

BÀI HỌC SỬ DỤNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ XỬ LÝ BẤT ỔN TÀI CHÍNH SAU ĐẠI DỊCH CHO VIỆT NAM

● TRẦN THỊ THANH TÂM

TÓM TẮT:

Do tác động của đại dịch Covid-19 đã tạo cuộc khủng hoảng lớn với tỷ lệ nợ xấu kể cả nợ đã trích dự phòng rủi ro và bán cho Công ty Quản lý tài sản (VAMC) tiềm ẩn tăng cao, đặt ra những thách thức mới trong năm 2022 khi mà các doanh nghiệp vẫn rất khó khăn và dư địa vận dụng Nghị quyết số 42/NQ-CP không còn. Các cấp chính quyền, các ngành chức năng do tập trung và hỗ trợ phục hồi phát triển kinh tế - xã hội địa phương giai đoạn mới cần có sự vận dụng linh hoạt chính sách tiền tệ. Bài viết phân tích cách xử lý bất ổn tài chính của EU, từ đó đưa ra bài học vận dụng tại Việt Nam trong bối cảnh sau đại dịch.

Từ khóa: EU, khủng hoảng tài chính, đại dịch, chính sách tiền tệ, Việt Nam.

1. Các nhóm biện pháp EU sử dụng xử lý bất ổn tài chính

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2009 đã ảnh hưởng nặng nề đến khu vực châu Âu. 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, Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) có phản ứng nhanh chóng và quyết liệt trên 2 khía cạnh:

(i) Duy trì sự ổn định giá cả trong trung hạn. Cụ thể: để đẩy lùi áp lực giảm phát, ECB đã cắt giảm lãi suất chính sách 325 điểm cơ bản, xuống còn 1%;

(ii) Tăng cường hỗ trợ tín dụng. Sau sự sụp đổ của Lehman Brothers, thị trường tiền tệ liên ngân hàng đã ngừng hoạt động, các ngân hàng 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 bất cân xứng thông tin đã trở nên quá lớn dẫn đến sự sụp đổ của thị trường, trước hết là thị trường liên

ngân hàng, 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 3 nhóm chính: Các biện pháp thanh khoản đặc biệt, Mua các tài sản và Định hướng mục tiêu.

Biện pháp thứ 1: Cung cấp thanh khoản

Ngay khi diễn ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007 - 2009, ECB đã phản ứng khá nhanh chóng với những căng thẳng trên thị trường liên ngân hàng. Khung chính sách tiền tệ (CSTT) của ECB, so với Ngân hàng Trung ương (NHTW) các quốc gia khác, được 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 ngân hàng do tác động của cuộc khủng

hoảng kinh tế 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 lãi suất 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 lãi suất trúng thầu riêng lẻ. Tuy nhiên, theo quy trình mới, các ngân hàng có thể được đáp ứng đến mức tối đa nhu cầu thanh khoản ở mức lãi suất cụ thể được định trước (lãi suất 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 tín dụng nhằm bù đắp rủi ro thanh khoản trên thị trường bằng cách đảm bảo cung cấp thanh khoản liên tục cho các ngân hàng.

ECB cũng đã tăng cường cung cấp thanh khoản thông qua các nghiệp vụ tái cấp vốn 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 lãi suất cố định cho các nghiệp vụ này, mà để các ngân hàng tham gia đấu giá quyết định lãi suất theo cơ chế đấu thầu lãi suất 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 Sterns (3/2008) nhằm khuyến khích các ngân hàng 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, lãi suất của nghiệp vụ được cố định tại mức trung bình của lãi suất tái cấp vốn chính 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 ngân hàng 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 tín dụng 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 ngân hàng Hy Lạp vẫn có thể sử dụng trái phiếu chính phủ (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 tín dụng gián tiếp.

Biện pháp thứ 2: 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 & 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 lãi suất 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 chính sách tiền tệ (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 trong khu vực 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.

Biện pháp thứ 3: 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 lãi suất 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 lãi suất 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 lãi suất chính sách của ECB; (ii) Định hướng về lãi suất 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 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.

