BEN S. BERNANKE
Đồng chủ nhân giải Nobel Kinh tế 2022, Cựu Chủ tịch Fed

CHÍNH SÁCH

TIỀN TỆ THẾ KỶ 21



CHIẾN LƯỢC ỨNG PHÓ CỦA CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG MỸ TỪ ĐẠI LẠM PHÁT ĐẾN NAY

Vũ Hoàng Linh, Sơn Phạm dịch

OMEGA+

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

■

Cục Dự trữ Liên bang từ Đại lạm phát đến COVID-19

BEN S. BERNANKE



W.W. NORTON & CÔNG TY

Nhà xuất bản độc lập từ năm 1923

NỘI DUNG

GIỚI THIỆU

PHẦN I. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 20

Sự trỗi dậy và sụp đổ của lạm phát

1. Cuộc lạm phát lớn
2. Bỏng và Volcker
3. Greenspan và sự bùng nổ của thập niên 1990

PHẦN II. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cuộc đại suy thoái

4. Thế kỷ mới, thách thức mới
5. Khủng hoảng tài chính toàn cầu
6. Chế độ tiền tệ mới: Từ QE1 đến QE2
7. Sự tiến hóa tiền tệ: QE3 và cơn giận dữ giảm dần

PHẦN III. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

Từ sự cất cánh đến đại dịch COVID-19

8. Cất cánh

9. Powell và Trump

10. Đại dịch

PHẦN IV. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

Điều gì ở phía trước

11. Bộ công cụ sau năm 2008 của Fed: Nới lỏng định lượng và Hướng dẫn chuyển tiếp

12. Bộ công cụ của Fed có đủ không?

13. Làm cho chính sách trở nên mạnh mẽ hơn: Các công cụ và khuôn khổ mới

14. Chính sách tiền tệ và ổn định tài chính

15. Sự độc lập và vai trò của Fed trong xã hội

LỜI MỜI BÌNH LUẬN

SỰ NHÌN NHẬN

LƯU Ý VỀ NGUỒN

LƯU Ý

THƯ MỤC

MỤC LỤC

GIỚI THIỆU

VÀO NGÀY 29 THÁNG 1 NĂM 2020, JAY POWELL bước nhanh lên bục để bắt đầu cuộc họp báo đầu tiên trong năm thứ ba làm chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang. Ông mở một tập tài liệu màu trắng, ngước lên chào tạm biệt các phóng viên đang tập trung, rồi cúi xuống đọc bài phát biểu đã chuẩn bị sẵn của mình. Thái độ của anh ấy rất trầm tĩnh, gần như ủ rũ. Nhưng thông điệp của ông rất lạc quan: Nền kinh tế Mỹ đã bước vào năm thứ 11 với tốc độ tăng trưởng kỷ lục, tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức thấp nhất trong nửa thế kỷ và những người làm công việc lương thấp đang được tăng lương sau nhiều năm trì trệ. Căng thẳng thương mại từng làm rung chuyển thị trường tài chính trong hai năm qua đã giảm bớt và tăng trưởng toàn cầu dường như đang ổn định.

Nhân tiện, ông lưu ý "những điều không chắc chắn" ảnh hưởng đến triển vọng kinh tế, "bao gồm cả những điều do virus Corona mới gây ra". Câu hỏi tiếp theo về virus, từ Donna Borak của CNN, phải đến phút thứ 21 của cuộc họp báo kéo dài 54 phút. Vào thời điểm đó, chỉ có một số trường hợp được báo cáo bên ngoài Trung Quốc. Powell thận trọng thừa nhận rằng virus này là "một vấn đề rất nghiêm trọng" có thể gây ra "một số gián đoạn đối với hoạt động ở Trung Quốc và có thể trên toàn cầu".

Năm tuần sau, vào ngày 3 tháng 3, Powell bước lên bục tương tự và với giọng điệu bình tĩnh tương tự, đọc một tuyên bố đen tối hơn nhiều cho các phóng viên. Ông bày tỏ sự cảm thông với những người mà virus đã gây hại trên khắp thế giới, lưu ý rằng nó đã làm gián đoạn nền kinh tế của nhiều quốc gia và dự đoán rằng các biện pháp ngăn chặn virus "chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế cả trong và ngoài nước trong một thời gian". Ông cho biết Fed

đang cắt giảm lãi suất "để giúp nền kinh tế vững mạnh trước những rủi ro mới". Anh ấy gợi ý về nhiều điều sắp tới. Tình hình thế giới đã thay đổi đáng kể – và chính sách của Fed cũng thay đổi theo đó.

Trong khoảng thời gian từ các cuộc họp báo ngày 29 tháng 1 đến ngày 3 tháng 3, virus này đã phát triển từ một vấn đề cục bộ thành một cuộc khủng hoảng toàn cầu mới chớm nở. Các trường hợp được báo cáo về căn bệnh mà sau này được gọi là COVID-19 đã tăng từ dưới 10.000, hầu hết ở Trung Quốc, lên hơn 90.000 trên toàn thế giới. Ý đã cách ly các thị trấn ở vùng Lombardy và Iran đã báo cáo số ca nhiễm bệnh gia tăng. Tại Hoa Kỳ, ca tử vong đầu tiên do virus được báo cáo vào ngày 29 tháng 2—một người đàn ông ở độ tuổi 50, gần Seattle. Từ đó, số ca nhiễm và tử vong ở Hoa Kỳ tăng theo cấp số nhân, đe dọa làm quá tải các hệ thống chăm sóc sức khỏe ở Thành phố New York và các điểm nóng khác.

Trong khi đó, nỗi lo sợ về vi rút đã gây ra tuần tồi tệ nhất trên thị trường tài chính Hoa Kỳ kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009, báo hiệu những khó khăn phía trước đối với nền kinh tế. Chỉ số công nghiệp trung bình Dow Jones, vốn đã đạt mức cao kỷ lục hồi đầu tháng, đã giảm hơn 12% trong tuần kết thúc vào ngày 28 tháng 2. Vào tháng 3, tình trạng hỗn loạn lan sang thị trường trái phiếu. Ngay cả những người bán chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ cực kỳ an toàn cũng gặp khó khăn trong việc tìm kiếm người mua, những người tỏ ra không mấy quan tâm đến việc nắm giữ bất cứ thứ gì khác ngoài tiền mặt. Thị trường tín dụng tư nhân, nơi các tập đoàn, người mua nhà, chính quyền tiểu bang và địa phương vay mượn, có nguy cơ đóng băng hoàn toàn khi những người cho vay và nhà đầu tư vật lộn với sự bất ổn do virus Corona gây ra.

Trên thực tế, cuộc tấn công hoảng loạn của thị trường đã báo trước tổn thương kinh tế. Với việc các doanh nghiệp và trường học đóng cửa, tự nguyện hoặc do chính quyền địa phương áp đặt, hoạt động kinh tế bị thu hẹp với tốc độ chưa từng thấy. Vào tháng 2 năm 2020, sau một thời gian dài phục hồi sau cuộc Đại suy thoái, chỉ có 3,5% lực lượng lao động thất nghiệp. Hai tháng sau, vào tháng 4, tỷ lệ thất nghiệp chính thức đứng ở mức 14,8%, một mức tăng gây sốc có thể đã đánh giá thấp thiệt hại đối với thị trường lao động. Hơn 20 triệu việc làm đã bị mất trong tháng 4, mức giảm lớn nhất được ghi

nhận kể từ khi chuỗi dữ liệu bắt đầu vào năm 1939. Ủy ban Xác định Chu kỳ Kinh doanh của Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, cơ quan phân xử thời điểm suy thoái và mở rộng, sẽ tính ngày muộn hơn thời điểm bắt đầu cuộc suy thoái do đại dịch đến tháng Hai.

Từng giữ chức chủ tịch Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009, tôi phần nào hiểu được những căng thẳng mà Powell và các đồng nghiệp của ông tại Fed đang phải trải qua. Tuy nhiên, không giống như cuộc khủng hoảng mà chúng ta phải đối mặt hàng chục năm trước đó – kéo dài gần hai năm – cuộc khủng hoảng này dường như xảy ra cùng một lúc. Dựa trên nguyên tắc tốt hơn là nên vượt qua khủng hoảng khi có thể, Fed Powell đã nhanh chóng thực hiện một loạt hành động đáng chú ý để xoa dịu tình trạng hỗn loạn tài chính và bảo vệ nền kinh tế. Họ đưa mục tiêu lãi suất ngắn hạn của mình xuống gần bằng 0 và hứa sẽ giữ mục tiêu này ở đó trong thời gian cần thiết. Để giúp khôi phục hoạt động bình thường trên thị trường tiền tệ và thị trường nợ Kho bạc, họ đã cho các công ty tài chính thiếu tiền mặt vay và mua trái phiếu Kho bạc cũng như chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp trị giá hàng trăm tỷ USD trên thị trường mở. Nó khôi phục các chương trình thời kỳ khủng hoảng tài chính để hỗ trợ thị trường tín dụng tiêu dùng và kinh doanh. Làm việc với các ngân hàng trung ương nước ngoài, nó đảm bảo cho thị trường toàn cầu có đủ nguồn cung đô la, đồng tiền dự trữ của thế giới. Và cuối cùng họ sẽ hứa sẽ tiếp tục mua chứng khoán quy mô lớn - một chính sách được gọi là nới lỏng định lượng - cho đến khi các điều kiện kinh tế được cải thiện đáng kể.

Tất cả những biện pháp đó đều được rút ra từ một cẩm nang được phát triển trong cuộc khủng hoảng 2007-2009. Nhưng Fed Powell không dừng lại ở đó. Nó đã làm việc với Quốc hội và Bộ Tài chính để thiết lập các chương trình mới nhằm hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thành phố, đồng thời tài trợ các khoản vay ngân hàng cho các doanh nghiệp cỡ trung bình và các tổ chức phi lợi nhuận. Và vào tháng 8 năm 2020, họ đã công bố những thay đổi quan trọng đối với khuôn khổ hoạch định chính sách tiền tệ—kết quả của một quá trình bắt đầu trước khi đại dịch xảy ra—nhằm mục đích làm cho chính sách trở nên mạnh mẽ hơn khi lãi suất đã ở mức thấp. Trong những tháng tiếp theo, nó đã bổ sung thêm cách tiếp

cận tiền tệ của mình bằng cách đưa ra lời hứa rõ ràng hơn về việc giữ lãi suất ở mức thấp trong thời gian cần thiết.

Tất nhiên, Cục Dự trữ Liên bang không thể làm gì để tác động đến diễn biến của virus, nguồn gốc cuối cùng của cuộc khủng hoảng. Nó cũng không thể đánh thuế và chi tiêu để hỗ trợ người dân và doanh nghiệp bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi căn bệnh này như chính quyền và Quốc hội đã làm. Nhưng nó có thể sử dụng cả chính sách tiền tệ và quyền hạn cho vay của mình để mang lại sự ổn định cho hệ thống tài chính, điều hòa dòng tín dụng cho nền kinh tế, hỗ trợ chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp, đồng thời thúc đẩy tạo việc làm. Khi làm như vậy, nó sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc kết nối nền kinh tế với sự phục hồi sau đại dịch.

Như tôi thường nhận xét khi lãnh đạo Fed, chính sách tiền tệ không phải là thuốc chữa bách bệnh. Nhưng vấn đề tiền bạc là rất nhiều. Và, như phản ứng của Powell Fed đối với đại dịch minh họa, chính sách tiền tệ trong thế kỷ 21 – và ngân hàng trung ương nói chung – đã được xác định bởi sự đổi mới và thay đổi đáng chú ý. Những hành động đa dạng và sâu rộng của Fed trong thời kỳ đại dịch cũng như tốc độ quyết định và công bố chúng dường như là điều không thể tưởng tượng được - không chỉ đối với Fed của những năm 1950 và 1960, do nhà lãnh đạo Fed hiện đại đầu tiên, William McChesney Martin làm chủ tịch. Jr., mà thậm chí cả Fed của những năm 1990, được lãnh đạo bởi một trong những thống đốc ngân hàng trung ương có ảnh hưởng nhất trong lịch sử, Alan Greenspan. Như chính Powell đã thừa nhận, "Chúng tôi đã vượt qua rất nhiều ranh giới đỏ mà trước đây chưa từng vượt qua".

Mục đích của cuốn sách này là giúp người đọc hiểu Cục Dự trữ Liên bang, cơ quan quản lý chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ, đã đạt được như ngày hôm nay như thế nào, họ đã học được gì từ những thách thức đa dạng mà họ phải đối mặt và nó có thể phát triển như thế nào trong tương lai. Mặc dù bài viết của tôi tập trung vào Fed, ngân hàng trung ương mà tôi biết rõ nhất, nhưng tôi cũng rút ra kinh nghiệm của các ngân hàng trung ương lớn khác, những ngân hàng này đã phải đối mặt với nhiều thách thức tương tự và đã có những đổi mới quan trọng của riêng mình. Tôi hy vọng cuốn sách này sẽ hữu ích cho các nhà kinh tế đồng nghiệp của tôi và các sinh

viên của họ, nhưng tôi đã cố gắng làm cho nó có thể tiếp cận được với bất kỳ ai quan tâm đến chính sách kinh tế, tài chính hoặc ngân hàng trung ương. Như vai trò của Powell Fed trong cuộc khủng hoảng đại dịch đã rõ ràng, việc đánh giá cao các mục tiêu của Cục Dự trữ Liên bang cũng như các công cụ và chiến lược mà Cục Dự trữ Liên bang sử dụng để đáp ứng các mục tiêu đó là điều cần thiết để hiểu về nền kinh tế toàn cầu đương đại.

ỐNG KÍNH LỊCH SỬ

Cuốn sách này xem xét Cục Dự trữ Liên bang ngày nay (và ngày mai) chủ yếu qua lăng kính lịch sử. Đó là cách tôi đến với chủ đề này và tôi không thấy có cách nào khác để hiểu hoàn toàn các công cụ, chiến lược và thông tin liên lạc của Fed đã phát triển như thế nào cho đến ngày nay.

Cuộc trò chuyện của tôi khi còn là nghiên cứu sinh tại Viện Công nghệ Massachusetts (MIT) vào cuối những năm 1970 đã khơi dậy sự quan tâm của tôi đối với chính sách tiền tệ. Tôi đến gặp một giáo sư trẻ, Stanley Fischer – lúc đó là một ngôi sao học thuật đang lên, sau này là thống đốc Ngân hàng Israel và phó chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang – để xin lời khuyên về đề tài luận văn. Stan, người sau này trở thành cố vấn và cố vấn của tôi, đã đưa cho tôi cuốn sách 860 trang Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ, 1867–1960, của Milton Friedman và Anna Schwartz.

"Đọc cái này đi," Stan nói. "Nó có thể làm bạn chán chết. Nhưng nếu nó khiến bạn hứng thú, bạn có thể cân nhắc học kinh tế tiền tệ."

Cuốn sách đã mê hoặc tôi. Nó khiến tôi quan tâm không chỉ đến kinh tế tiền tệ mà còn đến nguyên nhân của cuộc Đại suy thoái những năm 1930, một chủ đề mà tôi thường xuyên nhắc đến trong các bài viết học thuật của mình. Như Friedman và Schwartz đã chỉ ra, các học thuyết lỗi thời và sự hiểu biết sai lầm của các ngân hàng trung ương về nền kinh tế đã đóng một vai trò quan trọng trong thập kỷ thảm họa đó, chứng tỏ sức mạnh của các ý tưởng trong việc

định hình các sự kiện. Theo tinh thần của Friedman và Schwartz, cuốn sách này sử dụng lịch sử để giải thích sự phát triển trong các chính sách và vai trò của Fed trong nền kinh tế. Và vì Friedman và Schwartz đã bỏ lại lịch sử của họ trong những thập kỷ sau Thế chiến thứ hai, thời kỳ ngay sau chiến tranh dường như là nơi thích hợp để bắt đầu câu chuyện này. Học những bài học về lịch sử của Fed cũng giúp chúng ta chuẩn bị cho việc suy đoán về tương lai, như tôi đã làm trong phần cuối của cuốn sách.

Quả thực, theo nhiều cách, những năm 1950 và đầu những năm 1960 đánh dấu sự khởi đầu của ngân hàng trung ương hiện đại. Vào thời điểm đó, Fed không còn bị ràng buộc bởi tiêu chuẩn vàng của những năm 1920 và 1930, hay bởi trách nhiệm đảm nhận trong Thế chiến thứ hai là giúp tài trợ cho các khoản nợ thời chiến bằng cách giữ lãi suất ở mức thấp. Đó cũng là thời điểm mà những ý tưởng của nhà kinh tế học người Anh John Maynard Keynes ngày càng có ảnh hưởng lớn ở Hoa Kỳ. Keynes qua đời năm 1946, nhưng những người theo ông đã xây dựng dựa trên các tác phẩm thời kỳ Suy thoái của ông để nêu bật tiềm năng của các chính sách kinh tế vĩ mô, bao gồm cả chính sách tiền tệ, trong việc chống suy thoái và kiểm soát lạm phát. Cái gọi là kinh tế học Keynes, dưới hình thức hiện đại hóa, vẫn là mô hình trung tâm tại Fed và các ngân hàng trung ương khác.

Thập niên 1960 cũng chứng kiến sự khởi đầu của một trong những sự kiện kinh tế đau thương nhất trong lịch sử Hoa Kỳ thời hậu chiến, cũng như một trong những thất bại rõ rệt trong việc hoạch định chính sách kinh tế - cái mà ngày nay chúng ta gọi là Đại lạm phát. Cho đến khi bị Fed của Paul Volcker chinh phục (với cái giá phải trả là mất việc làm) vào những năm 1980, cuộc Đại lạm phát đã đe dọa sự ổn định kinh tế và thậm chí chính trị của Hoa Kỳ. Những gì các nhà hoạch định chính sách đã học được hoặc nghĩ rằng họ đã học được từ cuộc Đại lạm phát đã định hình sự phát triển của chính sách tiền tệ và tiếp tục định hình nó cho đến tận ngày nay.

DỰ TRỮ LIÊN BANG: MỘT SỐ THÔNG TIN CƠ BẢN

Để đặt nền tảng, tôi sẽ phác họa ở đây một số lịch sử ban đầu của ngân hàng trung ương Hoa Kỳ và cung cấp thông tin cơ bản về Fed —cấu trúc của nó, cách thức điều hành và cách thức thực hiện các quyết định chính sách tiền tệ của mình. Sau đó, tôi sẽ xem trước các yếu tố quan trọng mà cuốn sách này sẽ tranh luận, đã định hình Fed hiện đại và thúc đẩy những thay đổi đáng chú ý trong các công cụ và chính sách của tổ chức này trong những thập kỷ gần đây.

Những năm đầu

Nước Mỹ có truyền thống dân túy mạnh mẽ, và những người theo chủ nghĩa dân túy – từ Tổng thống Andrew Jackson cho đến gần đây hơn là các thành viên của Đảng Trà và Chiếm Phố Wall – luôn phản đối việc tập trung quyền lực vào tài chính và chính phủ. Ảnh hưởng của chủ nghĩa dân túy giúp giải thích tại sao Hoa Kỳ thiếu một ngân hàng trung ương vững mạnh cho đến khi Cục Dự trữ Liên bang được thành lập vào năm 1913, muộn hơn nhiều nền kinh tế tiên tiến khác (Ngân hàng Anh có từ năm 1694, ngân hàng trung ương Thụy Điển thậm chí còn sớm hơn). Alexander Hamilton – Bộ trưởng Tài chính đầu tiên của đất nước và là một nhà hiện đại hóa hiểu rằng nước Mỹ một ngày nào đó sẽ trở thành cường quốc công nghiệp và tài chính – đã thành lập ngân hàng trung ương vào năm 1791, nhưng chỉ vấp phải sự phản đối gay gắt của Thomas Jefferson và James Madison, những người có quan điểm thiên về mục vụ hơn. tầm nhìn cho nền kinh tế Mỹ Điều lệ của Ngân hàng Đầu tiên của Hoa Kỳ thuộc Hamilton được phép hết hiệu lực vào năm 1811 sau một cuộc bỏ phiếu sít sao của Quốc hội. Một nỗ lực khác nhằm thành lập một ngân hàng trung ương, Ngân hàng Thứ hai của Hoa Kỳ, cũng bị thất bại khi, vào năm 1832, Tổng thống Jackson – người không tin tưởng vào các ngân hàng nói chung và có mối thù với lãnh

đạo của Ngân hàng Thứ hai, Nicholas Biddle – đã phủ quyết việc Quốc hội gia hạn điều lệ của ngân hàng này. (Thật trớ trêu khi hình ảnh của Jackson vẫn còn trên tờ tiền 20 đô la của Cục Dự trữ Liên bang. Anh ấy sẽ phản đối.)

Môi trường chính trị của Kỷ nguyên Tiến bộ, từ khoảng những năm 1890 đến những năm 1920, thuận lợi hơn cho việc thành lập ngân hàng trung ương. Tổng thống Woodrow Wilson đã làm được điều đó bằng cách ký Đạo luật Dự trữ Liên bang vào ngày 23 tháng 12 năm 1913. Phù hợp với quan điểm tiến bộ thời bấy giờ, ủng hộ các chính sách hợp lý, khoa học để cải thiện nền kinh tế, Hệ thống Dự trữ Liên bang mới có mục đích giám sát và giúp ổn định nền kinh tế Mỹ. hệ thống ngân hàng được quản lý lỏng lẻo và thường xuyên bị rối loạn chức năng. Hệ thống ngân hàng Mỹ thế kỷ 19 đã bị ảnh hưởng bởi tình trạng tháo chạy và hoảng loạn thường xuyên, hầu như luôn gắn liền với các cuộc suy thoái, một số trong đó khá nghiêm trọng. Cơn hoảng loạn năm 1907—kết thúc nhờ sự can thiệp của nhà tài chính nổi tiếng J. Pierpont Morgan và các đồng minh của ông, chứ không phải chính phủ—là giọt nước tràn ly. Quốc hội ngày càng quyết tâm xem xét lại ý tưởng về một ngân hàng trung ương.

Ngân hàng Anh, ngân hàng trung ương quan trọng nhất thế giới vào thời điểm đó, đã đưa ra một mô hình. Nó có hai trách nhiệm chính. Đầu tiên, nó quản lý nguồn cung tiền của Vương quốc Anh phù hợp với tiêu chuẩn vàng. Đồng bảng Anh, giống như các loại tiền tệ chính khác, có giá trị cố định tính theo vàng và Ngân hàng đã điều chỉnh lãi suất ngắn hạn để đảm bảo giá trị vàng của đồng bảng Anh vẫn ổn định. Thứ hai, và đặc biệt có liên quan đến Hoa Kỳ, nó đóng vai trò là người cho vay cuối cùng trong các cuộc chạy đua và hoảng loạn. Nếu người gửi tiền mất niềm tin vào các ngân hàng Anh hoặc các công ty tài chính khác và xếp hàng rút tiền, Ngân hàng Trung ương Anh sẵn sàng cho các ngân hàng vay số tiền họ cần để trả cho người gửi tiền, lấy các khoản vay và các tài sản khác của ngân hàng làm tài sản thế chấp. Chừng nào ngân hàng về cơ bản còn có khả năng thanh toán, các khoản vay của Ngân hàng Trung ương Anh sẽ cho phép ngân hàng tiếp tục mở cửa và tránh phải bán tháo tài sản của mình với giá hời. Do đó, Vương quốc Anh đã tránh được mô hình khủng hoảng tài chính và bất ổn kinh tế tái diễn từng

gây khó khăn cho Hoa Kỳ vào những năm 1800 và đầu những năm 1900.

Giống như Ngân hàng Anh, Cục Dự trữ Liên bang mới được thành lập được giao những vai trò quan trọng trong việc quản lý nguồn cung tiền (theo quy định của Bản vị vàng) và đóng vai trò là người cho vay cuối cùng đối với các ngân hàng chọn tham gia Hệ thống Dự trữ Liên bang - cái gọi là các ngân hàng thành viên. Vì chỉ các ngân hàng có khả năng thanh toán mới đủ điều kiện vay từ Fed nên ngân hàng trung ương mới cũng được trao quyền kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thành viên, quyền mà ngân hàng này chia sẻ với Cơ quan Kiểm soát Tiền tệ (được thành lập trong Nội chiến để giám sát các ngân hàng được cấp phép trên toàn quốc) và quản lý nhà nước. cơ quan quản lý ngân hàng (người giám sát các ngân hàng được nhà nước cấp phép). Cho đến ngày nay, chính sách tiền tệ, giám sát ngân hàng và ứng phó với các mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính là những mô tả khá hay về trách nhiệm chính của Fed.

Đã có một cuộc tranh luận đang diễn ra về việc liệu ngân hàng trung ương mới sẽ được quản lý từ Washington (như được hầu hết các chủ ngân hàng ủng hộ) hay theo cách phi tập trung hơn để trao quyền lực lớn hơn cho các chi nhánh khu vực của ngân hàng trung ương (mô hình được nông dân miền Trung Tây và những người khác ưa thích). người lo sợ sức mạnh tập trung của lợi ích tài chính phương Đông). Wilson ủng hộ một thỏa hiệp: Hệ thống Dự trữ Liên bang sẽ bao gồm cả Hội đồng Thống đốc ở Washington với quyền giám sát chung và tối đa 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực, mỗi ngân hàng có quyền tự chủ đáng kể, đặt tại các thành phố lớn trên khắp đất nước. Các thành phố đã vận động để trở thành địa điểm của Ngân hàng Dự trữ, cuối cùng được thành lập ở Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas và San Francisco. Ngày nay, những thành phố này vẫn là địa điểm của các Ngân hàng Dự trữ, bất chấp sự chuyển dịch về phía tây của hoạt động kinh tế kể từ khi Fed được thành lập. (Khu vực Fed San Francisco hiện bao gồm hơn 1/5 hoạt động kinh tế của Hoa Kỳ.)

Đại suy thoái

Nền kinh tế Mỹ thịnh vượng một cách cân bằng trong 15 năm đầu tiên của Fed, nhưng vào năm 1929, thế giới bước vào thời kỳ suy thoái toàn cầu. Nguồn gốc của cuộc Đại suy thoái rất phức tạp, nhưng chế độ bản vị vàng quốc tế, vốn đã được khôi phục sau khi bị hầu hết các quốc gia đình chỉ trong Thế chiến thứ nhất, là nguyên nhân chính. Chiến tranh đã đi kèm với lạm phát đáng kể, khi tài chính của chính phủ các nước tham chiến sụp đổ và tình trạng thiếu hụt các mặt hàng quan trọng tăng lên gấp bội. Khi các quốc gia quay trở lại chế độ bản vị vàng sau chiến tranh, thiết lập lại mối liên hệ giữa cung tiền và lượng vàng sẵn có, điều hiển nhiên là không có đủ vàng trên thế giới và cũng không được phân phối đủ đồng đều giữa các quốc gia để duy trì. giá hàng hóa và dịch vụ ở mức mới, cao hơn.

Một giải pháp có thể là giảm giá trị chính thức của tiền tệ so với vàng, cho phép vàng sẵn có hỗ trợ cung tiền và mức giá cao hơn, nhưng ở nhiều quốc gia, việc phá giá tiền tệ được coi là không phù hợp với tinh thần của bản vị vàng. (Những người mua trái phiếu chính phủ đặc biệt phản đối việc phá giá vì nó sẽ làm giảm giá trị thực của trái phiếu của họ.) Thay vào đó, các thỏa thuận gian lận của bồi thẩm đoàn đã được phát triển để bù đắp cho sự thiếu hụt vàng. Ví dụ, một số quốc gia đã đồng ý giữ các loại tiền tệ được đảm bảo bằng vàng, như đồng bảng Anh, thay cho vàng thực tế. Bản thân Ngân hàng Anh, như thông lệ từ lâu, nắm giữ một lượng vàng dự trữ nhỏ so với số lượng bảng giấy đang lưu hành, dựa vào niềm tin của nhà đầu tư vào cam kết của nước Anh đối với bản vị vàng hơn là vàng thực tế để hỗ trợ đồng bảng Anh.

Tuy nhiên, các điều kiện chính trị và tài chính quốc tế vẫn rất bất ổn sau chiến tranh, càng trở nên trầm trọng hơn do những bất đồng về số tiền mà Đức phải trả để bồi thường và yêu cầu của Mỹ về việc hoàn trả đầy đủ các khoản vay thời chiến cho Anh và Pháp. Những xung đột này lần lượt làm lung lay niềm tin vào hệ thống tiền tệ toàn cầu được xây dựng lại, vốn dựa chủ yếu vào sự tin tưởng và hợp tác lẫn nhau. Khi nỗi sợ hãi và sự không chắc chắn tăng lên, các

chính phủ và nhà đầu tư đã ngừng nắm giữ đồng bảng Anh và các đồng tiền thay thế vàng khác và thay vào đó cố gắng mua vàng vật chất, dẫn đến một "cuộc tranh giành vàng" toàn cầu, bao gồm cả việc tháo chạy khỏi lượng vàng do các ngân hàng trung ương nắm giữ. Khi tình trạng thiếu vàng toàn cầu bắt đầu tái diễn, nguồn cung tiền và giá cả sụp đổ ở các quốc gia theo chế độ bản vị vàng. Ví dụ, giá hàng hóa và dịch vụ của Mỹ đã giảm 30% từ năm 1931 đến năm 1933.

Sự giảm phát của mức giá đến lượt nó đã khiến nhiều con nợ bị phá sản - hãy nghĩ đến việc những người nông dân cố gắng trả các khoản thế chấp khi giá nông sản sụt giảm - điều này đã góp phần làm suy sụp hệ thống tài chính và kéo theo đó là cả nền kinh tế. Việc rút tiền bởi những người gửi tiền sợ hãi đã dẫn đến làn sóng phá sản ngân hàng ngày càng nghiêm trọng—ở Hoa Kỳ, hàng ngàn ngân hàng, hầu hết là nhỏ, đã đóng cửa—làm trầm trọng thêm tình trạng khó khăn tài chính, làm giảm thêm nguồn cung tiền và hạn chế tín dụng đối với các doanh nghiệp và nông dân. Với một vài ngoại lệ, cuộc Suy thoái mang tính toàn cầu, mặc dù nhất quán với quan điểm cho rằng bản vị vàng là nguyên nhân chính gây ra suy thoái, nền kinh tế của các quốc gia đã lựa chọn hoặc buộc phải từ bỏ bản vị vàng trước đó cũng phục hồi nhanh hơn.

Năm 1933, Tổng thống mới đắc cử Franklin Roosevelt đã đưa ra một loạt chính sách mới nhằm chấm dứt cuộc Suy thoái. Hai điều đặc biệt quan trọng: Thứ nhất, FDR đã phá vỡ mối liên hệ giữa đồng đô la và vàng, chấm dứt tình trạng giảm phát ở Mỹ và cho phép sự phục hồi non trẻ, cho đến khi việc thắt chặt tài chính và tiền tệ quá sớm dẫn đến một cuộc suy thoái mới vào năm 1937. Thứ hai, Roosevelt tuyên bố một "kỳ nghỉ lễ" ngân hàng ," đóng cửa tất cả các ngân hàng và thề sẽ chỉ mở lại những ngân hàng có khả năng thanh toán. Cùng với việc Quốc hội thành lập cơ chế bảo hiểm tiền gửi liên bang nhằm bảo vệ những người gửi tiền nhỏ khỏi thua lỗ do ngân hàng phá sản, kỳ nghỉ lễ này đã chấm dứt dứt khoát cơn hoảng loạn ngân hàng.

Lịch sử tiền tệ của Friedman và Schwartz nhấn mạnh vai trò của sự sụp đổ về tiền tệ và giá cả trong việc tạo ra cuộc Đại suy thoái. Ngay sau khi gia nhập Cục Dự trữ Liên bang với tư cách là thành

viên Hội đồng Thống đốc, tôi đã phát biểu tại bữa tiệc sinh nhật lần thứ 90 của Friedman. Tôi kết thúc nhận xét của mình bằng cách xin lỗi về vai trò của Cục Dự trữ Liên bang trong thảm họa: "Tôi muốn nói với Milton và Anna: Về cuộc Đại suy thoái. Bạn nói đúng, chúng tôi đã làm được. Chúng tôi rất xin lỗi. Nhưng nhờ có bạn, chúng tôi sẽ không tái phạm nữa".

Đổ lỗi hoàn toàn cho cuộc suy thoái của Fed là một sự cường điệu, nhưng ngân hàng trung ương tương đối mới và chưa có kinh nghiệm này đã hoạt động kém hiệu quả. Việc tăng lãi suất vào những năm 1920 nhằm làm dịu hoạt động đầu cơ trên thị trường chứng khoán đã góp phần gây ra cả vụ sụp đổ chứng khoán năm 1929 và đợt suy thoái toàn cầu ban đầu. Cam kết của nước này đối với chế độ bản vị vàng đã ngăn cản nước này phản ứng thỏa đáng với tình trạng giảm phát tàn khốc vào đầu những năm 1930. Và nó có quá ít tác dụng trong việc ngăn chặn làn sóng hoảng loạn trong ngành ngân hàng, mặc dù việc chấm dứt cơn hoảng loạn là một trong những động lực tạo ra nó. Việc Fed không thể duy trì sự ổn định về tiền tệ hoặc tài chính đã khiến cuộc Đại suy thoái trở nên tồi tệ hơn nhiều so với những gì nó có thể xảy ra.

Một khuôn khổ trí tuệ thiếu sót - bao gồm cả việc tuân thủ bản vị vàng vượt quá giới hạn khả năng tồn tại của nó - là lý do chính khiến Fed và các nhà hoạch định chính sách khác không thể ngăn chặn cuộc Suy thoái. Nhưng một lời giải thích khác cho sự thụ động tương đối của Fed trong cuộc khủng hoảng những năm 1930, được Friedman và Schwartz nhấn mạnh, là cơ cấu phi tập trung và thiếu sự lãnh đạo hiệu quả. (Benjamin Strong, thống đốc đầy ảnh hưởng của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, và là người lãnh đạo trên thực tế của hệ thống Fed, đã qua đời vì bệnh lao vào năm 1928.) Quốc hội giải quyết điểm yếu này bằng cách cải tổ tổ chức ngân hàng trung ương. Là một phần của Đạo luật Ngân hàng năm 1935, nó đã tăng quyền lực của Ban Dự trữ Liên bang ở Washington và giảm quyền tự chủ của các Ngân hàng Dự trữ khu vực, tạo ra cơ cấu ra quyết định cơ bản của Fed cho đến ngày nay.

Các cuộc cải cách cũng làm tăng tính độc lập của Fed khỏi cơ quan hành pháp bằng cách loại bỏ Bộ trưởng Tài chính và Cơ quan kiểm soát tiền tệ (cơ quan quản lý các ngân hàng được cấp phép

quốc gia) khỏi Hội đồng quản trị Fed và — trong một bước đi mang tính biểu tượng quan trọng — bằng cách chuyển Hội đồng quản trị khỏi vị trí cũ của nó. ở Bộ Tài chính đến một trụ sở mới hoành tráng —một dự án Quản lý Tiến độ Công trình—trên Đại lộ Hiến pháp ở Washington, đối diện với Trung tâm thương mại. Tòa nhà sau đó được đặt tên theo Marriner Eccles, chủ tịch Hội đồng quản trị từ năm 1934 đến năm 1948. Eccles là người có công trong việc xây dựng Đạo luật Ngân hàng năm 1935 và cuối cùng sẽ lấp đầy khoảng trống lãnh đạo do cái chết của Strong để lại. Ngược lại với nhiều người tiền nhiệm tại Fed, Eccles nhận ra rằng hành động mạnh mẽ của chính phủ là cần thiết để chống lại cuộc Suy thoái, và những ý tưởng của ông - một số trong đó đã đoán trước được các lý thuyết của Keynes - đã giúp hình thành nền tảng cho Chính sách Kinh tế Mới của Roosevelt.

Cuộc suy thoái kéo dài cho đến khi nỗ lực chiến tranh lớn năm 1941–45 đã đẩy nền kinh tế Mỹ đến tình trạng toàn dụng lao động và hơn thế nữa. Trong và ngay sau chiến tranh, theo yêu cầu của Bộ Tài chính, Fed đã giữ lãi suất ở mức thấp để giảm chi phí tài trợ cho chiến tranh của chính phủ. Sau chiến tranh và đối mặt với tình trạng thù địch mới ở Triều Tiên, Tổng thống Truman đã ép Fed giữ lãi suất ở mức thấp. Nhưng các nhà lãnh đạo Fed lo ngại rằng lãi suất quá thấp sẽ gây ra lạm phát, vốn đã tăng cao khi chế độ phân phối thời chiến kết thúc thúc đẩy nhu cầu về hàng tiêu dùng. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 1, Fed đã nổi loạn, và vào tháng 3 năm 1951, Bộ Tài chính và Fed đã đồng ý rằng Fed sẽ dần dần loại bỏ việc cố định lãi suất, cho phép họ được tự do sử dụng chính sách tiền tệ để thúc đẩy các mục tiêu kinh tế vĩ mô, bao gồm cả việc ổn định lãi suất. của lạm phát. Thỏa thuận lịch sử này, được gọi là Hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951, đã giúp tạo tiền đề cho chính sách tiền tệ hiện đại.

Cơ cấu của Cục Dự trữ Liên bang

Cơ cấu của Cục Dự trữ Liên bang ngày nay phần lớn phản ánh những lựa chọn của Quốc hội được đưa ra khi thành lập vào năm 1913 và trong cuộc cải cách năm 1935.

Khi mới thành lập, Hệ thống Dự trữ Liên bang bao gồm Hội đồng Thống đốc ở Washington và 12 Ngân hàng Dự trữ. Bảy thành viên của Hội đồng được tổng thống đề cử và được Thượng viện xác nhận với nhiệm kỳ 14 năm so le nhau. Chủ tịch và phó chủ tịch Hội đồng quản trị - cộng thêm, kể từ khi thông qua cải cách quy định vào năm 2010, phó chủ tịch thứ hai chịu trách nhiệm giám sát giám sát ngân hàng - cũng được tổng thống đề cử và được Thượng viện phê chuẩn với nhiệm kỳ 4 năm. Không giống như các thư ký Nội các, theo luật, các thành viên Hội đồng không thể bị tổng thống sa thải vì những khác biệt về chính sách mà chỉ bị sa thải vì hành vi sai trái hoặc do bị Quốc hội luận tội.

Phản ánh những thỏa hiệp được thực hiện khi Fed được thành lập, 12 Ngân hàng Dự trữ về mặt kỹ thuật là các tổ chức tư nhân, mặc dù có mục đích công cộng. Mỗi nơi có một ban giám đốc, bao gồm các chủ ngân hàng địa phương, doanh nhân và lãnh đạo cộng đồng. Các hội đồng này giúp giám sát hoạt động của Ngân hàng Dự trữ của họ và quan trọng là các giám đốc (không bao gồm, kể từ năm 2010, các chủ ngân hàng) chọn chủ tịch của ngân hàng, với sự chấp thuận của Hội đồng quản trị ở Washington.

Phản ánh những cải cách năm 1935, cũng như thực tế là các thành viên của Hội đồng quản trị - không giống như các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ - là những người được tổng thống bổ nhiệm, Hội đồng ngày nay nắm giữ phần lớn quyền hoạch định chính sách của Cục Dự trữ Liên bang. Điều quan trọng là Hội đồng quản trị chịu trách nhiệm về chính sách người cho vay cuối cùng; nó đặt ra tỷ lệ chiết khấu - lãi suất mà Fed cho các ngân hàng vay - và xác định xem có nên sử dụng quyền cho vay khẩn cấp của Fed hay không. Hội đồng cũng thiết lập các quy tắc, chẳng hạn như yêu cầu về vốn, đối với các ngân hàng và công ty sở hữu ngân hàng (các công ty sở hữu ngân hàng và có thể cả các công ty tài chính khác) mà Fed quản lý và giám sát. Nhân viên tại các Ngân hàng Dự trữ khu vực thực hiện giám sát thực tế các ngân hàng, đảm bảo rằng các ngân

hàng trong khu vực của họ tuân thủ các quy tắc do Hội đồng quản trị đặt ra.

Có một ngoại lệ rất quan trọng đối với nguyên tắc Hội đồng quản trị đặt ra các chính sách của Cục Dự trữ Liên bang: chính sách tiền tệ, bao gồm việc ấn định lãi suất ngắn hạn và các biện pháp khác nhằm tác động đến các điều kiện tài chính tổng thể và thông qua đó tác động đến sức khỏe của nền kinh tế. Theo luật, chính sách tiền tệ được thực hiện bởi một nhóm lớn hơn gọi là Ủy ban Thị trường mở Liên bang (gọi tắt là FOMC hoặc Ủy ban). Các cuộc họp của FOMC có sự tham dự của 19 nhà hoạch định chính sách (khi không còn chỗ trống) - 7 thành viên Hội đồng quản trị và 12 chủ tịch Ngân hàng Dự trữ - cùng với các nhân viên của Hội đồng và từng Ngân hàng Dự trữ. Theo truyền thống, hàng năm Ủy ban sẽ bầu ra Chủ tịch Hội đồng quản trị làm chủ tịch của mình. FOMC họp tám lần mỗi năm quanh một chiếc bàn lớn bằng gỗ gụ và đá granit đen trong phòng họp của tòa nhà Eccles ở Washington. Chủ tọa cũng có thể triệu tập các cuộc họp đột xuất, trước đây được tổ chức qua điện thoại và bây giờ là hội nghị truyền hình.

Các quy tắc bỏ phiếu của FOMC rất phức tạp. Trong số 19 thống đốc và tổng thống tham dự và tham gia, chỉ có 12 người bỏ phiếu tại bất kỳ cuộc họp nào. Bảy thành viên Hội đồng quản trị và chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York (người theo truyền thống cũng giữ chức phó chủ tịch FOMC) bỏ phiếu tại mọi cuộc họp. Bốn phiếu còn lại được luân chuyển hàng năm trong số 11 chủ tịch Ngân hàng Dự trữ khác. Thiết kế phức tạp này cho phép các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ khu vực có tiếng nói nhưng lại trao đa số (tùy thuộc vào vị trí tuyển dụng trong Hội đồng) cho các thành viên Hội đồng được bổ nhiệm về mặt chính trị. Trong biệt ngữ của Fed, 19 nhà hoạch định chính sách tham dự các cuộc họp của FOMC được gọi là người tham gia, trong khi cử tri được gọi là thành viên.

Chủ tịch Fed, với tư cách là chủ tịch FOMC, chỉ có một phiếu bầu về chính sách tiền tệ, nhưng khả năng thiết lập chương trình nghị sự và khuyến nghị các hành động chính sách, cùng với truyền thống ra quyết định đồng thuận của Ủy ban, khiến chủ tịch trở thành một có ảnh hưởng lớn đầu tiên trong số những người bình đẳng. Phó chủ tịch Hội đồng quản trị và chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang New

York cũng thường có ảnh hưởng khá lớn và làm việc chặt chẽ với chủ tịch.

Tất nhiên, cuối cùng, chính quyền và Quốc hội, thông qua luật pháp, đặt ra các mục tiêu, cơ cấu và quyền hạn của Fed. Nền tảng của sự giám sát của Quốc hội đối với chính sách tiền tệ của Fed, được chính thức quy định trong Đạo luật Cải cách Dự trữ Liên bang năm 1977, là cái gọi là nhiệm vụ kép: chỉ thị của Quốc hội cho FOMC theo đuổi các mục tiêu kinh tế là tối đa hóa việc làm và ổn định giá cả. Mặc dù các mục tiêu chính sách tiền tệ của Fed được quy định trong luật nhưng các nhà hoạch định chính sách của Fed vẫn chịu trách nhiệm quản lý lãi suất và các công cụ chính sách khác để đạt được các mục tiêu đó. Theo một điểm khác biệt được Stanley Fischer phổ biến, Fed không có mục tiêu độc lập - các mục tiêu của nó do tổng thống và Quốc hội đặt ra thông qua luật pháp - nhưng ít nhất về nguyên tắc, nó có cái mà tôi gọi là độc lập về chính sách, khả năng sử dụng các công cụ chính sách của mình khi thấy phù hợp để đạt được tốt nhất các mục tiêu được ủy quyền đó. Các khía cạnh khác nhau trong cơ cấu của Fed—bao gồm các nhiệm kỳ thống đốc dài và chồng chéo; quy định rằng các thống đốc không thể bị tổng thống sa thải vì những khác biệt về chính sách; thực tế là các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ không phải là những người được bổ nhiệm chính trị; và khả năng của Fed chi trả cho các hoạt động của mình từ lợi nhuận từ chứng khoán mà nó sở hữu thay vì dựa vào sự phân bổ ngân sách của Quốc hội - giúp bảo vệ nó khỏi những áp lực chính trị ngắn hạn, cho phép Fed hành động độc lập hơn các bộ phận trong Nội các và tập trung nhiều hơn vào kết quả dài hạn hơn.

Bảng cân đối kế toán và chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang

Giống như bất kỳ ngân hàng nào, Cục Dự trữ Liên bang có bảng cân đối tài sản và nợ phải trả. Nó có hai khoản nợ chính: tiền tệ - tiền mặt, được gọi là giấy bạc của Cục Dự trữ Liên bang - và dự trữ ngân hàng. Một lượng lớn tiền tệ của Hoa Kỳ đang được lưu hành—

khoảng 2,15 nghìn tỷ đô la vào năm 2021, tương đương hơn 6.000 đô la cho mỗi người Mỹ. (Tất nhiên, rất ít người Mỹ nắm giữ lượng tiền mặt lớn như vậy; nhiều đô la được giữ ở nước ngoài, thường là một biện pháp phòng ngừa lạm phát hoặc sự mất ổn định của đồng nội tệ.)

Dự trữ ngân hàng là tiền gửi mà các ngân hàng thương mại nắm giữ tại Fed. (Tiền mặt do ngân hàng giữ trong kho cũng được tính là dự trữ.) Các ngân hàng không còn phải giữ dự trữ để đáp ứng các yêu cầu pháp lý như trước đây, nhưng họ vẫn thấy chúng hữu ích. Ví dụ: nếu một ngân hàng ở San Francisco cần chuyển tiền sang ngân hàng ở New York, ngân hàng đó có thể thực hiện điều đó một cách dễ dàng bằng cách hướng dẫn Fed chuyển khoản dự trữ từ tài khoản của họ sang tài khoản của ngân hàng New York. Dự trữ ngân hàng cũng an toàn và có tính thanh khoản cao, có thể nhanh chóng chuyển đổi thành tiền mặt để đáp ứng nhu cầu của người gửi tiền.

Ngân hàng muốn có thêm dự trữ có thể vay từ ngân hàng khác, thường là qua đêm. Lãi suất mà các ngân hàng tính cho nhau để vay dự trữ được gọi là lãi suất quỹ liên bang. Mặc dù có tên như vậy nhưng lãi suất quỹ liên bang là lãi suất do thị trường quyết định. Tuy nhiên, nói tóm lại, lãi suất quỹ là lãi suất quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ. Trong hầu hết lịch sử hiện đại của mình, FOMC đã thực hiện chính sách tiền tệ thông qua khả năng tác động đến lãi suất quỹ, mặc dù đôi khi lãi suất chiết khấu cũng được sử dụng để báo hiệu những thay đổi về chính sách tiền tệ.

Về mặt tài sản trong bảng cân đối kế toán, tài sản chính của Fed là chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ (nợ chính phủ liên bang) có kỳ hạn khác nhau, cũng như chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp (chứng khoán kết hợp một số lượng lớn các khoản thế chấp riêng lẻ). Chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp do Fed nắm giữ được phát hành bởi các doanh nghiệp được chính phủ tài trợ hoặc GSE. Các GSE – các tổ chức có biệt danh là Fannie Mae, Freddie Mac và Ginnie Mae – được chính phủ liên bang thành lập để tạo điều kiện thuận lợi cho dòng tín dụng vào thị trường nhà ở. Tất cả các chứng khoán do GSE phát hành mà Fed được phép mua và nắm giữ hiện đều được chính phủ bảo lãnh. Ngoài ra, bất kỳ khoản vay nào mà Fed thực hiện - chẳng

hạn như đối với một ngân hàng, với vai trò là người cho vay cuối cùng - đều được coi là tài sản.

Bảng cân đối kế toán của Fed thường mang lại thu nhập đáng kể. Về mặt tài sản, Fed nhận được lãi suất từ chứng khoán mà họ nắm giữ. Về mặt trách nhiệm pháp lý, nó trả lãi cho khoản dự trữ ngân hàng chứ không phải bằng tiền tệ. Nó sử dụng một phần thu nhập của mình để chi trả cho các hoạt động của chính mình nhưng lại nộp phần lớn vào Kho bạc, do đó làm giảm thâm hụt ngân sách của chính phủ.

Điều quan trọng là Fed sử dụng bảng cân đối kế toán của mình để thực hiện các quyết định chính sách tiền tệ của mình. Giả sử lãi suất cao hơn là cần thiết để đạt được các mục tiêu kinh tế của FOMC. Sau khi đưa ra quyết định đó, Ủy ban sẽ tăng mức mục tiêu (hoặc gần đây hơn là phạm vi mục tiêu) đối với lãi suất quỹ liên bang.

Trong những năm gần đây, Fed đã tác động đến lãi suất quỹ bằng cách thay đổi hai lãi suất được quản lý, bao gồm cả lãi suất mà Fed trả cho các ngân hàng dựa trên khoản dự trữ mà họ nắm giữ tại Fed. Tuy nhiên, trong hầu hết lịch sử hiện đại của mình, Fed đã tăng lãi suất bằng cách tạo ra sự thiếu hụt dự trữ ngân hàng, từ đó khiến chính các ngân hàng phải tăng lãi suất. Để giảm nguồn cung dự trữ ngân hàng, Fed, thông qua Bộ phận Thị trường mở tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, đã bán chứng khoán Kho bạc cho các nhà đầu tư tư nhân, sử dụng một nhóm các công ty tài chính tư nhân được chỉ định gọi là đại lý sơ cấp làm đại lý. Khi các nhà đầu tư trả tiền mua chứng khoán, dự trữ trong hệ thống ngân hàng cũng giảm theo mức độ tương đương. (Hãy coi người mua chứng khoán đang viết séc cho Fed; để thanh toán những tấm séc đó, ngân hàng của người mua phải rút dự trữ của họ xuống.) Với ít dự trữ hơn, tỷ giá (giá) mà các ngân hàng trả để vay dự trữ của nhau tăng tự nhiên đúng như dự định của FOMC. Tương tự như vậy, để hạ thấp lãi suất quỹ liên bang (giá dự trữ đi vay), Open Market Desk đã mua chứng khoán Kho bạc trên thị trường mở, làm tăng nguồn cung dự trữ trong hệ thống ngân hàng. Các hình thức chính sách tiền tệ khác, bao gồm mua chứng khoán quy mô lớn tạo thành nới lỏng

định lượng, cũng áp dụng những thay đổi trong bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang.

Bởi vì các thị trường tài chính được liên kết chặt chẽ với nhau nên khả năng thay đổi lãi suất quỹ liên bang của Fed cho phép nó ảnh hưởng đến các điều kiện tài chính một cách rộng rãi hơn. Điều kiện tài chính dễ dàng thúc đẩy vay mượn và chi tiêu và do đó thúc đẩy hoạt động kinh tế. Để giảm bớt các điều kiện tài chính, FOMC hạ thấp mục tiêu về lãi suất, sau đó ảnh hưởng đến các biến tài chính khác. Ví dụ, lãi suất vốn thấp hơn thường đi kèm với lãi suất thế chấp và trái phiếu doanh nghiệp thấp hơn (hỗ trợ chi tiêu vào nhà ở và đầu tư vốn), giá cổ phiếu cao hơn (tăng chi tiêu bằng cách tăng của cải) và đồng đô la yếu hơn (khuyến khích xuất khẩu bằng cách tạo ra giá hàng hóa Mỹ rẻ hơn). Để thắt chặt các điều kiện tài chính, FOMC sẽ nâng mục tiêu lãi suất vốn, đảo ngược tác động của chính sách nới lỏng.

LUẬN ĐIỂM CỦA CUỐN SÁCH NÀY

Như phản ứng của Fed Powell đối với đại dịch đã cho thấy, các công cụ, khung chính sách và thông tin liên lạc của Fed đã thay đổi hoàn toàn kể từ Hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951 cho phép ngân hàng trung ương theo đuổi các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Luận điểm thống nhất của cuốn sách này là những thay đổi này, phần lớn, không phải là kết quả của những thay đổi trong lý thuyết kinh tế hay quyền lực chính thức của Fed, mà là do ba sự phát triển kinh tế rộng lớn, kết hợp lại, đã định hình cách thức hoạt động của ngân hàng trung ương. nhìn thấy mục tiêu và hạn chế của nó.

Diễn biến đầu tiên là sự thay đổi liên tục trong hành vi của lạm phát và đặc biệt là mối quan hệ của nó với việc làm. Kể từ những năm 1950, chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi quan điểm của các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách về mối quan hệ giữa lạm phát và thị trường lao động. Các nhà hoạch định chính sách trong những năm 1960 và 1970 đều đánh giá sai mối quan hệ này và không xem xét đến tác động gây mất ổn

định của cái mà các nhà kinh tế gọi là "tâm lý lạm phát", hai sai lầm kép góp phần khiến giá cả tăng nhanh trong một thập kỷ rưỡi – Đại lạm phát.

Việc khôi phục uy tín chống lạm phát của Fed trong những năm 1980 và 1990 dưới sự chủ trì của Volcker và Greenspan sẽ mang lại những lợi ích quan trọng và việc kiểm soát lạm phát trở thành trọng tâm trong chiến lược chính sách của Fed trong thời gian đó. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy, những năm tiếp theo đã chứng kiến những thay đổi đáng kể trong diễn biến của lạm phát, bao gồm cả sự suy yếu rõ rệt trong mối quan hệ giữa lạm phát và thất nghiệp. Sau năm 2000, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ cũng thừa nhận rằng lạm phát có thể quá thấp cũng như quá cao. Những thay đổi này đã dẫn đến các chiến lược và chiến thuật chính sách mới, bao gồm khuôn khổ mới từ Fed của Chủ tịch Powell vào tháng 8 năm 2020. Sau đó, vào năm 2021, tình trạng thiếu hụt và tắc nghẽn liên quan đến việc mở cửa trở lại sau đại dịch đã khiến lạm phát tăng mạnh, mặc dù thực tế là việc làm vẫn còn. thấp hơn nhiều so với mức trước đại dịch. Tại sao hành vi của lạm phát, bao gồm cả mối quan hệ của nó với việc làm, lại thay đổi theo thời gian? Điều này có ý nghĩa gì đối với chính sách tiền tệ và nền kinh tế hiện tại và tương lai?

Diễn biến thứ hai là sự suy giảm dài hạn của mức lãi suất thông thường. Một phần do lạm phát thấp hơn nên mức lãi suất chung - ngay cả khi chính sách tiền tệ không bổ sung thêm kích thích cho nền kinh tế - vẫn thấp hơn nhiều so với trước đây. Điều quan trọng là điều đó làm giảm phạm vi của Fed và các ngân hàng trung ương khác trong việc cắt giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế trong thời kỳ suy thoái. Năm 2008, trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và một lần nữa vào năm 2020, khi nền kinh tế đóng cửa do đại dịch, lãi suất quỹ liên bang chạm mức 0, nhưng nền kinh tế cần nhiều biện pháp kích thích hơn. Làm thế nào Fed và các ngân hàng trung ương khác có thể hỗ trợ nền kinh tế khi lãi suất ngắn hạn vẫn tương đối gần bằng 0? Những công cụ nào đã được sử dụng, chúng hoạt động như thế nào và những công cụ mới nào có thể được sử dụng trong tương lai? Chính sách tài khóa – chi tiêu và thuế của chính phủ – đóng vai trò gì trong việc ổn định nền kinh tế?

Sự phát triển dài hạn thứ ba và cuối cùng là nguy cơ bất ổn tài chính hệ thống gia tăng. Fed được thành lập để giúp giữ cho hệ thống tài chính ổn định, tránh những cơn hoảng loạn và sụp đổ gây nguy hiểm cho nền kinh tế. Nó đã không đạt được điều đó trong thời kỳ Suy thoái. Giữa Thế chiến thứ hai và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, Hoa Kỳ phải đối mặt với những mối đe dọa định kỳ nhưng cuối cùng ở mức độ hạn chế đối với sự ổn định tài chính. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cho thấy rằng sự bất ổn tài chính nghiêm trọng không phải là điều kỳ lạ về mặt lịch sử hay điều gì đó chỉ có thể xảy ra ở các thị trường mới nổi. Nó có thể xảy ra và gây thiệt hại khủng khiếp cho ngay cả những nền kinh tế tiên tiến nhất và hệ thống tài chính phức tạp nhất. Cuộc khủng hoảng 2007–2009 đã buộc Fed, trong nhiệm kỳ chủ tịch của tôi, phải phát triển các công cụ mới để chống lại sự bất ổn tài chính, và Fed tiếp tục mở rộng bộ công cụ chống khủng hoảng của mình trong cuộc khủng hoảng thời kỳ đại dịch vào tháng 3 năm 2020. Sự bất ổn gia tăng cũng thúc đẩy các quy định pháp lý đáng kể cải cách và giám sát chặt chẽ hơn hệ thống tài chính. Liệu những biện pháp đó đã đủ chưa? Những gì người khác có thể được thực hiện? Chính sách tiền tệ nên tính đến rủi ro ổn định tài chính ở mức độ nào?

Ba yếu tố này chủ yếu là kinh tế, nhưng để hiểu được các lựa chọn chính sách của Fed cũng đòi hỏi phải chú ý đến môi trường chính trị và xã hội của tổ chức này. Một trong những yếu tố chính trị quan trọng nhất quyết định việc ra quyết định của Fed là mức độ độc lập của tổ chức này. Như chúng ta đã thấy, các khía cạnh trong cơ cấu của Fed, như nhiệm kỳ dài hạn của các thống đốc và quyền tự chủ về ngân sách, thúc đẩy sự độc lập về chính sách của tổ chức này. Mặt khác, Quốc hội có thể thay đổi cơ cấu và quyền hạn của Fed bất cứ lúc nào, và tính hợp pháp dân chủ của Fed đòi hỏi nó phải đáp ứng ý chí phổ biến như được thể hiện thông qua các nhánh lập pháp và hành pháp. Trường hợp hiện đại về sự độc lập của ngân hàng trung ương là gì? Khi nào ngân hàng trung ương nên hợp tác với Kho bạc hoặc các bộ phận khác của chính phủ? Chính sách tiền tệ và tài khóa có nên phối hợp chặt chẽ hơn? Liệu Fed có nên có vai trò trong việc theo đuổi các mục tiêu xã hội rộng lớn hơn, chẳng hạn như giảm bất bình đẳng kinh tế hoặc giảm thiểu biến đổi khí hậu?

Những câu hỏi quan trọng được nêu ra ở đây không thể được trả lời một cách trừu tượng mà chỉ bằng cách hiểu bối cảnh lịch sử mà những vấn đề này nảy sinh và chính sách của Fed được thực hiện trong đó. Phần I đến Phần III của cuốn sách này xem xét sự phát triển của các chính sách của Cục Dự trữ Liên bang khi Fed phản ứng với môi trường kinh tế và chính trị đang thay đổi, từ thời kỳ đầu hậu chiến cho đến nay. Phần IV hướng tới tương lai, rút ra bài học kinh nghiệm này để xem xét những tranh cãi hiện tại và triển vọng tương lai của chính sách tiền tệ của Mỹ cũng như các chính sách nhằm duy trì sự ổn định tài chính.

---

* Ghi chú về Nguồn ở cuối cuốn sách cung cấp liên kết đến các tài liệu chính thức của Cục Dự trữ Liên bang, bao gồm bản ghi các cuộc họp báo và cuộc họp của FOMC, tuyên bố chính sách, thông cáo báo chí, biên bản cuộc họp, dự đoán và lời khai của quốc hội. Các chú thích xuyên suốt cuốn sách cung cấp thông tin bổ sung khi cần thiết, bao gồm các trang tham khảo để trích dẫn trực tiếp và các tài liệu tham khảo đến các tài liệu cũ hơn hoặc ít tiếp cận hơn. Các bài phát biểu của các quan chức Cục Dự trữ Liên bang được trích dẫn riêng.

† Các ngân hàng có điều lệ quốc gia bắt buộc phải tham gia Hệ thống nhưng các ngân hàng được nhà nước cấp phép có thể chọn có tham gia hay không. Hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ ngày nay vẫn có ba loại ngân hàng: ngân hàng quốc gia, ngân hàng được nhà nước cấp phép là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang và ngân hàng không phải là thành viên của bang, mỗi loại có cơ quan quản lý khác nhau.

‡ Dấu tích của chế độ bản vị vàng quốc tế vẫn còn tồn tại cho đến những năm 1970, nhưng sau năm 1933, chế độ bản vị vàng về cơ bản không đặt ra bất kỳ ràng buộc nào đối với các chính sách của Cục Dự trữ Liên bang.

§ Nguyên nhân thất bại của Fed trong việc ngăn chặn cuộc khủng hoảng ngân hàng những năm 1930 đang được tranh luận. Hầu hết các ngân hàng vào thời điểm đó đều nhỏ, chưa đa dạng và nhanh chóng mất khả năng thanh toán; do đó họ thiếu tài sản thế chấp để vay từ Fed. Nhiều người khác không phải là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang và do đó không đủ điều kiện nhận các khoản vay của Fed. Tuy nhiên, hầu hết các nhà sử học đều đồng ý rằng Fed lẽ ra có thể làm nhiều hơn nữa để ổn định hệ thống ngân hàng.

¶ Vốn của ngân hàng, đại khái là phần vượt quá của tài sản so với nợ phải trả, do đó bằng với vốn chủ sở hữu của các cổ đông. Nguồn vốn sẵn có để hấp thụ các khoản lỗ từ các khoản cho vay và các khoản đầu tư khác mà không gây ra phá sản, do đó, một ngân hàng có số vốn lớn sẽ ít có nguy cơ phá sản hơn.

** Chính xác hơn, mỗi Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực đều có bảng cân đối kế toán riêng, dấu tích của thời kỳ mà mỗi Ngân hàng Dự trữ đóng vai trò là người cho vay độc lập cuối cùng đối với các ngân hàng trong khu vực của mình. Kết hợp lại với nhau, bảng cân đối khu vực của Fed tạo nên bảng cân đối chung của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

PHẦN I

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 20

■

Sự trỗi dậy và sụp đổ của lạm phát

1

LẠM PHÁT LỚN

TỪ "TUYỆT VỜI" THƯỜNG CÓ hàm ý tích cực. Về kinh tế - không nhiều lắm. Tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt và thu nhập giảm mạnh trong cả cuộc Đại suy thoái những năm 1930 và cuộc Đại suy thoái 2007–2009. Cuộc Đại lạm phát ở Mỹ, kéo dài từ giữa những năm 1960 cho đến giữa những năm 1980, gây ra ít khó khăn kinh tế hơn hai giai đoạn "vĩ đại" còn lại. Tuy nhiên, thời đại – được biểu tượng bằng đường ống dẫn khí đốt và nút bấm Whip Inflation Now (WIN) nổi tiếng vô ích của chính quyền Ford – đã làm xói mòn niềm tin của người Mỹ vào nền kinh tế và chính phủ của họ. Đối với Cục Dự trữ Liên bang, giai đoạn này có cả điểm thấp và điểm cao. Đối mặt với áp lực chính trị và quan điểm ngày càng phát triển về vai trò thích hợp của chính sách tiền tệ, Fed đã phản ứng một cách lưỡng lự và không thỏa đáng trước tình trạng lạm phát gia tăng vào cuối những năm 1960 và 1970. Tuy nhiên, dưới thời Paul Volcker, nó đã chiếm ưu thế và giành chiến thắng trong cuộc chiến chống lạm phát vào những năm 1980. Chiến thắng này tuy tốn kém nhưng đã giúp khôi phục niềm tin vào việc hoạch định chính sách kinh tế và tạo tiền đề cho hai thập kỷ phát triển kinh tế mạnh mẽ.

Khi chấn thương thời thơ ấu định hình tính cách của người trưởng thành, cuộc Đại lạm phát đã định hình lý thuyết và thực tiễn về chính sách tiền tệ trong nhiều năm tới, cả ở Hoa Kỳ và trên toàn thế giới. Điều quan trọng là các ngân hàng trung ương đã kết hợp

những bài học của thời kỳ này vào một khung chính sách tập trung vào việc kiểm soát lạm phát và quản lý kỳ vọng lạm phát - một khuôn khổ vẫn có ảnh hưởng lớn ngay cả khi lạm phát giảm. Kinh nghiệm về cuộc Đại lạm phát, cho thấy áp lực chính trị có thể bóp méo chính sách tiền tệ như thế nào, cũng thuyết phục nhiều người rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ nên đưa ra quyết định của mình, trong phạm vi có thể, một cách độc lập, dựa trên phân tích khách quan và vì lợi ích lâu dài của nền kinh tế.

LẠM PHÁT LỚN: TỔNG QUAN

Trước những năm 1960, ngoại trừ thời chiến và những lần xuất ngũ sau đó, lạm phát hiếm khi là vấn đề ở Hoa Kỳ. Theo ký ức còn sống, những đợt lạm phát tồi tệ nhất trên đất Mỹ là trong Chiến tranh Cách mạng - khi các thuộc địa riêng lẻ phát hành tiền tệ của riêng họ - và sau sự sụp đổ của đồng tiền Liên minh miền Nam trong Nội chiến. Nhưng cả hai tập phim đó đều không liên quan đến tiền tệ do chính phủ liên bang phát hành. Trong thời kỳ Đại suy thoái, mối lo ngại là giảm phát – giá cả giảm nhanh – chứ không phải lạm phát. Lạm phát tăng cao trong thời gian ngắn vào cuối Thế chiến II và một lần nữa khi bắt đầu Chiến tranh Triều Tiên. Nhưng nó hầu như không hoạt động từ đầu những năm 1950 cho đến giữa những năm 1960. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) - thước đo chi phí của một giỏ hàng tiêu dùng tiêu chuẩn - chỉ tăng trung bình khoảng 1,3% mỗi năm trong khoảng thời gian từ 1952 đến 1965.

Điều đó bắt đầu thay đổi vào khoảng năm 1966, khi giá tiêu dùng tăng 3,5% một cách đáng kinh ngạc. Tốc độ tăng lên từ đó, mở ra một thập kỷ rưỡi lạm phát cao và biến đổi. Từ cuối năm 1965 đến cuối năm 1981, lạm phát trung bình ở mức hơn 7% mỗi năm, đạt đỉnh trung bình gần 13% vào năm 1979 và 1980. Người Mỹ chưa bao giờ trải qua một đợt lạm phát kéo dài nghiêm trọng như vậy và họ không thích điều đó. Vào cuối những năm 1970, lạm phát cao thường xuyên được coi là mối lo ngại kinh tế hàng đầu và người

dân ngày càng tỏ ra ít hoặc không tin tưởng vào các chính sách kinh tế của chính phủ.

Tại sao lạm phát lại tăng cao như vậy sau năm 1965? Các học thuyết kinh tế thời đó dường như đã giải thích được sự gia tăng này, ít nhất là lúc đầu. Một bài báo xuất bản năm 1958 của A. W. Phillips, một người New Zealand dành phần lớn sự nghiệp của mình tại Trường Kinh tế Luân Đôn, đã đưa ra ý tưởng then chốt. Sử dụng dữ liệu có giá trị gần một thế kỷ từ Vương quốc Anh, Phillips đã nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền lương trung bình và mức độ trì trệ trên thị trường lao động, được đo bằng tỷ lệ thất nghiệp. Phillips nhận thấy rằng tỷ lệ thất nghiệp thấp có xu hướng đi kèm với tốc độ tăng lương nhanh hơn. Mối quan hệ thực nghiệm này được gọi là đường cong Phillips.

Đường cong Phillips thể hiện một ý tưởng trực quan: Nếu nhu cầu về công nhân cao so với nguồn cung - nghĩa là nếu người sử dụng lao động gặp khó khăn trong việc thu hút và giữ chân người lao động - thì người lao động sẽ có thể yêu cầu mức lương cao hơn. Hơn nữa, như nhiều nhà kinh tế đã nhanh chóng chỉ ra, ý tưởng cơ bản tương tự cũng nên áp dụng cho giá hàng hóa và dịch vụ. Nếu nhu cầu toàn diện quá mạnh đến mức các công ty gặp khó khăn trong việc đáp ứng đơn đặt hàng của khách hàng, họ sẽ có nhiều cơ hội hơn để tăng giá. (Các nhà kinh tế hiện nay phân biệt giữa đường cong tiền lương Phillips, liên kết tăng trưởng tiền lương với tỷ lệ thất nghiệp như trong bài báo Phillips ban đầu, và đường cong Phillips giá, liên kết lạm phát giá tiêu dùng với thất nghiệp hoặc các thước đo khác của tình trạng trì trệ kinh tế.) Về cơ bản, logic của Đường cong Phillips cho thấy lạm phát sẽ tăng tốc khi tổng nhu cầu từ khu vực công và tư nhân liên tục vượt xa khả năng sản xuất của nền kinh tế.

Cái nhìn sâu sắc đơn giản đó dường như được mô tả vào cuối những năm 1960, khi nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ trên toàn nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng. Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu là chính sách tài khóa, chính sách thuế và chi tiêu của chính phủ liên bang. Sự bất mãn với nền kinh tế đã giúp John F. Kennedy suýt giành chiến thắng trong cuộc bầu cử năm 1960. Nền kinh tế chỉ phục hồi chậm chạp sau cuộc suy thoái năm 1957–58, và

một cuộc suy thoái ngắn ngủi khác bắt đầu khi chiến dịch bầu cử diễn ra vào năm 1960, đẩy tỷ lệ thất nghiệp lên cao trong suốt năm đó và kéo dài đến năm 1961. Kennedy đã hứa với cử tri rằng ông sẽ "đưa nước Mỹ vận động trở lại". ." Để thực hiện lời hứa của mình, ông đã bổ sung vào chính quyền của mình một thế hệ cố vấn mới, theo tinh thần các bài viết của Keynes những năm 1930, ủng hộ việc quản lý tích cực nền kinh tế để thúc đẩy việc làm. Trong số những ngôi sao kinh tế nổi tiếng từng phục vụ trong Nhà Trắng của Kennedy có những người đoạt giải Nobel trong tương lai là James Tobin, Kenneth Arrow và Robert Solow. Walter Heller, một nhà kinh tế học được đánh giá cao của Đại học Minnesota, đã lãnh đạo nhóm kinh tế với tư cách là chủ tịch Hội đồng Cố vấn Kinh tế (CEA) của tổng thống.

Keynes đã ủng hộ việc sử dụng tích cực chính sách tài khóa để chống lại tình trạng thất nghiệp. Tổng thống mới, theo khuyến nghị của các cố vấn, đã đề xuất cắt giảm thuế trên diện rộng để kích thích chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp. Kennedy bị ám sát trước khi đề xuất của ông có thể trở thành luật, nhưng người kế nhiệm ông, Lyndon B. Johnson, đã chứng kiến việc cắt giảm thuế vào năm 1964.

Việc cắt giảm thuế được nhiều người coi là một thành công. Nó giúp giảm tỷ lệ thất nghiệp, vốn đã đạt đỉnh 7,1% vào giữa năm 1961, vào đầu nhiệm kỳ của Kennedy, xuống còn 4,0% vào cuối năm 1965. Từ góc độ chính sách kinh tế vĩ mô, đây sẽ là thời điểm hợp lý để giảm tốc độ tăng tốc. , nhưng chính sách đối ngoại và các mục tiêu xã hội được ưu tiên hơn sự ổn định kinh tế. Dưới thời Johnson, chính sách tài khóa đã được cải tiến hơn nữa để đáp ứng cả việc tăng chi tiêu cho Chiến tranh Việt Nam lẫn chi tiêu mới cho các chương trình Xã hội Vĩ đại đầy tham vọng của tổng thống - một trường hợp chọn cả súng và bơ. Quân đội Mỹ triển khai tại Việt Nam tăng từ 23.000 năm 1964 lên 184.000 năm 1965 và lên hơn nửa triệu vào năm 1968. Trong khi đó, Johnson tuyên bố Cuộc chiến chống nghèo đói vào tháng 1 năm 1964, và cả Medicare và Medicaid đều được giới thiệu vào năm 1965, cam kết của chính phủ để trả chi phí y tế cho những người Mỹ đã nghỉ hưu và có thu nhập thấp. Nhiều chương trình của Great Society cuối cùng sẽ mang lại những

lợi ích quan trọng, bao gồm việc giảm đáng kể tỷ lệ nghèo đói ở những người Mỹ trên 65 tuổi, nhưng chúng cũng có tác dụng làm tăng thêm chi tiêu của chính phủ.

Khi nền kinh tế nóng lên và tỷ lệ thất nghiệp giảm (xuống khoảng 3,5% trong giai đoạn 1968–69), tiền lương và giá cả bắt đầu tăng nhanh, đúng như lý luận đơn giản về đường cong Phillips đã dự đoán. Chăm sóc sức khỏe là một ví dụ: Với sự ra đời của Medicare và Medicaid thúc đẩy nhu cầu về dịch vụ y tế, tốc độ tăng giá chăm sóc sức khỏe đã tăng từ khoảng 4% năm 1965 lên khoảng 9% năm 1966, dẫn đầu là do lương bác sĩ tăng. lệ phí. Trong khi đó, chi tiêu quốc phòng danh nghĩa đã tăng 44% từ năm 1965 đến năm 1968, khiến các nhà thầu quân sự tăng cường sản xuất và tạo việc làm. Tác động lạm phát trên toàn nền kinh tế có thể được giảm thiểu nếu thuế cao hơn đã trả cho ít nhất một phần chi tiêu gia tăng, do đó làm giảm sức mua của khu vực tư nhân. Nhưng cuộc chiến không được lòng dân và Johnson phản đối bất kỳ khoản tăng thuế đáng kể nào vì sợ rằng điều đó sẽ làm giảm thêm sự ủng hộ của công chúng. (Tổng thống đã phê duyệt, vào năm 1968, khoản phụ phí 10% trong một năm đối với thuế thu nhập cá nhân và doanh nghiệp, nhưng - có lẽ vì nó được hiểu chỉ là một biện pháp tạm thời - nó không làm chậm được chi tiêu tư nhân.)

Chính sách tài khóa, thông qua việc tăng thuế hoặc cắt giảm chi tiêu, không phải là công cụ duy nhất có thể hạ nhiệt một nền kinh tế đang quá nóng. Chính sách tiền tệ cũng có thể Trong những năm 1960, một chính sách tiền tệ chặt chẽ hơn – dưới hình thức lãi suất cao hơn – có thể đã làm giảm hoạt động xây dựng nhà ở, đầu tư vốn và các khoản chi tiêu khác của khu vực tư nhân ở mức đủ để bù đắp cho việc mở rộng chi tiêu liên bang. Tuy nhiên, vì những lý do mà chúng ta sẽ khám phá ngay sau đây, Fed đã không thắt chặt chính sách tiền tệ đủ mức hoặc đủ kiên trì để bù đắp cho lực lượng lạm phát đang gia tăng.

Richard Nixon, người kế nhiệm Johnson năm 1968, đã nhận ra vấn đề lạm phát ngày càng gia tăng nhưng, giống như người tiền nhiệm, muốn tránh những chi phí chính trị của các chính sách tài khóa hoặc tiền tệ thắt chặt hơn, đặc biệt là sau khi nền kinh tế trải qua một cuộc suy thoái nhẹ vào năm 1970. Nhà kinh tế học Ray Fair

nhận định: nhiều năm sau đã ghi lại tác động mạnh mẽ của tăng trưởng kinh tế đến kết quả bầu cử tổng thống, nhưng Nixon hiểu được mối liên hệ này bằng trực giác mà không cần phải tham khảo mô hình kinh tế lượng.

Có cách nào để đối phó với tình trạng lạm phát gia tăng mà không làm nền kinh tế chậm lại không? Để mắt đến cuộc bầu cử năm 1972 đang đến gần, Nixon, sau một số miễn cưỡng ban đầu, đã sử dụng quyền hạn do Quốc hội trao vào năm 1970 và thông qua các biện pháp kiểm soát trực tiếp về tiền lương và giá cả. Chương trình bắt đầu vào ngày 15 tháng 8 năm 1971, với thời hạn 90 ngày bị đình chỉ, được gọi là Giai đoạn I. Tiếp theo việc đình chỉ là các quy định ngày càng phát triển dành cho những người ấn định tiền lương và giá cả. Giai đoạn II của chương trình, kéo dài đến tháng 1 năm 1973, đã giới hạn hầu hết các mức tăng lương ở mức 5,5% và yêu cầu hầu hết các mức tăng giá phải được chứng minh trước Ủy ban Giá cả. Giai đoạn III được dự định là giai đoạn chuyển tiếp giữa kiểm soát và hạn chế giá lương tự nguyện, nhưng sau khi giá lương thực và nhiên liệu tăng mạnh lại đẩy lạm phát trở lại, chính quyền đã ra lệnh đóng băng lần thứ hai vào tháng 6 năm 1973, lần này là trong 60 ngày. Tiếp theo đợt đóng băng thứ hai là Giai đoạn IV, giai đoạn mất kiểm soát có chọn lọc đối với một số mức giá. Việc kiểm soát giá tiền lương cuối cùng đã hết hiệu lực vào tháng 4 năm 1974.

Các điều khiển ban đầu đã được phổ biến. Chúng được coi là dấu hiệu cho thấy chính phủ cuối cùng đã có hành động mạnh mẽ để chống lạm phát. Nhưng cuối cùng họ sẽ là một thất bại tốn kém. Trong nền kinh tế thị trường, tiền lương và giá cả cung cấp thông tin quan trọng, điều phối các quyết định của người lao động, nhà sản xuất và người tiêu dùng. Ví dụ, mức giá tương đối cao của một mặt hàng sẽ khuyến khích nhà sản xuất sản xuất nhiều hơn và người tiêu dùng sử dụng ít hàng hóa đó hơn. Bằng cách làm gián đoạn cơ chế phối hợp này, việc kiểm soát tiền lương-giá có thể gây ra sự gián đoạn lớn. Sau khi Nixon áp đặt các biện pháp kiểm soát, tình trạng thiếu hụt hàng tiêu dùng và các đầu vào quan trọng cho sản xuất ngày càng gia tăng. Ví dụ, những người nông dân, bị mắc kẹt giữa giá thức ăn chăn nuôi tăng cao (định sẵn, không được kiểm soát, trên thị trường thế giới) và những giới hạn về giá bán lẻ thịt bò và

gia cầm, đã giết mổ đàn gia súc của họ thay vì nuôi chúng trong tình trạng thua lỗ. Trong khi đó, kệ siêu thị trống rỗng. Việc trốn tránh sự kiểm soát ngày càng trở nên phổ biến. Các công ty tìm mọi cách lách các quy tắc hoặc vận động hành lang để có được các trường hợp ngoại lệ.

Các biện pháp kiểm soát cũng không có tác động lâu dài đối với lạm phát, lạm phát giảm khiêm tốn vào năm 1971 và 1972 nhưng sau đó lại tăng trở lại khi các biện pháp kiểm soát được dỡ bỏ. Các biện pháp điều khiển, khi được áp dụng, tương tự như việc xử lý động cơ quá nóng bằng cách tắt đồng hồ đo nhiệt độ của nó. Để có cơ hội phát huy tác dụng, các biện pháp kiểm soát phải đi kèm với các biện pháp làm dịu tổng cầu, chẳng hạn như giảm chi tiêu chính phủ hoặc thắt chặt chính sách tiền tệ. Ví dụ, kiểm soát giá cả trong thời chiến thường đi kèm với việc phân bổ khẩu phần (bạn cần có phiếu khẩu phần để mua một số hàng hóa nhất định) và các biện pháp nhằm giảm sức mua của người tiêu dùng (thuế cao hơn, bán trái phiếu chiến tranh). Trong thời chiến, sự tuân thủ lấy cảm hứng từ lòng yêu nước cũng có thể hữu ích. Tuy nhiên, do chiến dịch bầu cử năm 1972 đang diễn ra nên không có hành động nào được thực hiện để hạn chế tổng cầu. Ngược lại, cả chính sách tài khóa và tiền tệ đều được mở rộng trong thời gian chuẩn bị cho cuộc bầu cử, tập trung vào việc giảm tỷ lệ thất nghiệp.

Chiến lược của Nixon đã thành công ở một khía cạnh: Ông tái đắc cử một cách vang dội. Nhưng lạm phát ngày càng tồi tệ hơn khi thập niên 1970 tiến triển. Ngoài sự phục hồi của lạm phát sau khi hết hạn kiểm soát, hai diễn biến chính đã khiến tỷ lệ này tăng cao hơn nữa: giá dầu và tâm lý con người.

Vào tháng 10 năm 1973, để đối phó với Chiến tranh Yom Kippur giữa Israel và các nước láng giềng, các nhà sản xuất dầu mỏ Ả Rập đã áp đặt lệnh cấm vận xuất khẩu. Từ năm 1972 đến năm 1975, giá dầu tăng hơn bốn lần. Giá nhập khẩu dầu cao hơn dẫn đến giá xăng và nhiên liệu sưởi ấm cao hơn. Nhưng giá dầu cao hơn cũng đẩy giá hàng hóa và dịch vụ mà việc sản xuất đòi hỏi nhiều năng lượng tăng lên. Ví dụ, dịch vụ taxi và vận tải đường bộ đã thêm phụ phí để giúp trang trải chi phí nhiên liệu tăng thêm.

Một số biện pháp kiểm soát giá tiền lương vẫn được duy trì tại thời điểm cấm vận, và vào tháng 11 năm 1973, chính quyền đã áp dụng các biện pháp kiểm soát bổ sung đối với một số giá liên quan đến xăng dầu. Có thể dự đoán được, giá trần đã dẫn đến tình trạng thiếu hụt, trong số đó có các đường ống dẫn khí đốt khét tiếng, (cùng với disco và Watergate) đã trở thành biểu tượng cho thời đại. Vào năm 1974, nhiều tài xế chỉ có thể mua xăng vào các ngày lẻ hoặc chẵn trong tháng, tùy thuộc vào chữ số cuối cùng trên biển số xe của họ. Những cuộc ẩu đả đôi khi nổ ra giữa những người lái xe bực bội đang chờ đến lượt mình ở cây bơm. Giá dầu thế giới vẫn ở mức cao trong vài năm tới, bất chấp sự suy giảm đáng kể về tăng trưởng toàn cầu làm giảm nhu cầu vào giữa những năm 1970. Năm 1979, cuộc cách mạng Iran và sự lật đổ của Shah lại làm gián đoạn nguồn cung, dẫn đến giá dầu tăng hơn gấp đôi và một đợt lạm phát khác.

Trong khi đó, trong một diễn biến thậm chí còn đáng lo ngại hơn, tâm lý lạm phát mới đã xuất hiện. Trong những năm 1950 và đầu những năm 1960, lạm phát thấp đến mức mọi người có thể yên tâm bỏ qua nó trong quá trình ra quyết định hàng ngày. Nhưng khi lạm phát tăng cao và những nỗ lực ngăn chặn nó của chính phủ tỏ ra không hiệu quả hoặc thậm chí phản tác dụng, mọi người coi lạm phát cao và không ổn định là điều bình thường mới. Người lao động thường xuyên bắt đầu yêu cầu bồi thường do lạm phát trong các cuộc đàm phán tiền lương, thường là không chính thức nhưng trong một số trường hợp thông qua các cơ chế lập chỉ mục tự động (COLA, hoặc điều chỉnh chi phí sinh hoạt), vốn phổ biến trong những năm 1970. Người sử dụng lao động có rất ít động cơ để chống lại việc tăng lương, thay vào đó họ tập trung vào việc chuyển chi phí gia tăng sang người tiêu dùng. Trong một vòng lặp tự củng cố, kỳ vọng lạm phát cao hơn đã tạo ra động lực mới cho lạm phát, từ đó xác nhận những kỳ vọng đó. Thuật ngữ "vòng xoáy tiền lương-giá cả" đã đi vào từ điển phổ biến.

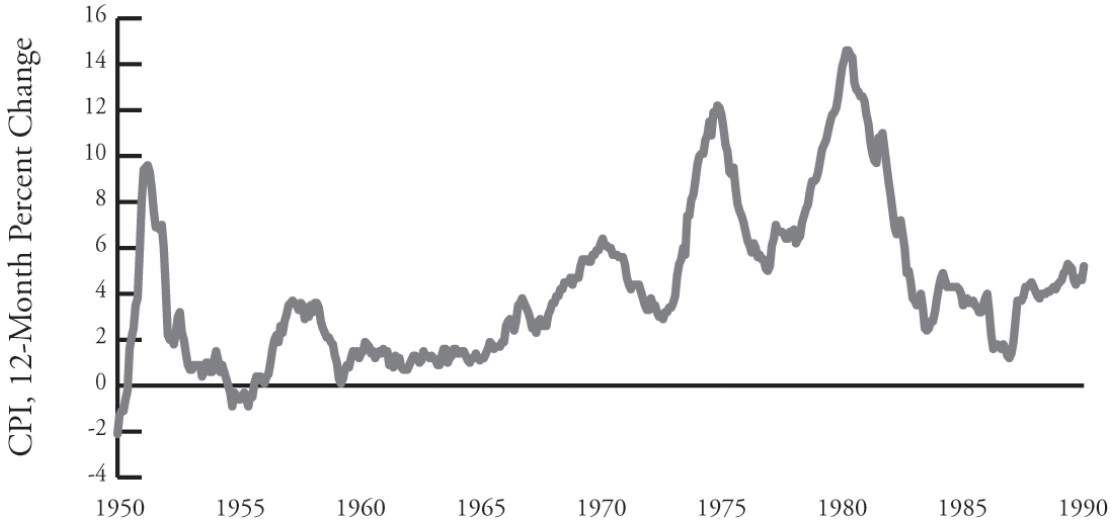
Kỳ vọng lạm phát không ổn định cũng củng cố ảnh hưởng của cú sốc giá dầu. Bản thân việc tăng giá dầu hoặc một mặt hàng quan trọng khác chỉ tạo ra sự gia tăng lạm phát tạm thời. Tuy nhiên, nếu đợt lạm phát ban đầu gia tăng khiến mọi người suy luận rằng lạm

phát sẽ tiếp tục cao hơn, thì kỳ vọng đó có thể tự khẳng định, khi người lao động và doanh nghiệp bắt đầu đưa kỳ vọng về việc giá cả tiếp tục tăng vào nhu cầu về tiền lương và giá cả của chính họ. Mô hình đó thể hiện rõ ràng trong những năm 1970.

Kỳ vọng về lạm phát nhanh là một vấn đề, nhưng có lẽ tệ hơn nữa là sự không chắc chắn về lạm phát. Ít nhất về nguyên tắc, việc điều chỉnh để phù hợp với tỷ lệ lạm phát 8% – nếu nó thực sự ổn định và có thể dự đoán được – có thể không quá khó khăn. Tiền lương và giá cả do các công ty riêng lẻ đặt ra có thể điều chỉnh một cách suôn sẻ với tốc độ có tính đến mức tăng 8% của giá chung và lãi suất có thể bao gồm khoản phí bảo hiểm 8% để bù đắp cho các nhà đầu tư và người cho vay về tổn thất dự đoán về sức mua của các khoản đầu tư của họ. .

Trong thực tế, mọi người có thể bị nhầm lẫn bởi lạm phát tương đối ổn định, đặc biệt là trong thời gian dài, như khi lập kế hoạch nghỉ hưu. Nhưng trong mọi trường hợp, khi lạm phát cao thì nó cũng thường không ổn định mà dễ biến động và khó dự đoán. Đó chắc chắn là trường hợp trong thời kỳ Đại lạm phát. Trong suốt những năm 1970, lạm phát CPI dao động mạnh từ 3,4% năm 1972 lên 12,3% năm 1974, lên 4,9% năm 1976, sau đó quay trở lại mức 9,0% vào năm 1978. Lạm phát khó dự đoán tạo ra sự nhầm lẫn và rủi ro kinh tế. Mọi người trở nên không chắc chắn về sức mua trong tương lai của tiền lương hoặc tiền tiết kiệm của họ. Các hộ gia đình có thu nhập thấp đặc biệt dễ bị tổn thương vì họ giữ phần lớn tiền tiết kiệm bằng tiền mặt hoặc tài khoản séc và ít có khả năng tự bảo vệ mình trước những thay đổi về giá. Sự bất an và bất ổn kinh tế do lạm phát cao gây ra giúp giải thích tại sao, vào cuối những năm 1970, rất nhiều người coi lạm phát là một vấn đề tàn khốc.

