

Các ngân hàng trung ương đã thực hiện các biện pháp chính sách tiền tệ sâu rộng để bù đắp cho những tổn thất mà cuộc khủng hoảng dịch COVID-19 đã gây ra. Câu hỏi đặt ra là liệu các biện pháp này có mang lại hiệu quả, trấn an thị trường và hỗ trợ nền kinh tế thực sự như mong muốn hay không.



Sau khi cuộc khủng hoảng dịch COVID-19 bùng phát mạnh vào tháng 3/2020, cả Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) và Ngân hàng dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã thực hiện các biện pháp chính sách tiền tệ sâu rộng. Các ngân hàng trung ương đã tiến hành các đợt cắt giảm lãi suất quan trọng, công bố các chương trình cung cấp thanh khoản cho ngân hàng và mở rộng các chương trình mua trái phiếu hiện có hoặc thiết lập các chương trình mới. Phạm vi của các biện pháp này là rất lớn và có thể so sánh với các đợt mua trái phiếu đầu tiên của Mỹ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vào năm 2008-2009 và của ECB trong cuộc khủng hoảng nợ châu Âu năm 2010. Mặc dù các phản ứng chính sách tiền tệ hiện tại của FED và ECB tương tự nhau, những điểm bất đồng chính sách tiền tệ của hai tổ chức này có sự khác biệt đáng chú ý. Vì vậy, câu hỏi về việc các chính sách kích thích tiền tệ này có thể chống đỡ được mức độ nào trước hậu quả kinh tế của đại dịch

COVID-19 là các nền kinh tế.

Hiệu quả của chính sách tiền tệ

Tình hình dòng lưu hiện tại vẫn chưa cho phép chúng ta đánh lường tác động của các biện pháp mở rộng này đối với sự phát triển kinh tế nói chung. Tuy nhiên, có thể xác định lưu các biện pháp chính sách tiền tệ mới nhất có ảnh hưởng đến lợi suất trái phiếu chính phủ và giá cổ phiếu của các quốc gia và khu vực kinh tế khác nhau hay không. Điều này sẽ cung cấp thông tin ban đầu về hiệu quả của chính sách tiền tệ. Trái phiếu chính phủ thường được coi là chứng khoán thanh khoản và gần như không có rủi ro, đóng vai trò các giá trị tham chiếu cho lãi suất cho vay đối với thị trường. Các biện pháp thông thường và đặc biệt mở rộng là nhằm mục đích hỗ trợ lãi suất thị trường đối với các khoản vay và qua đó hỗ trợ cho vay và nhu cầu kinh tế nói chung. Có thể tiến hành đánh giá ban đầu về tác động của các biện pháp chính sách tiền tệ trên cơ sở phần ứng đối với lợi suất trái phiếu chính phủ. Sự phát triển của giá cổ phiếu sau những thúc đẩy chính sách tiền tệ cũng sẽ cung cấp thông tin về việc lưu trữ vốn kinh tế của các công ty có thay đổi đáng kể hay không.

Thông báo của FED về việc mua trái phiếu làm giảm lãi suất trái phiếu chính phủ M

FED đã đưa ra ba quyết định chính sách tiền tệ quan trọng vào tháng 3/2020 sau khi dịch COVID-19 bùng phát mạnh. Quyết định đầu tiên là vào ngày 3/3, Ủy ban Thị trường mở liên bang (FOMC) thuộc FED đã quyết định hỗ trợ lãi suất cơ bản dựa trên phạm vi mở rộng xuống còn từ 1% đến 1,25% để chống lại rủi ro kinh tế có thể nảy sinh do sự lây lan của virus SARS-CoV-2 trong tình hình dịch bệnh gia tăng và những hạn chế kinh tế sâu rộng ở Hàn Quốc và Ý. Quyết định thứ hai có phạm vi mở rộng hơn, được đưa ra vào ngày 15/3, thông báo nội bộ việc mua trái phiếu với tổng trị giá 700 tỷ USD và tiếp tục hỗ trợ lãi suất cơ bản xuống gần 0%. Nguyên nhân dẫn tới bước đi không theo lịch trình này có lẽ là do sự lây lan nhanh chóng của virus SARS-CoV-2. Tổ chức y tế thế giới (WHO) đã xác định đây là một đại dịch và M cũng đã chứng kiến sự gia tăng số người nhiễm bệnh theo cấp số nhân. Quyết định thứ ba được đưa ra trong tháng 3 khi tình hình ngày càng xấu đi, với việc chính phủ M công bố các biện pháp tài khóa sâu rộng và FED cũng đưa ra tuyên bố vào ngày 23/3 về việc tiếp tục mua tài sản vô thời hạn.

