

# CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG CHÂU ÂU (ECB) VÀ CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG MỸ (Fed) TRONG GIAI ĐOẠN KHỦNG HOẢNG ĐÃ ĐƯỢC THỰC THI NHƯ THẾ NÀO?

■ Nguyễn Tấn Bình\*, Lưu Đức Thịnh\*\*

## TÓM TẮT

*Bài viết này quan tâm đến ba vấn đề chính: Một là, các ngân hàng trung ương làm thế nào để có thể gây ảnh hưởng một cách có hiệu quả đến lãi suất ngắn hạn. Hai là, các ngân hàng trung ương thông tin những quyết định của mình đến các tổ chức kinh tế và hỗ trợ các tổ chức kinh tế trong hoạch định kế hoạch như thế nào. Và cuối cùng, các ngân hàng trung ương đã làm gì để phản ứng lại với cú sốc khủng hoảng thị trường tài chính vừa qua.*

*Từ khóa: Chính sách tiền tệ, công cụ chính sách tiền tệ, Ngân hàng Trung ương châu Âu, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ.*

*Từ viết tắt: Ngân hàng Trung ương châu Âu - The European Central Bank (ECB), Cục Dự trữ Liên bang Mỹ - Federal Reserve System (Fed), Hoạt động tái cấp vốn chủ yếu - Main refinancing operations (MRO), Hoạt động tái cấp vốn dài hạn - Long-term refinancing operations (LTRO).*

## ABSTRACT

**How was the monetary policy of the european central bank (ECB) and the america federal reserve system (Fed) during the crisis implemented?**

*This article is concerned about three issues: First, how do the central banks impact effectively to short-term interest rates. Second, how do the central banks inform their decisions to economic organizations, institutions and support them in creating economic plans. And finally, what did the central banks do to respond to the last crisis shocks of financial markets.*

*Keywords: Monetary policy, monetary policy tools, The European Central Bank, U.S. Federal Reserve Board.*

### Đặt vấn đề

Chính sách tiền tệ và Chính sách tài khoá là hai công cụ quản lý kinh tế vĩ mô quan trọng, mỗi chính sách có mục tiêu riêng nhưng cùng theo đuổi mục tiêu chung là tăng trưởng kinh tế bền vững và có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Trong đó, chính sách tiền tệ là công cụ của Ngân hàng Trung ương để điều tiết quá trình cung ứng tiền, lãi suất và tín dụng, kết quả là chi phối

dòng chu chuyển tiền và khối lượng tiền để đạt mục tiêu chính sách đề ra. Thực tế những năm gần đây, quá trình toàn cầu hoá đã đặt ra nhiều thách thức và đòi hỏi phải nghiên cứu những điểm mới của chính sách tiền tệ, thực hiện việc điều hành chính sách tiền tệ một cách linh hoạt hơn, nhất là quan hệ với tỷ giá và cải cách tài chính nhằm duy trì ổn định tỷ giá. Hơn nữa, sự phát triển của khủng hoảng nhà ở và đổ vỡ của

\* TS, Trường ĐH Văn Hiến

\*\* ThS, Công ty TNHH Tâm Nhìn Xanh

nhiều ngân hàng tại Mỹ đã cho thấy rủi ro lan truyền rất nhanh. Chính vì vậy, chính sách tiền tệ phải linh hoạt nhằm thích ứng với những thay đổi về cơ cấu kinh tế và thực tế toàn cầu hoá thị trường tài chính.

Trong giai đoạn khủng hoảng của nền kinh tế, việc thực thi chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương hay các định chế tài chính quốc gia là một trong những yếu tố quyết định sống còn đến nền kinh tế vĩ mô của không chỉ quốc gia đó mà còn là cả nền kinh tế toàn cầu. Bài viết sẽ phân tích sâu về các công cụ thực thi chính sách tiền tệ của 2 nền kinh tế lớn là Mỹ và Châu Âu để thấy rõ ECB và Fed đã thông qua chính sách tiền tệ của mình nhằm ổn định kinh tế vĩ mô như thế nào?

