hủy bỏ vì số người mắc COVID-19 lại tiếp tục tăng cao.

Theo mô hình tăng trưởng kinh tế dựa vào sự gia tăng Năng suất nhân tố tổng hợp (TFP)¹, có thể thấy đại dịch COVID-19 và các giải pháp nhằm hạn chế sự lây lan của dịch bệnh đã dẫn đến tình trạng giảm sút tạm thời về năng suất nhân tố tổng hợp của toàn bộ nền kinh tế. Trong khi nguồn lực vốn và lao động về cơ bản là không thay đổi, thì tác động của đại dịch COVID-19 đã làm giảm năng suất trong các hoạt động sản xuất hàng hóa và dịch vụ. Các nhà hàng dịch vụ bị đóng cửa, ngành hàng không cắt giảm mạnh các chuyến bay, ngành du lịch bị ảnh hưởng nghiêm trọng do các lệnh phong tỏa. Tình trạng này đã cản trở việc kết hợp sử dụng vốn vật chất và lao động một cách hiệu quả, do đó TFP có xu hướng giảm xuống. Bên cạnh đó, tác động của đại dịch COVID-19 cũng làm cho sản lượng thực tế, việc làm, giờ lao động, mức sử dụng vốn, tiền lương thực tế và giá thuê thực tế bị

giảm tạm thời. Trong trường hợp tổng cầu không thay đổi, mức giá tạm thời sẽ có xu hướng tăng lên. Tất nhiên, tình trạng giảm sút tạm thời của TFP phụ thuộc vào mức độ tác động và thời gian của đại dịch COVID-19. Nếu tình trạng xáo trộn tương đối ngắn sẽ có xu hướng phục hồi nhanh chóng.

Mặc dù, tác động của dịch COVID-19 và những biện pháp hạn chế tương ứng, trước hết là làm giảm sút tạm thời TFP, nhưng nó cũng có thể tạo ra sự sụt giảm tổng cầu, nếu chính sách tiền tệ không ổn định được chỉ tiêu danh nghĩa. Tổng cầu có thể giảm vì một số lý do, bao gồm cả việc suy giảm niềm tin của người tiêu dùng hoặc giảm chi tiêu đầu tư do gia tăng tình trạng không chắc chắn.

Trong trường hợp nếu cú sốc COVID-19 dẫn đến sự suy giảm tạm thời trong TFP, thì chính sách tiền tệ sẽ không có hiệu quả đối với tình trạng này. Vấn đề kinh tế vĩ mô duy nhất trong trường hợp xảy ra cú sốc TFP giảm tạm thời, là những người tham gia sản xuất kém năng suất hơn. Khi đó, chính sách tiền tệ mở rộng có thể thúc đẩy sản lượng, nhưng sẽ không làm cho năng suất cao hơn. Còn chính sách tiền tệ thắt chặt, có thể ngăn lạm phát vượt lên trên mục tiêu 2% của Fed, nhưng sẽ chỉ làm trầm trọng thêm tình hình suy thoái.

Do đó, cách tốt nhất mà Fed có thể làm để đối phó với một cú sốc TFP là tạo ra sự ổn định tiền tệ. Nó có thể ngăn tổng cầu giảm xuống bằng cách cung cấp thanh khoản chung để ổn định chỉ tiêu

danh nghĩa. Và, nếu suy thoái dẫn đến khủng hoảng tài chính, thì có thể đảm bảo thị trường tín dụng tiếp tục cung cấp đủ thanh khoản cho nền kinh tế.

2. Phản ứng chính sách của Fed

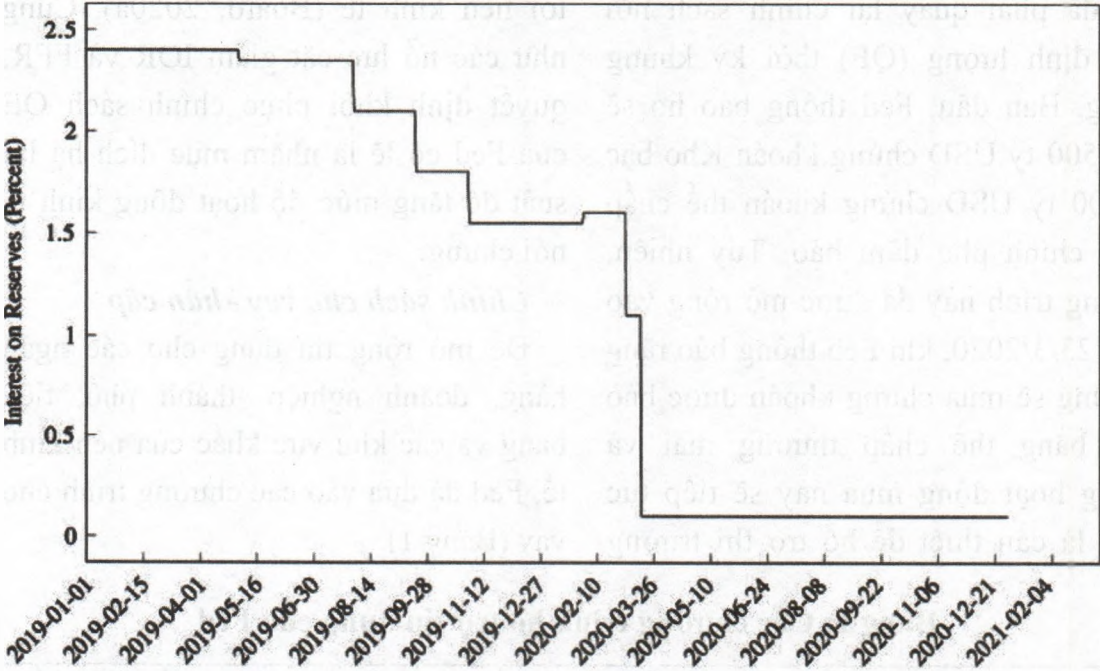
Các chính sách của Fed có thể được chia thành hai loại riêng biệt: chính sách tiền tệ và chính sách cho vay khẩn cấp.

