

ĐIỀU CHỈNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG MỘT THẾ GIỚI ĐANG THAY ĐỔI

PGS.TS. Nguyễn Hồng Nga, Mai Thị Huyền Trang

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

Tác giả liên hệ: nganh@uel.edu.vn

Ngày nhận: 15/5/2023

Ngày nhận bản sửa: 24/5/2023

Ngày duyệt đăng: 26/6/2023

Tóm tắt

Các ngân hàng trung ương (NHTW) có mối quan tâm chính là kiểm soát lạm phát, nhưng giờ đây, nó đang trở thành một trong những thách thức mà NHTW phải đối mặt. Bối cảnh kinh tế thay đổi nhanh chóng khiến dự địa chính sách càng thu hẹp, trong khi các nhân tố cấu trúc như khủng hoảng địa chính trị, biến đổi khí hậu, lực lượng lao động đang già hóa và sự ra đời của tiền kỹ thuật số, đã gia tăng đáng kể các thách thức chính sách cơ bản. Thẩm quyền của NHTW và thậm chí cả sự độc lập của họ đang chịu áp lực chính trị ngày càng tăng. Những nhân tố mới này cùng với một số nhân tố khác ngày càng tạo ra những áp lực, đòi hỏi những thay đổi phù hợp trong điều hành chính sách tiền tệ trong tương lai (F&D, March 2023, tr. 2).

Bài viết giới thiệu tổng quan một số quan điểm và đề xuất của các nhà nghiên cứu có ảnh hưởng về một số phương hướng điều chỉnh chính sách của ngân hàng trung ương trong một thế giới đang thay đổi và ngày càng phức tạp.

Gita Gopinath của IMF đề nghị các nhà kinh tế nên cải tiến các mô hình và công cụ phân tích sau khi các mô hình hiện tại đã bỏ lỡ đợt tăng lạm phát gần đây. Markus Brunnermeier lập luận rằng, trong một thế giới hậu đại dịch với lạm phát cao hơn, tăng trưởng thấp hơn và nợ nhiều hơn, các NHTW vẫn đang theo đuổi các chính sách được mô hình hóa trong bối cảnh lạm phát nhẹ, lãi suất thấp và tăng trưởng mạnh mẽ.

Vậy thì, các khuôn khổ và nhiệm vụ của NHTW nên thay đổi như thế nào? Raghuram Rajan cho rằng: Ít hơn là tốt hơn. Ông giải thích lý do tại sao các NHTW nên tập trung vào vai trò chính của họ, đó là, ổn định giá cả; đồng thời, lưu ý đến sự ổn định tài chính. Đối với Giancarlo Corsetti, những trường hợp ngoại lệ như đại dịch có thể kêu gọi các cơ quan tài chính và tiền tệ hợp tác với nhau - nhưng chỉ là tạm thời và không bao giờ phải trả giá bằng sự độc lập của họ.

David G. Blanchflower và Andrew T. Levin đề xuất những phương thức mà NHTW có thể tránh được những sai lầm của tư duy nhóm, có thể đe dọa đến uy tín của họ. Greg Kaplan và các đồng tác giả cho thấy các mô hình mới giúp chúng ta hiểu được ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đối với thu nhập và phân phối của cải như thế nào. Và Michael Weber cho rằng phương thức truyền thông chính sách tiền tệ tốt hơn có thể định hình kỳ vọng lạm phát của công chúng.

Từ khóa: Ngân hàng trung ương, chính sách tiền tệ, lạm phát, Silicon Valley Bank.

Adjusting monetary policy in a changing world

Assoc. Prof. Dr. Nguyen Hong Nga, Mai Thi Huyen Trang

Faculty of Economics and Law, National University of Ho Chi Minh City

Corresponding author: nganh@uel.edu.vn

Abstract

The article provides an overview of various viewpoints and proposals from influential researchers on some policy adjustments for central banks in a rapidly changing and increasingly complex world. While central banks' main concern is still inflation control, it has become one of the challenges they must face. The changing economic landscape has further narrowed policy space, while structural factors such as political instability, climate change, aging labor force, and the emergence of digital currencies have significantly increased fundamental policy challenges. Central bank authority and

even their independence are facing increasing political pressure. These new factors, along with others, are creating pressures that require appropriate changes in monetary policy management in the future. Gita Gopinath of the IMF suggests that economists should improve models and analysis tools after current models have missed recent inflationary surges. Markus Brunnermeier argues that in a post-pandemic world with higher inflation, lower growth, and more debt, central banks are still pursuing policies modeled under low inflation, low-interest rates, and strong growth scenarios. Therefore, how should the frameworks and tasks of central banks change? Raghuram Rajan believes that less is more. He explains why central banks should focus on their primary role, which is price stability, while also paying attention to financial stability. For Giancarlo Corsetti, exceptional cases such as pandemics can call for financial and monetary authorities to cooperate with each other - but only temporarily and never at the cost of their independence. David G. Blanchflower and Andrew T. Levin propose methods that central banks can avoid the pitfalls of group thinking that can threaten their credibility. Greg Kaplan and co-authors demonstrate that new models help us understand how monetary policy affects the income and distribution of wealth. And Michael Weber believes that better monetary policy communication methods can shape public inflation expectations.