**1. Tổng quan về chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương**

Để trả lời ba vấn đề trên, đầu tiên chúng ta cùng xem lại các ngân hàng trung ương thực thi chính sách tiền tệ như thế nào. Điều dễ nhận thấy là các ngân hàng trung ương thực thi chính sách tiền tệ thông qua thị trường qua đêm (overnight market). Theo đó, lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng được coi là mục tiêu điều hành (operational target) của các Ngân hàng Trung ương. Lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng được đánh giá như là thước đo nhạy cảm đối với tình hình thanh khoản mỗi ngày. Vì vậy, mục đích của ngân hàng trung ương là phải giữ lãi suất thị trường qua đêm gần một cách tương đối với lãi suất mục tiêu (target rate). Để làm được điều này, các ngân hàng trung ương sử dụng bốn công cụ sau:

Một là, thiết lập các lãi suất chính sách (policy rates).

Hai là, quản lý tình hình thanh khoản trên thị trường thông qua điều hành thị trường mở (open market operations).

Ba là, thiết lập những quy định về dự trữ bắt buộc (reserve requirements).

Và bốn là, quản lý về kỳ vọng lãi suất thông qua những phương tiện truyền đạt thông tin (communication).

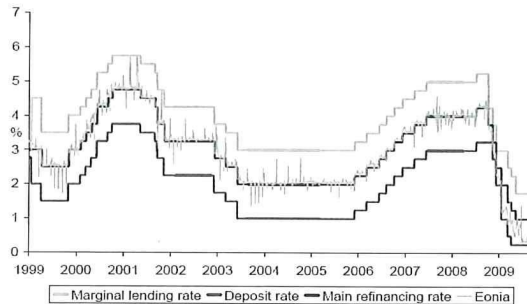
**2. Kết quả nghiên cứu**

**2.1. Thực thi chính sách tiền tệ của ECB**

Đối với công cụ thứ nhất, ECB thiết lập các lãi suất chính sách chính (key policy rates). Và

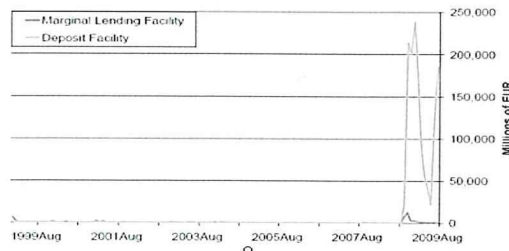
lãi suất chính sách chủ yếu (main policy rate) được ECB sử dụng là lãi suất tái cấp vốn chủ yếu (main refinancing rate). Theo đó, ECB sẽ hỗ trợ thanh khoản qua đêm (overnight liquidity) với công cụ cho vay biên (marginal lending facility) với lãi suất bằng lãi suất tái cấp vốn chủ yếu cộng thêm 100 điểm cơ sở (basis points). Và ECB sẽ nhận tiền gửi qua đêm (overnight deposits) thông qua công cụ tiền gửi (deposit facility) với lãi suất bằng lãi suất tái cấp vốn chủ yếu trừ đi 100 điểm cơ sở. Như vậy, ECB đã thiết lập được một hành lang lãi suất (rate corridor) xung quanh lãi suất tái cấp vốn chủ yếu, và lưu ý lãi suất tái cấp vốn chủ yếu là lãi suất chính sách chủ yếu được ECB sử dụng. Với hành lang lãi suất này, ECB đã tạo được trần và sàn cho lãi suất thị trường qua đêm. Phần cuối của bài viết chúng ta sẽ quan sát xem ECB đã mở rộng hành lang lãi suất này như thế nào trong cơn khủng hoảng nặng nề vừa qua.

