ĐỐI PHÓ KHỦNG HOẢNG COVID 19 BẰNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG – KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

Nguyễn Thị Hoài Phương
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: Phuong.fbf@gmail.com
Lê Vân Chi
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: chilv@neu.edu.vn
Phạm Thị Thùy Dung
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: dungpt@neu.edu.vn

Ngày nhận: 15/9/2020
Ngày nhận bản sửa: 08/10/2020
Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:
Năm 2020, dịch COVID19 đã gây ra ảnh hưởng đến hệ thống tài chính của nhiều quốc gia trên thế giới. Ở các nước có tình hình dịch bệnh nghiêm trọng như Mỹ và Châu Âu, chính sách tiền tệ phi truyền thống đã được ứng dụng để hỗ trợ nền kinh tế. Trong khi đó, tại Việt Nam, tình hình dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn, vì vậy, Ngân hàng Nhà nước vẫn tiếp tục sử dụng chính sách tiền tệ truyền thống. Tuy nhiên, dịch bệnh vẫn còn những diễn biến phức tạp, vì vậy, Việt Nam cần dự báo các kịch bản kinh tế có thể xảy ra và có phương án sẵn sàng sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ phi truyền thống khi cần thiết thông qua bài học từ các nước khác. Bài viết xây dựng khung lý thuyết về chính sách tiền tệ phi truyền thống và phân tích việc thực hiện chính sách tiền tệ phi truyền thống tại một số quốc gia trên thế giới, từ đó đưa ra các hàm ý chính sách cần thiết cho Việt Nam để phục hồi kinh tế sau dịch bệnh.
Từ khóa: Khủng hoảng COVID19, định hướng thị trường, nới lỏng định lượng, cắt giảm lãi suất, chính sách tiền tệ phi truyền thống.
Mã JEL: E52.

Responding to the COVID 19 crisis through unconventional monetary policy: International experiences and policy implications for Vietnam

Abstract:
Pandemic COVID 19 has caused impacts on financial system all around the world since the beginning of 2020. In the countries with bad conditions, such as US and Europe, central banks run unconventional monetary policy to support the economic during the pandemic. In Vietnam, the situation is better, hence, the State Bank of Vietnam used conventional policy, such as decreasing interest rate, loosening credit room instead of the unconventional tools. However, COVID 19 virus is complicated, therefore, Vietnam needs to forecast and build different possible scenarios with the tools of unconventional monetary policy through the experiences of other countries. This paper analyses the theory of unconventional monetary policy and the use of its tools in the world through the pandemic and gives advices for Vietnam to apply these tools to recover after COVID 19.
Keywords: *COVID 19 crisis, forward guidance, quantitative easing, rate cutting, unconventional monetary policy.*
JEL Code: E52.

1. Đặt vấn đề

COVID19 đã trở thành đại dịch toàn cầu và ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế của hầu hết các quốc gia trên thế giới. Sự lan tràn nhanh chóng của virus đã khiến mọi mặt của đời sống bị ảnh hưởng tiêu cực, đặc biệt là lĩnh vực kinh tế. Kể từ đầu năm 2020, đã có rất nhiều biện pháp được các Ngân hàng Trung ương trên thế giới đưa ra để đối phó với những tác động của đại dịch Covid 19, trong đó đáng chú ý là việc áp dụng những công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống. Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) hay ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) đều sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống như là biện pháp điều hành chính sách tiền tệ chính để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua khủng hoảng.

Việt Nam cũng không nằm ngoài tác động của dịch bệnh. Khủng hoảng Covid 19 đã khiến nền kinh tế Việt Nam trở nên ngừng trệ, hoạt động sản xuất kinh doanh và đời sống của nhân dân đều bị ảnh hưởng rất lớn. Điều này đặt ra thách thức cho Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, cần có những biện pháp mạnh mẽ để hỗ trợ nền kinh tế trong cả thời kỳ khủng hoảng và thời kỳ hậu khủng hoảng (Nguyễn Tú Anh, 2020). Cho đến nay, do tác động của Covid 19 tới nước ta chưa nghiêm trọng như các quốc gia khác nhờ vào các biện pháp phòng dịch hiệu quả của Chính phủ, do đó việc sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ nói chung và các công cụ phi truyền thống của chính sách tiền tệ nói riêng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam vẫn ở mức hạn chế. Tuy nhiên diễn biến của một đại dịch toàn cầu sẽ rất khó dự đoán, đòi hỏi Ngân hàng Nhà nước phải chuẩn bị sẵn những phương án điều hành chính sách tiền tệ phù hợp với từng kịch bản của nền kinh tế. Do đó, mục tiêu của nghiên cứu của bài báo này là tổng hợp các lí thuyết cơ bản và nghiên cứu liên quan tới chính sách tiền tệ phi truyền thống, từ đó phân tích các công cụ của chính sách tiền tệ phi truyền thống mà Mỹ và các nước trong khu vực đồng tiền chung Châu Âu đã áp dụng để đối phó với đại dịch. Trên cơ sở bài học kinh nghiệm của các nước, cùng với những phân tích về bối cảnh nền kinh tế Việt Nam dưới tác động của dịch bệnh, nhóm tác giả đã đưa ra một số hàm ý chính sách cần thiết cho Việt Nam trong việc sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống để đối phó với khủng hoảng Covid-19.

2. Cơ sở lý thuyết về chính sách tiền tệ phi truyền thống

2.1. Khái niệm chính sách tiền tệ phi truyền thống

Trong điều kiện kinh tế thông thường, Ngân hàng Trung ương thường sử dụng chính sách tiền tệ truyền thống nhằm điều chỉnh cung tiền từ đó đạt được các mục tiêu cuối cùng. Tuy nhiên, trong một số điều kiện đặc biệt gây ra bởi các cú sốc kinh tế, khi mức lãi suất trên thị trường đã được điều chỉnh xuống rất thấp, sát ngưỡng 0%, thậm chí là 0% (Zero lower bound - ZLB) thì việc tiếp tục sử dụng những công cụ truyền thống sẽ không còn hiệu quả. Lúc này, chính sách tiền tệ phi truyền thống sẽ được sử dụng bởi Ngân hàng Trung ương hoặc cơ quan chức trách khác nằm ngoài các biện pháp truyền thống (Blinder & cộng sự, 2016). Chính sách tiền tệ phi truyền thống sẽ giúp nguồn vốn được cung cấp trực tiếp ra thị trường, giảm lãi suất trong dài hạn, hỗ trợ hoạt động tín dụng, đồng thời tạo dựng niềm tin cho các chủ thể trong nền kinh tế thông qua các tín hiệu trong truyền thông.

