

Chính sách tiền tệ (CSTT) truyền thống được các ngân hàng trung ương (NHTW) áp dụng trong những năm qua và phát huy các tác động tích cực trong việc ổn định thị trường tài chính, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, khi thị trường tài chính đã lún sâu vào khủng hoảng, CSTT bị suy giảm hiệu lực, đòi hỏi NHTW cần phải đưa ra các công cụ khác để tác động lên thị trường tài chính và các công cụ chính sách này được gọi tên là các công cụ CSTT phi truyền thống.

Bài viết này tập trung đề cập việc sử dụng CSTT phi truyền thống tại một số nước, đồng thời, trên cơ sở đề cập khái quát tình hình áp dụng CSTT phi truyền thống tại Việt Nam những năm qua sẽ đưa ra một số khuyến nghị chính sách đối với Việt Nam.

1. Khái quát CSTT phi truyền thống

Ngày nay, NHTW chủ yếu thực thi CSTT bằng cách đặt ra một mục tiêu cho lãi suất (LS) qua đêm trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng và điều chỉnh lượng cung tiền của NHTW hướng tới mục tiêu đó thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Để giảm thiểu tối đa rủi ro trên bảng cân đối của NHTW, tất cả các nghiệp vụ cung cấp thanh khoản đều được diễn ra dưới hình thức các giao dịch đối ứng trên cơ sở các tài sản thế chấp đủ tiêu chuẩn. Nói cách khác, trong điều kiện bình thường, NHTW không có quan hệ cho vay trực tiếp với Chính phủ và khu vực tư nhân. Cụ thể, NHTW không tiến hành việc mua đứt trái phiếu Chính phủ hay nợ doanh nghiệp (DN) và các công cụ nợ khác. Bằng cách điều chỉnh mức LS chính sách, NHTW có khả năng kiểm soát khả năng thanh khoản trên thị trường

* Học viện Ngân hàng

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ PHI TRUYỀN THỐNG: THỰC TIỄN CÁC NƯỚC VÀ VẤN ĐỀ ĐẶT RA ĐỐI VỚI VIỆT NAM

PGS., TS. Nguyễn Trọng Tài *

tiền tệ một cách có hiệu quả. Qua đó, đạt được mục tiêu cuối cùng của mình là bình ổn giá cả trong trung và dài hạn. Biện pháp này giúp NHTW có thể đưa ra CSTT mở rộng phù hợp với nền kinh tế trong giai đoạn suy thoái. Đồng thời, đây cũng là một giải pháp hữu hiệu nhằm kiểm chế áp lực lạm phát trong thời kì bùng nổ kinh tế và đảm bảo ổn định chức năng của thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, trong một số thời kỳ, CSTT truyền thống không thực sự có hiệu quả mặc dù NHTW vẫn nỗ lực nhằm đạt được những mục tiêu đề ra.

Có hai trường hợp có thể xảy ra:

Thứ nhất, khi những cú sốc kinh tế quá mạnh làm LS danh nghĩa cần được đưa về mức 0%. Ở mức này, việc cắt giảm thêm LS là điều không thể. Vì vậy CSTT mở rộng chỉ có thể được thực hiện bằng cách sử dụng các công cụ CSTT phi truyền thống, thông qua: (i) Tác động vào LS kỳ vọng trung, dài hạn; (ii) Thay đổi thành phần của bảng cân đối NHTW; (iii) Mở rộng bảng cân đối của NHTW.

Thứ hai, khi LS vẫn ở trên mức 0% nhưng các kênh truyền dẫn CSTT truyền thống bị suy yếu, trong tình huống này, NHTW có thể tiếp tục giảm LS mục tiêu (tiếp tục sử dụng CSTT truyền thống) hoặc chuyển sang sử dụng các công cụ phi truyền thống.

Như vậy, các biện pháp phi truyền thống chính là các chính sách nhằm

tác động trực tiếp tới chi phí và tính sẵn có của các nguồn vốn từ bên ngoài chảy vào các ngân hàng (NH), hộ gia đình và các công ty phi tài chính. Nguồn tài chính này có thể nằm dưới dạng: NHTW cung cấp tính thanh khoản, các khoản vay tư nhân, các loại chứng khoán nợ hoặc chứng khoán vốn. Chi phí của các nguồn tài chính từ bên ngoài này thường cao hơn so với LS liên NH ngắn hạn được điều chỉnh bởi CSTT. Do đó, các biện pháp phi truyền thống có thể được xem như nỗ lực làm giảm chênh lệch LS giữa các nguồn vốn từ bên ngoài, qua đó ảnh hưởng tới giá tài sản và luồng tiền trong nền kinh tế. Bên cạnh đó, vì những biện pháp này nhằm mục tiêu tác động tới các điều kiện tài chính nên kết cấu của chúng cũng chịu ảnh hưởng của các điều kiện tài chính.

CSTT phi truyền thống đã được các nước sử dụng từ đầu thế kỉ 20 gắn với những cuộc khủng hoảng kinh tế lớn.

Một số hướng mà CSTT phi truyền thống có thể tác động tới các biến số kinh tế:

(i) Tác động đến kỳ vọng của thị trường, qua đó làm thay đổi LS dài hạn thực tế và cuối cùng sẽ ảnh hưởng đến chi phí của khoản vay. Chính sách này thường được gọi là "nới lỏng định lượng". Biện pháp này có thể hiệu quả theo một số hướng: (i) NHTW có thể làm giảm LS thực tế nếu họ có thể khiến công chúng kỳ



Chuyên mục này do Ngân hàng Thương mại cổ phần
Quân đội tài trợ



CSTT phi truyền thống đã có những tác động rõ rệt về kinh tế vĩ mô tại Nhật Bản - một trong những nước áp dụng CSTT phi truyền thống sớm nhất trên thế giới

vọng rằng mức giá cả trong tương lai sẽ cao hơn. Nếu lạm phát kỳ vọng tăng lên, LS thực sẽ giảm, kể cả nếu LS danh nghĩa vẫn duy trì không đổi ở mức sàn; (ii) Các nhà hoạch định chính sách có thể trực tiếp tác động đến kỳ vọng về LS trong tương lai bằng cách cam kết duy trì LS chính sách ở mức sàn 0% trong một khoảng thời gian nhất định. Theo lý thuyết dự tính, LS dài hạn bằng trung bình các LS ngắn hạn kỳ vọng, do đó, những kỳ vọng sẽ tác động làm đường cong LS thẳng ra khi các nhà hoạch định chính sách cam kết giữ mức LS ở mức sàn. Hơn nữa, sự cam kết có điều kiện nhằm giữ LS ngắn hạn ở mức này trong thời gian đủ dài sẽ có khả năng ngăn lạm phát kỳ vọng giảm xuống, tránh việc LS thực tế tăng lên hoặc chi tiêu bị cắt giảm. Trong cả 2 trường hợp, nếu việc quản lý lạm phát kỳ vọng thành công, với điều kiện các yếu tố khác không đổi sẽ làm giảm LS dài hạn thực tế, từ đó, khuyến khích việc đi vay và làm tăng tổng cầu.

(ii) Làm thay đổi các điều kiện thị trường của các tài sản tài chính có thời gian đáo hạn khác nhau như: trái phiếu chính phủ (TPCP), thương phiếu hoặc các tài sản tài chính nước ngoài. Loại chính sách này thường được đề cập đến với tên gọi "nới lỏng tín dụng (TD)"

Hai loại chính sách này tác động

khác nhau đến thành phần của bảng cân đối NHTW. Ngoài ra, một điểm khác biệt nữa là "nới lỏng TD" nói chung có thể được thực hiện ngay cả khi LS danh nghĩa ngắn hạn vẫn ở trên mức 0%, trong khi đó "nới lỏng định lượng" chỉ có ý nghĩa khi LS bằng 0% hoặc rất gần với mức 0%.