**Hình 1: Lãi suất tái cấp vốn chủ yếu và hành lang lãi suất khu vực Euro, 1999 – 2009, (đơn vị: %)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm)

**Hình 2: Doanh số vay và gửi tại ECB, 1999 – 2009, (đơn vị tính: triệu EUR)**

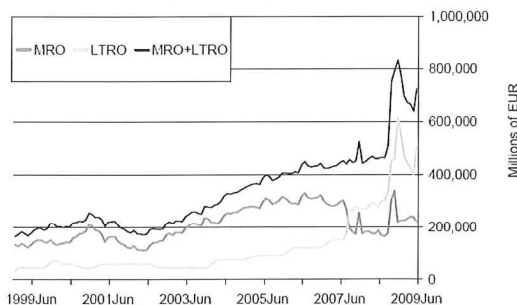


(Nguồn: Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm)

Đối với công cụ thứ hai, thông qua điều hành thị trường mở, ECB cung cấp thanh khoản (liquidity providing) hoặc hấp thụ thanh khoản (liquidity absorbing) từ thị trường. Ví dụ về cung cấp thanh khoản, ECB sẽ mua lại những hợp đồng tài trợ - hay còn gọi là công cụ cho vay có tài sản thế chấp (repurchase agreement) với quy trình như sau: các ngân hàng cần thanh khoản sẽ đưa ra các mức đấu thầu khác nhau dựa trên mức lãi suất tối thiểu mà ECB đưa ra. Các ngân hàng có lãi suất đấu thầu cao nhất sẽ được ECB cung cấp thanh khoản cho đến khi số tiền cố định được ấn định trước bởi ECB để cung cấp thanh khoản cho thị trường không còn. Các ngân hàng nhận tiền và đổi lại phải đưa ra những tài sản thế chấp cho ECB. Đến ngày đáo hạn đã được ấn định trước, các ngân hàng trả lại tiền và ECB sẽ đưa lại cho các ngân hàng các tài sản thế chấp đã nhận.

ECB điều hành thị trường mở thông qua 4 hình thức: Hoạt động tái cấp vốn chủ yếu (Main refinancing operations-MROs); Hoạt động tái cấp vốn dài hạn (Longer-term refinancing operations-LTROs); Hoạt động cấp vốn bất thường (Fine-tuning operations-FTOs); Và hoạt động cho vay cấu trúc (Structural operations - SOs).

**Hình 3: Doanh số MRO và LTRO, 1999 - 2009, (đơn vị tính: triệu EUR)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm)

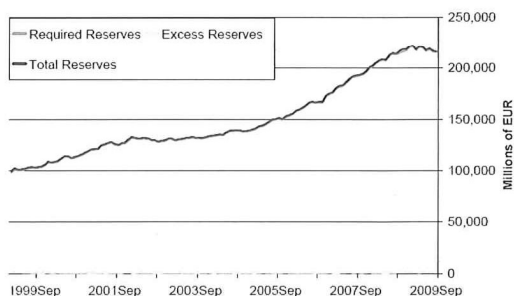
MROs là công cụ cung cấp thanh khoản chính của ECB, được thực hiện hàng tuần với kỳ hạn 1 tuần với xu hướng cơ chế lãi suất như sau: Từ tháng 1/1999 đến tháng 6/2000: lãi suất cố định, từ tháng 6/2000 đến 10/2009: lãi suất thay đổi, từ 10/2009 đến nay: lãi suất cố định. Lãi suất tái cấp vốn chủ yếu là dấu hiệu về quan điểm chính sách tiền tệ của ECB. LTROs là công cụ cung cấp thanh khoản thường xuyên của ECB, được thực hiện hàng tháng với kỳ hạn thông thường là 3 tháng với lãi suất cố định.

FTOs là công cụ cung cấp thanh khoản hoặc hấp thụ thanh khoản không thường xuyên của ECB với các thời hạn khác nhau, mà chủ yếu là chỉ một ngày, FTOs thường được dùng để giải quyết thanh khoản thị trường khi có sự thay đổi thanh khoản bất thường. Còn SOs rất hiếm khi được ECB sử dụng.