Chính sách tiền tệ

Để đáp ứng nhu cầu về thanh khoản, Fed đã hạ lãi suất và thực hiện nới lỏng định lượng để đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng. Cụ thể, Fed đã giảm lãi suất trả cho các khoản dự trữ tại Fed (Interest Rate on Reserves-IOR) và lãi suất quỹ liên bang (Federal Funds Rate-FFR). Fed cũng mở rộng hoạt động nới lỏng định lượng và nới lỏng các ràng buộc về pháp lý.

Bằng cách hạ thấp IOR so với lãi suất thị trường, Fed khuyến khích các tổ chức tài chính cho vay và giảm dự trữ tại Fed. Trước khi đại dịch COVID-19 nổ ra, IOR đã bị cắt giảm bốn lần trong khoảng thời gian từ tháng 4/2019 đến tháng 12/2019, từ mức 2,40% xuống 1,55%. Sau đó, Fed đã tăng IOR lên 1,60% vào cuối tháng 1/2020. Khi suy thoái toàn cầu trở nên rõ ràng, Fed đã quyết định cắt giảm IOR, với mức giảm ban đầu là 50 điểm cơ bản xuống 1,10% vào ngày 4/3/2020 và ngay sau đó, Fed đã tiếp tục cắt giảm thêm 100 điểm cơ bản xuống mức 0,10% vào ngày 16/3/2020 và giữ nguyên mức này kể từ tháng 3/2020 (Hình 1).

Hình 1: Lãi suất trả cho các khoản dự trữ

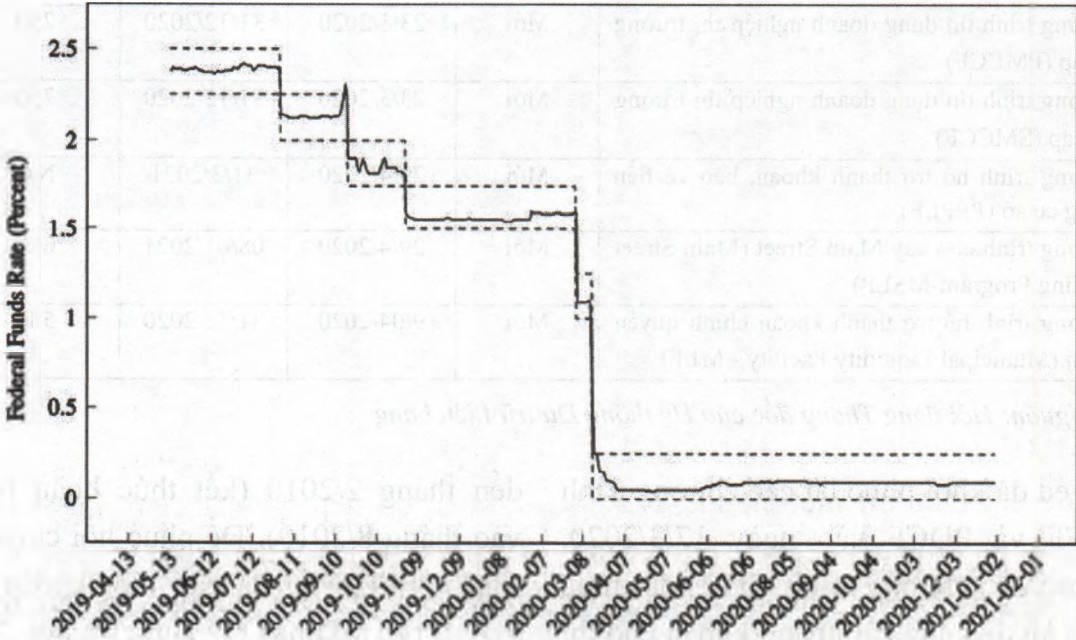


Nguồn : Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang

Fed cũng cắt giảm FFR tương ứng (Hình 2). Theo đó, ngày 3/3/2020, Fed đã giảm FFR 50 điểm cơ bản, xuống biên độ mục tiêu từ 1,00-1,25%. (Board, 2020b).