2.2. Các công cụ cơ bản của chính sách tiền tệ phi truyền thống

2.2.1. Nới lỏng định lượng

Nới lỏng định lượng (QE) hay còn được biết tới với việc Ngân hàng Trung ương mua một khối lượng lớn các tài sản dài hạn (Large scale asset purchases - LSAP), nhằm nhanh chóng bơm thanh khoản để kích thích nền kinh tế sau khi chính sách tiền tệ truyền thống không còn hiệu lực (Potter & Smets, 2019). Thông thường, Ngân hàng Trung ương thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng bằng cách mua các giấy tờ có giá ngắn hạn nhằm hạ lãi suất ngắn hạn trên thị trường. Tuy nhiên, khi lãi suất ngắn hạn đã giảm đến mức 0%, biện pháp này sẽ không còn tác dụng. Khi đó, Ngân hàng Trung ương có thể sử dụng QE nhằm thúc đẩy nền kinh tế bằng cách mua các tài sản có thời gian đáo hạn dài hơn nhằm làm giảm lãi suất dài hạn trên đường cong lãi suất (Williams, 2011). Việc mua một khối lượng lớn các tài sản dài hạn đóng vai trò quan trọng trong việc khuyến khích các hoạt động kinh tế và được đánh giá là một công cụ rất mạnh mẽ giúp nền kinh tế thoát khỏi suy thoái (Stein, 2012).

2.2.2. Định hướng thị trường

Để chính sách tiền tệ phi truyền thống phát huy hiệu quả tốt hơn, các Ngân hàng Trung ương thực hiện thêm công cụ định hướng thị trường. Thông qua các thông cáo báo chí hay qua các kênh thông tin truyền thông, Ngân hàng Trung ương sẽ truyền tải đến công chúng những thông điệp về chính sách tiền tệ trong

tương lai của mình, trên cơ sở đó, tác động đến các quyết định tài chính của hộ gia đình, doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Để định hướng thị trường hiệu quả, Ngân hàng Trung ương cần đảm bảo rằng những đánh giá và dự báo của mình là chính xác, dựa trên những báo cáo và số liệu đáng tin cậy. Điều này sẽ củng cố niềm tin cho các chủ thể trong nền kinh tế vào những thông báo và quyết sách của Ngân hàng Trung ương; từ đó giúp những biến số kinh tế thay đổi theo hướng mà Ngân hàng Trung ương mong muốn (Janus, 2016). Ngoài ra, cách sử dụng ngôn từ và sự cam kết rõ ràng cũng là yếu tố quan trọng tác động đến hiệu quả của mỗi thông báo định hướng thị trường mà Ngân hàng Trung ương đưa ra.

2.2.3. Hạ thấp lãi suất, khuyến khích các ngân hàng thương mại đẩy mạnh cho vay

Đây là công cụ phi truyền thống được các Ngân hàng Trung ương sử dụng nhằm kích thích trực tiếp nền kinh tế thông qua kênh tín dụng ngân hàng, thực hiện bằng cách áp dụng chính sách lãi suất rất thấp, thậm chí là âm trên thị trường. Trên thực tế, chính sách lãi suất âm chỉ áp dụng trên các khoản tiền gửi của ngân hàng thương mại hoặc thể chế tài chính tại Ngân hàng Trung ương. Đây được coi như những khoản phạt lên hành vi giữ tiền của các ngân hàng thương mại, buộc các ngân hàng này phải giải phóng lượng vốn dư thừa ngoài các khoản dự trữ ra thị trường. Chính sách lãi suất âm sẽ phát huy hiệu quả tại những nền kinh tế mà hệ thống ngân hàng chiếm phần lớn hệ thống tài chính và đóng vai trò là kênh cung cấp vốn chủ yếu cho thị trường.

3. Kinh nghiệm của một số quốc gia trong sử dụng chính sách tiền tệ phi truyền thống đối phó với khủng hoảng COVID-19.

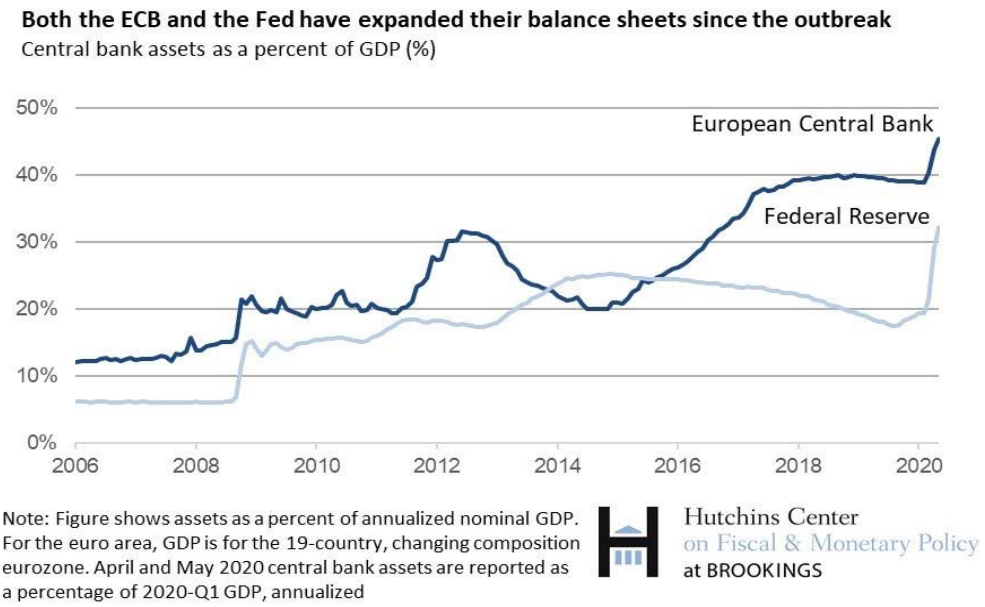
Sau khi đại dịch COVID-19 bùng nổ, Cục Dự trữ Liên bang (FED) và các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới đã đồng loạt thực hiện chính sách tiền tệ phi truyền thống nhằm ngăn chặn khủng hoảng. Cụ thể, bắt đầu từ tháng 3 năm 2020, FED và 20 ngân hàng trung ương khác trên toàn cầu đã lần lượt đưa ra các công cụ của chính sách tiền tệ phi truyền thống để đối phó với suy thoái do đại dịch COVID-19 gây ra (Hartley & Rebucci, 2020).

3.1. FED và chính sách tiền tệ phi truyền thống đối phó với khủng khoảng

3.1.1. Nới lỏng định lượng

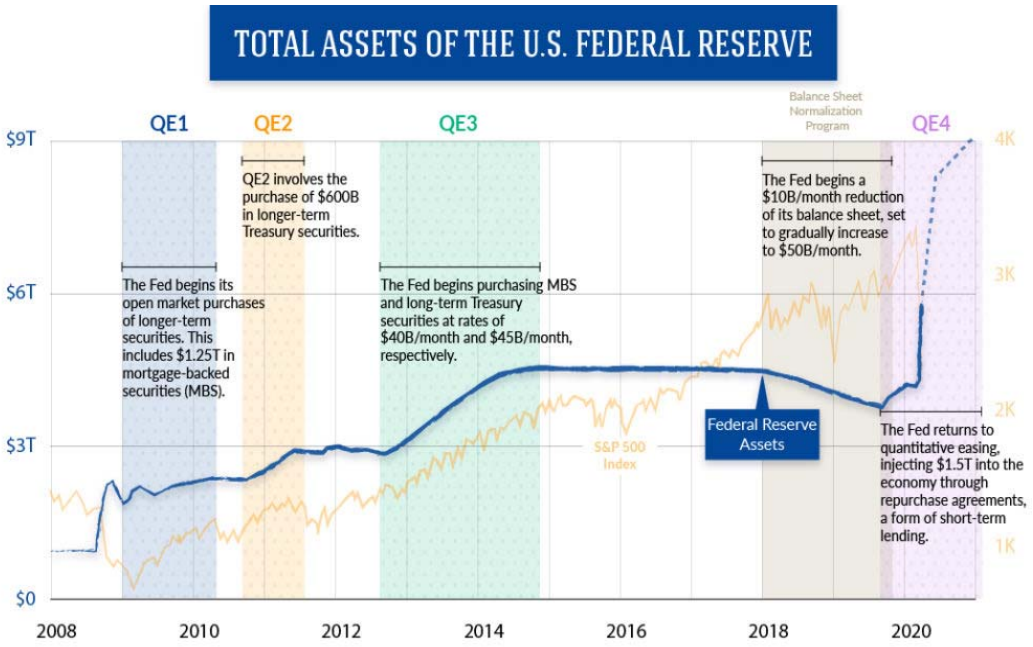
Vào ngày 15 tháng 3 năm 2020, FED cho biết sẽ mua ít nhất 500 tỷ đô la Mỹ (USD) chứng khoán Kho bạc và 200 tỷ USD chứng khoán thế chấp được bảo lãnh bởi Chính phủ. Sau đó, vào ngày 23 tháng 3, FED đã thực hiện việc mua bán trên, đồng thời cam kết sẽ mua thêm chứng khoán với số lượng cần thiết nhằm hỗ