ECB đưa ra những quy định tiêu chuẩn về tài sản thế chấp của các ngân hàng. Những tài sản thế chấp là những tài sản được dùng để bảo đảm cho sự an toàn của ECB khi ECB thực hiện cấp tín dụng (tái cấp vốn cho các ngân hàng). Những tài sản thế chấp này phải đạt được những tiêu chuẩn theo quy định khung về đánh giá tín dụng Châu Âu (Eurosystem credit assessment framework rules). Một số tài sản thế chấp thường được chấp nhận như: Giấy chứng nhận nợ của ECB (ECB debt certificates); Những công cụ nợ có thể được mua bán (marketable debt instruments) khác như: Công cụ nợ của Chính phủ trung ương (Central government debt instruments); Những công cụ nợ được phát hành bởi ngân hàng trung ương (debt instruments issued by central banks); Những công cụ nợ của vùng, địa phương (local, regional- and supranational debt instruments); Những trái phiếu ngân hàng được bảo hiểm (Covered bank bonds); Những công cụ nợ của các tổ chức tín dụng (credit institutions debt instruments); Những chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản (asset-backed securities).

Đối với công cụ thứ ba, ECB yêu cầu dự trữ tối thiểu. Số tiền dự trữ tối thiểu là số tiền tối thiểu mà các tổ chức tín dụng được yêu cầu bắt buộc phải duy trì tại ngân hàng trung ương với chức năng nhằm bình ổn lãi suất trên thị trường tiền tệ.

**Hình 4: Doanh số dự trữ khu vực Euro, 1999 - 2009, (đơn vị tính: triệu EUR)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm)

Cách tính số tiền dự trữ của ECB như sau: Tỷ lệ dự trữ (Reserve ratio, 2%) nhân với cơ sở dự trữ (Reserve base) sau đó trừ đi tổng số tiền có thể được trừ đi (lump-sum allowance possible). Cơ sở dự trữ được tính như sau: tổng các khoản tiền gửi (deposits), chứng khoán nợ được phát hành (debt securities issued) và giấy tờ trên thị trường tiền tệ (money market paper) trong 2 năm. ECB trả lãi (Remuneration) cho các tổ chức tín dụng tại mức lãi suất tái cấp vốn chủ yếu trung bình cho khoản dự trữ trong suốt thời gian dự trữ. ECB cũng quy định tỷ lệ phạt (Penalty rate) nếu một tổ chức tín dụng nào đó không đảm bảo được yêu cầu dự trữ.

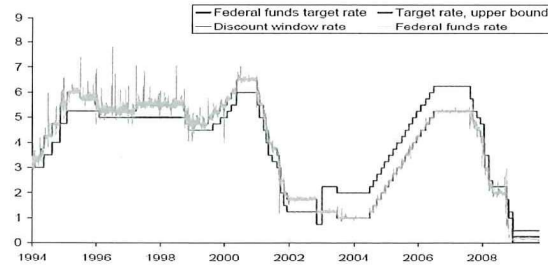
Đối với công cụ cuối cùng, việc truyền đạt thông tin rõ ràng về quyết định lãi suất ngày càng trở nên quan trọng. Việc làm này của ECB giúp các thành viên tham gia thị trường không bị quá bất ngờ về các quyết định về lãi suất của ECB. Để thực hiện mục tiêu này, ECB sử dụng những công cụ truyền đạt thông tin như sau: Đưa ra quyết định về lãi suất vào thứ 5 đầu tiên của tháng; Có báo cáo về chính sách tiền tệ (Monetary policy statement) theo sau quyết định; Không phát hành biên bản (minutes) cuộc họp về chính sách tiền tệ; Họp báo hội nghị (Press conference) nhằm giải thích quyết định lãi suất, đặt câu hỏi và trả lời; Dự báo định lượng (Quantitative forecasts) được phát hành mỗi quý; Bản tin hàng tháng (Monthly bulletin) đưa tin tổng thể về tình hình phát triển kinh tế và tiền tệ hiện tại; Phòng vấn (Interviews) và những bài phát biểu chi tiết hơn của những thành viên của Hội đồng quản trị ECB (ECB governing council).