Sau đó, Fed đã đưa ra quyết định mạnh mẽ hơn vào ngày 15/3/2020, khi tiếp tục cắt giảm FFR 100 điểm cơ bản xuống biên độ mục tiêu từ 0-0,25%. (Board, 2020c).

Hình 2: Lãi suất quỹ liên bang và biên độ mục tiêu



Nguồn : Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York

Với lãi suất ngắn hạn gần như bằng 0, Fed đã phải quay lại chính sách nới lỏng định lượng (QE) thời kỳ khủng hoảng. Ban đầu, Fed thông báo họ sẽ mua 500 tỷ USD chứng khoán Kho bạc và 200 tỷ USD chứng khoán thế chấp được chính phủ đảm bảo. Tuy nhiên, chương trình này đã được mở rộng vào ngày 23/3/2020, khi Fed thông báo rằng họ cũng sẽ mua chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp thương mại và những hoạt động mua này sẽ tiếp tục miễn là cần thiết để hỗ trợ thị trường

và truyền tải hiệu quả chính sách tiền tệ tới nền kinh tế (Board, 2020a). Cũng như các nỗ lực cắt giảm IOR và FFR, quyết định khôi phục chính sách QE của Fed có lẽ là nhằm mục đích hạ lãi suất để tăng mức độ hoạt động kinh tế nói chung.

Chính sách cho vay khẩn cấp

Để mở rộng tín dụng cho các ngân hàng, doanh nghiệp, thành phố, tiểu bang và các khu vực khác của nền kinh tế, Fed đã dựa vào các chương trình cho vay (Bảng 1).

Bảng 1: Các chương trình hỗ trợ tín dụng của Fed

Chương trình	Loại	Ngày công bố	Ngày kết thúc	Công suất (tỷ USD)
Chương trình tài trợ thương phiếu (CPFF)	Khôi phục lại	17/3/2020	31/3/2021	NA
Chương trình cấp tín dụng cho các thành viên chính của thị trường (PDCF)	Khôi phục lại	17/3/2020	31/3/2021	NA
Hỗ trợ các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ (MMLF)	Khôi phục lại	18/3/2020	31/3/2021	NA
Chương trình cho vay chứng khoán đảm bảo bằng tài sản có kỳ hạn (TALF)	Khôi phục lại	23/3/2020	31/12/2020	100
Chương trình tín dụng doanh nghiệp thị trường sơ cấp (PMCCF)	Mới	23/3/2020	31/12/2020	750
Chương trình tín dụng doanh nghiệp thị trường thứ cấp (SMCCF)	Mới	23/3/2020	31/12/2020	750
Chương trình hỗ trợ thanh khoản, bảo vệ tiền lương cơ sở (PPPLF)	Mới	29/4/2020	31/3/2021	NA
Chương trình cho vay Main Street (Main Street Lending Program-MSLP)	Mới	29/4/2020	08/01/2021	600
Chương trình hỗ trợ thanh khoản chính quyền đô thị (Municipal Liquidity Facility - MLF)	Mới	9/04/2020	31/12/2020	500

Nguồn: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang

Fed đã khôi phục lại các chương trình CPFF và PDCF vào ngày 17/3/2020. Trước đó, chương trình CPFF đã được thiết kế để cung cấp thanh khoản cho thị trường thương phiếu², từ tháng 10/2008

đến tháng 2/2010 (kết thúc hoàn toàn vào tháng 8/2010). Để phục hồi chương trình CPFF, Fed đã cấp một khoản trị giá 10 tỷ USD từ Quỹ Bình ổn hối đoái (Board, 2020f).

Trong thời kỳ trước, PDCF được thực hiện từ tháng 3/2008 đến tháng 2/2010, nhằm cung cấp thanh khoản cho thị trường repo³ trong nỗ lực giảm bớt căng thẳng cho các đại lý chính⁴. Tuy nhiên, các khoản cho vay qua đêm của nó không chỉ giới hạn ở các đại lý chính; PDCF trước đó cũng đã cung cấp thanh khoản cho Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch và Citigroup. Thời kỳ này, PDCF được khôi phục lại có sự khác biệt so với trước đó là đúng với tên gọi, nó chỉ được cung cấp cho các đại lý chính (Board, 2020e).

Fed thành lập MMLF vào ngày 18/3/2020 với khoản hỗ trợ 10 tỷ USD từ Kho bạc (Board, 2020d). Mặc dù có tên gọi ngắn hơn, MMLF chỉ là một phiên bản sửa đổi một chút của Quỹ hỗ trợ thị trường tiền tệ có tài sản thương mại (AMLF) hoạt động từ tháng 9/2008 đến tháng 2/2010. MMLF được thiết kế để giúp các thị trường tiền tệ của quỹ tương hỗ (MMMF). Cũng như AMLF trước đó, MMLF được quản lý bởi Ngân hàng Dự trữ Liên bang Boston (FRBB).