Hình 1: Sự mở rộng khoản mục Tài sản trong Bảng cân đối tiền tệ của Fed và ECB trong khủng hoảng COVID19



Nguồn: Belz & cộng sự (2020).

Hình 2: Tổng giá trị các khoản QEs được FED sử dụng nhằm đối phó khủng hoảng



Nguồn: Lu (2020).

trợ thị trường và truyền tải chính sách tiền tệ hiệu quả hơn. Kết quả là hoạt động trên thị trường tài chính đã được cải thiện, vì vậy FED đã bắt đầu giảm lượng mua vào từ tháng 4 và tháng 5. Tuy nhiên, vào ngày 10 tháng 6, FED cho biết sẽ mua ít nhất 80 tỷ đô la mỗi tháng trái phiếu Kho bạc và 40 tỷ đô la chứng khoán được bảo đảm bằng các khoản thế chấp cho đến khi có thông báo mới. Như vậy, từ giữa tháng 3 đến giữa tháng 6 năm 2020, danh mục chứng khoán nắm giữ hoàn toàn của FED đã tăng từ 3,9 nghìn tỷ USD lên 6,1 nghìn tỷ USD (Cheng & cộng sự, 2020). Việc mua bán các tài sản với khối lượng lớn đã làm mở rộng danh mục và tổng tài sản của cả FED ed và ECB trong đại khủng hoảng COVID19 (Hình 1).

Ngoài ra, vào ngày 31 tháng 3 năm 2020, FED đã thực hiện thỏa thuận mua lại chứng khoán kho bạc với các ngân hàng trung ương nước ngoài, cho phép họ tạm thời huy động đô la bằng cách bán trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ vào tài khoản thị trường mở của FED khi đáo hạn repo. Trước tình trạng hỗn loạn do COVID19, FED đã đưa ra 100 tỷ USD repo qua đêm và 20 tỷ USD repo 2 tuần. Như vậy, FED đã mở rộng chương trình cả về số tiền được cung cấp và thời gian của các khoản vay. Cụ thể, FED đã cung cấp 1 nghìn tỷ đô la repo qua đêm hàng ngày và 500 tỷ đô la trong một tháng và 500 tỷ đô la trong repo ba tháng (Cheng & cộng sự, 2020).

3.1.2. Định hướng thị trường

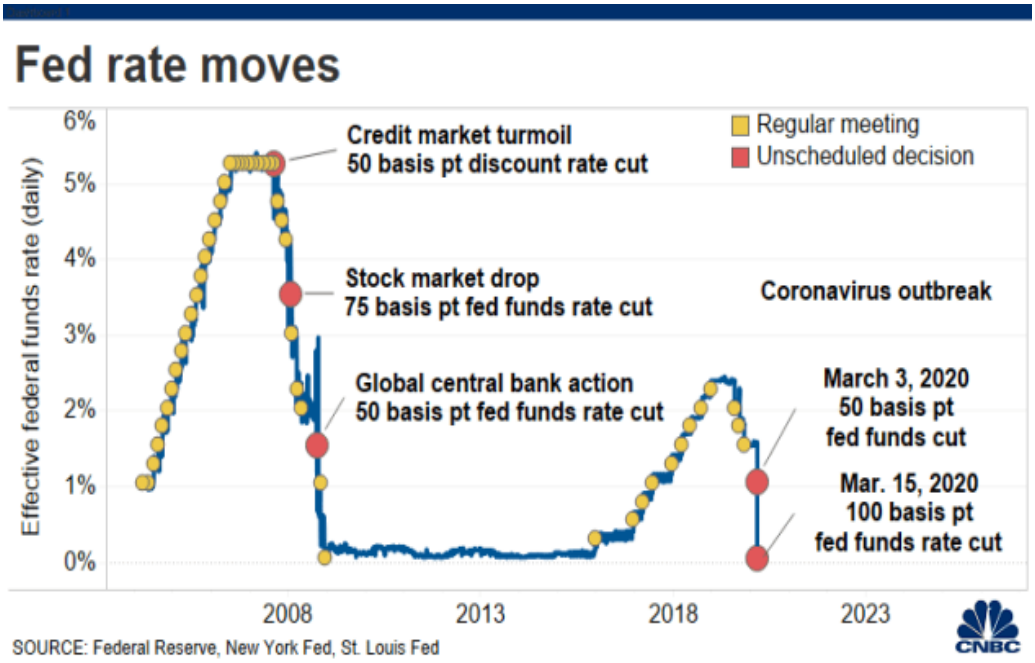
Định hướng thị trường là công cụ đã được FED sử dụng khá thành công trong thời kỳ đại suy thoái 2007-2009. Cụ thể FED đã đưa ra định hướng thị trường về lãi suất, trong đó các thông cáo báo chí cam kết rằng các loại lãi suất chủ chốt sẽ vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp cho đến khi các cơ quan quản lý tin chắc rằng nền kinh tế đã vượt qua khó khăn và đang trên đà đạt được các mục tiêu về việc làm tối đa và ổn định giá cả. Với việc sử dụng công cụ định hướng thị trường, đặc biệt áp dụng với lãi suất qua đêm đã góp phần tạo áp lực giảm đối với lãi suất trong dài hạn (Cheng & cộng sự, 2020).

Có thể thấy rằng việc đưa ra các công bố liên quan đến chính tiền tệ phi truyền thống để ứng phó với cuộc khủng hoảng dưới chuẩn 2008 đã làm giảm rủi ro của các trái phiếu trung hạn, trong khi đó lại tăng nhẹ rủi ro đối với các trái phiếu có kỳ hạn dài hơn. Tuy nhiên, điều thú vị là cũng áp dụng công cụ này nhưng phản ứng chính sách đối với cuộc khủng hoảng COVID-19 lại thể hiện kết quả gia tăng rủi ro đối với trái phiếu trung hạn nhiều hơn dài hạn.