Keywords: Central banks, monetary policy, inflation, Silicon Valley Bank.

1. Giới thiệu

Sự sụp đổ của Silicon Valley Bank (SVB), lớn nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, phản ánh những mâu thuẫn tích tụ trong hoạt động của các NHTW dưới tác động của những thay đổi mạnh mẽ trong điều kiện kinh tế. Các cơ quan quản lý NHTW sẽ phải “tái cấu trúc” nền tảng hoạt động và chính họ.

Vào ngày 10/3/2023, Cơ quan Quản lý Tài chính California (The California Department of Financial Protection and Innovation, DFPI) đã đóng cửa Ngân hàng SVB của Mỹ và chuyển giao cho Cơ quan Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) tiếp quản. SVB là ngân hàng lớn thứ 16 của Mỹ với hơn 209 tỉ USD tài sản và hơn 175 tỉ USD tiền gửi vào ngày 31/12/2022 (DFPI, 2023). Vụ phá sản đột ngột và nhanh chóng của SVB, vụ phá sản lớn nhất trong 15 năm kể từ khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, đã gây ra hiệu ứng gợn sóng trên thị trường toàn cầu, làm giảm giá cổ phiếu của các ngân hàng và các tổ chức tài chính

khác, đồng thời, làm dấy lên lo ngại về một “Lehman Brothers thứ hai”, mà sự sụp đổ của nó vào năm 2008 đã làm sụp đổ toàn bộ nền kinh tế thế giới.

Một trong những nguyên nhân dẫn đến sự sụp đổ của SVB là sự tăng mạnh lãi suất của Fed để kiềm chế lạm phát kỷ lục sau nhiều năm lãi suất cực thấp. Chỉ trong một năm tính đến tháng 02/2023, lãi suất quỹ liên bang hiệu lực (Effective Federal Funds Rate, lãi suất các ngân hàng cho vay lẫn nhau, có tính đến lãi suất của Fed) đã tăng hơn 50 lần, từ 0,08% lên 4,57% (lãi suất mục tiêu của Fed trong cùng kỳ tăng từ 0-0,25% lên 4,5-4,75%) (xem Biểu đồ). Tiền trở nên “đắt” hơn đã làm giảm khẩu vị rủi ro của các nhà đầu tư vào các công ty khởi nghiệp công nghệ, làm mất đi nguồn tài trợ chủ yếu cho các công ty này phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Các công ty khởi nghiệp công nghệ là khách hàng chính của SVB và do nhu cầu thanh khoản, họ bắt đầu rút tiền gửi. Để tài trợ cho dòng tiền ra, ngân hàng buộc phải bán tài sản - chủ yếu bao gồm trái



Biểu đồ. Lãi suất quỹ liên bang hiệu lực

phiếu kho bạc Mỹ trung và dài hạn.

Tuy nhiên, do lãi suất cao hơn, lợi suất trái phiếu chính phủ tăng: Danh mục đầu tư trái phiếu chính phủ của SVB mang lại lợi suất trung bình là 1,79% với thời gian đáo hạn trung bình (thời gian đáo hạn hiệu dụng của trái phiếu, bao gồm cả thanh toán trái tức) là 3,6 năm, trong khi lợi suất thị trường hiện tại của trái phiếu kì hạn 3 năm vượt quá 4,5%. Do đó, SVB chỉ có thể bán trái phiếu từ danh mục đầu tư của mình với mức chiết khấu lớn, dẫn đến các khoản lỗ, mà việc bù đắp các khoản thua lỗ này đòi hỏi nguồn vốn bổ sung lớn. SVB đã cố gắng làm điều này bằng thông báo chào bán công khai cổ phiếu của ngân hàng vào ngày 08/3, do Goldman Sachs bảo lãnh, nhưng giá trị của chúng đã giảm mạnh do lo ngại rằng tổn thất tài chính trong ngân hàng sẽ ngày càng lớn. Người gửi ô ạt rút tiền. Không huy động được thanh khoản để chi trả cho người gửi tiền, SVB trong vòng chưa đầy hai ngày đã bị đóng cửa.

Fed dường như đã tính toán sai tác động của việc tăng lãi suất - “đây là những vết thương tự gây ra”, Christopher Whalen, người đứng đầu Công ty Tư vấn Whalen Global Advisors chuyên hoạt động trên các thị trường tài chính toàn cầu, vào cuối năm ngoái, đã lưu ý các vấn đề về khả năng chi trả của các ngân hàng và tổ chức tài chính phi ngân hàng do việc tăng lãi suất của Fed, đã bình luận về sự sụp đổ của SVB với Reuters. Nếu các ngân hàng khác cũng lặp lại số phận của SVB, Whalen không loại trừ khả năng này, điều này có thể buộc Fed phải giảm tốc độ tăng lãi suất và ngừng chống lạm phát để ngăn chặn khủng hoảng tài chính (Reuters, 2023). Tình hình của SVB là một “lời nhắc nhở kịp thời” rằng khi Fed chỉ tập trung vào việc kiềm chế lạm phát bằng các đợt tăng lãi suất “thường sẽ phá vỡ mọi thứ” (Bloomberg, 2023).