HÌNH 1.1. LẠM PHÁT, 1950–1990



Lạm phát ổn định trong những năm 1950 và đầu những năm 1960, tăng vào cuối những năm 1960 và đạt mức cao trong những năm 1970. Cuối cùng nó đã được kiểm soát vào những năm 1980. Nguồn: Cục Thống kê Lao động và FRED.

Sự kết hợp giữa các cú sốc giá dầu và kỳ vọng lạm phát không ổn định có tác động mạnh mẽ. Lạm phát dường như ngày càng mất kiểm soát, lên tới 13,3% năm 1979 và 12,5% năm 1980. Cùng với tỷ lệ 12,3% năm 1974, đây là những tỷ lệ cao nhất kể từ năm 1946.

ĐƯỜNG CONG PHILLIPS ĐANG PHÁT TRIỂN

Lạm phát những năm 1970 có thể sẽ khiến một nhà kinh tế học vốn chỉ quen với đường cong Phillips cổ điển năm 1958 bối rối, đường cong này dự đoán lạm phát cao chỉ kết hợp với tỷ lệ thất nghiệp cực thấp. Tuy nhiên, tỷ lệ thất nghiệp, tính trung bình, không đặc biệt thấp trong những năm 1970, và thực tế nó đã tăng cao tới 9% sau cuộc suy thoái mạnh 1973–75. Sự kết hợp đáng lo ngại giữa lạm phát cao và tăng trưởng kinh tế trì trệ được gọi là lạm phát đình trệ. Vào giữa những năm 1970, đường cong Phillips, ít nhất là như người ta hiểu vào thời điểm đó, dường như đã bị phá vỡ.

Tuy nhiên, về mặt phê phán, các nhà kinh tế thời kỳ đó đã chỉ ra rằng cốt lõi của ý tưởng đường cong Phillips có thể được cứu vãn và biến lý thuyết lạm phát thành một cái gì đó gần với dạng hiện đại của nó thông qua hai sửa đổi hợp lý.

Đầu tiên, cơ sở của đường cong Phillips ban đầu là tiền đề (thường ngầm hiểu) rằng hầu hết những thay đổi về lạm phát và thất nghiệp đều phản ánh những thay đổi trong nhu cầu hàng hóa và dịch vụ trên toàn nền kinh tế. Sự gia tăng nhu cầu (chẳng hạn như chi tiêu chính phủ cao hơn cho Chiến tranh Việt Nam và Xã hội vĩ đại) sẽ làm tăng việc làm, tăng tiền lương và giá cả, cũng giống như sự gia tăng nhu cầu về khoai tây sẽ làm tăng sản lượng, giá cả và việc làm trong ngành khoai tây. Nếu nhu cầu thay đổi là nguyên nhân chính gây ra biến động kinh tế thì lạm phát tương đối cao sẽ đi kèm với tỷ lệ thất nghiệp thấp, như dự đoán của đường cong Phillips ban đầu.

Tuy nhiên, đôi khi nền kinh tế gặp phải những cú sốc về cung hơn là về cầu, giá dầu tăng mạnh vào năm 1973–74 và 1979 là những ví dụ điển hình. Giá dầu tăng trong những năm 1970 đã làm tăng thêm lạm phát do tăng chi phí sản xuất và vận chuyển nhiều hàng hóa và dịch vụ. Giống như bệnh tàn lụi giết chết khoai tây làm giảm sản lượng và việc làm trong ngành khoai tây đồng thời làm tăng giá khoai tây, cú sốc cung kinh tế vĩ mô là tình trạng lạm phát đình trệ, làm tăng cả lạm phát và thất nghiệp. Do đó, để đường cong Phillips giải thích dữ liệu, cần phải tách biệt lạm phát do cú sốc cung và lạm phát phát sinh do cú sốc cầu. Các nhà kinh tế đã phát triển các phương pháp để tạo ra sự khác biệt này.

Một cách tiếp cận tổng quát và sẵn sàng là tập trung vào lạm phát cơ bản, một thước đo lạm phát không bao gồm giá năng lượng và lương thực, vốn dễ biến động và đặc biệt chịu sự xáo trộn về nguồn cung. Bởi vì nó loại trừ một số nguồn gây sốc cung quan trọng, lạm phát cơ bản có thể là một chỉ báo tốt hơn về mức độ tăng và giảm của cầu ảnh hưởng đến tỷ lệ lạm phát. Diễn biến của lạm phát cơ bản trong những năm 1970 cho thấy rằng, ngay cả khi những cú sốc từ phía cung trở nên nổi bật hơn, lạm phát vẫn tiếp tục phản ứng theo nhu cầu. Ví dụ, lạm phát lõi giảm đáng kể sau các cuộc suy thoái 1969–70, 1973–75 và 1980, cho thấy tốc độ tăng

trưởng chậm hơn và tỷ lệ thất nghiệp cao hơn vẫn có khả năng làm chậm tốc độ tăng giá, bất chấp ảnh hưởng của các yếu tố cung.

Bên cạnh việc bổ sung thêm các cú sốc về nguồn cung, sửa đổi thứ hai đối với đường cong Phillips truyền thống là cho phép kỳ vọng lạm phát có vai trò rõ ràng. Trước đây, vào cuối những năm 1960, những người đoạt giải Nobel tương lai là Milton Friedman và Edmund Phelps, mỗi người đều đã dự đoán khả năng xảy ra tâm lý lạm phát tự củng cố vốn thịnh hành vào những năm 1970. Friedman, trong bài phát biểu chủ tịch của mình tại Hiệp hội Kinh tế Mỹ vào tháng 12 năm 1967, đã dự đoán rằng mối quan hệ đường cong Phillips truyền thống giữa lạm phát và thất nghiệp sẽ trở nên không ổn định nếu kỳ vọng lạm phát tăng, vì chúng chắc chắn sẽ như vậy nếu lạm phát thực tế vẫn ở mức cao. Friedman lập luận rằng nếu mọi người kỳ vọng lạm phát sẽ tăng thì họ sẽ cố gắng bảo vệ sức mua của mình bằng cách tăng nhu cầu về tiền lương và mức giá tăng tương ứng. Do đó, tỷ lệ lạm phát mà các hộ gia đình và doanh nghiệp kỳ vọng tăng 1% sẽ dẫn đến tỷ lệ lạm phát thực tế cao hơn 1%. Phelps cũng đưa ra quan điểm tương tự trong một bài báo năm 1968. Những năm 1970 đã chứng minh sự phù hợp của lý thuyết Friedman-Phelps.

Điều gì khiến kỳ vọng lạm phát của mọi người thay đổi? Các cuộc tranh luận về các yếu tố quyết định kỳ vọng lạm phát và về cách các ngân hàng trung ương có thể tác động đến những kỳ vọng đó đã trở thành trọng tâm trong phân tích và thực hành chính sách tiền tệ ít nhất là từ những năm 1960, nếu không muốn nói là sớm hơn. Tuy nhiên, không ai nghi ngờ việc mọi người rút kinh nghiệm, vì vậy không có gì đáng ngạc nhiên khi thất bại của chính phủ trong việc kiểm soát lạm phát vào cuối những năm 1960 và đầu những năm 1970 đã làm tiêu tan những kỳ vọng rằng lạm phát sẽ vẫn ở mức thấp. Kỳ vọng lạm phát cao hơn lại giúp đẩy lạm phát thực tế lên cao, tạo thành một vòng luẩn quẩn. Việc khôi phục lạm phát và kỳ vọng lạm phát ở mức thấp hợp lý sẽ là một thách thức lớn.

Được sửa đổi nhờ kinh nghiệm những năm 1970 và hiểu biết sâu sắc của Friedman, Phelps và những người khác, đường cong Phillips vẫn là trung tâm trong suy nghĩ của các nhà kinh tế về lạm phát

ngày nay. Tóm lại, ở dạng hiện đại, đường cong Phillips đưa ra ba khẳng định:

Đầu tiên, việc mở rộng kinh tế, khi được thúc đẩy bởi sự gia tăng nhu cầu không phù hợp với sự gia tăng nguồn cung, cuối cùng sẽ dẫn đến lạm phát cao hơn, cả về tiền lương và giá cả. Đây là thông điệp của đường cong Phillips ban đầu năm 1958 và của nghiên cứu tiếp theo bài báo của Phillips.

Thứ hai, các cú sốc cung là tình trạng lạm phát đình trệ, làm tăng lạm phát nhưng lại làm giảm sản lượng và việc làm, ít nhất là trong một thời gian. Đây là kinh nghiệm sau cú sốc giá dầu những năm 1970.

Thứ ba, giữ nguyên mức thất nghiệp và ảnh hưởng của các cú sốc cung, kỳ vọng lạm phát của các hộ gia đình và doanh nghiệp tăng lên, cuối cùng làm tăng tỷ lệ lạm phát thực tế lên khoảng 1:1. Lạm phát cao hơn có thể biện minh cho mức kỳ vọng lạm phát cao hơn, từ đó có thể trở thành một vòng luẩn quẩn.

Phiên bản cập nhật của đường cong Phillips đưa ra lời giải thích hợp lý về cuộc Đại lạm phát ở Mỹ. Chính sách tài khóa - cắt giảm thuế, chi tiêu chiến tranh và chi tiêu xã hội - đã được áp dụng quá dễ dàng trong thời gian dài dưới thời Tổng thống Kennedy và Johnson, dẫn đến tình trạng quá nóng và khởi đầu vấn đề lạm phát. Tổng thống Nixon tiếp tục kích cầu, hy vọng làm dịu lạm phát thông qua việc kiểm soát trực tiếp tiền lương và giá cả, nhưng không thành công. Các biện pháp kiểm soát của Nixon đã dẫn đến tình trạng thiếu hụt và phân bổ sai nguồn lực, đồng thời lạm phát vẫn quay trở lại khi các biện pháp kiểm soát được dỡ bỏ. Giá dầu toàn cầu tăng và các cú sốc nguồn cung bất lợi khác làm cho sự đánh đổi trên đường cong Phillips trở nên tồi tệ hơn, đẩy nền kinh tế vào tình trạng lạm phát đình trệ. Và tâm lý lạm phát ngày càng chiếm ưu thế, dẫn đến một vòng xoáy lạm phát cao hơn và kỳ vọng lạm phát cao hơn.

Mặc dù phiên bản hiện đại hóa của đường cong Phillips giúp giải thích cuộc Đại lạm phát, câu hỏi vẫn là: Cục Dự trữ Liên bang ở đâu? Tại sao Fed lại để lạm phát vượt khỏi tầm kiểm soát, và một khi điều đó xảy ra, tại sao Fed không làm nhiều hơn để ngăn chặn chu kỳ lạm phát? Câu trả lời ngắn gọn là một loạt quan điểm chính

trị thô thiển và những quan điểm sai lầm về quá trình lạm phát đã khiến các nhà lãnh đạo Fed phải kiềm chế vào những thời điểm quan trọng, tránh những bước đi đau đớn có thể giúp kiểm soát lạm phát.

WILLIAM MCCHESNEY MARTIN, LYNDON B. JOHNSON VÀ SỰ BẮT ĐẦU CỦA CUỘC LẠM PHÁT LỚN

Như trường hợp ngày nay, các chủ tịch Fed trong những năm 1960 và 1970 đã ảnh hưởng nặng nề đến các chính sách của tổ chức này. Trong khoảng thời gian 27 năm bao gồm cả thời điểm bắt đầu và đỉnh điểm của cuộc Đại lạm phát, chỉ có hai cá nhân lãnh đạo Fed: William McChesney Martin Jr. (chủ tịch từ 1951 đến 1970) và Arthur Burns (chủ tịch từ 1970 đến 1978) . Để biết tại sao Fed thất bại trong việc ngăn chặn cuộc Đại lạm phát, chúng ta phải hiểu những ý tưởng và lực lượng chính trị đã hình thành nên các quyết định của hai người đàn ông này.

Martin Jr., chủ tịch Fed có nhiệm kỳ lâu nhất trong lịch sử, đã phục vụ dưới 5 đời tổng thống. Anh ta có dòng máu Cục Dự trữ Liên bang. Cha của ông, William McChesney Martin Sr., đã giúp soạn thảo luật thành lập Fed và sau đó giữ chức chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis. Martin Jr. học tiếng Anh và tiếng Latinh tại Yale, và nghiêm túc cân nhắc việc trở thành mục sư Trưởng lão - anh ấy luôn kiêng hút thuốc, uống rượu hoặc cờ bạc. Nhưng ông cũng vẫn giữ được niềm đam mê kinh doanh và tài chính của cha mình. Công việc đầu tiên của anh là làm việc cho cha mình với tư cách là giám định viên ngân hàng tại St. Louis Fed. Sự nghiệp sau đó của ông bao gồm thời gian vừa là nhà tài chính vừa là công chức. Năm 1938, ở tuổi 31, ông trở thành chủ tịch Sở giao dịch chứng khoán New York, nơi ông làm việc để khôi phục niềm tin vào thị trường chứng khoán. Sau đó, ông giữ chức vụ Giám đốc Ngân hàng Xuất Nhập khẩu và Trợ lý Bộ trưởng Tài chính.

Khi ở Bộ Tài chính, Martin trở thành nhà đàm phán chính trong Hiệp định Kho bạc-Dự trữ Liên bang mang tính bước ngoặt năm 1951, đảm nhận các cuộc đàm phán khi Bộ trưởng Tài chính John Snyder phải nhập viện vì phẫu thuật đục thủy tinh thể. Kể từ năm 1942, theo yêu cầu của Bộ Tài chính, Fed đã đặt giới hạn lãi suất ngắn hạn và dài hạn để giảm chi phí trả nợ chiến tranh của chính phủ. Một đợt lạm phát bùng nổ sau khi chấm dứt các biện pháp kiểm soát và phân phối thời chiến chỉ tồn tại trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, trong vài năm tiếp theo, Fed ngày càng lo ngại rằng việc giữ lãi suất ở mức thấp sẽ kích thích nền kinh tế quá mức. Do đó, nó đã tìm cách kết thúc việc chốt.

Khi một cuộc chiến mới đang nóng lên ở Hàn Quốc, Nhà Trắng và Bộ Tài chính đã phản đối đề xuất thay đổi chính sách của Fed. Một trận chiến công khai đáng chú ý đã xảy ra sau đó, bao gồm cả tình tiết trong đó Tổng thống Truman triệu tập toàn bộ Ủy ban Thị trường Mở Liên bang tới Nhà Trắng để thuyết trình. Sau cuộc họp đó, Truman đưa ra một tuyên bố tuyên bố rằng FOMC đã đồng ý duy trì tỷ giá cố định. Tuy nhiên, FOMC đã không đưa ra thỏa thuận nào như vậy và Marriner Eccles - cựu chủ tịch, lúc đó đang giữ chức vụ thành viên Hội đồng quản trị - đã tiết lộ một thông tin mâu thuẫn với báo chí. Với sự không khoan nhượng của Fed và có rất ít sự hỗ trợ từ Quốc hội hoặc giới truyền thông, chính quyền đã thừa nhận. Hiệp định tiếp theo với Bộ Tài chính cho phép Fed loại bỏ dần việc neo tỷ giá, cho phép Fed ấn định lãi suất khi cần thiết để ổn định kinh tế, bao gồm cả kiểm soát lạm phát.

Sự thay đổi trong vai trò của Fed mà Hiệp định ngụ ý phù hợp với sự đồng thuận về mặt chính trị và trí tuệ ngày càng tăng vào thời điểm đó, điều này - phản ánh những lo ngại về một cuộc Suy thoái mới sau chiến tranh và ảnh hưởng của tư duy Keynes - cho rằng các chính sách của chính phủ nên tích cực tìm cách ổn định nền kinh tế, bao gồm cả lạm phát, thay vì chấp nhận sự bùng nổ và suy thoái là điều tự nhiên và không thể tránh khỏi. Về mặt pháp lý, Đạo luật Việc làm năm 1946 phản ánh quan điểm này. Nó yêu cầu chính phủ liên bang sử dụng tất cả các phương tiện khả thi để đạt được "việc làm, sản xuất và sức mua tối đa". Thật vậy, mong muốn của Quốc hội huy động Cục Dự trữ Liên bang vào cuộc tìm kiếm một

nền kinh tế mạnh mẽ hơn, ổn định hơn có thể đã củng cố quyền lực của Fed trong tranh chấp với Bộ Tài chính. Từ quan điểm của Fed, Hiệp định là một bước ngoặt trong nỗ lực độc lập hơn về chính sách tiền tệ, nghĩa là trong trường hợp này có quyền tự do thiết lập chính sách nhằm thúc đẩy các mục tiêu kinh tế rộng lớn hơn là phục vụ nhu cầu tài chính của Kho bạc.

Ngay sau khi đạt được Hiệp định, Truman đã bổ nhiệm Martin thay thế chủ tịch Fed sắp mãn nhiệm, Thomas McCabe, người đã từ chức vì – sau cuộc tranh chấp đôi khi gay gắt giữa Kho bạc và Fed – ông tin rằng mình không thể làm việc với chính quyền được nữa. Truman hy vọng rằng Martin, với vai trò trước đây của ông tại Bộ Tài chính, sẽ phục vụ mục đích chính trị của tổng thống tại Fed bằng cách duy trì chính sách tiền tệ dễ dàng. Nhưng Martin sẽ chứng tỏ là một kẻ bắn thẳng, người đã từ chối chấp nhận chỉ thị của Nhà Trắng với cái giá phải trả là quyền tự do chính sách mới giành được của Fed. (Truman, trong một cuộc gặp gỡ tình cờ sau đó với Martin, chỉ nói một từ: "Kẻ phản bội.") Paul Volcker, người từng giữ chức chủ tịch Fed vào những năm 1980 và không phải là người dễ bị thuyết phục, sau này đã viết rằng Martin, "vì tất cả thái độ thân thiện của ông ấy". và sự khiêm tốn cá nhân, có xương sống sắt đá khi nói đến chính sách và bảo vệ sự độc lập của Cục Dự trữ Liên bang." Xương sống đó sẽ được kiểm tra.

Martin không xác định rõ ràng với bất kỳ trường phái tư tưởng kinh tế cụ thể nào. Cách tiếp cận cơ bản của ông rất đơn giản: Ông tin rằng chính sách tiền tệ nên dựa vào chu kỳ kinh doanh, có tác dụng chống lại cả suy thoái lẫn bùng nổ kinh tế không bền vững và tránh lạm phát quá mức. Trên thực tế, điều đó có nghĩa là tăng lãi suất trong quá trình mở rộng, trước khi lạm phát có thể trở thành vấn đề, đồng thời cho phép lãi suất giảm trong thời kỳ suy thoái hoặc khi tăng trưởng chậm lại. Ông đã ví Cục Dự trữ Liên bang như một người đi kèm ra lệnh "loại bỏ bát rượu punch ngay khi bữa tiệc đang thực sự nóng lên". Martin tin rằng lạm phát thấp thúc đẩy sự phát triển kinh tế lành mạnh, ít nhất là trong dài hạn, thay vì đánh đổi giữa tăng trưởng và việc làm: "Ổn định giá cả là điều cần thiết cho tăng trưởng bền vững," ông nói vào năm 1957.

Trong việc quản lý chính sách tiền tệ nhằm thúc đẩy sự ổn định kinh tế và lạm phát thấp, thay vì - như ở các thời kỳ trước - để duy trì giá trị của đồng đô la so với vàng, chống lại tình trạng đầu cơ thái quá hoặc tạo điều kiện thuận lợi cho việc tài trợ cho nợ chính phủ, Martin đã giúp tạo ra khuôn mẫu cho ngân hàng trung ương hiện đại. Các nhà sử học kinh tế Christina Romer và David Romer đã lập luận rằng chính sách tiền tệ của Martin trong những năm 1950, tập trung vào việc chống lại những cơn gió theo chu kỳ và ngăn chặn áp lực lạm phát khi cần thiết, giống với các chính sách của những năm 1980 và 1990 hơn là các chính sách của vào cuối những năm 1960 hoặc 1970. Không còn nghi ngờ gì nữa, điều đó đã giúp Tổng thống Eisenhower, được bầu vào năm 1952, cũng bị thuyết phục về tầm quan trọng của việc giữ lạm phát ở mức thấp và không phản đối việc tăng tỷ lệ chống lạm phát của Martin – loại bỏ punch-bowl – trong suốt thập kỷ đó.

Dưới thời chính quyền Kennedy, môi trường chính trị và chính sách đã thay đổi rõ rệt, và thậm chí còn thay đổi nhiều hơn sau khi Johnson nhậm chức sau vụ ám sát Kennedy. Trước năm 1960, Đạo luật Việc làm năm 1946, quy định chính phủ chịu trách nhiệm đạt được "việc làm tối đa", hầu như chỉ mang tính khát vọng. Ngược lại, chính quyền Kennedy, đặc biệt là Hội đồng Cố vấn Kinh tế của Nhà Trắng - một cơ quan do Đạo luật Việc làm thành lập - đã tìm cách thực hiện đạo luật này bằng cách xác định số lượng việc làm tối đa. Gắn một con số với việc làm tối đa – hay việc làm đầy đủ, cụm từ đã trở nên phổ biến hơn – sẽ cung cấp một mục tiêu rõ ràng cho chính sách kinh tế và do đó là một chuẩn mực cho sự thành công của chính sách.

Nhưng thời đó, cũng như hiện nay, việc định nghĩa toàn dụng lao động mang tính nghệ thuật hơn là khoa học. Năm 1962, bằng cách sử dụng lý luận về đường cong Phillips, Arthur Okun, một nhà kinh tế học có ảnh hưởng đã cố vấn cho cả Kennedy và Johnson, đã định nghĩa tình trạng toàn dụng lao động là mức việc làm cao nhất có thể đạt được "không có áp lực lạm phát". Bởi vì, ngoài thời kỳ suy thoái, tỷ lệ thất nghiệp thường ở mức hoặc dưới 4% trong những năm 1950, thời kỳ không có lạm phát cao, các nhà kinh tế của CEA ước tính rằng, trên thực tế, toàn dụng lao động tương ứng với tỷ lệ thất

nghiệp khoảng 4%. Ước tính này đã được các nhà hoạch định chính sách và các nhà kinh tế nói chung chấp nhận rộng rãi.

Tỷ lệ thất nghiệp thực tế đã vượt quá 7% ngay sau lễ nhậm chức của Kennedy và duy trì ở mức khoảng 5,5% vào cuối năm 1962, cho thấy thị trường lao động vẫn còn sự trì trệ đáng kể. Nói cách khác, đất nước này được coi là đang phải chịu khoảng cách về sản lượng, sự thiếu hụt trong sản xuất so với những gì có thể sản xuất được khi có toàn dụng lao động. Okun ước tính rằng mỗi điểm phần trăm tăng lên trong tỷ lệ thất nghiệp tương ứng với việc sản lượng bị mất khoảng 3%, một quy tắc kinh nghiệm được gọi là Định luật Okun. CEA lập luận rằng việc loại bỏ khoảng cách sản lượng phải là mục tiêu trọng tâm của chính sách; và rằng điều này có thể được thực hiện mà không tạo ra áp lực lạm phát, miễn là tỷ lệ thất nghiệp ở mức gần 4%.

Việc làm đầy đủ hoặc tối đa theo định nghĩa của Okun và tỷ lệ thất nghiệp báo hiệu việc làm đầy đủ vẫn là những khái niệm quan trọng trong kinh tế vĩ mô hiện đại. Ngày nay, các nhà kinh tế thường gọi tỷ lệ thất nghiệp thấp nhất phù hợp với lạm phát ổn định là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên - đôi khi được viết tắt là u*, phát âm là u-star. Thuật ngữ "tỷ lệ tự nhiên" hơi gây hiểu lầm vì nó gợi ý rằng u* không thay đổi. Trên thực tế, u* có thể thay đổi theo thời gian—chẳng hạn như do những thay đổi trong thành phần nhân khẩu học của lực lượng lao động hoặc cơ cấu của nền kinh tế. Và việc hạ thấp u*, chẳng hạn như thông qua các chính sách cải thiện kỹ năng hoặc sự kết nối giữa người sử dụng lao động và người lao động, có thể dẫn đến kết quả thị trường lao động tốt hơn. Tuy nhiên, thuật ngữ "tỷ lệ tự nhiên" đã được áp dụng rộng rãi.

Mặc dù khái niệm tỷ lệ tự nhiên không có nhiều thay đổi kể từ những năm 1960, nhưng kinh nghiệm đã chỉ ra rằng, trên thực tế, các ước tính về u* có thể khá không chắc chắn, cho thấy cần phải hết sức thận trọng khi sử dụng chúng trong hoạch định chính sách. Sự không chắc chắn này có liên quan đến câu chuyện của chúng ta bởi vì—mặc dù có sự chấp nhận rộng rãi về ước tính 4% của CEA về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên trong những năm 1960 và 1970—nhìn lại, tỷ lệ thất nghiệp có thể được duy trì "không có áp lực lạm phát," theo cách nói của Okun , được chứng minh là cao hơn đáng kể so

với 4% vào thời điểm đó, một thực tế có ý nghĩa sâu sắc. Văn phòng Ngân sách Quốc hội (CBO), cơ quan xây dựng các ước tính hồi cứu về sản lượng tiềm năng và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên tương ứng, ngày nay ước tính rằng u* thực tế ở khoảng 5,5% trong những năm 1960 và 6% trong những năm 1970. Nếu những ước tính hiện đại—được thực hiện với lợi ích của nhận thức muộn màng—là chính xác thì khoảng cách sản lượng trong những năm 60 và 70 không chỉ nhỏ hơn nhiều so với những gì các nhà hoạch định chính sách vào thời điểm đó tin tưởng mà còn thường là số âm, với sản lượng cao hơn nhiều so với mức bền vững của nền kinh tế. tiềm năng. Ở mức tối thiểu, rõ ràng là các nhà hoạch định chính sách thời kỳ đó đã quá tự tin vào ước tính của họ về u*, và vẫn giữ nguyên ước tính đó ngay cả khi lạm phát gia tăng.

Theo sự đồng thuận của Keynes vào thời điểm đó rằng chính sách tài khóa nên đi đầu trong việc ổn định nền kinh tế, một quan điểm được ủng hộ bởi thực tế là chi tiêu khổng lồ trong thời chiến đã dứt khoát chấm dứt cuộc Đại suy thoái, chính quyền Kennedy đã tập trung vào việc cắt giảm thuế—một biện pháp tài chính—đúng hơn là hơn chính sách tiền tệ để giúp thu hẹp khoảng cách sản lượng nhận thấy. Tuy nhiên, chính quyền cho rằng, được nhiều người trong Quốc hội ủng hộ, rằng Fed sẽ hỗ trợ các nỗ lực của chính phủ nhằm kích thích tăng trưởng. Bắt đầu từ năm 1961, các cuộc họp thường kỳ bắt đầu của một nhóm có tên là Quadriad, bao gồm chủ tịch Fed, Bộ trưởng Tài chính, giám đốc ngân sách Nhà Trắng, chủ tịch CEA và đôi khi là tổng thống. Mục đích của nó là điều phối các chính sách kinh tế, điều mà Nhà Trắng hiểu là giữ Fed đồng hành. Tổng thống Kennedy và Johnson cũng bổ nhiệm vào Hội đồng Thống đốc của Fed những người đồng tình với quan điểm bành trướng của họ, những động thái càng khiến Martin bị cản trở.

Martin hoài nghi về học thuyết chính thống mới của Keynes, cho rằng nó quá lạc quan về những gì chính sách có thể đạt được trong thực tế, nhưng lạm phát vẫn ở mức khiêm tốn trong suốt đầu những năm 1960. Tuy nhiên, vào tháng 5 năm 1965, sau đợt cắt giảm thuế của Kennedy-Johnson và cam kết ngày càng tăng của quân đội với Việt Nam, Martin đã công khai bày tỏ lo ngại về những hậu quả lạm phát có thể xảy ra do "thâm hụt liên tục và kiếm tiền dễ dàng". Vào

tháng 12 năm 1965, với tỷ lệ thất nghiệp ở mức nghiêm trọng là 4% - tình trạng việc làm đầy đủ, thậm chí theo ước tính của Nhà Trắng - Martin đã giành được sự ủng hộ của Hội đồng quản trị của mình, với tỷ lệ bỏ phiếu 4–3, để thực hiện một hành động phủ đầu rất công khai. chống lạm phát bằng cách thông báo tăng nửa phần trăm lãi suất chiết khấu của Fed. Giống như những năm 1950, Martin coi vai trò của mình là lấy đi bát đựng rượu punch.

Tổng thống Johnson phản ứng dữ dội. Sau quyết định của Fed, tổng thống đã triệu tập Martin đến trang trại của ông ở Texas và mặc quần áo cho ông. Johnson nói: "Martin, các con trai của tôi đang chết dần ở Việt Nam và anh sẽ không in số tiền tôi cần". Áp lực hơn nữa đến từ các đảng viên Đảng Dân chủ tại Quốc hội, những người cho rằng việc thắt chặt của Fed sẽ làm chậm quá trình tạo việc làm một cách không cần thiết. Quả thực, một số nhà lập pháp lập luận rằng tỷ lệ thất nghiệp 4% nên được xem là mức tối đa, chứ không phải mức tối thiểu mà các nhà hoạch định chính sách nên chấp nhận.

Martin, đang tìm kiếm một sự thỏa hiệp, đã tham khảo ý kiến CEA của Johnson. Ông tin rằng nền kinh tế đang ở trong vùng nguy hiểm lạm phát. Martin gợi ý, nếu Quốc hội và chính quyền thắt chặt chính sách tài khóa, làm chậm nền kinh tế đang quá nóng và hạn chế áp lực lạm phát, thì chính sách tiền tệ hạn chế có thể không cần thiết. Các thành viên của CEA cởi mở với lập luận của Martin và đồng ý rằng, nếu việc thắt chặt là cần thiết thì chính sách tài khóa sẽ dẫn đầu. Tuy nhiên, tổng thống không sẵn lòng ủng hộ đạo luật tăng thuế hoặc giảm chi tiêu.

Theo đó, Fed tiếp tục tăng lãi suất vào năm 1966 và sử dụng ảnh hưởng của mình như một cơ quan quản lý để ép các ngân hàng thắt chặt các tiêu chuẩn cho vay. Kết quả còn kịch tính hơn Martin mong đợi. Nền kinh tế gần như chậm lại ngay lập tức - đặc biệt là thị trường nhà đất, vốn đặc biệt nhạy cảm với lãi suất và khả năng cung cấp tín dụng. Khả năng xảy ra một cuộc suy thoái rộng hơn đã gióng lên hồi chuông cảnh báo tại Fed và Nhà Trắng. Để đáp lại sự đảm bảo từ CEA rằng Johnson sẽ yêu cầu Quốc hội tăng thuế để giúp giảm bớt rủi ro lạm phát, Martin đã lùi bước, đảo ngược việc

thắt chặt trước đó của Fed. Tuy nhiên, nhận thấy việc tăng thuế là một kẻ thua cuộc về mặt chính trị, Johnson đã không thể vượt qua.

Năm 1967, nỗi lo tăng trưởng giảm bớt và nỗi lo lạm phát gia tăng, làm mới lại trò chơi gà giữa Fed và Nhà Trắng. Vào mùa thu, Fed của Martin bắt đầu thắt chặt trở lại. Đến lượt Nhà Trắng lại đồng ý theo đuổi việc tăng thuế. Môi trường chính trị năm 1968 – một năm bao gồm các vụ ám sát Martin Luther King Jr. và Robert F. Kennedy, các cuộc biểu tình căng thẳng và rối loạn dân sự cũng như cuộc bầu cử tổng thống – không có lợi cho sự thỏa hiệp của Quốc hội. Tuy nhiên, trước những lo ngại về lạm phát và sự ổn định của đồng đô la tăng giá, vào tháng 6, tổng thống đã ký một dự luật bao gồm phụ phí thuế thu nhập tạm thời 10%. Giả định rằng khoản phụ phí sẽ làm nền kinh tế chậm lại, Fed của Martin một lần nữa tạm dừng chiến dịch thắt chặt, cắt giảm lãi suất chiết khấu vào tháng 8.

Điều này chứng tỏ đây là một tính toán sai lầm. Mặc dù khoản phụ phí này dẫn đến thặng dư ngân sách chính phủ trong thời gian ngắn, nhưng nó đã hạn chế nhu cầu tổng thể ít hơn nhiều so với dự kiến của Fed hoặc CEA. Biết rằng việc tăng thuế chỉ là tạm thời, hầu hết người dân và doanh nghiệp đều phải trả khoản tăng thuế bằng tiền tiết kiệm và duy trì chi tiêu của mình. Đến cuối năm 1968, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn 3,4% và lạm phát ngày càng gia tăng. Tự đảo ngược một lần nữa, Fed quay trở lại thắt chặt chính sách, nhưng thời gian của Martin tại Fed sắp kết thúc. Khi nhiệm kỳ của ông kết thúc, vào tháng 1 năm 1970, Martin gọi các thống đốc khác đến thư viện Hội đồng và nói với họ, "Tôi là một kẻ thất bại". Lạm phát năm 1969 chỉ ở mức dưới 6%.

Martin có thất bại không? Cuộc Đại lạm phát đã bắt đầu dưới sự theo dõi của ông, một phần vì Fed – với hy vọng rằng một chính sách tài khóa hạn chế hơn sẽ giải quyết vấn đề nặng nề – đã không nhất quán và chậm trễ trong việc tăng lãi suất. Tuy nhiên, về tổng thể, Martin là một kẻ đồng mưu bất đắc dĩ, người dưới áp lực chính trị căng thẳng đã chống lại sự mở rộng quá mức của nền kinh tế khi có thể. Lạm phát vào nửa cuối thập niên 1960 chủ yếu là kết quả của các chính sách tài khóa bằng súng và, như Martin đã lo lắng, sự lạc quan quá mức về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên và khả năng điều chỉnh nền kinh tế của các chính sách mới của Keynes.

Những năm 1970 là một câu chuyện khác. Dưới thời người kế nhiệm Martin, Arthur Burns, Fed chỉ có những nỗ lực hạn chế để duy trì sự độc lập về chính sách và, vì lý do học thuyết cũng như chính trị, đã tạo ra một thập kỷ lạm phát cao và biến động.

---

* Cả những người theo chủ nghĩa Keynes, những người tập trung vào tác động phía cầu của việc cắt giảm thuế, và những người theo chủ nghĩa cung, những người tin rằng thuế suất cận biên thấp hơn sẽ thúc đẩy nhiều hoạt động kinh tế hơn, đều tuyên bố công nhận về thành công này. Bởi vì việc cắt giảm thuế kéo theo lạm phát cao hơn, một dấu hiệu của nhu cầu mạnh mẽ, nên những người theo trường phái Keynes có lẽ có trường hợp tốt hơn.
† Tuyên bố ngắn gọn do hai bên đưa ra thực sự khá mơ hồ, chỉ nói rằng Bộ Tài chính và Fed "đã đạt được sự nhất trí hoàn toàn về các chính sách quản lý nợ và tiền tệ cần theo đuổi. . . để đảm bảo cung cấp thành công các yêu cầu của Chính phủ, đồng thời, giảm thiểu khả năng kiếm tiền từ nợ công." Fed giải thích cụm từ cuối cùng là giải phóng nó khỏi nghĩa vụ chốt lãi suất đối với chứng khoán Kho bạc.
‡ Hiểu theo nghĩa đen, tỷ lệ thất nghiệp tương ứng với tình trạng toàn dụng lao động có thể được cho là bằng 0, nhưng các nhà kinh tế học nhận ra rằng—ngay cả ở những thị trường lao động mạnh nhất—sẽ luôn có một số thất nghiệp nhất định, khi mọi người chuyển đổi công việc, chuyển đổi giữa các công việc và các hoạt động khác như đang đi học, hoặc thiếu các kỹ năng cần thiết để có đủ điều kiện cho các công việc hiện có.
§ Theo CBO, sự gia tăng u* vào cuối những năm 1960 và 1970 so với những năm 1950 phản ánh sự thay đổi nhân khẩu học của lực lượng lao động và những thay đổi cơ cấu trong nền kinh tế làm tăng thời gian cần thiết để kết nối những người lao động thất nghiệp với việc làm. Xem Brauer (2007). Orphanides (2003) lập luận rằng các nhà hoạch định chính sách những năm 1970 đã không nhận ra kịp thời sự chậm lại của tăng trưởng năng suất trong thập kỷ đó và do đó đã đánh giá quá cao sản lượng tiềm năng của nền kinh tế.
¶ Fed đã cho phép lãi suất quỹ liên bang tăng trong năm 1965, nhưng vào thời điểm đó những thay đổi về mục tiêu lãi suất quỹ của Fed không được công bố công khai, giống như những thay đổi về lãi suất chiết khấu. Do đó, lãi suất chiết khấu thường được sử dụng để báo hiệu những thay đổi trong quan điểm của chính sách tiền tệ.

2

BỎNG VÀ VOLCKER

VÀO THÁNG 11 NĂM 1969 TỔNG THỐNG RICHARD NIXON bổ nhiệm Arthur Burns kế nhiệm Martin làm chủ tịch Fed, có hiệu lực từ tháng 2 năm 1970. Burns (tên khai sinh là Burnseig, năm 1904) cùng cha mẹ di cư từ Galicia (Ba Lan thuộc Áo) đến Hoa Kỳ khi còn là một cậu bé. Mặc quần áo vải tuýt và hút thuốc lào, Burns – một giáo sư tại Đại học Columbia, nơi sau này là chủ tịch Fed, Alan Greenspan, là một trong những sinh viên của ông – trông giống như một nhà kinh tế học hàn lâm nổi tiếng. Khi còn là một học giả trẻ, Burns đã xuất bản một số phân tích thực nghiệm sớm nhất và có ảnh hưởng nhất về sự bùng nổ và suy thoái, cùng với nhà kinh tế học Wesley C. Mitchell, cố vấn của ông tại Columbia. Chỉ số các chỉ số kinh tế hàng đầu, vẫn còn được sử dụng, bắt nguồn từ các nghiên cứu lịch sử của Burns và Mitchell về chu kỳ kinh doanh, cũng như các nguyên tắc xác định thời điểm bắt đầu và kết thúc của các cuộc suy thoái. Burns cũng từng là chủ tịch Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ và lãnh đạo Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, nơi vẫn là trung tâm nghiên cứu hàng đầu về nhiều chủ đề kinh tế.

Tuy nhiên, Burns không chỉ là một học giả tháp ngà. Ông phục vụ trong nhiều hội đồng kinh doanh và là cố vấn đáng tin cậy trong chính quyền Eisenhower, đứng đầu Hội đồng Cố vấn Kinh tế. Ông tự hào về kỹ năng dự báo của mình, được mài giũa nhờ thời gian dài nghiên cứu các dữ liệu kinh tế. Quả thực, khả năng dự đoán chính

xác của ông với tư cách là cố vấn của Eisenhower đã giúp ông có được lòng tin của Nixon, phó tổng thống của Eisenhower. Và cũng giống như Martin, Burns thường xuyên cảnh báo về những thiệt hại tiềm ẩn do lạm phát quá cao. Burns đặc biệt lo ngại về tác động của lạm phát đến niềm tin kinh doanh, điều mà ông tin là động lực của chu kỳ kinh doanh. Tuy nhiên, bất chấp trình độ chuyên môn của Burns và thường xuyên tuyên bố không thích lạm phát, với tư cách là chủ tịch, ông tỏ ra miễn cưỡng thắt chặt chính sách tiền tệ đủ để kiểm soát lạm phát.

ARTHUR BURNS VÀ "Nỗi thống khổ của NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG"

Cách tiếp cận của Burns trở nên rõ ràng ngay sau khi ông nhậm chức. Nền kinh tế đang chậm lại - một cuộc suy thoái nhẹ xảy ra vào năm 1970, một phần do Martin thắt chặt chính sách tiền tệ vào năm trước - nhưng lạm phát vẫn là một mối lo ngại đáng kể, với giá cả tăng 5,6% trong năm. Burns, ưu tiên tăng trưởng trong ngắn hạn, đã phản ứng bằng cách nới lỏng chính sách tiền tệ. Lãi suất quỹ liên bang, ở mức 9% khi Burns nắm quyền tại Fed, đã giảm xuống còn khoảng 5% vào mùa thu năm 1972. Lãi suất thấp hơn hỗ trợ cho sự phục hồi kinh tế - tỷ lệ thất nghiệp giảm từ mức cao nhất khoảng 6% vào giữa năm 2012. -1971 xuống dưới 5% vào cuối năm 1973—nhưng không làm gì để giúp hạn chế lạm phát, lạm phát tăng sau khi các biện pháp kiểm soát tiền lương và giá cả của Nixon được dỡ bỏ. Tại sao Burns chấp nhận sự đánh đổi này?

Chính trị chắc chắn là một phần của câu chuyện. Giống như Martin trước đó, Burns bị tổng thống gây áp lực, trong trường hợp này là Nixon - người đã bổ nhiệm ông và sẽ tái bổ nhiệm ông vào năm 1973. Burns từng là cố vấn kinh tế của Nixon trong chiến dịch tranh cử tổng thống năm 1968 và trở thành một nhân vật quan trọng trong Nhà Trắng. sau cuộc bầu cử. Sau khi Burns được bổ nhiệm vào Fed, Nixon không ngần ngại sử dụng mối quan hệ của họ để tạo lợi thế chính trị cho mình. Với tỷ lệ thất nghiệp tăng lên trong

cuộc suy thoái năm 1970, tổng thống muốn có một nền kinh tế vững mạnh trước cuộc bầu cử năm 1972. Các đoạn băng của Nhà Trắng cho thấy Nixon kêu gọi lòng trung thành với cá nhân và đảng phái của Burns, thúc đẩy ông giữ chính sách tiền tệ dễ dàng trong thời gian chuẩn bị bỏ phiếu, với việc Bộ trưởng Tài chính George Shultz củng cố thông điệp này.

Tôi không biết có bằng chứng chắc chắn nào cho thấy Burns đồng ý rõ ràng với các yêu cầu của Nixon, nhưng chính sách tiền tệ đã được nới lỏng trước cuộc bầu cử, cũng như chính sách tài khóa. Trong nhật ký của mình, Burns thừa nhận hành động vặn vẹo tay của Nixon: "Tôi tin rằng Tổng thống sẽ làm bất cứ điều gì để tái đắc cử," ông viết. "Việc Tổng thống và đội ngũ nhân viên hèn hạ của ông ta quấy rối Fed sẽ tiếp tục và thậm chí có thể gia tăng." Ông khẳng định thêm về tính độc lập: "May mắn thay, dù tôi không còn chắc chắn liệu Tổng thống có biết rõ điều này hay không, tôi vẫn là bạn thân nhất của ông ấy. Bằng cách đứng vững, tôi sẽ phục vụ nền kinh tế - và qua đó cũng là Tổng thống - một cách tốt nhất." Tuy nhiên, các đoạn ghi âm tiết lộ rằng Burns đã gọi điện cho tổng thống trước các quyết định của Fed và thảo luận về các cân nhắc chính sách với ông đến mức được coi là cực kỳ không phù hợp ngày nay. Nhật ký của Burns cũng cho thấy ông hành động giống như một thành viên của chính quyền - vạch ra chiến lược chính trị trong các cuộc họp ở Nhà Trắng và thảo luận về các sáng kiến chính sách không liên quan đến trách nhiệm của Fed - hơn là người đứng đầu một ngân hàng trung ương độc lập.

Điều đó nói lên rằng, các mưu đồ của Nixon không giải thích đầy đủ sự miễn cưỡng của Burns trong việc giải quyết lạm phát, đặc biệt kể từ khi Burns tiếp tục giữ thái độ dè dặt sau khi Nixon từ chức vào năm 1974. Theo lập luận của nhà sử học kinh tế Robert Hetzel và những người khác, quan điểm riêng của Burns về nguyên nhân lạm phát và vai trò đúng đắn của tiền tệ chính sách có thể sẽ khiến ông nghiêng về một cách tiếp cận thụ động hơn, ngay cả khi không có ảnh hưởng của Nixon.

Mặc dù không xác định mình là người theo trường phái Keynes nhưng Burns đã chia sẻ quan điểm của nhiều người theo trường phái Keynes vào thời điểm đó rằng nền kinh tế Hoa Kỳ đã trở nên dễ

bị lạm phát hơn vì những lý do không liên quan đến chính sách tiền tệ. Theo quan điểm của Burns, xu hướng lạm phát ngày càng lớn này phản ánh khả năng ngày càng tăng của các tập đoàn lớn và liên đoàn lao động trong việc tự bảo vệ mình khỏi các lực lượng thị trường, một sức mạnh mà họ sử dụng để đẩy giá cả và tiền lương theo ý muốn. Cam kết của chính phủ nhằm duy trì tình trạng toàn dụng lao động—mà Burns ủng hộ—đã tăng thêm sức mạnh thị trường của những chủ thể này bằng cách giảm bớt tính kỷ luật đau đớn của các cuộc suy thoái định kỳ.

Bởi vì ông thấy lạm phát được thúc đẩy chủ yếu bởi các lực "chi phí đẩy" (như sức mạnh của các tập đoàn và công đoàn trong việc tăng giá và tiền lương) chứ không phải do áp lực "cầu kéo" (như chi tiêu của chính phủ và người tiêu dùng tăng), Burns xem chính sách tiền tệ là chính sách tiền tệ. , hoạt động chủ yếu bằng cách làm chậm tốc độ tăng trưởng nhu cầu, như một cách tốn kém và không hiệu quả để giảm lạm phát. Ông lập luận rằng chỉ riêng chính sách tiền tệ có thể chấm dứt lạm phát chỉ bằng cách gây ra một cuộc suy thoái đủ sâu đến mức những người có quyền lực ấn định mức lương và giá cả sẽ không còn lựa chọn nào khác ngoài việc rút lui. Ông lập luận rằng trong quá trình này, nhiều công nhân sẽ mất việc làm và các công ty nhỏ hơn thiếu sức mạnh thị trường sẽ bị ảnh hưởng nặng nề. Hơn nữa, Burns tin rằng, tác động của chính sách tiền tệ hạn chế sẽ giảm không đồng đều, gây gánh nặng không công bằng lên một số lĩnh vực của nền kinh tế. Chẳng hạn, tiền chặt chẽ sẽ đè bẹp ngành xây dựng và bất động sản nhạy cảm với lãi suất, đồng thời ít ảnh hưởng hơn đến chi tiêu tiêu dùng hoặc đầu tư vốn của các tập đoàn lớn.

Lý thuyết lạm phát chi phí đẩy của Burns khiến ông tin rằng các biện pháp kiểm soát do chính phủ áp đặt, trực tiếp hạn chế khả năng của các công đoàn và doanh nghiệp trong việc tăng lương và giá cả, là một cách ít tốn kém hơn để ngăn chặn lạm phát so với chính sách thắt chặt tiền tệ hoặc chính sách tài khóa thắt chặt đối với các quốc gia khác. chuyện đó. Theo đó, ông là người sớm ủng hộ mạnh mẽ việc kiểm soát tiền lương-giá cả, hay những gì được gọi là chính sách thu nhập vào thời điểm đó. Quả thực, khó có khả năng Nixon sẽ thực hiện các biện pháp kiểm soát nếu không có lời khuyên

và sự khuyến khích của Burns. Vì vậy, trong khi Nixon ảnh hưởng đến Burns thì Burns cũng ảnh hưởng đến Nixon. Burns cũng bác bỏ ý kiến cho rằng việc kiểm soát tiền lương-giá cả phải đi đôi với việc hạn chế chi tiêu tổng thể. Thay vào đó, ông nhìn thấy sự phân công lao động: Các biện pháp kiểm soát sẽ hạn chế hành vi của những người ấn định tiền lương và giá cả, điều này sẽ giải phóng chính sách tài chính và tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng và việc làm. Điều quan trọng là lý thuyết lạm phát chi phí đẩy của Burns cũng giải thích cách ông có thể quan sát sự gia tăng lạm phát bền vững mà không kết luận rằng nền kinh tế đang hoạt động trên mức tiềm năng và chính sách tài chính và tiền tệ do đó đã quá mở rộng.

Quan điểm của Burns cho rằng lạm phát phần lớn do các yếu tố phi tiền tệ gây ra chỉ được củng cố bởi cú sốc giá dầu năm 1973 và hậu quả là lạm phát tăng vọt. Xét cho cùng, giá dầu tăng vọt có vẻ phần lớn là kết quả của địa chính trị và điều kiện kinh tế toàn cầu, chứ không phải do việc kiếm tiền dễ dàng hay nền kinh tế trong nước quá nóng ở Hoa Kỳ. Phản ứng ưa thích của Burns đối với đợt lạm phát mới này là tái áp dụng các biện pháp kiểm soát tiền lương-giá toàn diện, nhưng sự thất bại của các vòng kiểm soát trước đó trong việc chấm dứt lạm phát đã làm mất uy tín của chúng trong tâm trí hầu hết người Mỹ. Trong nỗ lực ngăn chặn sự gia tăng lạm phát, Fed đã bắt đầu một loạt các đợt tăng lãi suất vào năm 1973, nhưng những đợt tăng lãi suất này phần lớn đã bị đảo ngược khi nền kinh tế rơi vào suy thoái. Mô hình "dừng lại" này – chính sách thắt chặt khi lạm phát tăng nhưng sau đó nới lỏng ngay khi thất nghiệp bắt đầu tăng – tỏ ra không hiệu quả và cho phép lạm phát cũng như kỳ vọng lạm phát tăng cao.

Burns nhận ra rằng tình trạng của nền kinh tế trong thời kỳ lạm phát đình trệ những năm 1970 là không mấy khả quan. Ông tin rằng lạm phát gây tốn kém và gây bất ổn, nhưng thất nghiệp cũng vậy. Ông không nghĩ rằng công chúng sẽ chấp nhận tỷ lệ thất nghiệp đủ cao để kiểm soát hoàn toàn lạm phát chỉ bằng chính sách tiền tệ, hay Fed là nơi đưa ra quyết định đó. Đó chắc chắn là thông điệp mà Burns nhận được từ Quốc hội. Năm 1976, mặc dù Fed đang nới lỏng chính sách và nền kinh tế đang phục hồi, Thượng nghị sĩ Hubert Humphrey (D-Minnesota) và các đồng minh của ông vẫn phàn nàn

rằng ngân hàng trung ương đã không làm đủ để thúc đẩy việc làm. Humphrey lập luận về các mục tiêu việc làm rõ ràng cho chính phủ - bao gồm cả việc đảm bảo việc làm của chính phủ nếu cần thiết - và vai trò lớn hơn của tổng thống trong việc xác định chính sách tiền tệ. Đề xuất của ông không được thông qua, nhưng Humphrey, cùng với đồng nghiệp tại Hạ viện, Augustus Hawkins (D-California), vẫn tiếp tục thúc đẩy việc xây dựng luật.

Một hệ quả quan trọng của cuộc tranh luận lập pháp đang diễn ra là việc thông qua, vào năm 1977, các sửa đổi đối với Đạo luật Dự trữ Liên bang, hướng dẫn Fed quản lý chính sách tiền tệ nhằm theo đuổi "giá cả ổn định, việc làm tối đa và lãi suất dài hạn vừa phải". Vì giá cả ổn định và việc làm tối đa thường dẫn đến lãi suất dài hạn ở mức vừa phải, nên mục tiêu thứ ba thường bị coi là dư thừa, và các nhà lãnh đạo Fed kể từ đó thường xuyên nhắc đến nhiệm vụ kép của tổ chức là thúc đẩy giá cả ổn định và việc làm tối đa. Bản thân nhiệm vụ kép này đã là một sự thỏa hiệp, trong đó Đảng Dân chủ - những người nắm giữ đa số ở cả Hạ viện và Thượng viện trong suốt những năm 1970 - thúc đẩy việc chú trọng nhiều hơn vào việc làm và Đảng Cộng hòa nhấn mạnh rằng sự ổn định về giá cả phải có địa vị bình đẳng.

Logic của đường cong Phillips ngụ ý rằng, đôi khi, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ phải đánh đổi giữa lạm phát và thất nghiệp. Luật năm 1977 không quy định cụ thể hai mục tiêu này sẽ được cân nhắc như thế nào trong các quyết định chính sách. Trong nhiều thập kỷ, mượn từ ngôn ngữ ngoại giao, các nhà hoạch định chính sách của Fed đặt trọng tâm lớn hơn vào nhiệm vụ việc làm được gọi là những người bồ câu và các nhà hoạch định chính sách tập trung hơn vào lạm phát được gọi là những người diều hâu. Tất nhiên, các định nghĩa rất linh hoạt, các nhà hoạch định chính sách đôi khi chuyển từ diều hâu sang bồ câu và ngược lại, tùy thuộc vào điều kiện kinh tế.

Mặc dù Thượng nghị sĩ Humphrey qua đời vào tháng 1 năm 1978, cuộc tranh luận của Quốc hội về các đề xuất của ông vẫn tiếp tục. Cuối năm đó Quốc hội thông qua và Tổng thống Carter đã ký Đạo luật Việc làm đầy đủ và Tăng trưởng Cân bằng, hay còn được gọi là Đạo luật Humphrey-Hawkins. Đạo luật năm 1978 (áp dụng

cho toàn bộ chính phủ, không chỉ Fed) đặt ra các mục tiêu đầy tham vọng về việc làm, trong đó có tỷ lệ thất nghiệp đối với những người từ 20 tuổi trở lên không được vượt quá 3% - một con số thậm chí còn thấp hơn mức 4% của tỷ lệ toàn dụng lao động. tiêu chuẩn của Kennedy CEA. Các mục tiêu cũng được đặt ra cho lạm phát, bao gồm đưa lạm phát xuống 0 trong vòng một thập kỷ, nhưng dự luật ưu tiên cho mục tiêu việc làm. Luật cũng yêu cầu Cục Dự trữ Liên bang nộp báo cáo chính sách tiền tệ nửa năm một lần cho Quốc hội, mô tả tiến trình của Fed hướng tới các mục tiêu do ngân hàng trung ương đặt ra. Burns chắc chắn biết rằng các mục tiêu định lượng của Đạo luật Humphrey-Hawkins là không khả thi, ít nhất là trong bất kỳ khoảng thời gian hợp lý nào, nhưng có khả năng ông đã xem dự luật, cùng với việc phê chuẩn nhiệm vụ kép vào năm trước, như một sự xác nhận rằng Quốc hội sẽ không chấp nhận cách tiếp cận kiểm soát lạm phát có liên quan đến sự gia tăng đáng kể tỷ lệ thất nghiệp.

Tóm lại, động cơ của Burns trong thời kỳ Đại lạm phát rất phức tạp. Ông bị ảnh hưởng bởi chính trị, có thể theo nghĩa hẹp là không chịu nổi áp lực từ Tổng thống Nixon và chắc chắn theo nghĩa rộng hơn là ông tin rằng đất nước sẽ không chấp nhận các chính sách tiền tệ tạo ra tỷ lệ thất nghiệp cao. Nhưng các chính sách của Burns cũng phản ánh quan điểm của chính ông về nguyên nhân gây ra lạm phát. Không giống như người tiền nhiệm Martin (và, về vấn đề đó, người kế nhiệm ông là Volcker), ông không tin rằng lạm phát chủ yếu do các lực lượng tiền tệ gây ra, và do đó, ông coi chính sách thắt chặt tiền tệ là một công cụ gián tiếp, tốn kém và phần lớn không hiệu quả để kiểm soát. lạm phát. Các chính sách ngừng hoạt động của Burns Fed, xen kẽ giữa thắt chặt tiền tệ và nới lỏng tiền tệ, đã không đạt được mức lạm phát thấp cũng như tỷ lệ thất nghiệp thấp liên tục. Thay vào đó, lạm phát tiếp tục vòng xoáy đi lên của nó.

Năm 1979, ngay sau khi rời Fed, Burns đã có một bài giảng có tựa đề "Nỗi thống khổ của Ngân hàng Trung ương", một phần là lỗi lầm và một phần là để tự vệ. Ông thừa nhận rằng việc không kiểm soát được tâm lý lạm phát đã khiến lạm phát trở nên trầm trọng hơn: "Ngày nay, các doanh nhân, nông dân, chủ ngân hàng, lãnh

đạo công đoàn, công nhân nhà máy và các bà nội trợ thường kỳ vọng lạm phát sẽ tiếp tục trong tương lai, cho dù hoạt động kinh tế có bùng nổ hay không". hoặc rút lui. Một khi tâm lý như vậy đã trở nên thống trị ở một quốc gia, ảnh hưởng của sai sót của ngân hàng trung ương làm gia tăng lạm phát có thể kéo dài trong nhiều năm." Ông cũng thừa nhận rằng các nhà hoạch định chính sách của Fed, cùng với nhiều người khác, đã quá lạc quan về việc có thể đẩy tỷ lệ thất nghiệp xuống thấp mà không gây ra áp lực lạm phát. Khi nhìn lại, Burns nghĩ rằng cái mà ngày nay chúng ta gọi là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, u*, không phải là mức 4% (hoặc ít hơn) như quan niệm thông thường ở thời của ông, mà giống như 5,5 đến 6%, phù hợp với ước tính hiện tại về Thời kỳ đó. Và ông thừa nhận rằng, về nguyên tắc, các ngân hàng trung ương, bằng cách hạn chế sự tăng trưởng của nguồn cung tiền, có thể ngăn chặn lạm phát "với một chút chậm trễ", mặc dù bằng những phương pháp có thể tạo ra "căng thẳng" trên thị trường tài chính và nền kinh tế.

Vậy tại sao Burns Fed không làm điều đó? "Nó không làm như vậy," Burns nói, "bởi vì bản thân Cục Dự trữ Liên bang đã bị cuốn vào các dòng chảy chính trị và triết học đang làm biến đổi đời sống và văn hóa Mỹ." Nói tóm lại, Burns tin rằng khế ước xã hội mà chính phủ đã hứa hẹn một cách hiệu quả về việc làm đầy đủ đã khiến Fed, về mặt chính trị, không thể tự mình hành động để gây ra nỗi đau đáng kể và kéo dài mà một cuộc chiến chống lạm phát thành công sẽ đòi hỏi. Hành động chống lạm phát sẽ phải chờ đợi cả sự đồng thuận chính trị mới, được thúc đẩy bởi niềm tin ngày càng phổ biến rằng lạm phát là thách thức kinh tế lớn nhất của quốc gia, lẫn quan điểm và tính cách mới của Fed. Ngồi trong khán giả của Burns ngày hôm đó là người sẽ đưa ra góc nhìn mới đó. Tên anh ấy là Paul Volcker.

PAUL VOLCKER: CHIẾN THẮNG CỦA SỰ KIÊN TRÌ

Giống như William McChesney Martin, Volcker có sự nghiệp trải dài cả khu vực công và tư nhân. Sinh ra và lớn lên ở New Jersey, nơi cha ông là giám đốc thành phố Teaneck, Volcker dành những năm đại học tại Đại học Princeton, nơi ông theo học chuyên ngành kinh tế. Báo trước những quan điểm chính sách sau này của ông, luận văn cao cấp của ông đã chỉ trích Fed vì đã để lạm phát bùng phát trong thời gian ngắn sau Thế chiến thứ hai. Công việc đầu tiên của ông, từ năm 1952 đến năm 1957, là nhà kinh tế học tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York. Sau đó, ông chuyển đi chuyển lại giữa công việc trong khu vực tư nhân tại Ngân hàng Chase Manhattan, nơi cuối cùng ông trở thành phó chủ tịch và các vị trí trong Kho bạc Hoa Kỳ. Từ năm 1969 đến năm 1974, ông là thứ trưởng phụ trách các vấn đề quốc tế tại Bộ Tài chính, nơi ông đóng vai trò trong quyết định của chính quyền Nixon cắt giảm mối quan hệ chính thức còn lại của đồng đô la với vàng.

Vào tháng 8 năm 1975, với sự hỗ trợ từ Burns, Volcker được bổ nhiệm làm chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York - một vị trí mang lại cho ông quyền bỏ phiếu trong FOMC và theo truyền thống, ông được bổ nhiệm làm phó chủ tịch Ủy ban. Chủ tịch Fed New York được cho là có ảnh hưởng lớn thứ hai đối với Ủy ban sau chủ tịch và đóng vai trò là tai mắt của Fed ở Phố Wall, giám sát các ngân hàng lớn của quận New York và cung cấp thông tin tình báo từ những người tham gia vào các thị trường và tổ chức tài chính quan trọng. . Kinh nghiệm của Volcker về tài chính và Kho bạc đã chuẩn bị cho ông vai trò đó và vị trí trong FOMC sẽ khiến ông phải tranh luận về chính sách tiền tệ trong một giai đoạn khó khăn. Trong bốn năm, Volcker ngồi ở khuỷu tay của chiếc ghế và thất vọng chứng kiến lạm phát ngày càng trầm trọng. Ông lập luận ủng hộ chính sách chặt chẽ hơn nhưng bị hạn chế bởi truyền thống là phó chủ tịch FOMC bỏ phiếu cùng chủ tịch về các quyết định chính sách cuối cùng.

Vào tháng 3 năm 1978, khi kết thúc nhiệm kỳ thứ hai của Burns, Tổng thống Carter đã bổ nhiệm G. William Miller, cựu giám đốc ngành hàng không vũ trụ, lãnh đạo Fed. Volcker từng có tên trong danh sách rút gọn cho công việc nhưng đã bị loại. Miller, người giống như Burns không muốn giải quyết lạm phát, trong mọi trường hợp đều là một lựa chọn đáng ngờ cho chức chủ tịch Fed. Ông

không phải là chuyên gia tiền tệ và về mặt văn hóa, ông không phù hợp với Fed theo định hướng đồng thuận. Ông không thể ra lệnh cho các thành viên FOMC theo cách ông có thể làm với nhân viên của mình trong thế giới kinh doanh. (Ông ấy thậm chí còn không thành công trong việc cấm hút thuốc trong phòng họp; sau khi ông ấy mang gạt tàn thuốc ra khỏi phòng, một số người hút thuốc nặng trong Hội đồng quản trị bắt đầu mang theo thuốc lá của họ.) Chỉ sau mười bảy tháng làm việc tại Fed, như một phần của cuộc rung chuyển Nội các -up, Miller được Carter đề cử làm Bộ trưởng Tài chính. Truyền thuyết của các nhân viên Fed sau đó mô tả việc chuyển giao của Miller giống như một chiếc ghế chủ tịch Fed không thành công bị "đá lên lầu" sau một thời gian ngắn thử việc. Tuy nhiên, Volcker nói với một người phỏng vấn rằng Carter coi vị trí Kho bạc là quan trọng hơn và coi việc chuyển nhượng như một sự thăng tiến. Trong mọi trường hợp, sự thay đổi này báo hiệu một sự thay đổi lớn trong chính sách của Fed.

Lạm phát đang tăng lên mức cao hơn và khi Miller đang trên đường đến Kho bạc, Carter cần nhanh chóng tìm người thay thế. Được giới thiệu bởi một số cố vấn kinh tế của Carter (chứ không phải cố vấn chính trị của ông), Volcker đã gặp Carter và nói với tổng thống rằng ông tin rằng chính sách tiền tệ thắt chặt hơn là điều cần thiết khẩn cấp để chống lạm phát. "Tôi sẽ có chính sách chặt chẽ hơn người đó," Volcker nói và chỉ vào Miller, người đang có mặt tại cuộc phỏng vấn. Volcker nói trong cuốn tự truyện của mình rằng ông mong đợi rằng điều đó sẽ giết chết cuộc hẹn. Nhưng sáng hôm sau, khi vẫn còn trên giường, anh nhận được cuộc gọi từ chủ tịch mời làm việc.

Quyết định bổ nhiệm Volcker của Carter là một quyết định định mệnh. Tổng thống có lẽ hiểu rằng Volcker có khả năng sẽ tiến hành một cuộc tấn công vào lạm phát, bởi vì Volcker đã nói với ông như vậy. Chắc hẳn ông cũng biết rằng các chính sách thắt chặt tiền tệ - lãi suất cao hơn - có thể dẫn đến thất nghiệp gia tăng và tăng trưởng chậm hơn, và rằng ngay cả khi lạm phát giảm bớt thì chi phí chính trị vẫn có thể nặng nề. Quả thực, đó là những gì đã xảy ra. Nền kinh tế yếu kém đã khiến Carter thất bại trong cuộc tái tranh cử vào năm 1980. Như Phó Tổng thống Walter Mondale nhớ lại, chính

sách của Volcker "cuối cùng đã loại bỏ lạm phát ra khỏi nền kinh tế nhưng nó cũng giúp đẩy chúng tôi ra khỏi Nhà Trắng". Vậy tại sao Carter – quay ngoắt 180 độ so với cách tiếp cận của Nixon và cách tiếp cận của chính ông khi chọn Miller – lại chọn Volcker diều hâu?

Vì lợi ích của nền kinh tế, nếu không nhất thiết là vì vận mệnh chính trị cá nhân của Carter, Volcker hoặc ai đó như Volcker là một lựa chọn hợp lý. Fed đã đánh mất uy tín của mình với tư cách là một cơ quan chống lạm phát và thách thức đối với vị chủ tịch mới là khôi phục lại nó. Sự tín nhiệm—danh tiếng về việc tuân thủ các cam kết—rất quan trọng đối với việc hoạch định chính sách nói chung, cũng như trong cuộc sống hàng ngày. Nhưng uy tín có thể đặc biệt quan trọng trong việc chống lạm phát do vai trò của tâm lý công chúng. Năm 1979, với lạm phát ở mức hai con số, bất kỳ chủ tịch mới nào của Fed cũng sẽ nói rằng lạm phát phải được giảm xuống, nhưng liệu những người tham gia thị trường, lãnh đạo doanh nghiệp và người tiêu dùng có tin những tuyên bố như vậy không? Nếu không, kỳ vọng lạm phát sẽ vẫn ở mức cao, khiến việc chống lại lạm phát trở nên khó khăn và tốn kém hơn. Nhưng nếu chiếc ghế mới nổi tiếng là cứng rắn và không thích lạm phát thì mọi người có thể sẽ tin rằng cuộc chiến chống lạm phát sẽ được duy trì, cho phép kỳ vọng lạm phát - và do đó bản thân lạm phát - giảm nhanh hơn. Có thể cho rằng, Volcker, với danh tiếng diều hâu của mình - chưa kể đến thân hình cao 6 foot 7 và giọng nói lạnh lùng - sẽ đáng tin cậy hơn về mặt lạm phát so với một người được bổ nhiệm rõ ràng là ít diều hâu hơn.

Đó là một lập luận tế nhị và không rõ liệu Carter có nghĩ theo hướng đó hay không. Chúng tôi biết rằng anh ta đã vội vàng quyết định mua Volcker và một số giám đốc điều hành ngân hàng nổi tiếng đã từ chối được xem xét trước khi tiếp cận Volcker. Carter không biết rõ về Volcker và thậm chí còn không chắc mình thuộc đảng chính trị nào (anh ta là đảng viên Đảng Dân chủ, giống như Carter). Có thể Carter đã đưa ra một trong những quyết định quan trọng nhất trong nhiệm kỳ tổng thống của mình mà không xem xét đầy đủ các hậu quả của nó. Miller tại Kho bạc phản đối việc bổ nhiệm và Mondale kể lại rằng ông không thoải mái về điều đó. Nhưng mặt khác, tổng thống chắc chắn cũng đánh giá cao việc đất nước đang trên bờ vực

của một cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính, và rằng Phố Wall đang yêu cầu một người nổi tiếng về sự cứng rắn và độc lập về chính trị tại Fed. Volcker điền vào hóa đơn đó.

Về phần mình, Volcker hiểu điều gì là cần thiết. Ông trình bày triết lý của mình trong phiên điều trần quốc hội nửa năm một lần đầu tiên với tư cách là chủ tịch vào tháng 2 năm 1980. Đó là một cách tiếp cận rất khác với cách tiếp cận của Burns. Volcker cho biết: "Trước đây, tại những thời điểm quan trọng đối với chính sách ổn định kinh tế, chúng tôi thường bận tâm nhiều hơn đến khả năng hoạt động kinh tế hoặc các mục tiêu khác sẽ suy yếu trong ngắn hạn hơn là tác động của các hành động của chúng tôi đối với lạm phát trong tương lai". Ông tiếp tục chỉ trích các chính sách dừng lại: "Kết quả là, các chính sách tài chính và tiền tệ giống nhau thường quá sớm hoặc mang tính kích thích quá mức hoặc không đủ hạn chế. Kết quả là vấn đề lạm phát kinh niên hiện nay của chúng ta. . . . Mục tiêu rộng lớn của chính sách phải là phá vỡ mô hình đáng ngại đó. Đó là lý do tại sao việc giải quyết lạm phát đã được nâng lên vị trí ưu tiên cao của quốc gia. Thành công sẽ đòi hỏi chính sách đó phải được định hướng một cách nhất quán và kiên trì hướng tới mục tiêu đó. Sự dao động và trì hoãn, vì lo ngại về suy thoái kinh tế hoặc lý do khác, sẽ gặp rủi ro nghiêm trọng." Tính nhất quán và bền bỉ đã trở thành đặc điểm nổi bật của Volcker.

Bất chấp khuynh hướng diều hâu của mình, Volcker đã dành thời gian để thiết lập một lộ trình chính sách mới và lôi kéo các đồng nghiệp FOMC của mình, một số người trong số họ nghi ngờ cách tiếp cận của ông, và những bước đầu làm chủ tịch của ông bị nhiều người cho là đang dừng lại. Chuyến đi tới Nam Tư để tham dự cuộc họp mùa thu năm 1979 của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), cùng với Bộ trưởng Tài chính Miller, đã củng cố quyết tâm của ông. Volcker đã nhận được nhiều phản hồi từ những người châu Âu ở đó - đặc biệt là ở Đức, nơi ông dừng chân trên đường đi - về những lo ngại của họ về tác động của lạm phát đối với sự ổn định của đồng đô la, đồng tiền dự trữ toàn cầu. Ông cũng tham dự bài giảng về "nỗi thống khổ của ngân hàng trung ương" do Burns đưa ra kết hợp với cuộc họp của IMF. Đối với Volcker, nó giống như một lời khuyên tuyệt vọng, một sự thừa nhận rằng, xét đến thực tế kinh tế và chính

trị, Fed đã bất lực trước lạm phát. Vị chủ tịch mới không chấp nhận kết luận đó và quay trở lại Washington với quyết tâm hành động.

Một cách tiếp cận mới

Volcker và các đồng nghiệp của ông đã thực hiện một bước quan trọng tại cuộc họp thứ bảy hiếm hoi (và không báo trước) của FOMC vào ngày 6 tháng 10 năm 1979, tại Washington. Volcker đã bắt đầu các cuộc thảo luận trong cuộc họp của Hội đồng Thống đốc vào thứ Năm, tiếp tục chúng trong cuộc gọi hội nghị với toàn thể Ủy ban vào thứ Sáu. Chuyến thăm của Giáo hoàng John Paul II tới Washington vào cuối tuần đó đã giúp giới truyền thông đánh lạc hướng khỏi những gì đang diễn ra tại Fed.

Các cuộc thảo luận chỉ mang tính hời hợt - nhưng chỉ là bề ngoài - về các vấn đề kỹ thuật trong việc thực thi chính sách tiền tệ. Như đã đúng trong hầu hết lịch sử của Fed kể từ Thế chiến II, khi Volcker nhậm chức, công cụ chính sách tiền tệ quan trọng của Fed là khả năng tác động đến lãi suất ngắn hạn - chủ yếu là lãi suất quỹ liên bang, lãi suất mà các ngân hàng cho vay. nhau qua đêm. Vào thời điểm đó, Fed quản lý lãi suất quỹ bằng cách thay đổi số lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng, tạo ra sự thiếu hụt dự trữ khi họ muốn buộc lãi suất quỹ tăng và thặng dư khi họ muốn đẩy lãi suất xuống. Vì vậy, một cách hiệu quả, vào thời điểm mà Volcker gọi là cuộc họp định mệnh, cách tiếp cận tiêu chuẩn để thực hiện chính sách tiền tệ liên quan đến việc nhắm mục tiêu giá tiền - lãi suất quỹ liên bang - ở mức cần thiết để đạt được kết quả kinh tế mong muốn. Sau đó, Fed sẽ điều chỉnh cung tiền - chính xác hơn là dự trữ ngân hàng, một yếu tố quan trọng quyết định cung tiền - khi cần thiết để đạt được lãi suất mục tiêu.

Tại cuộc họp ngày 6 tháng 10, Volcker đã đề xuất và được Ủy ban ủng hộ, thay đổi cách tiếp cận tiêu chuẩn. Thay vì chọn mức lãi suất mục tiêu và điều chỉnh dự trữ ngân hàng cũng như cung tiền khi cần thiết để thực thi tỷ lệ đó, Volcker đề xuất đặt mục tiêu tăng trưởng lượng tiền và để lãi suất điều chỉnh tự do khi cần thiết để

phù hợp với mục tiêu tăng trưởng tiền tệ. Lý do chính đáng cho việc chuyển đổi là chủ nghĩa tiền tệ, học thuyết được Milton Friedman và những người theo đuổi tán thành, cho rằng tăng trưởng tiền tệ có mối liên hệ chặt chẽ với lạm phát. Nếu tăng trưởng tiền và lạm phát thực sự có mối quan hệ chặt chẽ với nhau như những người theo chủ nghĩa tiền tệ tin tưởng, thì việc lấy tăng trưởng tiền làm trọng tâm của chính sách sẽ cho phép kiểm soát lạm phát chính xác hơn so với cách làm truyền thống là nhắm mục tiêu lãi suất. Những ý tưởng tương tự đã có ảnh hưởng ở Vương quốc Anh dưới thời chính phủ của Margaret Thatcher, thời điểm đất nước này cũng đang phải chiến đấu với lạm phát và trì trệ kinh tế.

Điều đáng hoài nghi hơn, lợi thế có thể có của quy trình điều hành mới là việc tập trung vào tăng trưởng tiền tệ có thể giúp Fed làm chệch hướng những lời chỉ trích chính trị về hành vi của lãi suất ngắn hạn, vốn sẽ sớm tăng vọt lên 20%. Đặc biệt, chiến lược mới đã phá vỡ thông lệ truyền thống là điều chỉnh lãi suất chính sách theo từng bước nhỏ, vốn tỏ ra không đủ để kiềm chế lạm phát. Như thành viên kỳ cựu của Hội đồng quản trị Henry Wallich đã nói: "Tôi nghĩ lập luận chính ủng hộ chiến lược dự trữ là nó cho phép chúng tôi thực hiện hành động mạnh mẽ hơn những gì chúng tôi có thể làm bằng kỹ thuật khác. . . . Trong chiến lược mới, lãi suất gần như trở thành sản phẩm phụ của việc theo đuổi mạnh mẽ hơn các tổng [tiền tệ]."

Cuối cùng, cần phải nói rằng, thí nghiệm của Volcker sẽ không cải thiện được nhiều danh tiếng của chủ nghĩa tiền tệ. Mặc dù tăng trưởng cung tiền và lạm phát có mối liên hệ nào đó trong dài hạn, ít nhất là trong một số trường hợp nhất định, nhưng trong ngắn hạn, mối liên hệ này có thể không ổn định và khó dự đoán, vì FOMC sẽ nhanh chóng rút ra bài học sau khi áp dụng cách tiếp cận mới. Quả thực, ngay cả việc xác định nguồn cung tiền cũng tỏ ra đầy thách thức. Về nguyên tắc, nguồn cung tiền phải bao gồm bất kỳ tài sản nào có thể sử dụng được trong các giao dịch thông thường, ví dụ như kiểm tra số dư tài khoản cũng như tiền tệ. Tuy nhiên, trên thực tế, một số loại tài sản thuận tiện cho việc giao dịch hơn các loại tài sản khác. Các hình thức thanh toán thay thế nên được tính như thế nào trong cung tiền và có trọng lượng như thế nào? Việc bãi bỏ quy

định tài chính đang diễn ra trong giai đoạn này, loại bỏ dần trần lãi suất đối với tiền gửi ngân hàng và cho phép cung cấp các loại tài khoản tiền gửi mới, càng làm phức tạp thêm việc đo lường tiền. Một phần vì những khó khăn thực tế này, Ủy ban sẽ từ bỏ khuôn khổ tiền tệ chỉ sau ba năm, vào tháng 10 năm 1982, quay trở lại cách tiếp cận truyền thống là nhắm mục tiêu lãi suất quỹ.

Mặc dù việc chuyển sang cách tiếp cận theo chủ nghĩa tiền tệ sẽ không thành công, cuộc họp ngày 6 tháng 10 năm 1979 vẫn có ý nghĩa quan trọng vì nó công khai báo hiệu sự phá vỡ cách tiếp cận của Fed, nhằm mục đích cho Phố Wall - và phần còn lại của nước Mỹ - thấy rằng Fed đã quyết tâm thực hiện. đánh bại lạm phát. Bằng cách cải tiến chiến thuật của mình, trong một cuộc họp khẩn cấp, FOMC đã nói với thế giới rằng hiện trạng không còn có thể chấp nhận được nữa. Đó chính là tín hiệu mà Volcker đã dự định.

Để nhấn mạnh tầm quan trọng của quyết định của FOMC, Volcker đã theo dõi cuộc họp của Ủy ban bằng một cuộc họp báo hiếm hoi (đối với một chủ tịch Fed vào thời điểm đó) - thậm chí còn bất thường hơn khi được tổ chức vào tối thứ Bảy. Bên cạnh sự thay đổi trong thủ tục thực hiện chính sách tiền tệ, Volcker cũng có thể thông báo rằng Hội đồng quản trị đã tăng lãi suất chiết khấu lên toàn bộ điểm phần trăm, lên 12%. Hơn nữa, Hội đồng quản trị và các thành viên khác của FOMC đã nhất trí ủng hộ chính sách mới. Rõ ràng, có điều gì đó đã thay đổi.

Cuộc chiến chống lạm phát của Volcker

Bất chấp những tín hiệu ấn tượng này, sự ủng hộ dành cho cuộc chiến chống lạm phát của Volcker ngày càng suy yếu, cả trong Cục Dự trữ Liên bang và bên ngoài. Bản thân Volcker cũng thường xuyên nghi ngờ. Nhưng ông vẫn kiên trì, thường xuyên gặp phải sự phản đối gay gắt và đã thành công trong việc hạ lạm phát. Lạm phát giảm từ khoảng 13% năm 1979 và 1980 xuống còn khoảng 4% năm 1982 và ổn định trong suốt thời gian còn lại của Volcker tại Fed. Do đó,

chỉ trong vài năm, Fed đã đảo ngược phần lớn sự gia tăng lạm phát tích tụ trong hơn một thập kỷ rưỡi.

Việc chinh phục lạm phát là một thành tựu mang tính bước ngoặt với những lợi ích lâu dài, nhưng nó cũng đi kèm với những tổn thất nặng nề. Sau một cuộc suy thoái ngắn năm 1980 và phục hồi ngắn, nền kinh tế suy thoái sâu vào năm 1981 và 1982, với tỷ lệ thất nghiệp lên tới đỉnh điểm là 10,8% vào tháng 11 và tháng 12 năm 1982. Đường cong Phillips truyền thống dự đoán rằng lạm phát giảm mạnh sẽ kèm theo sự gia tăng đáng kể về tỷ lệ thất nghiệp, đã quay trở lại với sự trả thù.

Cuộc suy thoái đầu tiên, tương đối ngắn, vào năm 1980, gắn liền với một thử nghiệm thiếu sáng suốt trong việc kiểm soát tín dụng. Vào tháng 3 năm 1980, Fed, theo yêu cầu và ủy quyền của chính quyền Carter, đã áp đặt các biện pháp kiểm soát đối với các ngân hàng và những người cho vay khác. (Volcker ban đầu phản đối chính sách này nhưng sau đó đồng ý hợp tác.) Các ngân hàng được yêu cầu duy trì mức tăng trưởng cho vay hàng năm ở mức từ 7 đến 9% và sẽ bị phạt nếu thực hiện một số loại khoản vay nhất định. Mục đích của chương trình là hạn chế sự tăng trưởng cho vay nói chung và đặc biệt là vay tiêu dùng, ngoại trừ vay mua ô tô hoặc nhà ở. Nếu tín dụng có thể được chuyển hướng khỏi những mục đích sử dụng không hiệu quả, thì có lẽ chi tiêu và lạm phát có thể được giảm bớt theo cách ít gây xáo trộn hơn cho nền kinh tế. Tuy nhiên, chương trình chỉ cung cấp hướng dẫn chung đã khiến cả ngân hàng và công chúng bối rối về những loại khoản vay được phép. Người dân trở nên miễn cưỡng vay mượn dưới mọi hình thức và chi tiêu chậm lại mạnh hơn dự kiến. Khi nền kinh tế rơi vào suy thoái, chính quyền và Fed nhanh chóng từ bỏ chiến lược, nền kinh tế phục hồi.

Lãi suất cao - một phần là kết quả của việc chính phủ tăng cường vay mượn để bù đắp thâm hụt tài chính dưới thời chính quyền Reagan nhưng phần lớn là do các chính sách thắt chặt tiền tệ của Volcker - rõ ràng là lý do chính dẫn đến cuộc suy thoái lần thứ hai, sâu sắc hơn, chính thức bắt đầu vào tháng 7 năm 1981, theo Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia. Ví dụ, mùa thu năm đó, lãi suất thế chấp kỳ hạn 30 năm đã vượt quá 18%, tàn phá ngành nhà ở. Arthur Burns đã không sai khi dự đoán rằng việc kiềm chế lạm phát

sẽ tạo ra những căng thẳng lớn về kinh tế và tài chính. Điều đáng mừng là sau khi Fed từ bỏ chế độ nhắm mục tiêu vào tiền vào tháng 10 năm 1982 và nới lỏng chính sách một chút, sự phục hồi mạnh mẽ đã diễn ra sau đó và tiếp tục trong phần còn lại của thập kỷ. Tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) thực tế (đã điều chỉnh theo lạm phát) năm 1983 là gần 8%, và tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 10,8% vào tháng 12 năm 1982 xuống còn 8,3% một năm sau đó. Tổng thống Reagan nằm trong số những người được hưởng lợi từ những diễn biến này; ông dễ dàng tái đắc cử vào năm 1984. Vào cuối nhiệm kỳ của Volcker, năm 1987, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn khoảng 6%.

Mặc dù công chúng chắc chắn muốn làm gì đó để giải quyết vấn đề lạm phát, nhưng tỷ lệ thất nghiệp cao và lãi suất cao chắc chắn là một sự kết hợp độc hại về mặt chính trị. Volcker đã phải đối mặt với các phiên điều trần quốc hội gây tranh cãi cũng như lời đe dọa luận tội từ nghị sĩ đảng Dân chủ Texas Henry Gonzalez, một người thường xuyên chỉ trích Fed. Nông dân phản đối lãi suất cao bằng cách lăn máy kéo xuống Đại lộ Hiến pháp ở Washington và tụ tập bên ngoài trụ sở Fed. Các nhà xây dựng nhà đã gửi những mảnh đất hai nhân bốn tới Fed với những thông điệp cầu xin chủ tịch cứu trợ. Một số lá thư này vẫn còn trang trí văn phòng của tôi khi tôi còn làm chủ tịch. Chúng là những kỷ vật về một giai đoạn quan trọng trong lịch sử Fed, đồng thời là lời nhắc nhở về chi phí kiểm soát lạm phát cao.

Điều đó đã giúp ích rất nhiều khi khi tình hình suy thoái, Nhà Trắng thường hỗ trợ Volcker. Tổng thống Carter chỉ công khai chỉ trích các chính sách của Volcker một lần, trong thời kỳ nóng bỏng của cuộc đua tái tranh cử năm 1980. Sự ủng hộ của Tổng thống Reagan thất thường hơn. Mặc dù Reagan hiếm khi chỉ trích Fed một cách công khai nhưng Volcker đã xung đột với các quan chức chính quyền cấp cao. Trong hồi ký của mình, Volcker kể lại một cuộc họp tại Nhà Trắng vào mùa hè năm 1984, tại đó James Baker, lúc đó là chánh văn phòng của Reagan, trước sự chứng kiến của tổng thống, đã nói với Volcker rằng đừng tăng lãi suất trước cuộc bầu cử. Volcker, quyết tâm tránh một kịch bản Nixon-Burns khác, bước ra ngoài mà không trả lời. Và khi những người được Reagan bổ nhiệm,

tại một cuộc họp Hội đồng quản trị vào tháng 2 năm 1986, bỏ phiếu bác bỏ sự phản đối của ông về việc cắt giảm lãi suất chiết khấu, ông gần như từ chức, chỉ rút lại lời đe dọa sau khi Hội đồng quản trị xem xét lại quyết định của mình vào cuối ngày hôm đó. Tuy nhiên, phần lớn Reagan chấp nhận rằng kiểm soát lạm phát là điều cần thiết để có một nền kinh tế lành mạnh. Theo Volcker, Reagan từng giải thích với ông "rằng một giáo sư tại trường đại học nhỏ của ông ở Illinois đã nhắc nhở ông về sự nguy hiểm của lạm phát". Cuối cùng, khi được tính, Reagan đã không cản đường Volcker, tái bổ nhiệm ông vào nhiệm kỳ chủ tịch mới vào năm 1983. Thể hiện sự tin tưởng của mình vào Volcker và cuộc chiến chống lạm phát của ông, Thượng viện đã bỏ phiếu với tỷ lệ 84–16 để xác nhận ông.

Bên cạnh lãi suất cao và tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt, cuộc chiến chống lạm phát của Volcker còn có những tác dụng phụ đáng kể khác. Lãi suất cao tại Mỹ thu hút dòng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài và đẩy giá trị ngoại hối của đồng USD tăng mạnh; và ngay cả khi lãi suất ở Mỹ giảm, đồng đô la vẫn rất mạnh. Điều đó làm cho hàng nhập khẩu rẻ hơn—do đó giúp kiềm chế lạm phát—nhưng nó cũng khiến một số nhà xuất khẩu Hoa Kỳ bị loại khỏi thị trường nước ngoài. Volcker, người có kinh nghiệm ban đầu tại Bộ Tài chính bao gồm việc xử lý đồng đô la yếu, giờ đây phải quản lý đồng đô la mạnh. Cùng với James Baker, lúc đó là Bộ trưởng Tài chính của Reagan, Volcker đã tham gia các cuộc họp quốc tế nhằm kiềm chế sự tăng giá của đồng đô la. Sau một thỏa thuận năm 1985 với Pháp, Đức, Anh và Nhật Bản – được gọi là Hiệp định Plaza, theo tên khách sạn New York nơi nó được đàm phán – Fed và Kho bạc đã phối hợp bán đô la trên thị trường mở, gây áp lực giảm tỷ giá hối đoái của đồng đô la với các đồng tiền khác.

Lãi suất cao và suy thoái kinh tế Mỹ cũng làm trầm trọng thêm căng thẳng tài chính toàn cầu. Các nhà xuất khẩu dầu mỏ trong những năm 1970 đã kiếm được lợi nhuận khổng lồ nhờ giá dầu cao. Một số quỹ này cuối cùng đã chảy vào các ngân hàng lớn của Mỹ để các nền kinh tế thị trường mới nổi ở Mỹ Latinh cho vay. Nhiều người hy vọng rằng quá trình này, được gọi là "tái chế đô la dầu mỏ", sẽ giúp các quốc gia như Mexico phát triển trữ lượng dầu của riêng họ. Tuy nhiên, đồng đô la mạnh và lãi suất cao của Hoa Kỳ khiến các

khoản vay đó (được tính bằng đô la) khó hoàn trả, ngay cả khi nền kinh tế Hoa Kỳ suy yếu và giá dầu cùng các hàng hóa khác giảm làm giảm thu nhập của những con nợ ở Mỹ Latinh. Kết quả là một cuộc khủng hoảng nợ quốc tế.