3.1.3. Hạ thấp lãi suất, khuyến khích các ngân hàng thương mại đẩy mạnh cho vay

FED đã cắt giảm mục tiêu đối với lãi suất liên bang 1,5 điểm phần trăm kể từ ngày 3 tháng 3, đưa lãi suất

Hình 3: Sự điều chỉnh lãi suất liên bang nhằm đối phó khủng hoảng của FED



Nguồn: Ngân hàng dự trữ liên bang New York (trích dẫn trong Liesman, 2020).

xuống phạm vi dao động từ 0% đến 0,25%. Lãi suất liên bang là chuẩn mực cho các lãi suất ngắn hạn khác và cũng ảnh hưởng đến lãi suất dài hạn, vì vậy động thái này nhằm giảm chi phí vay thế chấp, cho vay mua ô tô, cho vay mua nhà và các khoản vay khác, nhưng nó sẽ cũng làm giảm thu nhập từ tiền lãi mà người gửi tiết kiệm nhận được.

FED cũng đã giảm lãi suất cho các ngân hàng đối với các khoản vay chiết khấu từ 1,75% xuống 0,25 %, thấp hơn so với thời kỳ Đại suy thoái. Các khoản vay này chủ yếu là khoản vay qua đêm - nghĩa là chúng sẽ được thực hiện vào cuối một ngày và hoàn trả vào sáng hôm sau - nhưng FED đã kéo dài thời hạn lên 90 ngày. Như vậy, các ngân hàng có thể tăng cường hoạt động vay chiết khấu từ FED bằng nhiều loại tài sản thế chấp để đổi lấy tiền mặt. Tiền mặt cho phép các ngân hàng tiếp tục hoạt động, người gửi tiền có thể tiếp tục rút tiền và các ngân hàng có thể cho vay mới. Ngoài ra, FED cũng tạm thời nới lỏng các yêu cầu quy định: FED khuyến khích các ngân hàng tham gia vào các bộ đệm vốn điều tiết và thanh khoản, để họ có thể tăng cho vay trong thời kỳ suy thoái. FED cũng loại bỏ yêu cầu dự trữ của các ngân hàng để đáp ứng nhu cầu tiền mặt.

3.2. Kinh nghiệm từ Ngân hàng Trung ương Châu Âu

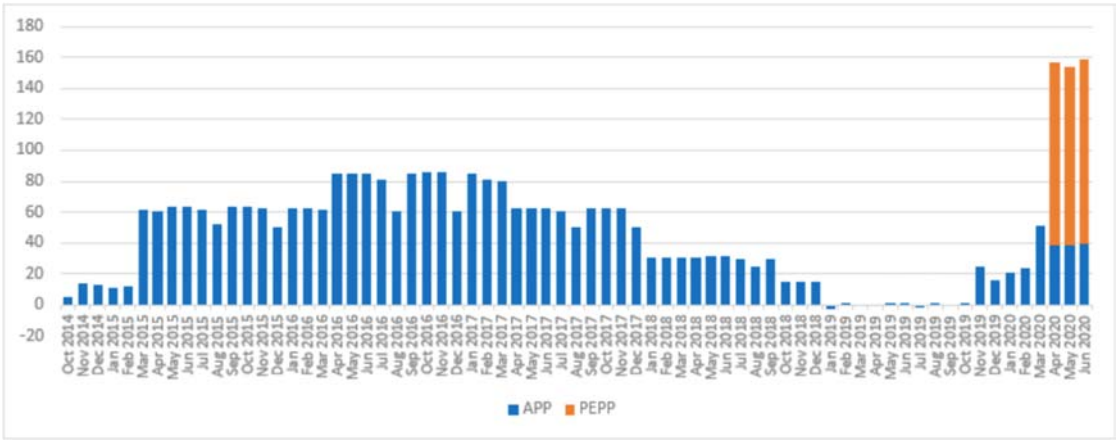
Cũng như các quốc gia khác trên thế giới, kinh tế của các nước Châu Âu cũng không tránh khỏi những tác động tiêu cực từ đại dịch Covid 19. Trong quý 1 năm 2020, tổng sản phẩm quốc nội (GDP) thực tế của khu vực đồng Euro đã giảm mạnh. Tổng hoạt động kinh tế trong quý cũng giảm 3,6%. Số liệu cho thấy sự sụt giảm này do cả nhu cầu trong nước (giảm 3,5 điểm phần trăm) và thương mại ròng (giảm 0,4 điểm phần trăm) (European Parliament, 2020). Để đối phó với nguy cơ khủng hoảng kinh tế do đại dịch gây ra, Hội đồng Thống đốc của ECB thay vì tập trung vào chiến lược chính sách tiền tệ dài hạn, đã phải tập trung vào những biện pháp tình thế nhằm giảm bớt tác động của khủng hoảng và tạo động lực để vực dậy nền kinh tế. Biện pháp chính mà ECB sử dụng là các công cụ phi truyền thống của chính sách tiền tệ.

3.2.1. Nới lỏng định lượng

Nới lỏng định lượng thực hiện thông qua việc mua bán tài sản được Hội đồng Thống đốc của ECB đưa ra vào tháng 3 năm 2020. Theo đó, sẽ có 2 chương trình chính được thực hiện: (1) tăng số lượng tài sản được mua trong khuôn khổ Chương trình Mua tài sản (Asset purchase programme - APP) đã bắt đầu từ tháng 10 năm 2014 và (2) tiến hành Chương trình Gói cứu trợ khẩn cấp chống đại dịch (Pandemic emergency purchase programme - PEPP) với giá trị lên tới 7,3% GDP của khu vực sử dụng đồng Euro (European

Hình 4: Giá trị tài sản ròng được mua bởi cơ quan quản lý tiền tệ của khu vực đồng Euro (Eurosystem) theo tháng

Đơn vị: tỷ Euro (EUR)



Nguồn: European Parliament (2020).

Parliament, 2020).

Từ tháng 3 năm 2020, giá trị tài sản được mua theo chương trình APP tăng gấp đôi so với thời điểm đại dịch mới bắt đầu. Từ tháng 3 đến tháng 6 năm 2020, Eurosystem đã mua tài sản có trị giá 166,6 tỷ EUR theo chương trình APP.

Đặc biệt tháng 3 năm 2020, Hội đồng Thống đốc của ECB đã nhóm họp và cho ra đời 1 chương trình mua tài sản mới có tên gọi là Chương trình Gói cứu trợ khẩn cấp chống đại dịch (PEPP). PEPP ban đầu được xây dựng để thực hiện cho đến cuối năm 2020, tập trung vào mua tài sản của cả khu vực công và khu vực tư nhân, với quy mô 750 tỷ EUR. Trong 3 tháng, cơ quan quản lý tiền tệ của khu vực đồng Euro (Eurosystem) đã mua số tài sản có giá trị ròng là 355 tỷ EUR theo chương trình PEPP (ECB, 2020a).

Đến tháng 6 năm 2020, Hội đồng Thống đốc đã quyết định tăng gói PEPP thêm 600 tỷ EUR. Thời gian mua tài sản ròng của PEPP cũng đã được kéo dài đến ít nhất là cuối tháng 6 năm 2021. Việc mua này được kỳ vọng sẽ góp phần vào việc thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng mà ECB theo đuổi, từ đó loại bỏ ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch đối với lạm phát kỳ vọng.