Các công cụ của CSTT phi truyền thống

Nới lỏng định lượng trực tiếp. Được NHTW sử dụng để kích thích nền kinh tế bằng cách mua một khối lượng tài sản tài chính phi rủi ro nhất định từ các NHTM và các tổ chức tư nhân khác, từ đó, nâng giá các tài sản tài chính này và làm giảm LS của chúng đồng thời kích thích tăng lượng tiền cơ sở. Thông thường, NHTW thực hiện CSTT mở rộng bằng cách mua TPCP ngắn hạn nhằm hạ LS ngắn hạn trên thị trường. Tuy nhiên, khi LS ngắn hạn đã giảm đến mức 0%, biện pháp này mất hiệu lực. Khi đó, NHTW có thể sử dụng nới lỏng định lượng nhằm tăng cường kích thích nền kinh tế bằng cách mua các tài sản có thời gian đáo hạn dài hơn TPCP ngắn hạn nhằm làm giảm LS dài hạn trên đường cong LS.

Nới lỏng định lượng có thể sử dụng để đảm bảo lạm phát không giảm xuống dưới mức mục tiêu. Tuy nhiên, biện pháp này cũng tiềm ẩn rủi ro: chính sách có thể trở nên hiệu quả

quá mức mong đợi trong việc điều chỉnh giảm phát, dẫn đến tình trạng lạm phát cao hơn trong dài hạn (do cung tiến tăng), hoặc chính sách không đủ hiệu quả nếu các NH không cho vay dự trữ bổ sung.

Khi quyết định mở rộng bảng cân đối, NHTW phải lựa chọn loại tài sản để mua. Về nguyên lý, NHTW có thể mua bất kỳ loại tài sản nào, từ bất cứ đối tượng nào, nhưng trên thực tế, biện pháp nới lỏng định lượng thường tập trung vào việc mua TPCP dài hạn từ các NH, lý do: (i) LS TPCP có vai trò như một tiêu chuẩn để định giá các chứng khoán có rủi ro cao hơn do tư nhân phát hành. Khi TPCP dài hạn được mua, LS của các trái phiếu do công ty phát hành được mong đợi cũng sẽ giảm song song với LS TPCP; (ii) LS dài hạn giảm sẽ kích thích đầu tư dài hạn và làm tăng tổng cầu, nhờ đó ổn định giá cả.

Như vậy, nếu mục tiêu đặt ra của chính sách nới lỏng định lượng là chắc chắn các khoản cho vay mới đến được tay khu vực tư nhân, NHTW sẽ tập trung chủ yếu vào việc mua trái phiếu từ các NHTM. Đây chính là lý do các NH đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong sự thành công của bất kỳ chính sách nới lỏng định lượng nào. Khả năng thanh khoản bổ sung được cung cấp bởi NHTW thông qua các gói nới lỏng định lượng sau đó sẽ được các NHTM sử dụng để cho vay như những khoản TD mới. Tuy nhiên, các NHTM có thể sẽ lựa chọn nắm giữ tiền mặt nhận được từ việc bán trái phiếu trong tài khoản dự trữ của mình ở NHTW như một công cụ phòng ngừa rủi ro. Trong trường hợp này, tính thanh khoản do NHTW cung cấp vẫn nằm trong khu vực tài chính mà không chảy ra ngoài. Rủi ro này có thể được giảm thiểu bằng cách NHTW chỉ tiến hành mua TPCP khi LS đã ở mức thấp nhất - có nghĩa là, khi các kênh LS truyền thống đã được khai thác tối đa. Ở mức LS này, các khoản tiền dự trữ không có lãi hoặc lãi gần như bằng không, do đó các NH có rất ít hay không có lý do để dự trữ quá nhiều tiền ở NHTW. Việc triển khai biện pháp nới lỏng định lượng ở

mức LS khác với mức sàn có thể đòi hỏi bảng cân đối NHTW phải mở rộng hơn và do đó làm tăng nguy cơ rủi ro cho NHTW.

Như vậy, sự ổn định của hệ thống tài chính đóng vai trò quan trọng trong sự thành công của biện pháp nới lỏng định lượng. Khi các NHTM dùng những khoản vay trung gian, chính sách này sẽ không còn tác dụng. Nới lỏng định lượng được xem là thành công khi nó thu hẹp được chênh lệch giữa LS phải trả đối với một số công cụ TD nhất định và LS chính sách, từ đó hạn chế rủi ro thiếu tính thanh khoản và khuyến khích NH cấp TD cho những đối tượng sẵn sàng trả LS cao hơn.

Nới lỏng TD trực tiếp. Là việc NHTW mua các tài sản của khu vực tư nhân để cung cấp thêm khả năng thanh khoản cho thị trường đang gặp khó khăn, nhờ đó khơi thông nguồn vốn TD và cho vay đối với nền kinh tế. Như vậy, nới lỏng TD tác động trực tiếp đến tình trạng thiếu thanh khoản và chênh lệch LS ở những khu vực thị trường nhất định, đặc biệt là thị trường bán buôn thông qua việc mua những chứng khoán có tài sản đảm bảo. Chúng được sử dụng nhằm thu hẹp chênh lệch LS giữa một số chứng khoán tư nhân với các loại chứng khoán phi rủi ro (trong khi *nới lỏng định lượng* tác động theo hướng hạ LS các loại chứng khoán phi rủi ro, từ đó làm cơ sở để đường cong LS toàn thị trường hạ xuống song song với các chứng khoán được mua, trên cơ sở phần bù rủi ro không thay đổi).

Cần lưu ý, việc sử dụng nới lỏng TD trực tiếp cần được cân nhắc cẩn trọng cả trên phương diện độ sâu thị trường tài chính, qui mô các DN phát hành trái phiếu để tránh sự phân bổ nguồn lực một cách méo mó giữa các ngành, các lĩnh vực cũng như tiềm ẩn các rủi ro gắn với việc áp dụng CSTT.

Nới lỏng định lượng/TD gián tiếp. Các biện pháp được đề cập trên đây, NHTW đều được dự báo sẽ trực tiếp mua/bán các tài sản, thông qua đó bơm tiền ra nền kinh tế. Điều đó có nghĩa là NHTW trực tiếp nắm giữ các tài sản cho đến khi đáo hạn hoặc

bán lại các tài sản đó, do đó, rủi ro của các tài sản này sẽ nằm trên bảng cân đối của NHTW. Một cách khác để mở rộng bảng cân đối NHTW là nới lỏng điều kiện tài chính hoặc cho các NHTM vay với thời gian đáo hạn lâu hơn, với tài sản thế chấp là các tài sản mà thị trường của chúng đang tạm thời bị suy giảm. Chính sách này ảnh hưởng trực tiếp đến đường cong LS theo chiều ngang hay theo thời gian chính sách được tiến hành hoặc cam kết tiến hành. Chẳng hạn, khi NHTW tiến hành đấu thầu LS cố định và cung cấp đầy đủ, tức là sẽ cung cấp thanh khoản cho những thành viên tham gia dự thầu tại một LS cố định (thay vì cơ chế đấu thầu đa giá), và cung cấp toàn bộ lượng thanh khoản mà thành viên dự thầu yêu cầu. Chiều ngang của đường cong LS sẽ được kéo dài đến thời hạn NHTW cam kết tiến hành gói thầu. Ví dụ, nếu NH cam kết tiến hành hoạt động tái cấp vốn 6 tháng trong 1 năm, chiều ngang của đường cong LS trong 2 năm sẽ có xu hướng bị ảnh hưởng.

Khi thực hiện CSTT mở rộng, việc tăng lượng tiền cơ sở dựa trên sự ưa thích tiền mặt của các NHTM và mức độ khủng hoảng của hệ thống NH. Trong điều kiện bình thường, khi thị trường tài chính hoạt động tốt, kích thước của bảng cân đối NHTW sẽ ở mức mà LS qua đêm trùng với LS tái cấp vốn ngắn hạn và dự trữ dư thừa là không đáng kể, nhưng trong thời kỳ khủng hoảng, bảng cân đối NHTW sẽ bị mở rộng do nhu cầu dự trữ dư thừa của các NHTM gia tăng, và sẽ mở rộng đến mức làm LS qua đêm giảm xuống còn thấp hơn so với LS tái cấp vốn ngắn hạn. Mặt khác, loại chính sách phi truyền thống này còn liên quan đến chất lượng của các tài sản thế chấp. Việc NHTW mở rộng phạm vi các tài sản thế chấp được chấp nhận trong nghiệp vụ tái cấp vốn sẽ khiến các điều kiện tài chính mà các NHTM áp dụng đối với các khu vực khác cũng được nới lỏng. Điều này thể hiện thông qua chênh lệch LS giữa các loại tài sản mà các NH tính phí với khu vực DN. Biện pháp này cũng cho phép các đối tác của NHTW

tự lựa chọn loại tài sản thế chấp trong nghiệp vụ tái cấp vốn. Trong giai đoạn thị trường bất ổn, xu hướng tự nhiên của các NHTM là gia tăng sử dụng các tài sản thế chấp có chất lượng thấp hơn. Việc biến những nhóm tài sản nhất định trong các hoạt động của CSTT từ không hợp lệ thành hợp lệ sẽ tạo điều kiện cho hoạt động thương mại diễn ra giữa các thành viên tham gia thị trường.