Lạm phát giảm đầu tiên ngày 3/3 không có ảnh hưởng đáng kể đến lạm phát. Tuy nhiên, tình hình lại thay đổi khi thông báo ngày 16/3 được đưa ra. Khi đó, lạm phát trái phiếu chính phủ tốt của các khu vực đã giảm khoảng 0,2 điểm phần trăm. Sự suy giảm này là đáng kể so với những biến động quan sát được về lạm phát trái phiếu chính phủ kể từ khi bắt đầu cuộc khủng hoảng COVID-19. Và lại khác của FED ngày 23/3 cũng cho thấy hiệu ứng giảm lãi suất đáng kể đối với trái phiếu chính phủ dài hạn. Do đó, có thể nói các thông báo về việc mua trái phiếu nói riêng đã có tác động sâu rộng trên thị trường vốn ở Mỹ.

Lãi suất trái phiếu chính phủ trong Khu vực đồng euro không bị tác động

ECB cũng đã có phản ứng vào tháng 3/2020 với 3 quyết định chính sách tiền tệ quan trọng để ổn định nền kinh tế đang thực sự rơi vào khủng hoảng do dịch bệnh. Ngày 12/3, khi tình hình bất ổn nên phức tạp và virus SARS-CoV-2 bắt đầu lan truyền nhanh chóng ở các quốc gia thành viên khác, ECB đã tuyên bố trong cuộc họp thường kỳ rằng họ sẽ kích hoạt quy trình mua trái phiếu hiện có. Ngoài ra, việc cung cấp thanh khoản có mục tiêu đã được điều chỉnh thông qua các quy trình hiện có. Quyết định quan trọng thứ hai được đưa ra sau đó vào ngày 18/3 với việc công bố quy trình mua khoản cấp dành riêng cho đối dịch COVID-19 (PEPP) để tăng khoảng 30% khối lượng trái phiếu do ECB nắm giữ. Quyết định chính sách tiền tệ quan trọng cuối cùng là thay đổi mức trần của trái phiếu đối với trái phiếu do ngân hàng trung ương nắm giữ. Trước đây, ECB đã cam kết không nắm giữ hơn 1/3 trái phiếu chính phủ của một quốc gia, cũng để giải phóng khối lượng nghi ngờ về hoạt động tài trợ của chính phủ. Giới hạn này đã được nới lỏng vào ngày 25/3.

Nhìn chung, việc mở rộng mua trái phiếu của ECB không có tác động đến lạm phát trái phiếu trong Khu vực đồng euro. Thông báo ngày 12/3 và thông báo thứ hai của PEPP ngày 18/3 đã không đạt được hiệu quả cắt giảm lãi suất như mong muốn. Ngược lại, lạm phát của trái phiếu Khu vực đồng euro đã tăng lên trong những ngày này. Tuy nhiên, sự gia tăng lạm phát này chỉ có ý nghĩa đối với trái phiếu chính phủ dài hạn. Do thị trường trái phiếu vốn đã biến động mạnh mẽ trong cuộc khủng hoảng, nên sự suy giảm này cũng không thể được coi là đáng kể.

Ý nghĩa lợi tức sơ can thiệp thị ba của ECB

Thông báo chính sách tiền tệ đầu tiên của ECB ngày 12/3 chỉ có tác động nhẹ đến trái phiếu Đức, Hà Lan và Tây Ban Nha. Trái lại, lợi suất trái phiếu chính phủ Ý và Pháp đã tăng mạnh lên lần lượt 0,2 và 0,15 điểm phần trăm. Tuy nhiên, sự gia tăng này đối với tất cả các quốc gia là không đáng kể, một phần không nhỏ là do sự biến động mạnh mẽ của thị trường trái phiếu trong giai đoạn được xem xét. Với thông báo của PEPP, lợi suất trái phiếu chính phủ của tất cả các quốc gia được xem xét lại tăng mạnh. Lợi suất Đức, Hà Lan và Tây Ban Nha, mức tăng thậm chí đã đạt tới 0,1 đến 0,2 điểm phần trăm. Thông báo thứ ba của ECB ngày 25/3 gây ra hiệu ứng giảm nhẹ lãi suất trái phiếu Ý. Ngược lại, thông báo này không gây được tác động đáng chú ý đến lợi suất của các trái phiếu chính phủ khác đang được xem xét.

Lý do giải thích cho tác động hạn chế của các biện pháp chính sách tiền tệ của ECB là nội thất vũng mà quyết định ngày 12/3 đã gây ra cho thị trường tài chính. Thị trường đã mong đợi một biện pháp kích thích tiền tệ mạnh mẽ hơn nhiều vào thời điểm này. Đáng chú ý là việc công bố PEPP với quy mô rất lớn cũng có tác động hạn chế đối với thị trường trái phiếu. Ngoài ra, có thể mức lãi suất rất thấp đã khiến các nhà đầu tư không còn cảm thấy cần phải sắp xếp lại danh mục tài sản của mình. Hơn nữa, việc công bố danh mục các biện pháp trên quy mô rất lớn của ECB có khả năng đã phát đi một tín hiệu tiêu cực, do đó các nhà đầu tư đã điều chỉnh đánh giá của họ về triển vọng kinh tế theo hướng đi xuống và phí bảo hiểm rủi ro đã theo đó gia tăng.