**2.2. Thực thi chính sách tiền tệ của FED**

Về công cụ thứ nhất, Fed cũng thiết lập lãi suất chính sách chính (lãi suất mục tiêu) (Federal funds target rate). Với Fed, chúng ta tìm thấy khái niệm kênh cho vay chiết khấu (Discount window). Cho đến năm 2003, lãi suất cho vay chiết khấu thấp hơn lãi suất cho vay của thị trường liên ngân hàng và hoạt động này bị kiểm soát rất nghiêm ngặt. Năm 2003, có một mô hình mới cho kênh cho vay chiết khấu: Lãi suất tín dụng cơ bản (Primary Credit Rate) có 100

điểm cơ sở cao hơn lãi suất mục tiêu. Trong giai đoạn khủng hoảng vừa qua, Fed khuyến khích các ngân hàng sử dụng kênh cho vay chiết khấu bằng cách giảm lãi suất tín dụng cơ bản.

**Hình 5: Lãi suất nước Mỹ, 1994-2008, (đơn vị tính: %)**

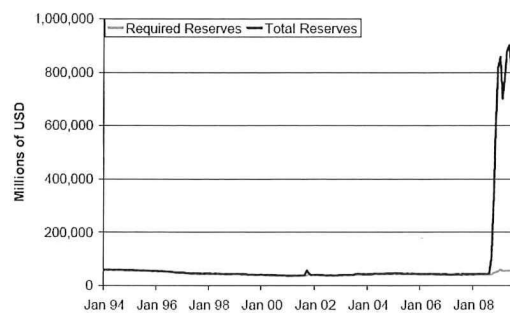


(Nguồn: Tổng hợp báo cáo Fed qua các năm)

Về công cụ thứ hai, Fed và ECB có điểm chung là cùng thông qua điều hành thị trường mở để quản trị tình hình thanh khoản trên thị trường. Khác biệt chính giữa Fed và ECB là Fed tập trung nhiều hơn vào quản trị thanh khoản hàng ngày (day-to-day liquidity management).

Về công cụ thứ ba, khác biệt chính giữa Fed và ECB là Fed không trả lãi (Remuneration) trên số tiền dự trữ bắt buộc. Chỉ đến năm 2008, ở Mỹ mới có trả lãi trên số tiền dự trữ.

**Hình 6: Doanh số dự trữ tại Mỹ, 1994-2008, (đơn vị tính: triệu USD)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo Fed qua các năm)

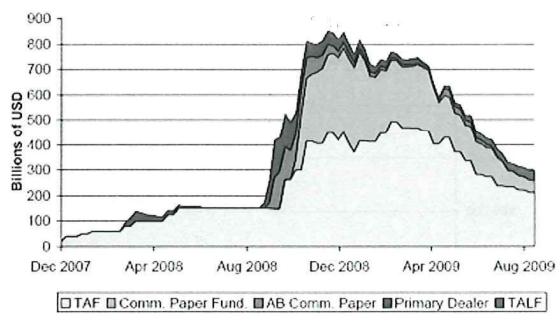
Về công cụ cuối cùng, Fed sử dụng các phương tiện truyền đạt thông tin như sau: Từ tháng 2/1994, thông báo rõ ràng về lãi suất mục tiêu ngay sau cuộc họp của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (Federal Open Market Committee – FOMC); Xuất bản Báo cáo chính sách tiền

tệ (monetary policy statement); Phát hành biên bản (minutes) của cuộc họp chính sách tiền tệ; Từ tháng 1/2000, trong Báo cáo chính sách tiền tệ có nêu rõ Bảng cân đối đánh giá rủi ro (Balance of risks assessment); Dự báo của FOMC; Báo cáo chính sách tiền tệ trình Quốc hội (Monetary Policy Report to the Congress) mỗi sáu tháng; Phòng vấn và phát biểu chi tiết. Nhìn chung, Fed truyền đạt thông tin rõ ràng, chi tiết hơn ECB.