Định hướng mục tiêu (hay hiệu ứng cam kết). Là một trong những công cụ của NHTW nhằm truyền tải đến công chúng những thông điệp về CSTT trong tương lai của mình, trên cơ sở đó, tác động đến các quyết định tài chính của hộ gia đình, DN và các nhà đầu tư.

Có 2 loại định hướng mục tiêu: (i) *Định hướng mục tiêu kiểu Delphic*, trong đó, NHTW đưa ra khẳng định về triển vọng của nền kinh tế mà không cam kết gì thêm. Loại định hướng mục tiêu này thường có xu hướng ảnh hưởng đến LS ngắn hạn; (ii) *Định hướng mục tiêu kiểu Odyssean*: Khi LS ngắn hạn đã chạm mức sàn 0%, NHTW cần có những tín hiệu mạnh mẽ hơn nếu muốn kích thích nền kinh tế, khi đó, NHTW sẽ sử dụng định hướng mục tiêu kiểu Odyssean bằng cách thuyết phục thị trường rằng khi nền kinh tế dần dần phục hồi, NHTW sẽ không nâng mức LS ngay lập tức để phản ứng với sự gia tăng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế, thay vào đó, sẽ chờ đợi một thời gian. Nói cách khác, NHTW cam kết duy trì một mức LS nào đó trong một khoảng thời gian nhất định, theo đó, thu nhập khả dụng của người đi vay sẽ tăng lên và khuyến khích các hoạt động trong nền kinh tế. Việc sử dụng công cụ "định hướng mục tiêu" giúp làm rõ định hướng chính sách của NHTW, nhờ đó, không chỉ kích thích được nền kinh tế khi LS đã chạm mức 0%, mà còn làm giảm tâm lý lo ngại, không chắc chắn của các chủ thể trên thị trường tài chính, qua đó, giảm sự biến động của LS (thậm chí là phần bù rủi ro). Chẳng hạn: Nếu xuất hiện dấu hiệu một sự quan ngại về việc LS mục tiêu sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp,

LS của các loại trái phiếu, hợp đồng và công cụ TD khác có thể sẽ tăng lên, điều này sẽ không khuyến khích dân chúng đi vay và tiêu dùng. Trong trường hợp này, nếu như NHTW đưa ra thông điệp rằng việc giữ LS thấp là chính sách của họ, khi ấy, thị trường sẽ phản ứng phù hợp với chính sách tổng thể.

2. Áp dụng CSTT phi truyền thống tại một số nước

2.1. Tại Mỹ

Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) được ủy quyền thực thi các CSTT theo mục tiêu "tối đa hóa cơ hội việc làm, ổn định giá cả và LS dài hạn ở mức ổn định" (Bowman, D., Londono, J.M., Sapriza, H., 2014). Thông thường, Fed thực hiện CSTT bằng cách đưa ra LS Fed fund, theo đó, các NHTM có thể vay mượn qua lại "qua đêm" để đảm bảo tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Các mục tiêu cũng được thực hiện thông qua thị trường mở, trong đó, các giao dịch tài chính truyền thống thường liên quan đến TPCP. Sau khủng hoảng 2001, nền kinh tế Mỹ đã có dấu hiệu hồi phục, tuy nhiên, tỷ lệ thất nghiệp vẫn tiếp tục tăng cho đến giữa năm 2003. Để tránh cho nền kinh tế tái khủng hoảng, Fed duy trì mức LS rất thấp, chạm tới mức 1% vào năm 2003. Một số ý kiến cho rằng khủng hoảng tài chính phần nào có nguyên nhân bắt nguồn từ việc Fed đã duy trì LS ngắn hạn quá lâu, ngay cả sau khi khủng hoảng 2001 đã qua đi. LS thấp làm tăng nhu cầu mua nhà, dẫn đến bong bóng giá nhà (mà bong bóng này một phần lại do tiêu chuẩn cho vay có phần lỏng lẻo do Fed và một số tổ chức khác điều chỉnh). Việc chuyển từ LS cố định sang LS thả nổi của các khoản vay mua nhà cũng khiến cho khu vực này dễ chịu tổn thương hơn khi LS ngắn hạn thay đổi. Một cách tiếp cận khác, Bernanke, B. (2005) lại cho rằng, LS cho vay mua nhà thấp đã là hệ quả của tiết kiệm dư thừa. Trên thực tế Fed có ít sự kiểm soát đối với lĩnh vực này, góp phần làm bong bóng nhà ở phình to lên. Khi bong bóng này vỡ dẫn đến khủng hoảng tài chính, ảnh hưởng đến các

tổ chức tín gửi và những thành phần khác của khu vực tài chính có tài trợ khoản vay mua nhà. Khi tỷ lệ nợ quá hạn của các khoản vay mua nhà đã lên đến con số kỷ lục, các tổ chức tài chính liên quan đối mặt với nguy cơ mất vốn và thiếu khả năng thanh khoản, theo sau đó, các khoản vay và TD khác cũng bị ảnh hưởng, cuối cùng, tác động đến toàn bộ nền kinh tế, do thiếu TD có thể đem đến hệ lụy tiêu cực cho cả sản xuất lẫn nhu cầu tiêu dùng. Tháng 12/2007, nền kinh tế rơi vào khủng hoảng, giá cả bắt đầu tăng lên, LS cũng dần được điều chỉnh tăng lên đến 5,25% vào giữa năm 2006. Trước tình hình này, Fed đã cắt giảm LS Fed fund và LS chiết khấu. Từ tháng 9/2007, LS fed fund đã giảm từ 5,25% xuống mức từ 0 - 0,25% vào tháng 12/2008, động thái này được gọi là giới hạn thấp hơn 0 và cũng là dấu hiệu cho thấy hoạt động thị trường mở truyền thống sẽ không được sử dụng để đem lại các tác động tích cực. LS đã được giữ ở mức thấp đặc biệt trong một khoảng thời gian dài không theo thông lệ nhằm đối phó với những tác động của khủng hoảng tài chính và dư chấn của nó. Trong những đợt hồi phục trước, Fed bắt đầu tăng LS sau chưa đến 3 năm kể từ khi khủng hoảng kết thúc. Lần này, Fed đã đưa ra các động thái được cho là chưa từng được thực hiện: LS ngắn hạn chưa bao giờ giảm đến 0 trong lịch sử hoạt động của Fed và họ đã đợi một khoảng thời gian dài hơn thông lệ trước khi bắt đầu chính sách thắt chặt tiền tệ trong đợt hồi phục. Đến tháng 12/2015, Fed mới bắt đầu tăng LS trở lại và đưa ra khả năng tiếp tục tăng trong tương lai (Bowman, D., Londono, J.M., Sapriza, H., 2014). Khi LS Fed fund đã giảm xuống mức 0 hoặc gần 0, các CSTT truyền thống không thể đem lại những hiệu quả như mong muốn, do đó, Fed đã tiếp tục sử dụng những CSTT phi truyền thống khác: Trước tiên, Fed cung cấp một số kênh TD trực tiếp cho các định chế tài chính trên thị trường nhằm củng cố khả năng thanh khoản, trong đó, hầu hết là các khoản vay ngắn hạn đảm bảo bằng tài sản thế chấp có giá