Hình 5: Giá trị luỹ kế ròng của tài sản được mua theo chương trình PEPP theo tuần

Đơn vị: tỷ EUR

Nguồn: (ECB, 2020a).

Các loại tài sản được mua theo chương trình PEPP bao gồm cả chứng khoán của khu vực công và chứng khoán của khu vực tư nhân. Điều này được kỳ vọng sẽ tác động đồng đều đến các khu vực của nền kinh tế (ECB, 2020a).

3.2.2. Định hướng thị trường

Bên cạnh việc sử dụng công cụ nới lỏng định lượng thông qua các chương trình mua bán tài sản, ECB cũng sử dụng một công cụ phi truyền thống khác nữa, đó là định hướng thị trường (hay hiệu ứng cam kết). Thông qua các thông cáo báo chí, các phương tiện truyền thông, ECB đã truyền tải đến công chúng những thông điệp về chính sách tiền tệ trong tương lai của mình, trên cơ sở đó, tác động đến các quyết định tài chính của hộ gia đình, doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

3.2.3. Hạ thấp lãi suất

Để tác động tới lãi suất và khuyến khích các ngân hàng thương mại đẩy mạnh hoạt động cho vay, ECB đã sử dụng các hoạt động tái cấp vốn dài hạn có mục tiêu (Targeted longer-term refinancing operations - TLTROs). Mục đích chính của biện pháp này là cung cấp các khoản cho vay dài hạn cho các ngân hàng thương mại với những điều kiện khuyến khích ngân hàng thương mại cho vay nhiều hơn ra nền kinh tế, thông qua đó tăng khả năng truyền dẫn của chính sách tiền tệ.

TLTRO III lần đầu tiên được công bố vào tháng 3 năm 2019. Cơ chế khuyến khích chính được sử dụng trong TLTRO III là có thể giảm lãi suất nếu nếu các khoản cho vay đủ điều kiện cao hơn so với mức cho vay chuẩn (ECB, 2019).

Cùng với sự bùng nổ của đại dịch Covid 19, vào ngày 12 tháng 3 năm 2020, ECB đã ra thông cáo báo chí trong đó thông báo việc ECB nới lỏng các điều kiện của TLTRO III để khuyến khích hơn nữa các hoạt động cho vay của ngân hàng thương mại. Đồng thời, ECB cũng tạm thời giảm lãi suất áp dụng (thấp nhất là -0,75%) cho tất cả các hoạt động chưa thanh toán từ tháng 6 năm 2020 đến tháng 6 năm 2021. Đến ngày 30 tháng 4 năm 2020, Hội đồng Thống đốc lại quyết định tiếp tục giảm bớt các điều kiện hoạt động của TLTRO III bằng cách kéo dài thời gian bắt đầu đánh giá chuẩn cho vay thêm một tháng (đến ngày 1 tháng 3 năm 2020) và bằng cách giảm lãi suất áp dụng (xuống -1%) trong khoảng thời gian từ tháng 6 năm 2020 đến tháng 6 năm 2021 (ECB, 2020b).

Các biện pháp trên của ECB được đánh giá là những biện pháp ứng phó hiệu quả để đối phó với cuộc khủng hoảng Covid 19 (Schnabel, 2020). Công cụ phi truyền thống nới lỏng định lượng đã giúp ECB thực hiện được mục tiêu ổn định giá cả. Tính đến tháng 8 năm 2020, tỷ lệ lạm phát ở khu vực đồng Euro đã giảm 0,2% (ECB, 2020c).

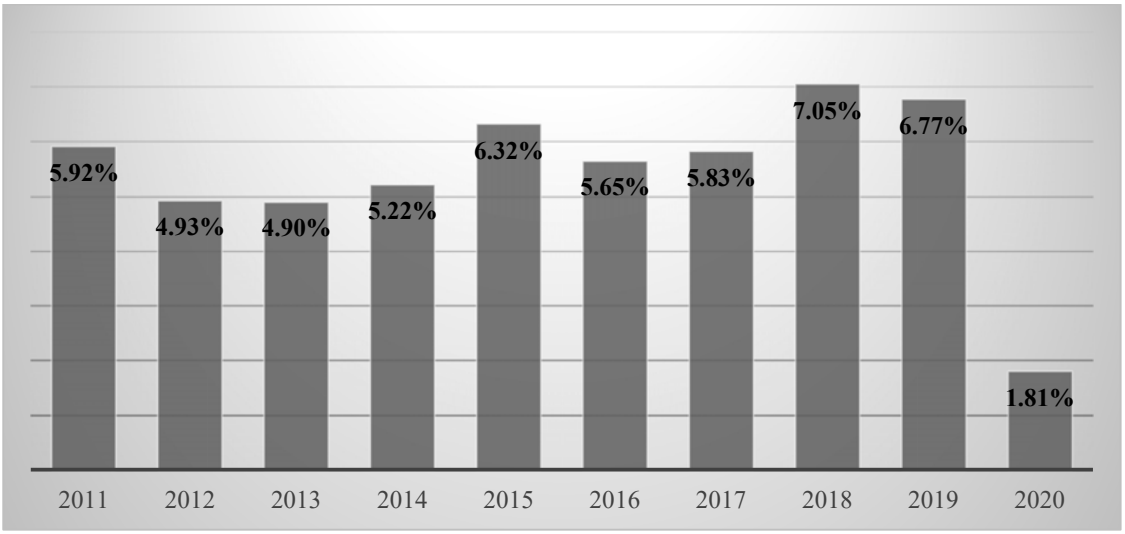
Công cụ hạ thấp lãi suất, khuyến khích các ngân hàng thương mại cho vay ra nền kinh tế cũng tỏ ra hiệu quả. Điều này thể hiện qua việc lãi suất cho vay thấp đã tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng kinh tế khu vực đồng

Bảng 1: Những công bố của ECB về chính sách tiền tệ

Thời gian công bố thông tin	Nội dung công bố
10/9/2020	ECB công bố các quyết định liên quan đến chính sách tiền tệ sau cuộc họp của Hội đồng Thống đốc
28/8/2020	ECB công bố mở rộng hạn mức thanh khoản cho Ngân hàng Trung ương của Croatia và Romania
6/6/2020	ECB thông báo chi tiết về các hoạt động tái cấp vốn dài hạn có mục tiêu mới (TLTRO III)
7/4/2020	ECB công bố các biện pháp nới lỏng tài sản thế chấp tạm thời
18/3/2020	Chương trình Gói cứu trợ khẩn cấp chống đại dịch - PEPP với trị giá 750 tỷ EUR
12/3/2020	ECB công bố nới lỏng các điều kiện của TLTRO III
12/3/2020	ECB công bố các biện pháp hỗ trợ thanh khoản ngân hàng và các hoạt động trên thị trường tiền tệ
7/3/2020	ECB công bố một số quyết định liên quan đến chính sách tiền tệ sau cuộc họp của Hội đồng Thống đốc

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ các Thông cáo báo chí của Eurosystem.

Hình 6: Tốc độ tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm



Nguồn: Tổng cục Thống kê (2020).