Phản ứng tiêu cực của giá cổ phiếu Mỹ đối với quyết định ngày 16/3 có thể được giải thích bằng cái được gọi là “kênh tín hiệu”. Các biện pháp chính sách tiền tệ mạnh mẽ cũng có thể phần nào tác động vì chúng báo hiệu rằng tình hình kinh tế đang xấu đi so với giả định ban đầu.

Thị trường chứng khoán tiếp tục suy giảm bất chấp các biện pháp của ECB

Trái với dự đoán, 2 thông báo chính sách tiền tệ đầu tiên vào ngày 12/3 và 18/3 đã tác động rất tiêu cực đến thị trường vốn của tất cả các quốc gia đang được xem xét (Pháp, Đức, Ý, Hà Lan và Tây Ban Nha). Các chi số chứng khoán đã giảm 10%-15% vào ngày 12/3 và giảm tiếp 5% vào ngày 18/3 (không tính Ý). Các ngành ô tô, tiện ích, tài chính và ngân hàng bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi sự sụt giảm ngày 12/3, trong khi chứng sóc sức khỏe, thực phẩm, nhà thu hẹp và công nghệ ít bị ảnh hưởng. Ngày 18/3, các ngành dầu khí, sản xuất công nghiệp và ô tô và công nghệ đã chịu tác động lớn nhất. Giá cổ phiếu đã giảm tới 5% đến 10%. Tuy nhiên, vào ngày 25/3, giá cổ phiếu đã phục hồi 2%-5%. Do tính biến động cao của

các chi số chứng khoán trong những tuần kể từ khi dịch COVID-19 bùng phát, đã không có biến động giá đáng kể nào sau khi các quyết định được đưa ra.

Các biện pháp chính sách tiền tệ mở rộng của ECB cho đến nay ít có tác động lên động trên thị trường tài chính. Ngược lại, giá cổ phiếu giảm mạnh sau 2 quyết định chính sách tiền tệ đầu tiên mở rộng nợ cho thấy các quyết định này đã giảm tín hiệu tiêu cực đến các công ty trên thị trường và triển vọng kinh tế trong Khu vực đồng euro.

Kết luận

Các biện pháp chính sách tiền tệ sâu rộng của cả ECB lẫn FED đều không mang lại bất kỳ ngoại lệ về giá cổ phiếu, vốn đã giảm kể từ tháng 2/2020. FED chỉ ít đã thành công trong việc hỗ trợ đáng kể lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ bằng cách giảm thiểu lợi chênh lệch trình mua trái phiếu và thông báo mua trái phiếu không giảm hạn. Mặt khác, các biện pháp kích thích chính sách tiền tệ của ECB, kể cả chương trình trái phiếu dành riêng cho dịch COVID-19, gần như không có tác động đến với thị trường trái phiếu chính phủ châu Âu.

Mặt khác, lý do giảm thích cho kết quả này có lẽ là việc các biện pháp mà ECB đưa ra ban đầu đã khiến các bên tham gia thị trường thất vọng vì ECB quá do dự. Mặt khác, ECB đang phải vật lộn với tình hình tiền tệ khó khăn. Với mức lãi suất thấp liên tục, việc đẩy mạnh mua sắm tài sản đã không thúc đẩy các nhà đầu tư sắp xếp lợi danh mức tài sản của họ. Giới chuyên gia đánh giá rằng vốn để nắm giữ chi tiêu thời điểm công bố PEPP, ECB vẫn đang nắm giữ tới đa 1/3 trái phiếu chính phủ của mọi quốc gia. PEPP đã không đạt hiệu quả như mong muốn vì nó mất sự quốc gia, ECB đã đạt tới giới hạn này từ trước khi có cuộc khủng hoảng COVID-19. Sau khi quyết định này được công bố, giá trái phiếu chính phủ tại Ý và Tây Ban Nha nói riêng đã giảm. Tuy nhiên, biện pháp này đã không đạt được hiệu quả tương tự như mong đợi.

Theo quan điểm của chính sách tiền tệ vẫn đã rút mở rộng, phạm vi của các ngân hàng trung ương nói chung là rất hạn chế. Điều quan trọng hơn cả là các giải pháp chính sách tiền tệ phải được thực hiện thông qua các biện pháp tài khóa có mức tiêu nhằm lên động nhu cầu tương tự. Khu vực đồng euro cần nhanh chóng tìm ra các giải pháp, đặc biệt là để với các quốc gia đang gặp khó khăn như Ý và Tây Ban

Nha.

Kerstin Bernoth, giáo sư tiến sĩ kinh tế tại trường Hertie, phó trưởng khoa Kinh tế và mô tại Viện Nghiên cứu Kinh tế Đức (DIW Berlin). Anna Girbert và Geraldine Dany-Knedlik, trợ lý nghiên cứu tại khoa Kinh tế và mô. Bài viết được đăng trên [DIW Berlin](#)

Minh Anh (gt)