2. Việt Nam ứng dụng kinh nghiệm của EU trong giai đoạn khủng hoảng sau đại dịch

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cần tiếp tục điều hành chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm kiểm soát lạm phát, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, thị trường, đảm bảo mục tiêu tăng trưởng tín dụng đề ra từ đầu năm (12%), nếu không ít nhất cũng phải đạt trên 10%.

Một là, ban hành và thực thi các chính sách nhằm bình ổn giá nguyên liệu đầu vào sản xuất, chi phí lưu thông, vận chuyển hàng hóa. Phối hợp với các chính sách tiền tệ nhằm đảm bảo dòng tiền, khả năng thanh khoản của khu vực doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn, đầu tàu. Đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân các dự án đầu tư công, đặc biệt là các công trình trọng điểm quốc gia.

Hai là, các chính sách hỗ trợ cần chọn lọc hơn, tập trung hơn vào các doanh nghiệp quy mô lớn, có ảnh hưởng lan tỏa quan trọng đến các khu vực khác trong nền kinh tế. Tránh tình trạng đổ vỡ dây chuyền trong nền kinh tế. Không hỗ trợ dàn trải, bình quân, liều lượng hỗ trợ thấp. Đồng thời, dự địa chính sách cũng không cho phép thực hiện bao phủ quá nhiều đối tượng.

Ba là, giảm lãi suất cho vay mới thoát nghèo, hộ cận nghèo của ngân hàng chính sách xã hội (NH CSXH); đồng thời mở ra chương trình cho vay vốn tạo việc làm đối với người lao động bị ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 thông qua NH CSXH. NHNN mở rộng kênh tái cấp vốn để ngân hàng thương mại (NHTM) cho vay các hãng hàng không khác, để NH CSXH cho vay vốn đối với người lao động mất việc làm.

Bốn là, tiếp tục giảm chi phí để tiếp tục giảm lãi suất cho vay hỗ trợ sản xuất - kinh doanh; các tổ chức tín dụng (TCTD) thực hiện cam kết giảm lãi suất cho vay đối với nền kinh tế; các TCTD cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn, giảm, lãi, phí, giữ nguyên nhóm nợ đối với khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 theo Thông tư số 01/2020/TT-NHNN và Thông tư số 03/2021/TT-NHNN, Thông tư số 14/2021/TT-NHNN sửa đổi bổ sung Thông tư số 01/2020/TT-NHNN ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Driffill, J. (2016). Unconventional Monetary Policy in the Euro Zone. *Open Economies Review*, 27 (2), 387 - 404.
2. Nguyễn Thị Hồng (2021), Điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng giúp kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô đưa đất nước vượt qua khó khăn của đại dịch Covid-19, *Tạp chí Cộng sản*, Tapchicongsan.org.vn/web/guest/media-story/-/asset_publisher/V8hnp4dK31Gf/content/dieu-hanh-chinh-sach-tien-te-va-hoat-dong-ngan-hang-giup-kiem-soat-lam-phat-on-dinh-kinh-te-vi-mo-gop-phan-dua-dat-nuoc-vuot-qua-kho-khan-cua-dai-dich
3. Gara Afonso et al. (2013). *Who's Borrowing in the Fed's Market*. New York, New York, United States: Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York.
4. 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*.

Ngày nhận bài: 15/2/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 6/3/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 16/3/2022

Thông tin tác giả

ThS. TRẦN THỊ THANH TÂM

Khoa Kế toán, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật công nghiệp

**EXPERIENCES IN USING MONETARY POLICIES
TO HANDLE THE FINANCIAL CRISIS AFTER THE COVID-19
PANDEMIC AND LESSONS LEARNT FOR VIETNAM**

● Master. **TRAN THI THANH TAM**

Faculty of Accounting

University of Economic and Technical Industries

ABSTRACT:

The COVID-19 pandemic has fueled a huge debt crisis in the world. In Vietnam, businesses are still facing many difficulties brought by the pandemic and the room to apply the Resolution No. 42/NQ-CP is no longer available. In the post-COVID-19 era, authorities at all levels and functional sectors still needs flexible monetary policies to facilitate the recovery of local socio-economic development. This paper analyzes the European Union (EU)'s response to the financial crisis, thereby drawing lessons for Vietnam in the context of the post-COVID-19 era.

Keywords: EU, financial crisis, pandemic, monetary policy, Vietnam.