2.3. Kết quả đạt được từ thực thi chính sách tiền tệ của ECB và FED trong giai đoạn khủng hoảng

Đầu tiên Fed giảm lãi suất mục tiêu từ 5.25% vào tháng 8/2007 xuống còn 0-0.25% kể từ tháng 12/2008; Bổ sung thêm những công cụ thanh khoản cho thị trường (hình 7) như: công cụ đấu giá có kỳ hạn (Term auction facility-TAF); Công cụ cho vay những chứng khoán có tài sản thế chấp có kỳ hạn (Term asset-backed securities loan facility- TALF)...; Giảm lãi suất tín dụng cơ bản từ 100 điểm cơ sở xuống còn 50 điểm cơ sở trên lãi suất mục tiêu vào tháng 8/2007.

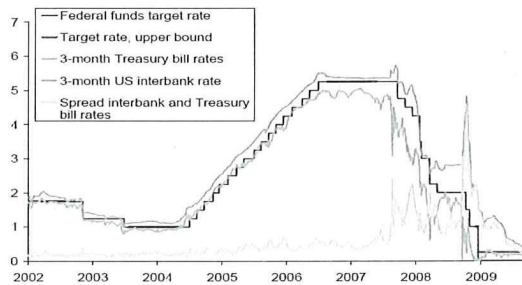
**Hình 7: Fed tăng những công cụ thanh khoản trong giai đoạn khủng hoảng, giai đoạn 2007-2009, (đơn vị tính: triệu USD)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo Fed qua các năm)

Mở rộng phạm vi tài sản thế chấp có thể chấp nhận được (eligible collateral); Tăng số lượng ngân hàng được phép mượn tiền từ Fed theo những điều kiện nhất định; Trả lãi suất trên số tiền dự trữ của các tổ chức tín dụng kể từ tháng 10/2008.

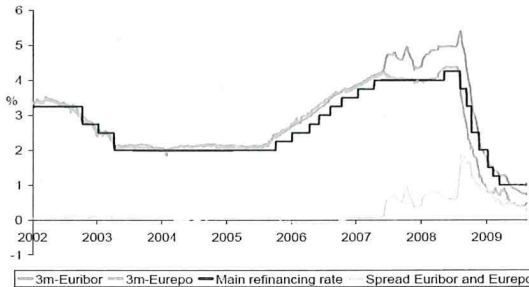
**Hình 8: Tình hình lãi suất tại Mỹ, giai đoạn 2002-2009, (đơn vị tính: %)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm)

Những hành động của Fed, nhìn chung, nhằm cung cấp thêm thanh khoản cho thị trường tiền tệ tại Mỹ, đảm bảo những mục tiêu khác hoặc hạn chế hậu quả từ khủng hoảng. Về phía ECB, đầu tiên ECB giảm lãi suất tái cấp vốn chủ yếu từ 4% vào tháng 8/2007 xuống còn 1% kể từ tháng 5/2009.

