

Nhìn lại Chính sách tiền tệ của Fed giai đoạn đại dịch COVID – 19

TS. NGUYỄN NGỌC MẠNH
Viện nghiên cứu Châu Mỹ

● NGÀY NHẬN BÀI: 27/2/2023 ● NGÀY CHUYỂN PHẢN BIỆN: 01/3/2023
● NGÀY CHẤP NHẬN PHẢN BIỆN: 20/3/2023 ● NGÀY DUYỆT ĐĂNG: 04/4/2023

Tóm tắt: Mặc dù có nhiều quan điểm cho rằng Fed đã phản ứng thiếu tích cực với lạm phát gia tăng vào năm 2021, khi nền kinh tế Mỹ bắt đầu phục hồi sau cuộc khủng hoảng COVID-19. Tuy nhiên, trên cơ sở phân tích các phản ứng của Fed khi xảy ra đại dịch và tiến trình điều chỉnh lãi suất khi lạm phát gia tăng, có thể thấy cách tiếp cận chính sách này là tương đối phù hợp để đối phó với cú sốc tiêu cực về cầu, trong một sự kiện như cuộc khủng hoảng COVID-19.

Từ khóa: Fed, chính sách tiền tệ, Covid-19.

1. MỞ ĐẦU

Đại dịch COVID-19 đã gây ra một cú sốc tiêu cực ngoài dự kiến đối với nền kinh tế Mỹ và Ủy ban Thị trường mở Liên bang (FOMC) đã nhanh chóng ứng phó với cú sốc này bằng cách hạ lãi suất quỹ liên bang (FFR) xuống mức giới hạn thấp nhất 0% vào tháng 3/2020. Tuy nhiên, chỉ hơn một năm sau, vào nửa cuối năm 2021, sau khi vắc-xin COVID-19 được phổ biến rộng rãi và nền kinh tế Hoa Kỳ bắt đầu phục hồi trở lại, các nhà hoạch định chính sách của Fed đã phải đối mặt với những quyết định khó khăn về thời điểm có thể phải nâng lãi suất quỹ liên bang từ mức 0%.

Vào tháng 6/2021, lạm phát ở Mỹ bắt đầu tăng lên, với chỉ số Chi tiêu dùng

cá nhân (PCE) ở mức 4,0% và PCE cốt lõi ở mức 3,6% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, trong cuộc họp vào tháng 6/2021, FOMC đã quyết định không tăng lãi suất chính sách. Đồng thời, trong bản tóm tắt Dự báo kinh tế (Summary of Economic Projections-SEP), được công bố ngay sau cuộc họp, Fed tuyên bố sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng ở mức 0% cho đến cuối năm 2021. Khi đó, Chủ tịch Jerome Powell đã nhiều lần giải thích rằng lạm phát cao chỉ là tạm thời và phần lớn là kết quả của các vấn đề về chuỗi cung ứng, do đó chưa thể điều chỉnh FFR.

Mặc dù, lạm phát không chậm lại như mong đợi, và trên thực tế nó đã tăng lên, nhưng FOMC vẫn không tăng lãi suất cho

đến tận cuộc họp tháng 3/2022, lúc đó, chỉ số PCE đã tăng lên hơn 6%. Nhiều người cho rằng sự chậm trễ của Fed trong việc thắt chặt chính sách tiền tệ là do những người tham gia FOMC đã đánh giá thấp sự tồn tại của lạm phát. Tại cuộc họp báo sau cuộc họp của FOMC vào tháng 3/2022, Chủ tịch Powell cũng lưu ý rằng động lực lạm phát sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại đã không diễn ra như dự đoán: “Sự trợ giúp mà chúng tôi và những các nhà dự báo mong đợi đối với sự cải thiện từ phía cung, đã không xảy ra” (Powell, 2022). Phải thừa nhận rằng có những yếu tố bất ngờ đã ngăn cản tình trạng cải thiện từ phía cung, chẳng hạn như sự xuất hiện của biến thể delta COVID-19 và sự bùng phát của biến thể omicron. Tuy nhiên, liệu việc đánh giá thấp lạm phát kéo dài có phải là lời giải thích duy nhất cho sự chậm trễ trong phản ứng chính sách hay không? Để trả lời câu hỏi này, cần tìm hiểu những điều chỉnh trong “dự báo chính sách” của Fed dựa trên những kỳ vọng của chính Fed về xu hướng lạm phát. Theo cách tiếp cận này, những dự báo chính sách của Fed được dựa trên dự báo của chính họ về các điều kiện kinh tế.