“Công việc của một NHTW là lo lắng” (The Job Of The Central Bank Is To Worry). Đó là cách mà Alice Rivlin, Phó Chủ tịch Fed những năm 1990 mô tả đặc điểm công việc của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ. Vào thời điểm đó, các

NHTW có một mối quan tâm chính là kiểm soát lạm phát, nhưng giờ đây, nó đang trở thành một trong những lo lắng mà NHTW phải đối mặt. Bối cảnh kinh tế thay đổi nhanh chóng khiến dự địa chính sách càng thu hẹp, trong khi các lực lượng cấu trúc khủng hoảng địa chính trị, biến đổi khí hậu, lực lượng lao động đang già hóa và sự ra đời của tiền kỹ thuật số - đã làm phức tạp đáng kể các thách thức chính sách cơ bản. Thẩm quyền của NHTW và thậm chí cả sự độc lập của họ đang chịu áp lực chính trị ngày càng tăng. Những lực lượng mới này và những lực lượng khác ngày càng tạo ra những áp lực, đòi hỏi những thay đổi phù hợp trong điều hành chính sách tiền tệ trong tương lai (F&D, March 2023, tr. 2).

2. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính với kỹ năng chính là khai thác thông tin thứ cấp từ các nghiên cứu của một số nhà khoa học có ảnh hưởng về điều chỉnh chính sách tiền tệ và cơ chế hoạt động của các NHTW trong bối cảnh thế giới đang thay đổi.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Phân kỳ mục tiêu

Mười lăm năm trước, sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các NHTW đã nhận ra nhu cầu cấp thiết phải tích hợp sự ổn định tài chính và rủi ro giảm phát vào các mô hình truyền thống của họ và đã phát triển các công cụ để giải quyết cả hai bài toán này. Tuy nhiên, một chính sách tiền tệ hoạt động tốt trong một môi trường kinh tế vĩ mô nhất định có thể gây ra những hậu quả không lường trước được khi môi trường đó thay đổi đột ngột, Markus Brunnermeier, GS. Kinh tế học tại Đại học Princeton, kết luận (F&D, March 2023, tr. 6).

Trong một thế giới hậu đại dịch với lạm phát cao hơn, tăng trưởng kinh tế thấp hơn và nợ nhiều hơn, các NHTW vẫn đang theo đuổi các chính sách được mô hình hóa cho thời kỳ lạm phát thấp, lãi suất thấp và tăng trưởng mạnh mẽ. Hơn nữa, sự thay đổi về điều kiện kinh tế kéo theo sự thay đổi trong cách tiếp cận chính sách:

- (i) Sự gia tăng nợ công làm tăng khả

năng chi phối tài khóa so với chi phối tiền tệ;

(ii) Sự gia tăng nợ tư nhân tạo ra tình thế tiền thoái lương nan giữa mục tiêu kiềm chế lạm phát và duy trì ổn định tài chính.

Các NHTW đóng vai trò là “giám đốc của nền kinh tế”, thiết lập lãi suất với mục đích ổn định lạm phát và ở các nước phát triển đạt được toàn dụng lao động: Cách tiếp cận này có thể được gọi là sự *chi phối tiền tệ* (monetary dominance). Nhân tố chính của nó là sự độc lập của NHTW, tức là, NHTW ấn định lãi suất mà không có sự can thiệp của chính phủ vào quá trình này. Điều này hàm ý NHTW không nên lo lắng về việc lãi suất cao hơn có làm tăng nợ chính phủ hay rủi ro vỡ nợ hay không, Brunnermeier giải thích: Khi lãi suất tăng, các khoản thanh toán lãi cho nợ chính phủ cũng tăng theo - nhưng đây không phải là mối quan tâm của NHTW mà là chính phủ, theo đó, việc cần làm là cắt giảm chi tiêu và từ đó, có thể giảm áp lực lạm phát.

Brunnermeier cho biết, thời kỳ lãi suất cực thấp và mức nợ công ít nghiêm trọng hơn khiến người ta có thể bỏ qua mối liên hệ này: Các NHTW không sợ lạm phát mà sợ giảm phát và tập trung chủ yếu vào việc phát triển các công cụ để tránh giảm phát.

Đại dịch đã thay đổi thực trạng trên: chi tiêu chính phủ và nợ công tăng mạnh ở hầu hết các nền kinh tế phát triển, việc mở rộng tài chính này cuối cùng đã góp phần đáng kể vào sự gia tăng lạm phát, điều này càng được thúc đẩy bởi những cú sốc cung do sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng.

Rõ ràng là chính sách tiền tệ không thể kiểm soát lạm phát "*một cách đơn độc*", chính sách tài chính cũng có vai trò của nó. Quan trọng hơn, nó tạo ra căng thẳng giữa chính phủ và NHTW và nguy cơ *chi phối tài khóa* (fiscal dominance), khi NHTW trong các quyết định của mình xuất phát từ nhu cầu tài chính của chính phủ và mục tiêu tránh vỡ nợ, thay vì chống lạm phát.