Vào tháng 8 năm 1982, Mexico cạn kiệt nguồn dự trữ quốc tế – lượng đô la mà nước này nắm giữ chính thức – và đang trên bờ vực vỡ nợ với các khoản vay ngân hàng. Khoản nợ của Mexico và các nước Mỹ Latinh đang gặp khó khăn khác chiếm một phần lớn vốn của các ngân hàng lớn của Mỹ, do đó khả năng vỡ nợ tiềm tàng của các nước này cũng đe dọa đến sự ổn định tài chính của Mỹ. Volcker đã thúc đẩy các ngân hàng mở rộng tín dụng bổ sung cho Mexico cho đến khi nước này có thể vay từ IMF, tổ chức được thành lập sau Thế chiến thứ hai để thực hiện các khoản vay như vậy. Khả năng quản lý khủng hoảng khéo léo của Volcker, thông qua sự kết hợp giữa bắt tay và làm việc với các chủ ngân hàng để tìm ra giải pháp, đã giúp củng cố danh tiếng của ông với tư cách là một thống đốc ngân hàng trung ương tài năng. Mặt khác, như các nhà phê bình của Quốc hội đã nhanh chóng chỉ ra, với tư cách là chủ tịch của Fed New York từ năm 1975 đến năm 1979, ông từng là người giám sát của nhiều ngân hàng cho vay ở Mỹ Latinh. Để bào chữa cho Volcker, vào thời điểm đó, các cơ quan pháp lý của Fed trong việc phán đoán quyết định cho vay của các ngân hàng hoặc yêu cầu họ nắm giữ nhiều vốn hơn để đề phòng các khoản lỗ có thể xảy ra đều bị hạn chế.

Nhiều vấn đề tài chính hơn xảy ra sau cuộc khủng hoảng ở Mỹ Latinh, lần này là ở quê nhà. Năm 1984, thiếu vốn và cho vay tập trung - trong trường hợp này, cho cả các nước đang phát triển và các dự án đầu cơ dầu khí trong nước - gần như đã hạ bệ Continental Illinois, ngân hàng lớn thứ bảy quốc gia xét về tài sản và là ngân hàng cho vay công nghiệp và thương mại lớn nhất. Sau khi phải đối mặt với sự tháo chạy của những người gửi tiền, ngân hàng đã được chính phủ Hoa Kỳ giải cứu, với việc Tổng công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) bơm vốn và bảo vệ ngay cả những chủ nợ không có bảo hiểm. Cục Dự trữ Liên bang cung cấp các khoản vay chiết khấu cho ngân hàng và hợp tác chặt chẽ với FDIC cũng như các cơ quan quản lý khác trong hoạt động cứu hộ. Tình tiết này đã làm nảy

sinh cụm từ "quá lớn để sụp đổ" để mô tả các tổ chức mà việc phá sản có thể gây nguy hiểm cho sự ổn định của hệ thống tài chính.

Ngành tiết kiệm và cho vay (S&L) ở Hoa Kỳ là một nạn nhân tài chính khác của cuộc Đại lạm phát và phản ứng chính sách của Volcker Fed. Các tổ chức tín dụng tiết kiệm sử dụng các khoản tiền gửi ngắn hạn được bảo hiểm liên bang để tài trợ cho các khoản cho vay thế chấp dài hạn. Luật liên bang có từ những năm 1930 đã giới hạn mức lãi suất mà các quỹ tín dụng và ngân hàng có thể trả cho khoản tiền gửi của họ, với mục tiêu ngăn chặn những gì được coi là sự cạnh tranh lãi suất mang tính hủy diệt giữa các tổ chức nhận tiền gửi. Khi cuộc chiến chống lạm phát của Fed khiến lãi suất ngắn hạn tăng vọt, người gửi tiền đã rút tiền để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn ở nơi khác. Pháp luật năm 1980 đã bãi bỏ dần việc kiểm soát lãi suất đối với tiền gửi, cho phép các tổ chức tín dụng và cho vay trả mức lãi suất cao hơn cần thiết để giữ chân người gửi tiền. Nhưng lãi suất tiền gửi này đã vượt quá số tiền mà các tổ chức tín dụng tiết kiệm kiếm được từ các khoản thế chấp cũ trên sổ sách của họ, vốn đã được đưa ra khi lãi suất thấp hơn nhiều. Đồng thời, lãi suất cao hơn do chính sách của Fed tạo ra đã làm giảm nhu cầu về các khoản thế chấp mới. Nhiều S&L thực sự đã mất khả năng thanh toán.

Năm 1982, với hy vọng mang lại cho các tổ chức nhiều không gian thở hơn, Quốc hội đã thông qua luật cho phép các tổ chức tín dụng đầu tư vào các tài sản rủi ro hơn, lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, đối với những người sắp phá sản, các tổ chức tín dụng S&L có rất ít động cơ để thận trọng và nhiều người đã đánh cược để chuộc lỗi bằng cách tham gia vào các hoạt động chấp nhận rủi ro cực độ hoặc thậm chí gian lận với hy vọng khôi phục lại khả năng thanh toán. Nhiều người đã không thành công. Vì tiền gửi của họ được chính phủ bảo hiểm nên khoản lỗ của họ - theo thời gian lên tới khoảng 124 tỷ USD - được chuyển sang người nộp thuế. Các cuộc tranh luận về mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và ổn định tài chính thường cho rằng tiền tệ dễ dàng và lãi suất thấp đang gây bất ổn về mặt tài chính. Kỷ nguyên Volcker cho thấy tiền chặt chẽ và lãi suất cao cũng có thể có tác dụng phụ mang tính hủy diệt.

Volcker và uy tín của Fed

Mặc dù động cơ của Tổng thống Carter khi bổ nhiệm Volcker không hoàn toàn rõ ràng ngay từ đầu, nhưng có một lý do hợp lý là danh tiếng của Volcker như một người diều hâu chống lạm phát có thể giúp khôi phục uy tín của Fed. Nếu mọi người có xu hướng tin rằng Fed sẽ tiếp tục cuộc chiến chống lạm phát thì họ có thể tiết chế kỳ vọng lạm phát của mình, cho phép lạm phát được giảm xuống nhanh hơn và với chi phí việc làm và sản lượng thấp hơn. Volcker và các thành viên FOMC khác chắc chắn hiểu điểm này: Đáng chú ý, Volcker đã chủ trì cuộc họp đầy kịch tính và sự thay đổi trong thủ tục chính sách vào tháng 10 năm 1979 để báo hiệu một bước ngoặt mang tính quyết định trong chiến lược của Fed, với hy vọng củng cố uy tín của tổ chức và phá vỡ quan điểm tâm lý lạm phát của công chúng.

Nhìn lại, thực tế có phải có một "phần thưởng đáng tin cậy" đã khiến cuộc chiến chống lạm phát của Volcker ít tốn kém hơn so với lẽ ra nó có thể xảy ra không? Bằng chứng là hỗn hợp. Một mặt, lạm phát đã giảm nhanh chóng sau năm 1980, kèm theo sự sụt giảm đáng kể về kỳ vọng lạm phát, ít nhất là được đo bằng các cuộc khảo sát hộ gia đình và các nhà dự báo chuyên nghiệp. Ví dụ, cuộc khảo sát người tiêu dùng của Đại học Michigan cho thấy kỳ vọng lạm phát trong một năm tới đã giảm từ khoảng 10% năm 1980 xuống dưới 3% năm 1982. Chi phí đầu ra trong cuộc chiến chống lạm phát của Volcker cũng thấp hơn dự đoán của một số nhà kinh tế. Ví dụ, vào năm 1978, Arthur Okun, sử dụng các mô hình đường cong Phillips tiêu chuẩn, đã ước tính rằng việc kiểm soát lạm phát thông qua chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ gây ra một cuộc suy thoái tương đương với cuộc Đại suy thoái. Tổn thất sản lượng thực tế dưới thời Volcker thấp hơn nhiều so với những dự đoán đó.

Tuy nhiên, tổn thất về sản lượng và việc làm xảy ra trong những năm 1980 và (đặc biệt) trong cuộc suy thoái 1981–82 không phải là nhỏ; tỷ lệ thất nghiệp đạt đỉnh năm 1982 sẽ không thể vượt qua cho đến khi xảy ra đại dịch năm 2020. Hơn nữa, ngay cả sau khi lạm phát giảm, lãi suất dài hạn vẫn ở mức cao trong một thời gian,

chẳng hạn như lãi suất thế chấp vẫn trên 10% vào năm 1987. Rõ ràng, các nhà đầu tư tỏ ra hoài nghi rằng lạm phát đã thực sự được kiểm soát và vẫn lo lắng rằng nó có thể bùng phát trở lại, làm giảm sức mua trái phiếu và các khoản vay của họ. Theo đó, họ yêu cầu bồi thường thêm để giữ những tài sản đó.

Nhìn chung, có vẻ như những lời hứa của Volcker về việc kiểm soát lạm phát, ít nhất là trong giai đoạn đầu của chiến dịch tranh cử, không được coi là hoàn toàn đáng tin cậy, làm tiêu tan mọi hy vọng chấm dứt lạm phát mà không phải trả giá đắt. Tuy nhiên, những chi phí đó phải được tính tương ứng với những lợi ích đáng kể trong tương lai. Lạm phát và kỳ vọng lạm phát vẫn ở mức thấp và ổn định trong nhiều thập kỷ sau nhiệm kỳ của Volcker, cho thấy uy tín chống lạm phát của Fed đã được khôi phục. Sự tín nhiệm đó không chỉ giúp việc kiểm soát lạm phát trở nên dễ dàng hơn; nó cũng sẽ tăng phạm vi của Fed để ứng phó với sự sụt giảm sản lượng và việc làm mà không phải lo lắng rằng việc nới lỏng chính sách tiền tệ tạm thời có thể làm mất ổn định kỳ vọng lạm phát. Cuối cùng, việc chinh phục lạm phát của Volcker đã giúp củng cố sự tăng trưởng mạnh mẽ và ổn định trong nhiều thập kỷ, một thời kỳ được các nhà kinh tế gọi là Thời kỳ Điều độ Vĩ đại. Có lẽ bài học rộng hơn là, trong hoạch định chính sách tiền tệ, uy tín là tài sản quý giá, nhưng là tài sản có được chủ yếu thông qua hành động và kết quả chứ không chỉ bằng lời nói.

Vào tháng 9 năm 1990, ba năm sau khi rời Fed, Volcker đã có một bài giảng ở Washington trong cùng một loạt bài trong đó Arthur Burns đã mô tả "nỗi thống khổ của ngân hàng trung ương" một thập kỷ trước đó. Ngoại trừ việc Volcker đặt tiêu đề cho bài giảng của mình là "Chiến thắng của Ngân hàng Trung ương?" (Lưu ý dấu chấm hỏi.) Ngược lại với Burns, Volcker có thể nói rằng "ngày nay, các ngân hàng trung ương có danh tiếng đặc biệt tốt", đã làm giảm lạm phát và điều hướng các dòng chảy tài chính và kinh tế phát sinh. Không có gì đáng ngạc nhiên, ông nhấn mạnh rằng hiệu quả kinh tế tốt đòi hỏi lạm phát thấp cũng như "tầm quan trọng của việc giải quyết lạm phát ở giai đoạn đầu" trước khi nó phát triển động lực và trở thành kỳ vọng. Ông cũng nhấn mạnh rằng một ngân hàng trung ương độc lập, linh hoạt sẽ phù hợp hơn để kiểm soát lạm phát. Đưa

ra một cụm từ, ông gọi ngân hàng trung ương là "trò chơi duy nhất trong thị trấn" khi nói đến lạm phát.

Bài giảng của Volcker đã tóm tắt rất hay những bài học mà các ngân hàng trung ương, các nhà kinh tế và thậm chí cả các chính trị gia vào thời điểm đó đã rút ra từ cuộc Đại lạm phát. Đầu tiên, lạm phát vừa phải là nền tảng thiết yếu của một nền kinh tế lành mạnh và ổn định. Thứ hai, các ngân hàng trung ương có thể giữ lạm phát ở mức thấp nếu họ đủ tin cậy và đủ kiên trì để chống lại tâm lý lạm phát và giữ kỳ vọng lạm phát ở mức thấp. Và cuối cùng, để trở nên đáng tin cậy, các ngân hàng trung ương cần có phạm vi để đưa ra các quyết định về chính sách tiền tệ với mức độ độc lập hợp lý trước áp lực chính trị ngắn hạn - sự độc lập mà Volcker, với sự hậu thuẫn của Carter và Reagan, đã có được ở một mức độ nào đó. mà những người tiền nhiệm trực tiếp của ông đã không có. Người kế nhiệm của Volcker, Alan Greenspan, chấp nhận những nguyên tắc này, sẽ coi việc kiểm soát lạm phát và duy trì uy tín chống lạm phát mà Volcker đã giành được một cách đau đớn trở thành trung tâm trong chiến lược tiền tệ của ông.

Sau khi rời Fed, Volcker vẫn tham gia vào các hoạt động công ích, chẳng hạn như khi ông làm chủ tịch một ủy ban giúp các nạn nhân Holocaust thu hồi tài sản từ các ngân hàng Thụy Sĩ. Quan điểm của ông đã ảnh hưởng đến các cuộc cải cách tài chính sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009, bao gồm cả việc áp dụng cái gọi là quy tắc Volcker, nhằm ngăn chặn các ngân hàng đầu cơ bằng tiền gửi được chính phủ bảo hiểm. Ông qua đời năm 2019, thọ 92 tuổi.

---

* Ông bà nội của tôi, Jonas và Lina Bernanke, cũng sinh ra ở vùng đó và di cư sang Hoa Kỳ vào năm 1921.

† Lời khai của chủ tịch trước ủy ban giám sát Hạ viện và Thượng viện của Fed đi kèm với báo cáo này vẫn được gọi là lời khai của Humphrey-Hawkins.

‡ Việc "đóng cửa sổ vàng", như tên gọi của tập phim, là bước cuối cùng trong quá trình dỡ bỏ hệ thống Bretton Woods hậu Thế chiến II, hệ thống thiết lập tỷ giá hối đoái cố định giữa đồng đô la và các đồng tiền chính khác. Một số tài khoản cho rằng một phần hoặc toàn bộ lạm phát những năm 1970 là do Mỹ từ bỏ mối liên hệ mang tính biểu tượng với vàng, nhưng trên thực tế, mối quan hệ nhân quả lại đi theo hướng ngược lại. Bởi vì các loại tiền tệ khác bị ràng buộc với đồng đô la, lạm phát ở Mỹ đã dẫn đến sự chênh lệch giữa tỷ giá hối đoái chính thức và tỷ giá hối đoái lẽ ra được ấn định bởi hệ thống thị trường tự do. Do

đó, lạm phát ở Mỹ đã dẫn đến sự sụp đổ của Bretton Woods và đóng cửa cửa sổ vàng chứ không phải ngược lại.
§ Một cách thích hợp, phụ đề của cuốn tiểu sử Volcker của William Silber là Chiến thắng của sự kiên trì. Cuốn tự truyện của Volcker có tựa đề Keeping At It.

3

GREENSPAN VÀ Bùng nổ thập niên 90

THÁNG 8 NĂM 1987 TỔNG THỐNG REAGAN bổ nhiệm Alan Greenspan làm chủ tịch Fed. Anh ta sẽ phục vụ trong mười tám năm rưỡi, chỉ kém kỷ lục của William McChesney Martin bốn tháng.

Greenspan sinh năm 1926 tại khu Washington Heights của Thành phố New York. Ông học kèn clarinet tại Julliard sau khi tốt nghiệp trung học, trong Thế chiến thứ hai, và có một thời gian ngắn làm nhạc sĩ nhạc jazz, chơi với những nghệ sĩ nổi tiếng như nghệ sĩ saxophone Stan Getz. Tuy nhiên, ngay cả khi đó, anh ấy vẫn tỏ ra thiên về tiền bạc và tài chính. Anh ấy đã khai thuế cho các bạn cùng nhóm của mình.

Anh rời ban nhạc để theo học tại Đại học New York, lấy bằng đại học và thạc sĩ kinh tế. Ông làm việc như một nhà phân tích kinh doanh và cũng đăng ký vào chương trình tiến sĩ của Đại học Columbia, theo học Arthur Burns. Greenspan đã bỏ học khi nhu cầu công việc của ông ngày càng tăng, nhưng hơn hai thập kỷ sau, ở tuổi 51, ông đã lấy được bằng tiến sĩ kinh tế bằng cách nộp luận án cho NYU tổng hợp các bài báo ông đã viết trong nhiều năm. Trong sự nghiệp tư vấn kinh doanh của mình, phần lớn là chủ tịch và giám đốc điều hành của một công ty tên là Townsend-Greenspan, ông đã thu thập được những kiến thức sâu sắc và thường mang phong cách riêng về nền kinh tế Hoa Kỳ.

Là một đảng viên Đảng Cộng hòa và là người theo đuổi chính sách thâm hụt ngân sách, Greenspan giữ chức chủ tịch Hội đồng Cố vấn Kinh tế của Gerald Ford vào giữa những năm 1970. Trong những năm còn trẻ, ông là một tín đồ của Ayn Rand, triết gia theo chủ nghĩa tự do và là tác giả cuốn Atlas Shrugged – khiến những người theo chủ nghĩa tự do phải sửng sốt khi Reagan đề cử ông vào Fed. Tuy nhiên, trên cương vị chủ tịch, Greenspan tỏ ra là người thực dụng và hiểu biết về chính trị. Là một nhân vật cố định trong bối cảnh xã hội Washington, ông đã có thể tạo dựng mối quan hệ chặt chẽ với các tổng thống và nhà lập pháp của cả hai đảng. Quan điểm của ông về các vấn đề chính sách nằm ngoài phạm vi thông thường của ngân hàng trung ương đã được tìm kiếm rộng rãi. Việc ông sẵn sàng tham gia vào một loạt vấn đề, đặc biệt là chính sách tài khóa, đôi khi đã tạo ra rủi ro chính trị cho Fed. Tuy nhiên, Greenspan phần lớn đã điều hướng được những rủi ro đó và trong nhiệm kỳ của mình, danh tiếng và sự độc lập về chính sách của Fed đã đạt đến những tầm cao mới.

Với tư cách là chủ tịch, Greenspan gặp phải hai thách thức chính sách cơ bản. Đầu tiên là củng cố lợi ích của Volcker trước lạm phát trong khi duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Về mặt này, anh ấy đã thành công một cách xuất sắc. Lạm phát tăng nhanh vào năm 1990, chủ yếu là do giá dầu tăng vọt tạm thời, nhưng sau đó nó vẫn tương đối thấp và ổn định, trung bình khoảng 3% trong thời gian dài của Greenspan. Điều đáng ấn tượng là, trái ngược với những năm 1960, lạm phát vẫn ở mức tương đối thấp ngay cả khi nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng, với sản lượng thực tế tăng trưởng với tốc độ chóng mặt 3,3% hàng năm trong những năm 1990. Các nhà hoạch định chính sách kinh tế những năm 1960 đã mong muốn chế ngự chu kỳ kinh doanh, điều tiết những biến động từ suy thoái sang bùng nổ và quay trở lại trong khi vẫn kiểm soát lạm phát. Với sự khéo léo từ kiến thức về dữ liệu kinh tế, Greenspan đã thành công ở nơi mà những người tiền nhiệm của ông không làm được. Ông đã thiết kế một nền kinh tế "hạ cánh mềm" đầy khó khăn, phát triển tư duy mới về quản lý rủi ro kinh tế vĩ mô và quản lý chính sách tiền tệ trong suốt một thập kỷ mà sự thay đổi về cơ cấu và công nghệ đã khiến phần lớn hiểu biết về lạm phát trở nên

lỗi thời. Quá trình mở rộng kinh tế kéo dài hàng thập kỷ của những năm 1990 được coi là dài thứ hai trong lịch sử Hoa Kỳ, chỉ bị lu mờ bởi giai đoạn mở rộng 2009–2020 sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Thách thức chính sách thứ hai của Greenspan là đảm bảo sự ổn định tài chính trong thời điểm thị trường tài chính trở nên phức tạp hơn, liên kết với nhau hơn và mang tính quốc tế hơn. Sự phát triển ở Mexico, Đông Nam Á và Nga đã gây ra một loạt cuộc khủng hoảng tài chính nước ngoài trong những năm 1990. Greenspan đóng vai trò xây dựng trong mỗi bên, hợp tác chặt chẽ với Bộ Tài chính và Quỹ Tiền tệ Quốc tế, đồng thời thiết lập chính sách tiền tệ để tránh thiệt hại tài sản thế chấp cho nền kinh tế Mỹ. Thị trường chứng khoán Mỹ, vốn dường như chỉ đi theo một hướng trong những năm 1990 – đi lên – đã đặt ra những câu hỏi đặc biệt khó khăn. Ở đây, một số nhà bình luận đã chỉ trích Greenspan nhiều hơn. Sebastian Mallaby, trong cuốn tiểu sử toàn diện và được nhiều người đồng cảm, Người đàn ông biết: Cuộc đời và thời đại của Alan Greenspan, đã chỉ trích Greenspan vì đã ngầm lựa chọn nhắm mục tiêu vào tỷ lệ lạm phát giá hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng mà không quan tâm đúng mức đến giá tài sản, đặc biệt là giá cổ phiếu. Theo quan điểm của Mallaby, sự ổn định kinh tế đòi hỏi chính sách tiền tệ phải "nghiêng gió" để tránh những biến động quá mức trên thị trường tài sản, giống như các ngân hàng trung ương vì Martin đã chống lại những cơn gió lạm phát.

Tất nhiên, việc duy trì sự ổn định tài chính là trách nhiệm cốt lõi của các ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, các công cụ truyền thống để hạn chế rủi ro tài chính hệ thống là quy định, giám sát các tổ chức tài chính và thị trường, và khi khủng hoảng xảy ra, cung cấp thanh khoản bởi người cho vay cuối cùng. Liệu chính sách tiền tệ có nên được thiết lập với mục tiêu ổn định tài chính hay không, bên cạnh việc theo đuổi ổn định giá cả và tối đa hóa việc làm, vẫn là một câu hỏi khó và gây tranh cãi. Greenspan, một nhà quan sát thị trường tinh tế, ít nhất ban đầu cũng cởi mở với lập luận của Mallaby. Trong nhiệm kỳ của mình, ông đã nhiều lần cố gắng chống lại những gì ông coi là bong bóng tiềm ẩn về giá cổ phiếu, sử dụng cả hành động tiền tệ và sức mạnh lời nói của mình. Tuy nhiên, ông ngày

càng thất vọng vì không thể đồng thời kiềm chế sự hưng phấn của thị trường và thúc đẩy hiệu quả kinh tế tốt, và theo thời gian, ông ngày càng tập trung vào lạm phát giá tiêu dùng và việc làm.

Nhìn lại quá khứ, như Greenspan đã thừa nhận, ông quả thực có một điểm mù đối với các rủi ro ổn định tài chính - nhưng đó không phải là do thiếu quan tâm đến giá trị tài sản, mà là do quá tin tưởng vào sức mạnh của các lực lượng thị trường trong việc kỷ luật việc chấp nhận rủi ro trong lĩnh vực tài chính. các tổ chức và thị trường. Sự thiếu sót đó cuối cùng sẽ gây ra những hậu quả đáng kể cho thế giới và cho danh tiếng của Greenspan với tư cách là một thống đốc ngân hàng trung ương.

NGÀY THỨ HAI ĐEN VÀ CUỘC SUY NGHĨ 1990–91

Những cuộc tiếp xúc gần gũi của Greenspan với thị trường chứng khoán bắt đầu ngay sau khi ông đến Fed. Vào tháng 10 năm 1987, giá cổ phiếu Mỹ giảm mạnh, lên đến đỉnh điểm là chỉ trong một ngày, chỉ số trung bình Dow Jones giảm 23% vào ngày 19 tháng 10 - Thứ Hai Đen. Sự sụt giảm giá cổ phiếu mang tính toàn cầu, với mức giảm nghiêm trọng được ghi nhận từ Nhật Bản, Anh đến Mexico. Mặc dù những lo ngại về nền kinh tế đã tồn tại trong nhiều tháng nhưng vụ tai nạn vẫn chưa có nguyên nhân rõ ràng. Một số nhà quan sát đổ lỗi cho tốc độ suy giảm chưa từng có là do các phiên bản đầu tiên của giao dịch trên máy tính, đặc biệt là các chương trình "bảo hiểm danh mục đầu tư" phát hành lệnh bán bất cứ khi nào giá giảm - một công thức dẫn đến sự bất ổn tự thân. Bản thân Greenspan cho rằng thị trường đã đạt mức quá cao trong những tháng trước cuộc khủng hoảng, mặc dù giống như những người khác, ông bị sốc trước mức độ sụt giảm.

Trong những năm sau đó, các nhà giao dịch nhắc đến "quyền chọn bán Greenspan", ý tưởng rằng, ít nhất đôi khi, Fed cắt giảm lãi suất để bảo vệ các nhà đầu tư chứng khoán hơn là để ổn định nền kinh tế nói chung. (Cụm từ này thật mỉa mai. Quyền chọn bán là

một quyền chọn bán một cổ phiếu hoặc tài sản khác ở một mức giá định trước, được các nhà đầu tư sử dụng để bảo vệ khỏi sự sụt giảm giá.) Phản ứng của Fed đối với vụ sụp đổ năm 1987 không ủng hộ quyền chọn bán khái niệm. Thay vì cố gắng đảo ngược sự sụt giảm của cổ phiếu hoặc nhắm mục tiêu giá cổ phiếu ở một mức cụ thể, Fed của Greenspan tập trung vào việc giảm thiểu tác động của cuộc khủng hoảng lên hệ thống tài chính và nền kinh tế.

Để ngăn chặn hậu quả, Greenspan và nhóm của ông đã tuân theo chiến lược tiêu chuẩn của ngân hàng trung ương. Đầu tiên, như mục đích ban đầu của nó, Fed sẵn sàng đóng vai trò là người cho vay cuối cùng, đảm bảo rằng việc rút tiền trong hoảng loạn từ các tổ chức tài chính sẽ không làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng. Với tinh thần đó, Greenspan đã thông qua thông báo ngắn gọn nhưng hiệu quả vào buổi sáng sau vụ tai nạn: "Cục Dự trữ Liên bang, nhất quán với trách nhiệm của mình với tư cách là ngân hàng trung ương quốc gia, hôm nay đã khẳng định rằng họ sẵn sàng đóng vai trò là nguồn thanh khoản để hỗ trợ nền kinh tế và tài chính. hệ thống." Trong hồi ký của mình, Greenspan viết rằng ông nghĩ tuyên bố này "ngắn gọn và súc tích như Diễn văn Gettysburg. . . mặc dù có thể không khuấy động bằng. Trên thực tế, tuyên bố khẳng định rằng Fed đã sẵn sàng cho vay tiền mặt thông qua cửa sổ chiết khấu (lấy các khoản vay và chứng khoán làm tài sản thế chấp) để giúp các ngân hàng đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn của họ, do đó ngăn ngừa tình trạng thiếu thanh khoản trong ngắn hạn (không có đủ tiền mặt để đáp ứng nhu cầu). yêu cầu của chủ nợ) từ việc rơi vào tình trạng vỡ nợ và mất khả năng thanh toán nguy hiểm hơn nhiều của chính các ngân hàng.

Yếu tố thứ hai của chiến thuật xử lý khủng hoảng truyền thống là thuyết phục về mặt đạo đức - thuật ngữ lịch sự để chỉ sự bắt tay chính thức - để thuyết phục những người chơi tài chính chủ chốt hợp tác thay vì chống lại lẫn nhau. Năm 1987 Greenspan giao hầu hết trách nhiệm này cho Gerry Corrigan, vị chủ tịch cộc cằn của Fed New York. Corrigan, một cựu trợ lý của Fed và là cựu trợ lý đặc biệt của Volcker, đã gây áp lực buộc các công ty phải tiếp tục giao dịch và cho khách hàng vay theo các điều kiện thông thường bất chấp sự gián đoạn của thị trường. Phản ứng của Fed đã giúp ngăn chặn sự

bất ổn của thị trường chứng khoán lan sang phần còn lại của hệ thống tài chính. Các nhà đầu tư chứng khoán bán ra trong thời kỳ khủng hoảng bị thua lỗ, nhưng không có tổ chức tài chính lớn nào vỡ nợ, không có sàn giao dịch nào đóng cửa (thậm chí là tạm thời) và thị trường tài chính sớm trở lại hoạt động bình thường.

Với dự đoán về khả năng kinh tế suy thoái, Fed đã cắt giảm lãi suất quỹ liên bang ở mức tương đối khiêm tốn 3/4 điểm phần trăm trong những tháng ngay sau cuộc khủng hoảng. Nhưng nền kinh tế không cần nhiều sự giúp đỡ và đến đầu năm 1988, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang bắt đầu đảo ngược việc cắt giảm lãi suất. Chỉ số Dow đã phục hồi hơn một nửa khoản lỗ trong hai ngày và vượt qua mức đỉnh trước khi xảy ra khủng hoảng trong vòng chưa đầy hai năm, khi nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng nhanh chóng. Như Greenspan đã nhớ lại: "Ngày nay, sự sụp đổ của thị trường đó là một ký ức xa vời và không còn được quan tâm nữa, bởi vì nó không có ảnh hưởng lâu dài rõ ràng đến nền kinh tế nói chung, nhưng chúng tôi không biết điều đó vào thời điểm đó. . . . Cuối cùng, thật ngạc nhiên, ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng là rất nhỏ." Greenspan kết luận rằng sự suy giảm của thị trường chứng khoán gây ra ít thiệt hại về kinh tế, bởi vì - ngoài phản ứng kịp thời và trấn an của Fed - hầu hết việc nắm giữ cổ phiếu đều không được tài trợ bằng nợ. Kết quả là, giá giảm không buộc các nhà đầu tư chứng khoán vỡ nợ hoặc bán tháo các tài sản tài chính khác trên thị trường. Và hóa ra, thay vì phải ứng phó với tình trạng suy thoái, vào mùa xuân năm 1988, FOMC lại lo ngại về áp lực lạm phát ngày càng tăng. Ngoài việc đảo ngược việc cắt giảm sau sự cố, Ủy ban đã khởi xướng một chuỗi các đợt tăng lãi suất bổ sung, nâng lãi suất vốn lên khoảng 3 điểm phần trăm trong năm tới.

Mặc dù cuộc khủng hoảng năm 1987 không gây thiệt hại cho nền kinh tế nhưng nhiệm kỳ của Greenspan đã đánh dấu sự khởi đầu của sự thay đổi về nguyên nhân gây ra suy thoái ở Mỹ. Từ những năm 1950 đến những năm 1980, các cuộc suy thoái thường diễn ra sau chính sách thắt chặt của Fed do lạm phát quá cao. Ví dụ rõ ràng nhất là cuộc suy thoái sâu sắc năm 1981–82 sau cuộc chiến chống lạm phát của Volcker. Nhưng cuộc suy thoái năm 1970 và cuộc suy thoái sâu sắc 1973–75 cũng một phần là kết quả của những nỗ lực

của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát, mặc dù cuối cùng Fed đã không hành động đủ mạnh trong những trường hợp đó để hạ lạm phát xuống vĩnh viễn. Ngược lại, kể từ năm 1990, với lạm phát được kiểm soát tốt, sự gián đoạn tài chính đã đóng vai trò ngày càng quan trọng trong suy thoái kinh tế. Quy mô và độ phức tạp ngày càng tăng của khu vực tài chính, toàn cầu hóa thị trường tài chính, đổi mới tài chính và bãi bỏ quy định, bất kể lợi ích của chúng là gì, đều làm tăng cả nguy cơ bất ổn tài chính và hậu quả kinh tế của nó.

Cuộc suy thoái vừa phải bắt đầu vào tháng 7 năm 1990, kéo dài tám tháng, gần như là một trường hợp chuyển tiếp. Nguyên nhân của nó bao gồm cả hạn chế tiền tệ và căng thẳng tài chính. Việc thắt chặt phòng ngừa của Fed vào mùa xuân năm 1988 đã giúp hạ nhiệt nền kinh tế, và sự sụt giảm trong hoạt động cho vay của ngân hàng – hay còn gọi là cuộc khủng hoảng tín dụng – đã góp phần làm cho tình trạng suy thoái. Cuộc khủng hoảng tín dụng là đỉnh điểm của sự bùng nổ và phá sản trong hoạt động cho vay bất động sản thương mại trong những năm 1980, điều này phản ánh nhiều yếu tố, bao gồm cả những thay đổi trong cách xử lý thuế đối với bất động sản. Vào cuối những năm 1980, khi các khoản lỗ từ việc nắm giữ bất động sản của các ngân hàng bắt đầu ăn mòn vốn của họ, họ trở nên ít sẵn sàng và có khả năng cho vay hơn. Giai đoạn cuối của cuộc khủng hoảng S&L, chứng kiến khoảng một nửa số tổ chức này biến mất từ giữa những năm 1980 đến giữa những năm 1990, đã làm giảm thêm nguồn cung tín dụng. Cuộc khủng hoảng đặc biệt nghiêm trọng ở New England, nơi các ngân hàng vướng vào các khoản cho vay bất động sản đầy rủi ro.

Về tín dụng của mình, Fed đã dự đoán được cuộc suy thoái, chấm dứt việc thắt chặt vào tháng 2 năm 1989 khi tốc độ tăng trưởng việc làm chậm lại và sau đó bắt đầu một loạt cắt giảm lãi suất kéo dài vào tháng 6. Lãi suất vốn – đã đạt gần 10% vào năm 1989 – giảm xuống còn 3% vào tháng 9 năm 1992. Mặc dù cuộc suy thoái chỉ diễn ra trong thời gian ngắn, việc cắt giảm lãi suất liên tục dường như là cần thiết vì thị trường lao động vẫn trì trệ. Tỷ lệ thất nghiệp trung bình là 5,3% trong nửa đầu năm 1990, đạt đỉnh 7,8% vào tháng 6 năm 1992 và duy trì ở mức 7,0% vào giữa năm 1993,

hơn hai năm sau khi cuộc suy thoái kết thúc. (Suy thoái chính thức kết thúc khi hoạt động kinh tế ngừng thu hẹp và bắt đầu tăng trưởng trở lại, không nhất thiết là khi tỷ lệ thất nghiệp bắt đầu giảm hoặc các điều kiện kinh tế trở lại bình thường.) "Sự phục hồi thất nghiệp" sau suy thoái sẽ trở thành mô hình quen thuộc trong các chu kỳ kinh tế tiếp theo.

Vào tháng 7 năm 1991, Tổng thống George H. W. Bush đề cử Greenspan vào nhiệm kỳ bốn năm thứ hai. Quyết định này còn lâu mới mở và đóng. Mặc dù Fed đã hoạt động tốt sau cuộc khủng hoảng năm 1987 nhưng phần lớn quyền lãnh đạo lại đến từ Gerry Corrigan và Fed New York. Và Greenspan đã khiến ứng cử viên tổng thống lúc bấy giờ là Bush tức giận bằng việc tăng lãi suất ngay trước cuộc bầu cử năm 1988, ngay cả sau khi Bush đã công khai cảnh báo Fed về những hành động có thể làm chậm lại nền kinh tế. Việc Fed sắp phải cắt giảm lãi suất vào năm 1989, sau khi Bush nhậm chức, đã giảm nhẹ nhưng không ngăn được cuộc suy thoái 1990–91 hoặc sự phục hồi thất nghiệp sau đó.

Nhiều xung đột hơn giữa Fed và chính quyền sẽ xảy ra sau đó. Vào tháng 3 năm 1990, tờ Los Angeles Times đã dẫn lời một nguồn tin giấu tên cho biết Greenspan sẽ không được tái bổ nhiệm vì sự chậm chạp trong việc cắt giảm tỷ lệ đã khiến tổng thống "phát điên". Trong một động thái bất thường, Bush đã kêu gọi hạ lãi suất trong Thông điệp Liên bang vào tháng 1 năm 1991: "Bạn biết đấy, tôi thực sự nghĩ rằng đã có quá nhiều sự bi quan. Các ngân hàng hoạt động tốt nên thực hiện các khoản vay hợp lý ngay bây giờ và lãi suất phải thấp hơn ngay bây giờ," ông nói trong tiếng vỗ tay.

Greenspan cũng đã khẳng định mình về các vấn đề ngoài chính sách tiền tệ. Ông đã phản đối thành công kế hoạch năm 1991 của Bộ Tài chính nhằm thành lập một cơ quan ngân hàng liên bang hợp nhất mới, kế hoạch sẽ tước bỏ phần lớn quyền điều hành và giám sát các ngân hàng của Fed. Greenspan có lý do chính đáng để phản đối đề xuất này. Về cơ bản, khả năng giám sát các ngân hàng của Fed giúp nó thúc đẩy sự ổn định tài chính và đóng vai trò là người cho vay cuối cùng. Và thông tin được cung cấp bởi các cơ quan giám sát ngân hàng giúp Fed hiểu rõ hơn về nền kinh tế. Từ góc độ quan liêu, việc mất đi sự giám sát ngân hàng sẽ là một thảm họa đối với

Greenspan và Fed. Việc giám sát các ngân hàng trong khu vực của họ là chức năng chính của Ngân hàng Dự trữ khu vực và Greenspan cần phải bảo vệ chức năng này (và các công việc liên quan) nếu ông muốn có sự hỗ trợ của chủ tịch Ngân hàng Dự trữ trong các vấn đề khác, bao gồm cả chính sách tiền tệ. Việc vận động hành lang thành công của Greenspan đã giúp đánh bại kế hoạch của Bộ Tài chính.

Greenspan cũng đi chệch khỏi chính sách tiền tệ khi nhấn mạnh vai trò nổi bật trong cuộc tranh luận về chính sách tài khóa, hỗ trợ giảm thâm hụt. Greenspan rất quan tâm đến các vấn đề tài chính trước thời gian làm việc tại Fed; ông đã chủ trì một ủy ban năm 1981 đề xuất cải cách nhằm cải thiện tình hình tài chính dài hạn của An sinh xã hội. Tuy nhiên, việc tham gia vào chính sách tài khóa, lĩnh vực của Quốc hội và chính quyền, có thể gặp rủi ro về mặt chính trị đối với chủ tịch Fed, đặc biệt khi được coi là ủng hộ đảng này hay đảng kia.

Greenspan rõ ràng nghĩ rằng việc chấp nhận rủi ro là đáng để có được những chính sách mà ông cho là cần thiết. Ông đã hợp tác chặt chẽ với những người trong nội bộ Nhà Trắng để xây dựng luật giảm thâm hụt ngân sách và công khai ủng hộ việc thắt lưng buộc bụng của liên bang. Trong một động thái giống với các cuộc đàm phán của William McChesney Martin với các cố vấn của Johnson vào những năm 1960, Greenspan cũng tỏ ra sẵn sàng khen thưởng những chính trị gia có lãi suất thấp hơn đã đạt được mục tiêu giảm thâm hụt ngân sách. Khi Tổng thống Bush phá vỡ cam kết nổi tiếng "đọc môi tôi, không có thuế mới" bằng cách công bố kế hoạch giảm thâm hụt ngân sách vào ngày 30 tháng 9 năm 1990, Greenspan tiếp theo vào ngày 2 tháng 10 bằng cách thuyết phục các đồng nghiệp FOMC của mình, qua bốn cuộc bỏ phiếu bất đồng rất bất thường, cho phép ông sẽ thông báo cắt giảm lãi suất tới hai phần tư điểm sau khi Quốc hội thông qua thỏa thuận. Sau khi Quốc hội thông qua thỏa thuận ngân sách, Greenspan đã cắt giảm lãi suất quỹ liên bang xuống 1/4 điểm phần trăm. Từ quan điểm ngày nay, sự tham gia của Greenspan vào các vấn đề tài chính không chỉ giống như một sự vượt quá chính trị mà còn giống như một lỗi phân tích, như kinh nghiệm gần đây cũng như nghiên cứu học thuật cho thấy rằng,

trong một nền kinh tế tiên tiến như Hoa Kỳ, rủi ro kinh tế ở mức vừa phải. thâm hụt của chính phủ ở mức thấp.

Vậy tại sao Bush tái bổ nhiệm Greenspan? Greenspan rõ ràng là người có năng lực và có nhiều người ủng hộ ở Phố Wall cũng như Quốc hội. Ông tích cực tán tỉnh các chính trị gia của cả hai đảng và sẽ dễ dàng được Thượng viện xác nhận. Trong thời kỳ bất ổn, việc tiếp tục làm việc tại Fed sẽ hỗ trợ niềm tin. Đồng thời, khi lợi thế giảm sút, các cố vấn của Bush mong đợi chiếc ghế sẽ tiếp tục ủng hộ chương trình nghị sự của Đảng Cộng hòa.

Tuy nhiên, việc giữ Greenspan tại vị không phải là điềm báo tốt cho nỗ lực tái tranh cử của Bush như Nhà Trắng hy vọng. Fed đã tiếp tục cắt giảm lãi suất trong năm 1992, nhưng tương đối chậm và tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao, trên 7%. Đối mặt với chủ đề tranh cử của Bill Clinton là "Đó là nền kinh tế, thật ngu ngốc", Bush đã thua trong cuộc chạy đua tay ba bao gồm ứng cử viên độc lập H. Ross Perot. Trong một cuộc phỏng vấn năm 1998 với nhà báo truyền hình Anh David Frost, Bush đã đổ lỗi cho Greenspan. "Tôi nghĩ rằng nếu lãi suất giảm mạnh hơn nữa thì tôi đã có thể tái đắc cử tổng thống. . . . Tôi đã tái bổ nhiệm ông ấy và ông ấy đã làm tôi thất vọng", ông nói.

Việc bầu một tổng thống thuộc đảng Dân chủ không làm thay đổi phong cách điều hành của Greenspan. Ông nhanh chóng thiết lập mối quan hệ cá nhân với Bill Clinton, một lần nữa thúc đẩy việc giảm thâm hụt. Sự ủng hộ công khai của Greenspan đối với kế hoạch thắt lưng buộc bụng của Clinton không chỉ bao gồm những đánh giá tích cực mà ông đưa ra trong lời khai trước quốc hội, mà còn là sự chứng thực mang tính biểu tượng hơn: Khi Clinton công bố cam kết giảm thâm hụt trong Diễn văn Thông điệp Liên bang năm 1993, Greenspan ngồi nổi bật giữa Hillary Clinton và Tipper Gore.

Những bước đột phá của Greenspan nằm ngoài chính sách tiền tệ, đặc biệt là các vấn đề tài chính, đã thu hút sự chỉ trích từ Quốc hội và thậm chí từ các đồng nghiệp của Fed, nhưng ông tin rằng tầm quan trọng của các vấn đề mà ông tham gia sẽ dẫn đến nguy cơ bị phản ứng dữ dội. Và, mặc dù biết rằng mình thường tỏ ra nhút nhát và ngốc nghếch, nhưng anh vẫn tự tin vào kỹ năng chính trị của mình. Cuối cùng, mối quan hệ thân thiết của Greenspan với

Clinton đã mang lại lợi ích cho Fed và chính ông. Clinton, giống như hầu hết các tổng thống, ưa thích các chính sách ôn hòa hơn, và ông đã bổ nhiệm các thống đốc mà ông hy vọng sẽ thúc đẩy Greenspan đi theo hướng đó. Tuy nhiên, thừa nhận ảnh hưởng ngày càng tăng của chủ tịch ở Washington, ông sẽ tái bổ nhiệm Greenspan của đảng Cộng hòa hai lần.

ĐẤT MỀM, 1994–96

Việc chế ngự lạm phát hai con số đòi hỏi sự kiên trì và lòng dũng cảm của Volcker nhưng có lẽ không quá tinh tế hay phức tạp về mặt lý thuyết. So với người tiền nhiệm, Greenspan có nhiệm vụ dễ dàng hơn về mặt chính trị nhưng khó khăn hơn về mặt kỹ thuật trong việc hướng dẫn lạm phát xuống mức thấp bền vững mà không làm chệch hướng tăng trưởng kinh tế. Anh ấy đã thành công. Từ năm 1994 đến 1996, Greenspan đã giúp nền kinh tế Mỹ hạ cánh nhẹ nhàng, nghĩa là Fed thắt chặt chính sách đủ để kiềm chế lạm phát nhưng không đến mức gây ra suy thoái kinh tế.

Ý tưởng hạ cánh mềm gắn chặt với lý luận về đường cong Phillips. Theo đường cong Phillips tiêu chuẩn, khi nền kinh tế đang suy thoái, với sự sụt giảm đáng kể trên thị trường lao động và sản phẩm, áp lực lạm phát sẽ ở mức thấp. Để đáp lại, Fed thường nới lỏng chính sách tiền tệ để đưa lao động và vốn không sử dụng trở lại hoạt động. Nhưng trong một nền kinh tế đang phát triển với nhu cầu mạnh mẽ, tiền lương và giá cả có xu hướng tăng nhanh hơn. Để tránh lạm phát quá cao, đến một lúc nào đó Fed phải chấm dứt việc nới lỏng chính sách tiền tệ - với số lượng phù hợp vào đúng thời điểm. Thắt chặt quá nhanh và quá nhanh có thể làm hỏng quá trình phục hồi. Mặt khác, việc thắt chặt quá ít hoặc thắt chặt quá chậm sẽ có nguy cơ làm lạm phát tăng trở lại, điều này có thể đòi hỏi phải thắt chặt chính sách hơn nữa và do đó sẽ có nhiều thất nghiệp hơn sau này. Đối với các nhà hoạch định chính sách, phản ứng của Goldilocks trước tiên giúp nền kinh tế phục hồi và sau đó làm chậm lại vừa đủ để cho phép nền kinh tế tăng trưởng ổn định, với tình

trạng việc làm đầy đủ và lạm phát thấp và ổn định. Về nguyên tắc, việc hạ cánh mềm có vẻ đơn giản, nhưng khó khăn trong việc dự báo hoặc thậm chí đo lường chính xác nền kinh tế hiện tại, cùng với sự không chắc chắn về tác động của những thay đổi chính sách tiền tệ và các thông số chính như tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, khiến cho việc hạ cánh mềm trở nên khó khăn trong thực tế. .

Cơ hội để Greenspan thiết kế một cuộc hạ cánh nhẹ nhàng đến trong thời kỳ phục hồi kéo dài sau cuộc suy thoái 1990–91. Bởi vì sự phục hồi ban đầu không tạo ra nhiều việc làm nên Fed đã trì hoãn việc thắt chặt. Nhưng đến đầu năm 1994, cơ sở hành động đã được củng cố. Khi FOMC họp vào ngày 4 tháng 2 năm 1994, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm từ 7,8% xuống 6,6% và đang có xu hướng đi xuống khi tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng lên. Ở mức 3%, lãi suất quỹ liên bang tương đối thấp - khoảng 0 theo giá trị thực, sau khi trừ đi lạm phát. Các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ đã chuyển tiếp các báo cáo từ những người liên hệ trong khu vực của họ về áp lực giá xây dựng, nhưng lạm phát đo được gần đây vẫn ổn định, từ 2,5 đến 3%. Fed có nên hành động?

Đối với hầu hết những người tham gia Ủy ban, câu trả lời là có. Nhiều người trong bàn FOMC muốn tăng lãi suất vốn thêm nửa điểm phần trăm. Greenspan đồng ý rằng Fed cần phải vượt qua lạm phát trước khi nó tăng tốc; ông cũng lo lắng về những dấu hiệu cho thấy kỳ vọng lạm phát có thể tăng cao hơn. Tuy nhiên, lo ngại rằng một động thái quá đột ngột sẽ gây sốc cho thị trường tài chính, ông đã thuyết phục Ủy ban đồng ý tăng một phần tư điểm vừa phải hơn. Điều bất thường là vào thời điểm đó, Greenspan đã đưa ra thông cáo báo chí công bố quyết định này. Vì đây là lần tăng lãi suất đầu tiên trong 5 năm nên ông muốn chắc chắn rằng thị trường đã nhận được thông điệp này.

Tại sao bắt đầu tăng lãi suất khi lạm phát vẫn ở mức thấp và tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao? Greenspan giải thích lý do của Ủy ban trong lời khai trước quốc hội vài tuần sau đó: "Chính sách tiền tệ [M] chỉ ảnh hưởng đến lạm phát với độ trễ đáng kể," ông nói. "Quan điểm chính sách mang tính kích thích quá mức sẽ không trở nên rõ ràng trong các chỉ số giá trong có lẽ một năm hoặc hơn. Theo đó, nếu Cục Dự trữ Liên bang đợi cho đến khi lạm phát thực tế trở nên

tồi tệ hơn trước khi thực hiện các biện pháp đối phó thì Cục Dự trữ Liên bang sẽ phải đợi quá lâu. Khi đó, những bước điều chỉnh khiêm tốn sẽ không còn đủ nữa. . . . Thay vào đó, cần có những biện pháp mạnh mẽ hơn, với những tác động phụ không thể tránh khỏi đối với hoạt động kinh tế trong thời gian ngắn." Đối với Greenspan, điểm cuối cùng rất quan trọng. Như ông đã thấy, việc ngăn chặn lạm phát không phải là biện pháp chống tăng trưởng nếu nó tránh được nhu cầu thắt chặt hơn nữa sau này. Ông nói, bằng cách hành động sớm, Fed hy vọng có thể "duy trì và bảo vệ sự phát triển kinh tế đang diễn ra bằng cách ngăn chặn áp lực lạm phát gia tăng gây bất ổn trong tương lai". Khái niệm thắt chặt trước lạm phát thực tế - chiến thuật sau này được gọi là tấn công phủ đầu - đã lặp lại cách tiếp cận cú đấm của Martin vào những năm 1950.

Việc tăng lãi suất vào tháng 2 năm 1994 chỉ là sự khởi đầu của một chu kỳ thắt chặt mới. Đến tháng 2 năm 1995, để ý đến áp lực lạm phát, Ủy ban đã tăng gấp đôi lãi suất vốn - từ 3% lên 6%. Chính sách này dường như đang làm chậm lại nền kinh tế như mong muốn, nhưng nó lại có những tác dụng phụ. Thị trường trái phiếu phản ứng mạnh mẽ với sự thay đổi chính sách, với lãi suất dài hạn tăng lên đồng tình với sự gia tăng của lãi suất quỹ và kỳ vọng sẽ còn tăng thêm nữa. Lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm, vốn ở mức dưới 6% vào cuối năm 1993, đã tăng lên gần 8% vào cuối năm 1994. Do giá trái phiếu biến động ngược chiều với lợi suất của chúng, nên những người nắm giữ trái phiếu - bao gồm các ngân hàng, công ty bảo hiểm, và các quỹ hưu trí—đã chịu tổn thất lớn trong cái được gọi là vụ thảm sát trái phiếu năm 1994. Trong số những người bị thương vong có Quận Cam, California, nơi đã phá sản sau khi chịu thua lỗ trong các hợp đồng phái sinh liên quan đến trái phiếu.

Việc thắt chặt của Fed cũng có sự phân nhánh chính trị. Năm 1993, Tổng thống mới nhậm chức Clinton đã thực hiện một kế hoạch được Greenspan tán thành nhằm giảm thâm hụt ngân sách, một phần dựa trên lời hứa từ các cố vấn kinh tế của ông và Greenspan rằng việc ổn định triển vọng tài chính liên bang sẽ làm tăng niềm tin của các nhà đầu tư trái phiếu và giảm lãi suất dài hạn. lãi suất. Lãi suất dài hạn đã giảm sau khi kế hoạch được công bố.

Nhưng hành động của Fed và vụ thảm sát trái phiếu sau đó đã khiến lãi suất dài hạn tăng trở lại. Các chính trị gia đảng Dân chủ bày tỏ sự không hài lòng. Thượng nghị sĩ Paul Sarbanes của Maryland đã ví Fed như "một chiếc máy bay ném bom tiến tới và tấn công một trang trại". Tuy nhiên, Greenspan và Bộ trưởng Tài chính Robert Rubin đã thuyết phục Clinton rằng chỉ trích Fed sẽ phản tác dụng: Họ lập luận rằng mục đích chính sách của Greenspan là kiểm soát lạm phát; về lâu dài, mặc dù lợi suất trái phiếu tăng trong ngắn hạn, lạm phát thấp hơn sẽ mang lại lãi suất thấp hơn. (Và thực sự, lãi suất dài hạn đã giảm vào năm 1995 và những năm tiếp theo.) Mặt khác, nếu thị trường tin rằng tổng thống đang cố gắng cản trở nỗ lực của Fed nhằm tránh lạm phát kéo dài, thì lãi suất dài hạn cuối cùng có thể tăng hơn nữa. hơn là rơi. Clinton đã đặt ra một tiền lệ quan trọng bằng cách từ chối gây áp lực hoặc chỉ trích Greenspan một cách công khai, một tiêu chuẩn mới về sự độc lập trong chính sách của Fed. George W. Bush và Barack Obama sẽ noi gương ông.

Khi lãi suất quỹ đạt 6% vào tháng 2 năm 1995, Greenspan đánh giá rằng việc thắt chặt đã diễn ra đủ mức và ám chỉ trong lời khai trước quốc hội vào cuối tháng đó rằng việc tăng lãi suất tiếp theo khó có thể xảy ra. Những đợt cắt giảm tiếp theo vào tháng 7 và tháng 12 năm 1995 đã làm giảm lãi suất vốn xuống còn 5,5%. Nền kinh tế phản ứng tốt, tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục giảm dần và lạm phát vẫn ổn định, dưới 3%. Có vẻ như việc hạ cánh nhẹ nhàng đã đạt được và quá trình mở rộng sẽ tiếp tục. Greenspan đã viết trong hồi ký của mình rằng việc thực hiện được kỳ tích khó khăn này là khoảnh khắc đáng tự hào nhất của ông trên cương vị chủ tịch Fed. Sức mạnh của nền kinh tế sẽ giúp Bill Clinton tái đắc cử vào tháng 11 năm 1996, khen thưởng tổng thống vì sự nhẫn nại của ông.

KHỦNG HOẢNG PESO MEXICA

Việc tăng lãi suất của Paul Volcker vào năm 1982 đã góp phần gây ra cuộc khủng hoảng tài chính ở Mexico và các quốc gia mắc nợ ở Mỹ Latinh khác. Việc thắt chặt năm 1994 của Alan Greenspan cũng

gây áp lực lên Mexico, giống như năm 1982, nước này đang bấp bênh trên bờ vực vỡ nợ. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng Mexico năm 1994 lại khác, phản ánh những thay đổi lớn trong hệ thống tài chính quốc tế trong thập kỷ trước. Năm 1982, chủ nợ của Mexico và các nước Mỹ Latinh khác là các ngân hàng lớn của Mỹ nên cuộc khủng hoảng nợ cũng tiềm ẩn nguy cơ khủng hoảng hệ thống ngân hàng Mỹ. Tuy nhiên, vào năm 1994, khoản vay của Mexico không phải dưới dạng các khoản vay ngân hàng - rõ ràng là các ngân hàng đã học được từ năm 1982 - mà chủ yếu dưới dạng trái phiếu bán cho các chủ nợ trên khắp thế giới. Điều quan trọng là, nhiều trái phiếu của Mexico - giống như hầu hết các trái phiếu được các nước thị trường mới nổi bán ra nước ngoài - được định giá thực tế bằng đô la, một biện pháp nhằm giúp các chủ nợ tránh khỏi rủi ro thay đổi tỷ giá hối đoái giữa peso và đô la. Tuy nhiên, rủi ro tỷ giá hối đoái không biến mất. Thay vào đó, chính phủ Mexico phải gánh chịu rủi ro rằng họ sẽ buộc phải hoàn trả bằng những đồng đô la đắt đỏ hơn nếu đồng peso mất giá. Hơn nữa, phần lớn khoản nợ liên quan đến đồng đô la của Mexico - được gọi là tesobonos - là ngắn hạn, có nghĩa là những người cho vay, giống như những người gửi tiền trong một ngân hàng đang gặp khó khăn, có thể rút vốn nếu họ mất niềm tin.

Mexico đã ký Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ với Hoa Kỳ vào năm 1994 và trong vài năm trước đó đã tiến hành các cải cách ủng hộ thị trường, bao gồm tăng tính độc lập của ngân hàng trung ương Mexico và giao cho ngân hàng này một mục tiêu chính thức về lạm phát. Sự lạc quan về triển vọng của một Mexico mới được cải cách đã thu hút tiền nước ngoài.

Nhưng niềm tin có thể rất mong manh. Giá trị đồng đô la tăng khi Fed thắt chặt, làm tăng chi phí thực tế của các khoản thanh toán nợ của Mexico. Ngoài ra, vào năm 1994, Mexico còn phải hứng chịu những cú sốc chính trị nghiêm trọng, bao gồm cuộc nổi dậy ở bang Chiapas và vụ ám sát một ứng cử viên tổng thống. Để đối phó với áp lực chính trị, chính phủ đã nới lỏng các chính sách tài chính và tiền tệ trước cuộc bầu cử. Những động thái chính sách này nhằm củng cố nền kinh tế trong ngắn hạn nhưng cũng gây nghi ngờ về cam kết cải cách dài hạn của đất nước, đặc biệt là kiểm soát thâm

hụt ngân sách chính phủ và lạm phát. Sự kết hợp của các sự kiện này đã thúc đẩy dòng vốn đầu tư chảy ra ngoài, buộc ngân hàng trung ương Mexico phải sử dụng nguồn dự trữ đô la hạn chế của mình trong nỗ lực hỗ trợ giá trị của đồng peso. Đến tháng 12, ngân hàng trung ương không còn đủ dự trữ để duy trì tỷ giá cố định của đồng peso, buộc tân tổng thống phải tuyên bố phá giá đồng tiền một cách bất ngờ. Các nhà đầu tư nước ngoài lo sợ rằng Mexico sẽ không thể trả được khoản nợ liên quan đến đồng đô la của mình nên đã bắt đầu rút tiền ra với tốc độ thậm chí còn nhanh hơn. Nếu không có sự giúp đỡ, Mexico sẽ sớm vi phạm các nghĩa vụ quốc tế của mình.

Giải pháp thị trường tự do đơn giản mà Greenspan có thể đã áp dụng trong những ngày theo chủ nghĩa tự do của ông sẽ là để Mexico vỡ nợ, tránh rủi ro đạo đức của một gói cứu trợ: Nếu Mexico và các chủ nợ nghĩ rằng chính phủ Mỹ sẽ luôn bảo vệ họ khỏi hậu quả từ những sai lầm của họ , họ sẽ được khuyến khích chấp nhận rủi ro quá mức. Tuy nhiên, trong vai trò chủ tịch Fed, Greenspan lo ngại rằng việc Mexico vỡ nợ có thể gây nguy hiểm cho hệ thống tài chính quốc tế bằng cách khiến các nhà đầu tư mất niềm tin vào các nền kinh tế thị trường mới nổi khác, dẫn đến nhiều đợt tháo chạy hơn. Ngoài ra, vì Mexico là đối tác thương mại lớn của Mỹ nên sự sụp đổ của nền kinh tế nước này có thể hạn chế sự tăng trưởng của Mỹ. Cuối cùng, một lập luận thu hút ngân hàng trung ương ở Greenspan là, giống như một ngân hàng vững mạnh khác đang phải đối mặt với làn sóng người gửi tiền, vấn đề của Mexico được cho là thiếu thanh khoản tạm thời hơn là tình trạng mất khả năng thanh toán cơ bản. Nhìn chung, có thể đưa ra trường hợp Hoa Kỳ đóng vai trò là người cho vay quốc tế cuối cùng đối với Mexico, nhờ đó tránh được tình trạng vỡ nợ và những tổn thất có thể xảy ra từ đó. Và các vấn đề rủi ro đạo đức ít nhất có thể được cải thiện một phần bằng cách đảm bảo rằng Mexico và các nhà đầu tư của họ phải chịu chi phí trong quá trình này.

Greenspan, Bộ trưởng Tài chính Rubin và Thứ trưởng Tài chính Larry Summers đồng ý rằng việc ngăn chặn tình trạng vỡ nợ của Mexico là vì lợi ích tốt nhất của Hoa Kỳ và họ đã thuyết phục được Tổng thống Clinton. Tuy nhiên, họ không thể thuyết phục Quốc hội

cấp kinh phí cần thiết cho những gì có vẻ như là một gói cứu trợ nước ngoài không được ưa chuộng. Bộ ba Rubin-Summers-Greenspan đã tìm ra được một giải pháp thay thế. Với sự hỗ trợ của Greenspan, Bộ Tài chính đã sử dụng Quỹ Bình ổn Tỷ giá hối đoái để tài trợ cho gói hỗ trợ cho Mexico. Quỹ này được Quốc hội thành lập trong thời kỳ Suy thoái nhằm giúp Bộ Tài chính có khả năng mua và bán đô la khi cần thiết nhằm ổn định giá trị của đồng đô la trên thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, vì bất kỳ cuộc khủng hoảng nào cũng có thể ảnh hưởng đến đồng đô la nên trên thực tế việc sử dụng quỹ khá linh hoạt. IMF và Ngân hàng Thanh toán Quốc tế ở Thụy Sĩ, một tổ chức đa phương giúp điều phối hoạt động của các ngân hàng trung ương, đã đóng góp vào gói cứu trợ trị giá 50 tỷ USD cho Mexico - 20 tỷ USD trong số đó đến từ Hoa Kỳ.

Mexico cuối cùng đã hoàn trả đầy đủ khoản viện trợ và buộc phải tiến hành cải cách kinh tế cũng như các chính sách tài chính và tiền tệ chặt chẽ hơn dưới sự giám sát của IMF. Mặc dù Mexico tránh được tình trạng vỡ nợ nhưng nước này đã phải chịu một cuộc suy thoái nghiêm trọng vào năm 1995. Thật không may, từ góc độ rủi ro đạo đức, các nhà đầu tư trái phiếu của Mexico đã làm tốt hơn, với những người nắm giữ các khoản nợ liên quan đến đồng đô la phần lớn được thanh toán toàn bộ. Tuy nhiên, các nhà đầu tư nước ngoài khác – bao gồm cả các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Mexico và khoản nợ bằng đồng peso – đã chịu tổn thất đáng kể.

Vai trò của Greenspan trong gói cứu trợ Mexico đã nâng cao danh tiếng của ông với tư cách là người ấn định tài chính và là nhà hoạch định chính sách có tầm ảnh hưởng vượt ra ngoài việc ấn định lãi suất. Ý nghĩa lớn hơn của tình tiết này là nó sẽ trở thành nguyên mẫu cho các cuộc khủng hoảng tài chính vào cuối thập kỷ này.

"Lẩm bẩm với sự không mạch lạc tuyệt vời": GREENSPAN NHƯ NGƯỜI GIAO TIẾP

Các chủ ngân hàng trung ương trong lịch sử là một nhóm bí mật. Các ngân hàng trung ương đầu tiên, bao gồm cả Ngân hàng Anh đã

tồn tại được ba thế kỷ, khởi đầu là các tổ chức tư nhân, và các thống đốc của họ duy trì quyền tự quyết định và giữ bí mật như những gì các chủ ngân hàng chuyên nghiệp cần có. Theo thời gian, các ngân hàng trung ương đảm nhận vai trò công khai hơn, nhưng trong nhiều năm, quan điểm tiêu chuẩn cho rằng việc duy trì sự huyền bí, cảm giác rằng các ngân hàng trung ương biết nhiều hơn những gì họ cho phép, là quan trọng cho cả tính linh hoạt của chính sách và tối đa hóa tác động của thị trường. của bất kỳ thông báo nào. Montagu Norman, thống đốc lập dị của Ngân hàng Anh từ năm 1921 đến năm 1944, nổi tiếng đã lấy phương châm cá nhân của mình là "Không bao giờ giải thích, không bao giờ bào chữa". Ông thường xuyên từ chối những yêu cầu tự phụ để làm chứng trước Quốc hội.

Trên bình diện quốc tế, bí mật của ngân hàng trung ương bắt đầu lỗi thời vào những năm 1980 và 1990. Một thời điểm quan trọng là năm 1990, khi Ngân hàng Dự trữ New Zealand, cơ quan đã chống chọi với lạm phát hai con số trong những năm 1980, hợp tác với chính phủ công bố mục tiêu lạm phát chính thức từ 0 đến 2%. Nhiều ngân hàng trung ương đã đi theo sự dẫn dắt của New Zealand, ở cả các nền kinh tế tiên tiến và các thị trường mới nổi. Cùng với việc đặt ra các mục tiêu chính thức, các sáng kiến minh bạch bao gồm việc công bố các thông tin khác, chẳng hạn như dự báo và phân tích kinh tế của ngân hàng trung ương.

Hai lý do cơ bản làm nền tảng cho sự cởi mở mới. Đầu tiên là chính sách tiền tệ sẽ hiệu quả hơn nếu những người tham gia thị trường tài chính hiểu rõ hơn suy nghĩ của các nhà hoạch định chính sách. Xét cho cùng, chính sách tiền tệ hoạt động ở một mức độ quan trọng bằng cách ảnh hưởng đến lợi nhuận thị trường và giá tài sản, đồng thời hiểu rõ hơn về các mục tiêu và chiến lược của ủy ban chính sách sẽ giúp thị trường tài chính phản ánh tốt hơn ý định của các nhà hoạch định chính sách. Thứ hai, sau cuộc Đại lạm phát, được coi là ít nhất một phần xuất phát từ ảnh hưởng chính trị lên chính sách tiền tệ, Fed và các ngân hàng trung ương khác đã trở nên độc lập hơn trước các áp lực chính trị ngắn hạn. Nhưng nếu các quan chức không được bầu chọn được trao toàn quyền đưa ra các

quyết định chính sách tiền tệ sau đó, thì họ phải tự giải thích. Trách nhiệm giải trình đó chỉ có thể đạt được thông qua tính minh bạch.

Greenspan là một nhân vật chuyển tiếp trong sự thay đổi toàn cầu hướng tới sự minh bạch hơn của ngân hàng trung ương. Xu hướng của anh ấy là trường học cũ. Ông coi trọng sự linh hoạt và khó đoán, giữ thông tin chặt chẽ và - như ông đã nói đùa ngay sau khi nhậm chức - "Tôi đã học cách lầm bầm một cách vô cùng mạch lạc." Anh ấy thực sự là một bậc thầy trong việc nói ít, nói nhiều. Đồng thời, ông đánh giá cao việc truyền thông về chính sách thường là cần thiết, đôi khi còn hữu ích. Vì vậy, mặc dù Cục Dự trữ Liên bang thường tụt hậu so với các ngân hàng trung ương khác về tính minh bạch - đặc biệt, Greenspan phản đối ý tưởng về mục tiêu lạm phát chính thức - tổ chức này đã thực hiện các bước quan trọng dưới sự lãnh đạo của ông. Nhiều bước trong số này liên quan đến sự phát triển của tuyên bố đi kèm với các quyết định của FOMC.

Điều đáng chú ý là đối với những người theo dõi Fed hiện đại, những người phân tích các tuyên bố sau cuộc họp của FOMC để tìm mọi thay đổi về từ ngữ hoặc giọng điệu, trước tháng 2 năm 1994, những thay đổi trong quan điểm về chính sách tiền tệ không được công bố thường xuyên vào ngày chúng được đưa ra. (Đối với vấn đề đó, cũng không có bất kỳ thay đổi nào được ban hành ngay lập tức - FOMC trao cho chủ tịch quyết định về thời gian chính xác.) Thay vào đó, các nhà báo tài chính sẽ tham khảo ý kiến của các nhà phân tích Phố Wall, những người theo dõi biến động lãi suất thị trường ngắn hạn và sẽ đưa ra ý kiến về việc liệu một sự thay đổi trong chính sách đã xảy ra. Không phải là chưa từng có chuyện một phóng viên tài chính trích dẫn lời các nhà phân tích nói rằng một hành động chính sách của Fed đã xảy ra trong khi thực tế là không hề có.

Tuy nhiên, mức tăng lãi suất vào tháng 2 năm 1994 đã khởi động chuỗi hạ cánh mềm là một điều đặc biệt. Đây là lần thay đổi chính sách đầu tiên kể từ tháng 9 năm 1992 và là lần thắt chặt đầu tiên kể từ năm 1989. Greenspan muốn đảm bảo rằng sự thay đổi này được thị trường nhìn thấy rõ ràng và do đó nó xứng đáng được đưa ra thông báo chính thức sau cuộc họp FOMC. Đồng thời, để duy trì sự linh hoạt quý giá của mình, Greenspan tiến hành từng bước nhỏ. Tuyên bố sau cuộc họp là của chính Greenspan chứ không phải của

toàn thể Ủy ban, vốn không có cơ hội chỉnh sửa hay phê duyệt. Từ ngữ của nó không rõ ràng và gián tiếp, chỉ cho thấy rằng "một sự gia tăng nhỏ trong lãi suất thị trường tiền tệ ngắn hạn" đã được dự kiến mà không đưa ra con số nào. Và Greenspan đã chỉ ra với FOMC rằng các tuyên bố sẽ không được đưa ra trong mọi cuộc họp trong tương lai, đặc biệt là các cuộc họp khi không có hành động nào được thực hiện. Tuy nhiên, tuyên bố tháng 2 năm 1994 là một sự đổi mới có nhiều hậu quả.

Bên cạnh mong muốn nhấn mạnh sự thay đổi trong định hướng chính sách, Greenspan còn có một động lực khác để tăng cường tính minh bạch - áp lực từ Capitol Hill. Chủ tịch Ủy ban Hạ viện về Ngân hàng, Nhà ở và Đô thị, Henry B. Gonzalez (D-Texas), đã có lúc đưa ra yêu cầu của quốc hội về việc tiết lộ nhiều hơn về các cuộc thảo luận chính sách của FOMC. Để đáp lại, vào tháng 3 năm 1993, FOMC đã đồng ý bắt đầu công bố biên bản tóm tắt mỗi cuộc họp sau cuộc họp tiếp theo của Ủy ban - tức là với độ trễ khoảng bảy tuần. Không hài lòng, Gonzalez đã lên lịch một buổi điều trần về dự luật yêu cầu FOMC công bố bản ghi đầy đủ và băng video về mỗi cuộc họp trong vòng 60 ngày. Ông đã mời tất cả 19 người tham gia FOMC (thành viên Hội đồng quản trị và chủ tịch Ngân hàng Dự trữ) cùng làm chứng. Trong phiên điều trần đáng chú ý vào ngày 19 tháng 10 năm 1993, năm thành viên Hội đồng quản trị và mười chủ tịch Ngân hàng Dự trữ đã tham gia cùng Greenspan, cùng với những người tham gia FOMC khác gửi báo cáo.

Phiên điều trần càng trở nên đáng chú ý hơn khi Greenspan tiết lộ các cuộc họp của FOMC đã được ghi âm trong nhiều năm và được chép lại để giúp các nhân viên lập biên bản. Các cuộn băng thường xuyên bị xóa nhưng những bản ghi âm chưa chỉnh sửa vẫn tồn tại, cách đây mười bảy năm. Hầu hết những người tham gia FOMC đều không biết về bản ghi âm, và Greenspan viết trong hồi ký của mình rằng ông chỉ biết về chúng khi chuẩn bị cho buổi điều trần. Nhưng Fed rõ ràng đang ở thế phòng thủ. Trong thỏa hiệp cuối cùng vẫn được giữ nguyên, FOMC đã đồng ý phát hành bản ghi đầy đủ, được chỉnh sửa nhẹ của tất cả các cuộc họp của mình với độ trễ 5 năm. (Bản ghi có trên trang web của Hội đồng.) Tài liệu này chắc chắn có giá trị đối với các nhà sử học và nó cung cấp một số trách nhiệm

giải trình cho các nhà hoạch định chính sách, dù chỉ có độ trễ dài. Nhưng việc công bố biên bản đã làm giảm đi sự trao đổi và thảo luận tự phát tại các cuộc họp.

Kinh nghiệm với các bản ghi âm có thể đã thuyết phục Greenspan rằng các quyết định về tính minh bạch của Fed không phải lúc nào cũng tùy thuộc vào ông, và việc cho phép nhìn lén sau bức màn có thể phục vụ các mục đích chính trị cũng như chính sách. Sau tháng 2 năm 1994, các tuyên bố sau cuộc họp, mặc dù vẫn còn trống và thường chỉ được đưa ra sau các cuộc họp mà hành động đã được thực hiện, đã bắt đầu phát triển. Thời gian trôi qua, FOMC đã cung cấp thông tin rõ ràng hơn về sự thay đổi trong mục tiêu lãi suất quỹ liên bang, đầu tiên là về mối quan hệ của nó với lãi suất chiết khấu, sau đó (vào tháng 7 năm 1995) về mục tiêu của chính lãi suất quỹ. Theo thời gian, các tuyên bố cũng cung cấp thêm thông tin về lý do căn bản cho hành động chính sách. Quả thực, tuyên bố tháng 8 năm 1994 bao gồm những gì mà ngày nay chúng ta gọi là hướng dẫn chuyển tiếp. Sau khi ghi nhận mức tăng nửa điểm phần trăm trong tỷ lệ chiết khấu, điều này sẽ được phép "thể hiện hoàn toàn" với tỷ giá thị trường, tuyên bố sau cuộc họp của Greenspan cho biết rằng "những hành động này dự kiến sẽ đủ, ít nhất là trong một thời gian, ” báo hiệu sự tạm dừng dự kiến. (Tuy nhiên, hướng dẫn này tỏ ra có sai sót khi Ủy ban đã tăng lãi suất thêm 3/4 điểm vào tháng 11.)

Hai vấn đề nhức nhối suốt phần còn lại của thập niên 1990. Đầu tiên là liệu có cung cấp hướng dẫn có hệ thống về định hướng chính sách trong tương lai hay không, ngoài việc thông báo cho thị trường về hành động hiện tại. Ủy ban, trong một chỉ thị, đã chỉ thị cho Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York về hướng điều chỉnh lãi suất. (Bộ phận Thị trường mở tại Fed New York chịu trách nhiệm thực hiện chính sách tiền tệ, mua và bán chứng khoán Kho bạc khi cần thiết để quản lý nguồn cung dự trữ ngân hàng và lãi suất quỹ.) Hướng dẫn này được gọi là chính sách “thiên vị”. Xu hướng có thể hướng lên (có nghĩa là tỷ lệ có khả năng tăng), hướng xuống hoặc trung tính. Rõ ràng, sự thiên vị có thể là thông tin quan trọng đối với những người tham gia thị trường, nhưng nó chỉ được công bố cùng với biên bản cuộc họp khoảng bảy tuần sau đó. Đến lúc đó, thông

tin đã cũ. Sau nhiều cuộc thảo luận, vào tháng 12 năm 1998, Ủy ban đã đồng ý đưa những thay đổi đáng kể về thành kiến vào tuyên bố sau cuộc họp của mình.

"Thành kiến" lần lượt phát triển. Vào tháng 2 năm 2000, Ủy ban chuyển sang sử dụng ngôn ngữ được xây dựng xung quanh khái niệm "cân bằng rủi ro" đối với nền kinh tế. Nếu nền kinh tế có vẻ đang suy yếu, tuyên bố sẽ nói rằng rủi ro "chủ yếu tập trung vào các điều kiện có thể tạo ra sự yếu kém về kinh tế". Nếu nền kinh tế có vẻ như đang quá nóng, thì rủi ro "chủ yếu tập trung vào các điều kiện có thể tạo ra áp lực lạm phát tăng cao". Việc xây dựng sự cân bằng rủi ro ngầm gắn liền với tư duy đường cong Phillips, trong đó lạm phát và tăng trưởng kinh tế được đánh đổi. Chẳng hạn, khả năng hoạt động kinh tế có thể quá lạnh và đồng thời lạm phát cũng quá nóng - như trường hợp lạm phát đình trệ vào những năm 1970 - khó có thể nắm bắt được bằng ngôn ngữ cân bằng rủi ro.

Vấn đề nhắn tin thứ hai là ai sở hữu bản tuyên bố. Những tuyên bố ban đầu đến từ cá nhân Greenspan, không có ý kiến đóng góp của Ủy ban. Nhưng rõ ràng là bản thân các tuyên bố đó, bằng cách định hình kỳ vọng của thị trường về lãi suất trong tương lai, cũng là một dạng chính sách. Theo thời gian, Greenspan phải đối mặt với áp lực phải cho phép Ủy ban tác động đến tuyên bố. Đầu năm 1995, Al Broaddus, chủ tịch Fed Richmond, đã đề nghị các nhân viên chuẩn bị các tuyên bố thay thế, có lẽ với những thành kiến khác nhau, và FOMC chính thức bỏ phiếu về ngôn ngữ đó. Greenspan thừa nhận rằng sự thiên vị là một yếu tố của chính sách nhưng cho rằng việc chỉnh sửa tuyên bố trong cuộc họp là không thực tế và vấn đề không đi xa hơn. Trong một thời gian, Greenspan hoặc cấp dưới của ông, Don Kohn, chỉ đọc tuyên bố vào cuối cuộc họp, sau khi Ủy ban đã bỏ phiếu về hành động chính sách.

Khi khả năng tác động đến kỳ vọng chính sách của tuyên bố ngày càng trở nên rõ ràng, Greenspan đã thay đổi. FOMC vào tháng 5 năm 1999 lần đầu tiên công bố sự thay đổi trong xu hướng (theo hướng thắt chặt) mà không thay đổi lãi suất. Thị trường phản ứng mạnh mẽ, như thể đó là một thông báo về việc tăng lãi suất chứ không chỉ đơn thuần là khả năng tăng lãi suất. Tại cuộc họp tháng 12 năm 1999, Greenspan đã đưa ra các tuyên bố thay thế để xem

xét và bắt đầu từ cuộc họp tháng 2 năm 2000, cuộc bỏ phiếu của Ủy ban bao gồm việc phê duyệt tuyên bố cũng như hành động chính sách.

Vào tháng 3 năm 2002, trong một bước tiến khác hướng tới sự minh bạch, FOMC bắt đầu ngay lập tức công bố phiếu bầu về hành động và tuyên bố chính sách, bao gồm cả những ý kiến bất đồng quan điểm. Mặc dù bị thúc đẩy một phần bởi những lo ngại về mặt pháp lý—dường như có thể Đạo luật Tự do Thông tin sẽ buộc phải công bố phiếu bầu ngay lập tức—cơ hội thể hiện sự bất đồng quan điểm trong tuyên bố của cuộc họp sẽ trở thành phương tiện để những người phản đối một động thái chính sách thu hút được sự chú ý nhiều hơn đến quyền lợi của họ. lượt xem.

Bất chấp những thay đổi kể từ năm 1994, tính đến năm 2002, tính minh bạch của Fed dưới thời Greenspan vẫn còn hạn chế so với nhiều ngân hàng trung ương khác. Nhưng những thay đổi trong môi trường kinh tế và chính sách cơ bản cũng sẽ sớm dẫn đến những thay đổi trong giao tiếp.

NHẬP MAESTRO

Cuộc hạ cánh nhẹ nhàng vào năm 1994–96 đã kéo dài quá trình mở rộng sang năm thứ sáu. Liệu Fed có thể duy trì chuỗi chiến thắng – tăng trưởng vững chắc, tỷ lệ thất nghiệp thấp, lạm phát ổn định – tồn tại không? Điều đó đã xảy ra và các nhà quan sát đương thời đã dành phần lớn công lao cho Greenspan. Năm 2000, Bob Woodward của tờ Washington Post, người nổi tiếng về vụ Watergate, đã xuất bản một cuốn sách về sự lãnh đạo của Greenspan tại Fed, có tựa đề Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom. Biệt danh này sẽ được gắn bó, báo hiệu sự thăng tiến của Greenspan trở thành ngôi sao nhạc rock. Greenspan đã xử lý thành công giai đoạn hậu hạ cánh mềm, nhưng câu chuyện phức tạp hơn những gì được mô tả trong các tài liệu hagiographic.

Vào giữa năm 1996, Fed đã phải đối mặt với một tình huống gợi nhớ đến năm 1994. Nền kinh tế đang tăng trưởng với tốc độ ổn định

- khoảng 3% trong nửa đầu năm - và tỷ lệ thất nghiệp ở mức 5,5% đã giảm khiêm tốn xuống dưới mức ước tính của nhân viên về tỷ lệ tự nhiên. Theo logic đường cong Phillips thông thường, lạm phát sẽ sớm trở thành một vấn đề và chiến lược tấn công phủ đầu được Greenspan tán thành vào năm 1994 đã lập luận rằng sẽ sớm bắt đầu tăng lãi suất. Một số thành viên FOMC ủng hộ chính xác chiến lược đó.

Tuy nhiên, Greenspan không chắc chắn lắm và có xu hướng thận trọng. Ông đã biết, từ năm 1994, rằng việc bắt đầu một chuỗi tăng lãi suất sau một thời gian lãi suất ổn định hoặc giảm có thể gây sốc cho thị trường, đặc biệt là thị trường trái phiếu. Ngoài ra, tình hình năm 1996 cũng có phần khác so với hai năm trước đó. Thứ nhất, điều kiện tiền tệ năm 1996 rõ ràng không hề dễ dàng như vậy. Lãi suất quỹ liên bang đứng ở mức 5,5%, một mức tương đối bình thường vào thời điểm đó, chứ không phải 3% như năm 1994. Quan trọng hơn, tính đến giữa năm 1996, có rất ít dấu hiệu về lạm phát. Được đo bằng chỉ số giá tiêu dùng cốt lõi, lạm phát ổn định ở mức 2,7% và các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ đã báo cáo tại cuộc họp tháng 7 rằng các mối liên hệ kinh doanh của họ không thể tăng giá mà không làm giảm doanh số bán hàng. Lạm phát tiền lương dường như cũng đã được kiểm soát, chỉ có vài dấu hiệu rải rác cho thấy tiền lương đang tăng nhanh hơn. Ngăn chặn lạm phát là một chuyện; bắn vào bóng tối là một chuyện khác.

Việc không có áp lực lạm phát rõ ràng đã biện minh cho cách tiếp cận thận trọng của FOMC, nhưng nó cũng đặt ra một câu hỏi: Với một nền kinh tế mạnh mẽ và tỷ lệ thất nghiệp giảm, tại sao lạm phát không cao hơn, như lý luận về đường cong Phillips tiêu chuẩn ngụ ý?

Greenspan đã phát triển quan điểm giải thích tại sao tiền lương và giá cả chỉ tăng ở mức khiêm tốn, bất chấp nền kinh tế đang mở rộng và thị trường lao động thắt chặt. Nó kích hoạt những gì ông coi là sự tăng tốc trong tốc độ thay đổi công nghệ. Vào cuối những năm 1990, cuộc cách mạng internet đã làm dấy lên tin đồn về Nền kinh tế mới và Greenspan đang trở thành một người chuyển đổi. Ông tin rằng Nền kinh tế mới tăng năng suất - nghĩa là tăng số lượng sản phẩm có thể được tạo ra bởi bất kỳ sự kết hợp nào giữa vốn và lao

động - đang làm chậm lạm phát theo hai cách. Thứ nhất, những thay đổi về công nghệ như việc sử dụng robot trong nhà máy hay phần mềm tiên tiến trong văn phòng khiến người lao động cảm thấy bất an hơn trong công việc vì họ biết rằng mình có thể dễ dàng bị thay thế hơn. Theo giả thuyết về sự bất an của người lao động Greenspan, những diễn biến này khiến người lao động ít sẵn sàng thúc đẩy tăng lương hơn, mặc dù tỷ lệ thất nghiệp thấp. Thứ hai, năng suất tăng giúp bù đắp tác động của việc tăng lương đối với chi phí sản xuất hàng hóa và dịch vụ, từ đó làm giảm áp lực lạm phát. Do đó, Greenspan kết luận, bất chấp nền kinh tế mạnh mẽ, những cải tiến nhanh chóng về công nghệ và do đó về năng suất sẽ giúp kiềm chế lạm phát, giảm nhu cầu hành động phủ đầu của Fed.

Các nhân viên chuyên nghiệp có ảnh hưởng của Cục Dự trữ Liên bang không đồng ý với cả hai lập luận của Greenspan, ít nhất là lúc đầu. Các nhân viên đã đưa ra giả thuyết về sự bất an của người lao động tại cuộc họp FOMC tháng 9 năm 1995, trước khi Greenspan tập trung vào nó. Tại cuộc họp đó, giám đốc nghiên cứu Mike Prell nói với Ủy ban rằng các nhân viên đã sử dụng dữ liệu thăm dò ý kiến và đo lường rủi ro mất việc làm để khám phá giả thuyết và không đưa ra được điều gì thuyết phục. Tuy nhiên, những giai thoại và báo cáo trên phương tiện truyền thông đã khiến nhiều người trong FOMC chấp nhận quan điểm của Greenspan về sự thay đổi cán cân quyền lực trên thị trường lao động. Ủy ban đã ngừng hoạt động trong mùa hè năm 1996, giữ nguyên lãi suất.

Dữ liệu giữa các cuộc họp tháng 7 và tháng 9 năm 1996 rất "mờ mịt", như Greenspan đã nói. Thị trường lao động đã thắt chặt hơn nữa, với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống còn 5,1%. Người lao động rõ ràng cũng cảm thấy bớt bất an hơn một chút khi một số thước đo cho thấy mức tăng lương đang tăng lên. Tuy nhiên, lạm phát giá tiêu dùng vẫn ở mức thấp.

Greenspan, vẫn còn do dự trong việc tăng lãi suất, đã rút lui sang phần thứ hai trong lập luận của mình: rằng, ngay cả khi tiền lương tăng khiêm tốn, năng suất tặng sẽ ngăn những khoản tăng lương đó chuyển thành lạm phát. Ở đây một lần nữa, Greenspan lại mâu thuẫn với các nhân viên, những người có dữ liệu chính thức về phía họ. Sản lượng trên mỗi giờ làm việc trong quý 2 năm 1996 -

một chỉ số đơn giản về năng suất - chỉ tăng 0,9% so với cùng kỳ năm trước, theo số liệu có được vào thời điểm đó, không phải là một tỷ lệ đặc biệt ấn tượng và thấp hơn so với thời điểm Fed ban hành chính sách mới. đã bắt đầu tăng lãi suất vào năm 1994. Tuy nhiên, Greenspan (cùng với nhiều người trong FOMC) một lần nữa bị ảnh hưởng bởi những giai thoại từ các mối quan hệ kinh doanh của họ về việc cải thiện hiệu quả, và Greenspan đã chỉ đạo các nhân viên tìm hiểu sâu hơn. Ông lập luận rằng dữ liệu hiện có có thể đang đánh giá thấp mức tăng năng suất thực tế, vì hai lý do: Thứ nhất, lợi nhuận doanh nghiệp cao, mặc dù lương tăng, cho thấy rằng hiệu quả tăng lên đang giúp giảm chi phí. Thứ hai, tăng trưởng năng suất trong sản xuất – lĩnh vực dễ đo lường năng suất nhất – khá mạnh, trong khi tăng trưởng năng suất trong các lĩnh vực dịch vụ – ít được đo lường chính xác hơn, theo quan điểm của Greenspan – dường như thấp đến mức không thể tin được.

Một thiểu số đáng kể trong Ủy ban đã cố gắng thắt chặt nhưng lập luận của Greenspan và ảnh hưởng cá nhân đã thuyết phục họ trì hoãn để có thêm thông tin. Thay vì bắt đầu chu kỳ tăng lãi suất vào tháng 9 năm 1996, FOMC đã giữ lãi suất ổn định trong thời gian còn lại của năm. Và quả thực, nền kinh tế tiếp tục hoạt động tốt mà không có sự gia tăng lạm phát. Dự báo của Greenspan đã đúng, các nhân viên và những thành viên FOMC có quan điểm diều hâu hơn đã sai.

Tuy nhiên, sự chậm trễ trong việc bắt đầu thắt chặt cuối cùng không quá lâu. Đến đầu năm 1997, mặc dù có rất ít thay đổi rõ ràng trong nền kinh tế, quan điểm của Greenspan bắt đầu thay đổi. Tại cuộc họp tháng 2 năm 1997, ông tuyên bố rằng ông nghĩ thời điểm chuyển đi đang đến rất nhanh. "Chúng ta đang đi đến thời điểm – tháng 3 có thể là thời điểm thích hợp – khi chúng ta sẽ phải di chuyển trừ khi có bằng chứng rất rõ ràng rằng tốc độ mở rộng đang giảm bớt đáng kể." Ủy ban đã tăng lãi suất vào tháng 3, nhưng sẽ tạm dừng việc tăng lãi suất khi một cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế khác, lần này là ở châu Á, tạo ra những trở ngại kinh tế.

Liệu màn trình diễn của Greenspan vào năm 1996 và 1997 có biện minh cho sự ca tụng mà ông nhận được trong cuốn sách của Woodward và những nơi khác không? Theo nhiều cách, vâng. Quan

trọng nhất là kết quả kinh tế rất tốt. Tăng trưởng vững chắc và lạm phát thấp tiếp tục. Và không còn nghi ngờ gì nữa, tập phim đã thể hiện những điểm mạnh của Greenspan, bao gồm cả kỹ năng quản lý Ủy ban và khả năng nhìn xa hơn những dữ liệu kinh tế tiêu chuẩn của ông. Những hiểu biết sâu sắc của ông về năng suất đặc biệt ấn tượng. Dữ liệu sửa đổi sau đó cho thấy tăng trưởng năng suất trong năm 1996 và 1997 thực sự cao hơn đáng kể so với số liệu đo lường ban đầu, như Greenspan đã dự đoán.