Vào năm 2021, Fed cho rằng sẽ phù hợp hơn khi giữ FFR ở mức 0%, thay vì tăng lãi suất để đối phó với dự báo lạm phát gia tăng trong năm 2021. Nhưng đồng thời, Fed cũng dự kiến sẽ tăng FFR nhiều và nhanh hơn so với mức tăng của lạm phát trong khoảng hai năm kế tiếp. Như vậy, Fed đã chọn cách tiếp cận dần dần, vì đại dịch suy thoái được xem là một cú sốc về nhu cầu đối với nền kinh tế, một cú sốc đã đẩy lãi suất chính sách về mức 0%.

1. Phản ứng chính sách của Fed trên cơ sở dự báo

Theo lý thuyết kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ được sử dụng rộng rãi để điều tiết nền kinh tế. Trong khuôn khổ chính sách tiền tệ theo mô hình lạm phát mục tiêu thì, khi lạm phát tăng (hoặc giảm), ngân hàng trung ương cần tăng (hoặc giảm) lãi suất chính sách của mình ít nhất là theo tỷ lệ 1:1 (ví dụ: nếu lạm phát PCE lõi tăng 0,5 điểm phần trăm, FFR sẽ phản ứng bằng mức tăng ít nhất 0,5 điểm phần trăm) để đảm bảo sự ổn định của nền kinh tế theo thời gian.

Trong những năm gần đây, mối quan hệ giữa lãi suất chính sách dự kiến và lạm phát dự kiến trong ngắn hạn của Fed, được xác định là vào cuối năm hiện tại (căn cứ trên báo cáo SEP được công bố vào cuối năm). Khi bước sang một năm mới, những thay đổi sẽ được so sánh kỳ vọng của quý 4 năm trước với quý 1 của năm hiện tại. Trong thời kỳ COVID-19 có thể chia làm 2 giai đoạn

Trong giai đoạn từ khi bắt đầu đại dịch COVID-19 đến cuối năm 2021. Chính sách của Fed không có sự phản ứng tích cực, vì trong giai đoạn này, Fed dự kiến sẽ giữ lãi suất quỹ liên bang ở mức 0% trong khi cho rằng lạm phát tăng chỉ là nhất thời.

Trong giai đoạn thứ hai là từ năm 2022. Fed đã có sự điều chỉnh chính sách khi cho rằng lạm phát đã tồn tại dai dẳng hơn. Trong báo cáo SEP tháng 6/2022, Fed bắt đầu đưa ra dự báo FFR vào cuối năm 2022, cao hơn 1,5 điểm phần trăm so với báo cáo SEP trước đó, trong khi kỳ vọng trung bình

về tỷ lệ lạm phát PCE lõi cuối năm 2022 chỉ cao hơn 0,2 điểm phần trăm so với báo cáo SEP trước đó.

Khi so sánh kỳ vọng trong các bản SEP của tháng 6/2021, tháng 9/2021 và tháng 12/2021, cho thấy mặc dù FOMC cho rằng việc giữ nguyên lãi suất chính sách vào cuối năm 2021 là phù hợp, nhưng họ cũng cho rằng từ năm 2021 đến năm 2023, FFR nên được tăng nhiều hơn so với mức lạm phát dự kiến sẽ tăng.

Như vậy có thể thấy, những thay đổi trong dự đoán bằng cách so sánh sự khác biệt giữa kỳ vọng cuối năm của các biến tương ứng (FFR và PCE lõi) trong các bản báo cáo SEP hiện tại và trước đó, đã cho thấy những phản ứng chính sách của Fed trong thời kỳ COVID-19 có những đặc điểm sau: *Thứ nhất*, trong năm 2020 và 2021, thường xuyên xảy ra các trường hợp dự kiến lạm phát PCE lõi sẽ tăng lên vào cuối năm, nhưng dự kiến về FFR thì không tăng vào cuối năm. *Thứ hai*, trong khi FFR dự kiến không tăng trong ngắn hạn, thì những người tham gia FOMC đã đưa ra một cách tiếp cận dần dần để chống lạm phát, khi Fed dự kiến sẽ tăng FFR nhanh hơn để bắt kịp lạm phát trong vòng hai năm kế tiếp.