“Các NHTW muốn tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát, trong khi các chính phủ “dị ứng” với chi phí trả lãi cao hơn”. Brunnermeier viết: “Họ muốn các NHTW tiền tệ hóa các khoản nợ của họ, tức là, mua

trái phiếu chính phủ mà các nhà đầu tư tư nhân sẽ không mua”. Ngoài ra, các NHTW có bảng cân đối kế toán lớn chứa đầy tài sản rủi ro và trả lãi cho khoản dự trữ của ngân hàng tư nhân có thể chịu tổn thất đáng kể khi lãi suất tăng - điều này cũng có thể làm tăng áp lực từ phía các cơ quan quản lý tài chính và khuyến khích không tăng lãi suất.

Brunnermeier cho biết các NHTW chỉ có thể duy trì sự độc lập của mình nếu họ không nhượng bộ chính phủ và không tham gia vào việc tiền tệ hóa các khoản nợ. Câu hỏi then chốt cho chính sách của họ là nhân tố nào quyết định người chiến thắng trong cuộc cạnh tranh giữa chi phối tài khóa và chi phối tiền tệ? Các đảm bảo pháp lý về sự độc lập của NHTW có thể là chưa đủ: Luật có thể được viết lại và các thỏa thuận quốc tế có thể bị phớt lờ. Để duy trì sự chi phối tiền tệ, NHTW phải được vốn hóa tốt và không yêu cầu chính phủ tái cấp vốn. Nhưng điều quan trọng nhất đối với NHTW là có dư luận đứng về phía mình, Brunnermeier tin rằng: điều này đòi hỏi phải truyền thông hiệu quả các hành động của chính họ, đặc biệt là trong bối cảnh lạm phát do các gói kích thích tài chính tạo ra.

Raghuram Rajan, cựu Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Ấn Độ (2013-2016) và là Giáo sư tại Đại học Chicago, lưu ý rằng các cân nhắc về tài chính đang đè nặng lên chính sách của NHTW: ECB đang lo lắng về khả năng “phân mảnh” - do chính sách tiền tệ lợi tức công cụ nợ của các nước yếu về tài chính tăng vọt so với các nước mạnh hơn.

Ngoài rủi ro chi phối tài khóa, còn có rủi ro *chi phối tài chính* (financial dominance) khi chính sách tiền tệ bị hạn chế bởi những cân nhắc về ổn định tài chính và đối phó với điều kiện tài chính của khu vực tư nhân chứ không phải lạm phát. Sau cuộc khủng hoảng năm 2008, khi các biện pháp kích thích lãi suất truyền thông đã cạn kiệt, các NHTW bắt tay vào nới lỏng định lượng (QE), một đợt mua lại lớn các tài sản rủi ro từ khu vực tư nhân. Khu vực tư nhân đã trở nên phụ thuộc vào thanh khoản do các NHTW cung cấp, đã quen với lãi suất thấp và thực tế là NHTW sẽ luôn ra tay giải cứu

nếu giá tài sản giảm quá nhiều. Một sự thay đổi mạnh mẽ trong điều kiện tiền tệ - tăng lãi suất sau khi nới lỏng QE và chuyển sang thắt chặt định lượng (QT) - có thể gây ra khủng hoảng trên thị trường tài chính.

Vì vậy, vào mùa thu năm 2022, Ngân hàng Anh buộc ra tay giải cứu các quỹ hưu trí, do lợi suất trái phiếu chính phủ tăng lên, phải đối mặt với vấn đề thiếu tài sản thế chấp để bù lỗ (The Washington Post, 2022). Sự sụp đổ của SVB đã gây áp lực lên các cơ quan quản lý từ phía các công ty - những người gửi tiền lớn của ngân hàng: SVB được đặt dưới sự kiểm soát của FDIC, và FDIC phải chi trả cho những người gửi tiền của SVB, tuy nhiên, khoảng 90% tiền gửi trong ngân hàng không thuộc phạm vi bảo hiểm tiền gửi (hạn mức bảo hiểm tiền gửi của FDIC là 250.000 USD) (The Washington Post, 2023). Một mặt, nếu thiếu sự hỗ trợ của Nhà nước thì có thể: (i) kích hoạt hiện tượng rút tiền gửi từ các ngân hàng khác, gây ra hiệu ứng domino; (ii) các công ty bị mất tiền đã cảnh báo rằng họ sẽ phải sa thải hàng nghìn người. Mặt khác, cứu trợ một ngân hàng có thể gây ra rủi ro đạo đức, các ngân hàng khác kì vọng rằng, trong mọi trường hợp, các cơ quan có thẩm quyền sẽ giải cứu họ. Đến tối ngày 12/3, Bộ trưởng Tài chính Mỹ Janet Yellen loại trừ khả năng Chính phủ cứu trợ ngân hàng, nhưng hứa sẽ giúp đỡ người gửi tiền, nhấn mạnh rằng hệ thống ngân hàng Mỹ có khả năng phục hồi và sẽ không có “sự lặp lại thảm kịch của năm 2008”; một tuyên bố tương tự cũng đã được Rishi Sunak, Thủ tướng Vương quốc Anh đưa ra, khi các hoạt động của Chi nhánh SVB tại Anh cũng đã bị cơ quan quản lý đình chỉ và tiến hành thủ tục phá sản đối với SVB Vương quốc Anh. Trong một tuyên bố chung sau đó, Bộ Tài chính Hoa Kỳ, Fed và FDIC hứa sẽ trả lại tiền cho tất cả những người gửi tiền và Fed đã công bố một cơ chế mới nhằm cung cấp thêm vốn cho các tổ chức nhận tiền gửi đủ điều kiện có khả năng đáp ứng nhu cầu của tất cả những người gửi tiền của họ. Cơ chế này sẽ tăng cường năng lực của hệ thống ngân hàng trong việc bảo vệ tiền gửi và đảm