Euro. Vào tháng 5 năm 2020, lãi suất cho vay của ngân hàng đối với các khoản vay dành cho các công ty phi tài chính và hộ gia đình nhìn chung không thay đổi ở mức 1,46% và 1,42% (ECB, 2020c). Mặc dù đại dịch Covid 19 đã gây nên những tác động nghiêm trọng đối với nền kinh tế. Tuy nhiên, các biện pháp kích thích mạnh mẽ, đặc biệt là chính sách tiền tệ của ECB đã tác động làm giảm lãi suất cho vay của các khoản vay đối với các doanh nghiệp và hộ gia đình (ECB, 2020c).

Dù vậy, tính đến tháng 8 năm 2020, nền kinh tế của các quốc gia trong khu vực sử dụng Euro vẫn còn chịu tác động tiêu cực rất lớn với tốc độ tăng trưởng kinh tế trong quý 2 năm 2020 là -11,8%. Do đó, hiệu quả của các công cụ phi truyền thống do ECB sử dụng vẫn cần thêm thời gian để đánh giá chính xác.

4. Chính sách tiền tệ tại Việt Nam trong thời kỳ khủng hoảng COVID19

4.1. Bối cảnh kinh tế

Nửa đầu năm 2020, nền kinh tế Việt Nam có mức tăng trưởng GDP thấp nhất trong 10 năm với mức tăng trưởng là 1,81%.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong 3 tháng đầu năm 2020 chỉ đạt mức tăng 4,7%. Đầu tư cũng sụt giảm do dự đoán về sự ảm đạm của nền kinh tế Việt Nam nói riêng và kinh tế quốc tế nói chung. Tổng vốn đầu tư toàn xã hội 6 tháng đầu năm chỉ tăng 3,4% so với năm ngoái và là mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây (Tổng cục Thống kê, 2020).

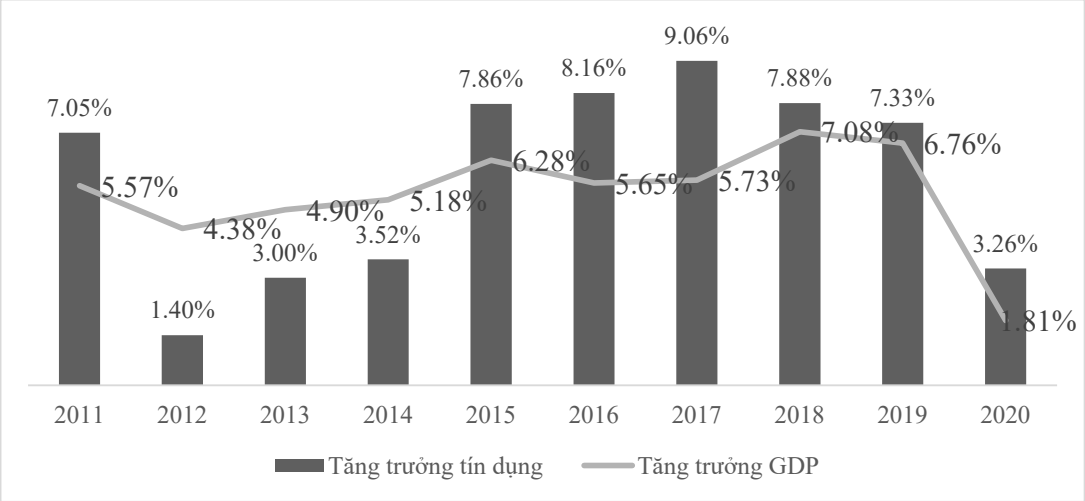
Tuy nhiên, Việt Nam đã kiểm soát khá tốt dịch bệnh và ảnh hưởng đến kinh tế không lớn như các quốc gia khác trên thế giới. Việt Nam được Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) đánh giá là quốc gia an toàn nhất cho du lịch trong thời điểm hiện tại. Đồng thời, dự báo của các tổ chức kinh tế thế giới như Ngân hàng Thế giới (WB), IMF đều đưa ra sự phục hồi của nước ta trong năm 2021 nhờ sự kiểm soát tốt dịch bệnh (Dabla-Norris & cộng sự, 2020).

4.2. Điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam

Trong bối cảnh kinh tế được phân tích ở trên, chính sách tiền tệ được thực hiện trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2020 là sự vận dụng chính sách tiền tệ truyền thống cùng chính sách điều chỉnh nợ để hỗ trợ doanh nghiệp.

Trước hết, Ngân hàng Nhà nước điều hành chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng thông qua việc cắt giảm lãi suất điều hành, tạo điều kiện để các ngân hàng thương mại thực hiện việc giảm lãi suất, phí cho vay với các doanh nghiệp. Lãi suất điều hành được thực hiện giảm 2 lần vào tháng 3 và tháng 5 giúp cho lãi suất của Việt Nam giảm đồng bộ 1-1,5%/năm. Lãi suất cho vay của Việt Nam ở mức 7,7%, thấp hơn một số nước trong khu vực (IMF, 2020). Ngoài ra, đến tháng 8 năm 2020, Ngân hàng Nhà nước còn thực hiện giảm lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc xuống còn 0,5%/năm. Bên cạnh việc giảm lãi suất, Ngân hàng Nhà nước còn

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng 6 tháng qua các năm



Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ nguồn Ngân hàng Nhà nước và Tổng cục Thống kê.

đưa ra các chỉ thị để ngân hàng thương mại giảm tối đa chi phí hoạt động, giảm lợi nhuận để giảm lãi suất cho vay với các khoản vay hiện tại và các khoản vay mới của các doanh nghiệp.

Chính sách tiền tệ truyền thống còn được vận dụng trong việc nới lỏng tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng thương mại. Theo số liệu công bố của Ngân hàng Nhà nước, tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng thương mại đang ở mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.

Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng lại không đồng nhất trong toàn hệ thống ngân hàng. Một số các ngân hàng như Techcombank, VPBank,… lại có mức tăng trưởng cao và được tăng room tín dụng thêm 6-12% (tổng hợp số liệu từ Ngân hàng Nhà nước).

Chính sách tiền tệ truyền thống mặc dù được đánh giá là kịp thời với diễn biến của dịch bệnh, song khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế đang ở mức rất thấp. Vì vậy, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành thông tư 01/2020/TT-NHNN, cho phép các tổ chức tín dụng cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn giảm lãi, phí, giữ nguyên nhóm nợ cho các doanh nghiệp gặp khó khăn do tác động của dịch bệnh. Thông tư này tạo ra một căn cứ pháp lý để các ngân hàng vận dụng, xây dựng một môi trường thuận lợi để các doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn vay ngân hàng, tiếp tục quá trình kinh doanh và vượt qua khó khăn.

Khác với các quốc gia chịu ảnh hưởng nặng nề của dịch bệnh COVID19 như Mỹ hay các nước Châu Âu, Việt Nam chưa thực hiện các biện pháp mạnh tay của chính sách tiền tệ phi truyền thống như nới lỏng định lượng, mua tài sản để đẩy thêm vốn vào nền kinh tế vì tiềm ẩn nhiều rủi ro như mất giá nội tệ, trì hoãn dòng vốn đầu tư nước ngoài (Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách - VERP, 2020).

4.3. Kết quả vĩ mô đạt được

Kể từ khi COVID19 xuất hiện, Việt Nam đã ghi nhận 2 làn sóng dịch bệnh lớn, và các chính sách kinh tế cũng được xây dựng theo hướng thích ứng dần với đại dịch.