Fed đã khôi phục lại TALF vào ngày 23/3/2020 (Board, 2020k). TALF trước đó, hoạt động từ tháng 11/2008 đến tháng 6/2010, được tài trợ bởi Kho bạc theo Chương trình cứu trợ tài sản gặp khó khăn và do Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York (FRBNY) quản lý. TALF sẽ tạo ra khoản vay lên tới 100 tỷ USD với khoản đóng góp 10 tỷ USD từ Kho bạc được ủy quyền bởi Đạo luật an ninh kinh tế và phục hồi viện trợ

Coronavirus (CARES). TALF được thiết kế để cung cấp tính thanh khoản cho thị trường tín dụng được sử dụng bởi người tiêu dùng và doanh nghiệp.

Để cung cấp tín dụng cho các doanh nghiệp lớn, Fed đã ủy quyền cho PMCCF và SMCCF vào ngày 22/3/2020 (Board, 2020h, 2020i). Cả hai chương trình này đều do FRBNY quản lý. PMCCF và SMCCF có tổng công suất 750 tỷ USD được hỗ trợ bởi khoản đầu tư 75 tỷ USD từ Kho bạc.

Trong một nỗ lực được thiết kế để hỗ trợ Chương trình Bảo vệ Tiền lương của Cơ quan Quản lý Doanh nghiệp Nhỏ (PPP), Fed đã ủy quyền cho PPPLF vào ngày 8/4/2020 (Board, 2020j). PPPLF được thiết kế để cung cấp tính thanh khoản cho các tổ chức tài chính thực hiện các khoản vay theo hình thức PPP.

Ngoài ra, Chương trình cho vay Main Street (MSLP) được thiết kế để hỗ trợ dòng vốn tín dụng cho các chủ doanh nghiệp nhỏ và vừa. Chương trình đã mua lại từ các tổ chức nhận tiền gửi 95% các khoản vay của các doanh nghiệp có dưới 15.000 nhân viên và doanh thu hàng năm từ 5 tỷ USD trở xuống (Board, 2020d). Chương trình cho vay Main Street được Fed thiết kế để bổ sung cho PMCCF và SMCCF hướng tới hỗ trợ các doanh nghiệp quá nhỏ để được hưởng lợi trực tiếp từ hai chương trình nói trên.

Chương trình MLF được thành lập để cung cấp tín dụng cho chính quyền các tiểu bang và địa phương (Board, 2020g).

Nó được công bố ngày 09/4/2020 để hỗ trợ trực tiếp cho chính quyền tiểu bang và địa phương quản lý hiệu quả dòng tiền, nhằm phục vụ các hộ gia đình và doanh nghiệp trong phạm vi quản lý của họ. Việc MLF sẵn sàng mua các khoản nợ ngắn hạn từ chính quyền các tiểu bang, chính quyền thành phố và doanh nghiệp công đã cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng của các tổ chức này cũng như bình ổn thị trường trái phiếu đô thị (Board, 2020i).

3. Một số đánh giá ban đầu về chính sách của Fed

Fed đã thực thi một số lượng lớn các chính sách độc đáo kể từ khi đại dịch bùng phát và nhiều chính sách của Fed đã được công bố hoặc tiến hành cùng một lúc. Việc đánh giá chính xác tác động từ chính sách của Fed đến sự ổn định tiền tệ là rất khó, nếu không muốn nói là không thể. Tuy nhiên, vẫn có thể đánh giá định tính về mức độ phù hợp đối với các phản ứng chính sách của Fed, bằng cách xem xét bản chất của các cú sốc, kết quả có thể xảy ra đối với hai loại chính sách mà Fed đã áp dụng, sử dụng và các số liệu có sẵn để đánh giá thành công chung. Để có thể thực hiện đánh giá này cần phải trả lời các câu hỏi sau:

Thứ nhất, Fed có đạt được mục tiêu ổn định tiền tệ không?

Thứ hai, những kết quả có thể xảy ra từ các chương trình cho vay khẩn cấp của Fed là gì?

Thứ ba, các phương tiện cho vay khẩn cấp của Fed có cần thiết không?

Đánh giá chính sách tiền tệ

Như đã được thảo luận trong phần 1, đại dịch COVID-19 và các hạn chế hoạt động, trước hết là làm cho TFP sụt giảm tạm thời. Theo một kịch bản như vậy, mô hình dự đoán rằng lạm phát sẽ tăng lên, với điều kiện là mối quan hệ giữa cung tiền và vận tốc của tiền không đổi. Do đó, một cách đơn giản để xác định liệu phản ứng chính sách tiền tệ của Fed đối với đại dịch có hiệu quả hay không, là kiểm tra xem kỳ vọng về lạm phát sẽ như thế nào đối với sự xuất hiện của đại dịch và các hành động của Fed có ảnh hưởng gì đến kỳ vọng này hay không?