bảo việc cung cấp tiền và tín dụng liên tục cho nền kinh tế. Khoản tài trợ bổ sung sẽ được cung cấp thông qua Chương trình tài trợ có kỳ hạn (Bank Term Funding Program, BTFP), cung cấp các khoản vay có thời hạn lên tới một năm cho các ngân hàng, hiệp hội tiết kiệm, hiệp hội tín dụng và các tổ chức nhận tiền gửi đủ điều kiện cầm cố trái phiếu Kho bạc Mỹ, chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp (MBS) và các tài sản đủ điều kiện khác làm tài sản đảm bảo. Những tài sản này sẽ được định giá theo mệnh giá. BTFP sẽ là một nguồn thanh khoản bổ sung đối với các chứng khoán chất lượng cao, loại bỏ sự cần thiết phải bán tháo tài sản của một ngân hàng trong tình huống khẩn cấp (Federal Reserve System, 2023).

Hệ lụy của các vấn đề như sự sụp đổ của SVB và rủi ro lây lan tiềm tàng của toàn bộ hệ thống phụ thuộc vào nền tảng vốn hóa của các ngân hàng để có thể hấp thụ các khoản lỗ và vào sự thuận tiện, đơn giản của các thủ tục phá sản. Một khung pháp lý phá sản vận hành trơn tru và hiệu quả sẽ bảo vệ phần còn lại của hệ thống khỏi các tác động lan tỏa từ sự thất bại của một tổ chức riêng lẻ và giúp NHTW giảm thiểu sự cần thiết phải cứu trợ, theo GS. Brunnermeier (F&D, March 2023).

3.2. “Ai biết thời thế đang thay đổi?”

Năm 2008, Nữ hoàng Elizabeth II đã hỏi các Giáo sư tại Trường Kinh tế Luân Đôn: “Tại sao không ai nhìn thấy điều này?” ám chỉ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Cựu Thống đốc NHTW Nhật Bản Masaaki Shirakawa khuyến nghị một cách hóm hỉnh, nếu Vua Charles III theo gương bà thì ngày nay, ông ấy có thể đặt một câu hỏi tương tự về lạm phát cao (F&D, March 2023, tr.18).

Câu hỏi rất lí thú vì hai lí do. *Trước hết*, trước khi lạm phát gần đây gia tăng đến mức chưa từng có trong 40 năm qua, nhiều NHTW các nước phát triển rất lo lắng về tình hình lạm phát thấp. *Thứ hai*, họ tự tin cho rằng lạm phát là nhất thời và không kiểm chế được khi giá tăng nhanh. Chính vì nỗi sợ truyền thống về giảm phát và lãi suất giảm xuống mức thấp nhất có thể (lãi suất

âm), Fed thậm chí đã thay đổi định hướng chính sách vào năm 2020, khi cho rằng “sau các giai đoạn lạm phát liên tục ở mức dưới 2%, chính sách tiền tệ phù hợp có thể sẽ nhằm mục đích đạt được mức lạm phát vừa phải trên 2% trong một thời gian” (Federal Reserve System, 2020).

Đây là luận cứ chủ yếu được các NHTW biện minh cho việc nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ nhằm đối phó với lạm phát giảm. Nghe có vẻ hợp lý, nhưng phải được chứng minh bằng thực tế. Và kinh nghiệm của “các nền kinh tế lớn khác”, trong đó, có Nhật Bản, đã đặt ra nghi ngờ về luận cứ nêu trên.

Nhật Bản thực sự đã thực hiện chính sách lãi suất âm trước các nền kinh tế khác từ rất lâu. Nhưng nếu đây là một hạn chế nghiêm trọng đối với chính sách, thì tốc độ tăng trưởng của Nhật Bản lẽ ra phải thấp hơn so với các nước trong Nhóm G7. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người của Nhật Bản ngang với mức trung bình của nhóm G7 từ năm 2000 (khoảng thời gian lãi suất của Ngân hàng Nhật Bản bằng 0 và bắt đầu thực hiện chính sách tiền tệ phi truyền thống) đến năm 2012 (ngay trước khi bảng cân đối kế toán của NHTW bắt đầu phình to), trong khi GDP bình quân một lao động - cao nhất trong nhóm G7 trong cùng thời kỳ. Trong thực tế, tăng trưởng kinh tế Nhật Bản trì trệ là do các yếu tố cơ cấu - đáng chú ý là dân số già đi và giảm nhanh chóng - đã bị hiểu sai là sự suy giảm theo chu kỳ. Điều này dẫn đến nhiều thập kỷ nới lỏng tiền tệ.