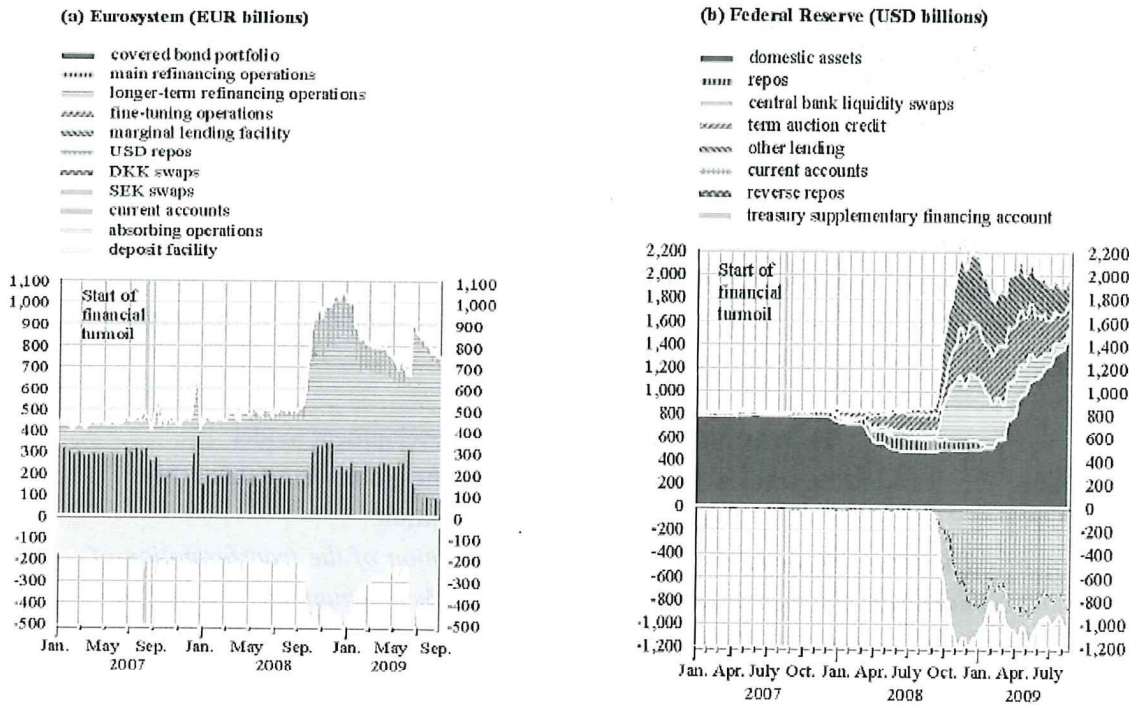
**Hình 9: Tình hình lãi suất tại Châu Âu, giai đoạn 2002-2009, (đơn vị tính: %)**



(Nguồn: Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm)

Nhằm cung cấp thêm thanh khoản cho thị trường; ECB cung cấp thêm thanh khoản dài hạn bằng cách bổ sung thêm LTROs, gia tăng kỳ hạn của LTROs lên đến 4 và 12 tháng; Mở rộng hơn những sản phẩm thế chấp có thể chấp nhận được; ECB còn làm hẹp hành lang lãi suất từ 200 điểm cơ sở xuống còn 100 điểm cơ sở vào tháng 10/2008, tức là tăng lãi suất tiền gửi tại ECB và giảm lãi suất cho vay tại ECB; Cuối cùng ECB áp dụng lãi suất cố định đối với MROs kể từ 10/2008. Nhìn chung, những hành động của ECB đều nhằm vào mục đích cung cấp thêm thanh khoản cho thị trường tiền tệ tại Châu Âu.

**Hình 10: Những công cụ chính sách tiền tệ được ECB và Fed áp dụng trong giai đoạn khủng hoảng 2007-2009**



**3. Kết luận**

Tóm lại, ECB và Fed đều đã vận dụng rất tốt và hiệu quả các công cụ điều hành chính sách tiền tệ. Có hai điều rất đáng ghi nhận, một là thông qua các phương tiện truyền phát thông tin, định hướng chính sách tiền tệ của ECB và Fed đến những người tham gia thị trường một cách rất hiệu quả, minh bạch, rõ ràng và chi tiết; hai là cả ECB và Fed đều rất linh hoạt trong việc sử

dụng các công cụ, có thể sẵn sàng bổ sung nhiều công cụ trong những giai đoạn nhất định để hỗ trợ bình ổn thị trường tiền tệ, đưa thị trường tiền tệ theo đúng định hướng được đề ra. Từ đó có thể hiểu vì sao quyết định và lãi suất của ECB và Fed lại có ảnh hưởng tốt đến lãi suất trong ngắn hạn tốt đến như vậy.

**TÀI LIỆU THAM KHẢO**

1. Bảng tin tháng 10/2009, ECB.
2. Tổng hợp báo cáo ECB qua các năm
3. Tổng hợp báo cáo Fed qua các năm