2. Ảnh hưởng từ dự báo chính sách tiền tệ của Fed đến khu vực tư nhân

Để đánh giá kỳ vọng của khu vực tư nhân đối với chính sách tiền tệ trong tương lai, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York thường thực hiện một cuộc Khảo sát các đại lý chính (Survey of Primary Dealers-SPD) trước mỗi cuộc họp của FOMC. Theo đó, những kết quả từ SPD sẽ phản ánh

được niềm tin của khu vực tư nhân vào những dự báo của Fed.

Trong khoảng thời gian từ khi bắt đầu đại dịch COVID-19 cho đến tháng 12/2022, khi so sánh các dự báo của SEP về FFR với những kỳ vọng của khu vực tư nhân trong các khảo sát SPD, cho thấy, dự báo của SEP về FFR phù hợp với những kỳ vọng của SPD cho đến cuối năm 2021. Sự liên kết này có thể cho thấy khu vực tư nhân cho rằng việc không nâng lãi suất cho đến trước cuối năm 2021 là phù hợp, giống với quan điểm của SEP. Tuy nhiên, sau tháng 12/2021, thì cho thấy bắt đầu có sự nới rộng giữa hai kỳ vọng này. Từ quý 1 đến quý 3/2022, khu vực tư nhân kỳ vọng tỷ lệ FFR sẽ thấp hơn vào cuối năm 2022 so với kỳ vọng của những người tham gia FOMC. Các dự đoán của SPD về lạm phát PCE lõi cũng thấp hơn so với các dự đoán trong SEP từ cuối năm 2021 đến quý 3/2022. Có thể việc kỳ vọng lạm phát thấp của khu vực tư nhân đã khiến họ dự báo FFR thấp hơn so với dự báo của những người tham gia FOMC.

Như vậy, từ các dữ liệu so sánh SPD và SEP cho thấy, vào năm 2021, mặc dù FOMC không thắt chặt chính sách ngay sau khi dự đoán lạm phát sẽ tăng, nhưng về tổng thể, ủy ban cho rằng việc tăng dần lãi suất chính sách để theo kịp lạm phát là điều phù hợp trong trung hạn và ý định này phần lớn đã được khu vực tư nhân nhận ra.

3. Một số nhận xét

Theo lý thuyết, có hai cách tiếp cận đối với việc điều tiết chính sách tiền tệ. *Cách thứ nhất* là một ngân hàng trung ương

(NHTW) có thể điều chỉnh lãi suất chính sách của mình trên cơ sở từng cuộc họp, đôi khi tạo ra những thay đổi lớn về lãi suất, nhằm nỗ lực giữ lạm phát ở mức mục tiêu trong từng thời kỳ. Trường hợp này xảy ra khi lãi suất chính sách đang ở mức giới hạn 0% (Eggertsson và Woodford, 2003). *Cách thứ hai* là, ngân hàng trung ương có thể thực hiện tiếp cận dần dần một cách có hệ thống để điều chỉnh chính sách. Cách tiếp cận này có thể mang lại kết quả tốt hơn đối với cả hai mục tiêu tối đa hóa việc làm và duy trì sự ổn định giá cả. Trường hợp này xảy ra khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi một cú sốc về cung, làm tăng chi phí sản xuất, thường được gọi là “cú sốc chi phí đẩy” (Clarida, Gali và Gertler, 1999).

So với việc điều chỉnh của Fed trong giai đoạn COVID-19, thì cách tiếp cận thứ nhất là phù hợp với giai đoạn đưa ra các quyết định chính sách khó khăn vào năm 2021, vì đại dịch đã khiến FOMC giảm lãi suất chính sách xuống 0% vào năm 2020.

Như vậy, theo lý thuyết về chính sách tiền tệ của Eggertsson và Woodford (2003), khi lãi suất chính sách ở mức 0%, có thể thấy, trong tình huống khi nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi cú sốc tiêu cực về cầu và ngân hàng trung ương muốn khuyến khích hoạt động kinh tế và chi tiêu của người tiêu dùng, nhưng không thể tiếp tục giảm lãi suất chính sách vì đã ở mức 0%. Trong trường hợp này, ngân hàng trung ương vẫn có thể tác động đến nền kinh tế bằng cách cam kết duy trì chính sách tiền tệ một thời gian dài trong tương lai. Điều này có nghĩa là, ngân hàng trung ương sẽ

thiết lập chính sách tiền tệ trong tương lai ở mức tối ưu để giữ lạm phát mục tiêu.