“Đại thử nghiệm tiền tệ” (Great Monetary Experiment) của NHTW Nhật Bản trong giai đoạn sau năm 2013 đưa đến kết quả bảng cân đối kế toán của Ngân hàng này “phình” to từ 30% lên 120% GDP, có tác động rất khiêm tốn đến cả lạm phát và tăng trưởng kinh tế - trên thực tế, các nền kinh tế khác sử dụng các chính sách can thiệp phi truyền thống sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cũng nhận được kết quả tương tự.

Điều đó không có nghĩa là chính sách tiền tệ phi truyền thống sẽ không bao giờ có tác dụng: nó có thể rất hiệu quả, tùy thuộc vào hoàn cảnh. Ví dụ: hướng dẫn chính

sách (forward guidance) dự báo về quỹ đạo lãi suất cơ bản - không hiệu quả trong môi trường tăng trưởng thấp, khi thị trường vẫn kì vọng lãi suất thấp được duy trì. Tuy nhiên, khi nền kinh tế đối mặt với các cú sốc bất ngờ về cung hoặc cầu, một dự báo tiếp tục duy trì lãi suất thấp có thể được coi là mở rộng và lạm phát quá mức chứ không phải là một dự báo kiềm chế lạm phát. Điều đó giải thích một phần những gì đã xảy ra với lạm phát hiện tại (F&D, March 2023, tr. 19).

Các NHTW, theo cựu lãnh đạo NHTW Nhật Bản, nên suy nghĩ lại về nỗi sợ giảm phát và những lo ngại liên quan đến việc “thiếu dự địa để hành động” (khi giá cả quá thấp, các ngân hàng trung ương hạ lãi suất “đến mức sàn” và trong trường hợp xảy ra khủng hoảng, họ không thể hỗ trợ nền kinh tế bằng cách hạ lãi suất, vì hầu như không còn dự địa nào để hạ lãi suất).

Dự địa cắt giảm lãi suất thêm sẽ không đem lại kết quả nếu sự mất cân bằng tài chính biểu hiện dưới dạng bong bóng tài sản do nợ gây ra và khủng hoảng tài chính. Shirakawa cho rằng, ngay cả khi nền kinh tế toàn cầu bước vào cuộc khủng hoảng năm 2008 với mục tiêu lạm phát cao hơn và lãi suất cao hơn, thì dự địa để hạ thấp chúng cũng không tạo ra nhiều khác biệt. Theo Paul Volcker, người đứng đầu huyền thoại của Fed, người đã kiểm soát lạm phát thành công trong những năm 1970 và đầu những năm 1980, “giảm phát là mối đe dọa do sự sụp đổ nghiêm trọng của hệ thống tài chính gây ra” (F&D, March 2023, tr. 20). Đó chính xác là những gì đã xảy ra vào những năm 1930 nhưng không xảy ra vào năm 2008. Sự khác biệt chính là những nỗ lực ngăn chặn sự sụp đổ của hệ thống tài chính đã hiệu quả hơn trong năm 2008. Do đó, các NHTW không thể chỉ chú ý đến các diễn biến kinh tế vĩ mô như lạm phát và chênh lệch sản lượng. Họ cũng phải chú ý đến những gì đang xảy ra trong các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

Đánh giá quá cao rủi ro giảm phát, các NHTW đã đánh giá thấp rủi ro lạm phát. Một mặt, có những lý do khách quan cho điều này: (i) đại dịch là chưa từng có và hậu

quả của nó rất khó dự đoán; (ii) kích thích tài khóa có lẽ quá hào phóng; (iii) cuối cùng, ít ai hình dung rằng một cuộc xung đột quân sự sẽ nổ ra, làm gián đoạn thêm chuỗi cung ứng và đẩy giá năng lượng và lương thực lên cao. Ngoài ra, các NHTW nghĩ rằng họ vẫn đang ở chế độ “hậu khủng hoảng năm 2008”, trong đó, mỗi lần giá tăng đột biến, thậm chí là giá dầu, hầu như không ảnh hưởng đến lạm phát chung, Rajan viết tiếp: “Ai mà biết được thời thế đang thay đổi chứ?” (F&D, March 2023, tr. 11).

Tuy nhiên, ngay cả khi có tầm nhìn xa hoàn hảo, các NHTW khó có thể tăng lãi suất trước trong quá trình phục hồi sau đại dịch. Quyết định này sẽ làm chậm tốc độ tăng trưởng kinh tế và có vẻ bất hợp pháp trong mắt công chúng, đặc biệt là nếu sau đó, lạm phát không tăng, Rajan lập luận: “Các NHTW cần công chúng thấy lạm phát cao hơn để có thể đưa ra các biện pháp quyết định”.