Trong thời kỳ đầu, mục tiêu của chính sách tiền tệ là duy trì hoạt động của các doanh nghiệp. Thông qua thông tư 01/2020/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước (2020), tính đến ngày 22 tháng 6 năm 2020, đã có hơn 258.000 khách hàng được cơ cấu lại thời hạn trả nợ với mức dư nợ gần 177.000 tỷ đồng (tổng hợp số liệu từ Ngân hàng Nhà nước). Như vậy, chính sách tiền tệ đã đạt được hiệu quả tích cực để giảm áp lực trả nợ và các chi phí tài chính cho doanh nghiệp (Vũ Đình Ánh, 2020).

Ngoài ra, duy trì sự an toàn trong lĩnh vực ngân hàng cũng được quan tâm. Để hạn chế vấn đề nợ xấu, Ngân hàng Nhà nước đã định hướng để các ngân hàng thương mại thực hiện việc cơ cấu lại nợ, giãn nợ và hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng trực tiếp của dịch bệnh COVID19. Đồng thời, việc hỗ trợ doanh nghiệp cũng tập trung vào các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh, hạn chế được những nguy cơ cho vay với rủi ro cao vào các lĩnh vực như đầu tư chứng khoán, bất động sản hay vàng. Bên cạnh đó, việc cho phép các ngân hàng thương mại điều chỉnh, cơ cấu lại nợ cũng giúp ngân hàng thương mại tránh được tình

trạng mất khả năng thanh khoản khi chi phí gia tăng do rất nhiều doanh nghiệp sẽ phát sinh nợ xấu vì kinh doanh bị đình trệ.

Khi nền kinh tế đã thích nghi dần với dịch bệnh, chính sách tiền tệ hướng đến gia tăng thanh khoản cho hệ thống ngân hàng thương mại, tạo điều kiện gia tăng tín dụng khi các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn. Động thái gần đây nhất của Ngân hàng Nhà nước là giảm lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc nhằm khuyến khích các ngân hàng thương mại gia tăng cho vay thay vì nắm giữ dự trữ, đồng thời tăng room tín dụng cho các ngân hàng thương mại có nhu cầu. Ngân hàng Nhà nước đã linh hoạt khi sử dụng các dự địa của chính sách tiền tệ vì lãi suất ở Việt Nam chỉ hơn tỷ lệ lạm phát khoảng gần 0,2%. Việc hạ lãi suất thêm không đáng kể, không thể tạo ra đột phá cho hoạt động tín dụng nhưng lại kèm theo nguy cơ khi dòng tiền sẽ chảy qua các kênh đầu tư rủi ro khác.

Đến thời điểm hiện tại, chính sách tiền tệ ở Việt Nam đã đạt được kết quả như mong đợi khi ổn định được nền kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát ở khoảng 4%, gia tăng thanh khoản cho hệ thống ngân hàng thương mại, hỗ trợ các doanh nghiệp duy trì và tiến đến phục hồi sản xuất. Đây có thể coi là các thành công trong điều hành chính sách tiền tệ truyền thống của Ngân hàng Nhà nước.

5. Hàm ý chính sách cho Việt Nam

Từ các phân tích về việc sử dụng các công cụ phi truyền thống của chính sách tiền tệ để đối phó với đại dịch COVID 19 ở một số quốc gia điển hình như Mỹ, hay khu vực đồng tiền chung Châu Âu và Việt Nam, nhóm tác giả đề xuất một số khuyến nghị về chính sách tiền tệ với Việt Nam, như sau:

Thứ nhất, công cụ truyền thông là điểm mạnh của chính sách tiền tệ phi truyền thống. Đây là công cụ giúp cho Ngân hàng Trung ương có thể truyền tải mục tiêu của chính sách tiền tệ và định hướng thị trường. Mỹ và ECB đều sử dụng công cụ này để tác động đến tâm lý nhà đầu tư trên thị trường. ECB thường xuyên công bố về những quyết định liên quan tới chính sách tiền tệ, kể cả những thay đổi nhỏ. Những công bố đó đã giúp cho thị trường hiểu được những biện pháp mà ECB dự kiến sử dụng để hỗ trợ nền kinh tế. Mỹ cũng định hướng thị trường về chính sách lãi suất được áp dụng trong các cuộc khủng hoảng.

Tuy nhiên, công cụ truyền thông chưa được sử dụng mạnh ở Việt Nam. Ví dụ trong tháng 8, thị trường dự đoán Ngân hàng Nhà nước sẽ có lần giảm lãi suất thứ 3 từ đầu năm, nhưng thực tế, chính sách được đưa ra chỉ là giảm lãi suất của tiền gửi dự trữ bắt buộc. Như vậy, việc truyền tải các tín hiệu về chính sách tiền tệ đến công chúng của Ngân hàng Nhà nước chưa thực sự hiệu quả. Trong giai đoạn thị trường đang nhạy cảm, việc đánh giá sai về cách điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương sẽ có thể làm giảm hiệu quả của các chính sách được áp dụng. Vì thế, trong giai đoạn tới, Ngân hàng Nhà nước cần đưa ra những tín hiệu rõ ràng hơn về chính sách tiền tệ cho thị trường.

Thứ hai, có thể thấy bối cảnh đại dịch của Việt Nam và các nước Mỹ, Châu Âu có sự khác biệt. Đại dịch COVID 19 gây ra tác động nặng nề đến các nước. Đối với Mỹ và khu vực đồng tiền chung châu Âu, các biện pháp nới lỏng định lượng là thực sự cần thiết khi đại dịch lan tràn ở khắp các khu vực của các nước này. Tuy nhiên, với Việt Nam, dịch bệnh không nghiêm trọng như vậy, vì thế, các biện pháp nới lỏng định lượng được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sử dụng một cách hạn chế. Điều tỏ ra rất phù hợp và hiệu quả với nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, nếu các công cụ truyền thống không thể hiện hiệu quả thời kỳ hậu dịch bệnh thì Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể xem xét áp dụng thêm các công cụ phi truyền thống như nới lỏng định lượng thông qua việc mua bán tài sản để ổn định giá cả và phục hồi nền kinh tế.

Việc mua bán tài sản để nới lỏng định lượng có thể thực hiện một cách đa dạng với nhiều loại tài sản khác nhau. Ví dụ, chương trình mua tài sản của ECB đã được sử dụng với các tài sản trái phiếu doanh nghiệp, thương phiếu, trái phiếu có đảm bảo được phát hành bởi ngân hàng và các tổ chức cho vay thế chấp, chứng khoán được phát hành bởi chính phủ và các đơn vị trực thuộc nhà nước. Điều này giúp cho Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể tác động một cách toàn diện tới thị trường vì không chỉ chứng khoán do khu vực công phát hành được mua mà còn có cả chứng khoán do khu vực tư nhân phát hành.