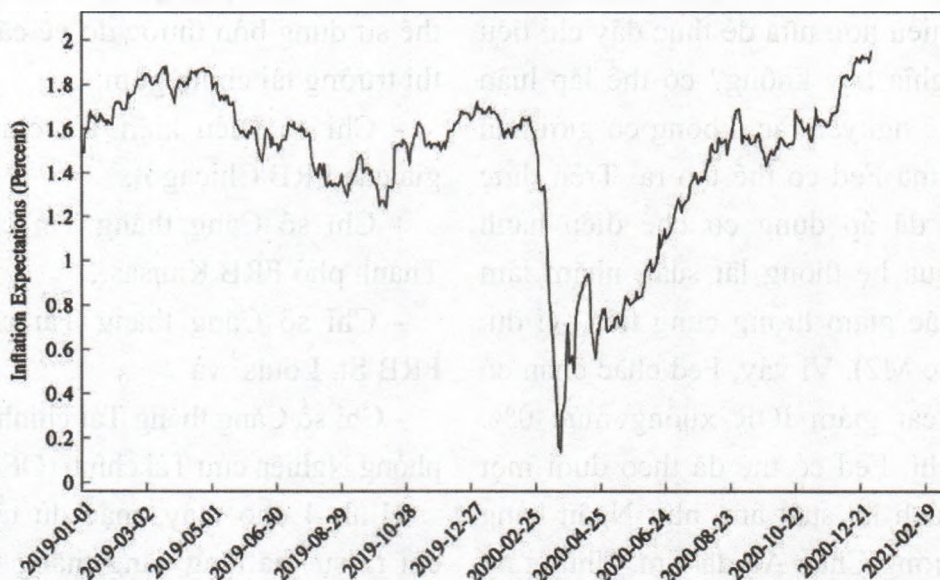
Trên thực tế, thước đo tiêu chuẩn của kỳ vọng lạm phát chính là sự chênh lệch giữa lợi tức của Trái phiếu chính phủ Mỹ, (không được điều chỉnh theo lạm phát) và lợi tức của Trái phiếu chính phủ bảo vệ nhà đầu tư khỏi lạm phát (TIPS)⁵ (được điều chỉnh theo lạm phát). Chỉ số này được gọi là khoảng chênh lệch TIPS.

Vì cùng một tổ chức phát hành và thời hạn trái phiếu là như nhau, lãi suất hiện hành trên TIPS đóng vai trò là một ước tính phù hợp đối với lãi suất thực trên các Trái phiếu Chính phủ Mỹ không được điều chỉnh theo lạm phát. Do đó, theo phương trình Fisher⁶, người ta có thể ước tính kỳ vọng lạm phát trong khoảng thời gian đáo hạn của Trái phiếu, khi lấy lãi suất của Trái phiếu

chính phủ không được điều chỉnh theo lạm phát, trừ đi lãi suất TIPS. Nếu tác động của đại dịch COVID-19 chỉ ảnh hưởng đến phía cung của nền kinh tế, thì kỳ vọng về mức độ chênh lệch TIPS sẽ tăng lên khi số lượng hàng hóa và dịch vụ được làm ra giảm xuống. Tuy nhiên, lại xảy ra điều ngược lại.

Theo Hình 3 cho thấy, kỳ vọng lạm phát giảm mạnh từ 1,65% vào giữa tháng 2/2020 xuống 0,14% vào giữa tháng 3/2020. Điều này cho thấy tác động của đại dịch đối với kỳ vọng lạm phát, khiến nó không thể tăng mà còn giảm xuống, là do được bù đắp bởi sự sụt giảm mạnh của tổng cầu.

Hình 3: Chênh lệch TIPS 5 năm 2019-2021



Nguồn : Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang

Như đã thảo luận trong phần 2, Fed đã phản ứng quyết liệt với đại dịch. Hình 3 cho thấy tổng cầu bắt đầu phục hồi nhanh chóng, mặc dù mất khoảng 5 tháng (từ tháng 3 đến tháng 8/2020) để mức chênh lệch TIPS trở lại mức trước đại dịch, đạt 1,95% vào cuối năm 2020, cho thấy các thị trường kỳ vọng Fed sẽ tiến gần hơn đến việc đạt mục tiêu lạm phát 2%. Một điểm đáng lưu ý là, mặc dù kỳ vọng lạm phát phục hồi, nhưng chi tiêu danh nghĩa dự kiến vẫn dưới mức mục tiêu. Đáng lẽ, những ảnh hưởng của

đại dịch từ phía cung, lẽ ra phải làm *lạm phát tăng cao hơn đáng kể* so với trước khi đại dịch bùng phát. Tuy nhiên, đến cuối năm 2020 lạm phát vẫn dưới 2%. Điều này cho thấy, mặc dù Fed đã hành động ngay từ đầu tháng 3/2020 để đáp ứng nhu cầu thanh khoản gia tăng, nhưng tốc độ và mức độ phản ứng không đủ nhanh chóng để ổn định tổng cầu. Do đó, sản lượng và việc làm có thể thấp hơn mức sản lượng do đại dịch gây ra, thậm chí thấp hơn cả mức sản lượng tiềm năng tự nhiên.

Như vậy, có thể nói, phần lớn những nỗ lực của Fed đã không hoàn toàn thành công trong việc thúc đẩy ổn định tiền tệ. Mặc dù, sự phản ứng nhanh chóng của Fed đã ngăn cản tổng cầu tiếp tục suy giảm nghiêm trọng. Tuy nhiên, với nhiệm vụ của mình, đáng lẽ Fed phải làm nhiều hơn nữa để thúc đẩy chi tiêu danh nghĩa.