Mặt khác, nhiều vấn đề và thách thức mà các NHTW phải đối mặt, bao gồm cả sự chi phối tài khóa và tài chính, là kết quả hoạt động của chính họ. Các thời kì lãi suất thấp và thanh khoản cao kéo dài làm tăng giá tài sản và dẫn đến tăng đòn tài chính. Các NHTW đã làm trầm trọng thêm vấn đề bằng cách mua lại nợ của chính phủ và khiến cho chi tiêu của chính phủ có nhiều khả năng sẽ tăng vọt để đối phó với các cú sốc - ngay cả khi họ không lường trước được các cú sốc. Khu vực tư nhân cũng tăng đòn bẩy, cả ở cấp độ hộ gia đình (như Úc, Canada và Thụy Điển) và ở cấp độ doanh nghiệp. Nhưng có một mối quan tâm mới khác, phần lớn bị bỏ qua, đó là sự phụ thuộc vào thanh khoản. Khi Fed bơm dự trữ trong quá trình nói lòng định lượng, các ngân hàng thương mại tài trợ cho dự trữ phần lớn bằng tiền gửi không kỳ hạn, rút ngắn thời gian đáo hạn các khoản nợ của họ một cách hiệu quả. Kết quả là khu vực tư nhân “nghiện” thanh khoản từ NHTW và việc bình thường hóa bảng cân đối kế toán công kênh của NHTW gây rủi ro cho sự ổn định tài chính.

Với chính sách tiền tệ phi truyền thống, được thiết kế để giải quyết vấn đề “lãi suất bằng 0” - giảm khả năng cắt giảm lãi suất

- các NHTW đã gây ra một loạt mất cân đối, hiện không chỉ làm phức tạp thêm cuộc chiến chống lạm phát, mà còn cả việc từ bỏ bộ công cụ đã được dự định để tăng lạm phát, cựu lãnh đạo Ngân hàng Dự trữ Ấn Độ kết luận.

3.3 Kết luận và đề xuất

Rajan cho rằng: “Khi mọi thứ lắng xuống” các nhiệm vụ chủ yếu của NHTW có thể cần phải được xem xét lại. Một phiên bản tốt nhất có thể là “ít hơn (hàm ý ít mục tiêu hơn) là tốt hơn” (F&D, March 2023, tr.13-14).

Trước tiên, điều này có nghĩa là các NHTW không nên tham gia vào việc chống biến đổi khí hậu, thúc đẩy hội nhập và giảm bất bình đẳng: những nhiệm vụ này tốt nhất nên để ở nơi thuộc về chúng thuộc thẩm quyền của chính phủ. Điều này không có nghĩa là, các NHTW không nên lo lắng về hậu quả của biến đổi khí hậu hoặc bất bình đẳng trong xã hội. Họ có thể thực hiện một số biện pháp như mua trái phiếu xanh thay vì trái phiếu nâu khi can thiệp vào thị trường, mặc dù điều này khiến họ gặp rủi ro về quản lý vi mô (rủi ro cơ quan quản lý can thiệp quá sâu vào đối tượng quản lý). Tuy nhiên, nhiệm vụ trực tiếp chống biến đổi khí hậu hoặc bất bình đẳng tốt nhất nên được giao cho chính phủ, chứ không phải NHTW. *Thứ hai*, nhiệm vụ trước mắt của các NHTW là kiểm soát lạm phát cũng sẽ đòi hỏi phải xem xét lại các phương pháp tiếp cận. Khi các NHTW thành công trong việc giảm lạm phát hiện nay, một thế giới quân sự hóa và phi toàn cầu hóa với dân số già có thể sẽ bị mắc kẹt trên con đường tăng trưởng thấp và có thể là lạm phát thấp. Một thế giới như vậy vẫn chưa được các NHTW hiểu rõ. Và để thay đổi quỹ đạo này thông qua các công cụ phi truyền thống, như giai đoạn sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, đã cho thấy sự thiếu hiệu quả và dẫn đến sự chi phối tài khóa và tài chính.

Có quan điểm cho rằng NHTW nên có một khuôn khổ chính sách chung - ví dụ, lạm phát mục tiêu, với nhiệm vụ này, họ phải giữ lạm phát trong phạm vi mục tiêu. Tuy nhiên, theo Ngân hàng Thanh toán Quốc tế

(BIS, 2022), cơ chế lạm phát thấp có thể rất khác với cơ chế lạm phát cao. Các cơ chế khác nhau đòi hỏi các khuôn khổ chính sách tiền tệ khác nhau. Trong một cơ chế lạm phát thấp, các NHTW nên khoan dung với sự gia tăng tốc độ tăng giá trong tương lai, và trong một cơ chế lạm phát cao, họ nên hành động như những chiến binh không khoan nhượng để chống lại nó. Nhưng khả năng chịu đựng lạm phát trong tương lai có thể đẩy nhanh quá trình dịch chuyển lạm phát sang cơ chế tốc độ cao. Và BIS gợi ý rằng các NHTW nên ứng phó với rủi ro lạm phát càng sớm càng tốt, theo câu thần chú “Khi bạn nhìn chằm chằm vào lạm phát thì đã quá muộn” (“When you stare inflation in the eyeballs, it is too late”). Nghĩa là, hai cách tiếp cận khác nhau đối với chính sách tiền tệ là không tương thích. Và các NHTW không thể “đổi giày” tùy thuộc vào chế độ lạm phát - nếu không, các cam kết của họ sẽ mất hiệu lực, Rajan lập luận (F&D, 2023, tr.14).