Ở một số khía cạnh khác, phân tích của Greenspan kém chính xác hơn. Giả thuyết về sự bất an của người lao động, mà trong mọi trường hợp, ông đã từ bỏ khi tiền lương bắt đầu tăng, nhìn lại đã không còn đúng nữa. Các nghiên cứu sau đó ghi nhận rằng hầu hết người lao động coi nguy cơ mất việc làm là thấp hơn bình thường trong thời gian đó chứ không cao hơn; và mức độ an toàn việc làm thực tế trong những năm 1990 cao hơn, nếu có, so với những thập kỷ trước. Hơn nữa, mức tăng năng suất mà Greenspan đã xác định trước đây có lẽ chỉ giải thích một phần lý do lạm phát không thể tăng lên. Alan Blinder và Janet Yellen—cả hai đều là những nhà kinh tế học nổi tiếng và là thành viên của Hội đồng quản trị Fed vào thời điểm đó—sau đó đã viết một cuốn sách về Fed và nền kinh tế những năm 1990 trong đó đã hạ thấp vai trò của tăng trưởng năng suất trong việc kiềm chế lạm phát. Họ lập luận rằng, nhìn lại, phần lớn sự suy yếu không mong đợi của lạm phát trong giai đoạn này có thể được giải thích bởi các yếu tố ngắn hạn khác, bao gồm đồng đô la mạnh lên, giá dầu giảm và những thay đổi về phương pháp đo lường lạm phát.

Nhiều bằng chứng hiện nay cũng cho thấy rằng diễn biến cơ bản của lạm phát đang thay đổi theo chiều hướng thuận lợi vào khoảng thời gian đó. Mặc dù các ước tính về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên không chính xác, nhưng có vẻ như tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên đã giảm khoảng một điểm phần trăm trong khoảng thời gian từ khoảng năm 1980 đến giữa những năm 1990. Trong một bài báo năm 1999, các nhà kinh tế lao động Larry Katz và Alan Krueger cho rằng sự suy giảm rõ ràng này là do một số yếu tố. Thứ nhất, với sự già hóa của thế hệ bùng nổ trẻ em, lực lượng lao động đã trở nên có kinh nghiệm hơn và được giáo dục tốt hơn so với năm 1980 - và những

người lao động có trình độ học vấn cao hơn thường ít thất nghiệp hơn. Thứ hai, những thay đổi trong cơ cấu thị trường lao động, chẳng hạn như sự ra đời của ngành trợ giúp tạm thời, đã cung cấp một phương tiện thay thế cho những người thất nghiệp tìm được việc làm. Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên thấp hơn cho phép nền kinh tế đạt được mức tăng trưởng cao hơn và tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn mà không chịu áp lực lạm phát.

Một yếu tố quan trọng khác làm giảm áp lực lạm phát là sự phục hồi (chủ yếu dưới thời Volcker, nhưng vẫn tiếp tục dưới thời Greenspan) về uy tín của Fed với tư cách là người chống lạm phát. Với việc các hộ gia đình và doanh nghiệp tin tưởng hơn vào cam kết ổn định giá cả của Fed, vòng xoáy giá lương do kỳ vọng lạm phát gia tăng không còn là mối lo ngại nghiêm trọng nữa. Do đó, áp lực lạm phát tăng lên - phát sinh từ sự tăng trưởng nhanh chóng của cầu hoặc từ các cú sốc cung - có thể chỉ có tác động nhất thời lên tốc độ tăng giá chứ không phải là tác động dai dẳng như những năm 1970. Khi đưa ra dự báo lạm phát dựa trên quan điểm được thừa nhận là tiên đoán của ông về năng suất, thay vì các yếu tố khác, Greenspan có thể đã phần nào may mắn - mặc dù, như giám đốc điều hành đội bóng chày Branch Rickey thường nói, may mắn là phần còn lại của thiết kế.

Cuối cùng, cái nhìn sâu sắc của Greenspan về năng suất đã trì hoãn việc thắt chặt chỉ trong khoảng sáu tháng - có lẽ không đủ để tạo ra sự khác biệt lớn - và năng suất (bây giờ chúng ta đã biết) thực sự đã tăng tốc khi Fed thắt chặt vào tháng 3 năm 1997. Có lẽ lúc đó có quá nhiều điều đã xảy ra. được làm từ một tập phim này. Tuy nhiên, nó càng nâng cao danh tiếng của Greenspan, mang lại cho ông ảnh hưởng lớn hơn, không chỉ tại Fed mà còn trong chính sách kinh tế nói chung.

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH CHÂU Á: QUẢN LÝ RỦI RO

Được hỗ trợ bởi khả năng quản lý chính sách khéo léo của Greenspan, nền kinh tế Mỹ đã hoạt động tốt vào cuối những năm 1990, cho đến khi một lần nữa nước này phải đối mặt với những căng thẳng tài chính nước ngoài. Trong trường hợp này, tâm chấn là Đông Nam Á, đặc biệt là Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Philippines và Thái Lan. Những quốc gia này đã tăng trưởng mạnh mẽ trong nhiều thập kỷ, với thu nhập tăng nhanh, tỷ lệ đầu tư cao và giá tài sản leo thang. Không có gì đáng ngạc nhiên khi tiền nước ngoài tìm kiếm lợi nhuận đã đổ vào.

Sau đó, vào tháng 7 năm 1997, trong một diễn biến bất ngờ, chính phủ Thái Lan cạn kiệt nguồn dự trữ ngoại hối và buộc phải phá giá đồng tiền Baht của mình. Trong những tháng tiếp theo, đồng tiền của các nền kinh tế Đông Nam Á khác cũng theo đồng Baht đi xuống. Giống như khi Mexico phá giá vào năm 1994, tâm lý nhà đầu tư thay đổi đột ngột và những người cho vay đã rút vốn khỏi các nền kinh tế đang phát triển ở châu Á. Một cơn hoảng loạn - được mệnh danh là cuộc khủng hoảng tài chính châu Á - đã tấn công thị trường toàn cầu và các quốc gia bị ảnh hưởng phải chịu sự suy thoái hoặc suy thoái đáng kể.

Điều gì đã gây ra sự đảo ngược? Như thường lệ, các yếu tố chính trị và kinh tế kết hợp lại và những điểm dễ bị tổn thương sẽ dễ dàng được nhìn thấy hơn khi nhìn lại. Thứ nhất, các ngân hàng địa phương, trong nhiều trường hợp không được quản lý hay quản lý tốt, đã làm trung gian cho phần lớn các khoản cho vay nước ngoài cho Đông Á. Và, trong bầu không khí sôi động lúc bấy giờ, các ngân hàng đã chấp nhận rủi ro quá mức. Thông thường, các chính trị gia chỉ đạo việc cho vay đối với các công ty được ưu đãi – cái gọi là chủ nghĩa tư bản thân hữu. Vì vậy, mặc dù triển vọng kinh tế của Đông Á nói chung có vẻ khả quan nhưng phần lớn vốn chảy vào từ nước ngoài lại được đầu tư kém.

Hình thức của dòng vốn vào cũng rất quan trọng. Các ngân hàng châu Á địa phương chủ yếu dựa vào nguồn tài trợ ngắn hạn, vốn rẻ hơn và dễ dàng đạt được hơn nguồn tài trợ dài hạn nhưng cũng dễ bị rút vốn hơn. Như trong trường hợp của Mexico, các ngân hàng địa phương vay từ nước ngoài bằng chứng khoán liên kết với đồng đô la trong khi cho vay bằng nội tệ. Sự chênh lệch về tiền tệ này không

nhất thiết là một vấn đề miễn là tỷ giá hối đoái giữa đồng đô la và đồng nội tệ vẫn cố định, như các chính phủ Đông Á đã hứa. Nhưng một khi các nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu rút tiền, các chính phủ có dự trữ đô la hạn chế nhận thấy không thể giữ tỷ giá hối đoái ổn định. Sự mất giá của các đồng tiền châu Á làm tổn hại nghiêm trọng đến lợi nhuận và vốn của các ngân hàng địa phương, những khoản cho vay đối với các doanh nghiệp địa phương và các tài sản khác (chủ yếu bằng nội tệ) đã giảm giá trị so với nợ phải trả (bằng đô la). Trong một vòng luẩn quẩn, mối đe dọa phá sản của ngân hàng đã dẫn đến việc các nhà đầu tư nước ngoài rút thêm đô la và phá giá thêm.

Greenspan và Fed xem xét những diễn biến này một cách bình tĩnh, ít nhất là vào lúc đầu. Nền kinh tế Mỹ có vẻ vững chắc vào năm 1997. Quả thực, FOMC đã cho rằng nhu cầu mạnh mẽ và rủi ro lạm phát ngày càng tăng khi tăng lãi suất quỹ thêm 1/4 điểm phần trăm vào tháng 3. Sự gia tăng đó và những dấu hiệu cho thấy có thể sẽ còn nhiều vốn hơn nữa đã thu hút vốn vào Hoa Kỳ và củng cố đồng đô la, có thể góp phần làm xuất hiện cuộc khủng hoảng châu Á vài tháng sau đó. Tuy nhiên, trong một thời gian, sự biến động tài chính ở châu Á dường như không mấy liên quan đến Hoa Kỳ. Khi giá cổ phiếu Mỹ cuối cùng đã phản ứng với tình trạng hỗn loạn ngày càng tăng ở châu Á - đáng chú ý nhất là sự sụt giảm 7% vào ngày 27 tháng 10 - Greenspan vẫn lạc quan. Ông lưu ý rằng, bằng cách giúp cả hai hạn chế rủi ro lạm phát đang nổi lên và hạ nhiệt những gì ông cho là thị trường chứng khoán quá nóng, những rắc rối ở châu Á đã khiến FOMC phải thắt chặt phần nào.

Giống như trường hợp Mexico ba năm trước, Greenspan và Fed đã hợp tác chặt chẽ với Bộ trưởng Tài chính Rubin và cấp phó của ông, Summers. Như thường lệ trong các cuộc khủng hoảng nợ quốc tế, họ cần thuyết phục những người cho vay hợp tác thay vì rút tiền và các quốc gia mắc nợ phải ký kết các thỏa thuận với IMF. IMF sẽ cung cấp các khoản vay cho các quốc gia gặp khó khăn với điều kiện họ thực hiện cải cách. Vì nhiều yêu cầu của IMF, chẳng hạn như cắt giảm thâm hụt ngân sách chính phủ hoặc thực hiện các chính sách tiền tệ thắt chặt hơn, gây ra những tổn thất đáng kể trong ngắn hạn

với hy vọng đạt được lợi ích lâu dài, nên các cuộc đàm phán diễn ra căng thẳng.

Một thời điểm đặc biệt khó khăn xảy ra vào tháng 11 năm 1997, khi người ta biết rằng Hàn Quốc có lượng dự trữ đô la ít hơn đáng kể so với những gì mọi người tin tưởng. Hàn Quốc vào thời điểm này là một quốc gia có sức mạnh kinh tế đáng kể, một đối tác thương mại lớn của Hoa Kỳ, và người ta lo ngại rằng, sau một đợt phá giá lớn và không kiểm soát được của đồng tiền, nước này sẽ vỡ nợ đối với nhiều khoản nợ bằng đồng đô la. Ngược lại, điều đó có thể gây ra sự phá sản của các ngân hàng (ngân hàng Mỹ là một trong những chủ nợ lớn) và thị trường chứng khoán sụp đổ ở các quốc gia khác, gây ra sự hoảng loạn. Hàn Quốc cũng có tầm quan trọng chiến lược đối với Hoa Kỳ do có đường biên giới với Triều Tiên và sự hiện diện quân sự lớn của Mỹ. Làm việc với Bộ Tài chính và Fed, những người đã thuyết phục các ngân hàng Mỹ gia hạn các khoản vay ngắn hạn cho Hàn Quốc, IMF đã xoa dịu cuộc khủng hoảng bằng gói giải cứu trị giá 55 tỷ USD. Tạp chí Time đã đăng hình Summers, Rubin và Greenspan trên trang bìa với chú thích "Ủy ban cứu thế giới". Trang bìa có hình Greenspan ở giữa, bên cạnh Rubin và Summers, thể hiện mối quan hệ chặt chẽ mà Greenspan đã phát triển với chính quyền Clinton và vai trò trung tâm của ông trong một loạt vấn đề ngoài chính sách tiền tệ trong nước.

Nền kinh tế Mỹ vẫn mạnh mẽ trong nửa đầu năm 1998, bất chấp những vấn đề ở châu Á. Nhưng sau đó, vào tháng 8, Nga bất ngờ vỡ nợ, phản ánh nền kinh tế toàn cầu đang chậm lại và giá dầu (mặt hàng xuất khẩu chính của Nga) giảm xuống mức thấp 11 USD/thùng. Vụ vỡ nợ xảy ra sau khi IMF ngừng cho Nga vay vì nước này không chấp nhận các điều kiện cải cách. Vụ vỡ nợ của Nga đã gây sốc cho thị trường toàn cầu, đến mức nó cũng làm lung lay niềm tin của Greenspan rằng những biến động tài chính nước ngoài không đe dọa đến nền kinh tế Mỹ.

Phát biểu tại Đại học California ở Berkeley, Greenspan nói với khán giả của mình rằng vụ vỡ nợ của Nga đã thúc đẩy "sự suy nghĩ lại lớn ở Fed". Ông nói: "Thật không thể tin được rằng Hoa Kỳ có thể vẫn là một ốc đảo thịnh vượng mà không bị ảnh hưởng bởi một thế giới đang trải qua những căng thẳng ngày càng gia tăng". Nói cách

khác, để hoàn thành nhiệm vụ trong nước của mình, Fed phải xem xét những diễn biến ở phần còn lại của thế giới, đặc biệt là những diễn biến tài chính có thể được truyền tải ngay lập tức từ nước này sang nước khác. Đây là một thái độ rất khác với thái độ tương đối thờ ơ mà Greenspan đã dự đoán ban đầu về cuộc khủng hoảng châu Á.

Tại Hoa Kỳ, một quỹ phòng hộ lớn, Long-Term Capital Management (LTCM), đã trở thành nạn nhân nổi tiếng của biến động tài chính hậu Nga. Được thành lập vào năm 1994 bởi nhà giao dịch trái phiếu nổi tiếng John Meriwether của Salomon Brothers, thành viên hội đồng quản trị của LTCM bao gồm hai nhà kinh tế đạt giải Nobel là Myron Scholes và Robert Merton. Cựu Phó Chủ tịch Fed David Mullins, người từng phục vụ dưới thời Greenspan, cũng là hiệu trưởng. Công ty đã sử dụng các chiến lược định lượng phức tạp và ban đầu đã đạt được lợi nhuận phi thường. Nó cũng có đòn bẩy cao. Vào cuối năm 1997, LTCM nợ khoảng 30 USD trên mỗi USD vốn. Chiến lược của công ty liên quan đến việc khai thác những sai lệch tạm thời của giá tài sản cụ thể so với mức được cho là mức bình thường. Người ta cá rằng theo thời gian những sai lệch đó sẽ biến mất khi các mối quan hệ bình thường hơn được khẳng định lại. Tuy nhiên, việc Nga bất ngờ vỡ nợ đã phá hỏng chiến lược đó bằng cách tạo ra sự biến động đột ngột trên thị trường, khiến giá biến động theo những hướng bất ngờ, gây thiệt hại lớn cho LTCM. Rõ ràng là công ty có vốn ít khó có thể tồn tại.

Vì LTCM đã vay rất nhiều từ hầu hết các công ty lớn ở Phố Wall nên Fed lo ngại rằng sự thất bại không kiểm soát được của nó có thể làm gián đoạn nghiêm trọng thị trường, đặc biệt nếu nó buộc phải bán tài sản của mình với giá bán cháy. Greenspan đồng ý cố gắng tìm giải pháp. Vào ngày 23 tháng 9 năm 1998, các quan chức cấp cao của 16 công ty lớn ở Phố Wall đã gặp nhau tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, dưới sự chứng kiến của Chủ tịch Fed New York, William McDonough. Bản thân Fed chỉ cung cấp địa điểm (và bánh sandwich và cà phê, như truyền thuyết của Fed đã có). Được thúc đẩy bởi McDonough, 14 trong số 16 công ty đã đồng ý đầu tư 3,6 tỷ USD để tránh sự sụp đổ ngay lập tức của LTCM, cho phép quá trình hoạt động diễn ra có trật tự hơn. (Một trong hai công

ty từ chối tham gia là Bear Stearns; LTCM là khách hàng của họ và lệnh gọi ký quỹ của Bear đã góp phần gây ra khủng hoảng. Bản thân Bear Stearns cũng cần sự hỗ trợ của chính phủ một thập kỷ sau đó.) Năm 2000, LTCM cuối cùng đã được thanh lý.

Vào thời điểm đó, Fed đã bị chỉ trích vì đã tạo ra rủi ro đạo đức khi can thiệp, khuyến khích các công ty khác chấp nhận rủi ro liều lĩnh, giống như chính phủ đã bị chỉ trích vì can thiệp vào các cuộc khủng hoảng ở Mexico và châu Á. Trong một cuộc phỏng vấn nhiều năm sau, Greenspan bày tỏ sự khó chịu về sự tham gia của Fed. Tuy nhiên, mặc dù các gói cứu trợ hiếm khi phổ biến nhưng có vẻ như việc giải cứu LTCM là hợp lý và chính đáng. Đầu tiên, nó dựa trên đánh giá của các nhà hoạch định chính sách rằng sự thất bại không kiểm soát được của LTCM sẽ gây ra rủi ro nghiêm trọng cho hệ thống tài chính rộng lớn hơn và cuối cùng là cho nền kinh tế. Ngược lại, vào năm 1990, Fed đã xác định rằng hệ thống này có thể xử lý sự phá sản của ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert và do đó đã quyết định không can thiệp khi ngân hàng này sụp đổ. Thứ hai, rủi ro đạo đức từ sự can thiệp có thể là rất nhỏ. Tất cả số tiền dùng để ngăn chặn sự sụp đổ của LTCM đều đến từ các chủ nợ, không có nguồn nào từ các nguồn công. Và chủ sở hữu của LTCM cuối cùng đã mất phần lớn khoản đầu tư của mình và bị tổn hại về danh tiếng - khó có thể là con đường mà những người khác muốn noi theo. Một lời chỉ trích chính đáng hơn là việc giải cứu chỉ mang tính chất đặc biệt, tạo ra sự bất ổn trên thị trường và gây lo ngại về sự công bằng. Về mặt này, LTCM giống như những cuộc giải cứu tài chính trước đây (và tương lai) của chính phủ Hoa Kỳ, bị cản trở do thiếu khung pháp lý rõ ràng để giải quyết khả năng thất bại của một tổ chức tài chính quan trọng về mặt hệ thống.

Trước và trong giai đoạn LTCM, Greenspan ngày càng lo lắng về tác động phức hợp của các cuộc khủng hoảng ở châu Á và Nga (đã lan sang châu Mỹ Latinh) đối với nền kinh tế Mỹ. Trong cuộc gọi hội nghị với FOMC vào ngày 21 tháng 9 năm 1998, ông nói rằng "nền kinh tế đang phát triển ổn định nhưng hiện đang có dấu hiệu suy thoái rõ ràng". FOMC tiếp tục thực hiện ba đợt cắt giảm lãi suất 1/4 điểm phần trăm vào mùa thu năm 1998. Sau lần cuối cùng, vào tháng 11, FOMC đã ra tín hiệu mạnh mẽ trong tuyên bố của mình

rằng họ đã làm đủ, mặc dù thị trường tài chính vẫn tiếp tục biến động. FOMC tiếp tục trì hoãn cho đến khi tăng lãi suất vào tháng 6 năm 1999, đánh giá rằng, với điều kiện tài chính đã trở nên ổn định hơn, một số biện pháp nới lỏng năm 1998 có thể được dỡ bỏ một cách an toàn.

Ba lần cắt giảm lãi suất của Greenspan vào năm 1998 báo hiệu một sự thay đổi tinh tế trong chiến lược chính sách tiền tệ nhằm xem xét kỹ hơn không chỉ kịch bản có khả năng xảy ra nhất đối với nền kinh tế mà còn cả phạm vi kết quả có thể xảy ra. Dự đoán tốt nhất vào tháng 9 năm 1998 là hậu quả từ cuộc khủng hoảng châu Á sẽ làm chậm lại tốc độ tăng trưởng kinh tế ở Hoa Kỳ. Trong một cuộc gọi hội nghị vào tháng 10 năm 1998, Greenspan nói với Ủy ban rằng "sẽ là một sự kiện cực kỳ hiếm khi loại môi trường tài chính này xuất hiện và cuối cùng suy thoái mà không gây bất kỳ tác động nào đến nền kinh tế". Vì vậy, việc nới lỏng chính sách chắc chắn nhằm mục đích cải thiện quỹ đạo có khả năng xảy ra nhất của nền kinh tế. Đồng thời, Greenspan đang suy nghĩ theo xác suất. Khi tranh luận về lần cắt giảm lãi suất đầu tiên, ông nhận thấy rằng tốc độ chậm lại dự kiến có thể xảy ra nhưng không chắc chắn. Ông nói: "Có thể hình dung rằng chúng ta có thể coi hành động này [cắt giảm lãi suất] không phải là động thái đầu tiên trong một loạt động thái mà là một khoản phí bảo hiểm". Nói cách khác, mức cắt giảm được đề xuất có lẽ lớn hơn một chút so với dự báo có khả năng xảy ra nhất, với việc nới lỏng thêm nhằm mục đích bảo vệ khỏi những kết quả ít xảy ra hơn nhưng nghiêm trọng hơn.

Việc "cắt giảm bảo hiểm" năm 1998 rất phù hợp với những gì Greenspan coi là phương pháp quản lý rủi ro của ông, cố gắng kết hợp sự không chắc chắn không thể tránh khỏi của Ủy ban về các rủi ro khác nhau đang diễn ra. Trên thực tế, chiến lược quản lý rủi ro của Greenspan liên quan đến việc điều chỉnh chính sách khi cần thiết để chống lại những rủi ro đáng lo ngại nhất nhưng tương đối ít có khả năng xảy ra đối với nền kinh tế, với mục đích lấy lại hợp đồng bảo hiểm nếu những rủi ro đáng lo ngại đó không xảy ra. Greenspan sẽ nhìn lại cuộc khủng hoảng châu Á và hậu quả của nó như là nguồn gốc của cách tiếp cận này. Trong hồi ký của mình, ông viết rằng phản ứng của Fed trước những diễn biến ở châu Á và Nga

"phản ánh sự rời xa dần dần khỏi sách giáo khoa hoạch định chính sách. Thay vì dồn toàn bộ sức lực để đạt được một dự báo tốt nhất và sau đó đặt cược mọi thứ vào đó, chúng tôi đưa ra phản ứng chính sách dựa trên một loạt các tình huống có thể xảy ra." Greenspan không phải là chủ tịch Fed đầu tiên kết hợp cân bằng rủi ro vào phân tích chính sách, nhưng kể từ nhiệm kỳ của ông, các nhà hoạch định chính sách đã trở nên rõ ràng hơn trong việc xem xét dự báo trung tâm về nền kinh tế có thể sai như thế nào và chính sách có thể chuẩn bị tốt nhất cho các kịch bản thay thế như thế nào.

SỰ PHÁT TRIỂN TUYỆT VỜI: GREENSPAN VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1987 là thử thách đầu tiên của Greenspan trên cương vị chủ tịch. Fed đã phản ứng nhanh chóng, giúp hạn chế ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng đối với nền kinh tế nói chung. Nhưng thị trường chứng khoán vẫn là trung tâm của sự phát triển kinh tế trong những năm 1990.

Giá cổ phiếu đã tăng hơn gấp ba lần trong thập kỷ khi nền kinh tế tăng trưởng hàng năm và lạm phát vẫn ở mức thấp. Các nhà kinh tế vào thời điểm đó không đồng tình về việc liệu sự gia tăng cổ phiếu có báo hiệu rắc rối hay không. Học thuyết thị trường hiệu quả, gắn liền nhất với Đại học Chicago, bác bỏ quan điểm cho rằng thị trường chứng khoán có thể được định giá quá cao hoặc bị định giá thấp theo dự đoán. Thay vào đó, nó cho rằng giá cổ phiếu và các tài sản tài chính khác, tổng hợp quan điểm của hàng triệu nhà đầu tư, phản ánh một cách thích hợp tất cả thông tin có sẵn về nền kinh tế - dù thông tin đó chắc chắn phải không hoàn hảo - tại bất kỳ thời điểm nào. Theo học thuyết này, sự bùng nổ của thị trường chứng khoán là một phản ứng hợp lý trước sự lạc quan hơn về nền kinh tế, lãi suất thấp hơn (làm cho cổ phiếu tương đối hấp dẫn hơn so với trái phiếu) hoặc các yếu tố cơ bản khác. Nếu thị trường hiệu quả thì – mặc dù thị trường chắc chắn đôi khi có thể mắc sai lầm – các nhà

hoạch định chính sách không nên cố gắng thay thế những đánh giá của thị trường.

Mặc dù có nguồn gốc theo chủ nghĩa tự do và niềm tin mãnh liệt vào thị trường nói chung, Greenspan không phải là người theo chủ nghĩa chính thống về thị trường hiệu quả. Trong các cuộc họp của FOMC, ông thường bày tỏ quan điểm về sự phù hợp của giá trị thị trường chứng khoán. Hơn nữa, ít nhất là trong những năm đầu làm việc tại Fed, ông đã sẵn sàng sử dụng chính sách tiền tệ để chống lại những gì ông coi là những biến động không chính đáng trong tâm lý thị trường, với lý do những biến động như vậy hoặc sự đảo ngược không thể tránh khỏi của chúng có thể gây nguy hiểm cho nền kinh tế.

Quyết định của ông bắt đầu thực hiện chính sách thắt chặt 3 điểm phần trăm vào tháng 2 năm 1994 là một ví dụ điển hình. Mục tiêu chính của việc tăng lãi suất là vượt qua lạm phát và hướng dẫn nền kinh tế hạ cánh nhẹ nhàng. Nhưng Greenspan cũng đang nghĩ đến thị trường chứng khoán. Ông nói với FOMC tại cuộc họp ngày 4 tháng 2: "Tôi nghĩ có thể rất hữu ích khi có những dự đoán trên thị trường rằng chúng ta sẽ nâng lãi suất lên cao hơn," ông nói với FOMC tại cuộc họp ngày 4 tháng 2, "bởi vì nó sẽ khuất phục được tình trạng đầu cơ trên thị trường chứng khoán. . . . . Nếu chúng ta có khả năng đưa Sword of Damocles ra thị trường, chúng ta có thể ngăn nó chạy trốn." Hơn hai tuần sau, trong một cuộc gọi hội nghị, Greenspan đánh giá nỗ lực ban đầu là thành công: "Hãy để tôi nói rằng nhìn lại hành động của chúng tôi, tôi nhận ra rằng chúng tôi đã có tác động lớn hơn nhiều so với những gì chúng tôi dự đoán. Tôi nghĩ chúng tôi đã phần nào phá vỡ được hậu quả của tình trạng đầu cơ cổ phiếu đang nổi lên." Ông cũng nhận xét về trái phiếu: "Chúng tôi cũng đã chọc thủng bong bóng đó".

Tuy nhiên, tuyên bố chiến thắng của Greenspan là quá sớm. Liệu bong bóng trái phiếu không bền vững có bị châm ngòi bởi việc tăng lãi suất hay thay vào đó liệu các nhà giao dịch trái phiếu chỉ đơn giản là thay đổi quan điểm của họ về các nguyên tắc cơ bản kinh tế và triển vọng chính sách hay không thì vẫn chưa rõ ràng. Trong mọi trường hợp, nếu có bong bóng trái phiếu, nó sẽ xẹp xuống không hề nhẹ nhàng mà dữ dội, trong một cuộc "thảm sát" trái phiếu có tác

dụng phụ về ổn định tài chính. Hơn nữa, sự gia tăng lợi suất trái phiếu sẽ đảo ngược một khi chính sách thắt chặt kết thúc. Đối với thị trường chứng khoán, chỉ số Dow Jones trung bình chỉ tăng 2% trong năm 1994, phù hợp với tác động hạn chế của việc thắt chặt chính sách và dẫn đến lãi suất dài hạn tăng mạnh. Nhưng sự chậm lại chỉ là tạm thời. Thị trường chứng khoán lại bùng nổ vào năm 1995 khi chính sách nới lỏng một cách khiêm tốn, tăng hơn 33%. Các chính sách tiền tệ tưởng chừng rất thành công trong việc điều khiển lạm phát và tăng trưởng đã chứng tỏ là một công cụ kém chính xác hơn nhiều trong việc quản lý những biến động thất thường của lợi suất trái phiếu dài hạn và giá cổ phiếu.

Tập phim Maestro năm 1996 minh họa một cách tiếp cận thị trường khác. Greenspan trì hoãn việc thắt chặt với lý do tăng trưởng năng suất mạnh hơn sẽ làm giảm áp lực lạm phát. Về mặt logic, tăng trưởng năng suất mạnh hơn cũng sẽ biện minh cho mức tăng cổ phiếu vững chắc, nhưng các thành viên FOMC ủng hộ việc bắt đầu tăng lãi suất sớm hơn không chỉ viện dẫn rủi ro lạm phát mà còn nguy cơ giá cổ phiếu sẽ vượt quá giá trị cơ bản của chúng. Bị thuyết phục rằng việc tăng lãi suất quá sớm để hạ nhiệt thị trường sẽ làm nền kinh tế chậm lại một cách không cần thiết, Greenspan đã thử một chiến thuật mới để hạn chế mức tăng cổ phiếu: giảm giá. Liệu anh ta có thể nói chuyện giảm giá cổ phiếu?

Vào tháng 12 năm 1996, Greenspan và Hội đồng quản trị đã nghe bài thuyết trình của hai nhà kinh tế tài chính nổi tiếng, Robert Shiller (một nhà đoạt giải Nobel tương lai) và John Campbell, những người lập luận rằng tỷ lệ giá cổ phiếu trên cổ tức cao cho thấy thị trường chứng khoán đã được định giá quá cao một cách nghiêm trọng. Ngay sau đó, trong bài phát biểu tại Viện Doanh nghiệp Mỹ, một tổ chức tư vấn bảo thủ, Greenspan đã bày tỏ mối quan ngại của mình về thị trường bằng cách đặt câu hỏi: "Làm sao chúng ta biết khi nào sự phấn khích phi lý đã làm tăng giá trị tài sản một cách quá mức, sau đó trở thành đối tượng của những tác động bất ngờ và kéo dài." những cơn co thắt như đã xảy ra ở Nhật Bản trong thập kỷ qua?" Ông nói với khán giả của mình rằng, đối với các ngân hàng trung ương, bong bóng tài sản chỉ quan trọng nếu chúng đe dọa gây thiệt hại cho nền kinh tế, tuy nhiên, "chúng ta không nên đánh giá

thấp hoặc trở nên tự mãn về sự phức tạp của sự tương tác giữa thị trường tài sản và nền kinh tế". Chỉ số Dow giảm hơn 2% trong 30 phút đầu tiên giao dịch vào sáng hôm sau, có lẽ vì các nhà giao dịch cho rằng Greenspan đang báo hiệu một đợt tăng lãi suất sắp xảy ra. Nhưng hiệu ứng này chỉ là nhất thời và thị trường lại tiếp tục tăng trưởng.

Với lợi ích của nhận thức muộn màng, tại thời điểm Greenspan phát biểu, giá cổ phiếu có lẽ không bị định giá quá cao một cách nghiêm trọng. Một số số liệu thông thường - chẳng hạn như phần bù rủi ro vốn cổ phần, sự khác biệt về lợi nhuận kỳ vọng giữa cổ phiếu và trái phiếu chính phủ an toàn - đều nằm trong phạm vi lịch sử bình thường. Quả thực, nếu bạn mua một rổ cổ phiếu tiêu biểu vào cuối năm 1996, vào thời điểm đó Greenspan đang lo lắng về "sự hưng phấn phi lý" và bán nó vào cuối năm 2002, năm mà thị trường chứng khoán đạt đến đỉnh điểm sau thời kỳ Internet. - Đáy bong bóng, bạn vẫn sẽ được hưởng tổng lợi nhuận danh nghĩa là 32%, bao gồm cả cổ tức tái đầu tư. Chỉ đến gần cuối thập kỷ này, với sự xuất hiện của sự bùng nổ internet, những dấu hiệu rõ ràng hơn về hành vi bong bóng mới trở nên rõ ràng.

Greenspan đã thực hiện thêm một động thái nhằm kiềm chế thị trường chứng khoán. Việc FOMC tăng lãi suất vào tháng 3 năm 1997, báo hiệu sự kết thúc của giai đoạn Maestro, chủ yếu nhằm mục đích ngăn chặn mọi áp lực lạm phát. Nhưng Greenspan sau đó đã viết rằng việc thắt chặt vào tháng 3 cũng được thúc đẩy bởi nỗi lo lắng của ông "rằng bong bóng thị trường chứng khoán có thể gây ra tình trạng lạm phát bất ổn". Ông nhớ lại rằng tại cuộc họp tháng 2 năm 1997, ông "đã nói với Ủy ban rằng chúng ta có thể cần tăng lãi suất để cố gắng kiềm chế [thị trường giá lên]." Nhưng cả việc tăng lãi suất lẫn các cuộc khủng hoảng tiếp theo ở châu Á và Nga đều không làm giảm giá cổ phiếu nhiều.

Sự tăng trưởng trên thị trường tiếp tục trong ba năm tiếp theo, ngày càng được thúc đẩy bởi cơn sốt internet. Chỉ số Dow đóng cửa trên 10.000 lần đầu tiên vào ngày 29 tháng 3 năm 1999. Như Greenspan viết trong hồi ký của mình, "Sự bùng nổ đã lên đến đỉnh điểm vào cuối năm. . . . Hầu hết những người đầu tư vào cổ phiếu đều cảm thấy hưng phấn và có lý do chính đáng. Điều này đặt ra

cho Fed một câu đố hấp dẫn: Làm thế nào để bạn vạch ra ranh giới giữa một sự bùng nổ kinh tế lành mạnh, thú vị và một bong bóng thị trường chứng khoán đầu cơ bừa bãi được thúc đẩy bởi những khía cạnh ít mặn mà hơn trong bản chất con người? Như tôi đã chỉ ra rõ ràng với Ủy ban Ngân hàng Hạ viện, câu hỏi càng phức tạp hơn vì cả hai có thể cùng tồn tại."

Thay vì tán thành quan điểm cho rằng thị trường tài chính là hiệu quả và hợp lý, Greenspan có quan điểm mạnh mẽ trong những năm 1990 về việc liệu cổ phiếu có được định giá hợp lý hay không. Ông đã thực hiện nhiều nỗ lực để làm chậm lại những gì ông coi là lợi nhuận không bền vững, bằng cách sử dụng cả việc tăng lãi suất và tăng cường hoạt động. Tuy nhiên, trong trường hợp tốt nhất, ông chỉ thành công tạm thời, và khi thời gian trôi qua, ông trở nên kém tự tin hơn vào khả năng phân biệt sự bùng nổ "tốt" với "xấu" của thị trường chứng khoán hoặc dự đoán giá cổ phiếu sẽ phản ứng thế nào trước sự can thiệp của Fed. Bất kể trường hợp lý thuyết nào cho những can thiệp như vậy, những điều không chắc chắn này đều tạo ra những khó khăn đáng kể trong thực tế.

Bất chấp những lo ngại về thị trường được một số chủ tịch Ngân hàng Dự trữ bày tỏ, FOMC đã không tăng lãi suất vào đầu năm 1999. Tuy nhiên, lo ngại về lạm phát gia tăng, Fed đã bắt đầu thắt chặt tiền tệ đáng kể vào cuối năm đó. Trớ trêu thay, vì đây không phải là mục tiêu được nêu rõ của việc thắt chặt, nên việc tăng lãi suất chắc chắn đã góp phần dẫn đến sự sụt giảm mạnh về giá cổ phiếu, bắt đầu từ mùa xuân năm 2000.

---

* Sự sụt giảm tỷ lệ việc làm trong ngành sản xuất có thể giúp giải thích việc phục hồi việc làm chậm hơn. Trước đây, những công nhân bị sa thải khi nhà máy ngừng hoạt động có thể nhanh chóng bị thu hồi khi nhu cầu phục hồi. Việc sa thải tạm thời từ các nhà máy không hoạt động là một phần nhỏ hơn trong biến động thất nghiệp ngày nay.

† Để thấy lợi suất và giá trái phiếu biến động theo hướng ngược nhau, hãy xem xét một trái phiếu trả lãi 1 đô la mỗi năm và giao dịch ở mức giá 10 đô la. Trái phiếu này có lãi suất hàng năm là 10% ($1/$10). Tuy nhiên, nếu nguồn cung trái phiếu đó giảm khiến các nhà đầu tư đặt giá thầu lên tới 20 đô la, lợi tức của nó sẽ giảm xuống còn 5% (1 đô la/20 đô la).

‡ Dòng vốn đầu tư chảy ra, bao gồm cả việc bán tài sản bằng đồng peso như cổ phiếu, tràn ngập đồng peso trên thị trường ngoại hối. Để hỗ trợ giá trị của đồng tiền, ngân hàng trung ương đã sử dụng dự trữ đô la của mình để mua số peso dư thừa.

§ Ngoại lệ xảy ra khi Hội đồng quản trị thay đổi tỷ lệ chiết khấu. Vì các ngân hàng muốn vay qua cửa sổ chiết khấu phải biết lãi suất nên không có lựa chọn nào khác ngoài việc công bố. Những thay đổi về lãi suất chiết khấu thường đi kèm với những thay đổi về lãi suất quỹ liên bang và do đó đóng vai trò như một tín hiệu về sự thay đổi chính sách tiền tệ, như khi Fed của Paul Volcker công bố thay đổi lãi suất chiết khấu tại cuộc họp quan trọng vào tháng 10 năm 1979. Những thay đổi trong tỷ lệ chiết khấu là một tín hiệu mạnh mẽ và do đó đôi khi được gọi là "tiếng cồng".
¶ Tôi đã tham dự một buổi nói chuyện của Greenspan về thời điểm này, trong đó ông ca ngợi thực tế rằng sức nặng vật chất của tổng sản phẩm quốc nội của Hoa Kỳ đã thấp hơn nhiều so với trước đây. Lúc đầu, tôi rất bối rối nhưng sau đó hiểu rằng ông ấy đang đối chiếu một nền kinh tế dựa trên sản xuất, lỗi thời, tạo ra sản lượng vật chất nặng, với nền kinh tế dựa trên internet, trong đó giá trị được thể hiện dưới dạng nhẹ hoặc không trọng lượng như phần mềm hoặc thiết kế tiên tiến. . Greenspan không coi các thước đo dựa trên trọng lượng hoàn toàn là một phép ẩn dụ; nhân viên Fed được yêu cầu đưa ra ước tính về quy mô sản xuất trong các lĩnh vực khác nhau.
Đo lường năng suất đòi hỏi phải đo lường chính xác đầu ra, điều này có thể dễ dàng đạt được đối với lĩnh vực sản xuất hơn là dịch vụ. Ví dụ, việc đo lường một nhà máy sản xuất bao nhiêu tấn thép sẽ dễ dàng hơn việc xác định số lượng dịch vụ tài chính do ngân hàng sản xuất.

PHẦN II

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

■

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cuộc đại suy thoái

4

THẾ KỲ MỚI, THÁCH THỨC MỚI

Khi thiên niên kỷ mới đến gần, các quan chức Cục Dự trữ Liên bang (và những người khác) lo lắng rằng máy tính trên thế giới sẽ không điều chỉnh theo sự thay đổi ngày năm 2000 (Y2K), khiến nền kinh tế toàn cầu số hóa mới rơi vào hỗn loạn. Đó là một báo động giả. Dù là do có sự chuẩn bị tốt hay do may mắn mà Y2K đã đến và đi mà không gặp trục trặc gì.

Nhưng năm 2000 đã báo trước những thay đổi lớn: Nền kinh tế dường như đã mất đi sức sống như những năm 1990, và trái ngược hoàn toàn với phần lớn thời kỳ hậu Thế chiến thứ hai, lạm phát quá thấp và lãi suất cực thấp đang trở thành mối lo ngại lớn đối với các ngân hàng trung ương. Những hạn chế về chính sách tiền tệ do lãi suất thấp gây ra sẽ trở nên rõ ràng hơn khi một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, tồi tệ nhất ít nhất kể từ những năm 1930 và có lẽ là từ trước đến nay, đã đẩy nền kinh tế vào tình trạng suy thoái sâu sắc.

BONG BÓNG DOT-COM VÀ SỰ TUYỆT VỜI NĂM 2001

Cú sốc Y2K thực sự là ở thị trường chứng khoán. Greenspan và nhiều người trong FOMC đã lo lắng về "sự hưng phấn phi lý" trong suốt những năm 1990 khi thị trường phớt lờ nhiều cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế, các chính sách tiền tệ phủ đầu chống lại lạm phát và sự cứng rắn của Greenspan. Tuy nhiên, nhìn lại, giá cổ phiếu trong hầu hết thập kỷ - một thập kỷ tăng trưởng bền vững, lạm phát thấp và lãi suất tương đối thấp - có lẽ đã ít bất hợp lý hơn Greenspan và một số đồng nghiệp FOMC của ông lo ngại. Nền kinh tế rất mạnh; lạm phát ở mức thấp; và, với tần suất đáng báo động của các cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế vào những năm 1990, chứng khoán Mỹ hứa hẹn mang lại lợi nhuận an toàn hơn so với đầu tư ra nước ngoài.

Những dấu hiệu rõ ràng hơn về cơn sốt đầu cơ không lành mạnh đã xuất hiện trong những năm cuối của thập kỷ này. Internet đã tạo ra một tầm nhìn về một "nền kinh tế mới" mà đôi khi ngay cả chính Greenspan cũng phải mê mẩn. Có vẻ như mọi công ty dot-com đều rất hot, bất kể đề xuất kinh doanh cơ bản có khó khăn đến đâu. Mọi người từ bỏ công việc của mình để trở thành người giao dịch hàng ngày, sử dụng máy tính ở nhà để mua và bán cổ phiếu. Trong một thời gian, dường như không thể mất tiền. Như Robert Shiller, một chuyên gia về tâm lý bong bóng tài chính, đã nhận xét, những câu chuyện phổ biến có thể có sức mạnh to lớn, trên thị trường và trong nền kinh tế nói chung. Dấu hiệu chắc chắn nhất của bong bóng là khi mọi người đều tin tưởng rằng mức tăng giá quá lớn sẽ tiếp tục không có hồi kết. Chỉ số chứng khoán Nasdaq do công nghệ thống trị đã tăng gấp ba lần từ cuối năm 1997 đến đầu năm 2000.

Như Greenspan đã chỉ ra, sự bùng nổ của thị trường chứng khoán có thể vừa hợp lý vừa phi lý. Sự nhiệt tình cuối những năm 90 về tiềm năng kinh tế của Internet không hề sai – chỉ là sớm thôi. Các công ty công nghệ là một trong những công ty lớn nhất và năng động nhất trong nền kinh tế của chúng ta ngày nay, và dấu ấn của Internet cũng như các công nghệ mới khác hiện rõ trong nhiều ngành, từ bán lẻ, truyền thông đến tài chính. Tuy nhiên, giống như thời kỳ bùng nổ những năm 1920, cũng được thúc đẩy bởi những kỳ vọng về một "nền kinh tế mới" được xây dựng trên các công nghệ như ô tô và radio, thị trường đã vượt quá giới hạn. Vào đầu thế kỷ

này, rõ ràng là nhiều công ty dot-com sẽ không kiếm được lợi nhuận trong một thời gian dài, nếu có. Vào tháng 3 năm 2000, một bài báo trên bìa tạp chí Barron đã cảnh báo rằng, với doanh thu thấp hơn nhiều so với dự báo lạc quan của họ, nhiều công ty internet đang cạn kiệt tiền mặt. Trong khi đó, lo ngại rằng nền kinh tế sôi động sẽ gây ra lạm phát, Fed đã bắt đầu tăng lãi suất. Vào nửa cuối năm 1999, họ đã thu hồi lại ba đợt cắt giảm "bảo hiểm" 3/4 điểm phần trăm được thực hiện sau vụ Nga vỡ nợ, sau đó tăng lãi suất thêm một điểm phần trăm – lên 6,5% – trong ba động thái vào nửa đầu năm 2000. Đó là mức lãi suất quỹ cao nhất trong gần một thập kỷ.

Kết hợp với câu chuyện đang thay đổi về triển vọng của các công ty dot-com, việc thắt chặt tiền tệ giai đoạn 1999–2000 đã giúp kích hoạt những điều mà các hoạt động chính sách và sự cứng rắn của Greenspan trong thập kỷ trước chưa bao giờ đạt được – một bước đột phá mang tính quyết định trên thị trường. Sau khi đạt đỉnh vào tháng 3 năm 2000, chỉ số Nasdaq giảm 47% vào cuối năm đó. Nó chạm đáy vào tháng 10 năm 2002, giảm 72% so với mức đỉnh. Các chỉ số chứng khoán nói chung giảm ít hơn nhưng hầu như không bị ảnh hưởng. Ví dụ, trong hai năm rưỡi đó, chỉ số S&P 500 – phản ánh giá trị của 500 công ty lớn nhất nước Mỹ – đã giảm gần một nửa.

Vụ sụp đổ tháng 10 năm 1987 đã chứng minh rằng ngay cả những đợt sụt giảm lớn của thị trường chứng khoán cũng chỉ có thể ảnh hưởng khiêm tốn đến nền kinh tế, miễn là chúng không đi kèm với đòn bẩy cao và sự gián đoạn rộng hơn trên thị trường tín dụng. Nói chung, bài học đó đã được tái khẳng định vào năm 2001. Ngay cả khi giá cổ phiếu giảm mạnh, và bất chấp cú sốc khủng khiếp từ vụ tấn công khủng bố ngày 11 tháng 9, nền kinh tế chỉ trải qua một cuộc suy thoái vừa phải kéo dài 8 tháng, từ tháng 3 đến tháng 11 năm 2001. hạ nhiệt khi mức tăng giá cổ phiếu bốc hơi và tâm lý trở nên tồi tệ. Đầu tư vào lĩnh vực công nghệ giảm mạnh, cũng như đầu tư vào các hoạt động hỗ trợ như xây dựng văn phòng ở Thung lũng Silicon và lắp đặt mạng cáp quang.

Nó đã giúp FOMC nhanh chóng đảo ngược việc thắt chặt trước đó. Sau cuộc họp trực tuyến ngày 3 tháng 1 năm 2001, Ủy ban bắt đầu cắt giảm nửa phần trăm điểm trong các cuộc họp giữa kỳ, từ 6½ phần trăm xuống còn 6 phần trăm. Tiếp theo đó là các đợt cắt

giảm lãi suất tiếp theo, xuống còn 3,5% trước vụ tấn công 11/9, và sau đó xuống còn 1¾% vào cuối năm 2001. Nền kinh tế suy thoái trong quý 3 năm 2001, bao gồm cả các cuộc tấn công khủng bố, nhưng sau đó lại tiếp tục tăng trưởng. Do đó, tác động kinh tế ngay lập tức của bong bóng vỡ bị hạn chế. Nhưng có điều gì đó đã thay đổi, và tâm trạng quốc gia vào đầu những năm 2000 rất khác so với sự lạc quan của những năm 1990. Mặc dù cuộc suy thoái năm 2001 không đặc biệt sâu và kéo dài, nhưng sự phục hồi, giống như sự phục hồi từ cuộc suy thoái 1990–91, diễn ra chậm chạp.

Một số thay đổi trong tâm trạng phản ánh sự kiện 11/9, khiến cả nước chấn động và thuyết phục nhiều người rằng nhiều cuộc tấn công hơn, và có lẽ một cuộc chiến tranh toàn diện ở Trung Đông, là không thể tránh khỏi. Các cuộc tấn công đã thử thách Fed theo cách chưa từng có và nó đã gặp phải thách thức. Với làn khói cuồn cuộn từ cuộc tấn công vào Lầu Năm Góc có thể nhìn thấy từ cửa sổ văn phòng của ông, Phó Chủ tịch Roger Ferguson - thành viên Hội đồng quản trị Fed duy nhất ở Washington ngày hôm đó - đã làm việc với các nhân viên tại Hội đồng quản trị và tại Fed New York (chỉ cách Trung tâm Thương mại Thế giới vài dãy nhà).) để giúp khôi phục chức năng của hệ thống tài chính Hoa Kỳ. (Greenspan và Chủ tịch Fed New York, Bill McDonough đang trở về sau cuộc họp ở Thụy Sĩ vào ngày 11 tháng 9.) Một trong những bước đầu tiên của Ferguson là đưa ra một tuyên bố, gợi nhớ đến tuyên bố của Fed sau vụ sụp đổ năm 1987: "Cục Dự trữ Liên bang mở cửa và hoạt động. . Cửa sổ chiết khấu có sẵn để đáp ứng nhu cầu thanh khoản." Với sự giúp đỡ của Fed, hầu hết các hoạt động tài chính quan trọng vẫn tiếp tục, bất chấp số người thiệt mạng bi thảm tại Trung tâm Thương mại Thế giới và cơ sở hạ tầng bị thiệt hại nặng nề, bao gồm cả mạng lưới viễn thông. Thị trường chứng khoán mở cửa trở lại sau chưa đầy một tuần.

Bên cạnh sự sụt giảm chứng khoán và mối đe dọa khủng bố mới, ảnh hưởng đến các ngành từ du lịch hàng không đến bảo hiểm, một số yếu tố khác đã làm tăng thêm sự bất ổn và làm suy giảm niềm tin kinh doanh vào đầu những năm 2000. Chúng bao gồm một loạt vụ bê bối doanh nghiệp (Enron, WorldCom, Arthur Andersen); luật Sarbanes-Oxley, để giải quyết các vụ bê bối, đã thắt chặt các yêu

cầu về kế toán và kiểm toán đối với các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán đại chúng; và khả năng ngày càng tăng rằng Hoa Kỳ sẽ xâm lược Iraq, điều mà họ đã làm vào tháng 3 năm 2003. (Trong tuyên bố tháng 3 năm 2003, FOMC đã thừa nhận một cách bất thường rằng, do mức độ bất ổn địa chính trị, nó không thể mô tả một cách hữu ích sự cân bằng rủi ro. đối với nền kinh tế.) Trong một môi trường có nhiều bất ổn và tăng trưởng chậm, đầu tư kinh doanh khá ảm đạm. Đặc biệt đáng lo ngại là thị trường việc làm vẫn yếu ngay cả khi sản lượng tăng trưởng trở lại. Một lần nữa, cụm từ "phục hồi thất nghiệp" lại trở nên thịnh hành. Tỷ lệ thất nghiệp ở mức 5,5% khi cuộc suy thoái kết thúc vào tháng 11 năm 2001, tiếp tục tăng, đạt 6,3% vào tháng 6 năm 2003.

Chính sách tài khóa có thể hỗ trợ một nền kinh tế trì trệ và Greenspan - như ông đã từng làm dưới thời chính quyền George H. W. Bush và Clinton - đã tham gia vào các chính sách của tổng thống sắp tới, George W. Bush. Sự tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ trong những năm 1990 và lãi vốn trên thị trường chứng khoán đã làm tăng nguồn thu từ thuế và tạo ra thặng dư ngân sách liên bang hiếm có. Nhân viên Fed thậm chí còn cân nhắc cách thực hiện chính sách tiền tệ nếu, do hậu quả của tình trạng thặng dư liên tục, chính phủ liên bang đã trả hết nợ. (Nếu chính phủ không còn nợ tồn đọng, Fed sẽ không còn có thể mua và bán chứng khoán Kho bạc để điều chỉnh dự trữ ngân hàng và do đó điều chỉnh lãi suất theo kiểu thông thường.) Trong chiến dịch tranh cử, Bush đã hứa cắt giảm thuế 1,6 nghìn tỷ USD, điều này , trước viễn cảnh thặng dư ngân sách, Greenspan, bất chấp chủ nghĩa bảo thủ tài chính của mình, vẫn có xu hướng ủng hộ. Greenspan né tránh lời khai của quốc hội. Luôn lo ngại về triển vọng tài chính dài hạn của chính phủ liên bang, ông đề xuất bổ sung thêm "các yếu tố kích hoạt" vào dự luật thuế để hủy bỏ việc cắt giảm nếu thặng dư giảm quá nhiều - nhưng những bình luận tích cực nói chung của ông được hiểu là sự tán thành vô điều kiện của Bush. kế hoạch này và trong nhiều năm đã bị nhiều đảng viên Đảng Dân chủ phẫn nộ. Bush đã ký đạo luật cắt giảm thuế trị giá 1,35 nghìn tỷ đô la (trong hơn 10 năm) vào tháng 6 năm 2001.

Hóa ra, thặng dư liên bang dự kiến chỉ là phù du. Sự kết hợp của suy thoái kinh tế, giá cổ phiếu giảm (làm giảm nguồn thu từ thuế lãi

vốn) và việc cắt giảm thuế đã đẩy ngân sách trở lại tình trạng thâm hụt. Greenspan phản đối việc cắt giảm thuế tiếp theo của Bush (350 tỷ USD trong 10 năm), được thông qua vào năm 2003. Tuy nhiên, ông vẫn duy trì mối quan hệ chặt chẽ với chính quyền. Vào tháng 4 năm 2003, hơn một năm trước khi nhiệm kỳ chủ tịch của Greenspan hết hạn, Bush cho biết ông sẽ tái bổ nhiệm ông vào nhiệm kỳ thứ năm.

Tất nhiên, trọng tâm chính của Greenspan là chính sách tiền tệ, và sự phục hồi chậm chạp cũng như những diễn biến sau năm 2001 nói chung đang làm dấy lên những lo ngại mới. Nhiều nhà kinh tế và nhà đầu tư đã bắt đầu lo lắng rằng mức lãi suất và lạm phát thấp bất ngờ vẫn tồn tại ngay cả sau khi nền kinh tế bắt đầu tăng trưởng trở lại có thể là một phần của trạng thái bình thường mới, chứ không phải là một hiện tượng sai lệch tạm thời. Fed đã nhanh chóng cắt giảm lãi suất quỹ liên bang vào năm 2001 để chống lại suy thoái kinh tế và để đối phó với sự phục hồi chậm và lạm phát giảm, Fed sẽ giảm lãi suất quỹ liên bang hơn nữa - xuống còn 1% vào năm 2003. Hơn nữa, đường cong Phillips, dường như đã không hoạt động trong những năm 1990, nhưng lại có dấu hiệu hoạt động trở lại - lần này theo chiều hướng đi xuống, với sự trì trệ kéo dài trên thị trường lao động làm giá cả và tiền lương tăng chậm lại.

Vì lý do kỹ thuật, để theo dõi lạm phát, Cục Dự trữ Liên bang vào thời điểm này đang tập trung ít hơn vào chỉ số giá tiêu dùng mà tập trung nhiều hơn vào một thước đo thay thế dựa trên chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE). Vào giữa năm 2003, lạm phát PCE cốt lõi (không bao gồm giá lương thực và năng lượng) đã ở mức khoảng 1% và nhân viên Hội đồng dự đoán nó sẽ giảm hơn nữa trong năm tới, với cơ hội là 1/4, theo các mô hình của nhân viên, giảm phát hoàn toàn (giá giảm). Đối với các ngân hàng trung ương mà thời kỳ hình thành của họ là những năm 1970 và 1980 – về cơ bản là tất cả các nhà hoạch định chính sách vào thời điểm đó – sự kết hợp giữa lãi suất rất thấp và lạm phát thấp đang khiến họ mất phương hướng. Liệu lạm phát, nỗi lo lắng của các thống đốc ngân hàng trung ương từ Martin, Burns đến Volcker, có thực sự quá thấp? Câu trả lời sẽ trở nên rõ ràng trong những năm tới: Có, có thể.

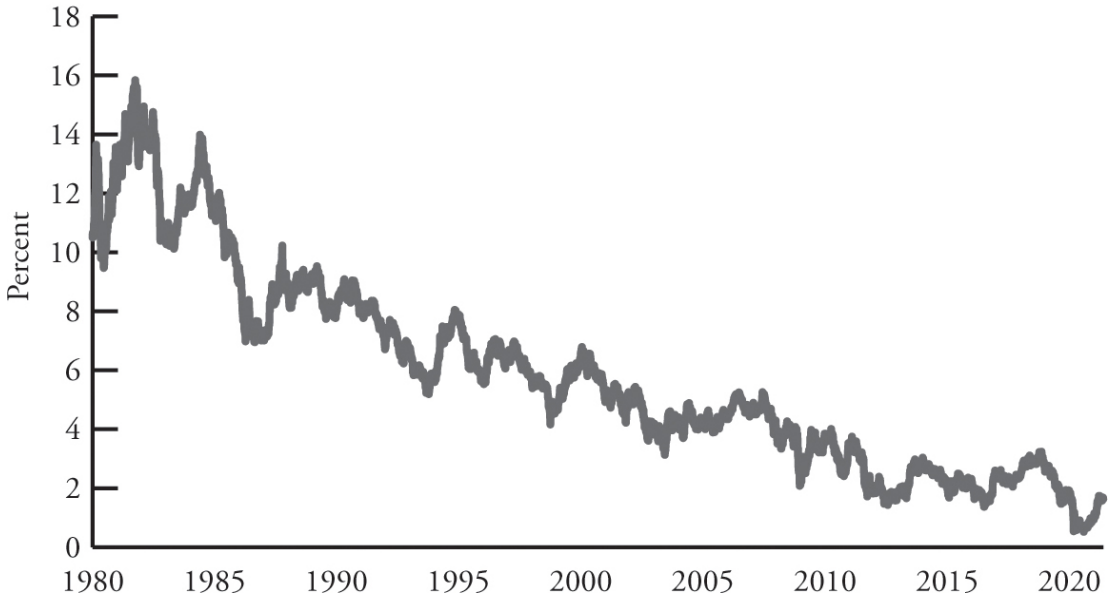
SỰ SỰ GIẢM LÃI SUẤT VÀ LẠM PHÁT TRONG DÀI HẠN

Trong ngắn hạn, các ngân hàng trung ương kiểm soát đáng kể lãi suất, đặc biệt là lãi suất ngắn hạn như lãi suất quỹ liên bang. Tuy nhiên, trong thời gian dài hơn, các yếu tố kinh tế mang tính cấu trúc khác sẽ xác định mức lãi suất chung hoặc "bình thường". Theo ý tưởng của nhà kinh tế học Thụy Điển Knut Wicksell vào cuối thế kỷ 19, các nhà kinh tế đã định nghĩa lãi suất trung lập—R* (phát âm là R-star) viết tắt—là lãi suất phổ biến khi nền kinh tế ở trạng thái toàn dụng lao động với mức ổn định. lạm phát. Giống như tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, u*, lãi suất trung lập có thể thay đổi theo thời gian. Quả thực, kể từ đầu những năm 1980 - ngay cả khi Fed đã trải qua nhiều đợt thắt chặt và nới lỏng, tăng và giảm lãi suất ngắn hạn - xu hướng chung của lãi suất vẫn liên tục giảm, cả ở Hoa Kỳ và các nền kinh tế phát triển khác. . Ví dụ, như có thể thấy trong Hình 4.1, lợi suất trái phiếu Kho bạc kỳ hạn 10 năm đã đạt đỉnh trên 15% vào đầu nhiệm kỳ của Volcker nhưng đã giảm khá đều đặn kể từ đó, xuống dưới 2% trong giai đoạn trước đại dịch năm 2020. Sự sụt giảm lãi suất dài hạn này, tiếp tục qua cả thời kỳ suy thoái và mở rộng kinh tế, cho thấy rõ ràng rằng lãi suất trung lập ngày nay thấp hơn nhiều so với vài thập kỷ trước.

Tại sao R* lại giảm trung bình nhiều như vậy trong bốn mươi năm qua và tại sao nó lại quan trọng? Việc chinh phục lạm phát dưới thời Volcker và Greenspan là một nguyên nhân lớn khiến lãi suất trung lập giảm. Như nhà kinh tế học đầu thế kỷ 20 Irving Fisher đã quan sát, những người tiết kiệm quan tâm đến sức mua từ lợi tức đầu tư của họ chứ không phải số đô la họ nhận được. Để duy trì sức mua từ lợi nhuận của mình, họ sẽ yêu cầu, nói một cách đại khái, một điểm phần trăm lãi suất bổ sung cho mỗi điểm phần trăm tăng thêm trong lạm phát kỳ vọng, một quy tắc kinh nghiệm được gọi là nguyên tắc Fisher. Nhờ nguyên lý Fisher, lạm phát giảm trong 40 năm qua – lạm phát PCE lõi trung bình đạt gần 7% từ năm 1975 đến năm 1980 và hơn 1,5% một chút từ năm 2015 đến năm 2020 –

có thể giải thích một phần đáng kể xu hướng giảm trong nền kinh tế. lãi suất trung lập.

HÌNH 4.1. LỢI SUẤT KHO BÁC 10 NĂM, 1980–2021



Ngay cả khi Cục Dự trữ Liên bang đã tăng và giảm lãi suất quỹ liên bang để đáp ứng các mục tiêu kinh tế vĩ mô của mình, kể từ đầu những năm 1980, xu hướng dài hạn hơn của lãi suất thị trường đã đi xuống. Nguồn: Cơ sở dữ liệu FRED, Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis.

Tuy nhiên, lạm phát giảm chỉ là một phần của câu chuyện, vì lãi suất trong bốn thập kỷ qua thậm chí còn giảm nhiều hơn cả lạm phát. Nói cách khác, lãi suất thực, hay lãi suất được điều chỉnh theo lạm phát, đối với chứng khoán Kho bạc và các khoản đầu tư khác - lãi suất trừ đi tỷ lệ lạm phát - cũng đã giảm, và trong nhiều trường hợp là khá nhiều. Chuyện gì nữa đang xảy ra vậy?

Hai luận điểm liên quan và bổ sung cho nhau đã tìm cách giải thích sự sụt giảm dài hạn của lãi suất thực. Larry Summers, một nhà kinh tế học có vai trò trong việc chống lại các cuộc khủng hoảng tài

chính quốc tế những năm 1990 đã được thảo luận ở chương trước và sau này giữ chức Bộ trưởng Tài chính dưới thời Tổng thống Clinton, đã phổ biến cái mà ông gọi là giả thuyết trì trệ thế tục. Cụm từ này được đặt ra vào năm 1938 bởi Alvin Hansen, một nhà kinh tế học nổi tiếng của Harvard. Hansen lo ngại rằng các yếu tố như tăng trưởng dân số chậm hơn và tốc độ đổi mới công nghệ giảm sút sẽ khiến nền kinh tế trì trệ ngay cả sau khi Đại suy thoái kết thúc. Tất nhiên, điều đó đã không xảy ra – cuộc suy thoái và Thế chiến thứ hai kéo theo sự bùng nổ kinh tế – nhưng Summers nhận thấy sự liên quan mới trong các ý tưởng của Hansen.

Trong bản cập nhật của Summers về giả thuyết của Hansen, nền kinh tế Mỹ hiện đại phải chịu những lực cản dai dẳng, bao gồm tốc độ tăng trưởng lực lượng lao động chậm lại khi dân số già đi, thiếu những tiến bộ công nghệ quan trọng so với các thời kỳ trước đó và thực tế là các ngành công nghiệp tăng trưởng nhanh nhất không yêu cầu nhiều hơn nữa. nhiều vốn vật chất (hãy nghĩ đến nhu cầu tương đối khiêm tốn của Facebook về thiết bị và nhà xưởng so với nhu cầu của General Motors vào những năm 1950). Theo biến thể của giả thuyết trì trệ lâu dài của Summers, những yếu tố này làm tăng thêm nhu cầu yếu đối với hàng hóa vốn mới cũng như tốc độ tăng trưởng kinh tế nói chung chậm hơn. Tăng trưởng chậm và cơ hội đầu tư vốn sản xuất hạn chế lại làm giảm nhu cầu về vốn đầu tư, làm giảm lãi suất trung lập. Điều quan trọng là sự trì trệ kéo dài hàm ý rằng sự phục hồi kinh tế chậm chạp trong những thập kỷ gần đây không phải chủ yếu xuất phát từ các yếu tố chỉ xảy ra một lần, chẳng hạn như vụ vỡ bong bóng công nghệ, vụ 11/9 hoặc các vụ bê bối doanh nghiệp. Đúng hơn, tăng trưởng chậm và lãi suất thấp là kết quả của các lực lượng cơ bản có khả năng sẽ tồn tại dai dẳng.

Có giải pháp nào cho tình trạng trì trệ kéo dài không? Chính sách công có thể ảnh hưởng đến xu hướng tăng trưởng nhân khẩu học và năng suất, nhưng nhìn chung chỉ trong một thời gian dài. Về nguyên tắc, đầu tư công - chẳng hạn như xây dựng đường cao tốc, sân bay và cầu mới - có thể thay thế cho đầu tư tư nhân đang tụt hậu, và Summers đã lập luận mạnh mẽ về các chính sách tài khóa mạnh mẽ để giúp bù đắp tình trạng trì trệ kéo dài. Thâm hụt tài chính trên toàn thế giới trên thực tế đã khá lớn trong một thời gian, ngay cả

trước khi bùng phát trong đại dịch. Tuy nhiên, Summers, khi làm việc với Łukasz Rachel, đã kết luận rằng nếu không có thâm hụt tài chính kéo dài, lãi suất trung lập thực tế thậm chí còn có thể thấp hơn, có thể khá âm.

Lời giải thích bổ sung thứ hai cho việc giảm lãi suất thực là một giả thuyết được gọi là tình trạng dư thừa tiết kiệm toàn cầu. Với tư cách là thống đốc Fed, tôi đã giới thiệu khái niệm này trong một bài phát biểu năm 2005. Ý tưởng cơ bản là, ở mức lãi suất thực phổ biến trong phần lớn thời kỳ hậu Thế chiến II, tiết kiệm toàn cầu ngày nay vượt quá đáng kể nhu cầu toàn cầu về đầu tư vốn mới - cùng với thâm hụt của chính phủ là nguyên nhân chính. việc sử dụng tiền tiết kiệm. Bởi vì cung tiết kiệm vượt quá cầu về vốn đầu tư nên tiền tiết kiệm kiếm được lợi nhuận thấp hơn so với trước đây. Khoản tiết kiệm thêm đến từ đâu? Trong bài phát biểu năm 2005, tôi tập trung vào xu hướng tiết kiệm cao của người dân Trung Quốc và các nước Đông Á đang phát triển nhanh chóng khác, cũng như tiết kiệm của các nhà sản xuất dầu mỏ có thu nhập cao như Ả Rập Saudi. Gần đây hơn, nguồn tiết kiệm toàn cầu lớn nhất bao gồm châu Âu, đặc biệt là Đức.

Tuy nhiên, về cơ bản hơn, sự gia tăng tiết kiệm toàn cầu được thúc đẩy bởi tăng trưởng thu nhập và nhân khẩu học trên toàn thế giới. Thu nhập của hàng tỷ người trên thế giới đã tăng lên đáng kể trong những thập kỷ gần đây, mang lại cho họ khả năng tạo dựng sự giàu có lớn hơn. Đồng thời, người dân ở cả các nền kinh tế thị trường mới nổi và hầu hết các nền kinh tế phát triển đều sống lâu hơn, dẫn đến thời gian nghỉ hưu dự kiến dài hơn, từ đó đòi hỏi mọi người phải tiết kiệm nhiều hơn. Với cả khả năng và nhu cầu tiết kiệm đều tăng lên đáng kể, đồng thời với các cơ hội đầu tư bị hạn chế do tốc độ tăng trưởng dân số trong độ tuổi lao động và năng suất chậm, tỷ suất lợi nhuận thực tế (được điều chỉnh theo lạm phát) đã giảm, không chỉ ở Hoa Kỳ mà trên toàn cầu.

Câu chuyện về tình trạng trì trệ kéo dài và tình trạng dư thừa tiết kiệm toàn cầu có phần khác nhau về điểm nhấn. Các lập luận trì trệ lâu dài, ít nhất là ban đầu, tập trung vào Hoa Kỳ, trong khi luận điểm về tình trạng dư thừa tiết kiệm toàn cầu đã thu hút sự chú ý đến bản chất toàn cầu của các dòng tiết kiệm và đầu tư cũng như

sự hội nhập ngày càng tăng của các thị trường vốn toàn cầu tạo điều kiện thuận lợi cho các dòng chảy đó. Sự trì trệ kéo dài đã nhấn mạnh nhu cầu về vốn đầu tư (để tài trợ cho việc hình thành vốn kinh doanh hoặc thâm hụt của chính phủ), trong khi giả thuyết dư thừa tiết kiệm toàn cầu tập trung nhiều hơn vào nguồn cung vốn. Tuy nhiên, cả hai luận đề này đều củng cố lẫn nhau. Cả hai đều lập luận rằng, vì nhiều lý do về nhân khẩu học, kinh tế và công nghệ, nguồn cung tiết kiệm toàn cầu ngày càng vượt xa nhu cầu về những khoản tiền đó. Sự mất cân đối đó đang liên tục giữ lãi suất thực ở mức thấp, ngay cả khi nền kinh tế ở trạng thái toàn dụng lao động và chính sách tiền tệ không mở rộng.

Các lý thuyết khác đã được đưa ra để giải thích sự suy giảm dài hạn của R*. Một số nhà kinh tế đã lập luận rằng, trong những thập kỷ gần đây, trên toàn cầu thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu hụt tài sản an toàn - những loại chứng khoán giữ giá trị trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế. Sự thiếu hụt chung các tài sản an toàn có thể giúp giải thích tại sao lợi suất của các chứng khoán như Kho bạc Hoa Kỳ, vốn có xu hướng có nhu cầu đặc biệt cao trong thời kỳ kinh tế bất ổn, lại có xu hướng giảm mạnh. Gần đây, người ta cũng cho rằng sự bất bình đẳng giàu nghèo gia tăng có thể giúp giải thích tỷ lệ trung lập giảm, vì những người giàu nhất có xu hướng tiết kiệm nhiều hơn từ thu nhập của họ. (Tuy nhiên, mặc dù sự bất bình đẳng đã gia tăng ở Hoa Kỳ và một số nền kinh tế tiên tiến khác, nhưng nó lại không tăng trên toàn cầu trong những thập kỷ gần đây.) Mặc dù các nhà kinh tế không hoàn toàn đồng ý về lý do dẫn đến sự sụt giảm dài hạn của lãi suất trung lập, nhưng nó có đã giảm đáng kể trong vòng 40 năm qua là điều không thể bàn cãi.

Tại sao sự sụt giảm dài hạn của R*, lãi suất trung tính, lại quan trọng? Rõ ràng nó liên quan đến người tiết kiệm và nhà đầu tư, những người kiếm được lợi nhuận thấp hơn. Mặt khác, người đi vay —bao gồm chính phủ, người sở hữu nhà và tổ chức phát hành trái phiếu doanh nghiệp—được hưởng lợi từ lãi suất thấp hơn, tất cả các yếu tố khác đều như nhau.

Mức lãi suất trung lập thấp hơn có ý nghĩa quan trọng đối với Fed (và các ngân hàng trung ương khác) vì nó có khả năng hạn chế phạm vi của chính sách tiền tệ. Trong những năm 1980 và 1990,

việc nới lỏng tiền tệ đáng kể có thể đạt được chỉ bằng cách giảm lãi suất quỹ liên bang. Trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, trong một cuộc suy thoái điển hình, Fed đã kích thích nền kinh tế bằng cách cắt giảm lãi suất quỹ từ 5 đến 6 điểm phần trăm. Tuy nhiên, khi lãi suất trung lập – lãi suất phổ biến ở trạng thái toàn dụng lao động – đã ở mức rất thấp, chẳng hạn như chỉ 2 hoặc 3%, thì các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ có ít dư địa để cắt giảm hơn khi suy thoái xảy ra và do đó có ít sức mạnh hơn để kích thích tăng trưởng.

Mức thấp nhất mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẵn sàng (hoặc có thể) ấn định lãi suất chính sách ngắn hạn của họ được gọi là giới hạn dưới hiệu quả. Trước cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009, giới hạn dưới hiệu quả ở hầu hết các quốc gia được giả định là bằng 0, hoặc có lẽ hơi dương, do các nhà hoạch định chính sách lo ngại rằng lãi suất bằng 0 sẽ cản trở hoạt động của hệ thống tài chính. Sau cuộc khủng hoảng, một số ngân hàng trung ương đã điều chỉnh giảm ước tính của họ về giới hạn dưới, đặt lãi suất chính sách ở mức 0 hoặc, như chúng ta sẽ thấy, thậm chí ở mức âm khiêm tốn. (Lãi suất chính sách âm có thể được thực thi bằng cách yêu cầu các ngân hàng trả phí cho khoản dự trữ mà họ nắm giữ tại ngân hàng trung ương.) Điểm mấu chốt là khi lãi suất trung lập ở mức thấp, mức sàn hiệu quả của lãi suất chính sách - thường là ở mức lãi suất âm. vùng lân cận số 0—hạn chế phạm vi cho các ngân hàng trung ương dựa vào việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn truyền thống.

Khả năng do giới hạn dưới nên chính sách tiền tệ không thể cung cấp đủ kích thích là đủ đáng lo ngại. Nhưng một vòng luẩn quẩn có thể làm cho vấn đề trở nên tồi tệ hơn. Nếu giới hạn dưới hiệu quả ngăn cản chính sách tiền tệ cung cấp đủ kích thích thì theo thời gian, tỷ lệ thất nghiệp sẽ cao hơn và lạm phát (do sự sụt giảm gia tăng) sẽ thấp hơn mức mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ mong muốn. Lạm phát giảm, hoạt động theo nguyên lý Fisher, đến lượt nó có xu hướng làm giảm lãi suất trung lập. Nhưng lãi suất trung lập thấp hơn càng làm giảm phạm vi chính sách tiền tệ nhằm kích thích nền kinh tế, hoàn thành vòng luẩn quẩn. Tình trạng này được gọi là bẫy Nhật Bản vì nó mô tả kinh nghiệm của quốc gia này

trong những thập kỷ gần đây, trong đó lạm phát và lãi suất dao động quanh mức 0 và chính sách tiền tệ có tác dụng hạn chế.

KHẢO SÁT GIẢM PHÁP NĂM 2003: HƯỚNG DẪN TRƯỚC ĐẾN TRƯỚC

Lãi suất thấp và lạm phát giảm sau cuộc suy thoái năm 2001 làm tăng khả năng Mỹ có thể rơi vào bẫy của Nhật Bản. Trước những khó khăn trong việc thoát khỏi tình trạng lạm phát hoặc giảm phát ở mức rất thấp, hầu hết những người tham gia FOMC đều đồng ý rằng phải tránh tình trạng này bằng mọi giá. Như Greenspan sau này viết, vào giữa năm 2003, giảm phát là "Chủ đề A" trong các cuộc thảo luận của Ủy ban.

Có thể làm gì để tránh sự kết hợp giữa lạm phát thấp kéo dài và lãi suất thấp ở Hoa Kỳ? Năm 2003, với lãi suất vốn đã rất thấp, câu hỏi đặt ra là liệu các công cụ khác ngoài việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn hơn nữa có thể giúp ích cho nền kinh tế đang suy yếu hay không. Các nhà kinh tế học đã nghiên cứu các lựa chọn thay thế khả thi, thường liên quan đến cuộc chiến lâu dài của Nhật Bản với tình trạng giảm phát. Vào tháng 10 năm 1999, Cục Dự trữ Liên bang đã tổ chức một hội nghị nghiên cứu về chính sách ở mức giới hạn dưới hiệu quả ở Woodstock, Vermont, nơi tôi đã tham dự khi vẫn còn là giáo sư. Vào tháng 11 năm 2002, vừa mới gia nhập Hội đồng quản trị với tư cách là thống đốc, tôi đã có bài phát biểu có tựa đề "Giảm phát - Đảm bảo 'điều đó' không xảy ra ở đây," thảo luận về các công cụ tiền tệ thay thế, và tôi đã công bố nghiên cứu về chủ đề này với nhân viên Fed. Tuy nhiên, trước năm 2003, FOMC chưa bao giờ kiểm tra một cách có hệ thống cách thức họ có thể phản ứng nếu nền kinh tế cần kích thích tiền tệ nhưng việc cắt giảm thêm lãi suất quỹ là không khả thi hoặc không mong muốn.

Greenspan chỉ đạo các nhân viên trình bày các phương án với Ủy ban để giải quyết giới hạn dưới. Công việc rộng rãi của đội ngũ nhân viên sẽ có ích vài năm sau đó khi các vấn đề do giới hạn dưới đặt ra không còn mang tính giả thuyết nữa. Một số lựa chọn mà nhân viên

đã xem xét, chẳng hạn như mua số lượng lớn chứng khoán Kho bạc để đẩy lãi suất dài hạn xuống, có vẻ khá kỳ lạ và dường như không cần thiết cũng như không được mong muốn vào năm 2003. (Điều này không ngăn cản một số suy đoán trên thị trường trái phiếu rằng những giao dịch mua như vậy tuy nhiên, có thể xảy ra.) Thay vào đó, Ủy ban đã chọn dựa vào truyền thông đại chúng để đạt được mục tiêu của mình.

Tại sao phải giao tiếp? Làm thế nào chỉ nói về chính sách có thể giúp ích được? Diễn biến của tuyên bố sau cuộc họp dưới thời Greenspan, cho thấy thị trường phản ứng không chỉ với các hành động chính sách hiện tại mà còn trước những gợi ý của Ủy ban về chính sách trong tương lai, đã chỉ đường. Lãi suất mà Fed kiểm soát trực tiếp nhất, lãi suất quỹ liên bang, bản thân nó không có ý nghĩa gì nhiều. Nó chỉ áp dụng với kỳ hạn rất ngắn (qua đêm hoặc cuối tuần) và đối với một thị trường tương đối nhỏ (các khoản vay dự trữ giữa các ngân hàng). Những thay đổi về lãi suất quỹ ảnh hưởng đến nền kinh tế chủ yếu thông qua ảnh hưởng của chúng đến giá và lợi suất tài sản khác, bao gồm lãi suất dài hạn hơn, như lãi suất thế chấp và lãi suất trái phiếu doanh nghiệp.

Mối liên hệ với những lãi suất quan trọng hơn này xuất hiện bởi vì, một phần, lãi suất dài hạn phụ thuộc vào kỳ vọng của thị trường về lãi suất ngắn hạn trong tương lai. Ví dụ, nếu các nhà đầu tư tin rằng Fed sẽ giữ lãi suất ngắn hạn cao hơn suy nghĩ trước đây, thì lãi suất dài hạn cũng sẽ có xu hướng tăng cao hơn. Nếu lãi suất dài hạn không tăng, các nhà đầu tư sẽ kiếm được nhiều tiền hơn bằng cách đầu tư vào chứng khoán ngắn hạn, luân chuyển chúng khi chúng đáo hạn hơn là nắm giữ trái phiếu dài hạn. Tương tự như vậy, nếu các nhà đầu tư tin rằng Fed có kế hoạch giữ lãi suất ngắn hạn ở mức thấp trong một thời gian, thì lãi suất dài hạn cũng sẽ giảm xuống. Nói tóm lại, bằng cách định hình kỳ vọng của thị trường về mức lãi suất quỹ sẽ được ấn định trong tương lai, FOMC có thể tác động đến lãi suất dài hạn hiện tại, điều này ảnh hưởng nhiều nhất đến nền kinh tế. Theo logic tương tự, kỳ vọng của thị trường về lãi suất quỹ ảnh hưởng đến giá tài sản quan trọng khác, chẳng hạn như giá cổ phiếu và tỷ giá hối đoái đồng đô la, mỗi yếu tố này cũng có tác động kinh tế.

Mặc dù chủ tịch và những người tham gia FOMC khác truyền đạt ý định chính sách theo nhiều cách, nhưng đến thời điểm này, tuyên bố sau cuộc họp phản ánh rõ nhất quan điểm chung của FOMC và được thị trường theo dõi chặt chẽ. Ủy ban đã quyết định khai thác thực tế này. Tại cuộc họp tháng 5 năm 2003, FOMC lần đầu tiên bày tỏ lo ngại rằng lạm phát có thể giảm quá thấp. Tuyên bố của Ủy ban bao gồm cụm từ (phải thừa nhận là phức tạp): "khả năng, dù nhỏ, về việc lạm phát giảm đáng kể ngoài mong muốn sẽ vượt quá khả năng lạm phát tăng từ mức vốn đã thấp của nó." Nếu các nhà hoạch định chính sách lo lắng về việc lạm phát xuống quá thấp thì hàm ý rằng chính sách sẽ vẫn dễ dàng. Quả thực, vào tháng 6, Ủy ban đã cắt giảm lãi suất quỹ xuống 1%, mức thấp nhất kể từ năm 1958.

Tuy nhiên, gợi ý không đủ mạnh. Đến cuộc họp tháng 8, thị trường đã phớt lờ thông điệp tinh tế của Fed và bắt đầu dự đoán việc thắt chặt trong ngắn hạn. Những người tham gia ủy ban lại tập trung vào cách họ có thể điều chỉnh tốt hơn kỳ vọng của thị trường về lãi suất quỹ với kỳ vọng của họ. Greenspan đề xuất đưa hướng dẫn rõ ràng hơn về lộ trình chính sách trong tương lai vào tuyên bố và FOMC đã đồng tình. Tuyên bố sau cuộc họp tháng 8 nhắc lại mối lo ngại của Ủy ban về "sự sụt giảm lạm phát đáng kể không mong muốn. . . từ mức vốn đã thấp," nhưng sau đó nói thêm, "Trong những trường hợp này, Ủy ban tin rằng việc điều chỉnh chính sách có thể được duy trì trong một thời gian đáng kể."

Những thay đổi về ngôn ngữ vào tháng 5 và tháng 8 năm 2003 có ý nghĩa quan trọng ở một số khía cạnh. Bắt đầu từ tháng 5, việc đề cập đến lạm phát giảm "không mong muốn" trái ngược hoàn toàn với chính sách của Fed trong những thập kỷ trước, trong đó lạm phát thấp hoặc giảm dần luôn được coi là mong muốn. Trên thực tế, Fed đã công khai thừa nhận rằng họ có mục tiêu lạm phát và mục tiêu đó lớn hơn 0, ngay cả khi cơ quan này chưa sẵn sàng đưa ra con số chính xác. Hơn nữa, theo tuyên bố hồi tháng 5, lạm phát thấp có thể sẽ là "mối quan tâm chính của Ủy ban trong tương lai gần".

Tuyên bố tháng 8 cũng giải thích những gì Ủy ban dự định làm đối với sự sụt giảm lạm phát "không mong muốn": Ủy ban có kế hoạch duy trì chính sách nới lỏng "trong một thời gian đáng kể".

Ngôn ngữ này không cụ thể lắm, nhưng nó chỉ ra rằng kỳ vọng của thị trường về việc thắt chặt trong ngắn hạn là không có cơ sở. Lần này tín hiệu phát ra to và rõ ràng; lãi suất dài hạn giảm mạnh trong những tuần tiếp theo. Greenspan cho biết tại cuộc họp tháng 12: "Rõ ràng là nỗ lực của chúng tôi nhằm truyền đạt thông điệp đó [về việc nới lỏng chính sách] đã thành công". Tuyên bố tháng 8 năm 2003 là một ví dụ về cái mà ngày nay chúng ta gọi là hướng dẫn chuyển tiếp hoặc thông tin liên lạc của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ về đường hướng chính sách có thể xảy ra. Hướng dẫn chuyển tiếp để quản lý kỳ vọng chính sách và do đó ảnh hưởng đến các điều kiện tài chính rộng hơn sẽ ngày càng trở nên quan trọng, đặc biệt khi lãi suất quỹ gần đạt đến giới hạn dưới.

Ủy ban vẫn giữ nguyên ngôn ngữ "khoảng thời gian đáng kể" cho đến tháng 1 năm 2004, khi Ủy ban thực hiện một chính sách xoay trục nhẹ nhàng bằng cách tuyên bố rằng Ủy ban có thể "kiên nhẫn trong việc loại bỏ các chính sách phù hợp của mình". Bằng cách này, FOMC báo hiệu rằng họ hiện đang tìm cách thắt chặt chính sách, nhưng một cách thận trọng. Sau một thời kỳ tăng trưởng mạnh mẽ và cải thiện thị trường lao động – tỷ lệ thất nghiệp đã giảm đều đặn trong khoảng một năm – việc thắt chặt bắt đầu bằng việc tăng lãi suất vào tháng 6 năm 2004, cùng với hướng dẫn rằng chính sách nới lỏng dự kiến sẽ được thu hồi "ở mức tốc độ có thể đo được." Việc tăng lãi suất sau đó thực sự đã được đo lường. Họ không bao giờ vượt quá một phần tư điểm phần trăm tại một thời điểm. Nhưng chúng đã xảy ra ở 17 cuộc họp liên tiếp cho đến tháng 6 năm 2006. Khi đợt tăng lãi suất kết thúc, mục tiêu lãi suất quỹ trở lại mức bình thường trong lịch sử là 5¼%, tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 5% và lạm phát cơ bản gần bằng 2. phần trăm. Ít nhất, theo những số liệu đó, các chính sách của Fed có vẻ thành công.

Vào tháng 8 năm 2005, Hệ thống Dự trữ Liên bang đã tổ chức các cuộc họp thường niên tại Jackson Hole, Wyoming. Hội nghị, được tổ chức từ năm 1982 trong bối cảnh hùng vĩ của Grand Tetons bởi Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas, đã thu hút một danh sách đặc biệt những người tham gia từ khắp nơi trên thế giới, từ các ngân hàng trung ương, giới truyền thông và giới học thuật. Greenspan—khi đó đang trong những tháng cuối cùng trên cương vị

chủ tịch—đã được ca ngợi bởi cựu phó chủ tịch và nhà phê bình thỉnh thoảng Alan Blinder là người có "tuyên bố chính đáng về việc trở thành thống đốc ngân hàng trung ương vĩ đại nhất từng sống".

BONG BÓNG NHÀ Ở

Bất chấp những lời khen ngợi xa hoa dành cho Greenspan, mối nguy hiểm vẫn đang rình rập. Giá nhà đã tăng nhanh kể từ cuối những năm 1990. Chúng tăng đặc biệt nhanh chóng vào cuối nhiệm kỳ của Greenspan, hơn 13% trong cả hai năm 2004 và 2005. Cùng với việc các tiêu chuẩn cho vay thế chấp suy yếu đã góp phần thúc đẩy nó, những gì được chứng minh là một bong bóng khổng lồ về giá nhà sẽ tạo ra sự thúc đẩy cho việc này. cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ cuộc Đại suy thoái.

Điều gì đã gây ra bong bóng? Một số người lập luận rằng chính sách tiền tệ nới lỏng đã kích thích giá nhà, nhưng bằng chứng cho quan điểm đó rất ít và nó ít được các nhà kinh tế ủng hộ. Giống như các mức lãi suất khác, lãi suất thế chấp kỳ hạn 30 năm có xu hướng giảm dần kể từ những năm 1980, nhưng trong năm 2004 và 2005, chúng vẫn duy trì ở mức khoảng 6%, hay 4 đến 5% trong điều kiện điều chỉnh theo lạm phát, chứ không phải mức liên quan đến giá nhà đặc biệt trước đó. lợi ích. Một nghiên cứu hồi cứu cho thấy những thay đổi về lãi suất thực (bản thân chúng không hoàn toàn do chính sách tiền tệ gây ra) chỉ có thể giải thích khoảng 1/5 sự gia tăng giá nhà từ năm 1996 đến năm 2006. Một nghiên cứu khác xác nhận rằng, mặc dù lãi suất thấp có tác dụng xu hướng tăng giá nhà, mối quan hệ lịch sử giữa hai yếu tố này nhất quán với những biến động lãi suất chỉ góp phần vừa phải vào bong bóng đầu những năm 2000. Ngoài ra, giá nhà tăng mạnh xảy ra cùng thời điểm ở các quốc gia khác, như Vương quốc Anh, nơi thực hiện chính sách tiền tệ hạn chế hơn Hoa Kỳ.