Nếu một kế hoạch chính sách như vậy được ngân hàng trung ương truyền đạt tới khu vực tư nhân, các hộ gia đình sẽ kỳ vọng lạm phát tăng trong tương lai. Điều này làm giảm lãi suất thực tế (đã điều chỉnh theo lạm phát), sự thay đổi này sẽ làm giảm lợi tức tiết kiệm. Đồng thời, một số hộ gia đình sẽ tăng chi tiêu hiện tại của họ, và do đó tổng cầu hiện tại tăng lên. Hiệu quả của chính sách này là dựa trên niềm tin của công chúng đối với cam kết của ngân hàng trung ương trong việc giữ lãi suất thấp hơn trong tương lai.

Mặc dù chính sách này cải thiện kết quả kinh tế tại thời điểm lãi suất ở mức 0%, nhưng nó sẽ phải trả giá cho nền kinh tế trong tương lai. Đó là, khi nền kinh tế hồi phục sau cú sốc tiêu cực về cầu thì lạm phát bắt đầu tăng, NHTW vẫn cần phải giữ cam kết không tăng lãi suất chính sách. Vì nếu không, việc cam kết giữ chính sách lãi suất thấp trong thời gian dài sẽ không đáng tin cậy đối với công chúng trong các lần tiếp theo khi thực hiện chính sách lãi suất ở mức 0%.

Mặc dù việc *không* tăng lãi suất không phải là giải pháp tối ưu, khi lạm phát cao hơn mức mục tiêu 2%, nhưng đó là một phần trong việc cam kết chính sách của Fed. Trên thực tế, chính cam kết được đưa ra tại thời điểm lãi suất ở mức 0%, về việc không tăng lãi suất chính sách trong thời gian tới, đã làm tăng lạm phát kỳ vọng trong tương lai, kỳ vọng này đến lượt nó đã làm giảm lãi suất thực và kích thích chi tiêu. Nói cách khác, chính sách của

Fed trong thời kỳ này là “phụ thuộc vào lộ trình”, thay vì nhắm đến mục tiêu tỷ lệ lạm phát 2% mỗi kỳ.

Trong khuôn khổ chính sách mới của Fed, được đưa ra vào cuối năm 2020, đã cho thấy quan điểm chính sách của Fed trở nên phụ thuộc vào lộ trình nhiều hơn.

Trước đây, khuôn khổ chính sách của Fed là “lạm phát mục tiêu”, FOMC đặt ra chính sách để đạt được việc làm tối đa và mục tiêu lạm phát 2% theo thời gian. Khi lạm phát lệch khỏi mức 2%, chính sách tìm cách đưa lạm phát trở lại mục tiêu mà không bù đắp cho các khoản vượt quá hoặc thiếu hụt của nền kinh tế.

Tuy nhiên, trong khuôn khổ chính sách mới đã có sự tiếp cận linh hoạt để *cân bằng* Mục tiêu lạm phát. Theo cách tiếp cận này, FOMC sẽ xem xét lạm phát trong quá khứ khi đưa ra các quyết định chính sách. Đặc biệt, khi lạm phát “liên tục ở dưới mức 2%”, FOMC dự kiến sẽ thúc đẩy lạm phát “ở mức vừa phải trên 2% trong một thời gian” (Board of Governors, 2020). Khuôn khổ mới này được thiết kế để giảm khả năng nền kinh tế sẽ bị mắc kẹt ở mức lãi suất 0% với lạm phát dưới 2% trong một thời gian dài.