Có thể phải chọn một khuôn khổ chính sách tiền tệ thống nhất. Như học cách chung sống với lạm phát thấp, đồng thời, tránh các biện pháp phi truyền thống như nới lỏng định lượng.

Masaaki Shirakawa khuyến nghị: Khi xây dựng khuôn khổ chính sách tiền tệ, các quốc gia sẽ phải tính đến những đặc thù của nền kinh tế quốc dân của họ. Ví dụ, các phương pháp tuyển dụng khác nhau tạo ra các động thái tiền lương khác nhau, điều này ảnh hưởng đến lạm phát. Tại Nhật Bản, lạm phát tiêu dùng đang tăng tốc nhưng với tốc độ chậm hơn nhiều so với các nền kinh tế phát triển khác. Điều này chủ yếu là do thực tiễn độc đáo về “việc làm dài hạn”: Người lao động Nhật Bản, đặc biệt là tại các công ty lớn, được bảo vệ bởi một hợp đồng ngầm, theo đó, các ông chủ cố gắng tránh sa thải bằng mọi giá. Điều này khiến họ thận trọng về việc đề nghị tăng lương

thường xuyên trừ khi thực sự tự tin về mức tăng trưởng trong tương lai. Điều này góp phần kiềm chế lạm phát. Ngay cả trong một thế giới đã trải qua thời kỳ toàn cầu hóa, sự khác biệt trong cấu trúc của các nền kinh tế và đặc điểm của khế ước xã hội vẫn có ý nghĩa quan trọng trong định hình khung chính sách (F&D, 2023, tr. 20).

Việc làm phức tạp thêm các nhiệm vụ của NHTW là không tốt, nhưng họ có thể cần một thẩm quyền mạnh mẽ hơn để giúp duy trì sự ổn định tài chính. *Thứ nhất*, một cuộc khủng hoảng tài chính có xu hướng dẫn đến lạm phát quá thấp mà các NHTW khó có thể đối phó. *Thứ hai*, những cách họ thường giải quyết tình trạng lạm phát quá thấp trong một khoảng thời gian dài, như đã từng xảy ra, đẩy giá tài sản lên cao hơn, kéo theo đó là đòn bẩy tài chính và xa hơn nữa, bất ổn tài chính có thể xảy ra. Thật không may, mặc dù các nhà lý thuyết tiền tệ lập luận rằng, phương thức đối phó tốt nhất với sự ổn định tài chính là thông qua giám sát an toàn vĩ mô, nhưng tỏ ra kém hiệu quả cho đến nay - bằng chứng là sự bùng nổ giá nhà ở các nền kinh tế chủ chốt. Ngoài ra, các chính sách an toàn vĩ mô có ít tác động trong các lĩnh vực của hệ thống tài chính, mang tính mới hoặc tách biệt với các ngân hàng, mà bằng chứng là các bong bóng chứng khoán và tiền mã hóa thời gian qua. Và các NHTW tập trung hơn vào ổn định tài chính sẽ theo đuổi chính sách tiền tệ với ít tác dụng phụ hơn đối với ổn định tài chính.

Việc điều chỉnh lại nhiệm vụ của các NHTW cũng có nghĩa là việc kích thích tăng trưởng kinh tế đang chuyển sang trách nhiệm của khu vực tư nhân và chính phủ, Rajan kết luận: “Các NHTW tập trung hơn và ít can thiệp hơn có thể đạt những kết quả tốt nhất trong một thế giới lạm phát cao, đòn bẩy tài chính cao và tốc độ tăng trưởng thấp đang diễn ra hiện nay” (F&D, 2023, tr.14).

Tài liệu tham khảo

BIS (2022). Annual Economic Report, June 2022. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e2.htm>

Bloomberg (2023). *Market at Risk of More Upheaval as Banking Uncertainty Persists*. Retrieved

from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-12/markets-at-risk-of-more-upheaval-as-banking-uncertainty-persists?sref=hHHz8eP1&leadSource=verify%20wall>.

DFPI (2023). *California Financial Regulator Takes Possession of SVB*, Press Release. Retrieved from <https://dfpi.ca.gov/2023/03/10/california-financial-regulator-takes-possession-of-silicon-valley-bank/>.

Finance & Development (2023). *IMF, New Directions for Nonetary Policy*. March 2023. Federal Reserve System (2023). Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230312a.htm>

Federal Reserve System (2020). *Federal Open Market Committee announces approval of updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, Press Release. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>.

Reuters (2023). *Reactions to Silicon Valley Bank meltdown*. Retrieved from <https://www.reuters.com/business/finance/global-markets-banks-instant-view-2023-03-10/>.

The Washington Post (2022). *The Pension Fund Strategy That's Plaguing the UK Bond Market*. Retrieved from https://www.washingtonpost.com/business/the-pension-fund-strategy-thats-plaguing-the-uk-bond-market/2022/10/19/53f4ae68-4fad-11ed-ada8-04e6e6bf8b19_story.html?outputType=amp

The Washington Post (2023). *Bailout talk roils Washington after Silicon Valley Bank's collapse*. Retrieved from <https://www.washingtonpost.com/us-policy/2023/03/11/silicon-valley-bank-bailout-washington/>