Nếu không phải lãi suất hay chính sách tiền tệ thì là gì? Hầu hết các nghiên cứu về nguồn gốc của bong bóng đều tập trung vào ba yếu tố: tâm lý đám đông; những đổi mới tài chính làm giảm động cơ

cho vay thận trọng; và quy định không đầy đủ về hoạt động cho vay và chấp nhận rủi ro nói chung.

Tâm lý đám đông ủng hộ sự lạc quan ngày càng lan rộng về nhà ở như một khoản đầu tư. Giá nhà tăng nhanh vào cuối những năm 1990 và đầu những năm 2000, đặc biệt là ở một số thành phố lớn, khiến nhiều người tin rằng giá nhà chắc chắn sẽ tiếp tục tăng, niềm tin này được củng cố thông qua các tương tác xã hội ("Anh rể tôi đã kiếm được nhiều tiền từ nhà!") và bởi các phương tiện truyền thông. Lý thuyết của Robert Shiller về những câu chuyện phổ biến – những câu chuyện đơn giản cấu trúc nên suy nghĩ của mọi người về các sự kiện kinh tế và "lan truyền" trong ý thức cộng đồng – dường như rất phù hợp với trường hợp này. Shiller lưu ý rằng giá nhà bắt đầu tăng tốc ở Hoa Kỳ vào khoảng năm 1998 và cho rằng sự bùng nổ này là do suy nghĩ quá lạc quan đã giúp tạo ra bong bóng công nghệ trên thị trường chứng khoán.

Đổi mới tài chính, kết hợp với tình trạng dư thừa tiền tiết kiệm toàn cầu và tình trạng thiếu tài sản an toàn, cũng góp phần thổi phồng bong bóng nhà đất. Những người tiết kiệm toàn cầu vào đầu những năm 2000 – bao gồm cả Trung Quốc có mức tiết kiệm cao, vào thời điểm đó đang ngày càng hội nhập sâu hơn vào thị trường vốn và thương mại toàn cầu – đang nỗ lực tìm kiếm các khoản đầu tư mà một mặt mang lại ít nhất một mức lãi suất vừa phải. quay trở lại nhưng mặt khác lại có vẻ an toàn và thanh khoản hợp lý. Những tài sản như vậy ngày càng thiếu hụt do tình trạng dư thừa tiền tiết kiệm. Đặc biệt, sự chuyển hướng sang mức thâm hụt nhỏ hơn hoặc thậm chí thặng dư của chính phủ liên bang đã hạn chế nguồn cung của tài sản an toàn được thèm muốn nhất, chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ.

Các kỹ sư tài chính của Phố Wall nhằm mục đích đáp ứng nhu cầu mạnh mẽ về tài sản an toàn (giả định) bằng cách xây dựng và bán các chứng khoán phức tạp kết hợp nhiều loại khoản thế chấp (và thường là các loại tín dụng tư nhân khác). Bởi vì giả định rằng việc kết hợp nhiều tài sản tín dụng khác nhau thông qua đa dạng hóa sẽ giảm rủi ro tổng thể của chứng khoán và vì chứng khoán có được có thể được chia thành các thành phần rủi ro hơn và ít rủi ro hơn nên quá trình này đã tạo ra những tài sản mới, rõ ràng là an

toàn có thể được bán cho toàn cầu. các nhà đầu tư. Nhu cầu to lớn về nguyên liệu thô cho các chứng khoán đảm bảo bằng tín dụng này lại khuyến khích những người khởi tạo thế chấp hạ thấp đáng kể các tiêu chuẩn để tạo ra nhiều khoản vay hơn. Suy cho cùng, nếu khoản thế chấp trở nên xấu đi thì đó không phải là vấn đề của người khởi tạo mà là vấn đề của người mua cuối cùng đối với chứng khoán được thế chấp. Tiêu chuẩn tín dụng lỏng lẻo lần lượt làm tăng nhu cầu thực tế về nhà ở, thúc đẩy bong bóng.

Cuối cùng, các cơ quan quản lý đã thất bại trong việc ngăn chặn sự gia tăng của các khoản cho vay thế chấp lừa đảo và phô trương. Trong một số trường hợp, người đi vay được phép trả ít tiền mỗi tháng đến mức số dư gốc của họ tăng lên thay vì giảm theo thời gian. Các cơ quan quản lý cũng không nhấn mạnh rằng người cho vay thế chấp cần có đủ tài liệu để đảm bảo khả năng trả nợ. Một kết quả là khoản vay NINJA khét tiếng—không thu nhập, không việc làm, không tài sản; người cho vay chỉ xác minh xếp hạng tín dụng của người đi vay.

Những thất bại trong quy định lần lượt xuất phát từ một số yếu tố, ngoài sự thiếu siêng năng và trí tưởng tượng của các cơ quan quản lý. Quan trọng nhất, vì lý do lịch sử và chính trị, quy định tài chính của Hoa Kỳ được thiết kế kém và không phản ánh đầy đủ bản chất đang phát triển của hệ thống tài chính hiện đại. Cơ cấu quản lý có cả những khoảng trống lớn—ví dụ, nhiều người cho vay thế chấp phi ngân hàng và các nhà đầu tư thế chấp phải chịu sự giám sát rất hạn chế—và sự chồng chéo, trong đó nhiều cơ quan quản lý xung đột và đôi khi cạnh tranh vì "khách hàng". Vào tháng 3 năm 2007, người cho vay dưới chuẩn Countrywide, bằng cách thay đổi điều lệ của tổ chức nhận tiền gửi mà họ sở hữu, đã thay thế Fed làm cơ quan giám sát chính bằng Văn phòng Giám sát Tiết kiệm của Bộ Tài chính, cơ quan mà Countrywide kỳ vọng sẽ dễ dàng hơn. Những lỗ hổng về quy định - đặc biệt nghiêm trọng bên ngoài hệ thống ngân hàng truyền thống - đã làm giảm khả năng giám sát và ứng phó với các xu hướng thế chấp của các cơ quan quản lý. Ví dụ, vào năm 2005, chỉ có khoảng 20% các khoản vay dưới chuẩn (thế chấp cho những người đi vay có hồ sơ tín dụng yếu) được thực hiện bởi những người cho vay dưới sự giám sát trực tiếp của liên bang, trong

khi khoảng 50% được thực hiện bởi các tổ chức được cấp phép và giám sát bởi cơ quan quản lý nhà nước, có nguồn lực và tính hiệu quả. rất đa dạng.

Điều quan trọng nữa là, trong thời gian chuẩn bị cho cuộc khủng hoảng, các luồng gió chính trị ủng hộ các tiêu chuẩn thế chấp dễ dàng hơn thay vì cứng rắn hơn. Nhiều nhà lập pháp và quản lý không hài lòng khi bị coi là đang cản trở việc mở rộng quyền sở hữu nhà quá hạn cho các nhóm thiểu số và các nhóm khác vốn có truyền thống bị đóng cửa. Nếu cần có những thỏa thuận cho vay phi truyền thống phù hợp với hồ sơ tín dụng yếu hơn để đưa những người có thu nhập thấp hơn vào nhà riêng của họ, thì - theo quan điểm rộng rãi vào thời điểm đó - rủi ro có thể đáng giá. Thật không may, chính những người mua nhà yếu kém về tài chính này sẽ phải chịu thiệt hại nặng nề nhất khi cuộc khủng hoảng thế chấp xảy ra.

Khi lập luận rằng tâm lý học, sự đổi mới tài chính của Phố Wall và hệ thống quản lý thiếu sót đã dẫn đến bong bóng nhà đất ở Mỹ, tôi không miễn trừ Cục Dự trữ Liên bang khỏi phần trách nhiệm của mình - và, sau tháng 8 năm 2002, trong đó có cả cá nhân tôi. Quy định tài chính rời rạc - đặc biệt là sự vắng mặt của bất kỳ cơ quan nào chịu trách nhiệm về sự ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính - và sự hỗ trợ chính trị cho việc mở rộng quyền sở hữu nhà sẽ cản trở mọi nỗ lực của Fed hoặc các cơ quan quản lý khác nhằm làm chậm hoặc đảo ngược rủi ro xây dựng ở thị trường nhà đất và thế chấp. Tuy nhiên, ít nhất khi nhìn lại, chúng ta có thể xác định các bước mà Fed và các cơ quan quản lý khác có thể đã thực hiện. Ví dụ, Greenspan và những người đứng đầu cơ quan khác có thể sử dụng mạnh mẽ hơn các bài giảng bắt nạt của họ để chỉ ra những rủi ro ngày càng tăng hoặc những thiếu sót của hệ thống quản lý. Điều này có thể sẽ không dẫn đến những thay đổi đáng kể – trong nhiều năm, Greenspan đã tích cực chỉ trích các cơ quan cho vay thế chấp liên bang, Fannie Mae và Freddie Mac, về việc thiếu vốn và các hoạt động rủi ro, về cơ bản không có tác dụng gì – nhưng việc rèn giũa ít nhất sẽ nâng cao nhận thức về Quốc hội và công chúng. Fed cũng có thể đã thúc đẩy các ngân hàng nắm giữ nhiều vốn hấp thụ thua lỗ hơn cũng như đo lường và quản lý tốt hơn những rủi ro mà họ đang gặp phải. Và nó có thể đã sử dụng nhiều hơn quyền hạn của

mình để đặt ra ngoài vòng pháp luật các hoạt động cho vay được coi là "không công bằng hoặc lừa đảo"; thường xuyên sử dụng quyền hạn ngẫu nhiên của mình để kiểm tra các công ty phi ngân hàng thuộc sở hữu của các công ty sở hữu ngân hàng; và đánh giá rủi ro một cách có hệ thống hơn đối với hệ thống tài chính.

Greenspan có nên hiểu ngay rằng cần phải có quy định cứng rắn hơn không? Là một người đã làm việc tại Fed trong giai đoạn này và không lường trước được cuộc khủng hoảng, tôi rất khó đánh giá. Về giá trị của nó, tôi tin rằng điểm mù của Greenspan không phải là do thiếu chú ý đến những rủi ro có thể xảy ra. Trong những năm cuối cùng làm chủ tịch, ông bày tỏ lo ngại về "sự sủi bọt" trên thị trường nhà ở (mặc dù ông thấy nó chủ yếu giới hạn ở một số khu vực địa lý nhất định) và sự gia tăng chung trong việc chấp nhận rủi ro trên thị trường tài chính. Mặc dù có nguồn gốc theo chủ nghĩa tự do nhưng về nguyên tắc, ông cũng không phản đối các quy định tài chính. Sai lầm của ông là ông đã tin tưởng quá nhiều vào các lực lượng thị trường, bao gồm cả lợi ích cá nhân của các giám đốc điều hành và hội đồng quản trị ngân hàng, để hạn chế cho vay xấu và chấp nhận rủi ro quá mức. Hơn nữa, ông tỏ ra bi quan về khả năng các thanh tra viên ngân hàng của chính phủ có thể phán đoán một cách hữu ích các quyết định của ngân hàng trong hầu hết các trường hợp. Ông nhận thấy những người giám định, dù có ý định tốt, vẫn đông hơn rất nhiều so với hàng nghìn nhân viên chuyên môn và được trả lương cao của các ngân hàng quốc tế. Vì vậy, nhìn lại, ông đã quá thụ động trong việc can thiệp vào ngay cả những bộ phận của hệ thống tài chính dưới quyền của Fed. Greenspan sẽ thừa nhận điều đó. Trong lời khai trước quốc hội vào tháng 10 năm 2008, ông bày tỏ "sự hoài nghi đáng kinh ngạc" rằng các lực lượng thị trường và lợi ích cá nhân của các chủ ngân hàng đã không hiệu quả hơn trong việc ngăn chặn tình trạng cho vay xấu dẫn đến khủng hoảng.

"Sai sót" trong suy nghĩ của Greenspan, như ông gọi nó, đã được nhiều nhà kinh tế và nhà hoạch định chính sách của thời kỳ tiền khủng hoảng chia sẻ. Những năm 1980 và 1990 là thời kỳ bãi bỏ quy định đáng kể trong nhiều ngành công nghiệp, khi các nhà hoạch định chính sách ngày càng tuân theo các lập luận về thị trường tự do. Đặc biệt, cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay, được cho là

một phần do quy định quá mức về lãi suất tiền gửi và hoạt động cho vay của S&L, đã giúp thúc đẩy việc bãi bỏ quy định và đổi mới tài chính, từ đó tạo ra phạm vi chấp nhận rủi ro lớn hơn. Bài học tổng quát hơn có thể là các chủ tịch Fed và các nhà lãnh đạo khác nên cẩn thận với những quan niệm thông thường. Giống như những người khác, tôi đã chỉ trích Arthur Burns vì đã để lạm phát vượt khỏi tầm kiểm soát vào những năm 1970, nhưng chính sách tiền tệ của Burns phù hợp với quan điểm của nhiều nhà kinh tế và chính trị gia thời đó. Trong cuộc tấn công duy nhất vào lạm phát, Volcker đã là kẻ lập dị. Nhu cầu lắng nghe nhiều quan điểm khác nhau là một lập luận khác để các ngân hàng trung ương minh bạch trong suy nghĩ của mình và cởi mở trao đổi với người ngoài.

Bất kể nguồn gốc của bong bóng nhà đất là gì, một khi nó hình thành, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ phải đối mặt với một lời kêu gọi khó khăn. Nếu việc tăng giá nhà là không bền vững, như một số người nghi ngờ (bao gồm cả Greenspan), thì câu hỏi đặt ra là phải làm gì với điều đó. Việc thắt chặt chính sách tiền tệ nhằm làm chậm lại tốc độ tăng giá nhà tương đối sớm, chẳng hạn như vào năm 2002 hoặc 2003, dường như là điều không mấy khởi đầu. Các yêu cầu ngắn hạn về việc hỗ trợ sự phục hồi kinh tế chậm chạp và tránh giảm phát được cho là nhằm tạo ra chính sách dễ dàng hơn chứ không phải thắt chặt hơn trong những năm sau cuộc suy thoái năm 2001. Hơn nữa, vào năm 2002 hoặc 2003, quan điểm cho rằng giá nhà ở trong tình trạng bong bóng không bền vững không hề được chấp nhận rộng rãi.

Giải pháp của FOMC là giữ lãi suất ở mức thấp trong một thời gian tương đối ngắn - lãi suất quỹ duy trì ở mức thấp nhất là 1% chỉ trong khoảng một năm, từ giữa năm 2003 đến giữa năm 2004 - và, khi các dấu hiệu phục hồi đã được thiết lập rõ ràng, bắt đầu thắt chặt chính sách dần dần nhưng mở rộng. Nếu không khí có thể từ từ thoát ra khỏi bong bóng nhà ở, có lẽ nền kinh tế nói chung có thể hạ cánh nhẹ nhàng. Cách tiếp cận đó có vẻ đầy hứa hẹn trong năm 2006 và đầu năm 2007, khi nền kinh tế tiếp tục phát triển bất chấp giá nhà giảm và tình trạng vỡ nợ thế chấp dưới chuẩn gia tăng. Tuy nhiên, chiến lược đó đã không nhận ra đầy đủ những lỗ hổng tài chính nghiêm trọng do nợ xấu gây ra trong một thập kỷ.

* Khi đó là một học giả, tôi ở trong ủy ban của Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, nơi đưa ra lời kêu gọi về suy thoái kinh tế.
† Khi tôi còn làm chủ tịch, Lãnh đạo Đảng Dân chủ tại Thượng viện Harry Reid đã trích dẫn sự ủng hộ của Greenspan đối với việc cắt giảm thuế của Bush để cảnh báo tôi không nên can thiệp vào chính sách tài khóa.
‡ Chỉ số giá của PCE do Cục Phân tích Kinh tế đưa ra như một phần trong tính toán GDP của cơ quan này. Một lý do cho sự thay đổi này là lạm phát PCE tạo điều kiện tốt hơn cho sự thay đổi liên tục trong cơ cấu hàng hóa và dịch vụ mà người tiêu dùng mua, trong khi CPI giả định tỷ lệ chi tiêu cho các loại hàng hóa và dịch vụ chính là cố định (với trọng số chỉ được điều chỉnh định kỳ) . Trong lịch sử, lạm phát được đo bằng chỉ số PCE thường thấp hơn vài phần mười điểm phần trăm so với lạm phát CPI, mặc dù hai chỉ số này thường di chuyển chặt chẽ với nhau.
§ Tôi sử dụng (chữ hoa) R* để biểu thị tỷ giá trung lập theo điều kiện thị trường hoặc danh nghĩa. Tỷ giá trung lập thực, là tỷ lệ trung lập danh nghĩa trừ lạm phát, thường được ký hiệu bằng (chữ thường) r*. Trong cuốn sách này, tôi thường sử dụng R* để chỉ lãi suất trung lập ngắn hạn, nhưng lãi suất trung tính ngắn hạn và dài hạn thường di chuyển chặt chẽ với nhau.
¶ Theo một phương pháp được phát triển vào năm 2003 bởi các nhà kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang Thomas Laubach và John Williams (hiện là chủ tịch của Fed New York), lãi suất trung lập thực tế ở Hoa Kỳ đã giảm từ hơn 3,5% năm 1985 xuống dưới 0,5% hiện nay , với sự sụt giảm đặc biệt mạnh vào khoảng thời gian khủng hoảng tài chính 2007-2009. Một bài báo tiếp theo năm 2017 của cùng các tác giả, với Kathryn Holston, đã tìm thấy kết quả tương tự đối với các nền kinh tế tiên tiến khác.
Thâm hụt liên bang trong thời kỳ đại dịch, làm tăng thêm nguồn cung chứng khoán Kho bạc, nên — theo lý thuyết này — sẽ giúp giảm bớt tình trạng thiếu tài sản an toàn và đẩy lãi suất Kho bạc lên cao theo thời gian.
** Ví dụ: các ngân hàng và quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ hứa hẹn với người gửi tiền bán lẻ và nhà đầu tư ít nhất mức lợi nhuận bằng 0, sẽ khó kiếm được lợi nhuận nếu khoản đầu tư ngắn hạn của họ cũng được trả bằng 0.
†† Năm 2017, Sáng kiến Thị trường Toàn cầu đã khảo sát các chuyên gia kinh tế ở Hoa Kỳ và Châu Âu về những gì họ coi là yếu tố chính góp phần gây ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, đưa ra 12 lựa chọn thay thế. Quy định và giám sát tài chính thiếu sót được xếp hạng đầu tiên, tiếp theo là đánh giá thấp rủi ro của các công cụ tài chính mới và cho vay thế chấp khó đòi. Chính sách tiền tệ lỏng lẻo được xếp ở vị trí cuối cùng.
‡‡ 30% còn lại là những người cho vay phi ngân hàng thuộc sở hữu của các công ty sở hữu ngân hàng, do đó được Cục Dự trữ Liên bang giám sát. Tuy nhiên, trong cái được gọi là điều khoản "Fed Lite", luật sửa đổi quy định tài chính Gramm-Leach-Bliley năm 1999 cho rằng Fed với tư cách là người giám sát công ty mẹ sẽ tuân theo các cơ quan giám sát chính (thường ở cấp tiểu bang) của công ty mẹ. các công ty con.
§§ Các nhà quản lý và chính trị gia thời đó đã phân biệt rõ ràng giữa cho vay dưới chuẩn, nhằm mục đích giúp những người có điểm tín dụng thấp trở thành chủ sở hữu nhà và được mong muốn, và cho vay cắt cổ, liên quan đến các hành vi không công bằng hoặc lừa đảo nhằm lợi dụng những người đi vay ít tinh vi hơn và nên bị cấm.

5

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

TÔI TRỞ THÀNH CHỦ TỊCH FED THÁNG 2 NĂM 2006, với nhiệm vụ không thể chối cãi là tiếp nối huyền thoại Greenspan. Trước khi gia nhập Fed với tư cách là thành viên Hội đồng quản trị vào năm 2002, tôi đã có hơn 20 năm nghiên cứu học thuật, bắt đầu học tại Trường Kinh doanh sau đại học của Stanford vào năm 1979 và sau đó, vào năm 1985, chuyển đến Princeton, nơi tôi và vợ tôi là Anna cùng nuôi dạy hai đứa con của mình. . Tôi đã có một sự nghiệp xứng đáng với tư cách là nhà nghiên cứu và giáo viên, tập trung vào chính sách tiền tệ, thị trường tài chính và lịch sử kinh tế. Nghiên cứu của tôi về cuộc Đại suy thoái đã ủng hộ sự đồng thuận ngày càng tăng rằng sự sụp đổ kinh tế những năm 1930 là do sự trục trặc của chế độ bản vị vàng quốc tế và một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu mà chính quyền đã không thể ngăn chặn.

Đầu năm 2002, tôi được mời phỏng vấn với Tổng thống George W. Bush để xin một vị trí trong Hội đồng Thống đốc Fed. Đó dường như là một cơ hội lý tưởng để áp dụng những gì tôi đã học được trong quá trình nghiên cứu và viết lách vào thực tế. Tôi đồng ý được đề cử, Thượng viện xác nhận tôi mà không cần tranh cãi, và tôi bắt đầu sự nghiệp hoạch định chính sách của mình vào tháng 8 năm 2002. Tôi nhận thấy môi trường ở Fed rất kích thích và mang tính tập thể (một số sinh viên tốt nghiệp cũ của tôi cũng đang làm việc tại đó). Tôi đã tham gia vào các cuộc tranh luận về rủi ro giảm phát

và ủng hộ việc cắt giảm lãi suất cũng như việc sử dụng hướng dẫn kỳ hạn vào năm 2003. Tôi cũng đã nói chuyện công khai về các vấn đề quan trọng đối với tôi, bao gồm cả việc ủng hộ việc Fed đưa ra mục tiêu lạm phát bằng số như một bước tiến tới hiệu quả hơn và hoạch định chính sách minh bạch.

Vào tháng 6 năm 2005, tôi chuyển đến Nhà Trắng trong bảy tháng để làm chủ tịch Hội đồng Cố vấn Kinh tế của Tổng thống Bush. Đứng đầu hội đồng là một công việc hấp dẫn nhưng có áp lực cao. Tôi và các đồng nghiệp của tôi phải phát triển kiến thức chuyên môn ngay lập tức trong nhiều vấn đề, từ chăm sóc sức khỏe đến nhập cư. Khi cơn bão Katrina tấn công New Orleans, chúng tôi đã nghiên cứu các vấn đề như làm thế nào để định tuyến lại các chuyến hàng xăng để cung cấp cho khu vực bị ảnh hưởng. Tôi thường xuyên thông báo cho tổng thống và phó tổng thống về nền kinh tế, xây dựng các mối quan hệ cá nhân hữu ích trong thời kỳ khủng hoảng tài chính.

Không nghi ngờ gì nữa, mối quan hệ hiện tại của tôi với tổng thống là lý do quan trọng khiến Bush đề cử tôi kế nhiệm Greenspan. Thượng viện lại chấp thuận tôi mà không có sự phản đối nào. Tôi đã hứa sẽ tiếp tục thực hiện các chính sách của Maestro. Và mục tiêu của tôi, ít nhất là ban đầu, là thực hiện lời hứa đó. Tôi đã làm việc với FOMC để tiếp tục chuỗi tăng lãi suất theo từng điểm phần tư kéo dài bắt đầu dưới thời Greenspan năm 2004 và kết thúc vào tháng 6 năm 2006. Đến lúc đó nền kinh tế dường như cuối cùng đã phục hồi hoàn toàn sau cuộc suy thoái năm 2001 và sự phục hồi sau đó của tình trạng thất nghiệp, với tỷ lệ thất nghiệp tăng cao sau đó. tỷ lệ thất nghiệp dao động trong khoảng 4,5% từ mùa thu năm 2006 đến mùa xuân năm 2007. Với mức tăng khiêm tốn của lạm phát cơ bản đã chấm dứt những lo ngại về giảm phát, có vẻ như một lần hạ cánh nhẹ nhàng khác đã đạt được.

Những bất ổn lớn nhất khi tôi ổn định vị trí mới là ở thị trường nhà đất và thế chấp. Việc Fed tăng lãi suất chính sách kéo dài có thể đã góp phần khiến giá nhà đất sụt giảm bắt đầu từ mùa hè năm 2006, ngay sau khi tôi trở thành chủ tịch, mặc dù lãi suất thế chấp tăng rất ít một cách đáng ngạc nhiên ngay cả khi FOMC thắt chặt. Như được kịch tính hóa trong cuốn sách The Big Short của Michael

Lewis và bộ phim tiếp theo, vào thời điểm này một số người tham gia thị trường tài chính ngày càng trở nên hoài nghi về sự bùng nổ nhà ở và thế chấp, đồng thời các công cụ tài chính phái sinh mới được phát triển gắn liền với giá trị của các khoản thế chấp dưới chuẩn đã giúp cho việc đầu tư trở nên dễ dàng hơn. những người hoài nghi theo dõi và đặt cược chống lại thị trường dưới chuẩn. Trong mọi trường hợp, FOMC đang theo dõi chặt chẽ sự phát triển nhà ở và thế chấp. Chúng tôi đặc biệt lo ngại về tỷ lệ nợ quá hạn ngày càng tăng ở những người vay thế chấp có thu nhập thấp và sự gia tăng liên quan đến tình trạng tịch thu tài sản thế chấp.

Chúng tôi hy vọng một kết quả tương đối lành tính nếu—và những điều này hóa ra lại là những chữ "nếu" quan trọng—sự sụt giảm giá nhà đất tiếp tục ở mức độ vừa phải và tỷ lệ quá hạn và vỡ nợ gia tăng đối với các khoản thế chấp dưới chuẩn (chiếm một phần tương đối nhỏ trong các khoản thế chấp và tín dụng nói chung).) đã không lây nhiễm sang các thị trường tài chính rộng lớn hơn. Vào tháng 3 năm 2007, trong phiên điều trần trước Quốc hội, tôi đã nói rằng, dựa trên những gì chúng tôi đã thấy cho đến nay, các vấn đề dưới chuẩn "có khả năng được ngăn chặn". Đó vừa là biểu hiện của niềm hy vọng vừa là một lời dự đoán, nhưng nó có vẻ là một đánh giá hợp lý vào thời điểm đó. Tôi tin rằng bằng việc ngừng tăng lãi suất vào giữa năm 2006 – bất chấp sự phản đối của một số người có quan điểm diều hâu trong Ủy ban – chúng ta đã tránh được việc thắt chặt quá mức. Nếu lạm phát vẫn ở mức vừa phải như mong đợi, thì việc chấm dứt thắt chặt sẽ mang lại cho nền kinh tế khoảng không gian cần thiết để hấp thụ những tác động của việc thị trường nhà ở hạ nhiệt. Và quả thực, mặc dù giá nhà đất tiếp tục giảm, nền kinh tế vẫn tiếp tục phát triển ổn định, tăng trưởng khoảng 2,5% theo tỷ lệ hàng năm trong ba quý còn lại của năm 2007.

Sự lạc quan thận trọng của chúng tôi về nền kinh tế không có nghĩa là chúng tôi có ý định bỏ qua việc phát triển nhà ở và thế chấp. Trong các diễn đàn công cộng, tôi ủng hộ cách tiếp cận có mục tiêu: Với sự khuyến khích của người giám sát, các ngân hàng và những người cho vay khác nên giải quyết các vấn đề đã rõ ràng trên thị trường thế chấp. Tôi lập luận rằng trong nhiều trường hợp, các ngân hàng và những người nắm giữ thế chấp khác, thay vì tịch thu

tài sản thế chấp đối với những người đi vay quá hạn, sẽ tốt hơn nếu đàm phán lại với những người đi vay để giảm khoản thanh toán hàng tháng trong khi vẫn giữ người đi vay ở nhà của họ. Việc sửa đổi khoản vay rõ ràng là tốt cho người đi vay. Nhưng tôi lập luận rằng những người cho vay và nền kinh tế rộng lớn hơn cũng sẽ được hưởng lợi bởi vì những ngôi nhà bị tịch thu thường để trống và những ngôi nhà trống thường bị bỏ quên, mất giá trị trong khi khiến giá nhà đất ở khu vực lân cận của họ giảm xuống.

Fed khuyến khích các ngân hàng mà họ giám sát hợp tác với chương trình sửa đổi khoản vay tự nguyện—Hope Now—do Bộ trưởng Tài chính của Tổng thống Bush, Hank Paulson, và Bộ trưởng Phát triển Đô thị và Nhà ở Alphonso Jackson dẫn đầu. Các Ngân hàng Dự trữ Liên bang đã tổ chức các sự kiện địa phương để thúc đẩy và tạo điều kiện thuận lợi cho việc sửa đổi khoản vay. Nhưng lợi ích của chương trình sẽ bị hạn chế. Các chủ ngân hàng đã nói một trò chơi hay nhưng vẫn hoài nghi về lập luận cho rằng việc đàm phán lại các khoản thế chấp gặp khó khăn sẽ mang lại lợi nhuận, đặc biệt nếu làm như vậy khuyến khích một số người đi vay không quá hạn tham gia vào tình trạng "vỡ nợ chiến lược" - không trả được tiền với hy vọng nhận được các điều khoản tốt hơn. Hơn nữa, nhiều khoản thế chấp, được gói gọn trong các chứng khoán phức tạp, không thể được đàm phán lại một cách hợp pháp nếu không có sự cho phép của các nhà đầu tư rải rác trên khắp thế giới. Và các nhà cung cấp dịch vụ thế chấp - các công ty hoặc bộ phận ngân hàng sẽ phải thực hiện việc sửa đổi khoản vay - hoàn toàn không được chuẩn bị để xử lý làn sóng sửa đổi hoặc nợ quá hạn, một vấn đề sẽ cản trở mọi nỗ lực tiếp theo nhằm dọn dẹp mớ hỗn độn thế chấp.

KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH LỚN

Do đó, Fed đã thực hiện hai hướng đi trong năm 2006 và 2007: sử dụng chính sách tiền tệ để cố gắng giữ cho nền kinh tế lành mạnh và triển khai các công cụ điều tiết (bao gồm thuyết phục về mặt đạo đức) để giải quyết tình hình thế chấp đang xấu đi. Nhưng vào mùa

hè năm 2007, chúng ta đã sớm thấy được bằng chứng cho thấy vấn đề nợ dưới chuẩn đe dọa đến hệ thống tài chính rộng lớn hơn.

Vào tháng 8 năm 2007, ngân hàng Pháp BNP Paribas đưa ra một thông báo đáng ngạc nhiên rằng họ đã ngừng việc nhà đầu tư mua lại ba quỹ nắm giữ chứng khoán được đảm bảo bởi các khoản thế chấp dưới chuẩn của Hoa Kỳ. Ngân hàng cho biết, trong điều kiện thị trường hiện tại, họ không thể định giá những chứng khoán đó nữa. Nói cách khác, vào mùa hè năm 2007, các nhà đầu tư đã bắt đầu mất niềm tin vào các chứng khoán thế chấp dưới chuẩn đến mức họ không sẵn sàng mua chúng bằng bất cứ giá nào. Thông báo này, được nhiều người coi là lời cảnh tỉnh, đã gây ra làn sóng bán tháo hoảng loạn trên toàn thế giới.

Tại sao các nhà đầu tư đột nhiên sợ hãi như vậy? Trong những năm giá nhà đất chỉ tăng lên, cả người đi vay và người cho vay đều coi việc cho vay dưới chuẩn có rủi ro tương đối thấp. Lý do là nếu người đi vay không thể thanh toán hàng tháng, họ có thể bán nhà và trả hết khoản thế chấp (trả toàn bộ cho người cho vay) trong khi vẫn được hưởng lợi nhuận từ lãi vốn trên căn nhà. Thắng-thắng. Chiến lược đó không còn hiệu quả khi giá nhà đất bắt đầu giảm. Khi giá bắt đầu trượt dốc, những người đi vay dưới chuẩn không có khả năng trả nợ sẽ phải đối mặt với nguy cơ vỡ nợ và bị trục xuất, còn những người cho vay dưới chuẩn và các nhà đầu tư nắm giữ các khoản thế chấp có thể tỏ ra vô giá trị.

Tuy nhiên, vào thời điểm đó, chưa đến 8% các khoản thế chấp chưa thanh toán ở Mỹ là các khoản cho vay dưới chuẩn với lãi suất có thể điều chỉnh, loại dễ bị ảnh hưởng nhất bởi việc Fed tăng lãi suất từ năm 2004 đến năm 2006. Quả thực, vào đầu năm 2007, nhân viên Fed đã tính toán rằng khả năng vỡ nợ ngay lập tức của mỗi khoản thế chấp dưới chuẩn (với cả lãi suất điều chỉnh và lãi suất cố định; 13% tổng số khoản thế chấp) sẽ gây ra tổn thất tổng hợp cho người cho vay và nhà đầu tư nhỏ hơn tổn thất từ một ngày tồi tệ duy nhất trên thị trường chứng khoán toàn cầu. Hầu hết các khoản thế chấp khác, bao gồm các khoản thế chấp cơ bản cấp cho những người đi vay có tín dụng tốt và cái gọi là các khoản thế chấp Alt-A cấp cho những người đi vay có tín dụng chất lượng trung bình, vẫn hoạt động tốt trong năm 2007. Hơn nữa, các ngân hàng dường

như có tình hình tài chính tốt, chỉ có một ngân hàng được liên bang bảo hiểm đã phá sản trong hai năm rưỡi trước đó và các ngân hàng gặp ít khó khăn trong việc thu hút tiền gửi và các nguồn tài trợ ngắn hạn khác. Với mức vốn được coi là phù hợp, ít nhất là được đo bằng các tiêu chuẩn quy định vào thời điểm đó, các ngân hàng dường như có khả năng hấp thụ các khoản lỗ thế chấp dự kiến.

Những cân nhắc này đã giúp thúc đẩy nhận xét "có khả năng bị kiềm chế" của tôi vào tháng 3, nhưng chúng chỉ là sự an ủi sai lầm. Mặc dù tổn thất thực tế và tiềm năng đối với các khoản thế chấp dưới chuẩn bản thân chúng không quá lớn, nhưng sự sụp đổ dưới chuẩn đã gây ra thiệt hại nặng nề vì nó gây ra một cơn hoảng loạn tài chính kiểu cũ - mặc dù dưới một chiêu bài xa lạ. Sự hoảng loạn bắt đầu với các khoản thế chấp dưới chuẩn nhưng cuối cùng bùng phát thành sự mất niềm tin vào hầu hết các hình thức tín dụng hộ gia đình và doanh nghiệp, gần như phá hủy hệ thống tài chính và kéo theo đó là cả nền kinh tế.

Là một nhà sử học kinh tế, tôi biết đôi điều về những cơn hoảng loạn tài chính, xảy ra từ nhiều thế kỷ trước nếu không muốn nói là hàng thiên niên kỷ (hoàng đế La Mã Tiberius đã ngăn chặn một cuộc khủng hoảng vào năm 33 CN bằng cách cung cấp các khoản vay không lãi suất). Hầu hết các cơn hoảng loạn đều diễn ra theo một trình tự tương tự. Thông thường, chúng xảy ra sau một thời kỳ mà các ngân hàng hoặc tổ chức tài chính khác mở rộng đáng kể các khoản cho vay hoặc đầu tư mang tính đầu cơ, được tài trợ chủ yếu bằng cách phát hành nợ, đặc biệt là nợ ngắn hạn. Mọi việc diễn ra tốt đẹp trong một thời gian khi sự lạc quan của người vay và người cho vay thúc đẩy sự bùng nổ tín dụng. Thậm chí có thể còn có tin đồn về một "kỷ nguyên mới" trong đó các quy tắc cũ không còn được áp dụng. Đôi khi sự lạc quan được chứng minh là hợp lý, nhưng đôi khi tin xấu về một số khoản đầu tư - có thể đúng, mặc dù những tin đồn sai lệch cũng đã gây hoảng loạn - đột nhiên thay đổi thái độ của nhà đầu tư. Những ai có thể thoát ra được thì làm. Những nhà cung cấp tiền ngắn hạn cho các tổ chức tài chính, những người có thể dễ dàng rút vốn và ít mất mát khi làm như vậy, là những người có xu hướng bỏ chạy nhiều nhất. Giống như câu tục ngữ khách quen trong rạp hát đông người khi có ai đó hét lên

"cháy!" (đúng hay không), thì lợi ích cá nhân của mọi người là trở thành một trong những người ra khỏi cửa đầu tiên, mặc dù việc ra đi có trật tự sẽ phục vụ tốt nhất cho lợi ích tập thể.

Ngược lại, việc các tổ chức tài chính quan trọng phải trả nợ ngắn hạn khiến họ không thể tài trợ cho các khoản đầu tư của mình, thường là các khoản đầu tư dài hạn và kém thanh khoản - không dễ dàng bán nhanh chóng với giá trị đầy đủ. Nếu họ không thể thay thế số tiền đã mất, người cho vay có thể không có lựa chọn nào khác ngoài việc bán tài sản của mình - tài sản tốt và không tốt - với bất kỳ giá nào họ có thể nhận được. Một cuộc đổ xô bán tháo nói chung – một cuộc bán tháo – dẫn đến giá tài sản lao dốc, đẩy các tổ chức đến chỗ mất khả năng thanh toán và làm tăng thêm sự hoảng loạn. Không cần phải nói, không ai thực hiện các khoản vay mới trong thời kỳ hoảng loạn - tại sao phải làm như vậy khi các khoản vay cũ có thể được mua với giá hời? - và việc thiếu tín dụng mới, giá tài sản giảm và niềm tin sụt giảm sẽ kéo nền kinh tế nói chung đi xuống.

Như chúng ta đã thấy, những cơn hoảng loạn tài chính đột phá trong suốt thế kỷ 19 đã thúc đẩy Quốc hội thành lập Cục Dự trữ Liên bang để đóng vai trò là người cho vay cuối cùng, và làn sóng phá sản của các ngân hàng đã khiến cuộc Đại suy thoái trở nên tồi tệ hơn rất nhiều. Nhưng vào mùa hè năm 2007, những cuộc khủng hoảng tài chính dường như đã trở thành lịch sử xa xưa, ít nhất là ở Hoa Kỳ. Việc Quốc hội thành lập cơ chế bảo hiểm tiền gửi liên bang vào năm 1933 đã phần lớn chấm dứt tình trạng rút tiền khỏi ngân hàng của những người gửi tiền thông thường, những người biết rằng họ sẽ được bảo vệ ngay cả khi ngân hàng của họ phá sản. Khoảng bảy thập kỷ sau đó và các cuộc cải cách Chính sách Kinh tế Mới khác – được nhà sử học tài chính Gary Gorton mệnh danh là "thời kỳ yên tĩnh" trong nền tài chính Mỹ – đã chứng kiến nhiều sự gián đoạn tài chính, bao gồm các cuộc khủng hoảng tài chính nước ngoài và sự bùng nổ của các khoản tiết kiệm và cho vay, nhưng không có sự gián đoạn lớn nào. hoảng loạn và không có khủng hoảng trong nước đe dọa nghiêm trọng đến toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên, trong thời gian dài này, các lỗ hổng phức tạp mới đang phát triển sẽ đặt nền móng cho một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu với quy mô chưa từng có. Trong số những vấn đề quan

trọng nhất trong số này là sự tăng trưởng nhanh chóng của ngân hàng ngầm, tài trợ bán buôn và chứng khoán hóa.

Ngân hàng ngầm và tài trợ bán buôn

Ngân hàng ngầm đề cập đến một mạng lưới các tổ chức và thị trường tài chính phi ngân hàng phát triển ở Hoa Kỳ cùng với hệ thống ngân hàng thương mại truyền thống; nó cung cấp chung nhiều dịch vụ giống như ngân hàng - bao gồm cho vay kinh doanh và hộ gia đình cũng như tạo ra các tài sản ngắn hạn, thanh khoản cho các nhà đầu tư. Trong những năm trước cuộc khủng hoảng, hệ thống ngân hàng ngầm bao gồm một nhóm đa dạng các công ty được quản lý nhẹ nhàng, như các công ty thế chấp và công ty tài chính tiêu dùng chủ yếu cho các hộ gia đình vay, cũng như các tổ chức như ngân hàng đầu tư và quỹ phòng hộ hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực chứng khoán. thị trường. Một thành phần quan trọng khác của hệ thống ngân hàng ngầm, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, đầu tư vào các tài sản ngắn hạn, tương đối an toàn và hứa hẹn cung cấp thanh khoản theo yêu cầu cho các cổ đông của họ, cung cấp một sự thay thế gần gũi cho tiền gửi ngân hàng. Các ngân hàng ngầm cạnh tranh với hệ thống ngân hàng truyền thống nhưng cũng bổ sung cho nó. Ví dụ, các ngân hàng lớn thường sở hữu các công ty ngân hàng ngầm, chẳng hạn như các nhà môi giới thế chấp hoặc đại lý chứng khoán, hoặc các hoạt động ngân hàng ngầm được tài trợ như các phương tiện đầu tư ngoại bảng khác nhau.

Tất cả các nhà cung cấp tín dụng đều cần nguồn tài trợ và các ngân hàng ngầm cũng không ngoại lệ. Tiền gửi được bảo hiểm liên bang chỉ dành cho các ngân hàng thương mại và hiệp hội tiết kiệm, vì vậy các công ty ngân hàng ngầm thường dựa vào nhiều loại nguồn vốn ngắn hạn không có bảo hiểm khác nhau, được gọi chung là nguồn vốn bán buôn, để phân biệt với nguồn vốn bán lẻ, như tiền gửi của cá nhân trong ngân hàng thương mại . Các ví dụ quan trọng về tài trợ bán buôn bao gồm thương phiếu và thỏa thuận mua lại hoặc gọi tắt là repo.

Giấy thương mại, một hình thức tài trợ kinh doanh rất cũ, là một loại nợ ngắn hạn, thường được các công ty phi tài chính sử dụng để tài trợ cho hàng tồn kho hoặc cho các nhu cầu ngắn hạn khác. Trong lịch sử, thương phiếu thường không có bảo đảm - nghĩa là đó là nghĩa vụ chung của công ty đi vay, không được đảm bảo bằng tài sản thế chấp cụ thể và sẽ chịu tổn thất nếu người đi vay phá sản. Tuy nhiên, trong những năm trước cuộc khủng hoảng, một số tổ chức tài chính bắt đầu tái sử dụng thương phiếu, sử dụng nó để tài trợ cho cái gọi là phương tiện có mục đích đặc biệt, các cơ cấu pháp lý được thiết lập chỉ nhằm mục đích nắm giữ nhiều loại khoản vay và chứng khoán. Các phương tiện có mục đích đặc biệt, tách biệt về mặt pháp lý với các ngân hàng hoặc tổ chức tài chính khác đã tạo ra chúng, đã trở thành một phương tiện quan trọng để nắm giữ và cấp vốn cho tài sản trong hệ thống ngân hàng ngầm. Theo các quy định quản lý xe chuyên dụng, trong trường hợp vỡ nợ, người cấp vốn cho chiếc xe không có quyền yêu cầu tổ chức thành lập chiếc xe mà thay vào đó nhận được một phần tài sản của chiếc xe. Giấy thương mại được phát hành để tài trợ cho các phương tiện chuyên dụng do đó được gọi là giấy tờ thương mại được đảm bảo bằng tài sản. Phản ánh sự tăng trưởng của các phương tiện chuyên dùng, thương phiếu bảo đảm bằng tài sản đã tăng trưởng nhanh chóng trước cuộc khủng hoảng, đạt khoảng 1,2 nghìn tỷ USD vào mùa hè năm 2007.

Repos, loại tài trợ bán buôn lớn thứ hai, thực sự là các khoản vay ngắn hạn—thường qua đêm—có thế chấp. Mỗi khoản vay repo được bảo vệ bằng tài sản thế chấp cụ thể, dưới dạng tài sản tài chính do người đi vay đưa ra. Nếu người đi vay không trả được nợ, người cho vay sẽ nhận được tài sản thế chấp mà không cần phải trải qua thủ tục phá sản chính thức. Số lượng tài sản thế chấp mà người cho vay repo yêu cầu phụ thuộc vào mức độ rủi ro và khả năng tiếp thị của tài sản thế chấp. Ví dụ, với mỗi đô la chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ (có tính an toàn cao và có tính thanh khoản cao) được dùng làm tài sản thế chấp, người đi vay có thể nhận được khoản vay 99 xu, trong khi khoản thế chấp dưới chuẩn trị giá một đô la có thể thế chấp khoản vay chỉ 60 xu. . Trong ví dụ này, tỷ lệ cắt giảm đối với chứng khoán Kho bạc (chênh lệch giữa giá trị thị trường của nó và những gì có thể vay được từ nó) là 1%, trong khi tỷ lệ cắt giảm đối với các

khoản thế chấp dưới chuẩn là 40%. Mức cắt giảm thay đổi tùy theo điều kiện thị trường - trong điều kiện không ổn định, tài sản thế chấp rủi ro hoặc kém thanh khoản sẽ chỉ được người cho vay chấp nhận với mức cắt giảm lớn, nếu có.

Sử dụng nguồn tài trợ bán buôn cũng như các nguồn tài trợ dài hạn hơn như nợ doanh nghiệp và vốn cổ phần, hệ thống ngân hàng ngầm có thể thực hiện các chức năng ngân hàng tiêu chuẩn như thực hiện các khoản vay mới, nắm giữ các khoản vay và chứng khoán hiện có cũng như đóng gói các khoản vay và chứng khoán để bán cho người tiêu dùng. các nhà đầu tư khác. Quả thực, vào thời điểm khủng hoảng tài chính, khu vực ngân hàng ngầm đã cung cấp nhiều tín dụng hơn cho các công ty và hộ gia đình Mỹ so với khu vực ngân hàng truyền thống.

Tại sao các ngân hàng ngầm lại mở rộng và thịnh vượng trong những thập kỷ trước cuộc khủng hoảng, mặc dù họ không có khả năng sử dụng tiền gửi được bảo hiểm liên bang? Một lợi thế quan trọng là, dựa trên các quy định pháp lý của Hoa Kỳ, các tổ chức tạo nên hệ thống ngân hàng ngầm có thể tránh được nhiều quy định áp dụng cho các ngân hàng thương mại truyền thống, chẳng hạn như yêu cầu về vốn tối thiểu và các hạn chế đối với hoạt động của họ. Quy định nhẹ nhàng cho phép các ngân hàng ngầm linh hoạt và đổi mới hơn, chẳng hạn như trong việc cung cấp các sản phẩm mới, nhưng nó cũng hàm ý có ít hạn chế đối với việc vay mượn hoặc chấp nhận rủi ro của họ. Do đó, các khoản đầu tư quá rủi ro đối với các ngân hàng truyền thống thường chuyển sang lĩnh vực ngân hàng ngầm, nằm ngoài tầm ngắm của các cơ quan quản lý ngân hàng.

Hơn nữa, bất chấp sự thiếu vắng bảo hiểm của chính phủ, việc phụ thuộc vào nguồn vốn bán buôn được cho là đã thúc đẩy sự tăng trưởng nhanh chóng của khu vực ngân hàng ngầm chứ không phải hạn chế nó. Các nhà cung cấp vốn bán buôn, chẳng hạn như quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và thủ quỹ doanh nghiệp, thích lợi nhuận tiềm năng cao hơn và chi phí giao dịch thấp hơn khi đưa tiền của họ vào hoạt động ở thị trường bán buôn. Trong mọi trường hợp, bảo hiểm chính phủ chỉ bảo hiểm các khoản tiền gửi có giới hạn tương đối thấp cho mỗi tài khoản, trong khi phần lớn nguồn vốn bán buôn (chẳng hạn như cho vay repo)

được hỗ trợ đầy đủ bằng tài sản thế chấp cụ thể. Những người cho vay bán buôn không mong đợi sẽ mất tiền ngay cả khi họ cho một ngân hàng ngầm (chẳng hạn như ngân hàng đầu tư hoặc quỹ phòng hộ) vay không thành công - nếu không được hoàn trả, họ có thể đòi tài sản thế chấp. Quả thực, nhiều ngân hàng thương mại cũng bắt đầu dựa vào nguồn vốn bán buôn cùng với tiền gửi bán lẻ. Vào cuối năm 2006, trước cuộc khủng hoảng, tiền gửi ngân hàng được chính phủ bảo hiểm ở Hoa Kỳ đạt tổng cộng 4,1 nghìn tỷ USD, trong khi nguồn vốn bán buôn không được bảo hiểm của các tổ chức tài chính đạt tổng cộng 5,6 nghìn tỷ USD. Việc sử dụng nguồn vốn bán buôn cho phép các công ty tài chính mở rộng cho vay và đầu tư nhưng cũng khiến họ dễ bị tổn thương hơn.

Nói tóm lại, hệ thống ngân hàng ngầm đang phát triển nhanh chóng có chức năng chung giống như bất kỳ hệ thống ngân hàng nào - thu hút vốn ngắn hạn từ các nhà đầu tư, cho các hộ gia đình và doanh nghiệp vay số tiền đó, sau đó bán các khoản vay đó cho nhà đầu tư hoặc nắm giữ chúng trong danh mục đầu tư của riêng họ. Nhiều ngân hàng ngầm cũng tích cực phòng ngừa rủi ro hoặc đầu cơ trên thị trường tài chính. Việc miễn trừ khỏi chế độ quản lý ngân hàng truyền thống, bao gồm cả sự giám sát của Cục Dự trữ Liên bang và các cơ quan ngân hàng khác, đã mang lại cho khu vực ngân hàng ngầm phạm vi rộng hơn, bao gồm khả năng chấp nhận rủi ro lớn hơn và nắm giữ ít vốn hơn. Điều quan trọng là các ngân hàng ngầm đóng một vai trò lớn trong việc phát triển và tiếp thị các khoản vay thế chấp kỳ lạ vốn góp phần gây ra cuộc khủng hoảng tài chính, và một tỷ lệ thua lỗ và khó khăn tài chính không cân xứng sẽ xảy ra trong lĩnh vực đó. Về lý thuyết, việc trở thành một ngân hàng ngầm có những bất lợi, chủ yếu là không có khả năng sử dụng tiền gửi được bảo hiểm nhưng cũng không có khả năng tiếp cận các khoản vay ngắn hạn từ cửa sổ chiết khấu của Fed, vốn trong những trường hợp thông thường chỉ có sẵn đối với các ngân hàng thương mại truyền thống. Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng tài chính đe dọa toàn bộ hệ thống, rốt cuộc các ngân hàng ngầm sẽ thấy mình được bảo vệ bởi mạng lưới an toàn của chính phủ.

Chứng khoán hóa

Chứng khoán hóa—việc gộp các loại khoản vay đa dạng thành các chứng khoán phức tạp—về mặt khái niệm tách biệt với ngân hàng ngầm nhưng có liên quan chặt chẽ với nó trong thực tế bởi vì, giống như ngân hàng ngầm, nó cung cấp một giải pháp thay thế cho ngân hàng truyền thống. Chúng ta đã thấy sự phát triển của chứng khoán được thiết kế về mặt tài chính đã làm suy giảm các tiêu chuẩn cho vay thế chấp và góp phần vào bong bóng nhà đất như thế nào. Sự phát triển nhanh chóng của hoạt động này sẽ gây thêm thiệt hại do làm gia tăng sự hoảng loạn tài chính, vì vậy chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn ở đây.

Bản thân ngành thế chấp đã minh họa cho động cơ chứng khoán hóa. Có một thời, hoạt động cho vay thế chấp chủ yếu là hoạt động kinh doanh bán lẻ. Nhân viên thế chấp tại ngân hàng địa phương hoặc quỹ tiết kiệm và cho vay biết rõ nhiều người vay tiềm năng, hoặc ít nhất là đã nghiên cứu kỹ từng người nộp đơn. Khoản thế chấp, nếu được gia hạn, sẽ được tài trợ bằng tiền gửi của ngân hàng và ngân hàng giữ khoản thế chấp trên sổ sách riêng của mình. Hệ thống này có một số lợi thế rõ ràng: Nó tận dụng kiến thức địa phương và vì các ngân hàng giữ các khoản thế chấp mà họ đã thực hiện và chịu bất kỳ tổn thất nào có thể xảy ra nên họ có động lực để xem xét cẩn thận những người đi vay tiềm năng.

Hệ thống này cũng có những nhược điểm. Các quyết định cho vay có thể chậm, không hiệu quả và phụ thuộc vào thành kiến cá nhân của nhân viên cho vay. Thiếu đa dạng hóa cũng là một vấn đề vì những người cho vay địa phương dễ bị tổn thương trước sự sụt giảm giá bất động sản trong khu vực của họ. Và khả năng cho vay của ngân hàng thường phụ thuộc vào nguồn tiền gửi sẵn có. Ví dụ, khi các tổ chức tín dụng tiết kiệm chứng kiến dòng tiền gửi chảy ra ngoài vào những năm 1980, khả năng cho vay thế chấp mới của họ giảm sút.

Trong những năm qua, những thay đổi về công nghệ và đổi mới tài chính đã giải quyết được một số điểm yếu của hoạt động cho vay truyền thống. Hồ sơ tín dụng được vi tính hóa và điểm tín dụng

được tiêu chuẩn hóa khiến cho việc cho vay thế chấp trở nên hiệu quả hơn, cạnh tranh hơn và ít chủ quan hơn. Các nhà cho vay quốc gia, với lợi thế về công nghệ và quy mô kinh tế, đã thay thế nhiều ngân hàng địa phương. Điều quan trọng là các ngân hàng và những người cho vay thế chấp khác không còn bị hạn chế bởi số lượng tiền gửi mà họ có thể huy động. Thay vào đó, người cho vay có thể bán các khoản thế chấp mà họ đã thực hiện cho bên thứ ba, bao gồm cả GSE Fannie Mae và Freddie Mac. Các bên thứ ba này lần lượt đóng gói các khoản thế chấp lại với nhau - chứng khoán hóa chúng - và nắm giữ các chứng khoán mới được tạo ra trên sổ sách riêng của họ hoặc bán chúng cho các nhà đầu tư toàn cầu. Chứng khoán hóa cho phép những người cho vay thế chấp - ngay cả những người cho vay trước cửa hàng không có cơ sở tiền gửi hoặc khả năng huy động vốn bán buôn - tiếp cận với nguồn tiền tiết kiệm khổng lồ từ khắp nơi trên thế giới.

Người vay thế chấp và người cho vay thích hệ thống mới. Các nhà đầu tư cũng vậy. Các chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp mới có thể được cấu trúc để giảm thiểu rủi ro - ví dụ, bằng cách kết hợp các khoản thế chấp từ các khu vực khác nhau của đất nước, từ đó mang lại sự bảo vệ trước sự sụt giảm giá nhà trong khu vực. Chứng khoán cũng có thể được chia thành các phân đoạn, được gọi là các đợt, với mỗi đợt được bán riêng, về nguyên tắc, ít nhất cho phép các nhà đầu tư lựa chọn mức độ rủi ro ưa thích của họ. Khi sự phổ biến của chứng khoán hóa ngày càng tăng, sự kết hợp các tài sản có trong chứng khoán đã mở rộng để bao gồm nhiều loại tín dụng tư nhân và công cộng, không chỉ các khoản thế chấp, với sự kết hợp ngày càng phức tạp giữa tài sản và hỗn hợp tài trợ. Rất thường xuyên, những đợt đó được gộp lại và tái chứng khoán hóa thành một lớp chứng khoán phức tạp khác. Các ngân hàng ngầm, chẳng hạn như ngân hàng đầu tư, thường đi đầu trong việc tạo ra và tiếp thị cái gọi là chứng khoán đảm bảo bằng tài sản, hay ABS, và cũng nắm giữ chúng trong danh mục đầu tư của riêng họ.

Về lý thuyết, chứng khoán được thiết kế để phù hợp với sở thích về rủi ro và thanh khoản của các nhà đầu tư khác nhau, nhưng cuối cùng tài sản chứng khoán hóa trở nên phức tạp và không rõ ràng đến mức ngay cả các nhà đầu tư sành sỏi cũng không thể đánh giá

chúng một cách đáng tin cậy. Thay vào đó, họ dựa vào điểm mà các cơ quan xếp hạng tín dụng, chẳng hạn như Moody's và Standard and Poor's, ấn định cho từng chứng khoán và các phân đoạn của nó. Tuy nhiên, việc dựa vào các cơ quan xếp hạng cũng có những vấn đề riêng vì các cơ quan này được các tổ chức phát hành trả tiền và do đó tiềm ẩn xung đột lợi ích; và, nhìn lại, các cơ quan này tỏ ra quá tin tưởng vào khả năng của các kỹ sư tài chính trong việc tạo ra chứng khoán tốt từ tín dụng xấu. Bất chấp những hạn chế này, nguồn cung tiền tiết kiệm toàn cầu ngày càng tăng đã tạo ra nhu cầu lớn về tài sản tiêu chuẩn hóa, có tính thanh khoản cao và lợi nhuận cao. Người ta nghĩ rằng chứng khoán hóa đã đáp ứng được nhu cầu đó. Một hệ quả của chứng khoán hóa là các khoản thế chấp dưới chuẩn của Hoa Kỳ thực tế đã trở thành tài sản toàn cầu, được nắm giữ bởi các tổ chức khác nhau như các ngân hàng tiết kiệm Đức và quỹ hưu trí Nhật Bản, cũng như các nhà đầu tư Mỹ.

Các giai đoạn của sự hoảng loạn

Câu đố mà Fed và các cơ quan quản lý khác phải đối mặt vào mùa hè và mùa thu năm 2007 là tại sao số lượng tương đối nhỏ các khoản thế chấp có vấn đề lại có liên quan đến sự tàn phá lớn đến vậy trong hệ thống tài chính. Câu trả lời là thiệt hại từ các khoản thế chấp dưới chuẩn và các sản phẩm tín dụng rủi ro khác đã được khuếch đại bởi việc chứng khoán hóa và tái chứng khoán hóa chúng thành chứng khoán đảm bảo bằng tài sản. Khi các khoản thế chấp dưới chuẩn bắt đầu hoạt động kém hiệu quả, các nhà đầu tư vào chứng khoán phức hợp bảo đảm bằng tài sản phải làm gì? Trong một thế giới lý tưởng, họ sẽ đánh giá các giá trị cơ bản của tài sản tạo nên những chứng khoán đó và chấp nhận rằng giờ đây chúng có giá trị thấp hơn. Nhưng sự phức tạp của chứng khoán khiến việc xác định giá trị cơ bản của chúng trở nên khó khăn và tốn kém, đồng thời các cơ quan xếp hạng đã đánh mất uy tín của mình. Lựa chọn đơn giản nhất là bán tháo chứng khoán ra thị trường – bao gồm không chỉ các khoản thế chấp dưới chuẩn tiềm ẩn bên trong mà còn

tất cả các công cụ tín dụng khác có liên quan đến chứng khoán. Kết quả là một cuộc bán tháo tất cả tài sản tín dụng tư nhân, từ nợ thẻ tín dụng đến các khoản vay mua ô tô, cùng với các khoản thế chấp dưới chuẩn.

Các nhà cung cấp vốn bán buôn thậm chí còn ít có xu hướng chấp nhận lợi ích của tài sản chứng khoán hóa. Cũng giống như những người gửi tiền tại ngân hàng trước FDIC đổ xô rút tiền từ các ngân hàng có các khoản cho vay đáng ngờ, các nhà đầu tư cung cấp vốn ngắn hạn hoảng sợ và bỏ chạy khỏi các phương tiện chuyên dụng, ngân hàng đầu tư và các tổ chức khác nắm giữ tín dụng chứng khoán hóa. Ví dụ, thương phiếu thương mại được đảm bảo bằng tài sản nổi bật bắt đầu giảm mạnh sau thông báo của BNP Paribas, do các nhà cung cấp vốn ngày càng do dự trong việc gia hạn các khoản vay của họ. Từ tháng 8 năm 2007 đến tháng 8 năm 2008, số lượng thương phiếu bảo đảm bằng tài sản còn tồn đọng đã giảm một phần ba, gây áp lực lên các phương tiện chuyên dụng mà họ tài trợ.

Đáng chú ý là ngay cả những nhà cung cấp các khoản vay repo – cần nhớ rằng, được thế chấp hoàn toàn và thường có thời gian đáo hạn rất ngắn – cũng có dấu hiệu hoảng loạn sau tháng 8 năm 2007. Theo ghi nhận của các nhà kinh tế Gary Gorton và Andrew Metrick, làn sóng tháo chạy trên thị trường repo không nhất thiết phải xảy ra. dưới hình thức các nhà đầu tư từ chối thực hiện các khoản vay repo hoàn toàn. Thay vào đó, người cho vay yêu cầu nhiều tài sản thế chấp hơn (tỷ lệ cắt tóc lớn hơn) để đảm bảo cho khoản vay của họ. Ví dụ, nếu trước cuộc khủng hoảng, giá trị một đô la của một chứng khoán nhất định có thể là tài sản thế chấp đủ cho 95 xu tín dụng, khi hoạt động repo trở nên tồi tệ hơn, người cho vay có thể chỉ cung cấp 70 xu tài trợ cho cùng một tài sản thế chấp. Với tỷ lệ cắt giảm lớn hơn - và với một số loại tài sản không còn được chấp nhận làm tài sản thế chấp ở bất kỳ mức giá nào - việc có được nguồn tài trợ đầy đủ trên thị trường repo ngày càng khó khăn hơn.

Khi bắt đầu, sự hoảng loạn đã lan rộng ra ngoài các tài sản được chứng khoán hóa để gây áp lực lên các tổ chức tài chính lớn. Các tổ chức này trực tiếp chịu tổn thất từ các khoản thế chấp dưới chuẩn và chứng khoán đảm bảo bằng tài sản mà họ nắm giữ trong danh

mục đầu tư của mình, nhưng họ cũng bị tổn thất một cách gián tiếp theo những cách mà cả họ và các cơ quan quản lý của họ đều không đánh giá đầy đủ. Ví dụ, một ngân hàng có thể không chỉ trực tiếp nắm giữ các khoản vay dưới chuẩn mà còn có thể sở hữu các công cụ phái sinh có giá trị phụ thuộc một cách phức tạp vào hiệu suất thế chấp. Những phương tiện có mục đích đặc biệt mà một số tổ chức tài trợ để nắm giữ hỗn hợp các khoản thế chấp và các tài sản khác, như chúng tôi đã lưu ý, là tách biệt về mặt pháp lý. Nhưng các tổ chức tài trợ vẫn có thể tiếp xúc với các phương tiện một cách gián tiếp, ví dụ, thông qua các cam kết đã được sắp xếp trước để thay thế nguồn vốn bị mất, hoặc thông qua các biện pháp khuyến khích mang tính danh tiếng để hỗ trợ các phương tiện hoặc bù đắp cho khoản lỗ của nhà đầu tư. Việc giảm giá tài sản, kéo theo đó là khó khăn ngày càng tăng trong việc tìm kiếm nguồn vốn phù hợp, đã buộc các tổ chức tài chính lớn - đặc biệt là các ngân hàng đầu tư đang bị bao vây - phải bán những tài sản rủi ro hơn và kém thanh khoản hơn ra thị trường để lấy bất cứ thứ gì chúng mang lại. Không ai muốn nắm giữ ngay cả những khoản vay đang hoạt động khá tốt, như các khoản vay ô tô và thẻ tín dụng, giá tài sản liên quan đến tín dụng đã sụp đổ, đẩy nhiều tổ chức tài chính đến gần hoặc rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán.

Sự hoảng loạn tăng giảm khi các nhà hoạch định chính sách phản ứng và khi các nhà đầu tư đánh giá và đánh giá lại rủi ro. Vào tháng 3 năm 2008, Fed và Bộ Tài chính đã hợp tác để tránh sự thất bại của ngân hàng đầu tư Bear Stearns bằng cách thu xếp việc mua lại ngân hàng thương mại lớn này, JPMorgan Chase. Hành động đó dường như đã xoa dịu cơn sốt được một thời gian, nền kinh tế và thị trường có dấu hiệu cải thiện trong vài tháng tới. Nhưng cuộc khủng hoảng âm ỉ kéo dài bùng lên vào tháng 9 năm 2008. Tháng bắt đầu với việc chính phủ tiếp quản hai GSE khổng lồ, Fannie Mae và Freddie Mac, đã bị phá sản do thua lỗ hàng nghìn tỷ đô la các khoản thế chấp mà các công ty này nắm giữ hoặc bảo lãnh. bao gồm các chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản thế chấp dưới chuẩn hoặc các khoản thế chấp chất lượng thấp khác mà họ đã mua được. Rồi đến tuần định mệnh ngày 14/9. Ngân hàng đầu tư Lehman Brothers tuyên bố phá sản. Cục Dự trữ Liên bang, sử dụng quyền

hạn cho vay khẩn cấp của mình, đã cứu trợ AIG, công ty bảo hiểm lớn nhất thế giới, cũng bị ảnh hưởng bởi rủi ro thế chấp. Bank of America đã mua lại ngân hàng đầu tư Merrill Lynch, ngăn chặn một nguy cơ phá sản khác. Và một cuộc chạy đua bắt đầu xảy ra với các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, vốn trước đây được coi là an toàn, mặc dù chúng không có bảo hiểm. Những cú sốc này và nhiều cú sốc sắp tới đã thuyết phục các nhà đầu tư rằng không có nơi trú ẩn an toàn nào khác ngoài chứng khoán Kho bạc. Sự hoảng loạn trở nên nóng bỏng, khiến hệ thống tài chính gần như sụp đổ.

Nhìn chung, cuộc khủng hoảng diễn ra theo trình tự thông thường của một cuộc khủng hoảng tài chính cổ điển: sự gia tăng cho vay rủi ro, theo sau là sự mất niềm tin của nhà đầu tư vào tính lành mạnh của các khoản vay đó; được điều hành bởi các tổ chức cho vay bởi các nhà cung cấp vốn ngắn hạn; buộc phải bán tài sản có vấn đề, góp phần khiến giá tài sản sụt giảm mạnh; và tình trạng mất khả năng thanh toán của người cho vay và người đi vay, kéo dài vòng xoáy đi xuống. Nhưng trong thời gian thực, sự phức tạp và mù mờ của hệ thống tài chính toàn cầu, ít nhất là lúc đầu, đã che khuất sự tương đồng giữa cuộc khủng hoảng 2007-2009 và những cơn hoảng loạn tài chính trong quá khứ. Các nhà quản lý tại Fed và các nơi khác đặc biệt đánh giá thấp tiềm năng của việc huy động vốn bán buôn, vì họ cho rằng việc thế chấp phần lớn nguồn tài trợ đó sẽ trấn an các nhà đầu tư. Nhưng các nhà cung cấp vốn bán buôn không háo hức nhận tài sản thế chấp thay vì trả nợ vì họ không chắc mình có thể nhanh chóng bán tài sản thế chấp trong các thị trường bị gián đoạn và đầy biến động. Họ chỉ muốn lấy lại tiền của mình.

Điều quan trọng là, từ quan điểm của các nhà hoạch định chính sách tại Fed, những cú sốc của cuộc hoảng loạn đã vượt ra ngoài Phố Wall. Hoạt động kinh tế giảm tốc mạnh khi tín dụng không còn nữa, giá tài sản giảm nhanh chóng, các doanh nghiệp và hộ gia đình sợ hãi ngừng chi tiêu, tích trữ tiền mặt khi có thể. Mức độ và tốc độ của sự sụp đổ thật đáng kinh ngạc. Chắc chắn, sự sụt giảm giá nhà đất và xây dựng bắt đầu từ năm 2006 đã làm chậm nền kinh tế ở một mức độ nào đó, cũng như áp lực ngày càng tăng đối với những người vay thế chấp đang gặp khó khăn, những nỗ lực tránh vỡ nợ và tịch thu tài sản thế chấp đã khiến họ phải cắt giảm các khoản chi

tiêu khác. Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia dự đoán thời điểm bắt đầu cuộc suy thoái là tháng 12 năm 2007, bốn tháng sau thông báo định mệnh của BNP Paribas. Nhưng sự hoảng loạn leo thang vào tháng 9 năm 2008 và những tháng tiếp theo đã báo hiệu một giai đoạn suy thoái mới.

Chỉ trích dẫn một chỉ số quan trọng, việc làm trả lương ở Hoa Kỳ đã tăng trong năm 2006 và đầu năm 2007, gần như ổn định từ những chấn động đầu tiên của cuộc khủng hoảng dưới chuẩn vào tháng 8 năm 2007 cho đến khi giải cứu Bear Stearns vào tháng 3 năm 2008, và sau đó giảm tương đối khiêm tốn cho đến khi giải cứu được Bear Stearns. Sự thất bại của Lehman, ngay cả khi giá nhà sụt giảm và thị trường thế chấp xấu đi trong suốt thời gian đó. Ngược lại, trong bốn tháng cuối năm 2008, khi hệ thống rơi vào giai đoạn khủng hoảng tồi tệ nhất, 2,4 triệu việc làm đã biến mất, cộng thêm 3,8 triệu việc làm bị mất trong nửa đầu năm 2009. Chi tiêu tiêu dùng điều chỉnh theo lạm phát giảm ở mức 4,2% hàng năm từ tháng 8 đến tháng 12 năm 2008, và vốn đầu tư của các doanh nghiệp thậm chí còn giảm mạnh hơn. Sự gia tăng của cuộc khủng hoảng tài chính – bằng cách đẩy các ngân hàng, hộ gia đình và doanh nghiệp vào thế phòng thủ, ngại hành động vì sợ sụp đổ tài chính – đã khiến cuộc Đại suy thoái tiếp theo trở nên nghiêm trọng.

TRẢ LỜI CỦA CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG: NGƯỜI CHO VAY CỦA KHU NGHỈ DƯỠNG CUỐI CÙNG

Cục Dự trữ Liên bang đã ứng phó với cuộc khủng hoảng tài chính theo hai con đường riêng biệt về mặt khái niệm - mặc dù trên thực tế đôi khi chồng chéo lên nhau. Đầu tiên, bắt đầu từ mùa hè năm 2007, với vai trò là người cho vay cuối cùng và người chống khủng hoảng, chúng tôi đã nỗ lực ổn định hệ thống tài chính và khôi phục dòng tín dụng bình thường. Thứ hai, chúng tôi cố gắng giảm nhẹ tác động kinh tế của cuộc khủng hoảng thông qua chính sách tiền tệ - đầu tiên là thông qua việc cắt giảm lãi suất tiêu chuẩn, sau đó là thông qua các chính sách ngày càng mới lạ.

Những nỗ lực của chúng tôi nhằm xoa dịu cơn hoảng loạn và khôi phục sự ổn định tài chính, chặng đầu tiên, có quy mô và phạm vi chưa từng có vào thời điểm đó, phản ánh mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng đang đè nặng lên hệ thống cũng như quy mô, mức độ phức tạp và đặc điểm liên kết toàn cầu của tài chính hiện đại. Tuy nhiên, về cơ bản, các ngân hàng trung ương của 150 năm trước đã nhận ra chiến lược của chúng tôi. Năm 1873, nhà báo và nhà kinh tế học người Anh Walter Bagehot, trong cuốn sách ngắn Phố Lombard: Mô tả về thị trường tiền tệ, đã đưa ra giải pháp cổ điển cho các ngân hàng trung ương đang đối mặt với cơn hoảng loạn. Để chấm dứt cơn hoảng loạn, Bagehot khuyên các ngân hàng trung ương nên cho vay sớm và thoải mái đối với các công ty có khả năng thanh toán bằng tài sản thế chấp tốt, với "lãi suất phạt", một nguyên tắc ngày nay được gọi là châm ngôn của Bagehot. Fed của Greenspan đã viện dẫn vai trò là người cho vay cuối cùng của ngân hàng trung ương trong tuyên bố ngắn gọn của mình sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán vào tháng 10 năm 1987, trong đó thể hiện rõ việc họ sẵn sàng cung cấp các khoản vay ngắn hạn cho các ngân hàng đang gặp khó khăn về thanh khoản. Roger Ferguson đã đưa ra tuyên bố tương tự sau vụ tấn công 11/9. Theo tinh thần của Bagehot, bắt đầu sau thông báo của BNP Paribas, chúng tôi đã tìm cách đóng vai trò là người cho vay cuối cùng hiệu quả đối với các công ty tài chính và thị trường, cung cấp thanh khoản để thay thế nguồn vốn bị mất và giảm nhu cầu gây bất ổn cho doanh số bán hàng. Tổng quát hơn, chúng tôi sử dụng mọi cơ quan có thẩm quyền sẵn có và làm việc với các nhà lập pháp, giám đốc điều hành tài chính và những người khác để cố gắng khôi phục niềm tin vào hệ thống tài chính.

Kể từ khi thành lập, công cụ cơ bản cho người cho vay cuối cùng của Cục Dự trữ Liên bang là cửa sổ chiết khấu, qua đó Fed cung cấp vốn ngắn hạn cho các ngân hàng, lấy các khoản vay và các tài sản khác của họ làm tài sản thế chấp. Mặc dù sau thông báo của BNP Paribas, chúng tôi đã nới lỏng đáng kể các điều khoản của các khoản vay chiết khấu và khuyến khích các ngân hàng vay, nhưng nhanh chóng trở nên rõ ràng rằng điều đó là chưa đủ. Trong những năm trước cuộc khủng hoảng, với rất nhiều lựa chọn thay thế cho

các ngân hàng cần thanh khoản, và với việc các quan chức cho vay của Fed thường không tán thành việc vay theo thời hạn chiết khấu thông thường, thời hạn này đã không còn được sử dụng. Các ngân hàng lo sợ rằng việc vay mượn qua cửa sổ - nếu việc đó được công khai - sẽ là dấu hiệu cho thấy họ đang gặp khó khăn về tài chính. Sự kỳ thị đối với việc vay mượn thông qua cơ chế chiết khấu có nghĩa là ngay cả những ngân hàng đang cần tiền mặt nhất cũng không muốn sử dụng nó.

Nỗ lực đầu tiên của chúng tôi nhằm vượt qua rào cản kỳ thị là thuyết phục một số ngân hàng lớn vay theo thời hạn chiết khấu, hy vọng điều đó sẽ làm gương cho các ngân hàng khác. Tuy nhiên, nỗ lực đó đã sụp đổ khi các ngân hàng được đề cập, mặc dù sử dụng cửa sổ, cố gắng công khai rằng họ thực sự không cần tiền và việc vay mượn của họ chỉ mang tính biểu tượng. Cuối cùng, chúng tôi đã giải quyết được vấn đề kỳ thị bằng cách tạo ra một cơ sở mới, Cơ sở đấu giá có kỳ hạn, chuyên phân phối tín dụng theo thời hạn chiết khấu trong các cuộc đấu giá thông thường, với lãi suất cho các khoản vay của Fed do các ngân hàng đặt ra theo đấu thầu cạnh tranh. Bởi vì cuộc đấu giá dẫn đến chi phí thấp cho khoản tín dụng này và do tín dụng được phân phối chậm hai ngày (báo hiệu rằng các công ty tham gia không cần tiền mặt ngay lập tức), Cơ sở đấu giá có kỳ hạn không bị kỳ thị bởi cơ chế chiết khấu. và các ngân hàng sử dụng nó một cách tự do.

Bên cạnh sự kỳ thị, một thiếu sót đáng kể khác của cơ chế chiết khấu là vì Fed được thành lập khi các ngân hàng thống trị thị trường tài chính nên chỉ có các ngân hàng, trong số tất cả các tổ chức tài chính, mới có đủ điều kiện hợp pháp để sử dụng cơ chế này. Nhưng cuộc khủng hoảng 2007–2009 tập trung vào hệ thống ngân hàng ngầm, theo định nghĩa chỉ bao gồm các tổ chức phi ngân hàng. Để kiểm soát sự hoảng loạn, chúng tôi cần đóng vai trò là người cho vay cuối cùng đối với nhóm doanh nghiệp và thị trường rộng lớn hơn này. Để làm điều đó, chúng tôi đã viện dẫn Mục 13(3) của Đạo luật Dự trữ Liên bang, cho phép Fed—trong "những trường hợp bất thường và cấp bách," khi các kênh tín dụng thông thường bị chặn—được cho vay bên ngoài hệ thống ngân hàng. Fed đã không thực hiện các khoản vay 13(3) kể từ cuộc Đại suy thoái, khi cơ quan này

được thành lập, nhưng bắt đầu từ năm 2008, chúng tôi đã sử dụng nó một cách tích cực, cho vay đối với các ngân hàng ngầm (như ngân hàng đầu tư), hỗ trợ thị trường tài trợ bán buôn và cung cấp thanh khoản. như một phần trong nỗ lực của chính phủ nhằm ngăn chặn sự sụp đổ của các công ty có hệ thống quan trọng.

Bởi vì thị trường tài chính mang tính quốc tế, bởi vì chứng khoán hóa bao gồm cả tài sản của Mỹ được nắm giữ rộng rãi bên ngoài biên giới của chúng ta, và bởi vì một số quốc gia đã phải hứng chịu sự bùng nổ và phá sản bất động sản của chính họ, nên cuộc khủng hoảng tài chính đã mang tính toàn cầu. Các ngân hàng trung ương lớn như Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Ngân hàng Anh đã gia nhập Fed với tư cách là người cho vay cuối cùng, cung cấp euro hoặc bảng Anh khi cần thiết cho các tổ chức tài chính trong khu vực pháp lý của họ. Tuy nhiên, điều mà các ngân hàng trung ương nước ngoài không thể dễ dàng làm là cung cấp đô la Mỹ - đồng tiền dự trữ toàn cầu, được sử dụng trong nhiều hoạt động kinh doanh ngân hàng quốc tế - cho các tổ chức tài chính địa phương của họ. Sự thiếu hụt đô la quốc tế lần lượt buộc các ngân hàng nước ngoài phải cố gắng mua đô la trên thị trường Mỹ, tạo thêm áp lực về nguồn vốn sẵn có cho các công ty Mỹ. Để giải quyết vấn đề này, chúng tôi đã thiết lập các thỏa thuận, được gọi là hạn mức hoán đổi tiền tệ, với 14 ngân hàng trung ương nước ngoài, bao gồm cả ngân hàng trung ương của bốn nền kinh tế thị trường mới nổi lớn. Theo những thỏa thuận này, chúng tôi tạm thời trao đổi đô la với các đối tác ngân hàng trung ương để đổi lấy ngoại tệ. Các ngân hàng trung ương nước ngoài sau đó có thể cho các tổ chức tài chính trong khu vực pháp lý của họ vay số đô la này, giảm bớt căng thẳng trên thị trường đồng đô la trên toàn cầu. Trên thực tế, thông qua các đường hoán đổi, chúng tôi đóng vai trò là người cho vay cuối cùng đối với thế giới, mặc dù động cơ của chúng tôi là bảo vệ sự ổn định của đồng đô la và nền kinh tế của chính chúng tôi. Vào thời kỳ đỉnh cao, các đường dây hoán đổi liên quan đến hàng trăm tỷ đô la. Tuy nhiên, người nộp thuế ở Hoa Kỳ không bao giờ gặp rủi ro. Tất cả rủi ro tín dụng đối với các khoản cho vay đối với các tổ chức nước ngoài đều do các ngân hàng trung ương nước ngoài gánh chịu.

Việc cho vay theo phương án cuối cùng truyền thống nhằm mục đích chống lại tình trạng tháo chạy và đảm bảo rằng các tổ chức tài chính có đủ thanh khoản để tránh bị bán tháo và tiếp tục hoạt động. Nhưng cuộc khủng hoảng đã dẫn đến sự sụp đổ ở các thị trường tín dụng quan trọng cũng như các tổ chức tài chính. Diễn biến đó và những rủi ro mà nó gây ra cho nền kinh tế đã khiến chúng tôi phải cho các công ty phi tài chính vay trực tiếp và thực hiện các hành động để hỗ trợ các dòng tín dụng một cách rộng rãi hơn - nghĩa là, chúng tôi cũng trở thành người cho vay cuối cùng đối với những người đi vay phi tài chính. Ví dụ, khi thị trường thương phiếu đóng băng, khiến ngay cả những tập đoàn được xếp hạng cao cũng không thể có được nguồn tài chính ngắn hạn cần thiết, chúng tôi đã thành lập Cơ sở tài trợ thương phiếu để cung cấp các khoản vay ngắn hạn cho các tập đoàn đó. Chúng tôi cũng cho các nhà đầu tư mua chứng khoán đảm bảo bằng tín dụng vay (thông qua chương trình có tên là Cơ sở cho vay chứng khoán đảm bảo bằng tài sản có kỳ hạn, hay TALF), giúp khôi phục tính thanh khoản cho các thị trường tín dụng quan trọng. Cả hai chương trình này đều yêu cầu chúng tôi viện dẫn thẩm quyền 13(3) của mình.

Hầu hết các nghiên cứu về các chương trình cho vay của Cục Dự trữ Liên bang trong thời kỳ khủng hoảng đều kết luận rằng chúng có hiệu quả trong việc huy động tiền mặt ở những nơi cần thiết và giúp xoa dịu các thị trường mục tiêu, hoặc ít nhất là ngăn ngừa thiệt hại lớn hơn. Tuy nhiên, việc cho vay của chúng tôi không chấm dứt được cuộc khủng hoảng. Nhìn lại, mặc dù quy mô và phạm vi chưa từng có của các chương trình của Fed, nhưng rõ ràng chúng chưa đủ sớm hoặc đủ lớn để ngăn chặn hoàn toàn tình trạng thiếu vốn và bán tháo. Sự hiểu biết chưa đầy đủ của chúng tôi về những rủi ro trước thông báo của BNP Paribas, mong muốn của chúng tôi không bị coi là phản ứng thái quá hoặc giải cứu các nhà đầu tư thiếu thận trọng, cũng như sự do dự của chúng tôi trong việc viện dẫn các cơ quan cho vay khẩn cấp ít được sử dụng của chúng tôi—việc sử dụng của chúng tôi trong mọi trường hợp đều bị hạn chế về mặt pháp lý đến mức cực đoan. những điều kiện không rõ ràng từ trước—đã trì hoãn hành động đủ mạnh mẽ trong những tháng đầu của cuộc khủng hoảng. Ngay cả khi Fed cung cấp đủ nguồn vốn, một số tổ

chức vẫn chậm chấp nhận các khoản vay vì sợ rằng làm như vậy sẽ khiến họ bị coi là đang gặp khó khăn về tài chính - một lần nữa lại là vấn đề kỳ thị. Một số người nắm giữ tài sản có vấn đề, chẳng hạn như xe chuyên dùng, thậm chí không được phép sử dụng các cơ sở mở rộng của Fed. Trên mạng, khoản cho vay của chúng tôi thay thế được nhiều nhưng không phải tất cả số tiền bị mất, làm chậm lại nhưng không chấm dứt được sự hoảng loạn.

Ngoài ra, để việc cho vay cuối cùng có hiệu quả, người đi vay phải có khả năng thanh toán. Nếu không – nếu tài sản của họ có giá trị thấp hơn nợ phải trả – thì việc cho vay của ngân hàng trung ương có thể trì hoãn, nhưng không thể ngăn chặn, thất bại. (Thật vậy, luật yêu cầu các công ty nhận khoản vay của Fed phải đảm bảo khoản vay của họ bằng tài sản thế chấp thích hợp.) Các nhà hoạch định chính sách không thể làm gì nhiều trước việc các nhà đầu tư đột ngột từ bỏ các khoản thế chấp và chứng khoán đảm bảo bằng tài sản. Kết quả là, các công ty tài chính thường xuyên phải gánh chịu các khoản thế chấp chất lượng thấp và các tài sản rủi ro khác, đồng thời có mức vốn đệm thấp, nhanh chóng bị đẩy đến bờ vực – hoặc bờ vực – mất khả năng thanh toán.

Khi tình trạng kém thanh khoản tiến đến tình trạng mất khả năng thanh toán, chúng tôi đã làm việc với Bộ Tài chính, FDIC, Quốc hội và chính ngành tài chính để cố gắng khôi phục niềm tin. Các công cụ của chúng tôi bao gồm sự thuyết phục về mặt đạo đức, quyền giám sát và trong một số trường hợp là quyền 13(3) của chúng tôi. Giống như Volcker Fed trong cuộc khủng hoảng nợ Mỹ Latinh, hay Greenspan Fed trong cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán năm 1987, mục tiêu của chúng tôi là giúp các bên liên quan hợp tác cùng nhau để tránh thảm họa tập thể.

Bởi vì các công ty tài chính lớn có mối liên hệ chặt chẽ với nhau, với mạng lưới khách hàng, chủ nợ và đối tác rộng khắp, chúng tôi đã sớm nhận ra rằng sự thất bại không kiểm soát được của một công ty lớn sẽ làm tăng thêm sự bất ổn và hoảng loạn. Chính mối lo ngại đó đã khiến Fed và Bộ Tài chính đứng ra làm trung gian cho thương vụ mua lại Bear Stearns của JPMorgan Chase vào tháng 3 năm 2008. Sự sụp đổ gần như của Bear xảy ra sau khi các nhà đầu tư từ chối cung cấp vốn ngắn hạn (repo) cho nó, ngay cả khi được

thế chấp bằng những khoản đầu tư có chất lượng cao nhất. Kho bạc và chứng khoán do GSE phát hành. Để thuyết phục Giám đốc điều hành JPMorgan Chase Jaime Dimon tiếp tục thỏa thuận, trong một bước gây tranh cãi, Fed đã đồng ý cung cấp vốn (và do đó chịu trách nhiệm về các khoản lỗ tiềm ẩn) cho danh mục đầu tư bao gồm khoảng 30 tỷ USD các khoản cho vay và chứng khoán rủi ro của Bear. Chúng tôi đánh giá rằng những tài sản này cuối cùng sẽ có đủ giá trị để trả khoản vay của Fed, và thực tế là họ đã làm như vậy (và thậm chí còn mang lại lợi nhuận). Fed đã được bảo vệ hơn nữa trong giao dịch không chính thống này nhờ thỏa thuận của JPMorgan về việc chịu khoản lỗ đầu tiên trong danh mục đầu tư của Bear, lên tới 1 tỷ USD. Chúng tôi cũng ủng hộ Bộ Tài chính khi Bộ này vận động Quốc hội vào mùa hè năm 2008 để có được quyền tiếp quản Fannie Mae và Freddie Mac – một quyền lực mà Bộ Tài chính hy vọng không cần nhưng sẽ phải sử dụng vào tháng 9. Để duy trì hoạt động của thị trường thế chấp, Fannie và Freddie được phép tiếp tục hoạt động nhưng chịu sự kiểm soát chặt chẽ của chính phủ.

Tuy nhiên, những nỗ lực đặc biệt của chúng tôi với Bộ Tài chính và các cơ quan quản lý khác cuối cùng đã thất bại với Lehman Brothers. Một ngân hàng đầu tư, như Bear Stearns chỉ lớn hơn, Lehman – ngân hàng chấp nhận rủi ro cực độ đã khiến ngân hàng thua lỗ nặng nề – cũng phải chịu cảnh cạn kiệt nguồn vốn và sự rút lui nhanh chóng của khách hàng và đối tác khiến ngân hàng này có nguy cơ phá sản hàng giờ đồng hồ. Giống như trường hợp của Bear Stearns, chiến lược của Bộ Tài chính và Fed là sắp xếp để một công ty mạnh hơn mua lại công ty, đảm bảo các khoản nợ và ổn định hoạt động kinh doanh của công ty. Cuộc gặp định mệnh tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đã quy tụ hai người mua tiềm năng – Bank of America và Barclays, một ngân hàng của Anh – cũng như lãnh đạo của các công ty lớn khác ở Phố Wall. Bộ trưởng Tài chính Hank Paulson và Chủ tịch Fed New York Tim Geithner điều hành cuộc họp. Sau khi xem xét cẩn thận bảng cân đối kế toán của Lehman, các chuyên gia Phố Wall có mặt đã đánh giá nó ở tình trạng mất khả năng thanh toán nghiêm trọng, vượt quá giới hạn khả năng tồn tại trừ khi một công ty có khả năng thanh toán tốt mua lại

nó. Bank of America cuối cùng đã từ chối mua Lehman mà không có một lượng vốn lớn của chính phủ, điều mà vào thời điểm đó Bộ Tài chính không có thẩm quyền cung cấp. Trong khi đó, các cơ quan quản lý của Anh, lo sợ phải chịu trách nhiệm về tài sản xấu của Lehman, đã cấm Barclays mua công ty một cách hiệu quả.