trị lớn hơn khoản vay đó. Một số đối tượng nằm trong diện được tài trợ là các DN phi NH và phi tài chính. Đây cũng là lần đầu tiên Fed thực hiện tài trợ cho các đối tượng này - những công ty không nằm trong khung điều chỉnh của họ - kể từ sau Đại Suy Thoái (theo điều 13 Luật Dự trữ liên bang). Chính sách này được thực hiện lần đầu vào tháng 12/2007 và sau đó là tháng 9/2008. Thông qua kênh tái chiết khấu truyền thống và các khoản tài trợ trên, trong giai đoạn tháng 12/2007 - 9/2008, Fed có hai khoản tài trợ cứu cánh trực tiếp dành cho hai công ty là American International Group (AIG) và Bear Stearns. Tổng gói hỗ trợ từ Fed đầu tháng 8/2007 là 234 triệu USD thông qua các chương trình tài trợ thanh khoản vừa nêu, không có tài trợ trực tiếp, đến tháng 12/2008, con số này là 1,6 nghìn tỷ USD, trong đó, gần 108 tỷ USD là tài trợ trực tiếp cho các công ty. Sau đó, tổng lượng hỗ trợ giảm dần, xuống còn dưới 100 tỷ USD vào tháng 2/2010, tài trợ trực tiếp cho các tổ chức giảm dưới 100 tỷ USD tháng 1/2011. Khoản vay cuối cùng trong đợt khủng hoảng được thanh toán vào 29/10/2014¹. Trong khoảng thời gian từ tháng 12/2007 đến khi khủng hoảng trầm trọng hơn vào tháng 9/2008, Fed làm giảm tác động của cho vay trên bảng cân đối của họ (giữ cho bảng cân đối không tăng lên) bằng cách bán các TPCP. Sau tháng 8/2008, các khoản hỗ trợ đã vượt quá lượng TPCP nắm giữ, họ bắt đầu cho phép bảng cân đối tăng lên. Từ tháng 9 đến tháng 11/2008, bảng cân đối của họ đã tăng gấp đôi, từ 1.000 tỷ USD lên hơn 2.000 tỷ USD. Đến năm 2009, khi các điều kiện tài chính đã bình thường trở lại, Fed đứng trước quyết định có tiếp tục các CSTT phi truyền thống hay không, và họ đã tiếp tục thực hiện hai CSTT phi truyền thống khác là nới lỏng định lượng và định hướng thị trường.

Chính sách nới lỏng định lượng: Trong khi LS mục tiêu được giữ ở mức giới hạn thấp hơn 0, Fed tiếp tục mua TPCP và các loại chứng khoán được đảm bảo bằng khoản vay, động thái này cũng được coi là bước thực hiện

chính sách nới lỏng định lượng (QE). Trong giai đoạn 2009 - 2014, Fed đã thực hiện ba đợt mua chứng khoán theo chương trình nới lỏng định lượng. Đợt thứ ba hoàn thành tháng 10/2014, khi đó, bảng cân đối kế toán của họ đã có 4.500 tỷ USD, gấp 5 lần con số trước khủng hoảng. Mục tiêu của QE là làm giảm LS dài hạn. Việc mua TPCP và chứng khoán đảm bảo bằng các khoản vay nhằm trực tiếp làm giảm LS của các loại chứng khoán này, từ đó, tác động tích cực đến thị trường nhà đất, đầu tư vào máy móc thiết bị sản xuất, khuyến khích tiêu dùng những loại hàng hóa có thời gian sử dụng lâu dài và nhạy cảm trước LS. Nghiên cứu của Goldman Sachs (2013) chỉ ra rằng 1.000 tỷ USD tài sản mua vào sẽ hạ LS dài hạn một khoảng từ 0,25% đến 1,72%. Một nghiên cứu khác của Michael, J. (2012) lại chỉ ra QE1 làm giảm LS TPCP 10 năm, trái phiếu DN BBB, và MBS kì hạn 30 năm khoảng 1%, QE2 hạ LS những trái phiếu đó 0,14%, và Chương trình kéo dài kì hạn làm giảm LS trái phiếu DN BBB khoảng 0,1% cùng với MBS 0,25%.

Chính sách định hướng thị trường. Fed tin rằng, khi họ đưa ra báo hiệu LS Fed fund sẽ được duy trì ở mức thấp trong một khoảng thời gian dài nhất định, thì các DN sẽ tự tin hơn rằng LS có thể được giữ thấp trong thời gian vay vốn, từ đó kích thích các khoản đầu tư dài hạn. Năm 2012, Fed đã thay thế thời hạn duy trì LS bằng một giới hạn về kinh tế: họ hứa hẹn sẽ giữ LS Fed fund rất thấp, ít nhất là cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp ở khoảng trên 6,5% và lạm phát thấp. Có thể thấy rằng rất khó có thể xác định rõ được tác động của công cụ định hướng thị trường này, vì nó phụ thuộc vào cách nhìn nhận đánh giá của những đối tượng tham gia vào thị trường, và khi điều kiện thị trường thay đổi, định hướng của Fed cũng có thể thay đổi. Tháng 3/2014, khi tỷ lệ thất nghiệp đã xuống gần mức 6,5%, Fed thay thế mức giới hạn cụ thể bằng một khẳng định không mang tính cụ thể. Ngày 29/10/2014, Fed thông báo dừng mua chứng khoán trên diện rộng vào

cuối tháng. Để kết thúc chương trình QE và mức duy trì LS thấp bằng 0 hoặc gần 0, Fed hình thành kế hoạch thực hiện CSTT bình thường, tuy nhiên, khó khăn là họ không thể thay đổi LS Fed fund nhờ công cụ dự trữ bắt buộc như họ đã từng làm trước khủng hoảng, do QE đã làm ngập tràn thị trường với lượng dự trữ bắt buộc dư thừa. Nói cách khác, với hơn 2.000 tỷ USD dự trữ bắt buộc, LS Fed fund đã gần đến 0 ngay cả khi Fed muốn nó tăng cao hơn (Gara Afonso et al., 2013). Để có thể quay lại được CSTT thông thường, một cách làm dễ thấy nhất lúc này là làm giảm bớt lượng dự trữ dư thừa bằng cách làm giảm bảng cân đối dự trữ thông qua bán tài sản. Tuy nhiên, Fed không dự định bán bất cứ một chứng khoán nào, thay vào đó, họ lên kế hoạch giảm bảng cân đối tài chính bằng cách gia hạn thanh toán chứng khoán đến hạn. Tháng 6/2017, Fed thông báo chỉ cho phép một số hạn chế chứng khoán thanh toán đến hạn, theo đó, mỗi tháng chỉ thanh toán khoảng 6 tỷ USD TPCP và 4 tỷ USD chứng khoán đảm bảo bằng khoản vay, con số này dần dần tăng lên 40 tỷ USD TPCP và 20 tỷ USD chứng khoán đảm bảo bằng khoản vay. Mức giảm được thực hiện cho đến khi lượng chứng khoán nắm giữ đủ để thực hiện CSTT một cách hiệu quả.

2.2. Tại Nhật Bản

Được đưa vào áp dụng từ đầu những năm 2000s, CSTT phi truyền thống đã có những tác động rõ rệt về kinh tế vĩ mô tại Nhật Bản - một trong những nước áp dụng CSTT phi truyền thống sớm nhất trên thế giới (Myao, R., Okimoto, T., 2017). CSTT phi truyền thống được triển khai qua các giai đoạn: (i) Giai đoạn 1999 - 2001: chính sách LS bằng 0; (ii) Giai đoạn 2001 - 2006: chính sách nới lỏng định lượng; (iii) Giai đoạn 2010 - 2013: tiếp tục CSTT nới lỏng; (iv) Năm 2013, chính sách nới lỏng định lượng và định tính (QQE) và thông báo sẽ tiếp tục chương trình cho đến khi đạt được mục tiêu lạm phát ổn định ở mức 2%, theo đó, QQE đặt mục tiêu mở rộng lượng tiền cơ sở và các khoản mua

TPCP (tăng gấp đôi lượng tiền cơ sở và các khoản mua TPCP trong hai năm). Cụ thể hơn, NHTW Nhật Bản đã thực hiện mở rộng lượng tiền cơ sở hàng năm ở mức 60.000 - 70.000 tỷ JPY và lượng TPCP mua về hàng năm khoảng 50 tỷ JPY (trong đó, thời gian đáo hạn còn lại của TPCP có thể lên tới 7 năm). QQE tại Nhật vẫn tiếp tục được áp dụng tới tháng 10/2014, giúp tăng lượng tiền cơ sở lên 80 tỷ JPY và mở rộng các khoản mua TPCP với thời gian đáo hạn còn lại bình quân từ 7 - 10 năm. Cần lưu ý là trong giai đoạn này, vấn đề nợ xấu NH đã được giải quyết triệt để, khủng hoảng tài chính toàn cầu và khủng hoảng khu vực đồng Euro cũng đã lắng dịu (Myao, R., Okimoto, T., 2017).