Như vậy, có thể thấy, cả lý thuyết về chính sách tiền tệ và khung chính sách mới của Fed đều có thể áp dụng để diễn giải các quyết định chính sách do FOMC đưa ra trong ba năm qua sau khi đại dịch COVID-19 bùng phát. Ban đầu, khi đại dịch tấn công nền kinh tế Hoa Kỳ vào tháng 3/2020, bằng cách đóng cửa hoạt động kinh doanh và các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt, đã ảnh hưởng đến

toàn bộ nền kinh tế, Fed đã nhanh chóng phản ứng bằng cách hạ lãi suất chính sách xuống ở mức 0%. Đồng thời, FOMC cũng đưa ra định hướng rõ ràng về thời gian kéo dài của chính sách hỗ trợ. Theo đó, Fed đã giữ FFR ở mức 0% cho đến cuối năm 2021, vài tháng sau khi lạm phát bắt đầu tăng nhanh.

2. KẾT LUẬN

Khi nhìn lại phản ứng chính sách của Fed trong ba năm sau khi đại dịch COVID-19 bắt đầu từ tháng 3/2020, bằng những phân tích ở trên, có thể thấy, mặc dù FOMC đã quyết định không thắt chặt chính sách tiền tệ ngay sau khi dự kiến lạm phát gia tăng, nhưng FOMC dự kiến sẽ vẫn tăng lãi suất chính sách trong khoảng thời gian hai năm tiếp theo. Và cách tiếp cận này đã được khu vực tư nhân nhận ra. Con đối với việc tại sao Fed chọn cách tiếp cận dần dần này thay vì phản ứng ngay lập tức với lạm phát gia tăng, thì có thể hiểu là Fed đã làm như vậy vì suy thoái kinh tế do COVID-19 là một cú sốc tiêu cực về cầu đối với nền kinh tế và điều này đã đẩy lãi suất chính sách xuống mức 0%.

Tóm lại, có thể thấy cách tiếp cận của Fed đối với chính sách tiền tệ sau đại dịch bao gồm hai phần. *Đầu tiên*, trong ngắn hạn, FOMC dự kiến sẽ cam kết giữ FFR gần bằng không. Trong bối cảnh của lý thuyết về chính sách tối ưu, có thể lập luận rằng làm như vậy sẽ chứng tỏ có lợi cho sự tín nhiệm của Fed vào lần tới khi nền kinh tế lại rơi vào tình trạng lãi suất 0%. *Thứ hai*, trong trung hạn, FOMC dự kiến sẽ tăng FFR với tốc độ nhanh hơn tốc độ lạm phát.

Vào năm 2022, khi nhận thấy lạm phát vẫn tiếp diễn, FOMC đã điều chỉnh hướng đi và thực hiện tăng lãi suất nhanh hơn so với dự kiến của FOMC trong năm 2021. Theo cách tiếp cận này, những điều chỉnh về FFR sẽ theo kịp những thay đổi về lạm phát trong tương lai.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Board of Governors of the Federal Reserve System. 2020. "2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy." <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>.

Clarida, Richard, Jordi Galí, and Mark Gertler. 1999. "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective." *Journal of Economic Literature* 37 (4): 1661–1707. <https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1661>.

Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, Edward S. Knotek II, and Raphael S. Schoenle. Forthcoming. "Average Inflation Targeting and Household Expectations." *Journal of Political Economy Macroeconomics*. <https://doi.org/10.1086/722962>.

Eggertsson, Gauti B., and Michael Woodford. 2003. "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy." *Brookings Papers on Economic Activity* 34 (1): 139–233. <https://doi.org/10.1353/eca.2003.0010>.

eca.2003.0010.

Gordon, Matthew V., and Todd E. Clark. 2023. "The Impacts of Supply Chain Disruptions on Inflation." *Economic Commentary*, no. 2023-08 (May). <https://doi.org/10.26509/frbc-ec-202308>.

Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott. 1977. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85 (3): 473–91. <https://doi.org/10.1086/260580>.

"Lessons Learned: The Federal Reserve's Response to the Coronavirus Pandemic." 2021. Hearing before the Select Subcommittee on the Coronavirus Crisis of the Committee on Oversight and Reform, House of Representatives, 117th Congress, First Session, June 22 Document 117-30. <http://www.congress.gov/event/117th-congress/house-event/LC67052/text>.

Powell, Jerome H. 2022. "Transcript of Chair Powell's Press Conference, March 16, 2022." Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220316.pdf>.

"Press Release: Federal Reserve Issues FOMC Statement." 2020. Board of Governors of the Federal Reserve System. June 10, 2020. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200610a.htm>.

Taylor, John B. 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (December): 195–214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L).