Không thể tự đứng vững, ngay cả với các khoản vay của Fed và không có công ty cứu tinh nào đảm bảo các khoản nợ của mình, Lehman tuyên bố phá sản vào ngày 15 tháng 9 năm 2008. Tuy nhiên, ngày hôm sau, Fed và Bộ Tài chính đã có thể cứu được AIG, công ty lớn nhất thế giới. công ty bảo hiểm lớn nhất, có những khoản thanh toán lớn đến từ các vụ cá cược xấu vào các khoản vay dưới chuẩn. Sự khác biệt so với Lehman là, dựa trên những gì chúng tôi có thể nhận thấy vào thời điểm đó, AIG dường như có khả năng tồn tại về cơ bản; và nó có đủ tài sản thế chấp, dưới hình thức các công ty bảo hiểm phụ có lợi nhuận, để biện minh cho khoản vay từ Fed đủ lớn để đáp ứng các nghĩa vụ trước mắt của công ty.

Sau sự thất bại của Lehman, sự hoảng loạn ngày càng gia tăng và nhiều thị trường tài chính gần như ngừng hoạt động hoàn toàn. Mặc dù Lehman chỉ có quy mô bằng khoảng một phần ba các ngân hàng thương mại lớn nhất nhưng nhiều mối liên kết của nó với các tổ chức tài chính khác đã sớm trở nên rõ ràng. Điều quan trọng là, một quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ nổi tiếng, Quỹ sơ cấp dự trữ, đã bị thua lỗ khi nắm giữ thương phiếu Lehman, điều đó có nghĩa là quỹ này không còn có thể thực hiện lời hứa ngầm của mình là tôn trọng việc rút tiền của nhà đầu tư, từng đô la một. Theo biệt ngữ của Phố Wall, Quỹ Dự trữ Sơ cấp đã "phá sản". Lo sợ rằng các quỹ khác có thể phá vỡ đồng tiền đã dẫn đến tình trạng chạy đua vào các quỹ tiền tệ trên diện rộng. Vì nhiều nhà đầu tư vào các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ là những người Mỹ bình thường nên cuộc tháo chạy đã mang cuộc khủng hoảng đến tận Main Street. Nhanh chóng thực hiện và sử dụng tiền từ Quỹ Bình ổn Trao đổi (quỹ tương tự được sử dụng để cho Mexico vay vào năm 1994), Bộ Tài chính đã tạo ra một chương trình bảo hiểm (tương tự như bảo hiểm tiền gửi FDIC) để bảo vệ các nhà đầu tư vào quỹ tiền tệ. Fed cũng cung cấp thanh khoản cho các quỹ tiền một cách gián tiếp, thông qua một chương trình khuyến khích các ngân hàng mua tài sản quỹ tiền tệ.

Phản ứng của chính phủ đã chấm dứt tình trạng tháo chạy, nhưng không phải trước khi gây ra nhiều thiệt hại cho niềm tin - và cụ thể hơn là đối với thị trường tài trợ bán buôn, trong đó quỹ tiền tệ là một phần quan trọng.

Thực tế là sự hoảng loạn trở nên trầm trọng hơn sau sự sụp đổ của Lehman đặt ra hai câu hỏi. Đầu tiên, liệu Lehman có thể được cứu? Thứ hai, liệu việc cứu Lehman, nếu điều đó có thể thực hiện được bằng cách nào đó, cuối cùng có tránh được sự gia tăng của cuộc khủng hoảng vào mùa thu năm 2008? Tôi tin rằng câu trả lời là không và không.

Tất cả các chuyên gia đã kiểm tra sổ sách của Lehman vào cuối tuần tháng 9 đó đều chứng minh tình trạng mất khả năng thanh toán sâu sắc của nó (và đó là trước khi những sai phạm trong kế toán được đưa ra ánh sáng, điều này cho thấy rõ ràng tình trạng của công ty thậm chí còn tồi tệ hơn mọi người nghĩ). Do đó, Fed không thể cung cấp lượng tiền mặt mà Lehman cần để đáp ứng các nghĩa vụ của mình trong khi vẫn đáp ứng được yêu cầu rằng khoản cho vay của họ phải được đảm bảo bằng tài sản thế chấp thích hợp. Tuy nhiên, ngay cả khi Lehman có khả năng thanh toán ở mức giới hạn, dựa trên tất cả các bằng chứng sẵn có vào thời điểm đó, hoạt động kinh doanh của nó đơn giản là không thể tồn tại nếu không có một công ty mạnh hơn mua lại và đảm bảo các khoản nợ của nó. Các công ty tài chính, đặc biệt là những công ty có đòn bẩy tài chính cao và thiếu minh bạch như Lehman, không thể hoạt động có lãi nếu không có sự tin tưởng của những người hợp tác kinh doanh với họ. Trong những ngày trước khi Lehman sụp đổ, những người cho vay thông thường của nó đã từ chối cấp vốn qua đêm cho nó, ngay cả đối với tài sản thế chấp tốt nhất mà nó có thể cung cấp, bao gồm cả chứng khoán Kho bạc. Trong khi đó, khách hàng đã rút tài sản của họ khỏi sự giám sát của công ty và các chủ nợ (ví dụ như các đối tác trong giao dịch phái sinh) tìm cách thu hồi những gì còn nợ họ càng nhanh càng tốt. Với rất ít sự tin tưởng từ các nhà tài trợ, khách hàng và đối tác, Lehman khó có thể hoạt động lâu dài như một công ty độc lập, ngay cả khi khoản vay của Fed đã trì hoãn sự cố kỹ thuật của nó trong vài ngày. Hơn nữa, vào thời điểm đó, cả Fed lẫn Bộ Tài chính đều không có thẩm quyền cấp vốn mới cho Lehman, cũng như

không có nhà đầu tư tư nhân nào làm như vậy, bất chấp những nỗ lực thuyết phục của chính phủ. Lựa chọn hợp lý duy nhất để cứu Lehman - như với Bear Stearns vào tháng 3 trước đó - là một hoặc nhiều công ty tài chính có khả năng thanh toán tốt mua lại nó. Nhưng điều đó tỏ ra là không thể.

Về câu hỏi liệu việc cứu Lehman – nếu điều đó khả thi – có ngăn chặn được cơn hoảng loạn hay không: Vào giữa tháng 9 năm 2008, nhiều công ty, không chỉ Lehman, đã suýt phá sản. Fannie và Freddie vừa được chính phủ tiếp quản. Tình hình AIG hiện rõ trên màn hình radar của chúng tôi trong quá trình đàm phán về Lehman và sự can thiệp của chúng tôi vào đó xảy ra một ngày sau khi Lehman thất bại. Chỉ có việc Bank of America mua lại Merrill Lynch (mà sau đó họ đã cố gắng đảo ngược) mới ngăn được sự sụp đổ của Merrill trong tuần đó. Các công ty tài chính lớn khác sớm yêu cầu sự can thiệp bằng cách này hay cách khác, bao gồm Morgan Stanley, Goldman Sachs, Wachovia, Washington Mutual, Citibank, và sau đó là chính Bank of America. Tất cả các công ty này đều chịu tổn thất lớn khi nắm giữ các khoản thế chấp và các hình thức tín dụng tư nhân khác. Một mình Fed không thể khôi phục lại sự ổn định trong những điều kiện đó. Hành động của người cho vay cuối cùng chỉ có thể giúp ích cho những công ty tạm thời kém thanh khoản nhưng về cơ bản có khả năng thanh toán. Điều cần thiết và cuối cùng đã đạt được là một cam kết tài chính lớn của chính phủ Hoa Kỳ nhằm tái cấp vốn cho hệ thống tài chính.

Tuy nhiên, Quốc hội sẽ không đồng ý với một bước đi khó chịu về mặt chính trị như vậy cho đến khi được thuyết phục rằng không có giải pháp thay thế khả thi nào tồn tại. Quả thực, nỗ lực đầu tiên nhằm thông qua dự luật tái cấp vốn trị giá 700 tỷ USD, được gọi là Chương trình cứu trợ tài sản gặp khó khăn (TARP), đã thất bại bất chấp hậu quả hỗn loạn sau thất bại của Lehman. Chúng ta phải đối mặt với vấn đề thứ 22: Nếu không có bằng chứng về nhu cầu can thiệp khẩn cấp, Quốc hội sẽ không hành động. Nếu Fed và Kho bạc bằng cách nào đó đã cứu được Lehman, có lẽ là bằng cách thu xếp việc mua lại bởi một công ty mạnh hơn, thì sẽ không có TARP cho đến khi một số công ty khác, có thể lớn hơn và có mối liên kết chặt chẽ hơn, thất bại. Sự chậm trễ của Quốc hội, do các gói cứu trợ của

Phố Wall không được ưa chuộng rộng rãi, là điều dễ hiểu về mặt chính trị nhưng lại rất tốn kém về mặt kinh tế. Tuy nhiên, hệ thống chính trị của một số nước lớn khác lại linh hoạt hơn hệ thống chính trị của chúng ta. Ví dụ, Vương quốc Anh, dưới thời Thủ tướng Gordon Brown, đã chủ động hành động để đảm bảo rằng không có công ty tài chính nào của Anh gặp khó khăn bị phá sản một cách hỗn loạn, mặc dù một số công ty phải được chính phủ hỗ trợ.

Với sự suy thoái mạnh mẽ của các điều kiện kinh tế và tài chính sau sự sụp đổ của Lehman vào tháng 9, Quốc hội cuối cùng đã thực hiện các biện pháp mạnh mẽ để chống lại cuộc khủng hoảng. Điều quan trọng nhất là Bộ trưởng Tài chính Paulson đã đề xuất và (trong lần thử thứ hai) Quốc hội đã thông qua đạo luật TARP trị giá 700 tỷ USD. Ban đầu, TARP được quảng cáo là quỹ mua tài sản có vấn đề từ các ngân hàng. Nhưng rõ ràng là cách tiếp cận đó sẽ quá phức tạp và mất quá nhiều thời gian. Và nó sẽ không đủ sức mạnh do có số lượng lớn tài sản gặp rắc rối trong hệ thống. Do đó, Paulson đã chuyển hướng chương trình sang bơm vốn trực tiếp vào các ngân hàng Hoa Kỳ và các tổ chức tài chính khác, một bước giúp khôi phục khả năng thanh toán cho hệ thống tài chính và tỏ ra cần thiết trong việc kiểm soát cơn hoảng loạn. Quỹ từ TARP cũng được sử dụng để cứu trợ các công ty ô tô và cứu trợ những chủ nhà đang "ngập nước"; nghĩa là, những người nợ thế chấp nhiều hơn giá trị căn nhà của họ đã giảm đi.

TRẢ LỜI CỦA CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Khi chúng tôi nỗ lực ổn định hệ thống tài chính, chúng tôi cũng sử dụng chính sách tiền tệ để cố gắng chống lại những tác động kinh tế của cuộc khủng hoảng. Ban đầu, để giải thích rõ hơn hành động của mình trước Quốc hội và công chúng, chúng tôi đã cố gắng duy trì sự khác biệt về mặt khái niệm giữa các chính sách chống khủng hoảng của mình, chẳng hạn như các hoạt động cho vay cuối cùng và chính sách tiền tệ thông thường. Trên thực tế, sự phân chia giữa chính

sách tiền tệ và các công cụ chống khủng hoảng thường rất mờ nhạt. Nới lỏng tiền tệ đã giúp ích cho thị trường, trực tiếp bằng cách giảm chi phí tài trợ và gián tiếp bằng cách thúc đẩy triển vọng kinh tế tốt hơn. Đổi lại, các biện pháp chống khủng hoảng đã giúp ích cho nền kinh tế, chẳng hạn như bằng cách cải thiện khả năng cung cấp tín dụng, tăng giá tài sản và thúc đẩy niềm tin.

Sau khi những dấu hiệu khủng hoảng ban đầu xuất hiện vào mùa hè năm 2007, chúng tôi tập trung vào các biện pháp xoa dịu thị trường, chẳng hạn như các chương trình cho vay khẩn cấp và hạn mức hoán đổi với các ngân hàng trung ương nước ngoài. Lúc đầu, do nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng khá tốt bất chấp những căng thẳng về tài chính nên việc cắt giảm lãi suất mạnh mẽ dường như là không cần thiết. Hơn nữa, với thị trường lao động tương đối chặt chẽ và giá năng lượng tăng nhanh, chúng ta không thể hoàn toàn bỏ qua áp lực lạm phát. Tuy nhiên, do biến động tài chính vẫn tiếp diễn và các thành viên Ủy ban ngày càng lo lắng hơn về tác động của nó đối với nền kinh tế nói chung, FOMC đã cắt giảm lãi suất quỹ liên bang một điểm phần trăm, xuống còn 4¼% vào cuối năm 2007.

Bất chấp những nỗ lực của Fed, cả điều kiện kinh tế và tài chính đều trở nên tồi tệ vào đầu năm 2008. Thị trường chứng khoán giảm khoảng 10% trong ba tuần đầu năm và nền kinh tế ngày càng bất ổn. Chúng tôi lo lắng rằng việc các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác miễn cưỡng cho vay đang phủ nhận lợi ích của việc cắt giảm lãi suất của chúng tôi và rằng một vòng phản hồi giữa hệ thống tài chính và nền kinh tế có thể đang phát triển, trong đó các điều kiện tài chính xấu đi đã làm chậm nền kinh tế và nền kinh tế suy thoái. triển vọng lần lượt kéo tâm lý thị trường đi xuống. Lo ngại rằng tình hình có thể vượt khỏi tầm kiểm soát, tại một cuộc họp đột xuất (thông qua cuộc gọi hội nghị) vào Ngày Martin Luther King Jr. vào tháng 1, Ủy ban, theo sự thúc giục của tôi, đã cắt giảm lãi suất quỹ xuống 3/4 điểm phần trăm. Một tuần sau, tại cuộc họp thường lệ vào tháng 1, tôi đề xuất và Ủy ban đã thông qua việc cắt giảm thêm nửa điểm. Sẽ có nhiều cắt giảm hơn nữa. Mặc dù việc mua lại Bear Stearns vào tháng 3 đã phần nào xoa dịu thị trường, tuy nhiên chúng tôi vẫn cắt giảm lãi suất 3/4 điểm vào cuối tháng 3 và 1/4 điểm vào tháng 4, đưa lãi suất quỹ lên 2%. Các ngân hàng trung

ương lớn khác hiện cũng đang cắt giảm lãi suất, mặc dù phản ứng của Fed là nhanh nhất.

Sau đó, chúng tôi theo dõi và chờ đợi, không thực hiện thêm hành động nào trong suốt mùa xuân và mùa hè. Với tình hình tài chính được cải thiện sau cuộc giải cứu Bear Stearns, nền kinh tế dường như đang hoạt động tốt hơn mức lo ngại. Dữ liệu đương thời, như được phản ánh trong tài liệu tóm tắt nhân viên cho cuộc họp FOMC tháng 8 năm 2008, cho thấy nền kinh tế tăng trưởng với tốc độ gần 2% trong nửa đầu năm. Một sự gia tăng đáng lo ngại khác về lạm phát cũng làm dấy lên lo ngại. Giá dầu tăng vọt - giá một thùng dầu đạt mức cao nhất mọi thời đại là 135 USD vào tháng 6 - đã làm tăng lạm phát tổng thể lên gần 4% trong mùa hè, trong khi các thước đo lạm phát cơ bản vượt quá 2%. Chúng tôi kỳ vọng những áp lực lạm phát này cuối cùng sẽ giảm bớt, nhưng chúng tôi thừa nhận sự không chắc chắn của chúng tôi về triển vọng lạm phát trong các tuyên bố sau cuộc họp.

Vào khoảng thời gian này, chúng tôi bắt đầu gặp vấn đề trong việc kiểm soát lãi suất quỹ liên bang. Theo cách tiếp cận truyền thống của mình, Fed quản lý lãi suất một cách gián tiếp bằng cách thay đổi nguồn cung dự trữ ngân hàng. Tuy nhiên, với vai trò là người cho vay cuối cùng, chúng tôi đã bơm hàng trăm tỷ đô la vào hệ thống tài chính. Khi những người đi vay gửi số tiền thu được từ khoản vay vào ngân hàng của họ và các ngân hàng tái gửi tiền vào tài khoản Fed của họ, dự trữ ngân hàng đã tăng lên. Với lượng dự trữ sẵn có dồi dào, lãi suất vốn - lãi suất mà các ngân hàng tính cho nhau khi vay dự trữ - thường xuyên giảm xuống dưới mục tiêu chính sách 2% của FOMC. Nói tóm lại, việc cung cấp thanh khoản của chúng tôi, với vai trò là người cho vay cuối cùng, đã cản trở khả năng thực hiện chính sách tiền tệ của chúng tôi.

Để giúp giành lại quyền kiểm soát lãi suất chính sách, chúng tôi đã bán chứng khoán Kho bạc và thực hiện các biện pháp khác để tăng thêm một phần dự trữ bổ sung, một thủ tục được gọi là vô hiệu hóa. Quan trọng hơn, Quốc hội đã cho chúng tôi một công cụ mới. Hai năm trước, Quốc hội đã thông qua một biện pháp trao cho Fed khả năng trả lãi cho khoản dự trữ do các ngân hàng nắm giữ. Quyền đó dự kiến sẽ có hiệu lực vào tháng 10 năm 2011, nhưng chúng tôi

đã vận động thành công để dời ngày có hiệu lực sang tháng 10 năm 2008. Trả lãi cho khoản dự trữ đã cho chúng tôi một cách mới để cố gắng đặt mức sàn cho lãi suất quỹ liên bang. Có lẽ, chúng tôi tin rằng các ngân hàng sẽ không cho nhau vay với lãi suất thấp hơn mức họ có thể kiếm được bằng cách nắm giữ dự trữ tại Fed, vì vậy bằng cách thay đổi lãi suất trả cho khoản dự trữ, chúng ta cũng có thể kiểm soát được lãi suất quỹ. Khả năng trả lãi cho khoản dự trữ sẽ trở thành một công cụ thiết yếu trong dài hạn, nhưng vào cuối năm 2008, câu hỏi làm thế nào để giữ cho lãi suất quỹ không giảm sẽ sớm trở thành vấn đề tranh luận.

Mặc dù chúng tôi hợp tác chặt chẽ với Bộ Tài chính và các cơ quan khác để kiểm soát cơn hoảng loạn, việc quản lý chính sách tiền tệ—trong bối cảnh đang nhanh chóng trở thành tình huống chưa từng có—là trách nhiệm của riêng chúng tôi, nhất quán với tính độc lập về chính sách của Fed. Khi nhìn lại, ban đầu chúng tôi đã đánh giá thấp thiệt hại kinh tế do sự gia tăng của cơn hoảng loạn, một phần vì các mô hình dự báo hướng dẫn phân tích của chúng tôi đã không kết hợp đầy đủ khả năng xảy ra sự sụp đổ trên diện rộng trên thị trường tín dụng. Tại cuộc họp FOMC tháng 9 năm 2008, một ngày sau thất bại của Lehman, các nhân viên Fed vẫn kỳ vọng nền kinh tế sẽ đạt được mức tăng trưởng đôi chút trong thời gian còn lại của năm. Và, vì tập trung vào cuộc giải cứu AIG và không chắc chắn về tác động kinh tế của những sự kiện mới nhất, chúng tôi đã không cắt giảm tỷ lệ mục tiêu tại cuộc họp—rõ ràng là một sai lầm, nếu nhìn lại. Nhưng khi nhiều tuần trôi qua và thị trường tín dụng tiếp tục xấu đi, rõ ràng là cần phải nới lỏng hơn nữa.

Mặc dù mối quan tâm lớn nhất của chúng tôi là quỹ đạo của nền kinh tế Hoa Kỳ, chúng tôi vẫn theo dõi chặt chẽ những diễn biến toàn cầu. Căng thẳng tài chính căng thẳng nhất là ở Hoa Kỳ và Tây Âu. Tuy nhiên, do tầm quan trọng về tài chính và kinh tế của hai khu vực này, ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng đã lan nhanh qua Châu Mỹ Latinh và Châu Á, bao gồm cả Nhật Bản và Trung Quốc. Tôi thường xuyên nói chuyện qua điện thoại và trong các cuộc họp quốc tế với các thống đốc ngân hàng trung ương trên khắp thế giới. Vào tháng 10 năm 2008, khi đang tìm cách cho thị trường thấy rằng các ngân hàng trung ương trên thế giới đang hợp tác với nhau, tôi đã

ủng hộ việc cắt giảm lãi suất chung sẽ được Fed, Ngân hàng Anh, Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) và các ngân hàng lớn khác công bố đồng thời. các ngân hàng trung ương. Việc cắt giảm lãi suất chung cũng sẽ tạo vỏ bọc cho ECB đảo ngược tiến trình tăng lãi suất không được khuyến khích trong mùa hè, nhằm phản ứng với việc giá dầu tăng mạnh đã tạm thời làm lạm phát vượt quá mục tiêu của ECB. Sau khi thảo luận với Mervyn King (thống đốc Ngân hàng Anh) và Jean-Claude Trichet (chủ tịch ECB), chúng tôi đã tiến hành bước đi chưa từng có này.

Việc cắt giảm lãi suất đồng thời là một vở kịch phức tạp. Các ủy ban chính sách tiền tệ với lịch họp khác nhau ở các múi giờ khác nhau phải nhất trí, đồng thời tránh rò rỉ thông tin. Cuối cùng, vào lúc 7 giờ sáng ngày 8 tháng 10 tại New York và Washington, Fed, ECB, Ngân hàng Anh, Ngân hàng Canada, Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ và Riksbank của Thụy Điển mỗi bên đều công bố cắt giảm lãi suất nửa điểm phần trăm. . Ngân hàng Nhật Bản (BOJ), với lãi suất gần bằng 0, bày tỏ sự ủng hộ mạnh mẽ. Chúng tôi chưa hỏi ý kiến Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc nhưng họ cũng đã cắt giảm lãi suất vào sáng hôm đó.

Mặc dù việc cắt giảm lãi suất chung là một thành công về mặt hậu cần nhưng nó không tỏ ra có hiệu quả đặc biệt. Thị trường tăng vọt sau thông báo này nhưng kết thúc phiên giao dịch giảm điểm. Có lẽ những người tham gia thị trường thấy hành động này là không thỏa đáng, hoặc có lẽ họ suy ra từ bản chất bất thường của nó rằng triển vọng thậm chí còn tồi tệ hơn họ lo sợ. Bài học của tình tiết này là bối cảnh và sự giao tiếp xung quanh bất kỳ hành động chính sách nào cũng có thể quan trọng như chính hành động đó.

Việc cắt giảm lãi suất vào tháng 10 đã đưa lãi suất quỹ liên bang lên 1,5%, nhưng chúng tôi không thấy nhiều bằng chứng cho thấy việc nới lỏng tiền tệ của chúng tôi đang giúp ích cho nền kinh tế. Các chuyên gia kinh tế của Fed hiện đang dự đoán một cuộc suy thoái kéo dài đến giữa năm 2009. Thời điểm của họ tỏ ra chính xác nhưng cả các nhân viên và FOMC đều không đánh giá được mức độ suy thoái sẽ sâu sắc như thế nào. Bây giờ chúng ta biết rằng nền kinh tế Mỹ đã suy thoái với tốc độ hàng năm là 8,5% trong quý 4 năm 2008 và với tốc độ chậm hơn nhưng vẫn khá nghiêm trọng là

4,6% trong quý 1 năm 2009. Trong khi đó, lạm phát giảm nhanh, phản ánh mức giảm mạnh. giá dầu và nhu cầu sụt giảm của người tiêu dùng và doanh nghiệp.

Tại cuộc họp của chúng tôi vào cuối tháng 10, ba tuần sau đợt cắt giảm lãi suất phối hợp, FOMC đã nhất trí bỏ phiếu giảm lãi suất quỹ liên bang thêm nửa điểm phần trăm xuống 1%, bằng mức thấp đạt được vào năm 2003. Giống như năm 2003, lãi suất quỹ là giảm dần về giới hạn dưới hiệu quả của nó, khiến chúng ta có rất ít đạn dược về chính sách tiền tệ thông thường để chống lại cuộc khủng hoảng vẫn ngoài tầm kiểm soát. Ủy ban vẫn chưa thống nhất về việc có nên cắt giảm lãi suất quỹ thêm nữa hay không, trong đó một số thành viên lo ngại rằng thậm chí lãi suất thấp hơn cũng có thể gây mất ổn định—ví dụ: bằng cách tăng rủi ro quỹ thị trường tiền tệ kiếm được lợi nhuận thấp đến mức có thể "phá sản" và bắt đầu một cuộc chạy mới. Nhưng đứng vỗ nhẹ không phải là một giải pháp thay thế khả thi. Thiệt hại đối với nền kinh tế ngày càng gia tăng, với ngày càng nhiều người mất việc làm và nhà cửa. Khi triển vọng kinh tế ngày càng u ám hơn, rõ ràng là chúng ta cần phải sáng tạo.

* Ví dụ, một thất bại trong khoảng thời gian hai năm rưỡi tương phản với hơn 100 thất bại của tổ chức nhận tiền gửi mỗi năm từ năm 1984 đến năm 1992, trong thời kỳ khủng hoảng tiết kiệm và cho vay cũng như khủng hoảng tín dụng.

† Các cuộc khủng hoảng ở Mexico, Đông Nam Á và Nga trong những năm 1990 về cơ bản là những cơn hoảng loạn, do các nhà đầu tư rút vốn ngắn hạn - nhưng nhiều nhà kinh tế học đã hợp lý hóa rằng đó là những quốc gia có thị trường mới nổi với hệ thống tài chính kém phát triển và thiếu kiểm soát. Các cuộc khủng hoảng trong những năm 1980 và 1990 ở Nhật Bản và các nước Bắc Âu cũng thường bị bỏ qua do các yếu tố đặc thù của các quốc gia đó.

‡ Trên thực tế, hợp đồng repo không được cấu trúc hợp pháp như các khoản vay. Trong một giao dịch repo điển hình, một tổ chức cần vốn - chẳng hạn như quỹ phòng hộ hoặc đại lý môi giới - bán chứng khoán (ví dụ như trái phiếu kho bạc) cho nhà cung cấp vốn - ví dụ như quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ. Theo hợp đồng, người bán bảo đảm mua lại nó với giá cao hơn một chút vào ngày hôm sau—do đó có tên là "thỏa thuận mua lại" hoặc repo. Về mặt kinh tế, sự sắp xếp này tương đương với một khoản vay có thế chấp qua đêm.

§ Hầu hết các ngân hàng ngầm, nếu được liên bang quản lý, đều được giám sát bởi Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch. Cơ quan này trước đây luôn coi vai trò của mình là bảo vệ các nhà đầu tư khỏi thông tin sai lệch hoặc gian lận và đảm bảo tính toàn vẹn của thị trường—ví dụ: bằng cách ngăn chặn giao dịch nội gián—thay vì giám sát hoạt động giao dịch nội gián. đòn bẩy hoặc chấp nhận rủi ro của các công ty được quản lý. Ngược lại, các cơ quan quản lý ngân hàng (bao gồm cả Fed) lại tập trung hơn vào "sự an toàn và lành mạnh" của các công ty, chẳng hạn bằng cách yêu cầu các ngân hàng nắm giữ lượng vốn tương xứng với những rủi ro mà họ gặp phải.

¶ Đạo luật Riegle-Neal năm 1994 cho phép các ngân hàng thương mại mở chi nhánh không hạn chế trên khắp các bang, mở ra cánh cửa cho việc thành lập các tổ chức ngân hàng quốc gia thực sự.
Fannie Mae và Freddie Mac lần lượt là biệt danh của Hiệp hội thế chấp quốc gia liên bang và Tập đoàn thế chấp cho vay mua nhà liên bang. Mặc dù là những doanh nghiệp được chính phủ tài trợ, với các quyền và trách nhiệm đặc biệt do Quốc hội quy định, cả hai công ty đều được giao dịch công khai trước cuộc khủng hoảng tài chính. Trong nỗ lực thiết lập thị trường thế chấp quốc gia, các GSE đã giúp tạo ra hoạt động chứng khoán hóa.
** Bagehot ủng hộ việc ngân hàng cho vay với lãi suất ("phạt") cao để bảo vệ lượng vàng dự trữ của mình, không được xem xét trong năm 2007–2009. Tuy nhiên, chúng tôi đã làm theo lời khuyên này khi thường đặt lãi suất cho vay cao hơn lãi suất bình thường (không xảy ra khủng hoảng), điều này khuyến khích các công ty tài chính và thị trường quay trở lại với các nguồn tài trợ tư nhân khi tình hình ổn định hơn.
†† Các quan chức về cửa sổ chiết khấu của Ngân hàng Dự trữ không khuyến khích việc vay tiền thông thường từ cửa sổ vì cho đến năm 2003, lãi suất chiết khấu được đặt ở mức thấp hơn thị trường (thấp hơn lãi suất quỹ liên bang) và họ không muốn các ngân hàng khai thác cửa sổ như một nguồn tài trợ giá rẻ thường xuyên. . Vì vậy, để vay từ cửa sổ, ngân hàng phải chứng minh rằng họ không thể vay trên thị trường. Tỷ lệ chiết khấu đã giảm xuống dưới lãi suất quỹ liên bang vào giữa những năm 1960 bởi vì, theo truyền thuyết của nhân viên Cục Dự trữ Liên bang, về mặt chính trị, FOMC sẽ dễ dàng thắt chặt chính sách tiền tệ hơn bằng cách tăng lãi suất quỹ liên bang, việc này được thực hiện mà không cần thông báo công khai cho đến năm 1994, hơn là tăng lãi suất chiết khấu, điều này cần thiết phải được thông báo cho các ngân hàng. Có hiệu lực từ tháng 1 năm 2003, sau khi xem xét lại các thủ tục cho vay, lãi suất chiết khấu sơ cấp (đối với các ngân hàng có điều kiện tài chính lành mạnh) đã được nâng lên cao hơn lãi suất quỹ liên bang và Cục Dự trữ Liên bang cũng như các cơ quan giám sát ngân hàng khác bắt đầu khuyến khích các ngân hàng sử dụng cửa sổ chiết khấu nếu cần.
‡‡ Các hạn mức hoán đổi tiền tệ nằm trong quyền hạn thông thường của Fed—chúng tôi đã có các hạn mức nhỏ với Canada và Mexico kể từ khi Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ có hiệu lực vào năm 1994—và không yêu cầu thẩm quyền 13(3).
§§ Trong mùa hè trước, Bộ trưởng Paulson và tôi đã đề cập đến khả năng Quốc hội cung cấp vốn cho những trường hợp dự phòng như vậy. Chúng tôi được biết rằng việc xin được loại giấy phép này, nếu có thể, sẽ là một quá trình tốn nhiều công sức và kéo dài.

6

CHẾ ĐỘ TIỀN TỆ MỚI
Từ QE1 đến QE2

CÁC SỰ KIỆN DI CHUYỂN NHANH CHÓNG SAU thất bại của LEHMAN khi sự hỗn loạn tài chính tiếp theo đe dọa sự sụp đổ kinh tế. Fed đã bơm thanh khoản vào hệ thống thông qua các chương trình cho vay và thỏa thuận hoán đổi tiền tệ khác nhau, FOMC tiếp tục loạt cắt giảm lãi suất bắt đầu từ năm 2007, và việc thông qua đạo luật TARP đã thúc đẩy việc tái cấp vốn cho hệ thống tài chính đang bấp bênh của Hoa Kỳ. Nhưng rõ ràng, với quy mô của cú sốc và thiệt hại kinh tế đã phải gánh chịu, cần có nhiều hỗ trợ hơn để khôi phục sự ổn định và đảm bảo phục hồi. Theo đó, bắt đầu từ cuối năm 2008, Fed đã chuyển sang sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ mới và mang tính thử nghiệm.

Trong thời gian làm chủ tịch khoa kinh tế Princeton, tôi đã lãnh đạo theo phong cách thảo luận kỹ lưỡng, xây dựng sự đồng thuận và tôi đã cố gắng áp dụng cách tiếp cận đó với Fed. Tuy nhiên, với tình hình thị trường hỗn loạn và mọi chỉ số kinh tế đều đi xuống, cách tiếp cận đó đã bị thất bại, ít nhất là trong một thời gian. Vào ngày 25 tháng 11 năm 2008 - giữa các cuộc họp FOMC được lên lịch thường xuyên và không có sự chấp thuận chính thức của Ủy ban - Cục Dự trữ Liên bang, theo chỉ đạo của tôi, đã công bố một công cụ mới - mua quy mô lớn các chứng khoán dài hạn, trong trường hợp

này là chính phủ- chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp, hoặc MBS. Dưới nhiều hình thức khác nhau, công cụ này sẽ trở thành trọng tâm trong chiến lược tiền tệ của chúng tôi trong vài năm tới. Bên trong Fed, chúng tôi gọi nó là "LSAP", viết tắt của việc mua tài sản quy mô lớn. Mọi người khác gọi nó là "QE", viết tắt của nới lỏng định lượng.

Mục tiêu trước mắt của chương trình mới là ổn định thị trường nhà ở và thế chấp đang xuống cấp nhanh chóng. GSE Fannie Mae và Freddie Mac đã trở thành người được chính phủ liên bang bảo trợ một tuần rưỡi trước khi Lehman thất bại. Các nhà đầu tư vào chứng khoán của họ, bao gồm hàng nghìn tỷ đô la MBS do hai công ty phát hành, từ lâu đã cho rằng chính phủ Hoa Kỳ sẽ bảo vệ họ nếu các công ty gặp rắc rối, mặc dù không có bất kỳ bảo đảm chính thức nào. Với sự tiếp quản của Kho bạc, các GSE hiện đã được chính phủ hỗ trợ hoàn toàn - sự bảo đảm ngầm đã trở nên rõ ràng. Nhưng nhiều người mua truyền thống đối với chứng khoán do GSE phát hành, đặc biệt là bao gồm cả các chính phủ nước ngoài, đã bị lung lay trước mức độ sa sút của các công ty và sự can thiệp bất ngờ của chính phủ. Không chắc chắn về tương lai của các công ty, các chủ sở hữu chứng khoán GSE hiện lo lắng rằng khoản đầu tư của họ kém vững chắc hơn họ tưởng. Họ bán MBS do GSE phát hành ra thị trường, đẩy giá xuống và đẩy lợi suất lên cao. Lãi suất của khoản tín dụng thế chấp mới - ngay cả ở những nơi có sẵn - tăng lên một cách đồng tình, đe dọa giết chết những gì còn sót lại của thị trường nhà ở.

Tôi hy vọng rằng việc Fed mua chứng khoán GSE trên quy mô lớn - chúng tôi cam kết mua 500 tỷ USD MBS và 100 tỷ USD nợ do GSE phát hành khác trong vài quý tới - sẽ ngăn chặn nhu cầu thế chấp của các nhà đầu tư, tăng thêm thanh khoản cho một thị trường đang căng thẳng, và gửi đi một tín hiệu mạnh mẽ hơn về cam kết của chính phủ trong việc bảo vệ GSE và thị trường thế chấp nói chung. Giờ đây, ngoài vai trò là người cho vay cuối cùng đối với các công ty tài chính và phi tài chính, Fed còn đóng vai trò là người mua cuối cùng đối với các chứng khoán được thế chấp. Chúng tôi đã đi xa hơn lời tuyên bố của Bagehot.

Chương trình đã đạt được mục tiêu, giúp xoa dịu thị trường thế chấp đang sôi sục và cung cấp bằng chứng sớm cho thấy việc mua chứng khoán của Fed có thể tạo điều kiện thuận lợi cho các điều kiện tài chính rộng hơn. Mặc dù chúng tôi sẽ không bắt đầu mua hàng trong một thời gian nhưng bản thân việc công bố chương trình này đã có tác động mạnh mẽ. Chênh lệch giữa lợi suất của Fannie's và Freddie's MBS và của trái phiếu kho bạc dài hạn, một chỉ số nhạy cảm về rủi ro mà các nhà đầu tư nhận thấy đối với chứng khoán GSE, đã giảm đáng kể 0,65 điểm phần trăm trong vòng vài phút sau thông cáo báo chí của chúng tôi. Lãi suất của các khoản thế chấp kỳ hạn 30 năm lần lượt giảm khoảng 1 điểm phần trăm trong tháng 12. Điều đó hứa hẹn mang lại một chút nhẹ nhõm cho thị trường nhà đất đang quay cuồng, cũng như cho các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức tại MBS. Được khuyến khích, tôi đã nói trong một bài phát biểu vào ngày 1 tháng 12 tại Austin, Texas rằng FOMC có thể xem xét việc sử dụng rộng rãi hơn việc mua chứng khoán như một công cụ chính sách, bao gồm cả việc mua chứng khoán Kho bạc.

Mặc dù việc công bố chương trình MBS đã đạt được những hiệu quả mong muốn nhưng nó cũng đặt ra một câu hỏi tất yếu: Ai quyết định? Với tư cách là chủ tịch, tôi đã phê duyệt việc mua chứng khoán GSE chứ không phải Ủy ban. Tôi đã thảo luận về sáng kiến này với nhiều thành viên FOMC trong một loạt cuộc gọi nhưng đã không tuân theo thông lệ thông thường là thảo luận mở rộng, xây dựng sự đồng thuận và phê duyệt chính thức. Thay vào đó, để đối phó với điều mà tôi coi là khẩn cấp, tôi đã dựa vào quy tắc của FOMC cho phép chủ tịch, dựa trên sự phát triển kinh tế hoặc tài chính trong thời gian diễn ra cuộc họp, ra lệnh mua chứng khoán một cách độc lập, với mục tiêu bổ sung dự trữ cho ngân hàng. hệ thống và điều chỉnh lãi suất quỹ liên bang. Tuy nhiên, ngay cả khi nó phù hợp với nội dung của luật, quyết định đơn phương của tôi mua chứng khoán liên quan đến thế chấp ở quy mô lớn đã vượt xa những gì quy định của FOMC dự tính. Thay vào đó, nó đặt tiền lệ cho những gì có thể trở thành một khía cạnh mới quan trọng trong chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ.

Sau khi nghe những ý kiến không hài lòng của các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ, tôi nhận ra rằng mối quan tâm của họ không phải là về

bản chất của chương trình mua hàng - hầu hết đều cảm thấy thoải mái với nó - hay thậm chí là vấn đề pháp lý, mà là về quy trình và tính hợp pháp. Khi FOMC đánh giá các lựa chọn chính sách, ngày càng rõ ràng rằng, với lãi suất quỹ gần giới hạn dưới hiệu dụng, các biện pháp khác - bao gồm mua chứng khoán quy mô lớn - có thể trở thành một phần không thể thiếu đối với chính sách tiền tệ. Nếu vậy, việc FOMC, cơ quan giám sát chính sách tiền tệ chính thức, thực thi quyền lực đối với họ là điều hợp lý. Tôi đã yêu cầu FOMC chính thức phê duyệt chương trình, điều này đã được thực hiện tại cuộc họp tháng 12 năm 2008, trước khi bất kỳ hoạt động mua MBS nào diễn ra. Và tại cuộc họp tháng 1 năm 2009, tôi đã nói rằng từ nay trở đi tôi sẽ tuân theo nguyên tắc rằng, khi có nghi ngờ về việc liệu một hành động có phải là một phần của chính sách tiền tệ hay không, tôi sẽ tham gia đầy đủ vào Ủy ban.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ Ở GIỚI HẠN CÓ HIỆU LỰC

Bất chấp trục trặc trong chương trình mua chứng khoán GSE, đến cuộc họp tháng 12 năm 2008, tất cả chúng tôi đều nhận ra tình hình hiện tại của mình. Các nhân viên đã điều chỉnh lại dự báo thất nghiệp, dự đoán tỷ lệ sẽ vượt quá 8% vào cuối năm 2009. Có vẻ như đó là một sự thất bại. dự báo khủng khiếp nhưng hóa ra lại quá lạc quan. Dựa trên phân tích của họ về cách FOMC ứng phó với các cuộc suy thoái trong quá khứ, các nhân viên cũng dự đoán rằng mục tiêu của Ủy ban về lãi suất quỹ sẽ sớm đạt mức 0 và duy trì ở mức đó cho đến năm 2013—trong 5 năm nữa—một dấu hiệu rõ ràng cho thấy họ dự đoán tình hình sẽ nghiêm trọng đến mức nào. suy thoái được.

Mọi người đều đồng ý rằng, mặc dù lãi suất quỹ liên bang hiện đã ở gần mức giới hạn dưới hiệu dụng, hạn chế phạm vi cắt giảm lãi suất truyền thống, nhưng chúng ta vẫn cần đưa ra nhiều biện pháp kích thích hơn. Các nhân viên đã chuẩn bị hoặc cập nhật 21 bản ghi nhớ về các lựa chọn chính sách phi tiêu chuẩn cho cuộc họp. Nói chung, các bản ghi nhớ—nhiều bản ghi nhớ được xây dựng dựa trên

công việc của nhân viên từ nỗi lo giảm phát năm 2003—đã đưa ra đánh giá toàn diện về chi phí và lợi ích tiềm tàng của các chiến lược thay thế. Kết thúc cuộc họp, Ủy ban đã thống nhất được một số điểm. Đầu tiên, nó cắt giảm mục tiêu lãi suất quỹ liên bang từ 1% xuống mức từ 0 đến ¼%. Thứ hai, sau khi đã xác nhận chương trình mua chứng khoán GSE mà tôi đã công bố vào tháng 11, họ còn đi xa hơn và cho biết họ sẵn sàng mở rộng các hoạt động mua đó "khi có điều kiện đảm bảo". Thứ ba, nhất quán với bài phát biểu ngày 1 tháng 12 của tôi tại Austin, Ủy ban đã ám chỉ mạnh mẽ về hành động trong tương lai khi nói rằng họ cũng đang "đánh giá những lợi ích tiềm năng của việc mua chứng khoán Kho bạc dài hạn". Và cuối cùng, họ cho biết họ kỳ vọng phạm vi mục tiêu gần như bằng 0 đối với lãi suất quỹ liên bang sẽ tồn tại "trong một thời gian".

Việc cắt giảm mục tiêu lãi suất quỹ gần bằng 0 là hợp lý dựa trên triển vọng kinh tế, nhưng đó cũng là sự thừa nhận rằng khoản cho vay khẩn cấp của chúng tôi, bằng cách bơm dự trữ ngân hàng tràn ngập hệ thống, đã buộc lãi suất quỹ gần bằng 0. Chúng tôi đã kỳ vọng rằng cơ quan mới trả lãi cho khoản dự trữ ngân hàng sẽ giúp chúng tôi giữ lãi suất ở mức mục tiêu, nhưng cho đến nay điều đó vẫn chưa xảy ra. Về nguyên tắc, khả năng kiếm lãi từ khoản dự trữ của các ngân hàng tại Fed lẽ ra phải đặt ra một mức sàn cho lãi suất quỹ, vì họ không có động cơ cho các ngân hàng khác vay với lãi suất thấp hơn mức họ có thể kiếm được tại Fed. Tuy nhiên, ít nhất ban đầu, sàn tỏ ra xốp, với lãi suất vốn thường trượt thấp hơn nhiều so với lãi suất dự trữ. Vấn đề là ở chỗ thẩm quyền trả lãi cho khoản dự trữ của chúng tôi đã loại trừ một số ít thành viên phi ngân hàng tham gia vào thị trường quỹ liên bang, quan trọng nhất là các GSE, do đó có động cơ cho vay thêm bất kỳ khoản tiền mặt nào mà họ nắm giữ với lãi suất thấp hơn.

Do đó, việc cắt giảm lãi suất mục tiêu của chúng tôi vào tháng 12 chỉ xác nhận những gì chúng tôi đã thấy trên thị trường. Tương tự như vậy, việc chúng tôi chuyển từ mục tiêu điểm cho lãi suất vốn sang phạm vi mục tiêu đã thừa nhận những khó khăn mà chúng tôi gặp phải trong việc kiểm soát chặt chẽ lãi suất. Việc giành lại quyền kiểm soát chặt chẽ hơn đối với lãi suất quỹ sẽ là nhiệm vụ sau này,

nhưng vào cuối năm 2008, nền kinh tế cần một lãi suất chính sách gần bằng 0.

Ngoài việc cắt giảm lãi suất, các bước chúng tôi thực hiện tại cuộc họp tháng 12 năm 2008 đã báo trước điều sẽ trở thành hai cách tiếp cận chính của FOMC đối với chính sách nới lỏng khi lãi suất ngắn hạn không thể giảm xuống: hướng dẫn kỳ hạn và mua chứng khoán quy mô lớn.

FOMC dưới thời Greenspan đã sử dụng hướng dẫn tỷ giá kỳ hạn với kết quả nhìn chung là tích cực. Để đối phó với nỗi lo giảm phát năm 2003, Fed Greenspan đã định hình kỳ vọng của thị trường bằng cách thông báo rằng họ thấy lãi suất vẫn ở mức thấp "trong một khoảng thời gian đáng kể". Các ngân hàng trung ương khác thậm chí còn đi xa hơn. Ngân hàng Nhật Bản, vốn đã phải chiến đấu với tình trạng giảm phát từ giữa những năm 1990 và đã phải đối mặt với giới hạn dưới sớm hơn bất kỳ ngân hàng trung ương nào khác, đã đi tiên phong trong "chính sách lãi suất bằng 0", được gọi là ZIRP. Cụ thể, vào tháng 4 năm 1999, BOJ hứa sẽ giữ lãi suất ngắn hạn ở mức 0 cho đến khi "cho đến khi mối lo ngại về giảm phát được xua tan". Gắn hướng dẫn tỷ giá kỳ hạn với các điều kiện kinh tế - trong trường hợp của Nhật Bản, với lạm phát - là một bước đổi mới mà Fed sẽ áp dụng sau này.

Vào cuối năm 2008, chúng tôi vẫn chưa sẵn sàng đưa ra cam kết lâu dài về lãi suất bằng 0 hoặc gần bằng 0, nhưng chúng tôi lo ngại rằng một số dự báo thị trường cho thấy lãi suất quỹ sẽ tăng trong vài quý tới. Trong nội bộ, phù hợp với dự báo bi quan của nhân viên, hầu hết những người tham gia FOMC đều nhận thấy lãi suất có thể sẽ duy trì ở mức rất thấp trong thời gian dài hơn thế. Chúng tôi đồng ý sử dụng cụm từ "một thời gian" trong tuyên bố để cố gắng thuyết phục thị trường rằng chúng tôi không vội bắt đầu thắt chặt.

Tuy nhiên, cụm từ quan trọng nhất trong tuyên bố sau cuộc họp tháng 12 là việc Ủy ban chính thức coi việc mua chứng khoán quy mô lớn như một công cụ chính sách. Việc đó sẽ diễn ra như thế nào và việc mua hàng như vậy sẽ giúp Ủy ban đạt được mục tiêu của mình như thế nào?

Về mặt cơ học, quá trình này rất đơn giản. Nếu, theo lệnh của FOMC, Fed New York mua chứng khoán Kho bạc trị giá một tỷ đô la

từ những người buôn bán những chứng khoán đó, thì tài sản của Fed tất nhiên sẽ tăng thêm một tỷ đô la. Để thanh toán cho số chứng khoán đã mua, Fed sẽ ghi có vào tài khoản ngân hàng của người bán, các khoản thanh toán cuối cùng sẽ xuất hiện dưới dạng dự trữ do các ngân hàng thương mại tại Fed nắm giữ. Vì dự trữ ngân hàng là nợ phải trả của Fed, nên phần nợ phải trả trong bảng cân đối kế toán của Fed cũng sẽ tăng thêm một tỷ đô la, khiến giá trị ròng của ngân hàng trung ương không thay đổi nhưng cả hai mặt của bảng cân đối kế toán đều tăng thêm một tỷ đô la. Nói tóm lại, kế hoạch của chúng tôi là mua chứng khoán dài hạn từ khu vực tư nhân, thanh toán bằng cách tạo ra một lượng dự trữ tương đương trong các ngân hàng thương mại. Ngẫu nhiên, mặc dù việc mua tài sản của ngân hàng trung ương đôi khi được gọi là "in tiền", nhưng việc mua như vậy thực sự không có tác động trực tiếp đến lượng tiền tệ đang lưu hành.

Mặc dù cơ chế rất rõ ràng và Fed New York đã có kinh nghiệm lâu năm trong việc mua bán chứng khoán trên thị trường mở, nhưng chúng tôi vẫn không đồng tình về việc việc mua bán quy mô lớn của chúng tôi sẽ ảnh hưởng như thế nào đến thị trường tài chính và nền kinh tế. Một số thành viên FOMC, chẳng hạn như Chủ tịch Fed Richmond, Jeff Lacker, lập luận rằng việc mở rộng dự trữ ngân hàng tự nó sẽ là lợi ích chính của việc mua hàng. Dự trữ ngân hàng, được các ngân hàng sử dụng để giải quyết các nghĩa vụ với nhau, được tính vào thước đo hẹp nhất của cung tiền quốc gia (cái gọi là cơ sở tiền tệ). Và, nếu các ngân hàng chọn cho vay dự trữ của họ, đưa thanh khoản bổ sung vào lưu thông, thì các thước đo rộng hơn về cung tiền cuối cùng cũng có thể tăng lên. Đi theo những ý tưởng theo chủ nghĩa tiền tệ giống như những ý tưởng đã ảnh hưởng đến Paul Volcker, những người tham gia này tin rằng việc mở rộng cung tiền cuối cùng sẽ trực tiếp dẫn đến sản lượng và lạm phát cao hơn.

Quả thực, quan điểm tiền tệ đã giúp xác định một ví dụ gần đây về việc ngân hàng trung ương mua tài sản quy mô lớn – trường hợp của Nhật Bản. Năm 2001, với lãi suất ngắn hạn gần bằng 0 và đất nước rơi vào tình trạng giảm phát nhẹ, Ngân hàng Nhật Bản bắt đầu mua nhiều loại tài sản tài chính để cố gắng kích thích nền kinh tế. Và nó đã đo lường và đánh giá chương trình của mình chủ yếu bằng

tác động của nó đối với dự trữ ngân hàng. Bởi vì trọng tâm của nó là tăng lượng tiền (bao gồm cả dự trữ ngân hàng), Ngân hàng Nhật Bản gọi chương trình của mình là "nới lỏng định lượng" - cái tên sau đó sẽ được áp dụng cho các chương trình mua hàng của ngân hàng trung ương khác, bao gồm cả chương trình của chúng tôi.

Tuy nhiên, hầu hết chúng tôi tại FOMC, bao gồm cả tôi, đều nghi ngờ về việc nới lỏng định lượng tập trung vào dự trữ theo phong cách Nhật Bản. "Tôi nghĩ đó là bản án. . . khá tiêu cực," tôi nói tại cuộc họp tháng 12. Để QE dựa trên dự trữ có tác dụng, các ngân hàng sẽ phải cho vay một lượng lớn dự trữ mới để tài trợ cho các dự án sinh lời và chi tiêu mới. Tuy nhiên, trong một nền kinh tế suy thoái, với rủi ro cho vay cao, các ngân hàng sẽ có ít động lực để cho vay nhiều hơn và sẽ rất vui khi để lại dự trữ của mình tại Fed. Hầu hết chúng ta đều tin rằng việc chỉ dựa vào việc mở rộng dự trữ để kích thích nền kinh tế sẽ giống như câu tục ngữ buộc dây. Nói tóm lại, mặc dù việc mua chứng khoán sẽ làm tăng dự trữ ngân hàng, trừ khi các ngân hàng sử dụng khoản dự trữ đó, bản thân sự gia tăng đó sẽ không tự động chuyển thành tăng trưởng cho vay và hoạt động kinh tế. Do đó, việc mua chứng khoán của Fed có thể sẽ chỉ có tác động tối thiểu thông qua kênh dự trữ.

Logic này sẽ không làm nản lòng một số nhà phê bình bên ngoài, những người đã cảnh báo rằng việc mở rộng ồ ạt dự trữ ngân hàng do Fed mua hàng quy mô lớn sẽ đe dọa siêu lạm phát, sự sụp đổ của đồng đô la và các thảm họa khác. Sự phê bình này có nguồn gốc từ một dạng lý thuyết tiền tệ cực đoan, cho rằng lượng tiền và mức giá không chỉ có liên quan với nhau, như một số thành viên Ủy ban đã lập luận, mà còn tỷ lệ chặt chẽ về lâu dài. Theo quan điểm này, sự gia tăng gấp 10 lần (ví dụ) dự trữ ngân hàng cuối cùng phải chuyển thành sự gia tăng tương tự trong nguồn cung tiền rộng hơn (ví dụ, bao gồm tài khoản séc và tiền gửi tiết kiệm) và sau đó là giá cả hàng hóa và dịch vụ. Vì các chính sách nới lỏng định lượng của chúng ta sẽ nhân dự trữ ngân hàng lên gấp nhiều lần nên quan điểm theo chủ nghĩa tiền tệ cực đoan dự báo lạm phát ngoài tầm kiểm soát.

Milton Friedman, người tạo ra chủ nghĩa tiền tệ, đã qua đời năm 2006 ở tuổi 94, chắc chắn sẽ bác bỏ những lập luận này. (Trên thực

tế, ông đã ủng hộ việc nới lỏng định lượng ở Nhật Bản.) Trong các bài viết của mình, Friedman nhận ra rằng có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa cung tiền và giá cả và đánh giá cao điều đó, đặc biệt, khi lãi suất rất thấp và cơ hội cho vay khan hiếm, các ngân hàng có thể chỉ đơn giản là giữ lại phần lớn lượng dự trữ bổ sung, phủ nhận hầu hết tác động của việc tạo dự trữ đối với nguồn cung tiền và lạm phát rộng hơn. Tôi đã giải thích lý do này trong một bài giảng vào tháng 1 năm 2009 tại Trường Kinh tế Luân Đôn. Sử dụng logic đường cong Phillips, tôi nói rằng trong một nền kinh tế tràn ngập công nhân thất nghiệp và vốn không được sử dụng, đồng thời không có những cú sốc lớn về nguồn cung, áp lực lạm phát khó có thể mạnh. Tôi có thể nói thêm rằng, trong 30 năm kể từ khi Paul Volcker được bổ nhiệm lãnh đạo Fed, tổ chức này đã đạt được sự tín nhiệm lớn, giữ vững kỳ vọng về lạm phát và chấm dứt xu hướng lạm phát cao hơn tạo ra vòng xoáy giá lương theo phong cách những năm 1970. Nhưng cáo buộc cho rằng việc mua tài sản của chúng ta sẽ gây ra siêu lạm phát hoặc nói cách khác là "làm giảm giá trị" đồng đô la vẫn tồn tại, đặc biệt là về quyền chính trị. Tuy nhiên, như đã xảy ra, lạm phát nhìn chung quá thấp, không quá cao trong thời kỳ nới lỏng định lượng, đúng như hầu hết Ủy ban (và các nhân viên) mong đợi.

Nếu việc mua hàng của chúng ta không ảnh hưởng đến nền kinh tế bằng cách tăng dự trữ ngân hàng thì làm sao chúng ta có thể tạo ra hiệu ứng kích thích như mong muốn? Quan điểm đa số của Ủy ban bắt đầu bằng nhận xét rằng giới hạn dưới hiệu quả đang hạn chế lãi suất ngắn hạn chứ không phải lãi suất dài hạn, mà vào cuối năm 2008 vẫn ở trên mức 0. (Lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm cao tới 4% vào cuối tháng 10 và vẫn ở mức khoảng 2,25% vào cuối năm.) Mua trái phiếu kho bạc kỳ hạn dài có thể giúp kích thích nền kinh tế bằng cách đẩy lãi suất xuống. về những chứng khoán đó. Khi chúng tôi loại bỏ Trái phiếu Kho bạc dài hạn khỏi thị trường, các nhà đầu tư, chẳng hạn như quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm, vốn rất ưa thích Trái phiếu Kho bạc dài hạn, sẽ cạnh tranh để giành lấy nguồn cung còn lại, đẩy giá lên cao và (tương đương) giảm lợi suất của chúng. . Giống như việc chúng tôi có thể hạ lãi suất thế chấp bằng cách mua số lượng lớn MBS, chúng tôi lập luận rằng

chúng tôi có thể giảm lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn bằng cách mua và nắm giữ trái phiếu kho bạc kỳ hạn dài.

Mục tiêu cuối cùng của chúng tôi là tác động đến các quyết định của khu vực tư nhân, vốn thường không phụ thuộc trực tiếp vào lợi tức Kho bạc. Nhưng chúng tôi kỳ vọng rằng lợi suất thấp hơn trên thị trường Kho bạc sẽ dẫn đến lợi suất thấp hơn ở những nơi khác - ví dụ, đối với các khoản thế chấp nhà ở, thương mại và trái phiếu doanh nghiệp. Lợi suất trái phiếu kho bạc được sử dụng làm chuẩn mực cho lợi suất ở các thị trường khác và các nhà đầu tư bán trái phiếu kho bạc dài hạn cho Fed có lẽ sẽ sử dụng số tiền thu được để mua các loại tài sản dài hạn khác, làm giảm lợi suất đó. Lãi suất dài hạn của khu vực tư nhân thấp hơn sẽ kích thích đầu tư kinh doanh và chi tiêu của người tiêu dùng vào ô tô và nhà mới. Lãi suất dài hạn thấp hơn cũng sẽ làm tăng giá của các tài sản tài chính khác, chẳng hạn như cổ phiếu, và làm suy yếu đồng đô la, nới lỏng các điều kiện tài chính trên diện rộng. Nếu chính sách tiền tệ thông thường là thay đổi lãi suất ngắn hạn, ảnh hưởng gián tiếp đến lãi suất dài hạn và giá tài sản khác, thì cách tiếp cận mới này sẽ nhằm mục đích ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất dài hạn, vốn chưa bị hạn chế bởi giới hạn dưới. Từ quan điểm đó, phương thức thực hiện chính sách tiền tệ thay thế này xét cho cùng sẽ không phải là một sự thay đổi căn bản như vậy.

Vì Ngân hàng Nhật Bản đã đặt tên cho chương trình mua hàng tập trung vào dự trữ của họ là "nới lỏng định lượng" hay QE, nên tôi đã cố gắng phân biệt cách tiếp cận của chúng tôi bằng cách gọi nó là "nới lỏng tín dụng", phản ánh sự nhấn mạnh của chúng tôi vào việc giảm lãi suất dài hạn được trả bởi hộ gia đình và doanh nghiệp. Tuy nhiên, giống như "LSAP" của nhân viên, cái tên đó chưa bao giờ được chú ý. QE sẽ như vậy.

Mặc dù chúng tôi nghi ngờ cách tiếp cận của Nhật Bản nói chung, nhưng một khía cạnh trong chương trình của họ đặc biệt mang tính hướng dẫn. Như tôi đã chỉ ra trong một bài báo năm 2004 với hai nhà kinh tế của Fed, Vincent Reinhart và Brian Sack, và như các bài thuyết trình của nhân viên giải thích, việc bắt đầu nới lỏng định lượng của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản vào năm 2001 dường như đã củng cố niềm tin của thị trường rằng Ngân hàng sẽ

tiếp tục bán khống. - Lãi suất chính sách có kỳ hạn ở mức 0 trong một thời gian dài. Nói cách khác, việc áp dụng nới lỏng định lượng, một bước đi tương đối mới lạ và ấn tượng, được coi là tín hiệu cho thấy ý định chính sách rộng lớn hơn của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản. Bằng cách truyền tải cam kết của các nhà hoạch định chính sách nhằm duy trì chính sách dễ dàng, QE ở Nhật Bản dường như đã có tác dụng, ít nhất là trong một thời gian, như một hình thức hướng dẫn chuyển tiếp. Thật không may, các thống đốc ngân hàng trung ương Nhật Bản đôi khi đã thực hiện sai thông điệp của mình bằng cách bày tỏ sự hoài nghi về tính hiệu quả của QE hoặc ám chỉ rằng nó và các biện pháp đặc biệt khác sẽ chỉ tồn tại trong thời gian ngắn nhất có thể. Bài học cho chúng tôi là cách chúng tôi nói chuyện về các công cụ chính sách mới có thể có ý nghĩa rất lớn.

Chúng tôi đã có lý thuyết về cách thức hoạt động của QE, nhưng có rất nhiều điều chúng tôi chưa biết. Chúng tôi thực sự không biết chính xác số tiền mua hàng của mình cần lớn đến mức nào để đạt được mức giảm lãi suất dài hạn nhất định. Các nhân viên ước tính rằng việc mua 50 tỷ USD chứng khoán Kho bạc (tương đương với ít hơn 1% khoản nợ Kho bạc mà công chúng nắm giữ vào thời điểm đó) sẽ làm giảm lãi suất dài hạn từ 0,02 đến 0,10 điểm phần trăm. Phạm vi ước tính khá rộng này chủ yếu đến từ các nghiên cứu (bao gồm cả nghiên cứu của tôi với Reinhart và Sack) quan sát lãi suất chứng khoán Kho bạc thay đổi như thế nào khi Bộ Tài chính thay đổi nguồn cung tương đối của các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau. Một ví dụ nổi bật: Sau khi Bộ Tài chính công bố vào tháng 10 năm 2001 rằng họ sẽ ngừng phát hành trái phiếu kho bạc kỳ hạn 30 năm, lãi suất trái phiếu kỳ hạn 30 năm hiện tại đã giảm do các nhà đầu tư cạnh tranh vì nguồn cung giảm đột ngột.

Trải nghiệm này và những trải nghiệm tương tự khác cho thấy cách tiếp cận cơ bản của chúng tôi là đúng đắn, nhưng thật khó để đánh giá chính xác sức mạnh của nó. Các giao dịch mua của chúng tôi sẽ lớn hơn những thay đổi về phát hành thường được Kho bạc thực hiện, chúng sẽ diễn ra ở những thị trường có nhiều biến động và chúng có thể báo hiệu thông tin về ý định tương lai của chúng tôi. Kết luận chính của chúng tôi là, để có tác động rõ ràng đến điều kiện tài chính và nền kinh tế, lượng mua hàng của chúng tôi phải

lớn. Điều quan trọng nữa là Bộ Tài chính không bù đắp cho việc mua chứng khoán Kho bạc dài hạn của chúng ta bằng cách tăng cường phát hành nợ dài hạn mới để tận dụng lãi suất thấp hơn. (Tim Geithner, người sẽ được Tổng thống Obama bổ nhiệm làm Bộ trưởng Tài chính, sau này đảm bảo với tôi rằng Bộ Tài chính sẽ tuân theo các kế hoạch phát hành đã công bố trước đó và họ đã làm như vậy.)

Sự không chắc chắn của chúng tôi về hiệu quả của việc mua hàng của chúng tôi phù hợp với sự không chắc chắn của chúng tôi về các tác dụng phụ có thể xảy ra. Liệu việc Fed mua hàng, bằng cách đưa vào một người mua lớn mới, sẽ lấn át những người mua tư nhân và do đó gây tổn hại hơn là giúp ích cho hoạt động của Kho bạc và các thị trường được thế chấp? (Chúng tôi đã cố gắng tránh điều này bằng cách giới hạn tỷ lệ phần trăm của mỗi đợt phát hành trái phiếu mà chúng tôi mua.) Liệu dòng thanh khoản tràn ngập, như được phản ánh qua việc mở rộng dự trữ ngân hàng, có kích thích những rủi ro mới đối với sự ổn định tài chính không? Liệu Fed, bằng cách mở rộng bảng cân đối kế toán của mình nhiều lần, có bị lỗ vốn trong tương lai nếu lãi suất tăng bất ngờ, khiến giá trị chứng khoán mà chúng tôi đã mua giảm xuống dưới mức chúng tôi đã trả không? Làm thế nào chúng ta có thể ngừng mua chứng khoán khi thời cơ đến và quay trở lại các thủ tục tiền tệ bình thường hơn? Chúng tôi sẽ thảo luận sâu hơn về những vấn đề này và nhiều vấn đề liên quan trong các cuộc họp FOMC sắp tới. Tuy nhiên, hầu hết chúng ta đều không lo ngại rằng việc mua chứng khoán quy mô lớn có thể gây ra lạm phát quá mức hoặc làm sụp đổ đồng đô la. Ngược lại, chúng tôi chủ yếu lo lắng rằng việc mua hàng của chúng tôi sẽ chỉ có tác động khiêm tốn, gần như không đủ để chống lại cơn sóng thần tin xấu tấn công nền kinh tế Hoa Kỳ và toàn cầu.

CÁNH CÁNH QE1

Barack Obama nhậm chức vào tháng 1 năm 2009. Vợ tôi và tôi đến dự lễ nhậm chức vào một ngày lạnh giá ở Washington. Tại Fed, chúng tôi tiếp tục làm việc với Tổng thống Bush, Bộ trưởng Tài chính

Hank Paulson và nhóm của họ trong những tuần cuối cùng tại nhiệm, còn Obama vẫn thận trọng ở ngoài sân khấu. Nhưng chúng ta sẽ giải quyết những thách thức nghiêm trọng, như việc giải cứu Citibank và Bank of America, mà không có kiến thức và kinh nghiệm của Tim Geithner. Sau khi Obama thông báo rằng ông sẽ đề cử Tim làm lãnh đạo Bộ Tài chính của mình, Tim đã phải rút lui khỏi nhiệm vụ của mình tại Fed New York.

Với tư cách là Bộ trưởng Tài chính, Geithner đảm nhận việc quản lý quỹ giải cứu TARP mà Paulson đã bắt đầu sử dụng để tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng đang bấp bênh của Hoa Kỳ. (Nổi tiếng là Paulson đã triệu tập các CEO của chín ngân hàng lớn tới phòng hội nghị của ông vào Ngày Columbus, 2008, nơi ông thuyết phục họ đồng ý nhận tổng cộng 125 tỷ USD vốn chính phủ.) Geithner tiếp tục công việc của Paulson và hợp tác với Fed, đã nghĩ ra một cải tiến quan trọng: các cuộc kiểm tra sức chịu đựng toàn diện đối với 19 ngân hàng lớn nhất, do Fed và các cơ quan quản lý ngân hàng khác quản lý. Các cuộc kiểm tra sức chịu đựng (từ đó đã trở thành trọng tâm của hoạt động giám sát ngân hàng thường xuyên, cả ở Hoa Kỳ và nước ngoài) được thiết kế để ước tính số vốn mà các ngân hàng được kiểm tra sẽ cần để tồn tại trong một cuộc suy thoái giả định - một cuộc suy thoái thậm chí còn sâu sắc hơn những gì đất nước đang trải qua. —và sự suy thoái đáng kể hơn nữa trên thị trường tài chính. Theo kế hoạch Geithner, các ngân hàng không có đủ vốn để đối phó với các tình huống giả định xấu nhất và tiếp tục cho vay sẽ có sáu tháng để huy động vốn trên thị trường tư nhân. Nếu không thể, họ sẽ phải chấp nhận vốn TARP với những điều kiện khó khăn. Dù bằng cách nào, chúng tôi hy vọng các cuộc thử nghiệm sẽ chứng minh khả năng tồn tại của các ngân hàng và khôi phục niềm tin vào họ.

Chính quyền mới cũng nhanh chóng tập hợp một gói tài chính để hỗ trợ các hộ gia đình và doanh nghiệp. Vào ngày 17 tháng 2 năm 2009, chưa đầy một tháng sau nhiệm kỳ của mình, Tổng thống Obama đã ký Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư Hoa Kỳ năm 2009. Chương trình trị giá 787 tỷ USD bao gồm cắt giảm thuế—đáng chú ý là giảm tạm thời thuế an sinh xã hội—và viện trợ cho tiểu bang và các bang. chính quyền địa phương. Phần còn lại được chia đều cho

các chương trình chi tiêu liên bang, bao gồm cả trợ cấp thất nghiệp mở rộng và đầu tư cơ sở hạ tầng. Các biện pháp tài chính bổ sung trong vài năm tới, chẳng hạn như gia hạn cắt giảm thuế lương và trợ cấp thất nghiệp, đã bổ sung cho gói ban đầu.

Mặc dù các sáng kiến tài chính và ngân hàng đầy hứa hẹn nhưng thành công của chúng vẫn chưa được đảm bảo khi FOMC họp vào ngày 18 tháng 3 năm 2009. Còn hai tháng nữa mới hoàn thành các bài kiểm tra sức chịu đựng của ngân hàng và chúng tôi lo ngại rằng kết quả có vẻ quá lạc quan để có thể thực hiện được. đáng tin cậy hoặc ngược lại, chúng sẽ cho thấy khoản lỗ quá lớn để có thể bù đắp bằng quỹ TARP còn lại. Fed cũng có những nghi ngờ về việc liệu chương trình tài chính của chính quyền có đủ lớn, so với quy mô của vấn đề hay có thể được thực hiện đủ nhanh hay không.

Theo đó, khi FOMC họp, bước ngoặt của cuộc khủng hoảng vẫn khó nắm bắt. Nền kinh tế đã suy thoái nhanh chóng trong hai quý, tỷ lệ thất nghiệp vượt quá 8% và đang tăng lên, tính ổn định của hệ thống ngân hàng vẫn còn bị nghi ngờ đáng kể, và thị trường chứng khoán đã giảm một nửa trong mười tám tháng qua. Biên chế được báo cáo là đã giảm 651.000 việc làm trong tháng 2 (sau đó được điều chỉnh thành mức giảm 743.000). Điều kiện ở nước ngoài, cả ở các nền kinh tế tiên tiến và các thị trường mới nổi, cũng đang xấu đi nhanh chóng.

Các nhà kinh tế của Fed đã điều chỉnh dự báo tỷ lệ thất nghiệp cao nhất lên 9,5% (gần hơn nhưng vẫn thấp hơn mức đỉnh thực tế là 10%) và dự đoán rằng, với rất nhiều người mất việc, lạm phát lõi sẽ giảm xuống gần bằng 0. Họ ước tính rằng, trong một thế giới giả định không có giới hạn lãi suất thấp hơn, FOMC sẽ phải hạ lãi suất quỹ liên bang xuống âm 6,5% để vực dậy nền kinh tế. Tất nhiên, giới hạn dưới đã tồn tại, và do đó, kích thích bổ sung đáng kể sẽ phải được tìm ra theo cách khác.

Cuộc thảo luận tại cuộc họp tháng 3 năm đó là cuộc thảo luận đen tối nhất mà tôi từng nghe với tư cách là một thống đốc ngân hàng trung ương, trước hoặc kể từ đó. Các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ, kể lại những giai thoại và cuộc trò chuyện với những người liên hệ trong khu vực của họ, đã truyền tải cảm giác sợ hãi ngày càng gia tăng và lan rộng. Richard Fisher của Fed Dallas báo cáo rằng

một trong những người liên hệ của ông đã hỏi ông có muốn nghe tin tốt nào đó không. Khi Fisher đồng ý, người liên hệ nói: "Gọi cho người khác." Đó là một trong số ít những tiếng cười trong cuộc họp. Charlie Evans, chủ tịch Fed Chicago, đã tóm tắt ý nghĩa của Ủy ban: "Tôi nghĩ điều quan trọng là chúng ta phải làm được điều gì đó lớn lao".

Hầu hết những người tham gia FOMC đều ủng hộ việc mở rộng đáng kể việc mua chứng khoán của chúng tôi, một bước từng được coi là cấp tiến. Tuy nhiên, vào thời điểm đó, có nhiều bằng chứng hơn cho thấy việc mua bán có thể thành công. Một bản ghi nhớ của nhân viên đã xem xét phản ứng của thị trường đối với một số sự kiện gần đây, bao gồm việc công bố chương trình mua chứng khoán thế chấp vào tháng 11; bài phát biểu ngày 1 tháng 12 của tôi, khi tôi nói rằng chúng tôi sẽ xem xét việc mua Trái phiếu Kho bạc; tuyên bố của FOMC sau cuộc họp tháng 12, trong đó khẳng định khả năng mua Kho bạc; và tuyên bố sau cuộc họp tháng 1 khiến thị trường thất vọng vì không công bố các giao dịch mua mới. Hướng và quy mô biến động của lãi suất vào mỗi ngày đó, khi những người tham gia thị trường đánh giá lại xác suất và quy mô của các giao dịch mua mới, cho thấy rằng một chương trình lớn có thể làm giảm đáng kể lợi suất dài hạn và do đó thúc đẩy nền kinh tế.

Bây giờ chúng tôi cũng có một ví dụ quốc tế mới. Vào ngày 5 tháng 3, Ngân hàng Anh đã cắt giảm lãi suất chính sách xuống 0,5% và thông báo rằng họ sẽ mua 75 tỷ bảng Anh (chủ yếu) chứng khoán dài hạn của chính phủ Anh, được gọi là vàng miếng, trong ba tháng tới, khoảng 10% tổng giá trị trái phiếu. nợ chính phủ do công chúng nắm giữ. Nó cũng hứa sẽ mua số lượng nhỏ hơn các khoản nợ của khu vực tư nhân, bao gồm trái phiếu doanh nghiệp và thương phiếu. Trong hai ngày tiếp theo, lãi suất trái phiếu chính phủ Anh kỳ hạn 10 năm giảm hơn nửa điểm phần trăm, cùng với lợi suất của các loại nợ khác sau khi lãi suất chính phủ giảm. Ngân hàng Anh sẽ gia hạn chương trình mua hàng ba lần trong năm tới.

Nhân viên Hội đồng đã đưa ra các phương án chính sách thay thế để FOMC xem xét - một phương án tập trung vào việc mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp và một phương án khác nhấn mạnh vào việc mua Trái phiếu Kho bạc dài hạn. Ủy ban đã quyết

định thực hiện cả hai. Chúng tôi đã bổ sung khoản mua trị giá 500 tỷ USD đã hứa trong MBS bằng khoản mua bổ sung trị giá 750 tỷ USD theo kế hoạch và chúng tôi đã nâng cam kết mua nợ do GSE phát hành từ 100 tỷ USD lên 200 tỷ USD, nâng tổng số lần mua chứng khoán GSE theo kế hoạch của chúng tôi lên 1,45 nghìn tỷ USD. Và, lần đầu tiên, chúng tôi cũng cho biết sẽ mua chứng khoán Kho bạc lên tới 300 tỷ USD trong sáu tháng tới, nâng tổng cam kết mua tài sản lên 1,75 nghìn tỷ USD. Trong một cuộc họp, chúng tôi đã quyết định tăng gần gấp đôi quy mô bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang.

Chúng tôi cũng tăng cường hướng dẫn về phía trước của mình. Chúng tôi cho biết chúng tôi thấy lãi suất quỹ liên bang ở "mức đặc biệt thấp" trong "một thời gian dài" thay vì "trong một thời gian". Và chúng tôi đã công bố Cơ sở cho vay chứng khoán đảm bảo bằng tài sản có kỳ hạn (TALF), nhằm cải thiện thị trường chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản vay cho các hộ gia đình và doanh nghiệp. Ở giai đoạn đó, chúng tôi rất không chắc chắn về cách thức hoạt động của các công cụ mới, nhưng ít nhất chúng tôi cảm thấy rằng chúng tôi đang ném mọi thứ mình có vào giải quyết vấn đề—như tuyên bố đã lưu ý, FOMC đã sẵn sàng sử dụng "tất cả các công cụ có sẵn". Cuộc bỏ phiếu của Ủy ban đã được nhất trí. Và điều đáng khích lệ là hiệu ứng thị trường rất ấn tượng. Lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm giảm khoảng nửa điểm phần trăm vào ngày hôm đó, tương tự như hiệu ứng ở Vương quốc Anh. Rốt cuộc, có vẻ như việc mua chứng khoán có thể có hiệu quả. Nhưng vẫn còn sớm.

Tình hình sáng sủa hơn một chút trong vài tháng tới. Thị trường chứng khoán chạm đáy vào tháng 3 và bắt đầu một thị trường giá lên kéo dài. Chỉ số Dow sẽ tăng hơn 40% từ cuộc họp tháng 3 đến cuối năm.

Sáng kiến QE của chúng tôi đã cho thấy rằng chúng tôi chưa hết đạn. Tuy nhiên, lợi suất dài hạn, sau khi giảm ban đầu sau thông báo, đã bắt đầu tăng. Những người hoài nghi lập luận rằng điều đó có nghĩa là tác động của việc mua hàng của chúng tôi chỉ là tạm thời hoặc thậm chí phản tác dụng. Tuy nhiên, như tôi đã nói với Ủy ban trong cuộc gọi hội nghị vào tháng 6, lợi suất cao hơn, đi kèm với giá cổ phiếu cao hơn và điều kiện tốt hơn trên thị trường tín dụng, có

nhiều khả năng phản ánh sự lạc quan ngày càng tăng về tăng trưởng kinh tế toàn cầu, kỳ vọng lạm phát cao hơn một chút và nhu cầu đối với hàng hóa giảm. Nợ kho bạc Hoa Kỳ là nơi trú ẩn an toàn. Trong một dấu hiệu tốt khác, nhu cầu vay khẩn cấp của Fed giảm dần khi tín dụng khu vực tư nhân trở nên sẵn có hơn. Và quan trọng nhất, chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu cải thiện tạm thời hoặc ít nhất là ổn định trong dữ liệu kinh tế. Chúng tôi đã nói chuyện tại cuộc họp FOMC tháng 4 về "những chồi xanh" trên thị trường và nền kinh tế, nơi đã nảy sinh nhiều điểm tương đồng liên quan đến khu vườn. Nathan Sheets, giám đốc bộ phận Tài chính Quốc tế của Ban Giám đốc, cho biết: "Trong lĩnh vực chồi xanh, dự báo của chúng tôi giống như một chậu cây nhỏ hoặc một vườn măng tây dễ bị tổn thương hơn là một cây lá lớn". Nhưng trong vài tháng tới, ít nhất một vài chồi xanh nữa sẽ xuất hiện.

Kết quả kiểm tra sức chịu đựng của ngân hàng được công bố vào tháng 5 cũng giúp khôi phục niềm tin. Hội đồng quản trị Fed và các cơ quan quản lý ngân hàng khác đã quyết định công bố kết quả chi tiết, bất chấp sự miễn cưỡng từ phía Bộ Tài chính và thậm chí một số nhân viên giám sát của chúng tôi, những người lo ngại rằng việc công bố dữ liệu nội bộ của các ngân hàng chưa từng có sẽ gây khó khăn hơn cho việc khiến họ chia sẻ thông tin bí mật trong tương lai. Chúng tôi hy vọng rằng sự minh bạch hoàn toàn sẽ làm cho kết quả trở nên đáng tin cậy hơn đối với thị trường. Đó là một canh bạc vì việc bộc lộ điểm yếu không mong đợi có thể làm xói mòn thêm niềm tin và thậm chí có thể gây ra áp lực mới đối với nguồn vốn ngắn hạn của các ngân hàng. May mắn thay, canh bạc đã được đền đáp. Các nhà phân tích bên ngoài đồng ý rằng các bài kiểm tra căng thẳng rất nghiêm ngặt và đáng tin cậy, đồng thời kết quả phù hợp với các ước tính độc lập. Rõ ràng là, một phần do sự cải thiện về điều kiện kinh tế và tài chính, nhu cầu vốn ước tính của các ngân hàng lớn có thể quản lý được và có thể được trang trải bằng quỹ TARP còn lại nếu cần thiết. Hóa ra, hầu hết các ngân hàng đều có thể huy động thêm vốn ở thị trường tư nhân mà không cần sự trợ giúp của chính phủ. Chỉ có GMAC, bộ phận tài chính của General Motors, cần tiền TARP do các cuộc kiểm tra căng thẳng. Với những lo ngại về những thất bại lớn hoặc sự tiếp quản của chính phủ đã giảm bớt, hệ thống ngân

hàng dường như đang chuyển hướng. Giá cổ phiếu của các ngân hàng lớn tăng mạnh trong năm 2009, và hoạt động cho vay bắt đầu phục hồi.

Việc cắt giảm thuế và tăng chi tiêu của chính quyền cũng bắt đầu có tác dụng. Như một số nhà kinh tế, bao gồm nhiều người tại Fed cũng như chủ tịch CEA của Obama, Christina Romer, đã lo lắng, gói này nhỏ hơn mức nền kinh tế cần. Mức độ nghiêm trọng của cuộc suy thoái chưa được đánh giá đầy đủ vào thời điểm nó được thông qua và Quốc hội, với lý do lo ngại về thâm hụt, đã phản đối một chương trình lớn hơn. Một vấn đề khác là các bang và địa phương, hầu hết đều phải tuân theo các yêu cầu về cân bằng ngân sách, đã tăng thuế và cắt giảm chi tiêu khi ngân sách của họ chịu áp lực nặng nề từ suy thoái kinh tế. Các chính sách thu hẹp ở cấp tiểu bang và địa phương có nghĩa là, về tổng thể, kích thích tài chính kém hiệu quả hơn so với lẽ ra nó có thể xảy ra. Tuy nhiên, sự kết hợp giữa hỏa lực tiền tệ mới, sự thành công của các cuộc kiểm tra sức chịu đựng và chương trình tài chính liên bang đã giúp ổn định thị trường tài chính đang rung chuyển và khởi động lại tăng trưởng. Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia cuối cùng sẽ tuyên bố tháng 6 năm 2009 là thời điểm kết thúc cuộc suy thoái. Tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao và sản lượng thấp hơn nhiều so với tiềm năng, nhưng ít nhất nền kinh tế đang tăng trưởng trở lại.

Trong khi đó, khi điều kiện tài chính được cải thiện, việc sử dụng các chương trình cho vay khẩn cấp của chúng tôi giảm dần và chúng tôi bắt đầu loại bỏ chúng. Việc hoàn trả các khoản vay khẩn cấp có nghĩa là phần tài sản trong bảng cân đối kế toán của Fed hiện bị chi phối bởi việc chúng tôi nắm giữ trái phiếu Kho bạc và GSE mà chúng tôi tiếp tục mua theo lịch trình đã hứa, kết thúc việc mua QE1 vào tháng 3 năm 2010.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ SAU THÁNG 3 NĂM 2009: GIAI ĐOẠN ĐÌNH BÌNH

Sau những thông báo đầy ấn tượng của chúng tôi vào tháng 11 năm 2008 và tháng 3 năm 2009 về cái mà sau này được biết đến với cái tên QE1, chúng tôi bắt đầu thực hiện các giao dịch mua đã hứa, giữ lãi suất quỹ trong khoảng từ 0 đến ¼ phần trăm và tiếp tục dự đoán một tỷ lệ "đặc biệt". lãi suất vốn thấp "trong thời gian dài." Tuy nhiên, với các bước tài chính mới, thị trường bình tĩnh hơn và bằng chứng cho thấy hệ thống ngân hàng đã chuyển hướng, chúng tôi không thực hiện hành động tiền tệ mới nào trong một năm rưỡi tới. Ủy ban bị lôi kéo theo hai hướng: Một mặt, nền kinh tế đã được cải thiện đủ mức nên các biện pháp chính sách mới mạnh mẽ (và gây tranh cãi) dường như không có cơ sở, ít nhất là vào lúc này. Tuy nhiên, mặt khác, triển vọng vẫn còn yếu đến mức việc rút lui khỏi những gì đã làm cũng không phải là một lựa chọn.

Trong sự đồng thuận rộng rãi về việc theo dõi và chờ đợi, các quan điểm rất đa dạng. Một số thành viên FOMC tỏ ra diều hâu hơn - lo ngại về rủi ro lạm phát dài hạn, lo lắng về tác dụng phụ tiềm ẩn của các chính sách mới và do đó có xu hướng báo hiệu các chính sách thắt chặt hơn trong tương lai. Và một số thì ôn hòa hơn – tập trung vào tỷ lệ thất nghiệp rất cao, lo lắng về những trở ngại cho quá trình phục hồi, và do đó có xu hướng duy trì chính sách dễ dàng hoặc thậm chí còn làm cho nó dễ dàng hơn.

Cuộc tranh luận nội bộ kéo dài. Ví dụ, phe diều hâu—được đại diện bởi Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Charles Plosser (Philadelphia), Jeff Lacker (Richmond), Thomas Hoenig (Kansas City) và Richard Fisher (Dallas)—đã thu hút sự chú ý đến sự cải thiện kinh tế và tài chính kể từ thời kỳ cuối của cuộc khủng hoảng tài chính. cuộc khủng hoảng. Đến cuộc họp tháng 9 năm 2009, các nhân viên đã điều chỉnh đáng kể các dự báo về tăng trưởng GDP, dự đoán tốc độ tăng trưởng 2,75% trong nửa cuối năm 2009 và tăng trưởng 3,5% trong năm 2010. Các nhà giao dịch trên thị trường kỳ hạn kỳ vọng lãi suất quỹ sẽ đạt 2% vào năm 2010. vào cuối năm 2010, cho thấy rằng họ nghĩ rằng việc thắt chặt chính sách sẽ sớm được biện minh. Một số quan điểm diều hâu đã đặt ra câu hỏi về việc khi nào thì hướng dẫn về phía trước cho "giai đoạn kéo dài" có thể được thu nhỏ lại hoặc bỏ đi.

Những người theo phe bồ câu tại FOMC—được đại diện bởi, trong số những người khác, Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Janet Yellen (San Francisco), Eric Rosengren (Boston), Charles Evans (Chicago) và thành viên Hội đồng quản trị Daniel Tarullo—thừa nhận rằng nền kinh tế đã được cải thiện nhưng nhấn mạnh rằng nó vẫn còn đó. trong một hố sâu, với tỷ lệ thất nghiệp—bao gồm cả tỷ lệ thất nghiệp dài hạn ngày càng tăng—dự kiến sẽ vẫn ở mức cao đặc biệt. Cùng một nhân viên dự báo đã chứng kiến sự tăng trưởng trên xu hướng trong năm 2010 cũng dự đoán rằng tỷ lệ thất nghiệp sẽ chỉ giảm xuống còn 9,6% vào quý 4 năm đó.

Những người bồ câu cũng lập luận rằng các dự báo của nhân viên, mặc dù dự đoán sự phục hồi quá chậm để đưa nhiều người thất nghiệp trở lại làm việc, tuy nhiên có thể tỏ ra quá lạc quan. Họ chỉ ra rằng những dự báo đó dựa trên kinh nghiệm lịch sử về sự phục hồi kinh tế, không bao gồm các cuộc khủng hoảng tài chính có quy mô lớn như cuộc khủng hoảng mà chúng ta đã phải chịu đựng. Có thể cuộc khủng hoảng sẽ có những tác động kéo dài lên hành vi kinh tế, tạo ra lực cản tăng trưởng hơn nữa, bao gồm việc thắt chặt các tiêu chuẩn tín dụng của người cho vay và tăng tiết kiệm của các hộ gia đình đang cố gắng xây dựng lại tài sản đã mất và bảo vệ trước những cú sốc mới. Quan điểm bi quan hơn này được ủng hộ bởi một cuốn sách có ảnh hưởng (và có tính thời điểm hoàn hảo) của Carmen Reinhart và Kenneth Rogoff. Họ lập luận, dựa trên các nghiên cứu điển hình trong lịch sử, rằng các cuộc suy thoái xảy ra sau các cuộc khủng hoảng tài chính - đặc biệt là các cuộc khủng hoảng liên quan đến sự sụt giảm giá nhà đất - sẽ sâu sắc hơn và có tốc độ phục hồi chậm hơn so với các cuộc suy thoái khác.

Mặc dù phe bồ câu ủng hộ việc duy trì chính sách dễ dàng, nhưng phần lớn họ không thúc đẩy mạnh mẽ việc mua chứng khoán mới hoặc các biện pháp mới khác trong năm 2009 hoặc đầu năm 2010. Hầu hết các thành viên Ủy ban, bao gồm cả tôi, vẫn bị giằng xé. Chúng tôi không có câu trả lời chắc chắn cho nhiều câu hỏi. Liệu QE1 có hiệu quả chủ yếu vì nó giúp xoa dịu tình hình tài chính đầy biến động? Nếu vậy, liệu việc mua hàng có còn hữu ích khi điều kiện tài chính bình thường hơn và lãi suất dài hạn đã khá thấp? Và với những cơn gió ngược mạnh mẽ, như tín dụng thắt chặt và tình trạng

dư thừa thị trường nhà đất còn sót lại sau thời kỳ bùng nổ tiền khủng hoảng, liệu lãi suất giảm một cách khiêm tốn có tác dụng nhiều trong việc kích thích hoạt động kinh tế mới và tuyển dụng?