Có thể thấy điều kiện về kinh tế và tài chính tại Nhật Bản khá ổn định khi những chính sách trên được đưa ra, do đó, tác động của chúng tới nền kinh tế được thể hiện rõ nét hơn. Nghiên cứu của Miyao và Okimoto (2017) chỉ ra rằng, sau khi áp dụng QQE tại Nhật Bản, tác động về kinh tế vĩ mô của những CSTT phi truyền thống là lớn hơn và bền vững hơn, khiến cho lượng hàng hóa sản xuất ra và lạm phát cũng tăng lên ở mức ổn định. Về kênh truyền dẫn tác động của CSTT, bên cạnh kênh truyền thống là LS, kênh giá cổ phiếu và tỷ giá hối đoái cũng góp phần đưa đến các tác động về mặt vĩ mô. Mục tiêu của các chính sách này là nhằm củng cố áp lực làm giảm LS dài hạn, dẫn đến cải thiện các điều kiện TD, làm giảm giá đồng tiền, tăng lạm phát dự kiến và tất cả nhằm góp phần nới lỏng các điều kiện tài chính nói chung, từ đó khuyến khích các DN và hộ gia đình chi tiêu và nâng cao sản lượng hàng hóa, dịch vụ và lạm phát. Các kênh tác động này phần nào củng cố tương tự như khi áp dụng CSTT truyền thống, tuy nhiên khác biệt cơ bản là CSTT phi truyền thống trực tiếp gây áp lực làm giảm LS dài hạn, trong khi đó, CSTT truyền thống thường chỉ tác động gián tiếp bằng cách kiểm soát LS chính sách ngắn hạn.

2.3. Tại khu vực đồng Euro

Châu Âu - vốn có quan hệ mật thiết

với Hoa Kỳ, là khu vực chịu tác động nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2009, sự sụp đổ của Lehman Brothers đã dẫn tới một cuộc khủng hoảng tài chính thực sự, kéo theo sự suy giảm nhanh chóng của các điều kiện kinh tế ở hầu hết các nền kinh tế lớn trên thế giới. Lúc này, ECB có phản ứng nhanh chóng và quyết liệt trên hai khía cạnh: (i) Kiên trì với nhiệm vụ duy trì sự ổn định giá cả trong trung hạn. Cụ thể: để đẩy lùi áp lực giảm phát, ECB đã cắt giảm LS chính sách 325 điểm cơ bản, xuống còn 1%; (ii) Tăng cường hỗ trợ TD. Sau sự sụp đổ của Lehman Brothers, thị trường tiền tệ liên NH đã ngừng hoạt động, các NH không còn tin tưởng lẫn nhau, do lo ngại mức độ rủi ro có thể gặp phải nếu cho nhau vay. Có thể nói, rủi ro do thông tin bất cân xứng đã trở nên quá lớn dẫn đến sự sụp đổ của thị trường, trước hết là thị trường liên NH, dẫn đến các chức năng trung gian cung cấp thanh khoản và cung cấp nguồn vốn ngắn hạn cho các tổ chức tài chính bị tê liệt. Chính vì vậy, ECB đã tiến hành một số các biện pháp được xem là phi truyền thống, có thể được chia thành 4 nhóm chính:

Cung cấp thanh khoản. Trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2009, ECB phản ứng khá nhanh chóng với những căng thẳng trên thị trường liên NH. Khung CSTT của ECB, so với NHTW các quốc gia khác, có thể xem là khá linh hoạt khi chấp nhận một danh mục tài sản thế chấp đa dạng và có khả năng cung cấp thanh khoản cho một số lượng lớn các đối tác. Tuy nhiên, những nghiệp vụ cung cấp thanh khoản bình thường không làm dịu được các căng thẳng chưa từng thấy trước đó trên thị trường liên NH do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và khủng hoảng nợ công trong khu vực này (bắt đầu bùng phát từ tháng 5/2009 tại Hy Lạp). Do đó, ECB đã tiến hành một số biện pháp cung cấp tính thanh khoản đầy đủ tại các mức LS cố định (FRFA). Biện pháp này là một phần quan trọng trong nhóm công cụ phi truyền thống của

ECB. Trước đó, các nghiệp vụ cung cấp thanh khoản truyền thống của ECB được tiến hành theo phương thức đấu thầu với LS trúng thầu riêng lẻ. Nhưng theo quy trình mới, các NH có thể được đáp ứng đến mức tối đa nhu cầu thanh khoản ở mức LS cụ thể được định trước (LS trong nghiệp vụ tái cấp vốn chính). Sau khi Lehman Brothers sụp đổ, ECB đưa ra quy trình FRFA cho tất cả nghiệp vụ thị trường mở và nghiệp vụ Swap cung cấp thanh khoản bằng đồng ngoại tệ. Nghiệp vụ này chính là biện pháp nới lỏng TD nhằm bù đắp rủi ro thanh khoản trên thị trường bằng cách đảm bảo cung cấp thanh khoản liên tục cho các NH. ECB cũng đã tăng cường cung cấp thanh khoản thông qua các nghiệp vụ LTROs - đây là các giao dịch đảo chiều cung cấp thanh khoản được tiến hành hàng tháng và có thời gian đáo hạn 3 tháng. Trước đó, ECB thường không đặt LS cố định cho các nghiệp vụ này, mà để các NH tham gia đấu giá quyết định LS theo cơ chế đấu thầu LS thả nổi. Tuy nhiên, trong thời kỳ khủng hoảng, ECB đã đưa ra thêm những nghiệp vụ LTROs mới và một số có thời gian đáo hạn lớn hơn 3 tháng. ECB kéo dài thời hạn của LTROs bổ sung lần đầu tiên sau sự sụp đổ của Bear Stearns (3/2008) nhằm khuyến khích các NH trong khu vực cho vay lẫn nhau trong thời gian lâu hơn. Nghiệp vụ này được xem là đặc biệt vì đây là lần đầu tiên ECB sử dụng nghiệp vụ tài trợ vốn có kỳ hạn 6 tháng thay vì kỳ hạn 3 tháng thông thường. Thời gian đáo hạn của các khoản vay sau đó được tăng lên mức 1 năm vào tháng 5/2009. Tiếp theo, ngày 8/12/2011, ECB đã tiến hành nghiệp vụ tái cấp vốn kỳ hạn 3 năm với FRFA, trong đó, LS của nghiệp vụ được cố định tại mức trung bình của LS tái cấp vốn trong suốt thời gian tiến hành. Nghiệp vụ tái cấp vốn kỳ hạn 3 năm đầu tiên được thực hiện vào ngày 21/12/2011 và lần thứ hai vào ngày 29/2/2012. Các NH đã vay hơn 1.000 tỷ EUR nhằm đáp ứng ngay nhu cầu tiền mặt tại quỹ cũng như để không phải bán tài sản và cắt giảm việc cho vay. Nghiệp vụ tái cấp vốn

dài hạn này không giống các biện pháp cung cấp thanh khoản thông thường, bởi với LTRO kỳ hạn 3 năm, kênh trung gian của NHTW đã được mở rộng từ thị trường tiền tệ sang thị trường vốn. Với việc kéo dài thời hạn các nghiệp vụ tái cấp vốn, ECB đảm bảo sự thông suốt của kênh TD và ngăn chặn hậu quả tiêu cực của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Đáng lưu ý, các nghiệp vụ cung cấp thanh khoản đặc biệt tại khu vực đồng EUR thường dần dần chấm dứt khi nền kinh tế hồi phục nhưng do khủng hoảng nợ công Hy Lạp 5/2009, ECB phải tiếp tục quay lại với các nghiệp vụ FRFA và LTROs với kỳ hạn dài hơn.