Tất nhiên, về việc liệu Fed có thể can thiệp nhiều hơn nữa để thúc đẩy chi tiêu danh nghĩa hay không? có thể lập luận rằng: Về nguyên tắc, không có giới hạn số tiền mà Fed có thể tạo ra. Trên thực tế, Fed đã áp dụng cơ chế điều hành thông qua hệ thống lãi suất, nhằm làm tăng hoặc giảm lượng cung tiền (ví dụ: M1 hoặc M2). Vì vậy, Fed chắc chắn có thể đã cắt giảm IOR xuống mức 0%. Thậm chí, Fed có thể đã theo đuổi một chính sách lãi suất âm, như Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã làm. Những nỗ lực này sẽ tiếp tục thúc đẩy chi tiêu danh nghĩa. Nhưng ở thời kỳ đó, Fed lại để IOR ở mức 0,10%, trong khi kỳ vọng lạm phát vẫn thấp hơn mục tiêu 2% đã nêu. Ngoài ra, Fed cũng có thể đẩy mạnh các hoạt động thị trường mở hơn nữa nếu cần thiết.

Đánh giá chính sách cho vay khẩn cấp

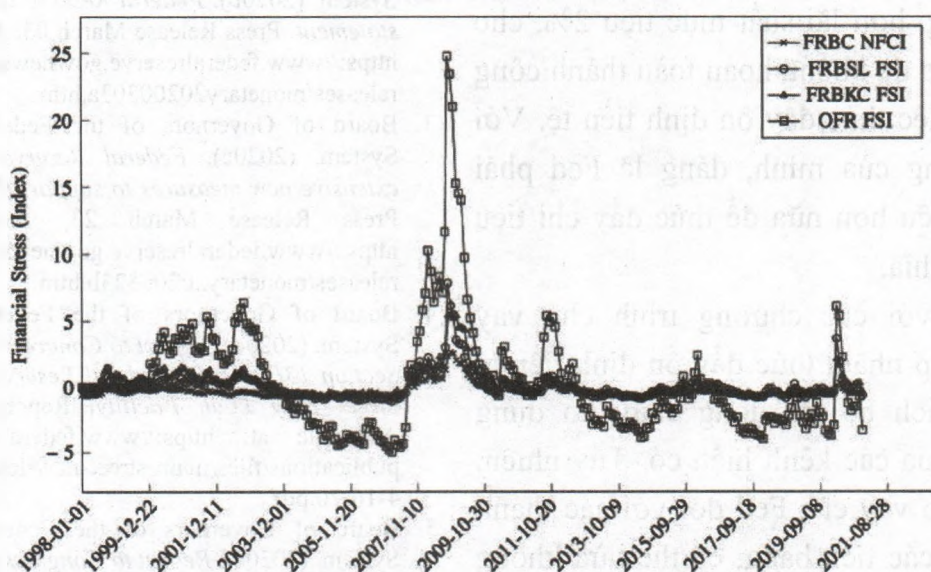
Như mô tả trong phần 2, Fed đã khôi phục và tạo ra một loạt các chương trình cho vay khẩn cấp để đối phó với đại dịch COVID-19. Mục 13 (3) của Đạo luật Dự trữ Liên bang cho phép Fed cho vay các cá nhân, công ty hợp danh và tập đoàn trong “những trường hợp bất

thường và cấp bách” nhưng chỉ theo cách “dựa trên phạm vi rộng” và chỉ “nhằm mục đích cung cấp thanh khoản hệ thống tài chính”. Nói cách khác, Fed chỉ có thể cho các cá nhân, công ty hợp danh và tập đoàn vay nếu đó là những tình huống cần thiết để thúc đẩy ổn định tiền tệ. Vậy các chương trình cho vay khẩn cấp của Fed có cần thiết không?

Để có thể đánh giá tình trạng này có thể sử dụng bốn thước đo về căng thẳng thị trường tài chính gồm:

- Chỉ số Điều kiện Tài chính Quốc gia của FRB Chicago⁷,
- Chỉ số Căng thẳng Tài chính của Thành phố FRB Kansas⁸,
- Chỉ số Căng thẳng Tài chính của FRB St. Louis⁹ và
- Chỉ số Căng thẳng Tài chính của Văn phòng Nghiên cứu Tài chính (OFR-FSI)¹⁰.

Hình 4 cho thấy, mặc dù tất cả đều chỉ ra sự gia tăng căng thẳng tài chính khi bắt đầu đại dịch, nhưng mức độ căng thẳng có thể chỉ bằng với mức độ từng xảy ra vào năm 2001. Về cơ bản, nó ít hơn nhiều so với mức độ xảy ra trong cuộc Khủng hoảng Tài chính 2008 và mức độ căng thẳng giảm xuống nhanh hơn nhiều. Các tình huống có lẽ là bất thường, nhưng chúng dường như không quá nghiêm trọng, ít nhất là không hơn một cuộc suy thoái bình thường. Điều này cho thấy, hệ thống tài chính hoàn toàn có khả năng đáp ứng nhu cầu thanh khoản ngày càng tăng, với điều kiện là Fed nói lòng tiền tệ một cách đầy đủ.