Và nếu lợi ích của việc mua hàng mới là không chắc chắn thì rủi ro cũng vậy. Mặc dù hầu hết chúng tôi trong Ủy ban không tin rằng việc mở rộng lớn dự trữ ngân hàng sẽ gây ra lạm phát nghiêm trọng, những người khác – trên các phương tiện truyền thông, Quốc hội và thị trường – đã tin như vậy. Liệu những lo ngại về lạm phát, ngay cả khi không được chứng minh rõ ràng, có tác dụng chống lại lợi ích tăng cường niềm tin của hành động tiền tệ tích cực? Khả năng này không hoàn toàn là giả thuyết. Năm 2009, nhân viên Fed đã nhấn mạnh các dấu hiệu bất ổn về lạm phát trên thị trường tài chính tại nhiều cuộc họp, bao gồm dòng tiền vào các quỹ tương hỗ đầu tư vào chứng khoán được bảo vệ chống lạm phát gia tăng, giá vàng cao hơn và đồng đô la giảm giá. Thâm hụt ngân sách liên bang gia tăng dường như cũng làm tăng thêm lo ngại về lạm phát. Không có chỉ số lạm phát thị trường nào đạt đến mức đáng lo ngại và một số đã đảo chiều vào cuối năm, nhưng những người theo chủ nghĩa diều hâu của FOMC cho rằng tác động làm giảm niềm tin của các giao dịch mua mới sẽ lớn hơn lợi ích. Những người khác trích dẫn rủi ro đối với sự ổn định tài chính. Với sự không chắc chắn về cả triển vọng kinh tế và các công cụ của chúng ta rất phổ biến, FOMC—mặc dù có những khác biệt đáng kể về mặt triết học giữa chúng ta—đã đồng ý mà không có bất đồng quan điểm nào để giữ chính sách hầu như không thay đổi từ tháng 3 năm 2009 đến cuối năm, ngoại trừ việc điều chỉnh thời gian một cách khiêm tốn. mua hàng của chúng tôi.

Với tư cách là chủ tịch, tôi đã giúp hình thành sự đồng thuận đó. Giống như những chú chim bồ câu trong Ủy ban, tôi không hài lòng với sự tiến triển của nền kinh tế. Tôi đặc biệt lo lắng về sự phục hồi chậm chạp của thị trường việc làm và những khó khăn mà nó gây ra cho nhiều người. Dựa trên công trình học thuật của tôi về cuộc Đại suy thoái, trong đó nêu bật những thiệt hại do sự sụp đổ của ngân hàng gây ra, tôi đồng ý với những người theo chủ nghĩa bồ câu rằng sự gián đoạn của thị trường tín dụng có thể gây ra những ảnh hưởng kinh tế lâu dài. Nhưng tôi cũng bày tỏ sự không chắc chắn về

hiệu quả của việc mua thêm chứng khoán và lo lắng liệu có bất kỳ tác dụng phụ tiêu cực nào có thể lấn át những lợi ích không chắc chắn hay không. Theo đó, tôi đồng ý chờ đợi.

Với những gì chúng ta biết ngày nay về lợi ích và rủi ro của việc mua tài sản, tôi đã quá rụt rè. Sự phục hồi hóa ra khá chậm, luôn thấp hơn dự báo của chúng tôi. Một số điểm yếu này phản ánh các yếu tố chủ yếu nằm ngoài tầm kiểm soát của chính sách tiền tệ, bao gồm năng suất mờ nhạt bất ngờ trong những năm sau cuộc khủng hoảng và việc chuyển sang các chính sách tài khóa ít mở rộng hơn sau khi gói kích thích ban đầu được thông qua vào tháng 2 năm 2009. Nhìn lại, chúng ta có thể có đã cung cấp thêm trợ giúp trong giai đoạn đầu của quá trình phục hồi thông qua việc mua thêm chứng khoán để giảm thêm lãi suất dài hạn. Hướng dẫn chuyển tiếp của chúng tôi cũng có thể đẩy lùi niềm tin của thị trường rằng lãi suất sẽ bắt đầu tăng trong vòng một năm hoặc lâu hơn.

Tuy nhiên, thay vì thúc ép FOMC thực hiện các biện pháp mới khi QE1 kết thúc, trước sự bất đồng ngày càng tăng giữa những người tham gia FOMC, thay vào đó, tôi đã tìm cách đảm bảo rằng chúng tôi duy trì được tính linh hoạt trong hành động của mình. Đặc biệt, tôi muốn chắc chắn rằng chúng ta vẫn có thể lựa chọn tăng cường mua chứng khoán nếu quá trình phục hồi chậm lại. Và tôi tránh đưa ra bất kỳ tín hiệu công khai nào về việc chúng tôi dự định thắt chặt trong thời gian tới. Hơi nghịch lý một chút, một trong những cách tôi cố gắng duy trì lựa chọn mua chứng khoán mới là yêu cầu các nhân viên và Ủy ban lên kế hoạch cho việc cuối cùng sẽ thoát khỏi các chính sách mới của chúng tôi.

Tôi chắc chắn không nghĩ rằng việc rút lui sắp xảy ra, hầu hết các đồng nghiệp của tôi cũng vậy. Nhưng chúng tôi đã triển khai việc mua chứng khoán quy mô lớn chỉ với những ý tưởng chung chung về cách chúng có thể được đảo ngược khi thời cơ đến. Việc lập kế hoạch cho việc rút lui cuối cùng chỉ là thận trọng, và thực sự các thành viên Quốc hội, những người tham gia thị trường, giới truyền thông và những người khác đã yêu cầu chúng tôi giải thích cách chúng tôi đảo ngược các chính sách bất thường của mình. Tuy nhiên, điều quan trọng nhất là tôi biết rằng, nếu cần mua nhiều hơn,

các thành viên Ủy ban sẽ có nhiều khả năng chấp thuận chúng hơn nếu họ tin tưởng vào kế hoạch rút lui của chúng tôi.

Chúng tôi biết rằng lối thoát cuối cùng sẽ đặt ra nhiều thách thức. Việc thắt chặt chính sách tiền tệ, tại một thời điểm nào đó, sẽ bao gồm việc tăng lãi suất quỹ từ gần bằng 0. Nhưng giả sử bảng cân đối kế toán vẫn lớn và hệ thống ngân hàng vẫn tràn ngập dự trữ, thì các phương pháp nâng lãi suất trước khủng hoảng - bán chứng khoán khiêm tốn trên thị trường mở để giảm lượng dự trữ - sẽ không hiệu quả. Thẩm quyền của chúng tôi trong việc trả lãi cho các ngân hàng đối với khoản dự trữ dường như có thể tạo ra một mức sàn cho lãi suất quỹ trong các điều kiện tài chính bình thường hơn mặc dù nó đã không hoạt động hiệu quả sau sự sụp đổ của Lehman. Nhưng trong năm 2009 và đầu năm 2010, chúng tôi cũng đã cân nhắc các phương án khác để tăng lãi suất. Một khả năng cuối cùng sẽ được áp dụng vào thực tế là tài trợ một phần cho việc nắm giữ chứng khoán của chúng tôi bằng các phương tiện khác ngoài việc tạo ra dự trữ ngân hàng. Chúng ta có thể làm điều đó bằng cách vay ngắn hạn từ các nhà đầu tư tổ chức không phải ngân hàng - ví dụ như quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ - trong cái được gọi là hoạt động "reverse repo". Việc tài trợ một phần cổ phần của chúng tôi bằng cách vay từ các nhà đầu tư phi ngân hàng sẽ làm giảm sự tích tụ cần thiết trong dự trữ ngân hàng, giúp việc tăng lãi suất quỹ trở nên dễ dàng hơn khi đến thời điểm phải làm như vậy.

Tất nhiên, một cách rõ ràng để thắt chặt chính sách là bắt đầu giảm dự trữ ngân hàng bằng cách đảo ngược QE, bán chứng khoán mà chúng tôi đã mua. Nếu dự trữ được hạ xuống mức bình thường hơn trong lịch sử thì lãi suất quỹ có thể được tăng lên bằng phương pháp tiêu chuẩn trước khủng hoảng để quản lý nguồn cung dự trữ ngân hàng. Tuy nhiên, hầu hết chúng tôi, kể cả tôi, đều không thoải mái với cách tiếp cận đó. Nếu kinh nghiệm là một hướng dẫn thì việc thắt chặt chính sách tiền tệ cuối cùng sẽ phải được điều chỉnh từ từ và tinh tế hơn so với việc nới lỏng trước đây. (Hãy nghĩ đến một chuỗi dài những thay đổi theo từng điểm phần tư bắt đầu vào năm 2004, trái ngược với những đợt cắt giảm mạnh vào năm 2001.) Chúng tôi không chắc chắn rằng mình có thể quản lý chính xác việc rút lại chính sách kích thích bằng cách bán chứng khoán và không

thể dự đoán làm thế nào thị trường sẽ phản ứng nếu chúng tôi công bố doanh số bán hàng.

Do đó, hầu hết các thành viên FOMC đều đồng ý trì hoãn việc bán chứng khoán. Thay vào đó, chúng tôi sẽ bắt đầu rút lui bằng cách ngừng mua mới và thực hiện các biện pháp khác (không bán chứng khoán) để giảm dự trữ ngân hàng, bao gồm cả việc không thay thế chứng khoán trên bảng cân đối kế toán khi chúng đáo hạn. Sau đó chúng ta sẽ bắt đầu tăng lãi suất quỹ liên bang, sử dụng lãi suất đối với khoản dự trữ vượt mức và có thể cả các công cụ khác, như hợp đồng mua lại đảo ngược. Khi lãi suất quỹ đã tăng lên trên 0 một cách dứt khoát, chúng tôi sẽ cố gắng hủy bỏ các giao dịch mua QE còn lại một cách có trật tự và có thể dự đoán được, chỉ bán chứng khoán nếu cần thiết.

Vào tháng 8 năm 2009, Tổng thống Obama đã nói với tôi rằng ông ấy sẽ tái bổ nhiệm tôi vào nhiệm kỳ chủ tịch thứ hai, kéo dài bốn năm, bắt đầu từ tháng 2 năm 2010. Thượng viện đã bỏ phiếu với tỷ lệ 70–30 để xác nhận tôi, một sự thất bại khá lớn so với cuộc bỏ phiếu bằng giọng nói nhất trí ủng hộ nhiệm kỳ đầu tiên của tôi. bổ nhiệm làm chủ tịch. Sự phản đối của Đảng Cộng hòa đối với chính sách tiền tệ tích cực của chúng tôi và sự không thích của cả hai đảng đối với các gói cứu trợ trong cuộc khủng hoảng tài chính đã giải thích cho hầu hết các phiếu bầu "không". Tổng thống Obama luôn ủng hộ Fed và sự độc lập của tổ chức này. Tuy nhiên, mối quan hệ của chúng tôi với Quốc hội thường gặp nhiều khó khăn và vẫn còn khó khăn.

MỘT SỰ THAY ĐỔI TRONG TRIỂN VỌNG

Sự phục hồi kinh tế cho thấy nhiều dấu hiệu khởi sắc hơn vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010, mặc dù thị trường lao động, theo mô hình phục hồi thất nghiệp đã được thiết lập, vẫn tiếp tục tụt hậu. Lạm phát thấp hơn mức chúng tôi mong muốn, nhưng những lo ngại về cả lạm phát rất thấp và rất cao đang bắt đầu tan biến (mặc dù những người chỉ trích Fed bên ngoài vẫn tiếp tục chỉ trích rủi ro lạm

phát). Theo kế hoạch, hoạt động mua QE1 dần dần chậm lại và kết thúc vào tháng 3 năm 2010, mặc dù—do việc nắm giữ của chúng tôi tiếp tục làm giảm nguồn cung ròng chứng khoán dài hạn dành cho các nhà đầu tư—chúng tôi kỳ vọng bảng cân đối kế toán mở rộng của chúng tôi, khi đó ở mức khoảng 2,3 nghìn tỷ đô la, sẽ tiếp tục đặt áp lực giảm lãi suất dài hạn, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Với những dấu hiệu cải thiện dự kiến, những người diều hâu của FOMC đã bắt đầu nói nhiều hơn về việc chuẩn bị cho thị trường một lối thoát. Vào tháng 1 năm 2010, Chủ tịch Hoenig của Fed Kansas City đã bất đồng quan điểm với lý do ngôn ngữ "gia hạn" không còn phù hợp nữa. Nhưng ưu tiên của tôi là giữ nguyên các chính sách của chúng ta và theo dõi quá trình phục hồi đang phát triển.

Tuy nhiên, sau khoảng thời gian tương đối yên tĩnh này, mùa hè năm 2010 mang đến những biến động tài chính mới, chủ yếu xuất phát từ Tây Âu. Cuộc khủng hoảng nợ công của châu Âu, một loại dư chấn của cuộc khủng hoảng 2007-2009, đe dọa không chỉ sự phục hồi chậm chạp của châu Âu mà còn cả sự phục hồi của Mỹ và toàn cầu.

Năm 1999, như một phần của nỗ lực hướng tới hội nhập kinh tế và chính trị sâu rộng hơn, 11 trong số 28 quốc gia thuộc Liên minh Châu Âu, bao gồm Đức, Pháp, Tây Ban Nha và Ý (nhưng nổi bật nhất là không phải Vương quốc Anh), đã đồng ý áp dụng một tiền tệ chung, đồng euro, được quản lý bởi Ngân hàng Trung ương châu Âu mới thành lập. Với việc loại bỏ các loại tiền tệ quốc gia như đồng mark, franc, peseta và lira, ngân hàng trung ương của các nước thành viên không còn có thể điều hành các chính sách tiền tệ độc lập nữa. Thay vào đó, họ trở thành một phần của hệ thống đồng euro, đóng vai trò tương tự như các Ngân hàng Dự trữ khu vực của Fed. Cùng với các quy định nhằm thúc đẩy sự di chuyển tự do của vốn, hàng hóa và lao động, việc áp dụng đồng euro nhằm tạo ra một khu vực thương mại tự do mới rộng lớn ở châu Âu, có quy mô tương tự như Hoa Kỳ. Với một loại tiền tệ duy nhất, việc kinh doanh xuyên biên giới quốc gia sẽ trở nên dễ dàng hơn. Đối với các quốc gia như Ý hay Hy Lạp, có lịch sử lạm phát và mất giá tiền tệ, đồng tiền mới có tiềm năng mang lại lợi ích bổ sung là tạo ra uy tín chống lạm phát ngay lập tức - miễn là ECB, được mô phỏng theo ngân

hàng trung ương Đức, Bundesbank, đã cam kết một cách đáng tin cậy. để giảm lạm phát, đúng như những gì người thiết kế dự định. Và, ngoài những lợi ích kinh tế, đồng euro (được hy vọng) sẽ thúc đẩy hợp tác chính trị trên một lục địa từng là trung tâm của hai cuộc chiến tranh thế giới tàn khốc trong thế kỷ trước.

Tuy nhiên, vào năm 2010, khu vực đồng euro vẫn là một dự án vẫn đang được xây dựng với những lỗ hổng mà cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu có thể bộc lộ. Đầu tiên, với một loại tiền tệ duy nhất, khu vực đồng euro chỉ có thể có một chính sách tiền tệ chung duy nhất, tạo ra vấn đề khi các quốc gia khác nhau cần các mức độ nới lỏng hoặc thắt chặt tiền tệ khác nhau. Thứ hai, mặc dù chính sách tiền tệ đã được thống nhất nhờ việc sử dụng đồng euro nhưng chính sách tài khóa thì không. Mỗi quốc gia giữ quyền kiểm soát ngân sách chính phủ của mình. Không có ngân sách chung, bất kỳ hành động tài chính tập thể nào trong khu vực đồng euro đều đòi hỏi các cuộc đàm phán phức tạp và đầy rẫy chính trị giữa các quốc gia thành viên, mỗi quốc gia đều lo lắng rằng người nộp thuế của mình cuối cùng sẽ phải trả giá cho những sai lầm hoặc sự hoang phí của các quốc gia khác. Cuối cùng, hệ thống ngân hàng và quy định ngân hàng của Châu Âu chưa được tích hợp. Chẳng hạn, không có hệ thống bảo hiểm tiền gửi trên toàn khu vực đồng euro, tương tự như FDIC ở Hoa Kỳ, cũng như không có các chính sách và nguồn lực tập trung để giải quyết các ngân hàng gặp khó khăn, vốn vẫn là trách nhiệm quốc gia. Sự thiếu phối hợp đó đã làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng ở châu Âu và làm phức tạp thêm những nỗ lực ứng phó với nó.

Cuộc khủng hoảng 2007–2009 đã ảnh hưởng nặng nề đến châu Âu, một phần vì nhiều tổ chức tài chính châu Âu đã đầu tư vào những chứng khoán đáng ngờ giống như các đối tác Mỹ của họ. Nhiều quốc gia gặp phải những vấn đề nghiêm trọng về ngân hàng, sản lượng và việc làm bị mất đi sau đó tương đương với ở Hoa Kỳ. Ngoài ra, các phản ứng tài chính và tiền tệ của Châu Âu kém hiệu quả hơn so với Hoa Kỳ hoặc Vương quốc Anh. Phần lớn nguyên nhân dẫn đến điều đó là do các học thuyết bảo thủ của Đức và các quốc gia có cùng quan điểm ở Bắc Âu. Có lẽ vì ký ức văn hóa về siêu lạm phát thảm khốc những năm 1920, người Đức ủng hộ ngân sách

chính phủ chặt chẽ và phản đối việc nới lỏng định lượng, điều mà họ coi là sự tài trợ bất hợp pháp của ngân hàng trung ương cho chính phủ. Do lo ngại về các rào cản pháp lý và chính trị đối với việc mua nợ chính phủ với số lượng lớn, ECB sẽ không bắt đầu chương trình QE kiểu Mỹ cho đến năm 2015. Sự can thiệp của chính phủ các quốc gia đã tránh được sự sụp đổ không kiểm soát của bất kỳ công ty tài chính lớn nào—không có công ty tài chính lớn nào tương đương ở châu Âu. của Lehman Brothers—nhưng một số công ty lớn, chẳng hạn như ABN Amro ở Hà Lan, Commerzbank ở Đức, và UBS ở Thụy Sĩ, đã phải đặt dưới sự kiểm soát tạm thời của chính phủ. Điều quan trọng là việc thiếu các chính sách tài chính và ngân hàng tích hợp - và, trong một số trường hợp, thiếu ý chí chính trị - đã ngăn cản khu vực đồng euro tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng bị tổn hại của mình như Hoa Kỳ đã làm, khiến nó suy yếu và dễ bị tổn thương trước bất kỳ tổn thất nào sau đó. khủng hoảng cũng như khả năng cho vay kém hơn.

Tệ hơn nữa, trong những năm dẫn đến cuộc khủng hoảng toàn cầu, một số quốc gia thuộc khu vực đồng euro đã để nợ công và tư nhân của họ đạt đến mức có thể coi là không bền vững khi suy thoái kinh tế toàn cầu làm rung chuyển nền kinh tế và hệ thống ngân hàng châu Âu. Vào tháng 10 năm 2009, tân thủ tướng Hy Lạp, George Papandreou, đưa ra một thông báo gây sốc rằng thâm hụt ngân sách của chính phủ ông gần bằng 13% sản lượng quốc gia, cao hơn nhiều so với mức trần 3% mà các thành viên khu vực đồng euro phải đáp ứng. Lần đầu tiên các nhà đầu tư cân nhắc đến khả năng Hy Lạp vỡ nợ và thậm chí từ bỏ đồng euro. Và nếu Hy Lạp vỡ nợ, liệu các nhà đầu tư có mất niềm tin vào các quốc gia mắc nợ nặng nề khác – Bồ Đào Nha? Tây ban nha? Nước Ý? Ireland? Và nếu các vụ vỡ nợ công và tư bùng nổ, điều gì sẽ xảy ra với hệ thống ngân hàng châu Âu? Đó là một cuộc khủng hoảng hiện hữu đối với đồng euro.

Khi các nhà lãnh đạo châu Âu tranh luận xem phải làm gì, hậu quả của việc không có một cơ quan tài chính duy nhất đã trở nên rõ ràng. Các gói cứu trợ được đề xuất cho Hy Lạp và có thể cả các quốc gia khác không chỉ cần đủ mạnh để xoa dịu nỗi sợ hãi trên thị trường mà còn phải được coi là chia sẻ gánh nặng giữa các quốc gia

thành viên, nếu không cử tri sẽ nổi loạn. IMF, đứng đầu là Christine Lagarde, cựu bộ trưởng tài chính Pháp và chủ tịch tương lai của ECB, cũng tham gia. Các cuộc thảo luận kéo dài hàng tháng trời. Một gói cứu trợ dành cho Hy Lạp được công bố vào ngày 2 tháng 5 năm 2010, nhưng nó được nhiều người coi là không đủ và biến động thị trường tăng cao, cũng như lãi suất nợ của các nước châu Âu đang gặp khó khăn khác. Chỉ một năm rưỡi sau khi thất bại của Lehman gây ra cơn hoảng loạn toàn cầu, những câu hỏi cơ bản về sự ổn định của hệ thống tài chính toàn cầu lại dấy lên. Liệu có thể ngăn chặn được ảnh hưởng của việc vỡ nợ ở toàn bộ các quốc gia? Liệu những người châu Âu cứng đầu có khả năng tập hợp những phản ứng mạch lạc trước những gì có thể được coi là một chuỗi các cuộc khủng hoảng, khi các nhà đầu tư mất niềm tin vào quốc gia này đến quốc gia khác? Châu Âu đã vượt qua một cuộc khủng hoảng tài chính để bước vào một cuộc khủng hoảng mới.

Ít nhất lúc đầu, cuộc khủng hoảng châu Âu làn sóng thứ hai dường như ít ảnh hưởng đến Hoa Kỳ. Quý 4 năm 2009 diễn ra mạnh mẽ và sự phục hồi của Hoa Kỳ tiếp tục với tốc độ vừa phải mà FOMC mô tả trong nửa đầu năm 2010. Chi tiêu cá nhân - tiêu dùng hộ gia đình và đầu tư kinh doanh - đang tăng lên. Tỷ lệ thất nghiệp quá cao, vẫn ở mức gần 10% và lạm phát quá thấp, nhưng vào đầu năm 2010, các nhân viên và thành viên FOMC tiếp tục dự đoán rằng cả hai sẽ đi đúng hướng. Việc hủy bỏ các chương trình cho vay khẩn cấp của chúng tôi vẫn tiếp tục và chính sách tiền tệ vẫn được giữ nguyên, với mục tiêu lãi suất quỹ vẫn gần bằng 0 nhưng không có kế hoạch mua chứng khoán mới nào.

Tuy nhiên, đến mùa hè năm 2010, sự thất bại của người châu Âu trong việc giải quyết cuộc khủng hoảng nợ của họ đã bắt đầu gây tổn hại cho thị trường và niềm tin kinh doanh của Mỹ. Một bản ghi nhớ của nhân viên tại cuộc họp FOMC tháng 6 cảnh báo rằng những cú sốc tài chính từ châu Âu có thể đẩy Mỹ vào một cuộc suy thoái mới. Vào tháng 8 năm 2010, các nhân viên nhận thấy sự suy giảm về biên chế và sản xuất, đã điều chỉnh đáng kể dự báo tăng trưởng của họ xuống và dự báo tỷ lệ thất nghiệp tăng lên. Và—như một bài học khách quan về những khó khăn trong việc hoạch định chính sách với dữ liệu sơ bộ và chưa đầy đủ—chúng tôi đã học được từ

những số liệu mới được sửa đổi rằng cuộc suy thoái đã nghiêm trọng hơn và sự phục hồi yếu hơn so với ước tính ban đầu. Với triển vọng ngày càng xấu đi và rủi ro giảm giá ngày càng gia tăng, thời kỳ im ắng của Fed sắp kết thúc.

MỘT CUỘC ĐẨY MỚI: QE2

Khi mối lo ngại của chúng tôi về sự phục hồi tăng lên, FOMC đã thực hiện hành động kỹ thuật cũng là một tín hiệu chính sách quan trọng. Vào tháng 8 năm 2010, chúng tôi thông báo rằng chúng tôi sẽ thay thế các chứng khoán đáo hạn (đã thanh toán trước) trên bảng cân đối kế toán của mình bằng cách mua các chứng khoán mới, tránh bất kỳ sự giảm sút ròng nào trong lượng nắm giữ của chúng tôi và do đó tránh bất kỳ sự thắt chặt chính sách thụ động nào. Khi thực hiện bước này, chúng tôi hy vọng nhấn mạnh cam kết của mình trong việc tiếp tục kích thích.

Tôi đã gửi một tín hiệu khác, đơn giản hơn ngay sau đó. Tại hội nghị chuyên đề thường niên của Cục Dự trữ Liên bang ở Jackson Hole, Wyoming, vào cuối tháng 8, tôi đã nói về "sự phục hồi chậm chạp một cách đau đớn của thị trường lao động" và nói rằng Ủy ban đã "sẵn sàng cung cấp thêm các biện pháp hỗ trợ tiền tệ thông qua các biện pháp độc đáo [có nghĩa là nới lỏng định lượng và hướng dẫn chuyển tiếp] nếu thấy cần thiết." Lặp lại ngôn ngữ của tôi, trong tuyên bố sau cuộc họp tháng 9 năm 2010, FOMC cho biết họ "sẵn sàng cung cấp thêm chỗ ở nếu cần". Trong Fedspeak, từ "chuẩn bị" gợi ý hành động sắp xảy ra, ngăn cản triển vọng cải thiện đáng kể trong thời gian ngắn. Trong nội bộ, tôi đã nỗ lực để đạt được sự hỗ trợ cho việc mua chứng khoán mới và tin tưởng rằng Ủy ban sẽ hỗ trợ họ. Tuy nhiên, những người phản đối, mặc dù chiếm thiểu số, đã đưa ra những lo ngại nghiêm trọng—chủ yếu là việc mua bán sẽ không hiệu quả, sẽ tạo ra rủi ro về lạm phát hoặc ổn định tài chính trong tương lai, hoặc sẽ gây ra các vấn đề chính trị cho chúng ta.

Tuy nhiên, khả năng cần có hành động mới là rất lớn và vào ngày 3 tháng 11 năm 2010, FOMC đã phê duyệt một đợt mua hàng

mới, được thị trường và giới truyền thông đặt tên là QE2. Cụ thể, chúng tôi cho biết sẽ mua 600 tỷ USD chứng khoán kho bạc dài hạn với tốc độ 75 tỷ USD mỗi tháng cho đến tháng 6 năm 2011, nâng quy mô bảng cân đối kế toán lên khoảng 2,9 nghìn tỷ USD. Chỉ có một phiếu phản đối duy nhất của Tom Hoenig ở Thành phố Kansas. Theo truyền thống đồng thuận của Fed, một sự bất đồng quan điểm chính thức là một tuyên bố không tán thành mạnh mẽ và những người hoài nghi về QE khác chưa sẵn sàng thực hiện bước đó, miễn là họ nghĩ rằng quan điểm của họ sẽ được xem xét tại các cuộc họp trong tương lai.

Không giống như QE1, những người tham gia thị trường gần như đã dự đoán hoàn hảo về QE2, vì vậy thông báo của chúng tôi không làm thay đổi thị trường. Thay vào đó, những tác động đã được cảm nhận trong những tuần và tháng trước đó khi các tín hiệu của Ủy ban và triển vọng suy yếu đã nâng khả năng mua hàng mới từ khả năng lên gần như chắc chắn. Quả thực, cuộc khảo sát thường xuyên của chúng tôi với các đại lý chính cho thấy rằng, từ tháng 6 đến tháng 11 năm 2010, tỷ lệ các đại lý mong muốn mua hàng mới đã tăng từ 40% lên gần 100%. Ngày dự kiến của họ về đợt tăng lãi suất quỹ liên bang đầu tiên đã chuyển từ tháng 6 năm 2011 sang tháng 10 năm 2012. Tình tiết này một lần nữa cho thấy sức mạnh của giao tiếp giữa ngân hàng trung ương.

THẤT BẠI CHÍNH TRỊ

Vòng QE mới đã gây ra phản ứng dữ dội về mặt chính trị, như một số người diều hâu đã cảnh báo. Tôi đặc biệt lo lắng trước một lá thư chưa từng có vào ngày 17 tháng 11, hai tuần sau thông báo về QE2, từ bốn đảng viên Cộng hòa hàng đầu tại Quốc hội. John Boehner và Eric Cantor tại Hạ viện và Mitch McConnell và Jon Kyl tại Thượng viện đã viết rằng việc mua hàng của chúng tôi có thể "dẫn đến . . . khó kiểm soát, lạm phát dài hạn và có khả năng tạo ra bong bóng tài sản nhân tạo." Một bức thư ngỏ từ các nhà kinh tế, nhà bình luận và nhà quản lý tài sản bảo thủ, được đăng trên tờ Wall Street

Journal vào ngày 15 tháng 11, cũng bày tỏ mối lo ngại tương tự. Nó lập luận rằng việc mua hàng của chúng tôi "nên được xem xét lại và ngừng lại". Bức thư thứ hai của bốn nhà lãnh đạo Đảng Cộng hòa vào năm 2011 đã kêu gọi chúng ta "chống lại sự can thiệp bất thường hơn nữa vào nền kinh tế". Đại diện (và Phó Tổng thống tương lai) Mike Pence của Indiana và Thượng nghị sĩ Bob Corker của Tennessee, đều là đảng viên Đảng Cộng hòa, đã đưa ra luật loại bỏ toàn dụng lao động khỏi nhiệm vụ kép của Fed. Điều đó sẽ yêu cầu chúng tôi chỉ tập trung vào lạm phát - mặc dù, với lạm phát khá thấp vào thời điểm đó, việc chuyển sang một nhiệm vụ duy nhất có thể không thay đổi nhiều chính sách của chúng tôi trong thời gian tới.

Chính phủ nước ngoài cũng đẩy lùi. Các nhà hoạch định chính sách ở các nước thị trường mới nổi lo ngại rằng việc mua chứng khoán của chúng tôi sẽ làm giảm thêm lãi suất dài hạn ở Hoa Kỳ (như ý định của chúng tôi), điều này có thể tạo ra dòng vốn quá mức vào nền kinh tế của họ khi các nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Và, bằng cách làm suy yếu đồng đô la, lãi suất thấp hơn của Mỹ có thể dẫn đến một hình thức "chiến tranh tiền tệ" (theo cách nói của Bộ trưởng tài chính Brazil Guido Mantega) có lợi cho xuất khẩu của Mỹ. Những lập luận này, thường được các chính trị gia nhắm tới khán giả trong nước, đã bỏ qua khả năng rằng một nền kinh tế Mỹ mạnh hơn sẽ mang lại lợi ích cho các đối tác thương mại của chúng ta bằng cách tăng nhu cầu của chúng ta đối với hàng xuất khẩu của họ và bằng cách cải thiện các điều kiện tài chính toàn cầu. Các ngân hàng trung ương nước ngoài, với tinh thần đoàn kết, nhìn chung ít có xu hướng công khai phản đối QE2 hơn các bộ trưởng tài chính, nhưng vào tháng 10, tôi đã đưa ra nhiều câu hỏi đầy thách thức ở Hàn Quốc tại một phiên họp kín của các ngân hàng trung ương từ G20 (Nhóm 20) Quốc gia. Tổng thống Obama, tham dự hội nghị thượng đỉnh G20 ở Seoul vào tháng 11, cũng đã nghe thấy những lời chỉ trích về chính sách của chúng tôi và phải giải thích cho những khán giả hoài nghi rằng Fed hoạt động độc lập với chính quyền.

Phản ứng dữ dội chính trị đối với QE2 là một phần của làn sóng chống Fed rộng lớn hơn nhiều đã hình thành kể từ cuộc khủng

hoảng. Chỉ 30% số người được hỏi trong cuộc thăm dò của Gallup tháng 7 năm 2009 cho rằng Fed đang làm tốt công việc. Fed xếp cuối cùng trong số chín cơ quan liên bang, thậm chí sau IRS (40%) và Quốc hội (32%). Cả hai phe chính trị đều tức giận – bên phải là Đảng Trà, trở nên nổi bật vào năm 2009, và bên trái là Code Pink và sau đó là Chiếm Phố Wall. Nhiều người ở bên phải coi thử nghiệm tiền tệ của Fed là nguy hiểm và gây lạm phát, trong khi nhiều người ở cả bên trái và bên phải đều không tha thứ cho những hành động mà chúng tôi đã thực hiện để hỗ trợ các công ty Phố Wall đang thất bại trong cuộc khủng hoảng. Những người biểu tình tụ tập trước Ngân hàng Dự trữ, làm gián đoạn các lời khai và thậm chí còn đến nhà tôi. Các cuộc biểu tình, gợi nhớ đến những cuộc biểu tình trong cuộc chiến chống lạm phát của Volcker, thậm chí còn tập trung sự chú ý nhiều hơn vào Fed và các chính sách của tổ chức này.

Fed đặt mục tiêu đưa ra các quyết định chính sách một cách độc lập trước áp lực chính trị ngắn hạn và chúng tôi đã làm như vậy, nhưng chúng tôi lo ngại làn sóng chống Fed có thể gây ra hậu quả lâu dài hơn. Trong năm 2010, Quốc hội và chính quyền tập trung vào cải cách quy định tài chính, dưới sự lãnh đạo của Bộ trưởng Tài chính Geithner, Chủ tịch Ủy ban Ngân hàng Thượng viện Christopher Dodd (D-Connecticut) và Chủ tịch Ủy ban Dịch vụ Tài chính Hạ viện Barney Frank (D-Massachusetts). Những cải cách cuối cùng đã xuất hiện, cùng với một loạt hiệp định quốc tế, đã giải quyết được nhiều điểm yếu – dù chắc chắn không phải tất cả – đã dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính. Đạo luật cải cách phố Wall và bảo vệ người tiêu dùng Dodd-Frank, viết tắt là Dodd-Frank, tăng cường các yêu cầu về vốn và thanh khoản cho các ngân hàng (bao gồm yêu cầu kiểm tra sức chịu đựng thường xuyên), cải thiện tính minh bạch của thị trường phái sinh tài chính, tạo ra một cơ quan bảo vệ người tiêu dùng mới, và—quan trọng là, dựa trên kinh nghiệm với Lehman và các công ty khác—đã thiết lập các quy trình để giải thể các công ty tài chính mà sự phá sản sắp xảy ra sẽ gây ra rủi ro nghiêm trọng cho sự ổn định tài chính.

Tuy nhiên, trong khi Quốc hội xem xét những cải cách này thì Fed đã dành rất nhiều thời gian để thảo luận về mặt lập pháp. Đặc biệt, Thượng nghị sĩ Dodd đã nhận ra sự tức giận trên diện rộng và,

như một phương tiện để xây dựng sự đồng thuận lưỡng đảng cho dự luật của mình, đề xuất tước bỏ hầu như toàn bộ quyền giám sát và quản lý của Fed, giới hạn nó trong chính sách tiền tệ. Quốc hội cũng nghiêm túc xem xét các đề xuất "Kiểm toán Fed" do Thượng nghị sĩ Bernie Sanders (D-Vermont) ở bên trái và Đại diện Ron Paul (Cộng hòa-Kentucky) ở bên phải ủng hộ, vốn sẽ là đối tượng của các quyết định chính sách tiền tệ hàng ngày của Fed. chỉ đạo giám sát chính trị. Sanders-Paul Kiểm toán các đề xuất của Fed, giống như những đề xuất sau này được con trai của Paul, Thượng nghị sĩ Rand Paul (Cộng hòa-Kentucky) đưa ra, không liên quan gì đến kiểm toán tài chính (sổ sách của Fed được kiểm toán thường xuyên và công khai). Đúng hơn, những đề xuất này sẽ cho phép Văn phòng Trách nhiệm Chính phủ (GAO) báo cáo trước Quốc hội về từng quyết định chính sách tiền tệ, cung cấp một phương tiện mới để các nhà lập pháp phán đoán lần thứ hai và gây áp lực lên FOMC. Trong thời kỳ đầu, luật cải cách tài chính là một cơn ác mộng đối với Fed.

Những lý do thực chất để tôi phản đối những đề xuất này cũng giống như lý do của Alan Greenspan năm 1991 khi ông phản đối nỗ lực củng cố hoạt động giám sát ngân hàng trong một cơ quan mới. Quyền điều hành và giám sát hệ thống ngân hàng của Fed là cần thiết để chúng tôi đóng vai trò là người cho vay cuối cùng hiệu quả cũng như để chúng tôi giám sát hệ thống tài chính và nền kinh tế. Và chính sách tiền tệ được cách ly khỏi áp lực chính trị ngắn hạn sẽ phục vụ tốt hơn cho lợi ích lâu dài của nền kinh tế.

Cuối cùng, một loạt các thế lực chính trị đã lật ngược tình thế. Các chủ tịch Ngân hàng Dự trữ, với nhiều mối quan hệ địa phương, bao gồm cả hội đồng quản trị gồm những công dân địa phương nổi tiếng, là một nhân tố quan trọng. Các chủ tịch rất có động lực vì giám sát ngân hàng là một trong những vai trò chính của Ngân hàng Dự trữ. Sự ủng hộ quan trọng cho quan điểm của chúng tôi còn đến từ Bộ trưởng Tài chính Geithner, các ngân hàng cộng đồng và một số thượng nghị sĩ chủ chốt của Đảng Cộng hòa, bao gồm Kay Bailey Hutchison của Texas và Judd Gregg của New Hampshire. Dự luật Dodd-Frank phần nào hạn chế quyền lực khẩn cấp mà Fed, Bộ Tài chính và FDIC đã sử dụng để ổn định hệ thống tài chính trong cuộc khủng hoảng. Nhưng Fed vẫn giữ các cơ quan quản lý và giám sát

của mình - ngoại trừ quy định bảo vệ người tiêu dùng được chuyển đến Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng mới thành lập. Và nó không mất đi sự độc lập về tiền tệ; "Kiểm toán Fed" đã thất bại. Tôi tin rằng những kết quả này là đúng đắn cho đất nước, nhưng tình tiết này đã minh họa một cách sinh động rằng Fed không thể bỏ qua chính trị.

Tại sao luận điệu chống Fed tại Quốc hội lại sôi nổi đến vậy? Một lời giải thích gây ấn tượng mạnh với tôi là lý thuyết "vật tế thần" do Sarah Binder và Mark Spindel đưa ra. Theo quan điểm của họ, Quốc hội trao cho Fed một mức độ độc lập để ngân hàng trung ương có thể thực hiện những hành động cần thiết nhưng không được ưa chuộng mà Quốc hội, vì lý do chính trị, không muốn tự mình thực hiện. Động lực này thể hiện rõ trong cuộc khủng hoảng tài chính, khi mà trong số nhiều hành động nhằm ổn định hệ thống, Fed đã giúp ngăn chặn sự sụp đổ của một số tổ chức tài chính lớn. Tôi tin rằng những gói cứu trợ này là cần thiết để bảo vệ cả hệ thống tài chính và nền kinh tế, nhưng chúng rất không được ưa chuộng - cũng có thể hiểu được. Chúng được coi là mang lại lợi ích cho những người đã giúp tạo ra cuộc khủng hoảng ngay từ đầu, đồng thời khiến nhiều người dân bình thường không được che chắn. Phù hợp với lý thuyết Binder-Spindel, qua những cuộc trò chuyện riêng tư, tôi biết rằng nhiều thành viên Quốc hội coi các gói cứu trợ là điều khó chịu nhưng cần thiết để bảo vệ nền kinh tế. Tuy nhiên, trước công chúng, nhiều người đã lặp lại sự tức giận của công chúng, khi để Fed, chính quyền Bush và Obama gánh chịu sức nóng chính trị.

Tôi thấy khó giải thích hơn về sự phản đối chính trị đối với chính sách tiền tệ của chúng tôi, đặc biệt là sự phản đối trong nước. Về cơ bản, những lập luận chống lại việc mua chứng khoán, chẳng hạn như được phản ánh trong các bức thư gửi tới FOMC từ các nhà lãnh đạo quốc hội thuộc Đảng Cộng hòa, là những lời ngụy biện. Ví dụ: rủi ro việc mua hàng sẽ dẫn đến lạm phát phi mã hoặc đồng đô la sụp đổ là rất thấp và không được hỗ trợ bởi phân tích chính thống hoặc kinh nghiệm ban đầu với QE ở Hoa Kỳ và Vương quốc Anh. Nền kinh tế suy thoái sâu sắc, gây ra ít áp lực tăng lương và giá cả. Và quả thực, các chỉ số thị trường về kỳ vọng lạm phát cho thấy rằng, khi buộc phải bỏ tiền vào miệng, các nhà đầu tư hoàn toàn kỳ

vọng lạm phát sẽ vẫn ở mức thấp, thậm chí là quá thấp. Chúng tôi chú ý đến nguy cơ lãi suất thấp có thể thúc đẩy sự bất ổn tài chính, nhưng trong năm 2010, các nhà đầu tư đã chấp nhận quá ít thay vì quá nhiều rủi ro đối với sức khỏe của nền kinh tế.

Thay vì dựa trên những lo ngại mang tính nguyên tắc, phần lớn sự phản đối các biện pháp tiền tệ phi truyền thống dường như là sự phản đối gay gắt của phe cánh hữu - phản đối các chính sách có thể cải thiện nền kinh tế với một đảng viên Đảng Dân chủ trong Nhà Trắng. Những lời lẽ khoa trương chống Fed trong thời kỳ khủng hoảng tài chính sẽ lan sang chiến dịch tranh cử ban đầu để được đề cử làm tổng thống của Đảng Cộng hòa. Thống đốc Texas Rick Perry gọi những nỗ lực của chúng tôi nhằm hỗ trợ nền kinh tế là "gần như phản bội". Cựu Chủ tịch Hạ viện Newt Gingrich nói rằng ông ấy sẽ sa thải tôi nếu được bầu và gọi tôi là "vị chủ tịch tập trung quyền lực, nguy hiểm và lạm phát nhất. . . trong lịch sử của Fed."

Sự phẫn nộ chính trị đã thúc đẩy sự thay đổi trong chiến lược truyền thông của chúng tôi. Trong khoảng chục năm trước cuộc khủng hoảng, Fed đã trở nên cởi mở hơn một cách rõ ràng, nhưng vẫn tiếp tục tập trung chủ yếu vào hoạt động truyền thông của mình nhằm tác động đến kỳ vọng chính sách của những người tham gia thị trường tài chính. Nhưng với việc Fed hiện đang được chú ý trên các phương tiện truyền thông và chính trị, chúng tôi cần đưa quan điểm của mình đến với công chúng rộng rãi hơn. Tôi đã dẫn đầu về điều đó, bắt đầu bằng việc xuất hiện (lúc đó hiếm khi đảm nhiệm chức chủ tịch Fed) trên chương trình 60 Minutes của CBS-TV vào tháng 3 năm 2009. Tôi theo dõi cuộc phỏng vấn đó với những lần xuất hiện trên các phương tiện truyền thông khác, các tòa thị chính, và vào mùa xuân năm 2012, một loạt phim của các bài giảng tại Đại học George Washington đã trở thành nền tảng của một cuốn sách ngắn.

Vào tháng 4 năm 2011, sau nhiều cuộc thảo luận và lập kế hoạch, cùng với sự hỗ trợ của FOMC, tôi bắt đầu tiến hành các cuộc họp báo hàng quý sau cuộc họp. Mặc dù các cuộc họp báo được tổ chức phổ biến ở nhiều ngân hàng trung ương khác nhưng các chủ tịch Fed hiếm khi tổ chức chúng. Chúng sẽ trở thành trọng tâm trong nỗ lực của Fed nhằm thông báo cho công chúng và hướng dẫn

thị trường. Nhìn chung hơn, sự thay đổi trong chiến lược truyền thông hướng tới đối tượng rộng hơn đã chứng tỏ là một sự thay đổi lâu dài và mang tính xây dựng, trong số những điều khác, cho phép Fed đánh giá tốt hơn những tác động (cũng như nhận thức của công chúng) về các hành động của mình đối với người Mỹ bình thường.

---

* Về nguyên tắc, các ngân hàng lẽ ra phải có động cơ để giải quyết vấn đề này cho chúng ta, bằng cách vay từ GSE với lãi suất thấp hơn lãi suất cơ bản và sau đó gửi số tiền thu được tại Fed để hưởng lãi suất dự trữ, được ấn định ở mức đầu phạm vi mục tiêu của lãi suất quỹ, bỏ túi phần chênh lệch. Tuy nhiên, trong điều kiện tài chính hỗn loạn vào thời điểm đó, các ngân hàng không quan tâm đến việc sử dụng không gian bảng cân đối kế toán hạn chế của mình để kiếm được khoản lợi nhuận nhỏ có được từ hoạt động đó.
† Tuy nhiên, trong một động thái được nhiều người coi là sai lầm khi nhìn lại quá khứ, Ngân hàng Nhật Bản đã tăng lãi suất chính sách vào tháng 8 năm 2000, bất chấp tình trạng giảm phát đang diễn ra và cam kết trước đó của họ. Nền kinh tế Nhật Bản sau đó lại rơi vào suy thoái. Có lẽ tệ hơn nữa là do không thực hiện đúng cam kết của mình, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã làm tổn hại đến uy tín của mình và do đó, ảnh hưởng đến khả năng sử dụng hướng dẫn chuyển tiếp trong tương lai của ngân hàng này.
‡ Tiền tệ đang lưu hành được xác định bởi lựa chọn của công chúng, không phải chính sách của Fed. Ví dụ: khi mọi người rút tiền từ tài khoản séc để mua sắm vào dịp Giáng sinh, lượng tiền trong lưu thông sẽ tự động tăng lên.
§ Ví dụ, thống đốc ngân hàng trung ương quốc gia, giống như chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Hoa Kỳ, đã theo dõi tình hình địa phương và tham gia vào ủy ban đưa ra chính sách tiền tệ cho khu vực đồng euro. Giống như Ngân hàng Dự trữ, các ngân hàng trung ương quốc gia châu Âu cũng giữ một số trách nhiệm giám sát ngân hàng.
¶ Ví dụ, chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones đã tăng 12% giữa bài phát biểu ở Jackson Hole của tôi và thông báo về QE2.
Một nguyên nhân đặc biệt gây phẫn nộ trong dân chúng là việc không có CEO nào của một công ty được cứu trợ phải vào tù. Truy tố hình sự là trách nhiệm của Bộ Tư pháp (DOJ), không phải Cục Dự trữ Liên bang. Trong hầu hết các trường hợp, DOJ xác định rằng họ không thể xây dựng các vụ kiện thắng kiện chống lại các cá nhân—việc chấp nhận rủi ro quá mức không phải là bất hợp pháp trong hầu hết các trường hợp—và thay vào đó, họ tập trung vào việc áp dụng các khoản tiền phạt lớn đối với các công ty đã áp dụng các hành vi đáng ngờ.
** Có thể xảy ra lạm phát cao trong nền kinh tế suy thoái nếu tài chính của chính phủ đang sụp đổ. Nhưng chính phủ Mỹ, vốn có nhu cầu rất lớn trên toàn cầu đối với chứng khoán của mình, đã không thể tiến gần đến thời điểm đó trong năm 2010.

7

TIẾN HÓA TIỀN TỆ

QE3 và cơn giận dữ giảm dần

HỘI NGHỊ BÁO CHÍ SAU CUỘC HỌP ĐẦU TIÊN CỦA TÔI, vào ngày 27 tháng 4 năm 2011, diễn ra tám tháng sau khi tôi lần đầu tiên gợi ý về QE2 tại Jackson Hole. Các điều kiện tài chính đã giảm bớt đáng kể trong thời gian tạm thời, với giá cổ phiếu tăng 25% cho thấy sự lạc quan ngày càng tăng. Lợi suất trái phiếu kho bạc dài hạn đã giảm trong thời gian sắp tới QE2 do khả năng mua hàng mới tăng lên, nhưng sau đó đã phục hồi khi các nhà đầu tư trở nên tự tin hơn về tăng trưởng trong tương lai và ít lo lắng hơn về lạm phát giảm. Mô hình đó tương tự như những gì chúng ta đã thấy sau khi giới thiệu QE1 vào năm 2009.

Ngược lại, các điều kiện tài chính dễ dàng hơn dường như đang giúp ích cho nền kinh tế. Tỷ lệ thất nghiệp giảm từ 9,8% vào tháng 11 năm 2010, khi QE2 được công bố, xuống còn 9,0% vào tháng 3 năm 2011 - tốt hơn, mặc dù vẫn còn quá cao. Tôi đã nói với các phóng viên tại cuộc họp báo rằng chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi sẽ tiếp tục với tốc độ vừa phải, với tỷ lệ thất nghiệp giảm chậm. Nhưng tôi cảnh báo rằng một số diễn biến - đáng chú ý là trận động đất và sóng thần thảm khốc tấn công Nhật Bản vào ngày 11 tháng 3 - có thể tạm thời làm chậm tốc độ tăng trưởng (ví dụ, do làm gián đoạn việc vận chuyển phụ tùng ô tô do Nhật Bản sản xuất đến các nhà

máy lắp ráp ở Mỹ). Lạm phát gần đây cũng đã tăng lên, phần lớn là do giá dầu và lương thực toàn cầu tăng. Tuy nhiên, với cả lạm phát cơ bản và kỳ vọng lạm phát đều ổn định, chúng tôi tin tưởng rằng mức tăng lạm phát chung chỉ là tạm thời.

Chúng tôi đã đúng về lạm phát, lạm phát đã nhanh chóng giảm xuống, nhưng, bất chấp những dấu hiệu tích cực vào đầu năm, năm 2011 lại gây thất vọng. Sau lần giảm đầu tiên, tỷ lệ thất nghiệp chững lại trong hầu hết thời gian của năm, chỉ giảm xuống còn 8,5% vào tháng 12. Tăng trưởng sản lượng dao động quanh mức 2%, có thể gần với tốc độ tăng trưởng tiềm năng dài hạn của nền kinh tế. Nhưng điều đó không đủ nhanh. Để tỷ lệ thất nghiệp giảm một cách có ý nghĩa, với các nguồn lực chưa được sử dụng đúng mức sẽ được đưa trở lại làm việc, mức tăng trưởng sản lượng cần phải vượt quá, chứ không chỉ đơn giản là bằng, tốc độ dài hạn thông thường của nó. Tại các cuộc họp của FOMC, chúng tôi đã tranh luận về lý do khiến nền kinh tế rõ ràng không có khả năng đạt được "tốc độ thoát", một con đường tăng trưởng lành mạnh tự duy trì. Cuộc thảo luận tập trung vào những "cơn gió ngược" được cho là những yếu tố đang làm chậm quá trình phục hồi hơn chúng tôi mong đợi.

Cuộc khủng hoảng châu Âu đang diễn ra là cơn gió ngược nổi bật nhất. Phản ứng trước nguy cơ đang diễn ra rằng một hoặc nhiều quốc gia trong khu vực đồng euro có thể vỡ nợ hoặc rời bỏ đồng euro, thị trường tài chính vẫn không ổn định và việc chuyển sang thắt lưng buộc bụng tài chính quá sớm - ưu tiên cân bằng tài chính hơn là phục hồi kinh tế - đã làm tăng trưởng chậm lại ở châu Âu. Chính sách tài khóa của Mỹ cũng đang trở thành một cơn gió ngược. Tác động của gói kích thích lớn liên bang năm 2009 đang mờ dần, chính quyền các bang và địa phương đang cắt giảm chi tiêu và việc làm để ứng phó với tình trạng doanh thu thuế giảm.

Một đòn vô cớ và tự giáng vào quá trình phục hồi xảy ra vào tháng 8 năm 2011, khi Quốc hội từ chối nâng giới hạn nợ quốc gia cho đến giây phút cuối cùng. Nếu không tăng, chính phủ liên bang không thể thanh toán các hóa đơn của mình, bao gồm, trong một số trường hợp, thậm chí cả lãi suất nợ quốc gia. Tại Fed, cơ quan chịu trách nhiệm xử lý nhiều khoản thanh toán do chính phủ thực hiện, bao gồm cả các khoản thanh toán lãi, chúng tôi đã đấu tranh về

cách giải quyết tình trạng vỡ nợ của chính phủ, ngay cả khi tôi và những người khác tại Fed đã cầu xin Quốc hội tránh một thảm họa không cần thiết. Vụ việc gần như vỡ nợ không thể tưởng tượng được đối với chứng khoán chính phủ Hoa Kỳ đã làm tăng thêm sự lo lắng trên thị trường tài chính và khiến cơ quan xếp hạng Standard & Poor's hạ xếp hạng tín dụng của Hoa Kỳ. Phản ứng trước sự chậm lại toàn cầu và sự trục trặc về tài chính, chỉ số Dow đã giảm khoảng 16% trong khoảng thời gian từ cuối tháng 7 đến đầu tháng 10.

Những cơn gió ngược khác dường như là hậu quả của chính cuộc khủng hoảng, phù hợp với quan sát của Carmen Reinhart và Kenneth Rogoff rằng suy thoái sâu và phục hồi chậm thường xảy ra sau khủng hoảng tài chính. Bất chấp việc tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng sau các cuộc kiểm tra căng thẳng, tín dụng vẫn tương đối chặt chẽ, đặc biệt đối với những người vay thế chấp, vì cả người cho vay và cơ quan quản lý đều áp đặt các tiêu chuẩn chặt chẽ hơn. Các hộ khá giả tập trung vào việc trả nợ và xây dựng lại tài sản thay vì vay mượn và chi tiêu mới, trong khi những hộ kém may mắn hơn phải vật lộn để tồn tại. Và vụ phá sản nhà ở đã để lại dư âm lớn dưới dạng những ngôi nhà không bán được và bị tịch thu. Các nhà xây dựng chỉ bắt đầu xây dựng khoảng 600.000 ngôi nhà mới trong năm 2011, so với hơn 2 triệu ngôi nhà vào năm 2005.

Cuộc khủng hoảng cũng có thể góp phần khiến năng suất tăng yếu một cách bất ngờ, kết hợp với lực lượng lao động tăng trưởng chậm hơn, khi thế hệ bùng nổ dân số nghỉ hưu và tình trạng nhập cư chậm lại – càng kéo theo tăng trưởng kinh tế. Một số nghiên cứu đã phát hiện ra rằng sự suy giảm năng suất có thể đã bắt đầu vào khoảng năm 2005, trước khi cuộc khủng hoảng xảy ra và nó chủ yếu xuất phát từ dòng chảy lên xuống bình thường của tiến bộ công nghệ và ứng dụng thương mại của chúng, chứ không phải từ chính cuộc khủng hoảng. Điều đó có thể xảy ra, nhưng về mặt trực giác, có thể hiểu rằng cuộc khủng hoảng tài chính cũng sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng năng suất. Cuộc khủng hoảng đã làm chậm hoạt động nghiên cứu và phát triển, tốc độ khởi nghiệp mới và đầu tư kinh doanh vào thiết bị vốn mới, cũng như làm giảm nhu cầu tiêu dùng. Tất cả những điều đó dự kiến sẽ làm chậm việc giới thiệu các sản phẩm mới và các phương pháp sản xuất mới, hiệu quả hơn.

Với triển vọng rõ ràng là tầm thường và không có sáng kiến mới nào từ Quốc hội, chính sách tiền tệ đã trở thành "trò chơi duy nhất trong thị trấn" để chống lại tình trạng thất nghiệp, sử dụng cụm từ mà Paul Volcker đặt ra liên quan đến việc chống lạm phát. Nhưng giới hạn dưới hiệu quả của lãi suất ngắn hạn vẫn là một vấn đề. Lãi suất ngắn hạn gần bằng 0, lượng mua chứng khoán trị giá hàng nghìn tỷ đô la và hướng dẫn dự kiến đã giúp nền kinh tế tăng trưởng trở lại nhưng vẫn chưa khôi phục lại trạng thái khỏe mạnh hoàn toàn. Một lần nữa, đã đến lúc phải có điều gì đó mới mẻ. Từ năm 2011 đến năm 2013, chúng tôi đã xem xét lại các công cụ chính sách, cách tiếp cận truyền thông và thậm chí cả khuôn khổ chính sách tổng thể của mình. Không phải tất cả các sáng kiến này đều diễn ra suôn sẻ, như được minh chứng bằng "cơn giận dữ" trên thị trường trái phiếu năm 2013. Tuy nhiên, cuối cùng, những thay đổi này đã giúp cải thiện nền kinh tế và thị trường lao động, và về lâu dài, để lại dấu ấn lâu dài trong việc điều hành chính sách tiền tệ. chính sách.

HƯỚNG DẪN TIẾN LÊN AMPING UP

Dưới thời Greenspan và trong thời gian tôi làm chủ tịch, FOMC ngày càng trở nên tham vọng trong việc sử dụng hướng dẫn tương lai làm công cụ chính sách. Vào tháng 3 năm 2009, khi công bố QE1, Ủy ban đã cố gắng định hướng kỳ vọng của thị trường bằng cách nói rằng họ dự đoán "mức lãi suất quỹ liên bang cực kỳ thấp trong một thời gian dài". Hơn hai năm sau, cụm từ đó vẫn được giữ nguyên trong tuyên bố sau cuộc họp.

Đó là ngôn ngữ mạnh mẽ theo tiêu chuẩn truyền thống của Fed, nhưng không mạnh mẽ như lẽ ra phải có. Đầu tiên, nó rất mơ hồ. Nó không nói cụ thể về "thời gian kéo dài" có thể kéo dài bao lâu cũng như không cung cấp hướng dẫn về các điều kiện để tăng lãi suất. Thứ hai, sự hướng dẫn không phải là một lời hứa đầy đủ. Nó chỉ nói rằng Ủy ban dự đoán rằng lãi suất sẽ ở mức thấp. Thật vậy, một số nhà phê bình, đặc biệt là đồng nghiệp cũ của tôi ở Princeton,

Michael Woodford, sẽ chỉ ra rằng ngôn ngữ "gia hạn" có thể được hiểu là FOMC chỉ nói rằng họ bi quan về triển vọng và không đưa ra bất kỳ cam kết rõ ràng nào về chính sách trong tương lai. Nếu hiểu theo cách đó, hướng dẫn tiếp theo của chúng tôi, bằng cách làm suy giảm tâm lý của các hộ gia đình và doanh nghiệp, có thể phản tác dụng.

Tôi nghĩ rằng hướng dẫn của chúng tôi, mặc dù không được coi là một cam kết chắc chắn, nhưng đã tạo ra giả định rằng chúng tôi sẽ kiên nhẫn và giữ lãi suất gần 0 trong một thời gian. Hơn nữa, việc mua chứng khoán đang diễn ra và các thông tin liên lạc khác—bao gồm các bài phát biểu và lời khai trước quốc hội—đã củng cố tín hiệu của chúng tôi rằng chúng tôi có kế hoạch duy trì chính sách dễ dàng. Tuy nhiên, tôi đồng ý với lập luận của Woodford rằng hướng dẫn cụ thể và mạnh mẽ hơn sẽ còn tốt hơn nữa.

Thời gian trôi qua, ngày càng rõ ràng rằng hướng dẫn "gia hạn" không đủ mạnh. Trong năm 2009 và 2010, ngay cả khi các nhân viên phân tích—và nhiều người, dù không phải tất cả, những người tham gia FOMC—đã kết luận rằng lãi suất quỹ liên bang có thể sẽ cần duy trì ở mức gần bằng 0 trong nhiều năm, thị trường tương lai (trong đó các nhà đầu tư đặt cược vào diễn biến của quỹ sẽ rate) dự đoán lần tăng lãi suất đầu tiên sẽ không quá vài quý nữa. Do đó, "thời gian kéo dài" không được kéo dài trong suy nghĩ của nhiều người tham gia thị trường như hầu hết các thành viên trong Ủy ban mong muốn. Rất có thể, các thị trường đã sử dụng điểm tham chiếu trước đó của các chu kỳ chính sách của Fed, trong đó khoảng thời gian từ nới lỏng đến thắt chặt thường ngắn hơn. Chúng tôi cần phải làm nhiều hơn nữa để thuyết phục thị trường rằng chúng tôi sẽ không tăng lãi suất mục tiêu trong một thời gian.

Chúng tôi đã thực hiện bước tiếp theo tại cuộc họp ngày 9 tháng 8 năm 2011. Sau khi lưu ý rằng tốc độ tăng trưởng kinh tế tính đến thời điểm hiện tại trong năm đó thật đáng thất vọng, tuyên bố của chúng tôi đưa ra hướng dẫn rõ ràng hơn về phía trước. Nó nói rằng chúng tôi đã dự đoán "mức lãi suất quỹ liên bang cực kỳ thấp ít nhất là đến giữa năm 2013 [in nghiêng]," tức là trong gần hai năm nữa. Tuyên bố nói thêm rằng Ủy ban đang thảo luận về "một loạt các công cụ chính sách", báo hiệu rằng những đổi mới chính sách tiếp

theo có thể sẽ sớm ra mắt. Ba chủ tịch Ngân hàng Dự trữ không đồng tình – Richard Fisher của Dallas, Charles Plosser của Philadelphia, và Narayana Kocherlakota của Minneapolis. Cả ba đều tin rằng kích thích tiền tệ mới là không cần thiết và muốn giữ nguyên hướng dẫn trong tuyên bố. Ba phiếu "không" là rất nhiều cho một quyết định chính sách của Fed; nó cho thấy sự khó chịu đáng kể với kết quả.

Plosser và một số người khác cũng lập luận rằng, nếu chúng ta định đưa ra một cam kết mới về lãi suất, chúng ta nên gắn nó với một tập hợp các điều kiện kinh tế cụ thể chứ không phải vào một ngày cố định. Tuyên bố tháng 8 năm 2011 của FOMC đã đưa ra một cam kết phụ thuộc vào thời gian, chỉ liên kết diễn biến tương lai của lãi suất quỹ liên bang với lịch. Plosser lập luận rằng nếu chúng ta đưa ra một cam kết thì điều đó phải tùy thuộc vào nhà nước, xác định rõ các điều kiện kinh tế sẽ dẫn đến việc tăng lãi suất vốn.

Về nguyên tắc, ít nhất một cam kết mang tính dự phòng của nhà nước sẽ linh hoạt hơn và phản ứng nhanh hơn với các tin tức kinh tế sắp tới. Plosser và những người đồng tình với quan điểm của ông lo lắng rằng, nếu điều kiện kinh tế cải thiện nhanh hơn chúng tôi mong đợi, thì cam kết phụ thuộc vào thời gian của chúng tôi sẽ buộc chúng tôi phải giữ lãi suất vốn ở mức thấp lâu hơn mức lý tưởng mà chúng tôi nên làm. Ngược lại, một cam kết mang tính ngẫu nhiên của nhà nước - chẳng hạn như cam kết gắn việc tăng lãi suất với tỷ lệ thất nghiệp - sẽ cho chúng ta sự linh hoạt để thắt chặt nhanh hơn. Tất nhiên, sự hướng dẫn của nhà nước cũng có thể hoạt động theo hướng khác, kéo dài thời hạn cam kết của chúng ta một cách hiệu quả nếu nền kinh tế xấu đi bất ngờ. Các cam kết phụ thuộc vào thời gian không có khía cạnh tự điều chỉnh tốt đẹp này. Trên thực tế, phản ánh những thất vọng liên tục về triển vọng, vào tháng 1 năm 2012, chúng tôi đã đồng ý gia hạn cam kết thêm một năm rưỡi đến "ít nhất là đến cuối năm 2014" và sau đó một lần nữa, vào tháng 9 năm 2012, "đến giữa năm 2015". Đáng chú ý, cả hai lời hứa sau này đều kéo dài đến tận cuối nhiệm kỳ chủ tịch của tôi, vì vậy thật đáng khích lệ khi chỉ có một người phản đối – Chủ tịch Fed Richmond Lacker – trong mỗi trường hợp.

Plosser đã đưa ra một quan điểm có giá trị về mặt khái niệm – ngay cả khi dự báo kinh tế của ông tỏ ra quá lạc quan. Và quả thực, FOMC sau đó sẽ sử dụng hướng dẫn tùy theo từng bang để truyền đạt kế hoạch của mình về cả lãi suất ngắn hạn và việc mua chứng khoán. Tuy nhiên, vào tháng 8 năm 2011, tôi tin rằng hướng dẫn theo thời gian là lựa chọn tốt nhất của chúng tôi. Do có sự khác biệt giữa kỳ vọng của thị trường về chính sách và của chính chúng ta, chúng tôi cần phải làm điều gì đó ấn tượng để thu hút sự chú ý của thị trường. Hướng dẫn tùy theo từng quốc gia bao gồm sự mơ hồ và nguy cơ hiểu lầm vì các nhà hoạch định chính sách không bao giờ có thể xác định đầy đủ các điều kiện sẽ dẫn đến thay đổi chính sách. Ngược lại, một cuộc hẹn hò rất đơn giản và trực tiếp. Vào thời điểm đó, cách tiếp cận trực tiếp có vẻ tốt nhất.

Kinh nghiệm cho thấy rằng hình thức hướng dẫn phù hợp phụ thuộc vào hoàn cảnh, và trên thực tế, cả hai cách tiếp cận—phụ thuộc vào thời gian và tùy thuộc vào trạng thái—vẫn được sử dụng. Ví dụ, Ngân hàng Nhật Bản đã hứa vào năm 2016 sẽ tiếp tục các chính sách mở rộng mạnh mẽ của mình miễn là cần thiết để tăng lạm phát lên trên mục tiêu 2% "một cách ổn định" (một dạng hướng dẫn dự phòng của nhà nước), trong khi Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã trong một số trường hợp trong những năm gần đây đã hứa sẽ giữ lãi suất chính sách ở mức thấp cho đến ít nhất một ngày nhất định (hướng dẫn phụ thuộc vào thời gian). Trong mọi trường hợp, hướng dẫn tháng 8 năm 2011 của chúng tôi có vẻ có hiệu lực. Lãi suất giảm và các cuộc khảo sát của chúng tôi cho thấy, nhờ có hướng dẫn này, những người tham gia thị trường tài chính kỳ vọng chúng tôi sẽ kiên nhẫn hơn trong việc tăng lãi suất.

Mặc dù hướng dẫn mới đã bổ sung thêm sự kích thích, nhưng chúng tôi không mong đợi bản thân nó sẽ thay đổi cuộc chơi. Một số cuộc họp tiếp theo của FOMC bao gồm thảo luận chuyên sâu về các lựa chọn bổ sung, bao gồm khả năng thay đổi khuôn khổ chính sách tiền tệ cơ bản của chúng tôi.

CHƯƠNG TRÌNH MỞ RỘNG KỲ HẠN

Vào mùa thu năm 2011, tôi và nhiều đồng nghiệp tin rằng chính sách tiền tệ không chỉ phải làm được nhiều việc hơn mà chúng ta còn phải tìm ra những cách mới để làm được nhiều việc hơn nữa. Việc khám phá các lựa chọn và phát triển sự đồng thuận sẽ mất thời gian. Tuy nhiên, nền kinh tế cần được hỗ trợ thêm càng sớm càng tốt. Do đó, như một biện pháp tạm thời, vào tháng 9 năm 2011, chúng tôi đã quyết định mua 400 tỷ USD chứng khoán Kho bạc có kỳ hạn dài hơn (sáu đến ba mươi năm) vào cuối tháng 6 năm 2012.

Chúng tôi kỳ vọng đợt mua chứng khoán mới này, giống như các đợt trước, sẽ làm tăng nhu cầu và do đó làm giảm lợi suất của chứng khoán dài hạn và giảm bớt các điều kiện tài chính nói chung. Tuy nhiên, thay vì tài trợ cho các giao dịch mua này bằng cách tạo ra nguồn dự trữ ngân hàng mới, như trường hợp QE1 và QE2, chúng tôi quyết định thanh toán cho các giao dịch mua này bằng cách bán một lượng tương đương chứng khoán Kho bạc ngắn hạn, có kỳ hạn từ ba năm trở xuống. Kết quả là, mặc dù việc mua vào làm tăng đáng kể thời gian đáo hạn trung bình của chứng khoán do Fed nắm giữ, quy mô tổng thể của bảng cân đối kế toán không thay đổi.

Chương trình này phù hợp với quan điểm cho rằng việc mua hàng của chúng tôi chủ yếu hoạt động bằng cách giảm nguồn cung ròng của chứng khoán dài hạn, do đó làm tăng giá và giảm lợi suất, thay vì tăng dự trữ ngân hàng hoặc cung tiền. Chúng tôi hy vọng nó ít nhất sẽ có hiệu quả như việc mua chứng khoán trước đó, đồng thời có thể xoa dịu những người chỉ trích trong và ngoài nước, những người lo ngại rằng việc tạo thêm dự trữ ngân hàng có thể gây ra lạm phát cao hơn hoặc bất ổn tài chính.

Cách tiếp cận mới của chúng tôi cũng có những thiếu sót. Thứ nhất, quy mô của nó bị giới hạn bởi số lượng chứng khoán mà chúng tôi sở hữu có kỳ hạn từ ba năm trở xuống. Sau khi bán chúng, chúng tôi sẽ phải quay lại tài trợ cho việc mua hàng bằng cách tạo dự trữ ngân hàng. Thứ hai, việc chuyển sang chứng khoán dài hạn hơn sẽ khiến việc thoát khỏi bảng cân đối kế toán lớn của chúng tôi trở nên khó khăn hơn khi thời cơ đến, vì các cổ phiếu mà chúng tôi nắm giữ trung bình sẽ mất nhiều thời gian hơn để trưởng thành. Tuy nhiên, nó có vẻ là một bước tạm thời hữu ích. Các nhân viên ước tính nó sẽ mang lại sự kích thích bổ sung có ý nghĩa đồng

thời cho Ủy ban thời gian để tranh luận về một chiến lược toàn diện hơn.

Chúng tôi gọi chương trình mới này là Chương trình Kéo dài Kỳ hạn (MEP). Thị trường và giới truyền thông, như thường lệ, bỏ qua tên chính thức của nó và gọi nó là Operation Twist, theo tên một chương trình của Fed vào những năm 1960. Trong Operation Twist ban đầu, dưới thời Chủ tịch Martin, Fed đã mua chứng khoán dài hạn và bán chứng khoán ngắn hạn nhằm cố gắng "xoắn" đường cong lợi suất, tức là hạ thấp lãi suất dài hạn (để kích thích chi tiêu trong nền kinh tế).) đồng thời tăng lãi suất ngắn hạn (với mục tiêu bảo vệ giá trị trao đổi của đồng đô la). Các nhà phân tích sau đó đánh giá rằng hoạt động trước đó chỉ có tác động khiêm tốn, có lẽ vì nó nhỏ và tạm thời. MEP lớn hơn và tồn tại lâu hơn so với tiền thân của nó vào những năm 1960. Giống như Operation Twist ban đầu, nó nhằm mục đích giảm lãi suất dài hạn, nhưng chúng tôi không mong đợi lãi suất ngắn hạn sẽ tăng vì mức dự trữ ngân hàng cao đã có trong hệ thống khiến chúng gần bằng 0.

TĂNG ĐỘ MINH BẠCH: MỤC TIÊU LẠM PHÁT VÀ TỔNG HỢP CÁC DỰ ÁN KINH TẾ

Các cuộc tranh luận của chúng tôi về cách làm cho chính sách tiền tệ hiệu quả hơn, bất chấp giới hạn dưới, đã dẫn đến các cuộc thảo luận rộng hơn về khuôn khổ chính sách của chúng tôi. Nếu chúng tôi định đưa ra những hướng dẫn hữu ích và đưa ra những giải thích mạch lạc về các kế hoạch chính sách của mình thì điều đó chỉ có thể hữu ích nếu chúng tôi đưa ra những mục tiêu, quan điểm và quan điểm cụ thể hơn về chính sách phù hợp. Đối với tôi và hầu hết những người tham gia FOMC, điều đó có nghĩa là phải rõ ràng hơn về khuôn khổ hướng dẫn hành động của chúng tôi. Ủy ban đã dành nhiều giờ để xem xét một loạt các khả năng.

Sau những cuộc cân nhắc này, vào tháng 1 năm 2012, Ủy ban đã phê chuẩn một tuyên bố về các nguyên tắc chính sách tiền tệ, tài liệu đầu tiên như vậy trong lịch sử Fed. Trong đó, chúng tôi đã công

bố mục tiêu lạm phát chính thức—2% một năm được đo bằng chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE). Tuyên bố của chúng tôi nhấn mạnh rằng việc thông qua mục tiêu không có nghĩa là chúng tôi không còn quan tâm đến việc thúc đẩy việc làm đầy đủ. Thay vào đó, họ nói rằng chúng tôi sẽ áp dụng một "cách tiếp cận cân bằng" nhằm mang lại tầm quan trọng gần như ngang nhau cho cả hai mục tiêu do quốc hội quy định là ổn định giá cả và tối đa hóa việc làm.

Ý tưởng về mục tiêu lạm phát hầu như không mới. Quả thực, đến năm 2012, nó ngày càng trở thành chuẩn mực quốc tế. Bắt đầu với Ngân hàng Dự trữ New Zealand vào năm 1990, nhiều ngân hàng trung ương đã công bố mục tiêu (hoặc đôi khi là phạm vi mục tiêu) cho lạm phát. Ở các nền kinh tế tiên tiến, bao gồm Ngân hàng Anh, Ngân hàng Trung ương Châu Âu, Riksbank của Thụy Điển, Ngân hàng Dự trữ Úc và Ngân hàng Canada. Các quốc gia có thu nhập trung bình nhắm mục tiêu lạm phát bao gồm Brazil, Mexico, Chile, Israel và Nam Phi.

Tại sao phải có mục tiêu lạm phát? Lý do cơ bản không phải là lạm phát đã hoặc phải là mục tiêu duy nhất của chính sách tiền tệ. Trên thực tế, tất cả các ngân hàng trung ương đặt mục tiêu lạm phát đều thực hiện mục tiêu lạm phát "linh hoạt", nghĩa là họ duy trì phạm vi để theo đuổi nhiều mục tiêu, bao gồm việc làm và tăng trưởng kinh tế, miễn là làm như vậy phù hợp với việc đạt được mục tiêu lạm phát theo thời gian. Chính vì lo ngại về việc làm và các mục tiêu khác mà không có ngân hàng trung ương nào chọn mục tiêu lạm phát bằng 0 - nghĩa là ổn định giá cả theo nghĩa đen. Nhắm mục tiêu tỷ lệ lạm phát trung bình bằng 0, bằng cách hạ thấp kỳ vọng lạm phát của các nhà giao dịch trái phiếu, sẽ dẫn đến lãi suất danh nghĩa rất thấp. Ngược lại, lãi suất trung lập thấp sẽ làm tăng nguy cơ giới hạn dưới sẽ ngăn cản các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phản ứng mạnh mẽ trước suy thoái. Do đó, mục tiêu 2% của chúng tôi nhằm mục đích cân bằng hai phần trong nhiệm vụ kép của chúng tôi – lạm phát đủ thấp để phù hợp với sự ổn định giá cả, nhưng đủ cao để duy trì khả năng theo đuổi việc làm đầy đủ bằng cách cung cấp một số không gian để giảm lãi suất mà không chạm tới giới hạn dưới.

Với tư cách là một học giả, tôi đã đóng góp vào nghiên cứu về mục tiêu lạm phát - chủ yếu là làm việc với Frederic (Rick) Mishkin của Đại học Columbia, người từng là thành viên Hội đồng quản trị trong cuộc khủng hoảng tài chính. Tôi thấy mục tiêu lạm phát là yếu tố then chốt của một khuôn khổ minh bạch và có hệ thống hơn, giúp thị trường và công chúng hiểu và dự đoán chính sách dễ dàng hơn. Để thu được lợi ích đầy đủ từ việc nhắm mục tiêu lạm phát, như nghiên cứu của Mishkin và của tôi đã ghi lại, các ngân hàng trung ương đã tiến xa hơn việc chỉ đơn giản là công bố mục tiêu. Họ cũng cung cấp nhiều thông tin hơn về dự báo, đánh giá rủi ro và phản ứng chính sách dự kiến của họ, bao gồm cả – trong một số trường hợp – dự báo về lãi suất chính sách của họ. Mishkin và tôi lập luận rằng sự minh bạch này làm cho hướng dẫn chuyển tiếp trở nên hiệu quả hơn và giảm bớt sự không chắc chắn vì những người bên ngoài có thể hiểu rõ hơn về những cân nhắc đang thúc đẩy chính sách. Tính minh bạch cũng hỗ trợ sự độc lập của ngân hàng trung ương bằng cách giúp các chính trị gia và công chúng hiểu rõ hơn cơ sở lý luận của các quyết định chính sách, từ đó làm giảm căng thẳng giữa giám sát dân chủ và việc ủy quyền các quyền lực đó cho các thống đốc ngân hàng trung ương không được bầu chọn.

Cuộc tranh luận về mục tiêu lạm phát trùng lặp với một cuộc tranh luận kéo dài khác – liệu chính sách tiền tệ nên được điều hành theo quy định hay theo quyết định riêng. Những người ủng hộ các quy tắc chính sách, như quy tắc kinh điển do nhà kinh tế John Taylor đề xuất năm 1993, cho rằng các nhà hoạch định chính sách nên ấn định lãi suất ngắn hạn theo một công thức số đơn giản, mà trong quy tắc của Taylor chỉ bao gồm mức thất nghiệp và lạm phát hiện tại. Một quy tắc chính sách, nếu được tuân thủ chặt chẽ, thực sự sẽ làm cho những thay đổi chính sách trở nên dễ dự đoán và sẽ ngăn cản các nhà hoạch định chính sách đi quá xa so với các chuẩn mực đã được thiết lập, chẳng hạn như bằng cách ứng phó với sự gia tăng lạm phát rất khác so với các giai đoạn trước đây. Vấn đề là các quy tắc chính sách nghiêm ngặt không có chỗ cho sự phán xét dựa trên thông tin không có trong quy tắc và do đó không thể dễ dàng điều chỉnh các trường hợp đặc biệt—chẳng hạn như cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 hoặc đại dịch vi-rút Corona vào năm 2020.

Những thay đổi liên tục trong cơ cấu nền kinh tế, chẳng hạn như trong mối quan hệ giữa thất nghiệp và lạm phát hay ảnh hưởng của lãi suất lên chi tiêu, cũng đặt ra vấn đề đối với các quy tắc cố định.

Ngược lại, theo quyết định chính sách, các quyết định về lãi suất được đưa ra theo quyết định của từng cuộc họp, sử dụng tất cả các thông tin có sẵn. Cách tiếp cận tùy ý sẽ tốt hơn khi tính đến các yếu tố đặc biệt hoặc thay đổi cơ cấu và các nhà hoạch định chính sách coi trọng tính linh hoạt sẽ thích nó hơn. Nhưng các chính sách hoàn toàn tùy ý thì khó hiểu hoặc khó dự đoán hơn đối với những người tham gia thị trường, cung cấp ít biện pháp bảo vệ hơn trước các chính sách rủi ro hoặc chưa được thử nghiệm và đưa ra ít trách nhiệm giải trình tổng thể hơn. Bằng cách ngăn cản các nhà hoạch định chính sách cam kết thực hiện các hành động trong tương lai, cách tiếp cận tùy ý cũng hạn chế việc sử dụng hướng dẫn chuyển tiếp làm công cụ chính sách.

Mishkin và tôi lập luận rằng lạm phát mục tiêu là sự thỏa hiệp hợp lý giữa các quy tắc chính sách nghiêm ngặt và quyền tự do quyết định, cho phép các nhà hoạch định chính sách có quyền tự do quyết định có giới hạn. Với sự tùy ý bị hạn chế, các nhà hoạch định chính sách có thể sử dụng phán đoán của mình để giải thích các trường hợp đặc biệt và cân nhắc các mục tiêu của chính sách với nhau. Mặt khác, họ bị hạn chế bởi các yêu cầu: thứ nhất, phải đạt được mức lạm phát mục tiêu theo thời gian và thứ hai, phải giải thích công khai các quyết định của mình. Những yêu cầu này nâng cao khả năng dự đoán và trách nhiệm giải trình. Ngoài ra, một cơ chế lạm phát mục tiêu đáng tin cậy có xu hướng ổn định kỳ vọng lạm phát của người dân xung quanh mục tiêu. Những nỗ lực của Arthur Burns nhằm kiểm soát lạm phát trong những năm 1970 đã bị cản trở bởi những kỳ vọng lạm phát không được neo chặt, góp phần tạo ra vòng xoáy giá lương-tiền lương có tính hủy diệt. Việc công bố và quan trọng hơn là liên tục đạt được mục tiêu lạm phát có thể giúp tránh được động thái này. Nếu mục tiêu lạm phát là đáng tin cậy, mọi người nên xem xét những thay đổi tạm thời về lạm phát, chẳng hạn như những cú sốc về giá lương thực và năng lượng, mà không đưa chúng vào những kỳ vọng dài hạn cũng như hành vi ấn định tiền lương và giá cả của họ.

Với xu hướng quốc tế hướng tới mục tiêu lạm phát, không có gì ngạc nhiên khi chủ đề này đã được FOMC thảo luận. Ngay từ năm 1989, Lee Hoskins, chủ tịch Fed Cleveland, đã gợi ý rằng mục tiêu lạm phát sẽ làm tăng tính gắn kết trong hoạch định chính sách của FOMC. Greenspan cho phép nhiều cuộc thảo luận mở rộng về ý tưởng này tại các cuộc họp của FOMC, bao gồm cả cuộc tranh luận được dàn dựng vào năm 1995 giữa Janet Yellen, khi đó là thống đốc, và Chủ tịch Fed Richmond Al Broaddus. Trong cuộc tranh luận đó, Yellen lập luận chống lại các chính sách chỉ nhằm mục tiêu lạm phát, nhưng sau đó bà trở thành người ủng hộ mạnh mẽ chính sách lạm phát mục tiêu đủ linh hoạt để kết hợp các mục tiêu việc làm của Fed với các mục tiêu lạm phát. Vào tháng 7 năm 1996, Ủy ban ủng hộ việc thực hiện chính sách dựa trên mục tiêu lạm phát không chính thức là 2%. Greenspan đồng ý – nhưng chỉ khi không có cuộc thảo luận công khai hoặc cam kết nào về mục tiêu, một điều kiện loại bỏ nhiều lợi ích của việc có mục tiêu.

Việc FOMC thừa nhận vào năm 2003 rằng lạm phát có thể quá thấp cũng như quá cao - điều này tiết lộ rằng Fed đã có một mục tiêu ngầm - lại một lần nữa làm dấy lên vấn đề. Vào tháng 2 năm 2005 Greenspan cho phép một cuộc thảo luận sâu rộng khác về mục tiêu lạm phát của FOMC. Nhưng ông vẫn tiếp tục phản đối một mục tiêu công khai, chính thức và ý tưởng này không đi xa hơn được. Greenspan đánh giá cao quyền tự quyết định và ông lo ngại rằng mục tiêu lạm phát có thể hạn chế chính sách tiền tệ một cách không cần thiết. Ông cũng có những lo ngại về chính trị. Nếu Fed đơn phương công bố mục tiêu lạm phát, liệu Quốc hội có tin rằng đặc quyền đặt ra các mục tiêu của chính sách tiền tệ đã bị chiếm đoạt và phản ứng bằng cách hạn chế tính độc lập trong hoạt động của Fed?

Khi tôi được bổ nhiệm vào Hội đồng quản trị vào năm 2002, giới truyền thông suy đoán rằng Greenspan và tôi sẽ xung đột về mục tiêu lạm phát. Tôi đã nói chuyện công khai về nó. Tôi đã lưu ý trong một bài phát biểu rằng các phương tiện truyền thông Mỹ coi mục tiêu lạm phát giống như hệ thống số liệu: như một thứ gì đó "xa lạ, không thể xuyên thủng và hơi mang tính lật đổ" - và tôi tiếp tục thúc đẩy ý tưởng này. Greenspan không bao giờ phản đối một cách

công khai. Chúng tôi đã có một vài cuộc thảo luận thân thiện, nhưng tôi không hề ảo tưởng về việc vượt qua sự phản kháng của anh ấy.

Khi tôi trở thành chủ tịch vào năm 2006, tôi chỉ thận trọng tiến tới việc đặt ra mục tiêu. Tôi vẫn nghĩ đó là cách tiếp cận đúng đắn, nhưng tôi nhận ra rằng tôi cần phải làm việc nhiều hơn với Ủy ban. Trên cương vị mới, tôi cũng đánh giá cao hơn vấn đề chính trị mà Greenspan đã nêu ra. Ở một số quốc gia, bao gồm Canada và Vương quốc Anh, chế độ chính sách tiền tệ, bao gồm cả mục tiêu lạm phát, được chính phủ và ngân hàng trung ương cùng xác định. Ở các khu vực pháp lý khác, bao gồm cả khu vực đồng euro, ngân hàng trung ương xác định các mục tiêu lạm phát bằng số mà họ cho là phù hợp với nhiệm vụ của mình, cùng với các yếu tố hỗ trợ như đưa ra dự báo. Tôi nghĩ rằng Fed được trang bị tốt nhất để xác định mục tiêu và phát triển khuôn khổ để thực hiện nhiệm vụ ổn định giá cả từ Quốc hội. Nhưng việc tham vấn và xây dựng sự ủng hộ với chính quyền và Quốc hội có vẻ là khôn ngoan.

Thay vì cố gắng đưa ra mục tiêu chính thức ngay lập tức, tôi đã mở rộng thông tin mà chúng tôi đã cung cấp về triển vọng của chúng tôi đối với nền kinh tế và chính sách, các bước sẽ hỗ trợ việc áp dụng khuôn khổ lạm phát mục tiêu chính thức cuối cùng. Kể từ năm 1979, FOMC đã công bố các dự báo kinh tế hai lần một năm trong khuôn khổ Báo cáo Chính sách tiền tệ gửi Quốc hội nhưng chúng ít được chú ý. Tại cuộc họp tháng 9 năm 2007, trong năm thứ hai tôi làm chủ tịch, FOMC đã thông qua kế hoạch của tôi đưa ra các dự báo hàng quý, thay vì nửa năm một lần, với thời hạn ba năm thay vì hai năm. Các dự báo được thực hiện bởi từng người tham gia FOMC—chứ không phải do Ủy ban tập thể đưa ra—và tài liệu kết quả được gọi là Tóm tắt các Dự báo Kinh tế (SEP). Chúng tôi đã gửi dự báo cho bốn biến số: tăng trưởng sản lượng, thất nghiệp, lạm phát tổng thể và lạm phát cơ bản, sau đó được công bố mà không có sự phân bổ cho các cá nhân. Ý tưởng là để thể hiện rõ ràng hơn cách Ủy ban nhìn nhận triển vọng kinh tế đang phát triển.

Chúng tôi đã mở rộng SEP theo thời gian. Vào tháng 1 năm 2009, chúng tôi đã bổ sung các dự báo, với giả định về "chính sách tiền tệ phù hợp" về lạm phát, thất nghiệp và tăng trưởng kinh tế "trong thời gian dài hơn", được xác định là khoảng 3 đến 5 năm.

Những ước tính dài hạn này đã cung cấp những hiểu biết quan trọng về suy nghĩ của Ủy ban. Đặc biệt, dự báo lạm phát dài hạn, theo chính sách tiền tệ phù hợp, là một cách gián tiếp để đưa ra phạm vi mục tiêu hiệu quả của FOMC đối với lạm phát. Hầu hết những người tham gia ủng hộ mục tiêu khoảng 2% hoặc thấp hơn một chút. Và dự báo thất nghiệp dài hạn có thể được hiểu là tiết lộ những ước tính của Ủy ban về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, u*.

Trong khi đó, tôi tiếp tục tư vấn, trong và ngoài Fed, về việc chính thức áp dụng mục tiêu lạm phát. Hầu hết những người tham gia FOMC đều trở nên dễ tiếp thu (hoặc có thể họ đã cảm thấy mệt mỏi khi thảo luận về chủ đề này trong các cuộc họp của chúng tôi, như Thống đốc Fed Betsy Duke đã nhận xét). Tôi đã gặp các cố vấn của Obama và sau đó là chính Obama, người nói với tôi rằng chính quyền không phản đối. Tuy nhiên, Barney Frank, đảng viên Đảng Dân chủ Massachusetts, chủ tịch Ủy ban Dịch vụ Tài chính Hạ viện, tỏ ra lo lắng. Ông tin rằng việc làm và sản xuất đang sụp đổ - ông tin rằng đây là thời điểm tâm lý sai lầm, tạo ra ấn tượng, ngay cả khi nhầm lẫn, rằng Fed quan tâm chủ yếu đến lạm phát. Do đó, ở một mức độ nào đó, việc bổ sung các dự báo lạm phát dài hạn vào tháng 1 năm 2009 đã chấm dứt sự phản đối của Frank. Đó là một bước đơn giản hơn nhiều so với việc công bố mục tiêu, nhưng nó ngầm xác định ít nhất một phạm vi mục tiêu. Và vì chúng tôi cũng đưa ra những dự báo dài hạn về tỷ lệ thất nghiệp nên tôi tin rằng chúng tôi sẽ không bị coi là ưu tiên lạm phát hơn việc làm.