Bên cạnh đó, ECB dần dần nới lỏng đáng kể điều kiện đối với các tài sản thế chấp, chẳng hạn: áp dụng một số biện pháp để đảm bảo các NH Hy Lạp vẫn có thể sử dụng TPCP nước này như tài sản đảm bảo khi vay vốn tại NHTW. Nới lỏng điều kiện của tài sản thế chấp đã làm tăng lượng tài sản thế chấp có thể sử dụng để đảm bảo trong các nghiệp vụ tái cấp vốn và nhờ đó củng cố các kênh cung cấp thanh khoản. Có thể coi đây chính là dạng nới lỏng TD gián tiếp theo khái niệm về các công cụ của CSTT phi truyền thống.

Mua vào các tài sản. Từ năm 2010, ECB đã tiến hành mua trái phiếu có đảm bảo và nợ công khu vực EU. Với việc mua các tài sản có rủi ro cao hơn TPCP này, ECB đã chấp nhận rủi ro thanh khoản và rủi ro vỡ nợ trên bảng cân đối NHTW (Vayanos và Vila, 2009). Các nhà đầu tư khi nắm giữ những giấy tờ này có thể dễ dàng bán lại cho ECB, vì vậy, họ sẽ yêu cầu một mức bù rủi ro thấp hơn, từ đó hạ LS các giấy tờ này. ECB khẳng định rằng "Chương trình thị trường chứng khoán" (SMP) chỉ là biện pháp tạm thời và chỉ nhằm mục đích cải thiện kênh truyền dẫn CSTT. Khác với nới lỏng định lượng kiểu Mỹ², để không ảnh hưởng tới lập trường về CSTT, ECB quyết định tiến hành *can thiệp trung hòa* thông qua một số nghiệp vụ cụ thể được thiết kế để tái hấp thụ khả năng thanh khoản đã bơm ra, nhờ đó tổng lượng cung tiền không thay đổi. Một điểm khác

biệt đáng chú ý nữa giữa SMP và việc mua trái phiếu bằng ngoại tệ của Fed là: ECB không đưa ra số tiền dự định sử dụng hay thời gian dự định tiến hành chương trình cụ thể. ECB cũng không cung cấp chính xác số lượng trái phiếu đã mua từ các quốc gia. Việc mua bán này dừng lại một cách không chính thức vào tháng 1/2011, nhưng sự căng thẳng của cuộc khủng hoảng nợ công và nguy cơ lây lan sang Ý và Tây Ban Nha, khiến ECB phải tiếp tục thực hiện chương trình, với việc tuyên bố sẽ tích cực mua nợ khu vực đồng Euro. Kể từ khi bắt đầu chương trình, ECB đã mua tổng cộng 219,5 tỷ EUR TPCP từ khu vực đồng Euro. Khủng hoảng nợ công EU tiếp tục vào đầu năm 2012 khi tình hình tài chính nguy kịch của các NH Tây Ban Nha, ECB thông báo về chương trình mua trái phiếu ghi bằng ngoại tệ: "Giao dịch tiền tệ không đảo chiều" (OMT) và cùng lúc chấm dứt chương trình SMP. Mục tiêu của chương trình mới là nhằm khôi phục cơ chế truyền dẫn CSTT và điều kiện TD đồng nhất ở khu vực đồng Euro. OMT là chương trình được xem là "nới lỏng TD đơn thuần", có nghĩa là việc mua trái phiếu sẽ chỉ thay đổi kết cấu tài sản của các NHTW mà không làm tăng cung tiền về mặt tổng thể. Bên cạnh đó, để ngăn chặn khủng hoảng TD, ngày 7/5/2009, ECB tuyên bố sẽ dùng 60 tỷ EUR để mua trái phiếu có bảo hiểm (CBPP) trong khu vực đồng Euro với các mục tiêu: (i) Thúc đẩy việc giảm LS kì hạn trên thị trường tiền tệ; (ii) Nới lỏng điều kiện tài trợ cho các TCTD và DN; (iii) Khuyến khích các TCTD duy trì và mở rộng cho vay đối với khách hàng; (iv) Cải thiện thanh khoản cho các khu vực quan trọng. Cuối tháng 6/2010, ECB ngừng CBPP. Nhưng khi cuộc khủng hoảng trở nên nghiêm trọng hơn vào nửa cuối năm 2011, ECB buộc phải tiến hành thêm biện pháp hỗ trợ thị trường trái phiếu có bảo đảm với việc công bố chương trình CBPP2 trị giá 40 tỷ EUR, áp dụng cho các trái phiếu có bảo đảm bằng đồng EUR cả ở thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Định hướng mục tiêu. Ngày 4/7/2013,

Hội đồng điều hành của ECB giới thiệu chương trình "Định hướng mục tiêu" bằng việc đưa ra thông báo rằng ECB kỳ vọng LS chính sách sẽ duy trì ở mức hiện tại hoặc thấp hơn trong một thời gian dài, trên cơ sở cân nhắc đến: (i) Kỳ vọng về LS chính sách dựa trên cơ sở tổng quan triển vọng kiểm soát lạm phát trong trung hạn, duy trì sự ổn định giá cả ở khu vực và mục tiêu giữ tỷ lệ lạm phát ở dưới và gần mức 2% trong trung hạn, cung cấp một thước đo rõ ràng tạo cơ sở cho việc hình thành kỳ vọng về LS chính sách của ECB; (ii) Định hướng về LS "trong một thời gian dài" tạo nên một giới hạn linh hoạt, không có thời gian kết thúc được định trước và cũng không có giới hạn định lượng rõ ràng, thay vào đó, thời gian áp dụng chính sách được xác định bằng những đánh giá về triển vọng ổn định giá cả trong giới hạn thời gian phù hợp, cụ thể là trung hạn; (iii) Định hướng mục tiêu dựa trên một khung phân tích đa dạng, toàn diện, vững chắc về triển vọng ổn định giá cả với sự cân nhắc đến một loạt các biến số kinh tế và tiền tệ, chứ không chỉ dựa trên một chỉ tiêu kinh tế duy nhất. Cách xây dựng và tiếp cận chính sách định hướng mục tiêu (so với quy chuẩn) có thể được phân loại là một dạng định hướng định tính có điều kiện, bởi nó đưa ra định hướng của chính sách thông qua thông báo một cách định tính mà không đề cập đến giới hạn về thời gian và số lượng. Thêm vào đó, định hướng của ECB được bổ sung bằng một thông báo mô tả các điều kiện kinh tế vĩ mô mà ở đó CSTT dự kiến được áp dụng. Thông báo này là đóng vai trò quan trọng trong định hướng của ECB, làm nó khác so với định hướng định tính đơn thuần, vì nó làm cho thấy rõ hơn các CSTT của ECB để đối phó với những diễn biến trong tương lai.

3. CSTT phi truyền thống tại Việt Nam và một số khuyến nghị

3.1. CSTT phi truyền thống tại Việt Nam

Những năm qua, bên cạnh sử dụng các công cụ CSTT truyền thống nhằm

can thiệp trên thị trường tiền tệ, NHNN đã sử dụng các công cụ CSTT phi truyền thống, bao gồm:

Nới lỏng TD

Nhằm hỗ trợ nhà ở. Ngày 10/4/2012, NHNN ra công văn số 2056/NHNN-CSTT nhằm nới lỏng TD BĐS, đưa một số nhóm TD BĐS ra khỏi nhóm TD không khuyến khích như xây dựng, sửa chữa mua nhà để bán, cho thuê; xây dựng các công trình dự án phát triển trong các khu đô thị,... Bên cạnh đó, NHNN cũng đã ban hành Thông tư số 11/2013/TT-NHNN, theo đó, quy định 5 NHTM Nhà nước và NHTM cổ phần do Nhà nước nắm giữ trên 50% vốn điều lệ sẽ tiến hành cho vay theo quy định. Mức LS cho vay hỗ trợ nhà ở của NH đối với khách hàng được NHNN công bố hàng năm và áp dụng cho các khoản vay có dư nợ trong năm. Định kì vào tháng 12 hàng năm, NHNN xác định và công bố mức LS áp dụng cho năm tiếp theo, bằng khoảng 50% LS cho vay bình quân của các NH trên thị trường nhưng không vượt quá 6%/năm. Thời gian tối đa áp dụng mức LS cho vay được quy định là 10 năm với khách hàng mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội và thuê, mua nhà thương mại và 5 năm đối với khách hàng là DN. NHNN thực hiện giải ngân khoản cho vay tái cấp vốn khoảng 30.000 tỷ đồng đối với NH trên cơ sở dư nợ cho vay của NH đối với khách hàng. LS tái cấp vốn của NHNN thấp hơn LS cho vay của NH đối với khách hàng là 1,5%/năm tại cùng thời điểm. Đối tượng vay vốn theo quy định trong Thông tư 11 bao gồm: "các đối tượng mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội và thuê, mua nhà ở thương mại có diện tích nhỏ hơn 70 m², giá bán dưới 15.000.000 đồng/m²" và "DN là chủ đầu tư dự án xây dựng nhà ở xã hội, DN là chủ đầu tư dự án nhà ở thương mại được chuyển đổi công năng sang dự án nhà ở xã hội". Ngoài ra, một quy định đáng chú ý của NHNN là giới hạn tổng mức cho vay của các NH đối với DN chiếm tối đa 30% nguồn tái cấp vốn hỗ trợ nhà ở. Đây có thể coi là các biện pháp nới lỏng TD gián tiếp.