Thứ ba, theo kinh nghiệm trong cuộc Đại khủng hoảng 2007, việc đánh giá tác động của chính sách tiền tệ trong các giai đoạn trong và sau khủng hoảng là rất cần thiết. Chính sách tiền tệ là chính sách có tác động lâu dài đến nền kinh tế và tồn tại độ trễ trong hiệu quả của chính sách. Các công cụ của chính sách tiền tệ tại Việt Nam có độ trễ từ 5-10 tháng sau khi được áp dụng (Nguyễn Phi Lân, 2010). Vì vậy, việc giảm lãi suất của nền kinh tế cũng như chính sách giãn nợ, cơ cấu lại nợ đang được áp dụng luôn tiềm ẩn các nguy cơ của

nợ xấu, gây mất an toàn trong hoạt động của hệ thống ngân hàng. Để tránh tình trạng này, Ngân hàng Nhà nước cần liên tục dự báo những thay đổi của nền kinh tế trong giai đoạn tiếp theo để ứng phó kịp thời những diễn biến xấu có thể xảy ra đối với hệ thống ngân hàng.

Thứ tư, cần có sự phối hợp giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Để đối phó với nguy cơ khủng hoảng kinh tế do đại dịch COVID19, một mình chính sách tiền tệ là không đủ mà đòi hỏi phải có sự phối hợp nhịp nhàng giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Theo kết luận của Viện Đào tạo và Nghiên cứu BIDV (2020), chính sách tài khóa nên được sử dụng như là các biện pháp tình thế vì tác động nhanh chóng của nó đến nền kinh tế. Ngược lại chính sách tiền tệ sẽ là những biện pháp hỗ trợ, bổ sung cho chính sách tài khóa trong tình hình dịch bệnh, vì chính sách tiền tệ thiên về các mục tiêu dài hạn hơn là các mục tiêu trong ngắn hạn và tác động của chính sách tiền tệ sẽ có độ trễ như đã phân tích ở trên.

Thứ năm, diễn biến dịch bệnh vẫn rất phức tạp trên thế giới, vì vậy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần chuẩn bị sẵn các kịch bản để đối phó với mọi tình huống xảy ra. Để làm được điều này, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần theo sát các diễn biến trên thị trường trong nước cũng như thế giới. Điều này giúp Ngân hàng Nhà nước xây dựng được dự báo về thời điểm kết thúc dịch bệnh, bối cảnh kinh tế thế giới và Việt Nam giai đoạn hậu COVID19. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần cập nhật các biện pháp của chính sách tiền tệ được sử dụng bởi các Ngân hàng Trung ương khác trên thế giới. Từ đó, đánh giá mức độ hiệu quả của các biện pháp này và áp dụng những biện pháp phù hợp với bối cảnh Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Belz, S., Wessel, D., Cheng, J., Gros, D. & Capolongo, A. (2020), 'What's the ECB doing in response to the COVID-19 crisis?', *CEPS*, retrieved on October 11th 2020, from <https://www.ceps.eu/whats-the-ecb-doing-in-response-to-the-covid-19-crisis/>.

Blinder, A.S., Ehrmann, M., Haan, J.D. & Jansen, D.J. (2016), 'Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis', *National Bureau of Economic Research*, 707-755.

Cheng, J., Skidmore, D. & Friday, D.W. (2020), *What's the Fed doing in response to the Covid 19 crisis? What more could it do?*, retrieved on October 8th 2020, from <https://www.brookings.edu/research/fed-response-to-covid19/>.

Dabla-Norris, E., Gulde-Wolf, A.M. & Painchaud, F. (2020), *Vietnam's success in containing COVID-19 offers roadmap for other developing countries*, retrieved on June 29th 2020, from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/29/na062920-vietnams-success-in-containing-covid19-offers-roadmap-for-other-developing-countries>.

ECB (2019), *ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, retrieved on June 6th 2019, from <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html>.

ECB (2020a), *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*, retrieved on October 8th 2020, from <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

ECB (2020b), *ECB announces easing of conditions for targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, retrieved on March 12th 2020, from <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html>.

ECB (2020c), *Update on economic and monetary developments*, retrieved on August 1st 2020, from <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202005.en.html#toc1>.

European Parliament (2020), *The ECB's monetary policy response to the COVID-19 crisis*, Strasbourg, France.

Hartley, J.S. & Rebucci, A. (2020), 'An event study of COVID-19 Central Bank quantitative easing in advanced and emerging economies', *NBER Working paper 27339*, National Bureau of Economic Research, Inc.

IMF (2020), *International Financial Statistics (IFS)*, retrieved October 8th 2020, from <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>.

Janus, J. (2016), 'The transmission mechanism of unconventional monetary policy', *Oeconomia Copernicana*, 7(1),

7-21.

Liesman, S. (2020), *Federal Reserve cuts rates to zero and launches massive $700 billion quantitative easing program*, *CNBC*, retrieved on October 11th 2020, from <https://www.cnbc.com/2020/03/15/federal-reserve-cuts-rates-to-zero-and-launches-massive-700-billion-quantitative-easing-program.html>.

Lu, M. (2020), 'The Fed's balance sheet: The other exponential curve', *Visual Capitalist*, retrieved October 8th 2020, from <https://www.visualcapitalist.com/the-feds-balance-sheet-the-other-exponential-curve/>.

Ngân hàng Nhà nước (2020), *Thông tư số 01/2020/TT-NHNN về quy định về việc tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn, giảm lãi, phí, giữ nguyên nhóm nợ nhằm hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng do dịch COVID19*, ban hành ngày 13 tháng 3 năm 2020.

Nguyễn Phi Lân (2010), 'Cơ chế truyền dẫn tiền tệ dưới góc độ phân tích định lượng', *Tạp chí Ngân hàng*, 18, 19-27.

Nguyễn Tú Anh (2020), 'Ảnh hưởng của dịch Covid-19 và vai trò của chính sách tiền tệ', *Đầu tư chứng khoán*, retrieved on October 8th 2020, from < https://tinnhanhchungkhoan.vn/anh-huong-cua-dich-covid-19-va-vai-tro-cua-chinh-sach-tien-te-post240678.html>.

Potter, S. & Smets, F. (2019), 'Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis', *CGFS Papers*, 63, retrieved on October 8th 2020, from <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>.

Schnabel, I. (2020), *The ECB's response to the COVID-19 pandemic*, retrieved on April 16th 2020, from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200416~4d6bd9b9c0.en.html>.

Stein, J. (2012), *Evaluating large-scale asset purchases*, retrieved on October 11th 2020, from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20121011a.htm>.

Tổng cục thống kê (2020), *Báo cáo tình hình kinh tế xã hội Quý II và 6 tháng đầu năm 2020*, Hà Nội.

VEPR (2020), *Báo cáo kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 2 và sáu tháng đầu năm 2020*, Hà Nội.

Viện Đào tạo và Nghiên cứu BIDV (2020), *Báo cáo kinh tế vĩ mô 6 tháng đầu năm 2020*, Hà Nội.

Vũ Đình Ánh (2020), 'Chính sách tiền tệ tín dụng ứng phó với dịch Covid-19', *Tạp chí Ngân hàng*, 7, retrieved on October 11th 2020, from <http://tapchinganhang.gov.vn/chinh-sach-tien-te-tin-dung-ung-pho-voi-dich-covid-19.htm>.

Williams, J. (2011), 'Unconventional monetary policy: Lessons from the past three years', *FRBSF Economic Letter*, 31, retrieved on October 11th 2020, from <https://www.researchgate.net/publication/227437624_Unconventional_monetary_policy_Lessons_from_the_Past_Three_Years>.