Hình 4: Đo lường căng thẳng tài chính

Nguồn: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Chicago; Ngân hàng Dự trữ Liên bang của Thành phố Kansas; Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis; Văn phòng Nghiên cứu Tài chính

Việc sử dụng hạn chế các chương trình cho vay khẩn cấp của Fed cũng cho thấy chúng không cần thiết để duy trì sự ổn định của thị trường tài chính. MLF chỉ thu hút được hai người đi vay, bang Illinois và Cơ quan Giao thông Đô thị New York (MTA), với tổng số khoản vay là 6,6 tỷ đô la, khoảng 1,3% tổng khả năng cho vay của nó (Board, 2021). Với 1.810 khách hàng vay, MSLP đã cho vay 17,4 tỷ đô la - ít hơn 2,9% khả năng của nó (Federal Reserve Bank of Boston, 2021). SMCCF đã mua khoảng 215 tỷ đô la trái phiếu doanh nghiệp, khoảng 28,7% công suất của nó, trong khi PMCCF hoàn toàn không mua (Board, 2021). Tình trạng cho vay không hiệu quả của Fed đối với MLF và PMCCF, có thể là do lãi suất cho vay được định giá cao hơn lãi suất thị trường dựa trên mức độ rủi ro của người đi vay.

Còn đối với MSLP, do quy trình hành chính rườm rà cùng với các yêu cầu hạn chế về điều kiện vay dường như đã cản trở những người đi vay tiềm năng.

Kết luận

Suy thoái kinh tế trong nửa đầu năm 2020, gây ra bởi sự bùng phát COVID-19 và các biện pháp phong tỏa tạm thời, là một trong những cuộc suy thoái lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Cú sốc COVID-19, trước hết là làm giảm sút tạm thời TFP, nhưng đồng thời, cũng làm tổng cầu giảm xuống. Tình trạng này đã khiến kỳ vọng lạm phát giảm theo. Fed đã phản ứng nhanh chóng bằng việc thực hiện các chính sách tiền tệ truyền thống và cho vay khẩn cấp, nhằm hạn chế tác động của đại dịch.

Đối với chính sách tiền tệ, mặc dù đến cuối năm 2020, Fed đã đẩy kỳ vọng

lạm phát trở lại mức trước đó, nhưng vẫn thấp hơn lãi suất mục tiêu 2%, cho thấy Fed đã không hoàn toàn thành công trong việc thúc đẩy ổn định tiền tệ. Với khả năng của mình, đáng lẽ Fed phải làm nhiều hơn nữa để thúc đẩy chi tiêu danh nghĩa.

Đối với các chương trình cho vay khẩn cấp nhằm thúc đẩy ổn định tiền tệ bằng cách hỗ trợ dòng chảy tín dụng thông qua các kênh hiện có. Tuy nhiên, việc cho vay của Fed đối với các thành phố và các tiểu bang, có thể vừa không hiệu quả, vừa không hợp lý. Vì để ổn định tiền tệ, không nhất thiết Fed phải đóng vai trò thực thi chính sách tài khóa, đồng thời, việc phân bổ tín dụng một cách ưu tiên sẽ làm suy yếu tính độc lập của Fed. Vì vậy, cho dù theo ủy quyền của Quốc hội, hay các quyết định của Fed, thì các khoản cho vay khẩn cấp trong tương lai nên được giới hạn trong việc cung cấp thanh khoản chung cho hệ thống tài chính, theo như điều 13 (3) của Đạo luật Dự trữ Liên bang cho phép. Fed nên tránh cung cấp tín dụng cho các thành phố tự quản và các doanh nghiệp phi ngân hàng ■

Bài viết cho đề tài khoa học cấp Bộ “*Phân ứng chính sách của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đối với đại dịch COVID-19 và hàm ý cho Việt Nam*”. Viện Hàn lâm Khoa học xã hội Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

1. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020a). *Federal Reserve issues FOMC statement*. Press Release March 15. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press-releases/monetary20200315a.htm>.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020b). *Federal Reserve issues FOMC statement*. Press Release March 03. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press-releases/monetary20200303a.htm>.
3. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020c). *Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy*. Press Release March 23. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press-releases/monetary20200323b.htm>.
4. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020d). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Main Street New Loan Facility*. Report April 16. Available at: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/main-street-new-loan-facility-4-16-20.pdf>.
5. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020e). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Main Street Expanded Loan Facility*. Report April 16. Available at: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/main-street-expanded-loan-facility-4-16-20.pdf>.
6. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020f). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Commercial Paper Funding Facility*. Board March 25. Available at: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/commercial-paper-funding-facility-3-25-20.pdf>.
7. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020g). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Nonprofit Organization New Loan Facility*. Report July 23. Available at <https://www.federalreserve.gov/publications/files/nonlf-7-24-20.pdf>.
8. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020h). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Nonprofit Organization Expanded Loan Facility*. Report July 23. Available at: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/noelf-7-24-20.pdf>.
9. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020i). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Municipal Liquidity Facility*. Report April 16. Available at: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/municipal-liquidity-facility-4-16-20.pdf>.
10. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020j). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. Report March 25. Available at: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/money-market-mutual-fund-liquidity-facility-3-25-20.pdf>.

11. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020k). *Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Main Street Priority Loan Facility*. Report May 8. Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/main-street-priority-loan-facility-5-8-20.pdf>.
12. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2021). *Periodic report: update on outstanding lending facilities authorized by the board under section 13(3) of the Federal Reserve act*. Report January 9.
13. Federal Reserve Bank of Boston. (2021). *Federal Reserve Main Street Lending Program. Dashboard*. Available at: <https://www.bostonfed.org/supervision-and-regulation/credit/special-facilities/main-street-lending-program/dashboard.aspx>.
14. Mervosh, S. , Lee, J.C. , Gamio, L , & Popovich, N. (2020a). *See how all 50 states are reopening*. Available at: <https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/states-reopen-map-coronavirus.html>.
15. Mervosh, S. , Lu, D. , & Swales, V. (2020b). *See which states and cities have told residents to stay at home*. Available at: <https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/coronavirus-stay-at-home-order.html>.
3. Repo (viết tắt của repurchase agreement), hay gọi là thỏa thuận mua lại, là một giao dịch mà một tổ chức bán các giấy tờ có giá cho một tổ chức khác (như trái phiếu, cổ phiếu), đồng thời cam kết mua lại chúng với một mức giá cụ thể vào một thời điểm trong tương lai.
4. Vì Fed tiến hành các hoạt động thị trường mở thông qua các đại lý chính và những nhà môi giới. Do đó, những đại lý này đóng vai trò rất quan trọng đối với việc thực hiện chính sách tiền tệ.
5. Trái phiếu chính phủ bảo vệ nhà đầu tư khỏi lạm phát (TIPS) là một trái phiếu kho bạc điều chỉnh theo lạm phát để bảo vệ các nhà đầu tư khỏi những tác động tiêu cực của việc tăng giá.
6. Phương trình có dạng: $i = r + p$. Trong đó, i là lãi suất danh nghĩa, r là lãi suất thực tế và p là kỳ vọng về lạm phát. Nói một cách đơn giản, lãi suất mà người đi vay trả cho người cho vay phải bao hàm yếu tố bồi thường người cho vay để bù lại phần giảm sút giá trị đồng tiền khi món nợ được hoàn trả.
7. FRBC: Chỉ số Điều kiện Tài chính Quốc gia của Fed Chicago (NFCI) cung cấp thông tin cập nhật toàn diện hàng tuần về các điều kiện tài chính của Hoa Kỳ trên thị trường tiền tệ, thị trường nợ và cổ phiếu, cũng như hệ thống ngân hàng truyền thống và “phi chính thức”.
8. FRBKC: Chỉ số Căng thẳng Tài chính Thành phố Kansas (KCFSI) là thước đo hàng tháng về căng thẳng trong hệ thống tài chính Hoa Kỳ dựa trên 11 biến số thị trường tài chính. Giá trị dương cho biết căng thẳng tài chính cao hơn mức trung bình dài hạn, trong khi giá trị âm cho thấy căng thẳng tài chính nằm dưới mức trung bình dài hạn.
9. FRBSL: Chỉ số Căng thẳng Tài chính St. Louis Fed là một chỉ số đo lường mức độ căng thẳng tài chính tại các thị trường được công bố bởi Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis.
10. OFR FSI: Chỉ số Căng thẳng Tài chính OFR (OFR FSI) là một ảnh chụp nhanh hàng ngày về căng thẳng trên thị trường tài chính toàn cầu. Nó được xây dựng từ 33 biến số của thị trường tài chính, chẳng hạn như chênh lệch lợi tức, các biện pháp định giá và lãi suất. FSI OFR là dương khi mức độ căng thẳng trên mức trung bình và tiêu cực khi mức độ căng thẳng dưới mức trung bình.

Chú thích:

1. Năng suất nhân tố tổng hợp (Total Factor Productivity - TFP): là chỉ tiêu phản ánh kết quả sản xuất mang lại do nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và lao động, nhờ vào tác động của các nhân tố đổi mới công nghệ, hợp lý hóa sản xuất, cải tiến quản lý, nâng cao trình độ lao động...
2. Thương phiếu được sử dụng để tài trợ cho các khoản vay mua ô tô, thế chấp và các nhu cầu thanh khoản ngắn hạn của các doanh nghiệp. Các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ (MMMFs) đã cho các doanh nghiệp vay ngắn hạn vào thời điểm đó. Khi khối lượng thương phiếu cần được tái cấp vốn tăng lên, các doanh nghiệp ngày càng gặp khó khăn trong việc cấp tín dụng. CPFF nhằm hỗ trợ để thị trường thương phiếu hoạt động trở lại.