Nhằm hỗ trợ ngư dân. Ngày

07/7/2014, Thủ tướng Chính phủ ban hành Nghị định 67/2014/NĐ-CP đưa ra những ưu đãi về vốn vay đối với các chủ tàu được vay NH tối đa 95% tổng giá trị đầu tư đóng mới, nâng cấp; thời hạn cho vay sẽ kéo dài trong 11 năm, trong đó năm đầu tiên chủ tàu được miễn lãi và chưa phải trả nợ gốc; LS được duy trì ổn định 7%/năm, nhưng chủ tàu chỉ phải trả 1 - 3%/năm, phần còn lại do Ngân sách Nhà nước (NSNN) cấp bù. Trong trường hợp chủ tàu gặp rủi ro do nguyên nhân khách quan, bất khả kháng, được NH cơ cấu lại thời hạn trả nợ và được xử lý theo hợp đồng bảo hiểm. Chủ tàu khai thác hải sản và cung cấp dịch vụ hậu cần khai thác hải sản hoạt động nghề cá có hiệu quả, sẽ được vay tối đa 70% giá trị cung cấp dịch vụ hậu cần đối với tàu dịch vụ hậu cần khai thác hải sản, tối đa 70% chi phí cho một chuyến đi biển đối với tàu khai thác hải sản, với LS 7%/năm.

Nhằm hỗ trợ nông nghiệp, nông thôn. NHNN đã ban hành Thông tư số 14/TT-NHNN (14/6/2010) và Thông tư số 20/TT-NHNN (29/09/2010) hướng dẫn chi tiết việc thực hiện các biện pháp điều hành công cụ để hỗ trợ TCTD cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn. Từ tháng 5/2012, NHNN còn quy định trần LS cho vay đối với 5 lĩnh vực ưu tiên, theo đó, LS cho vay đã giảm mạnh, từ trên 20%/năm vào năm 2011 xuống còn 15%/năm vào năm 2012 và đến năm 2014 còn 8%/năm. Hiện nay, LS cho vay đối với khu vực này phổ biến mức 6,5 - 8%/năm, thấp hơn so với LS cho vay thông thường.

Cho vay ưu đãi. NHNN đã ban hành Thông tư 06/2009/TT-NHNN quy định chính sách TD ưu đãi cho 61 huyện nghèo để hỗ trợ giảm nghèo nhanh và bền vững, theo đó, các đối tượng ưu đãi khi vay vốn tại các NHTM Nhà nước sẽ được NSNN hỗ trợ 50% LS tiền vay. Bên cạnh đó, Thông tư còn quy định mức LS 0% cho các hộ nghèo khi vay ưu đãi một lần tối đa 5 triệu đồng để mua giống chăn nuôi hoặc giống thủy sản, phát triển ngành nghề thủ công nghiệp trong thời gian 2 năm.

Ngày 1/10/2014, NHNN tiếp tục chỉ đạo nâng mức cho vay ưu đãi tối đa lên 10 triệu đồng, đồng thời xác định mức LS bằng 50% LS cho vay hộ nghèo trong từng thời kỳ, tăng thời gian áp dụng LS ưu đãi lên 3 năm kể từ ngày nhận vốn vay.

Định hướng mục tiêu. NHNN đã đưa ra các thông điệp mang tính “định hướng mục tiêu” nhằm chuyển tải các quan điểm về điều hành CSTT của NHNN trong từng giai đoạn, đặc biệt đối với những giai đoạn thị trường tài chính trong nước có diễn biến phức tạp gắn với các cuộc “chạy đua” nâng LS, những diễn biến phức tạp trên thị trường vàng hay ngoại tệ. Các thông điệp “cứng rắn” của NHNN đã giúp tạo lập sự ổn định hoạt động của các phân khúc thị trường trên. Chẳng hạn:

Với các cuộc chạy đua nâng LS huy động tiền gửi tiết kiệm: NHNN đã ban hành Chỉ thị 02/CT-NHNN (7/9/2011) về việc chấn chỉnh việc thực hiện quy định về mức LS huy động và tuyên bố sẽ “xử lý” người đứng đầu NHTM nếu huy động vốn vượt trần 14%/năm.

Để xử lý tình trạng “đô la hóa” thì NHNN đã ra Quyết định 2589/QĐ-NHNN (17/12/2015) trong đó quy định LS huy động bằng USD là 0%/năm.

Với thị trường ngoại hối: Những năm trước 2011 thị trường ngoại hối diễn biến rất phức tạp và để chấn chỉnh, NHNN đã ban hành hàng loạt văn bản qui phạm pháp luật: Thông tư 13/2011/TT-NHNN (31/5/2011) quy định việc mua, bán ngoại tệ của tập đoàn kinh tế, Tổng công ty Nhà nước; Thông tư 15/2011/TT-NHNN quy định việc mang ngoại tệ, VND bằng tiền mặt của cá nhân khi xuất cảnh, nhập cảnh; Quyết định 1972/QĐ-NHNN (31/8/2011) áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các TCTD áp dụng cho tiền gửi bằng ngoại tệ của các TCTD ở nước ngoài (1%); Thông tư 02/2012/TT-NHNN (27/2/2012) hướng dẫn giao dịch hối đoái giữa NHNN và các TCTD, chi nhánh NH nước ngoài; Quyết định 857/QĐ-NHNN (2/5/2012) về việc cho vay ngắn hạn bằng ngoại tệ của TCTD, chi nhánh NH nước ngoài đối với khách hàng vay là người

cư trú đến hết ngày 31/12/2012; Qui định tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ thông qua các Quyết định 750/QĐ-NHNN 09/04/2011, Quyết định 1209/QĐ-NHNN (1/6/2011) và Quyết định 1925/QĐ-NHNN (26/8/2011). Thông tư 05/2011/TT-NHNN (10/3/2011) quy định về thu phí cho vay của TCTD đối với khách hàng; Thông tư 07/2012/TT-NHNN (20/3/2012) quy định về trạng thái ngoại tệ của các TCTD, chi nhánh NH nước ngoài.

Bên cạnh việc hoàn thiện hành lang pháp luật, NHNN chủ động công bố định hướng điều hành tỷ giá (dao động trong khoảng 1-3% mỗi năm, mức điều chỉnh không quá 1% các tháng cuối năm 2011, không quá 2-3% trong năm 2012 và 2013, không quá 1 - 2% trong năm 2014, không quá 2% trong năm 2015) điều này góp phần tăng cường tính minh bạch, định hướng thị trường, tạo điều kiện cho các DN chủ động xây dựng kế hoạch sản xuất, kinh doanh. Với cơ chế này, NHNN giảm tần suất điều chỉnh tỷ giá so với trước đây, xử lý các biến động thị trường thông qua can thiệp mua bán ngoại hối của các NHTM. Mặt khác, NHNN cũng thường xuyên đưa ra các thông điệp về điều hành tỷ giá nhằm giúp trấn an thị trường và ngăn ngừa các hành vi thao túng tỷ giá. Chẳng hạn: Đầu tháng 10/2014 tin đồn NHNN có thể điều chỉnh tăng tỷ giá, NHNN đã đưa ra thông điệp: (i) sẽ không điều chỉnh tỷ giá mà vẫn giữ ổn định; (ii) trường hợp cần thiết, NHNN sẵn sàng bán ngoại tệ can thiệp để ổn định tỷ giá trong biên độ để ra. Kết quả ngay sau đó giá USD/VND đã chững lại. Như vậy trong thông điệp này rất rõ ràng với hai ý: một là phản bác lại sự kỳ vọng (tâm lý) thị trường và hai là khẳng định sự can thiệp nếu tâm lý đó vẫn tồn tại và gây hậu quả. Ngày 19/8/2015, chỉ trong vòng một tuần NHNN có 2 lần điều chỉnh về tỷ giá. Lý do trực tiếp của thông điệp CSTT này được NHNN đưa ra là tâm lý thị trường còn nặng nề do lo ngại các hệ lụy của việc Fed sẽ sớm điều chỉnh tăng LS USD. Với lần điều chỉnh kép này, NHNN chủ động đi trước, nhằm xóa

bỏ kỳ vọng tỷ giá tiếp tục tăng từ chờ đợi việc tăng LS của Fed. Trong thông cáo, NHNN cũng nêu rõ là nhằm chủ động dẫn dắt thị trường, đón đầu các tác động bất lợi từ khả năng cú hích từ LS Fed. Cuối tháng 12/2015 thị trường có xu hướng nóng, và NHNN đã khẳng định thông tin về điều hành tỷ giá theo cơ chế mới định hướng thị trường hơn (trong điều hành tỷ giá sẽ có tỷ giá trung tâm của NHNN) và thông điệp từ Thống đốc định hướng nhất quán là chống đô la hóa, chuyển từ quan hệ vay và gửi ngoại tệ sang quan hệ mua - bán; ngay sau đó tỷ giá có xu hướng hạ nhiệt.

Đối với thị trường vàng: Từ năm 2011, Chính phủ và NHNN đã có những bước đi mạnh mẽ nhằm ổn định thị trường vàng, khởi đầu là Thông tư 11/2011/TT-NHNN 29/4/2011 về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. Chính phủ đã ban hành Nghị định 24/2012/NĐ-CP ngày 03/4/2012 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Sau đó, NHNN ban hành Thông tư 12/2012/TT-NHNN ngày 27/4/2012 về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 11/2011/TT-NHNN ngày 29/4/2011 về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. Thông tư 24/2012/TT-NHNN tiếp tục được NHNN ban hành về việc sửa đổi, bổ sung Điều 1 Thông tư 11/2011/TT-NHNN ngày 29/4/2011 về chấm dứt huy động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD. NHNN cũng đã ban hành Quyết định 1623/QĐ-NHNN ngày 23 tháng 8 năm 2012 về việc tổ chức và quản lý sản xuất vàng miếng. Nhìn chung, các biện pháp này đã góp phần làm ổn định giá vàng...

3.2. Một số khuyến nghị

CSTT phi truyền thống mà NHNN đưa ra nhìn chung đã có các tác động tích cực đối với thị trường tài chính vốn bị hoảng loạn sau các tác động tiêu cực của các cú sốc tài chính quốc tế. Nhìn từ góc độ kinh tế vĩ mô thì việc triển khai các công cụ CSTT phi truyền thống đã giúp Chính phủ duy trì được tăng trưởng kinh tế ổn định, công ăn việc làm, thu nhập của dân chúng ngày càng được cải thiện tích cực, an sinh xã hội được duy trì. Tuy

vậy, từ kinh nghiệm các nước trong áp dụng CSTT phi truyền thống cũng như đối chiếu với thực tiễn tại Việt Nam những năm qua, chúng tôi cho rằng một số vấn đề sau đây cần được cân nhắc thấu đáo khi áp dụng CSTT phi truyền thống:

Thứ nhất, CSTT phi truyền thống chỉ được áp dụng khi CSTT truyền thống bị kém hiệu lực, nghĩa là khi các công cụ của CSTT truyền thống vẫn còn hiệu lực tốt thì không nên áp dụng CSTT phi truyền thống. Hơn nữa, việc áp dụng CSTT phi truyền thống không nên kéo dài, nhất là khi nền kinh tế dần đi vào ổn định.

Thứ hai, chính sách phi truyền thống bao gồm nhiều công cụ khác nhau tùy thuộc vào điều kiện và hoàn cảnh từng nước. Với những nước có thị trường tài chính phát triển thì công cụ chính sách thường được áp dụng là nới lỏng định lượng, nhưng với những nước thị trường tài chính kém phát triển thì có thể áp dụng chính sách nới lỏng TD, vì triển khai áp dụng chính sách nới lỏng định lượng không cần hiệu quả cao.

Thứ ba, áp dụng chính sách nới lỏng TD là cần thiết, nhưng phải có cân nhắc thận trọng bởi việc áp dụng chính sách này sẽ làm méo mó thị trường TD, gây khó khăn cho việc thực thi CSTT.

Thứ tư, việc áp dụng các công cụ CSTT phi truyền thống cần nghiên cứu kỹ các kênh truyền tải và định chế sẽ chuyển tải qua đó giúp kiểm soát và đánh giá chính xác, kịp thời sự tác động của chính sách tới nền kinh tế.

Thứ năm, cần chú trọng chuyển tải các thông điệp về các định hướng chính sách đến nền kinh tế một cách trung thực, kịp thời, qua đó ổn định tâm lý dân chúng.■

¹ Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Recent Balance Sheet Trends. Retrieved from http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm.

² Chương trình mua tài sản của EU khác với nới lỏng định lượng kiểu Mỹ, bởi nới lỏng định lượng mua tài sản nhằm hạ LS các chứng khoán phi rủi ro, làm cơ sở để hạ LS toàn thị trường. Trong khi chương trình mua tài sản của EU chỉ tập trung vào trái phiếu có đảm bảo và nợ công, nhằm hạ LS của các chứng khoán này chứ

không phải toàn bộ thị trường, vì vậy có thể coi đây là một chính sách nới lỏng TD điển hình.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Bernanke, B. S. and Reinhart, V. R. (2004). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. *American Economic Review*, 94(2), 85-90.
2. Bernanke, B., 2005. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account deficit. Speech at the Virginia Association of Economists
3. Bowman, D., Londono, J.M., Sapirza, H., 2014: U.S. Unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies. *International Finance Discussion Papers*
4. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Recent Balance Sheet Trends. Retrieved from http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm.
5. Driffill, J., 2016. Unconventional Monetary Policy in the Euro Zone. *Open Economies Review*, 27 (2), 387 – 404.
6. Gara Afonso et al. (2013). Who's Borrowing in the Fed Funds Market. *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York.
7. Klyuev, V., de Imus, P., Srinivasan K. (2009). Unconventional choices for unconventional times: credit and quantitative easing in advanced economies. *IMF Staff Position Note* no. 27.
8. Meaning, J., Warren J. (2015): The transmission of unconventional monetary policy in UK government debt markets. *National Institute of Economic Review*, 234, 40-47.
9. Michael, J. (2012): "Quantitative easing and other unconventional monetary policies: Bank of England conference summary." *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1: 48 – 56.
10. Myao, R., Okimoto, T., 2017. The Macroeconomic effects of Japan's unconventional monetary policies. *The Research Institute of Economy, Trade and Industry. Discussion paper series* 17-E-065.
11. Retrieved from <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/12/whos-borrowing-in-the-fed-funds-market.html#more>.
12. Sachs, G. (2013). "A More Graceful Exit from QE." *U.S. Economics Analyst, newsletter*, June 21, 2013, p. 2.
13. Sharpe, T., Watts, M., (2013). Unconventional Monetary Policy in the UK: A Modern Money Critique. *Economic Issues*, 18 (2), 41-64.
14. Hà Tâm, 2017: NH "ngâm bồ hòn" với TD giao thông, địa ốc. <http://infomoney.vn/ngan-hang-ngam-bo-hon-voi-tin-dung-giao-thong-dia-oc-d69073.html>. Truy cập 5/9/2017
15. Vayanos, D. & Vila, J.-L. (2009). A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates. *CEPR Discussion Papers* 7547, C.E.P.R. Discussion Papers.