Khi FOMC quay lại xem xét khuôn khổ của mình vào năm 2011, tôi đã yêu cầu Janet Yellen, người mới kế nhiệm Don Kohn làm phó chủ tịch Hội đồng quản trị, lãnh đạo một tiểu ban nghiên cứu vấn đề này. Tiểu ban của Janet khuyến nghị chúng ta nên chính thức áp dụng mục tiêu lạm phát 2%, nhưng chúng ta cũng nhấn mạnh cách tiếp cận cân bằng để theo đuổi sự ổn định giá cả và việc làm tối đa. Thuật ngữ "cách tiếp cận cân bằng" phản ánh thực tế (được ngụ ý bởi đường cong Phillips) rằng chính sách tiền tệ đôi khi có thể phải đối mặt với sự đánh đổi trong ngắn hạn giữa lạm phát và mục tiêu thất nghiệp - mặc dù không phải vào năm 2011, khi cả tỷ lệ thất nghiệp cao và lạm phát thấp đều được đảm bảo. lý do để kích thích nhiều hơn. Theo cách tiếp cận cân bằng, khi các mục tiêu xung đột

nhau, các nhà hoạch định chính sách sẽ chọn con đường trung gian phản ánh tầm quan trọng của cả hai mục tiêu nhưng cũng thiên về mục tiêu xa nhất so với mức mong muốn.

Các nguyên tắc chính sách đã đặt ra một câu hỏi hiển nhiên: Tại sao chúng ta không có mục tiêu bằng số cho tỷ lệ thất nghiệp cũng như tỷ lệ lạm phát? Sự khác biệt là, về lâu dài, chính sách tiền tệ là yếu tố chính quyết định tỷ lệ lạm phát chứ không phải tỷ lệ thất nghiệp. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể đặt ra mục tiêu lạm phát và – loại trừ những vấn đề phức tạp như giới hạn dưới có hiệu lực – hy vọng có thể đạt được mục tiêu đó, ít nhất là trong vài năm. Đáng chú ý là không có tỷ lệ lạm phát "tự nhiên" nào mà tỷ lệ lạm phát có xu hướng hướng tới. Về lâu dài, lạm phát phản ánh hành động của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ (và tài chính).

Ngược lại, trong khi chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tỷ lệ thất nghiệp trong ngắn hạn, thì về lâu dài, trong một nền kinh tế lành mạnh, tỷ lệ thất nghiệp có xu hướng tiến về phía tỷ lệ tự nhiên, được xác định bởi các yếu tố phần lớn nằm ngoài tầm kiểm soát của chính sách tiền tệ. Những yếu tố này bao gồm nhân khẩu học, kỹ năng của lực lượng lao động, nhu cầu và chiến lược của doanh nghiệp (ví dụ: sự phụ thuộc vào tự động hóa) và hiệu quả của thị trường lao động trong việc kết nối người sử dụng lao động và người lao động. Hơn nữa, tỷ lệ tự nhiên không thể được quan sát trực tiếp và cũng không thể ổn định theo thời gian. Do đó, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ không thể kỳ vọng giữ tỷ lệ thất nghiệp vô thời hạn ở một mục tiêu dài hạn tùy ý. Mặc dù việc đặt ra và kỳ vọng đạt được mục tiêu thất nghiệp cố định là không khả thi, ước tính của FOMC về mức thất nghiệp bền vững và lâu dài (như được thể hiện trong SEP hàng quý) có thể được coi là mục tiêu tạm thời cho tỷ lệ thất nghiệp. ngay cả khi có sự không chắc chắn và thay đổi đáng kể. Theo cách giải thích đó, tính đối xứng của cách tiếp cận cân bằng, cơ bản trở nên rõ ràng hơn.

Vào thời điểm chúng tôi áp dụng và công bố các nguyên tắc chính sách mới, vào tháng 1 năm 2012, tôi đã đưa Barney Frank đi khắp nơi. Chúng tôi đã phát triển sự tin tưởng lẫn nhau trong cuộc khủng hoảng tài chính và hậu quả của nó. Quan trọng hơn, giờ đây anh ấy đã hiểu được bản chất cân bằng trong cách tiếp cận của

chúng tôi. Và điều đó không ảnh hưởng gì, với lạm phát dưới mức mục tiêu, khuôn khổ chính sách mới hoàn toàn phù hợp với việc tiếp tục các chính sách tiền tệ dễ dàng mà Barney ưa thích. Việc công bố các nguyên tắc chính sách, trong đó có mục tiêu lạm phát, diễn ra suôn sẻ, không có sự phản đối nào từ Quốc hội hay chính quyền.

SEP cũng tiếp tục phát triển. SEP tháng 1 năm 2012, được phát hành cùng lúc với tuyên bố về các nguyên tắc của chúng tôi, là báo cáo đầu tiên đưa ra các dự báo (do những người tham gia FOMC đưa ra riêng lẻ) về đường đi tương lai của lãi suất quỹ liên bang. Những người theo dõi Fed gọi con số hiển thị các dự báo tỷ giá là biểu đồ dấu chấm. Ủy ban cũng bắt đầu phát hành biểu đồ thanh tóm tắt dự đoán của những người tham gia trong năm mà lãi suất quỹ sẽ tăng lần đầu tiên.

Mục tiêu lạm phát và các dự báo kinh tế của SEP đã được chấp nhận rộng rãi như những yếu tố thiết yếu trong truyền thông của Fed. Âm mưu chấm đã gây tranh cãi nhiều hơn. Được hiểu đơn giản là sự tổng hợp các quan điểm hiện tại của từng người tham gia FOMC, nó cung cấp thông tin hữu ích về cách những người tham gia đó muốn thấy chính sách phát triển như thế nào, nhưng theo cách có hệ thống hơn so với các bài phát biểu và phỏng vấn riêng lẻ. Trong nhiều trường hợp, biểu đồ chấm cung cấp manh mối về hướng chính sách có thể xảy ra, ít nhất là với thông tin hiện tại và thị trường sẽ phản ứng tương ứng với những thay đổi đáng kể. Ví dụ, trong thời gian tôi làm chủ tịch, các dự báo lãi suất đã củng cố thông điệp về việc tiếp tục nới lỏng lãi suất - trái ngược với giai đoạn 2009-2010, khi thị trường nhìn nhận sai lầm về việc Fed "bình thường hóa" lãi suất trong tương lai gần. Mặt khác, biểu đồ chấm là tập hợp các quan điểm cá nhân về chính sách phù hợp, dựa trên giả định của mỗi người về các yếu tố bên ngoài như giá dầu hoặc chính sách tài khóa, chứ không phải quan điểm tập thể hay hướng dẫn chính thức về phía trước của toàn thể Ủy ban. Là ẩn danh, các dự báo dot-plot cũng không phản ánh tầm ảnh hưởng lớn hơn của lãnh đạo Ủy ban, đặc biệt là chủ tịch, trong các quyết định chính sách. Do đó, các dự báo về tỷ lệ SEP được công bố mỗi quý không phải lúc nào cũng khớp chính xác với hướng dẫn về tỷ lệ trong tuyên bố sau cuộc họp của Ủy ban. Những khác biệt này có nguy cơ làm xáo

trộn thông điệp chính sách và tạo gánh nặng cho chủ tịch trong việc làm rõ ý định chung của Ủy ban trong cuộc họp báo. Tuy nhiên, tổng hợp lại, mục tiêu lạm phát, SEP (bao gồm cả biểu đồ dấu chấm), các cuộc họp báo và việc sử dụng hướng dẫn chuyển tiếp rõ ràng hơn đã làm cho chính sách tiền tệ trở nên minh bạch hơn đáng kể.

QE3: MUA TÀI SẢN MỞ

Mặc dù nền kinh tế tăng trưởng vào năm 2012, tốc độ phục hồi, đặc biệt là ở thị trường việc làm, vẫn đáng thất vọng - cho đến nay đây vẫn là một điệp khúc quen thuộc và gây bực bội. Vào thời điểm chúng tôi tụ tập để tham dự hội nghị chuyên đề thường niên về Jackson Hole vào cuối mùa hè, tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức 8,2%, với khoảng 40% số người thất nghiệp đã mất việc từ sáu tháng trở lên. Các dự báo của FOMC được công bố vào tháng 6 phản ánh sự bi quan ngày càng tăng. Họ thấy tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức trên 7% cho đến cuối năm 2014, hơn hai năm sau và hơn năm năm kể từ khi bắt đầu phục hồi. Chúng cũng làm giảm đáng kể tốc độ tăng trưởng kinh tế dự kiến cho năm 2012 và 2013. Lạm phát dự kiến cũng sẽ duy trì dưới mức mục tiêu mới đặt ra của chúng tôi.

Chính sách tài khóa liên bang vốn đã thúc đẩy nền kinh tế trong vài năm đầu sau cuộc khủng hoảng, giờ lại đang kéo giảm tốc độ tăng trưởng. Chính phủ liên bang đang hướng tới một "vách đá tài chính" - sự kết hợp của ba thời hạn tài chính vào cuối năm 2012. Nếu không có hành động của quốc hội, vào ngày 31 tháng 12, chính phủ liên bang sẽ đạt đến giới hạn vay mượn, các khoản cắt giảm thuế thời Bush sẽ hết hiệu lực, và việc cô lập - cắt giảm chi tiêu tự động sâu sắc - sẽ bắt đầu. May mắn thay, Quốc hội đã ngăn chặn được những kết quả tồi tệ nhất, nhưng việc tăng thuế (bao gồm cả việc chấm dứt tạm thời giảm 2 điểm phần trăm thuế tiền lương) và cắt giảm chi tiêu đã sẵn sàng giáng một đòn mạnh vào nền kinh tế vào thời điểm mà quá trình phục hồi vẫn còn ảm đạm. Văn phòng Ngân sách Quốc hội phi đảng phái ước tính tăng trưởng năm 2013 sẽ giảm 1,5 điểm phần trăm nhờ thắt chặt tài chính. Lo lắng về sự

độc lập của Fed, tôi thường tránh cách Greenspan tham gia vào việc cân nhắc chính sách tài khóa, nhưng tôi đã ngoại lệ khi tin rằng định hướng của chính sách tài khóa sẽ gây nguy hiểm cho việc Fed đạt được các mục tiêu đề ra. Tôi đã ủng hộ việc kích thích tài chính vào năm 2009 và vào năm 2012 đã bác bỏ những lời khai và bài phát biểu chống lại những gì tôi cho là chính sách thắt lưng buộc bụng phản tác dụng. Trong một Quốc hội ngày càng thiên về đảng phái và ý thức hệ, những bình luận của tôi hầu như không có tác dụng gì đáng kể.

Châu Âu cũng vẫn là một mối quan ngại. Vào tháng 11 năm 2011 Mario Draghi thay thế Jean-Claude Trichet làm chủ tịch Ngân hàng Trung ương Châu Âu. Draghi trước đây từng giữ chức vụ giám đốc ngân hàng trung ương Ý và người đứng đầu Ban ổn định tài chính có ảnh hưởng, một cơ quan quản lý quốc tế. Anh ấy đã lấy bằng Tiến sĩ kinh tế tại MIT, nơi, giống như tôi, anh ấy học dưới sự hướng dẫn của Stan Fischer. Draghi đã nhanh chóng đưa ECB đi theo hướng ôn hòa, đảo ngược hai lần tăng lãi suất năm 2011. Quan trọng hơn nữa, lời hứa của Draghi, trong một bài phát biểu ở London vào tháng 7 năm 2012, là "làm bất cứ điều gì cần thiết để bảo toàn đồng euro" đã giúp xoa dịu một cuộc khủng hoảng đang gia tăng trên thị trường nợ của Ý, Tây Ban Nha và các quốc gia khác. Tuy nhiên, trước sự phản đối từ Đức và các đồng minh, ECB của Draghi đã tụt hậu so với các ngân hàng trung ương lớn khác trong việc thực hiện mua chứng khoán quy mô lớn, trong khi hỗ trợ tài chính của châu Âu cũng bị hạn chế. Các chính phủ đang gánh nặng nợ nần buộc phải thắt lưng buộc bụng (cắt giảm ngân sách và tăng thuế) và các chính phủ có dư địa để chi tiêu thường chọn cách không làm như vậy. Kết quả là nền kinh tế châu Âu vẫn yếu kém, với nguy cơ giảm phát hoàn toàn ngày càng tăng. Sự suy yếu của Eurozone đã lan sang các đối tác thương mại của nó, bao gồm cả Hoa Kỳ.

Triển vọng kinh tế vào giữa năm 2012 đã hỗ trợ cho một trường hợp mạnh mẽ về việc kích thích tiền tệ nhiều hơn nữa - giả sử chúng ta có các công cụ để thực hiện nó. Chúng tôi đã chuyển ngày hết hạn của Chương trình Gia hạn Kỳ hạn từ tháng 6 năm 2012 sang cuối năm. Điều đó buộc chúng tôi phải mua 45 tỷ USD chứng khoán

kho bạc dài hạn mỗi tháng trong sáu tháng nữa, được tài trợ bằng việc bán các chứng khoán ngắn hạn còn lại của chúng tôi. Điều đó dường như chưa đủ. Trong cùng một tuyên bố thông báo về việc gia hạn MEP, FOMC cho biết họ "chuẩn bị thực hiện các hành động tiếp theo nếu thích hợp". Tại Jackson Hole vào ngày 31 tháng 8, tôi đã củng cố tín hiệu đó bằng cách gọi số lượng việc làm yếu kém là "mối lo ngại nghiêm trọng" và nói rằng chúng tôi sẽ "cung cấp thêm chính sách hỗ trợ khi cần thiết để thúc đẩy . . . cải thiện bền vững các điều kiện thị trường lao động."

Sau những điềm báo của tôi, có chút nghi ngờ rằng FOMC sẽ làm theo. Vào tháng 9, Ủy ban đã thông qua một chương trình mua chứng khoán mới mà về sau được biết đến một cách tự nhiên là QE3. Với mục tiêu cung cấp thêm trợ giúp cho thị trường nhà ở, trước tiên chúng tôi đã bổ sung thêm 40 tỷ USD mỗi tháng mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp được GSE bảo đảm vào 45 tỷ USD mua hàng tháng chứng khoán kho bạc dài hạn theo MEP mở rộng, mang lại cho chúng tôi tổng số giao dịch mua lên tới 85 tỷ USD mỗi tháng. Cũng tại cuộc họp đó, chúng tôi cũng mở rộng hướng dẫn trước mắt để hứa hẹn mức lãi suất thấp "ít nhất là đến giữa năm 2015", tức là gần ba năm nữa. Vào tháng 12, để thay thế MEP sắp hết hạn, Ủy ban đã đồng ý tiếp tục mua 45 tỷ USD Kho bạc mỗi tháng (được tài trợ bằng cách tạo dự trữ ngân hàng), duy trì tổng lưu lượng mua ở mức 85 tỷ USD mỗi tháng— 45 tỷ USD trong Kho bạc và 40 tỷ USD trong MBS. . Với tốc độ đó (gần một nghìn tỷ đô la một năm), QE3 sẽ sớm lấn át QE2.

Điều quan trọng là, không giống như các chương trình mua chứng khoán trước đây của chúng tôi, QE3 là chương trình kết thúc mở, không có tổng số tiền mua hoặc ngày kết thúc được đưa ra. Thay vào đó, FOMC cho biết rằng "nếu triển vọng thị trường lao động không cải thiện đáng kể" thì hoạt động mua hàng sẽ tiếp tục cho đến khi điều đó xảy ra. Nói cách khác, thời gian và mức độ mua hàng không được xác định trước mà phụ thuộc vào đánh giá của chúng tôi về thị trường lao động. Đó là một cam kết mang tính chất ngẫu nhiên của nhà nước chứ không phải là một cam kết phụ thuộc vào thời gian. Tôi hy vọng rằng cam kết không giới hạn sẽ mang lại sự đảm bảo rằng, theo tinh thần lời hứa "làm bất cứ điều gì cần

thiết" của Draghi, Fed sẽ ở đó miễn là cần thiết - không còn bắt đầu và dừng lại.

Mặc dù chỉ có một phiếu chống lại QE3 - từ Jeff Lacker của Fed Richmond, một người thường xuyên phản đối việc nới lỏng chính sách - tuy nhiên nó vẫn gây tranh cãi trong Ủy ban và ngày càng trở nên gay gắt hơn theo thời gian. Thật không may, sự bất đồng này sẽ làm phức tạp quá trình trao đổi của chúng tôi và tạo ra sự không chắc chắn, cả trong FOMC và trên thị trường, về việc chúng tôi sẽ tiếp tục mua chứng khoán trong bao lâu và việc mua hàng sẽ kết thúc với những điều kiện nào.

Những lo lắng trong Ủy ban tương tự như những lo ngại về các vòng QE trước đó, nhưng sắc nét hơn do tính chất mở của QE3. Nói rộng ra, sự dè dặt rơi vào hai loại: nghi ngờ về tính hiệu quả của QE3 và lo ngại về chi phí và rủi ro tiềm ẩn của nó. Về tính hiệu quả, các chuyên gia kinh tế đã trình bày các phân tích cho thấy rằng việc mua chứng khoán mới sẽ giúp đẩy nhanh quá trình phục hồi bằng cách giảm lãi suất dài hạn, nhưng một số người tham gia FOMC tỏ ra nghi ngờ và cho rằng lợi ích dự kiến là lớn một cách phi thực tế. Họ lưu ý một cách chính xác rằng sự phục hồi vẫn đáng thất vọng bất chấp các đợt mua trước đó và ước tính về tác động của công cụ tương đối chưa được kiểm chứng này, tốt nhất là rất không chắc chắn. Nếu việc mua hàng trên thực tế không hiệu quả lắm, thì lời hứa không giới hạn về việc tiếp tục mua cho đến khi mọi thứ trở nên tốt hơn có thể chỉ dẫn đến bảng cân đối kế toán của Fed bị sưng lên, làm phức tạp thêm việc thoát khỏi chương trình mà không đạt được nhiều việc làm hoặc tăng trưởng. (Thành viên hội đồng quản trị Jeremy Stein gọi đây là kịch bản Ngày con rắn: tiếp tục mua hàng, với kết quả đáng thất vọng, buộc phải mua nhiều hơn, v.v.) Thật vậy, những người hoài nghi lập luận rằng, thực hiện một chương trình không hiệu quả có thể còn tệ hơn là không làm gì, vì nó sẽ làm hỏng niềm tin của công chúng và làm tổn hại đến uy tín của Fed trên thị trường tài chính.

Về chi phí và rủi ro, một số thành viên FOMC cho rằng lãi suất thấp kéo dài có thể dẫn đến bất ổn tài chính, nếu không ngay lập tức thì sau này. Ví dụ, lợi suất thấp liên tục có thể khiến các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro vô lý để có được lợi nhuận cao hơn ("đạt được

lợi suất") hoặc vay quá nhiều, khiến họ dễ bị tổn thương trước những cú sốc trong tương lai. Tuy nhiên, một mối lo ngại khác là, nếu lãi suất dài hạn tăng bất ngờ, giá trị thị trường của trái phiếu do Fed nắm giữ có thể giảm mạnh, dẫn đến khoản lỗ lớn trên giấy tờ trong danh mục đầu tư của chúng tôi. Liên quan, kế hoạch tăng lãi suất ngắn hạn của chúng tôi khi thời điểm đến là trả lãi cho các ngân hàng dựa trên khoản dự trữ của họ tại Fed. Việc mua chứng khoán mới, được tài trợ bằng cách tăng dự trữ ngân hàng, sẽ làm tăng tổng số tiền lãi mà chúng ta phải trả cho các ngân hàng trong tương lai, làm giảm lợi nhuận mà chúng ta gửi vào Kho bạc. Như Chủ tịch Fed St. Louis, Jim Bullard và những người khác đã chỉ ra, sự kết hợp giữa các khoản lỗ trong danh mục đầu tư của chúng tôi và việc giảm hoặc ngừng các khoản thanh toán thường xuyên của chúng tôi cho Kho bạc (thay vào đó là tiền chuyển vào ngân hàng) có thể là nguồn đạn mạnh mẽ cho nhiều nhà phê bình của chúng tôi về vấn đề này. Đồi Capitol.

Những người tham gia FOMC, trong một cuộc khảo sát nội bộ trước cuộc họp tháng 12 năm 2012 khi chúng tôi thông báo rằng QE3 sẽ kết thúc mở, đã xác định sự bất ổn tài chính và khả năng thua lỗ trong danh mục đầu tư của chúng tôi là hai rủi ro khiến họ lo ngại nhất. Bên cạnh những khó khăn có thể thoát khỏi bảng cân đối kế toán lớn trong lịch sử, những lo ngại khác bao gồm nguy cơ làm suy giảm chức năng của thị trường chứng khoán và đối với một số thành viên diều hâu, khả năng một loạt biện pháp kích thích tiền tệ đến một lúc nào đó sẽ tạo ra lạm phát gia tăng. Phản ánh cảm giác không chắc chắn chung, một số người được hỏi cũng trích dẫn khả năng xảy ra các tác dụng phụ "không lường trước được" hoặc "không xác định". Tôi nhận được tin tốt là những người tham gia FOMC đánh giá không có rủi ro nào trong số này ở mức "vừa phải", cho thấy rằng hầu hết đều thấy những nhược điểm tiềm ẩn của việc mua hàng mới là có thể chấp nhận được.

Cá nhân tôi ngày càng tin rằng việc mua chứng khoán mới sẽ giúp ích cho một nền kinh tế vẫn rất cần đến nó, và rằng cách tiếp cận mở có thể tỏ ra mạnh mẽ và tạo niềm tin hơn các chương trình có quy mô cố định trước đó. Tôi cũng đã nói với Ủy ban vào tháng 12 rằng, dựa trên kinh nghiệm của chúng tôi cho đến nay, hầu hết

những lo ngại về chi phí và rủi ro không đến mức đáng lo ngại để ngăn cản chúng tôi tiến lên phía trước, mặc dù tôi thừa nhận rằng chúng tôi không hiểu rõ mối liên hệ giữa chính sách tiền tệ. và đặc biệt là ổn định tài chính. Nhưng—như Janet Yellen đã lập luận tại cuộc họp—với triển vọng bi quan của chúng ta đối với nền kinh tế, việc không làm gì cũng tiềm ẩn những rủi ro đáng kể.

Tuy nhiên, đọc những mối quan ngại của Ủy ban, tôi đồng ý rằng chúng ta vẫn còn phải tìm hiểu thêm về hiệu quả và chi phí của việc mua chứng khoán quy mô lớn, và rằng những gì chúng tôi biết được có thể ảnh hưởng đến quan điểm của chúng tôi về việc tiếp tục mua chứng khoán. Kết quả là, mặc dù tin rằng đã đến lúc thử nghiệm một cách tiếp cận mở, phụ thuộc vào nhà nước, nhưng tôi đã không thúc đẩy Ủy ban buộc việc chấm dứt mua hàng với một chỉ số cụ thể, chẳng hạn như mức tỷ lệ thất nghiệp. Thay vào đó, để duy trì sự linh hoạt nhất định, tôi ủng hộ quan điểm có chất lượng hơn về việc yêu cầu cải thiện đáng kể triển vọng thị trường lao động trước khi kết thúc QE3.

Tôi cũng đề xuất, với sự nhất trí rộng rãi, rằng chúng ta nên nói rằng, khi xác định tốc độ mua hàng trong tương lai, chúng ta sẽ "xem xét thích hợp về hiệu quả và chi phí có thể có của [chúng]. . . ." Ngôn ngữ này là một điều khoản thoát. Nó để ngỏ khả năng việc mua chứng khoán có thể kết thúc, không phải vì các mục tiêu kinh tế của chúng tôi đã được đáp ứng đầy đủ, mà vì chúng tôi đã xác định rằng chương trình này không hiệu quả hoặc có chi phí quá cao. Chúng tôi hy vọng không phải viện đến điều khoản thoát. Đó sẽ là một sự thừa nhận thất bại. Ngoài ra, sẽ khó có thể xác định và thông báo rằng chi phí của chương trình đã bắt đầu vượt quá lợi ích. Nhưng ngôn ngữ này đã an ủi những người tham gia FOMC, những người lo lắng rằng chúng ta có thể bị mắc kẹt trong Ngày con rắn.

Bên cạnh việc thông báo gia hạn QE3, với mục tiêu tái khẳng định cam kết giữ lãi suất ở mức thấp, vào tháng 12 năm 2012, chúng tôi cũng đã thay đổi hướng dẫn trước mắt về lãi suất quỹ liên bang. Giống như việc mua QE3, chúng tôi đã đưa ra hướng dẫn về lãi suất tùy thuộc vào kết quả kinh tế, mặc dù—do chúng tôi hiểu rõ hơn và có kinh nghiệm với những thay đổi về lãi suất chính sách—trong trường hợp này, chúng tôi cảm thấy thoải mái khi định lượng

các trường hợp dự phòng. Thông qua một công thức được ủng hộ bởi Charles Evans, chủ tịch Fed Chicago, và thay thế lời hứa về lãi suất thấp cho đến giữa năm 2015, chúng tôi cho biết chúng tôi kỳ vọng lãi suất quỹ liên bang sẽ ở mức thấp ít nhất cho đến khi (1) tỷ lệ thất nghiệp vẫn duy trì trên 6½ phần trăm và (2) dự đoán của chúng tôi về lạm phát trong vòng một đến hai năm tới vẫn ở mức hoặc dưới 2½ phần trăm. Nghĩa là, nhất quán với "cách tiếp cận cân bằng" mà chúng tôi đã công bố vào đầu năm đó, chúng tôi sẵn sàng chấp nhận mục tiêu lạm phát mới của mình sẽ vượt quá mức khiêm tốn, nếu đánh đổi là tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn. Điều quan trọng là, những điều kiện mới, rõ ràng hơn này là những ngưỡng chứ không phải là yếu tố kích hoạt, một sự khác biệt đôi khi dường như bị các nhà đầu tư và các nhà bình luận bên ngoài đánh mất. Chúng tôi không nói rằng chúng tôi chắc chắn sẽ tăng lãi suất khi tỷ lệ thất nghiệp lên tới 6,5%. Chúng tôi đã nói rằng chúng tôi thậm chí sẽ không cân nhắc việc tăng lãi suất cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống còn 6,5%. Trên thực tế, FOMC sẽ không tăng mục tiêu quỹ liên bang cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 5%, điều này cho thấy rằng hướng dẫn của chúng tôi thậm chí còn mạnh mẽ hơn.

Nhìn chung, chúng tôi đã nới lỏng chính sách tiền tệ đáng kể từ tháng 8 năm 2011, khi chúng tôi đưa ra hướng dẫn mạnh mẽ hơn, phụ thuộc vào thời gian, cho đến tháng 12 năm 2012, khi chúng tôi xác nhận tốc độ mua hàng không hạn chế trị giá 85 tỷ USD theo QE3, cùng với các chính sách hướng tới tương lai, hướng dẫn dự phòng. Các biện pháp mới phản ánh sự thất vọng liên tục của chúng tôi đối với sự tiến bộ của nền kinh tế. Cá nhân tôi cũng thấy sự hiểu biết của chúng tôi đã được cải thiện, mặc dù vẫn chưa hoàn hảo, về các công cụ chính sách mới, có được qua bốn năm kinh nghiệm, khi nghiêng cán cân chi phí-lợi ích theo hướng có lợi cho hành động.

TANTRUM CÔN

Thật không may, theo quan điểm của tôi, sự kiên nhẫn của nhiều người tham gia FOMC đối với QE3 tỏ ra yếu hơn tôi mong đợi, mặc

dù việc tiếp tục QE3 được ủng hộ bởi một loạt 11–1 phiếu bầu trong hầu hết năm 2013, chỉ có Chủ tịch Fed Thành phố Kansas Esther George là không đồng tình. . (Danh sách các thành viên bỏ phiếu đã thay đổi vào đầu năm và Jeff Lacker đã không bỏ phiếu.) Nhưng sự dè dặt mà những người tham gia FOMC khác đã bày tỏ một cách ngập ngừng khi QE3 được giới thiệu dường như tăng lên cùng với quy mô bảng cân đối kế toán của chúng tôi.

Tại cuộc họp tháng 3 năm 2013, các nhân viên đã trình bày nghiên cứu mới và một lần nữa lập luận rằng việc mua chứng khoán sẽ làm giảm lãi suất dài hạn và hỗ trợ nền kinh tế, đồng thời chi phí tiềm ẩn vẫn ở mức vừa phải và có thể quản lý được. Tuy nhiên, chỉ vài tháng sau QE3, nhiều người trong Ủy ban dường như đã có suy nghĩ khác. Biên bản cuộc họp tháng 3, được công bố vào ngày 10 tháng 4, tiết lộ rằng nhiều người tham gia nghĩ rằng tốc độ mua hàng chậm hơn có thể hợp lý "bắt đầu tại một thời điểm nào đó trong một số cuộc họp tiếp theo".

Với tư cách là một học giả, tôi đã chỉ trích Ngân hàng Trung ương Nhật Bản vì cam kết nửa vời đối với các chính sách tiền tệ đổi mới của họ vào cuối những năm 1990, cho rằng sự không đồng tình của Ngân hàng đã hạn chế tác động của các chính sách đó đối với kỳ vọng của những người tham gia thị trường và do đó đối với nền kinh tế. Tôi lo ngại rằng những bất đồng liên tục trong FOMC sẽ có tác động tương tự. Thay vào đó, một vấn đề khác lại xuất hiện. Ngay cả khi các thành viên có ảnh hưởng của FOMC đang công khai tranh luận về một chương trình hạn chế và biên bản cuộc họp tháng 3 của chúng tôi đã báo cáo rằng một số người tham gia ủng hộ việc giảm mua QE3 vào cuối năm 2013 hoặc thậm chí sớm hơn, các cuộc khảo sát và liên hệ thị trường của chúng tôi cho thấy nhiều nhà đầu tư thấy QE3 sẽ tiếp tục lâu hơn nữa ở mức này. tốc độ hiện tại của nó, có lẽ phải đến năm 2014. Tôi lo lắng về sự mất kết nối này.

Với tư cách là chủ tịch, tôi có nhiệm vụ ngày càng tế nhị là truyền đạt các quyết định và kế hoạch của Ủy ban ra thế giới bên ngoài. Một mặt, tôi muốn truyền đạt cam kết liên tục của Fed trong việc hỗ trợ phục hồi và tạo việc làm, đặc biệt là hiện nay chính sách tài khóa đang trở thành trở ngại hơn là giúp đỡ. Mặt khác, một số dấu hiệu cải thiện kinh tế đã bắt đầu xuất hiện. Tỷ lệ thất nghiệp đã

giảm từ 8,1% ngay trước khi có thông báo về việc mua QE3 đầu tiên vào tháng 9 năm 2012 xuống còn 7,5% vào tháng 4 năm 2013. Và với sự lo lắng ngày càng tăng của Ủy ban về tác dụng phụ có thể xảy ra của việc mua hàng, tôi cần phải giải thích rằng một số tốc độ mua hàng chậm lại có thể xảy ra sớm hơn dự đoán của một số thị trường. Bởi vì các điều kiện đặt ra để tiếp tục QE3 mang tính định tính và chủ quan nên có rất nhiều cơ hội để hiểu lầm.

Nỗ lực đầu tiên của tôi nhằm giành được sự linh hoạt trong việc mua bán là khi điều trần trước Ủy ban Kinh tế hỗn hợp của Quốc hội vào ngày 22 tháng 5 năm 2013. Tôi lưu ý rằng, nhìn chung, tốc độ mua chứng khoán của chúng ta sẽ phụ thuộc vào tiến triển của nền kinh tế. Tôi cũng nhắc lại hướng dẫn đã được thêm vào tuyên bố tháng 5 của FOMC, trong đó nhấn mạnh rằng, ngay cả sau khi ngừng mua, FOMC sẽ không vội nâng mục tiêu lãi suất quỹ.

Trong phiên hỏi đáp, các nhà lập pháp đã cố gắng xác định thời điểm chúng tôi có thể kết thúc QE3. Khi bị thúc ép, tôi tập trung vào mục tiêu của chương trình – cải thiện đáng kể triển vọng của thị trường lao động – và nói: "Nếu chúng tôi thấy sự cải thiện liên tục và chúng tôi tin tưởng rằng điều đó sẽ được duy trì thì chúng tôi có thể, trong thời gian tới. vài cuộc họp, hãy giảm tốc độ mua hàng của chúng tôi xuống." Và tôi đưa ra một bằng cấp: ". . . nếu chúng ta làm điều đó, điều đó không có nghĩa là chúng ta đang tự động hướng tới việc hoàn toàn ngừng hoạt động. Thay vào đó, chúng tôi sẽ nhìn xa hơn để xem nền kinh tế phát triển như thế nào và chúng tôi có thể tăng hoặc giảm tốc độ mua hàng trong tương lai."

Tin tức thu hút nhận xét của tôi về việc có thể "giảm một bước" tốc độ mua hàng "trong một vài cuộc họp tiếp theo". Cuối ngày hôm đó, biên bản cuộc họp tháng 4 của FOMC đã được công bố và cho thấy những căng thẳng đang gia tăng trong Ủy ban. Một mặt, theo biên bản, mặc dù "hầu hết" những người tham gia FOMC đã nhìn thấy sự tiến bộ trên thị trường lao động kể từ khi giới thiệu QE3, nhưng "nhiều" người tham gia muốn thấy nhiều tiến bộ hơn nữa trước khi giảm tốc độ mua hàng. Mặt khác, theo biên bản mới, "một số" người tham gia bày tỏ sẵn sàng điều chỉnh luồng mua hàng đi xuống "sớm nhất là vào cuộc họp tháng 6" - ngay tháng sau - nếu bằng chứng về sự cải thiện đủ mạnh. Nhìn chung, thông tin liên lạc

trong ngày của Fed đã báo hiệu rằng hoạt động mua hàng có thể bắt đầu chậm lại vào cuối năm nay, nhưng các điều kiện để điều đó có thể xảy ra vẫn còn chưa rõ ràng. Thị trường giải thích thông tin liên lạc là diều hâu. Chỉ số chứng khoán S&P 500 giảm vừa phải - khoảng 3,5% trong khoảng thời gian từ ngày 22 tháng 5 đến ngày 5 tháng 6. Lợi tức trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm đã biến động một lượng đáng kể hơn, khoảng một nửa điểm phần trăm từ cuộc họp ngày 30 tháng 4 đến ngày 1 tháng 5 và cuộc họp tháng 6.

Cuộc họp FOMC tháng 6, bao gồm việc công bố các dự báo kinh tế mới và sau đó là cuộc họp báo của tôi, có tính chất then chốt. Tin tức kinh tế mang tính khích lệ nhẹ và trong cuộc họp SEP, những người tham gia FOMC đã hạ thấp dự đoán của họ về tỷ lệ thất nghiệp trong hai năm tới. Quan điểm chung của Ủy ban là tỷ lệ thất nghiệp sẽ giảm xuống 7% vào giữa năm 2014 và đến đầu năm 2015 sẽ đạt mức 6,5% mà Ủy ban đã chỉ ra sẽ là ngưỡng để xem xét tăng tỷ lệ. Tại cuộc họp, Ủy ban bắt đầu tập trung vào tỷ lệ thất nghiệp 7% như một mức có thể được coi là đại diện cho sự cải thiện đáng kể trên thị trường lao động, so với mức trước đây khi QE3 bắt đầu. Các nhân viên cũng báo cáo rằng cuộc khảo sát của họ đối với các đại lý chính cho thấy sự khác biệt rõ ràng giữa kỳ vọng của thị trường và kỳ vọng của chúng tôi về thời hạn của QE3 dường như đã giảm bớt, có lẽ phản ánh cả nhận xét công khai của tôi và một số cải thiện về triển vọng. Các đại lý nói với chúng tôi rằng họ dự kiến "giảm dần" - lượng mua hàng chậm lại - sẽ bắt đầu vào tháng 12 năm 2013 (mặc dù cũng có khả năng là tháng 9 năm 2013), và việc mua hàng sẽ kết thúc hoàn toàn vào khoảng năm 2014. Với những dự đoán kinh tế của chúng tôi, những kết quả đó phù hợp một cách hợp lý với kế hoạch ngừng mua chứng khoán vào khoảng giữa năm 2014, khi tỷ lệ thất nghiệp dự kiến sẽ lên tới 7%.

Sau một cuộc thảo luận đầy tranh cãi và không có hồi kết, FOMC quyết định giữ nguyên tuyên bố của mình và yêu cầu tôi giải thích kế hoạch của chúng tôi tại cuộc họp báo sau cuộc họp. Nhiệm vụ của tôi là vạch ra một kịch bản cho việc mua hàng chậm lại với điều kiện nền kinh tế được cải thiện như chúng tôi mong đợi. Các thành viên ủy ban đồng ý rằng tỷ lệ thất nghiệp 7% có thể được đề cập như một chỉ số về mức độ cải thiện thị trường lao động mà chúng ta

cần thấy, nhưng vì các yếu tố khác ngoài tỷ lệ thất nghiệp có liên quan đến việc đánh giá tiến triển của thị trường lao động, nên ngày kết thúc việc mua hàng của chúng tôi sẽ không bị ràng buộc chính thức với việc đạt được 7%.

Tại cuộc họp báo, tôi đã xem xét các dự báo hàng quý của FOMC và sau đó giải thích kế hoạch của chúng tôi, nhấn mạnh rằng nó mang tính ngẫu nhiên và phụ thuộc vào sự phát triển của nền kinh tế:

"Nếu dữ liệu đến nhìn chung nhất quán với dự báo này," tôi nói, "Ủy ban hiện dự đoán rằng việc điều chỉnh tốc độ mua hàng hàng tháng vào cuối năm nay là phù hợp. Và nếu dữ liệu tiếp theo vẫn phù hợp với kỳ vọng hiện tại của chúng tôi đối với nền kinh tế, chúng tôi sẽ tiếp tục giảm tốc độ mua hàng theo các bước được đo lường trong nửa đầu năm tới, kết thúc hoạt động mua hàng vào khoảng giữa năm nay. Trong kịch bản này, khi việc mua tài sản kết thúc, tỷ lệ thất nghiệp có thể sẽ ở mức khoảng 7%. . . một sự cải thiện đáng kể so với tỷ lệ thất nghiệp 8,1% phổ biến khi Ủy ban công bố chương trình này." Tôi nhấn mạnh một lần nữa rằng "việc cân nhắc việc hãm lại bằng cách tăng lãi suất ngắn hạn vẫn còn là chuyện xa vời trong tương lai".

Khi trở lại văn phòng của mình, tôi nghĩ rằng cuộc họp báo đã hoàn thành những mục tiêu chính của chúng tôi. Tôi đã đặt ra kế hoạch giảm tốc độ và sau đó kết thúc QE3, dựa trên khảo sát của chúng tôi, kế hoạch này phù hợp chặt chẽ với những gì chúng tôi tin là kỳ vọng của thị trường. Thật vậy, trái ngược với quan điểm của Ủy ban được tiết lộ trong biên bản FOMC gần đây, cho thấy nhiều người ủng hộ việc dừng mua hàng vào cuối năm, tôi đã chỉ ra rằng hoạt động mua hàng có thể sẽ tiếp tục tốt đẹp trong năm 2014. Và tôi đã nhắc lại rằng việc mua hàng chậm lại không có nghĩa là rằng chúng tôi dự định sẽ sớm tăng lãi suất - hoàn toàn ngược lại.

Tuy nhiên, thị trường đã phản ứng tiêu cực. Lợi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm tăng từ 1 đến 2/10 điểm phần trăm và cổ phiếu giảm khoảng 2% trong ngày. Động thái dài hạn còn đáng lo ngại hơn: Từ phiên điều trần tháng 5 của tôi trước Ủy ban Kinh tế hỗn hợp cho đến tháng 9, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm đã tăng toàn bộ điểm phần trăm, từ khoảng 2% lên 3%. Nó góp phần vào

việc thắt chặt đáng kể các điều kiện tiền tệ. Tình tiết gợi nhớ đến vụ "thảm sát" trái phiếu năm 1994, được mệnh danh là "cơn giận dữ". Câu trả lời khiến tôi bối rối: Tôi đã đoán trước rằng việc nói về việc mua hàng chậm lại sẽ gây ra một số phản ứng, nhưng tôi cũng nghĩ rằng kế hoạch tôi đặt ra gần với kỳ vọng của thị trường, điều này lẽ ra sẽ hạn chế phản ứng.

Nhìn lại, có vẻ như cuộc khảo sát của các đại lý sơ cấp đã không nắm bắt được đầy đủ quan điểm của các trái chủ. Một số nhà giao dịch rõ ràng đã nhận thấy hoạt động mua hàng tiếp tục diễn ra lâu hơn nữa – câu cửa miệng là "QE vô hạn". Khi những nhà giao dịch đó nhận ra thực tế rằng QE3 là hữu hạn, họ tranh giành bán phá giá Kho bạc dài hạn của mình. Việc bán ra bất ngờ đã gây ra làn sóng chấn động khắp thị trường. Một dấu hiệu khác cho thấy thông điệp của chúng tôi đã không được truyền tải là, sau cuộc họp báo của tôi, thị trường bắt đầu định giá những đợt tăng lãi suất trong ngắn hạn, suy ra rằng nếu Fed thắt chặt việc mua chứng khoán thì lãi suất ngắn hạn sẽ sớm tăng. nữa - bất chấp những điều kiện mà chúng tôi đã đặt ra thậm chí để xem xét việc tăng lãi suất.

Trong tháng tiếp theo, tôi và các đồng nghiệp tại FOMC đã nỗ lực khắc phục những quan niệm sai lầm. Thông điệp của chúng tôi là chính sách tiền tệ đã và sẽ vẫn có tính thích ứng cao; rằng việc giảm tốc độ mua hàng sẽ bị kéo dài và sẽ bị trì hoãn nếu nền kinh tế chậm lại; và việc Fed nắm giữ lượng chứng khoán lớn sẽ tiếp tục làm giảm lãi suất dài hạn ngay cả sau khi việc mua mới đã dừng lại. Và quan trọng là, lặp lại thông điệp của tôi từ lời điều trần tháng 5 và cuộc họp báo tháng 6, lãi suất ngắn hạn sẽ được giữ ở mức thấp trong một thời gian dài sau khi QE3 kết thúc. Thông điệp cuối cùng đã được thông qua và thị trường tài chính bắt đầu lắng xuống.

Đến tháng 9, thị trường dự kiến rộng rãi FOMC sẽ thông báo giảm tốc độ mua hàng. Tuy nhiên, để gây ra một bất ngờ mang tính ôn hòa, chúng tôi đã trì hoãn thông báo của mình để đảm bảo rằng chính sách đó vẫn đủ dễ dàng để hỗ trợ sự phát triển liên tục của thị trường lao động. Chúng tôi cũng lo ngại về khả năng chính phủ liên bang đóng cửa, trên thực tế đã bắt đầu từ ngày 1 tháng 10. Cuối cùng, vào tháng 12 năm 2013, chúng tôi đã công bố bước đầu tiên nhằm giảm bớt QE3, giảm lượng mua hàng tháng từ 85 tỷ USD

xuống còn 75 tỷ USD. Như tôi đã chỉ ra vào tháng 6, việc giảm dần lượng mua hàng tiếp tục kéo dài sang năm 2014 và cuối cùng kết thúc vào tháng 10. Trong khi đó, nhằm mục đích giữ chính sách lãi suất tách biệt với việc mua chứng khoán, chúng tôi đã củng cố dự báo tháng 12 năm 2012 bằng cách hứa rằng chúng tôi sẽ giữ lãi suất ở mức thấp "trong thời gian" tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 6,5%, đặc biệt nếu lạm phát tiếp tục tăng. chạy dưới mục tiêu 2 phần trăm.

May mắn thay, cơn giận dữ giảm dần đã gây ra ít thiệt hại rõ ràng cho sự phục hồi của Hoa Kỳ. Chúng tôi đã dự kiến tỷ lệ thất nghiệp sẽ giảm xuống 7% vào thời điểm QE3 kết thúc, vào giữa năm 2014. Nhưng tin tức còn tốt hơn thế. Tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn 6,7% vào tháng 12 năm 2013, khi chúng tôi thông báo sẽ giảm tốc độ mua hàng. Và vào thời điểm việc mua sắm kết thúc, vào tháng 10 năm 2014, tỷ lệ thất nghiệp đã lên tới 5,7%, thấp hơn khoảng 2,5 điểm phần trăm so với thời điểm QE3 được công bố. Ngoài ra, nền kinh tế đã tăng trưởng với tốc độ tương đối mạnh là 2,5% trong năm 2013, bất chấp những trở ngại tài chính do tăng thuế và cắt giảm chi tiêu. Theo bất kỳ tiêu chuẩn nào, đã đạt được sự cải thiện đáng kể về triển vọng của thị trường lao động và của nền kinh tế nói chung. Bất chấp những trở ngại trong truyền thông, chính sách tiền tệ gần như chắc chắn đã góp phần vào sự cải thiện.

Cơn giận dữ giảm dần có tác động tiêu cực hơn đáng kể đối với một số nền kinh tế thị trường mới nổi. Khi Fed đẩy lãi suất của Mỹ xuống thấp hơn, một số nhà đầu tư bị thu hút bởi lợi suất cao hơn thường có ở các nước thị trường mới nổi. Dòng vốn vào củng cố đồng tiền của các nước thị trường mới nổi, tăng giá cổ phiếu và các tài sản khác của họ, đồng thời tăng cường cho vay ngân hàng, đôi khi dẫn đến sự bùng nổ. Ngược lại, khi Fed tăng lãi suất - hoặc dự kiến sẽ tăng lãi suất, như trong cơn giận dữ giảm dần - thì quá trình sẽ đảo ngược. Như chúng ta đã thấy trong cuộc khủng hoảng tài chính ở Mexico và châu Á những năm 1990, theo sau chính sách thắt chặt của Mỹ, "tiền nóng" - các khoản đầu tư ngắn hạn - chảy ra khỏi các thị trường mới nổi, khiến đồng nội tệ của các nước này sụt giảm mạnh (làm tăng lạm phát trong nước), chứng khoán. - Giá giảm, và giảm cho vay ngân hàng. Các quốc gia dựa vào tiền nước

ngoài để tài trợ cho thâm hụt ngân sách hoặc thương mại lớn hoặc có cơ chế quản lý tài chính chưa phát triển sẽ đặc biệt dễ bị tổn thương. Trong số các quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề nhất bởi cơn giận dữ năm 2013 có cái gọi là Nhóm Năm mong manh: Brazil, Ấn Độ, Indonesia, Nam Phi và Thổ Nhĩ Kỳ.

Trong trường hợp của Ấn Độ, tình hình đã dịu đi khi cựu giáo sư Đại học Chicago và Nhà kinh tế trưởng của IMF Raghuram Rajan trở thành thống đốc ngân hàng trung ương. Ông đã tạo thêm uy tín cho chính sách tiền tệ của Ấn Độ và tiến hành cải cách tài chính. Rajan trở thành nhà phê bình thường xuyên và hùng hồn đối với chính sách tiền tệ của các nền kinh tế tiên tiến (đặc biệt là của Hoa Kỳ), mà ông cho rằng đã không chú ý đầy đủ đến tác động lan tỏa tài chính tới các thị trường mới nổi. Rajan không phủ nhận rằng Fed đôi khi cần thực hiện các biện pháp mạnh mẽ vì lợi ích của nền kinh tế Mỹ, nhưng ông ủng hộ cách tiếp cận thận trọng và có thể dự đoán được để giảm thiểu tác động lan tỏa. Đối với tôi, tác động lan tỏa tiềm ẩn của các chính sách của Hoa Kỳ là một lập luận mạnh mẽ khác về việc tăng cường tính minh bạch tại Cục Dự trữ Liên bang.

Tôi đã học được một số bài học từ cơn giận dữ. Lý tưởng nhất là khi nhìn lại, chúng tôi đã cung cấp các tiêu chí chính xác hơn ngay từ đầu để làm chậm và ngừng mua chứng khoán, cũng như nhiều thông tin hơn về cách chúng tôi sắp xếp các thay đổi trong việc mua chứng khoán và thay đổi lãi suất ngắn hạn. Thật không may, sự không chắc chắn và bất đồng nội bộ của chúng tôi về lợi ích và chi phí của việc tăng cường QE đã khiến việc thống nhất về hướng dẫn cụ thể hơn trở nên khó khăn. Ngoài ra, vào năm 2013, thông tin thị trường không đầy đủ đã khiến chúng tôi lầm tưởng rằng kỳ vọng của thị trường và kỳ vọng của chính chúng tôi là phù hợp. Kể từ đó, Fed đã mở rộng các cuộc khảo sát và thu thập thông tin khác để giảm nguy cơ xảy ra hiểu lầm này.

Tuy nhiên, nguồn gốc cơ bản của cơn giận dữ cắt giảm là sự mâu thuẫn giữa những gì nền kinh tế cần từ Fed vào năm 2012 và những gì mà phần lớn FOMC sẵn sàng cung cấp. Tôi tin rằng QE mở là chính sách đúng đắn và bất chấp những vấn đề về truyền thông, nó đã giúp ích cho nền kinh tế và thị trường lao động. Tuy nhiên, để đạt hiệu quả cao nhất, chương trình cần có tâm lý "làm bất cứ điều

gì cần thiết", điều mà tôi không thể thuyết phục được những người tham gia Ủy ban áp dụng. Cơn giận dữ giảm dần là kết quả của sự mất kết nối giữa logic "bất cứ điều gì cần thiết" đã thúc đẩy việc mua tài sản mở theo QE3, điều mà những người tham gia thị trường hiểu rộng rãi và sự do dự của chúng tôi khi tuân theo logic đó.

Hiện tại, chúng tôi có nhiều bằng chứng hơn về tính hiệu quả của việc mua chứng khoán và tin tưởng hơn rằng chi phí, mặc dù không phải bằng 0, nhưng nhìn chung có thể quản lý được. Như phản ứng của Fed và các ngân hàng trung ương khác đối với cuộc khủng hoảng đại dịch năm 2020 đã chứng minh, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ ngày nay sẵn sàng "làm bất cứ điều gì cần thiết" để ứng phó với những rủi ro kinh tế lớn, giảm thiểu (mặc dù không loại bỏ) nguy cơ mất kết nối. giữa các nhà hoạch định chính sách và thị trường.

MỘT TỔ CHỨC THAY ĐỔI

Cuộc họp cuối cùng của tôi trên cương vị chủ tịch là vào tháng 1 năm 2014. Tất nhiên, cuộc khủng hoảng và hậu quả của nó đã chi phối 8 năm lãnh đạo Fed của tôi. Tuy nhiên, như tôi đã thảo luận trong bài phát biểu trước Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ vào gần cuối nhiệm kỳ của mình, phần lớn di sản của tôi là những thay đổi đối với Cục Dự trữ Liên bang với tư cách là một tổ chức, đặc biệt trong ba lĩnh vực.

Đầu tiên, tính minh bạch và giao tiếp. Trong nhiệm kỳ của tôi, Fed đã cung cấp nhiều thông tin công khai hơn về mục tiêu, triển vọng và kế hoạch chính sách của mình. Những thay đổi chính là việc đưa ra mục tiêu lạm phát; tuyên bố chính thức về các nguyên tắc chính sách; sự mở rộng đáng kể của Tóm tắt các Dự báo Kinh tế, bao gồm các dự báo dài hạn về các biến số kinh tế và chính lãi suất chính sách; và họp báo sau cuộc họp. Tổng quát hơn, Fed hiện đang làm việc chăm chỉ hơn để giải thích hành động của mình cho người Mỹ một cách rộng rãi, không chỉ những người tham gia thị trường tài chính.

Thứ hai, chú ý một cách có hệ thống hơn đến các mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính. Cuộc khủng hoảng 2007–2009 đã cho thấy rõ rằng việc giải quyết các rủi ro ổn định tài chính, thay vì mối lo ngại thỉnh thoảng phải xử lý theo từng trường hợp, là nhiệm vụ trọng tâm của Fed và các ngân hàng trung ương khác. Fed hiện giám sát hệ thống tài chính theo cách có cấu trúc chặt chẽ hơn nhiều so với trước cuộc khủng hoảng. Năm 2010, tôi đã thành lập Văn phòng Ổn định Tài chính tại Fed, chịu trách nhiệm giám sát việc giám sát và điều phối nội bộ Fed và với các cơ quan khác. Chuyên gia kinh tế cấp cao, Nellie Liang, là giám đốc đầu tiên của văn phòng. Văn phòng hiện nay là một bộ phận, nghĩa là nó có vị thế ngang hàng với các bộ phận chịu trách nhiệm phân tích chính sách tiền tệ, nghiên cứu và dự báo kinh tế cũng như giám sát ngân hàng. Bộ phận này tóm tắt tóm tắt cho Hội đồng quản trị và FOMC và dưới sự chỉ đạo của Chủ tịch Jay Powell, Hội đồng bắt đầu phát hành các báo cáo công khai thường xuyên đánh giá rủi ro ổn định tài chính.

Thứ ba, chủ yếu là vì sự cần thiết, trong thời gian làm việc tại Fed, chúng tôi đã phát triển hoặc mở rộng một bộ công cụ chính sách mới, bao gồm việc Fed sử dụng lần đầu tiên việc mua chứng khoán quy mô lớn và hướng dẫn tương lai rõ ràng hơn. Ngoài ra, trong cuộc khủng hoảng, chúng tôi đã giới thiệu hoặc mở rộng các công cụ cho vay của mình, một số công cụ dựa trên quyền hạn khẩn cấp 13(3) mà chúng tôi đã sử dụng lần cuối trong thời kỳ Đại suy thoái. Những công cụ này cho phép Fed không chỉ cho vay các ngân hàng mà còn cho các loại tổ chức tài chính khác và thậm chí cả các tập đoàn phi tài chính. Mặc dù tác động cuối cùng của những công cụ này đối với vai trò của Fed trong nền kinh tế và tính độc lập của nó vẫn còn đang được tranh luận, nhưng Fed hiện tại đang sử dụng – dù tốt hay xấu – một kho vũ khí lớn hơn nhiều so với trước đây.

---

* Chúng tôi đã cố gắng phát triển các dự báo kinh tế và lãi suất sẽ thuộc sở hữu của toàn bộ Ủy ban, như một số ngân hàng trung ương khác đã làm (ví dụ như Ngân hàng Anh), nhưng các thử nghiệm của chúng tôi đã thuyết phục chúng tôi rằng FOMC quá lớn, đa dạng và phân tán về mặt địa lý để điều này trở nên thiết thực.

† Chỉ có một điều an ủi khiêm tốn là, theo thủ tục kế toán của Fed, mọi khoản lỗ sẽ chỉ được ghi nhận chính thức nếu chứng khoán được bán.

‡ SEP công bố tại cuộc họp đó cho thấy tỷ lệ thất nghiệp đạt 6,5% vào gần cuối năm 2015, do đó, như Ủy ban đã lưu ý trong tuyên bố của mình, hướng dẫn mới phù hợp với hướng dẫn phụ thuộc vào thời gian mà nó thay thế.

PHẦN III

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

■

Từ sự cất cánh đến đại dịch COVID-19

8

TẮT

JANET YELLEN, SỰ LỰA CHỌN CỦA TỔNG THỐNG OBAMA để kế nhiệm tôi làm chủ tịch, đã tuyên thệ nhậm chức vào ngày 3 tháng 2 năm 2014, trở thành người phụ nữ đầu tiên lãnh đạo Fed. Là một cựu chiến binh của Fed, Janet đã làm việc chặt chẽ với tôi trong suốt cuộc khủng hoảng và hậu quả của nó. Tôi rất vui vì cô ấy đã được chọn.

Yellen đến với công việc với nhiều kinh nghiệm phù hợp hơn bất kỳ người tiền nhiệm nào - có lẽ là một dấu hiệu cho thấy những rào cản bổ sung mà phụ nữ phải đối mặt khi tìm kiếm vai trò lãnh đạo trong hoạch định chính sách kinh tế. Lần tiếp xúc nghề nghiệp đầu tiên của cô với Fed là với tư cách là nhà kinh tế khách mời tại Hội đồng quản trị vào mùa hè năm 1974. Cô trở lại Hội đồng quản trị với tư cách là nhà kinh tế nhân viên vào năm 1977–78, điều này đã chứng tỏ cuộc sống của cô đã thay đổi theo một cách khác: Cô đã gặp George Akerlof, người chồng tương lai và đồng tác giả thường xuyên, trong căng tin của Hội đồng. Tuy nhiên, giống như tôi, cô ấy dành phần lớn thời gian đầu sự nghiệp của mình với tư cách là giáo sư kinh tế, bắt đầu từ Harvard, chuyển đến Trường Kinh tế Luân Đôn và sau đó đến Đại học California ở Berkeley.

Yellen từng là thống đốc trong Hội đồng quản trị Fed (từ 1994 đến 1997), sau đó trở thành chủ tịch Hội đồng cố vấn kinh tế của tổng thống—dưới thời Tổng thống Clinton, từ 1997 đến 1999. Bà

cũng từng là chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco (từ 2004 đến 2010), người đã giúp bà có được một ghế trong Ủy ban Thị trường Mở Liên bang trong suốt giai đoạn quan trọng đó. Và năm 2010, bà trở thành phó chủ tịch Hội đồng quản trị. Với tư cách đó, cô ấy đã giúp định hình chính sách và lãnh đạo các nỗ lực cải thiện hoạt động liên lạc của chúng tôi, bao gồm cả việc thông qua mục tiêu lạm phát chính thức vào năm 2012. Yellen sau đó giữ chức Bộ trưởng Tài chính của Tổng thống Biden, bổ sung vào lý lịch chưa từng có của mình.

Việc Yellen được thăng chức khiến vị trí phó chủ tịch bị bỏ trống. Muốn có một nhân vật số hai mạnh mẽ với kinh nghiệm quốc tế và danh tiếng, Yellen đã khuyến khích tổng thống bổ nhiệm người cố vấn cũ của tôi, Stanley Fischer. Fischer, giống như Yellen, là người có đóng góp lớn về mặt học thuật cho quá trình hiện đại hóa kinh tế học Keynes. Điều bất thường đối với một người được Fed bổ nhiệm là kinh nghiệm chính sách của ông lại ở bên ngoài Hoa Kỳ; ông từng giữ chức thống đốc ngân hàng trung ương Israel từ năm 2005 đến năm 2013.

Dựa trên kinh nghiệm sống, nghiên cứu học thuật và hồ sơ chính sách của mình, những người theo dõi Fed có lý do để kỳ vọng Yellen sẽ áp dụng cách tiếp cận ôn hòa trên cương vị chủ tịch, ưu tiên một nửa việc làm tối đa trong nhiệm vụ kép của Fed. Sinh vào tháng 8 năm 1946, cô lớn lên trong khu dân cư Bay Ridge của tầng lớp lao động ở Brooklyn, nơi cha cô là bác sĩ điều trị cho những người bốc vác, những công nhân cổ xanh khác và gia đình họ. Người hướng dẫn sau đại học của cô tại Yale, James Tobin, là một nhà kinh tế học tự do nổi tiếng (và, người đoạt giải Nobel năm 1981), người từng là một phần của bộ não đã thuyết phục Tổng thống Kennedy áp dụng các chính sách Keynes hỗ trợ việc làm. Theo tinh thần của Tobin, công trình học thuật của Yellen ủng hộ quan điểm rằng chính phủ nên chống lại suy thoái một cách mạnh mẽ. Và, trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính, Yellen là một trong những người ủng hộ nhất quán và thuyết phục nhất tại Fed về việc duy trì nới lỏng tiền tệ, với mục tiêu khôi phục thị trường lao động lành mạnh nhanh nhất có thể.

Nhận thức rằng Yellen quan tâm sâu sắc đến việc giảm tỷ lệ thất nghiệp chắc chắn là đúng, nhưng với tư cách là chủ tịch, bà phải đối mặt với một hành động cân bằng phức tạp. Cô thấy mình ở một vị trí gần giống với Alan Greenspan. Đường hướng chính sách cần thiết dưới thời người tiền nhiệm của Greenspan, Paul Volcker, đã rất rõ ràng: thắt chặt tiền tệ để kiểm soát lạm phát. Với việc kiềm chế lạm phát thành công, mặc dù phải trả giá bằng một cuộc suy thoái sâu sắc, nhiệm vụ tinh tế hơn nhưng vẫn đòi hỏi khắt khe của Greenspan là củng cố những thành tựu đạt được từ thời Volcker - giữ lạm phát ở mức thấp đồng thời thúc đẩy tăng trưởng và ổn định kinh tế. Giống như Volcker, trong hầu hết nhiệm kỳ chủ tịch của tôi, định hướng chính sách cần thiết đã được thể hiện rõ ràng - theo hướng nới lỏng, sử dụng tất cả các công cụ sẵn có để giảm tỷ lệ thất nghiệp và thúc đẩy lạm phát ở mức quá thấp. Giống như Greenspan, nhiệm vụ chính của Yellen là duy trì và mở rộng những tiến bộ đã đạt được, đồng thời chuẩn bị cho sự trở lại cuối cùng của các điều kiện kinh tế và tiền tệ bình thường hơn - với tỷ lệ thất nghiệp thấp, lạm phát khoảng 2% và lãi suất ngắn hạn ở trên. số không.

Việc đạt được niết bàn kinh tế đó sẽ đòi hỏi những đánh giá tinh tế về thời điểm và cách thức nhanh chóng thoát khỏi các chính sách tiền tệ bất thường sau khủng hoảng. Nhiều ngân hàng trung ương đã đẩy lãi suất ngắn hạn xuống 0 (hoặc thấp hơn), nhưng vào thời điểm Yellen nhậm chức, không ngân hàng nào thành công trong việc đảo ngược chính sách lãi suất 0. Rất nhiều điều phụ thuộc vào việc làm đúng: Việc nâng lãi suất quá sớm hoặc quá nhanh có thể cản trở quá trình phục hồi và buộc lãi suất giảm xuống mức giới hạn dưới hiệu quả, trong khi việc nâng lãi suất quá muộn có thể tạo ra rủi ro lạm phát hoặc ổn định tài chính.

Việc thoát khỏi chế độ thời kỳ khủng hoảng lần đầu tiên bắt đầu vào tháng 12 năm 2013, gần cuối nhiệm kỳ của tôi, khi chúng tôi quyết định bắt đầu giảm tốc độ mua QE3 để chờ thị trường lao động tiếp tục cải thiện. Các giao dịch mua cuối cùng được thực hiện dưới thời Yellen vào tháng 10 năm 2014. Chúng đánh dấu sự kết thúc, ít nhất là trong một thời gian, về sự tăng trưởng nhanh chóng sau khủng hoảng của bảng cân đối kế toán của Fed. Vào thời điểm đó, bảng cân đối kế toán đứng ở mức 4,5 nghìn tỷ USD, so với 875 tỷ

USD vào tháng 8 năm 2007. Với việc Fed tiếp tục thay thế chứng khoán đáo hạn bằng chứng khoán mới, hiện tại bảng cân đối kế toán vẫn ở mức gần như mức của tháng 10 năm 2014.

Nhiệm vụ trước mắt cuối cùng là giảm lượng chứng khoán nắm giữ của Fed và bắt đầu tăng lãi suất quỹ liên bang mà không làm gián đoạn quá trình phục hồi. Cả hai khía cạnh của việc thắt chặt chính sách sẽ diễn ra chậm hơn dự kiến. Sự chậm trễ một phần phản ánh những diễn biến toàn cầu làm lu mờ triển vọng của Hoa Kỳ. Nhưng nó cũng phản ánh việc Fed liên tục đánh giá lại nền kinh tế Mỹ, bao gồm cả sự thừa nhận của các nhà hoạch định chính sách rằng lãi suất trung lập đã tiếp tục giảm trong thời gian dài; rằng nền kinh tế đã có khả năng tốt hơn để duy trì mức thất nghiệp rất thấp mà không gây ra lạm phát; và quả thực, bản thân hành vi lạm phát đã thay đổi về cơ bản. Khi Yellen và các đồng nghiệp của cô bắt tay vào giải quyết tình trạng "bình thường mới", họ nhận thấy rằng chính sách tiền tệ hiện tại không mở rộng và thị trường lao động không thắt chặt như họ nghĩ.

CHUẨN BỊ CHO NÂNG CẤP

Phần tương đối đơn giản trong nhiệm vụ của chủ tịch mới là giám sát việc mua QE3 tiếp tục chậm lại. Việc cập nhật hướng dẫn trước mắt của Ủy ban về lộ trình tương lai của lãi suất quỹ liên bang đòi hỏi phải có sự chú ý cẩn thận hơn. Kể từ cuộc họp FOMC gần đây nhất của tôi, hướng dẫn—được ban hành lần đầu vào tháng 12 năm 2012, cùng với thông báo về việc mua Kho bạc QE3—vẫn đặt tỷ lệ thất nghiệp 6½% làm ngưỡng khi Ủy ban có thể xem xét tăng lãi suất, mặc dù chúng tôi đã thêm với điều kiện là lần tăng lãi suất đầu tiên có thể sẽ diễn ra "quá thời điểm" ngưỡng thất nghiệp đã được đáp ứng. Vào đầu năm 2014, có vẻ như ngưỡng 6,5% sẽ sớm đạt được, làm tăng khả năng thắt chặt trong ngắn hạn. Thực tế, kể từ cuộc họp thường kỳ đầu tiên của Yellen với tư cách là chủ tịch vào tháng 3 năm 2014, tỷ lệ thất nghiệp đã đứng ở mức 6,7% và hầu hết những người tham gia FOMC đều dự đoán rằng đến cuối năm, tỷ

lệ này sẽ giảm xuống mức từ 6,1 đến 6,3%, thấp hơn tỷ lệ trong năm 2014. sự hướng dẫn.

Như tôi đã lưu ý, chúng tôi luôn coi tỷ lệ thất nghiệp 6,5% là một ngưỡng chứ không phải là một yếu tố kích hoạt. Nói cách khác, việc đạt được tỷ lệ thất nghiệp 6,5% không nhất thiết dẫn đến tăng lãi suất; quyết định thực tế về việc có nên thắt chặt hay không sẽ phụ thuộc vào đánh giá của FOMC về độ bền của quá trình phục hồi và triển vọng lạm phát vào thời điểm đó. Yellen lo lắng rằng sự khác biệt giữa ngưỡng và mức kích hoạt có thể bị hiểu nhầm. Có thể hướng dẫn hiện tại có thể khiến thị trường định giá thắt chặt sớm hơn mức thích hợp. Cô biết rằng việc thoát khỏi con số 0 có thể sẽ khó khăn trong mọi trường hợp, gây ra những tác động không chắc chắn đến thị trường và nền kinh tế vẫn còn dễ bị tổn thương. Trong cuộc gọi của FOMC vào tháng 3, trước cuộc họp thường kỳ, bà nhấn mạnh sự cần thiết của sự kiên nhẫn: "Tôi kêu gọi mọi người hãy lưu tâm. . . trong vô số 'bình minh giả' mà nền kinh tế đã đưa ra."

Tuyên bố sau cuộc họp vào tháng 3 năm 2014, đúng như dự kiến, đã công bố một đợt giảm tốc độ mua chứng khoán khác và nhắc lại rằng việc mua hàng có thể sẽ tiếp tục giảm theo "các bước đã được đo lường". Quan trọng hơn là sự thay đổi của Fed Yellen trong hướng dẫn trước về mục tiêu lãi suất quỹ liên bang. Ủy ban đã giảm ngưỡng thất nghiệp 6,5% và cho biết họ có kế hoạch giữ tỷ lệ gần bằng 0 "trong một thời gian đáng kể sau khi chương trình mua tài sản kết thúc, đặc biệt nếu lạm phát dự kiến tiếp tục giảm xuống dưới mục tiêu dài hạn 2% của Ủy ban". Với việc việc mua bán chứng khoán được cho là có khả năng kết thúc vào mùa thu năm 2014, mục đích của hướng dẫn này là đẩy mạnh kỳ vọng về đợt tăng lãi suất đầu tiên vào năm 2015. Tuyên bố này cũng lần đầu tiên đề xuất rằng tốc độ tăng lãi suất, một khi chúng bắt đầu, sẽ diễn ra chậm, với lãi suất quỹ duy trì "trong một thời gian" dưới mức lãi suất trung lập, chuẩn mực cho lãi suất chính sách thông thường.

Tại cuộc họp báo sau cuộc họp, Yellen đã định nghĩa cụm từ "thời gian đáng kể" là "khoảng sáu tháng, hoặc đại loại như vậy". Điều đó có thể dẫn đến đợt tăng lãi suất đầu tiên vào đầu năm 2015, rõ ràng là sớm hơn nhiều so với kỳ vọng của nhiều người trên thị trường. Câu trả lời ngẫu hứng cho câu hỏi của phóng viên sẽ là

một sai lầm hiếm hoi đối với Yellen, một người giao tiếp tỉ mỉ và cẩn thận. Thị trường bán tháo, dù chỉ là tạm thời. Tuy nhiên hiện nay có ý kiến cho rằng năm 2015 có thể là năm đầu tiên kể từ năm 2006 Cục Dự trữ Liên bang có thể tăng lãi suất chính sách.

Kể từ khi bắt đầu áp dụng lãi suất gần bằng 0 và mua chứng khoán QE vào năm 2008, chúng tôi đã thường xuyên tranh luận về chiến lược rút lui của mình, với mục tiêu trấn an thị trường—và bản thân chúng tôi—rằng chúng tôi có thể kịp thời quay trở lại lập trường chính sách bình thường hơn. Trong biên bản cuộc họp tháng 6 năm 2011, Ủy ban đã công bố một bộ nguyên tắc hướng dẫn việc rút lui cuối cùng. Fed của Yellen đã tinh chỉnh và làm rõ kế hoạch. Vào tháng 9 năm 2014, với thông báo xác nhận rằng việc mua QE3 sắp kết thúc và khả năng tăng lãi suất sắp được xem xét, FOMC đã phát hành một tài liệu có tiêu đề "Các nguyên tắc và kế hoạch bình thường hóa chính sách".

Tài liệu khẳng định rằng, khi chính sách tiền tệ trở lại bình thường, lãi suất quỹ liên bang sẽ đảm nhận lại vai trò là công cụ chính sách chính, với những thay đổi trong bảng cân đối kế toán chỉ đóng vai trò hỗ trợ. Fed đã có nhiều thập kỷ kinh nghiệm sử dụng lãi suất quỹ và những người tham gia thị trường biết cách giải thích các tín hiệu của FOMC về lãi suất. Năm 2008, khi lãi suất huy động chạm tới giới hạn dưới hiệu dụng, chúng ta không còn lựa chọn nào khác ngoài việc chuyển sang nới lỏng định lượng. Nhưng QE là một công cụ thẳng thắn – hiệu quả và tác dụng phụ tiềm ẩn của nó vẫn còn được tranh luận ngay cả trong năm 2014. FOMC mong muốn quay trở lại chính sách quản lý thông qua lãi suất quỹ thay vì bảng cân đối kế toán.

Phù hợp với cách tiếp cận cơ bản được đưa ra vào năm 2011, Ủy ban đã đồng ý tăng lãi suất trước tiên bằng cách tăng lãi suất trả cho các ngân hàng đối với khoản dự trữ của họ do Fed nắm giữ. Một khi lãi suất huy động đã tăng đủ để tạo ra khoảng trống cho việc cắt giảm lãi suất nếu cần thiết thì bảng cân đối kế toán có thể giảm xuống. Các nguyên tắc giải thích rằng điều này sẽ được thực hiện bằng cách chấm dứt việc thay thế chứng khoán đáo hạn bằng chứng khoán mới. Khi chứng khoán đáo hạn cạn kiệt, bảng cân đối kế toán

sẽ co lại mà Fed không cần phải tiến hành bán chứng khoán hoàn toàn.

Các nguyên tắc rút lui mới không xác định quy mô cuối cùng của bảng cân đối kế toán. Nhưng để tán thành những người chỉ trích QE, cả bên trong lẫn bên ngoài, các nguyên tắc nói rằng, về lâu dài, Fed sẽ không nắm giữ nhiều chứng khoán hơn số chứng khoán cần thiết để thực hiện chính sách tiền tệ "một cách hiệu quả và hiệu quả". Chính xác thì cụm từ đó có nghĩa gì sẽ được Ủy ban tranh luận trong một thời gian. FOMC cũng cho biết, cuối cùng, lượng chứng khoán mà Fed nắm giữ sẽ chủ yếu bao gồm Trái phiếu Kho bạc. Việc nắm giữ chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp sẽ được giảm thiểu, ít nhất là trong thời gian bình thường, để tránh việc ưu tiên quá mức cho việc xây dựng và bán nhà ở gây bất lợi cho các lĩnh vực khác.

GIAO DỊCH BỊ TRÌ HOÃN, GIAO DỊCH ĐÃ ĐẠT ĐƯỢC

Nền kinh tế tiếp tục phục hồi trong năm 2014. Khi Ủy ban họp vào tháng 3 năm 2015, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống 5,4%, không cao hơn nhiều so với ước tính 5–5,2% của hầu hết những người tham gia FOMC về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên vào thời điểm đó. Việc làm đầy đủ dường như đã ở trong tầm mắt. Bởi vì chính sách tiền tệ hoạt động có độ trễ và do lãi suất quỹ gần bằng 0 vẫn cách xa mức trung lập - được hầu hết những người tham gia FOMC ước tính vào tháng 3 năm 2015 là từ 3,5 đến 3,75% - nên hầu hết Ủy ban tin rằng việc tăng lãi suất sẽ cần phải bắt đầu sớm. . Như John Williams, khi đó là chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang San Francisco, sau này đã nói: "Khi bạn đang cập bến một chiếc thuyền. . . bạn không chạy nhanh về phía bờ và hy vọng sau này bạn có thể đảo ngược động cơ một cách mạnh mẽ. . . . Thay vào đó, quy tắc cơ bản của việc cập bến là: Không bao giờ tiếp cận bến tàu nhanh hơn mức bạn sẵn sàng chạm vào nó." Lập luận này, gợi nhớ đến các cuộc đình công phủ đầu chống lạm phát được Chủ tịch Martin, Volcker và Greenspan ủng hộ, đã gây được tiếng vang với hầu hết các thành

viên Ủy ban. Biểu đồ chấm tháng 3 năm 2015, ở mức trung bình, dự kiến có hai mức tăng lãi suất 2/4 điểm trong năm 2015 và thêm 4 lần nữa vào năm 2016.

Trong tuyên bố tháng 3 năm 2015, FOMC đã báo hiệu rằng việc nâng lãi suất được chờ đợi từ lâu, mặc dù chưa xảy ra, nhưng có thể sẽ sớm diễn ra. Hóa ra, thay vì nâng mục tiêu lãi suất quỹ hai lần vào năm 2015 và bốn lần vào năm 2016, Ủy ban sẽ chỉ tăng phạm vi mục tiêu một lần vào năm 2015 và một lần nữa vào năm 2016. Lãi suất không còn ở mức 0 nữa mà về mặt lịch sử đã trở nên phổ biến hơn. điều kiện bình thường dường như còn xa vời hơn dự đoán.

Chuyện gì đã xảy ra thế? Lời cảnh báo về "bình minh giả" của Yellen đã được chứng minh là đúng. Đầu tiên, những diễn biến quốc tế đã gây ảnh hưởng tới Hoa Kỳ và khiến việc cất cánh bị trì hoãn. Nhưng ngay cả khi những cơn gió ngược quốc tế đã lắng xuống, các nhà hoạch định chính sách của Fed vẫn nhận thấy mình đang đánh giá lại một số giả định cơ bản của họ về những gì được coi là bình thường trong nền kinh tế Mỹ thời hậu khủng hoảng.

Trung Quốc mất giá

Cú sốc đầu tiên từ nước ngoài đến từ một nguồn không ngờ tới: Trung Quốc. Trung Quốc đã thoát ra khỏi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu một cách tương đối bình yên. Tăng trưởng kinh tế của nước này vẫn ấn tượng bất chấp suy thoái kinh tế toàn cầu, được thúc đẩy bởi gói tài chính lớn và sự gia tăng cho vay ngân hàng do chính phủ chỉ đạo. Về cơ bản hơn, trong ba thập kỷ trước, Trung Quốc đã được hưởng lợi từ chiến lược phát triển kết hợp giữa kế hoạch hóa tập trung của chính phủ và thị trường phi tập trung. Giống như Liên Xô kế hoạch hóa tập trung nhiều thập kỷ trước, Trung Quốc đã bơm đầu tư vào công nghiệp nặng và cơ sở hạ tầng công cộng, đồng thời trao vai trò hàng đầu cho các doanh nghiệp nhà nước được ưu đãi. Nó ngăn chặn tiêu dùng cá nhân, dẫn đến tỷ lệ tiết kiệm quốc gia rất cao và khuyến khích hàng triệu lao động nông thôn di cư đến các thành phố để làm việc trong lĩnh vực sản

xuất và xây dựng. Tuy nhiên, không giống như Liên Xô, mô hình của Trung Quốc bao gồm vai trò của các lực lượng thị trường. Theo thời gian, nó ngày càng cho phép giá cả được xác định theo cung và cầu, đồng thời cho phép các công ty tư nhân trong nước và (với những hạn chế) các công ty nước ngoài cạnh tranh với các công ty nhà nước để giành thị trường nội địa khổng lồ của Trung Quốc.

Trung Quốc cũng sử dụng kỷ luật thị trường một cách gián tiếp bằng cách định hướng các ngành công nghiệp then chốt theo hướng xuất khẩu, đặc biệt sau khi gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới vào năm 2002. Giống như các nước châu Á khác trước đó, như Nhật Bản và Hàn Quốc, Trung Quốc bắt đầu xuất khẩu hàng hóa sản xuất giá rẻ. Nhưng khi các công ty của nước này học được bài học từ việc cạnh tranh trên thị trường toàn cầu và ngày càng hội nhập vào chuỗi cung ứng toàn cầu, Trung Quốc bắt đầu xuất khẩu nhiều loại hàng hóa có giá trị cao hơn và ngày càng trở thành một quốc gia chiếm ưu thế trong thương mại thế giới.

Chiến lược xuất khẩu của Trung Quốc được củng cố bởi chính sách tỷ giá hối đoái gây tranh cãi. Họ đã kiểm soát chặt chẽ giá trị đồng tiền của mình, đồng nhân dân tệ - đầu tiên bằng cách ấn định giá trị của nó so với đồng đô la và sau đó, sau tháng 7 năm 2005, bằng cách chỉ cho phép điều chỉnh dần dần. Điều quan trọng là trong hầu hết thời kỳ tăng trưởng nhanh chóng của Trung Quốc, đồng nhân dân tệ được giữ ở mức giá rẻ so với các loại tiền tệ khác, mang lại lợi thế về giá cho hàng xuất khẩu của Trung Quốc. Điều đó đã thay đổi sau cuộc khủng hoảng tài chính, khi Trung Quốc dần dần cho phép đồng nhân dân tệ mạnh lên. Những lý do cho sự thay đổi này bao gồm áp lực ngoại giao từ các đối tác thương mại của Trung Quốc, mong muốn của Trung Quốc biến đồng nhân dân tệ trở thành một loại tiền tệ chính trên toàn cầu (đòi hỏi giá trị của nó phải phản ứng với các lực lượng thị trường) và quyết định thúc đẩy tăng trưởng ít hơn thông qua xuất khẩu và nhiều hơn nữa thông qua việc mở rộng nhu cầu trong nước. Vào năm 2015, một số nhà kinh tế cho rằng đồng nhân dân tệ đã mạnh lên quá mức, đến mức gây tổn hại cho xuất khẩu của Trung Quốc. Trong khi đó, ý định đẩy lãi suất của Mỹ lên cao hơn của Fed đã thu hút vốn và củng cố đồng đô la. Điều đó làm cho vấn đề định giá quá cao của Trung Quốc trở nên tồi tệ

hơn. Mặc dù đồng nhân dân tệ không còn được cố định một cách cứng nhắc với đồng đô la nhưng nó vẫn được liên kết với đồng đô la, vì vậy khi đồng đô la mạnh lên so với đồng euro và đồng yên, đồng nhân dân tệ cũng tăng theo.

Tập Cận Bình nhậm chức Chủ tịch nước Trung Quốc vào tháng 3 năm 2013. Ông hứa sẽ cải cách sâu rộng và đặt ra các mục tiêu kinh tế đầy tham vọng. Tuy nhiên, sau nhiều năm tăng trưởng kinh tế quá nóng, Tập cũng thừa hưởng sự mất cân bằng nghiêm trọng. Khoản vay của các công ty và người tiêu dùng, vốn được chính phủ khuyến khích từ lâu nhằm thúc đẩy chi tiêu và đầu tư trong nước, đã tăng mạnh kể từ năm 2008 và góp phần gây ra tình trạng dư thừa công suất trong ngành công nghiệp nặng và lĩnh vực bất động sản được xây dựng quá mức. Những nỗ lực tiếp theo nhằm hạ nhiệt nền kinh tế và kiềm chế sự bùng nổ tín dụng đều đã thành công tốt đẹp. Thị trường chứng khoán Trung Quốc bắt đầu trượt dốc vào tháng 6 năm 2015, với chỉ số Shanghai Composite Index giảm 30% trong ba tuần. Khi tăng trưởng kinh tế giảm từ 7,8% năm 2013 xuống (vẫn còn cao) 6,9% năm 2015, các nhà đầu tư nước ngoài và Trung Quốc bắt đầu chuyển tiền ra khỏi Trung Quốc, gây áp lực giảm giá đồng tiền nước này.

Vào ngày 11 tháng 8 năm 2015, trong một tuyên bố dài hai câu, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, ngân hàng trung ương Trung Quốc, đã công bố sự thay đổi trong hệ thống thiết lập tỷ giá hối đoái và phá giá 1,9% đồng Nhân dân tệ. Đồng nhân dân tệ mất giá thêm 1% vào ngày hôm sau. Sự sụt giảm - mặc dù nhỏ về mặt tuyệt đối - làm dấy lên lo ngại rằng một sự mất giá đáng kể hơn sắp xảy ra. Nghiêm trọng hơn, sự mất giá - và việc không có lời giải thích chính thức - khiến các nhà đầu tư lo lắng rằng sự suy thoái ở Trung Quốc có thể nghiêm trọng hơn suy nghĩ trước đây và nó sẽ gây tổn hại cho phần còn lại của nền kinh tế toàn cầu. Giá cổ phiếu giảm mạnh trên toàn thế giới.

Những tác động đối với nền kinh tế Mỹ và chính sách của Fed là không chắc chắn. Cho đến khi đồng tiền mất giá bất ngờ, FOMC đã được nhiều người dự đoán sẽ tăng lãi suất quỹ gần bằng 0 vào tháng 9 năm 2015. Bây giờ điều đó không quá rõ ràng. Một sự rạn nứt công khai bất thường đã xảy ra giữa các nhà lãnh đạo của Fed.

Vào ngày 26 tháng 8, Chủ tịch Fed New York Bill Dudley cho biết trong một cuộc họp báo rằng "quyết định bắt đầu quá trình bình thường hóa tại cuộc họp FOMC tháng 9 dường như kém hấp dẫn hơn đối với tôi so với vài tuần trước". Bình luận của ông được đưa ra sau khi chỉ số Dow Jones giảm hơn 10% trong 5 ngày giao dịch trước đó. Sau nhận xét của Dudley, chứng khoán đã phục hồi hơn 6% trong hai ngày tới. Nhưng sau đó, trong một cuộc phỏng vấn với Steve Liesman của CNBC từ Jackson Hole, Phó Chủ tịch Hội đồng quản trị Stan Fischer nói: "Tôi không muốn tiếp tục và quyết định ngay bây giờ xem trường hợp này là gì - hấp dẫn hơn, kém hấp dẫn hơn, v.v." Ông nói thêm rằng "có một trường hợp khá chắc chắn" về việc tăng lãi suất vào tháng 9, mặc dù điều đó cuối cùng vẫn chưa được quyết định. Vì Chủ tịch Fed New York và Phó chủ tịch Hội đồng quản trị thường được coi là những thành viên có ảnh hưởng nhất của FOMC sau chủ tịch nên các bình luận công khai của họ cho thấy rằng Ủy ban đang phải vật lộn với quyết định của mình.

Hóa ra, Ủy ban đã giữ nguyên lãi suất quỹ tại cuộc họp tháng 9. Trong tuyên bố của mình, họ lưu ý rằng họ đang "theo dõi những diễn biến ở nước ngoài", ám chỉ đến Trung Quốc. Tuy nhiên, 13 trong số 17 người tham gia tiếp tục dự đoán tỷ giá sẽ tăng vào cuối năm. Trong cuộc họp báo của mình, Yellen giải thích việc Ủy ban không hành động bằng cách lưu ý rằng việc thắt chặt các điều kiện tài chính sau sự phá giá của Trung Quốc - bao gồm cả việc giá cổ phiếu giảm và đồng đô la tăng giá - có thể làm chậm lại nền kinh tế Mỹ. Nhưng rõ ràng Ủy ban, giống như những người tham gia thị trường, đang tự hỏi liệu sự mất giá có báo hiệu sự yếu kém sâu sắc hơn ở Trung Quốc hay không, gây ra hậu quả cho các nền kinh tế đang phát triển và các quốc gia khác phụ thuộc vào việc bán sản phẩm của họ sang Trung Quốc. Vì ít người kỳ vọng chính sách tiền tệ của Mỹ sẽ thắt chặt nhanh chóng trong mọi trường hợp nên có vẻ đáng để chờ đợi một chút.

Đến cuộc họp tháng 12, sự rõ ràng hơn đã trở thành hiện thực. Những lo ngại về Trung Quốc đã dịu đi, triển vọng kinh tế Mỹ được cải thiện và thị trường tài chính phục hồi. FOMC, lần đầu tiên sau gần một thập kỷ, đã nâng mục tiêu lãi suất quỹ liên bang lên khoảng ¼ đến ½%. Trong cuộc họp báo của mình, Yellen lưu ý rằng các

tiêu chí mà Ủy ban đặt ra cho việc dỡ bỏ - sự cải thiện đáng kể trên thị trường lao động và niềm tin hợp lý rằng lạm phát đang quay trở lại mức 2% - đã được đáp ứng. Tỷ lệ thất nghiệp ở mức 5% vào tháng 11 năm 2015, bằng một nửa mức đỉnh sau cuộc Đại suy thoái. Bà thừa nhận rằng nhiều người tham gia đã không thấy lạm phát đạt được mục tiêu của Fed cho đến năm 2018, hơn hai năm sau đó. Tuy nhiên, trong lời giải thích lặp lại chiến lược tấn công phủ đầu của Greenspan, bà nói: "Nếu FOMC trì hoãn việc bắt đầu bình thường hóa chính sách quá lâu, chúng tôi có thể sẽ phải thắt chặt chính sách tương đối đột ngột vào một thời điểm nào đó để duy trì lợi nhuận. nền kinh tế khỏi quá nóng và lạm phát vượt quá đáng kể mục tiêu của chúng tôi. Việc thắt chặt đột ngột như vậy có thể làm tăng nguy cơ đẩy nền kinh tế vào suy thoái." Nói cách khác, cách tốt nhất để đạt được và duy trì trạng thái toàn dụng lao động là đảm bảo lạm phát được kiểm soát.

Phù hợp với logic đó, những người tham gia FOMC tiếp tục dự đoán lãi suất tăng chậm nhưng ổn định—tăng 4 điểm phần tư trong năm 2016 và thêm 4 lần nữa vào năm 2017. Nếu những lần tăng đó xảy ra, lãi suất quỹ sẽ vượt mức 2%—vẫn khá thấp, nhưng ít nhất là trong theo dõi để thoát khỏi lực hấp dẫn của giới hạn dưới bằng 0. Dự đoán một lần nữa tỏ ra quá tham vọng.

Cuộc suy thoái nhỏ và Brexit

Một số diễn biến vẫn nằm trong tầm tay của Fed sau lần tăng đầu tiên. Đầu tiên, mặc dù lãi suất quỹ vẫn rất thấp, FOMC, thông qua các bài phát biểu và dự báo lãi suất, đã thông báo rằng ít nhất hai năm nữa sẽ phải thắt chặt tiền tệ. Chứng minh một lần nữa rằng trong chính sách tiền tệ, lời nói cũng có thể gây hậu quả như hành động, cả thị trường và nền kinh tế đều phản ứng tồi tệ. Các kế hoạch thắt chặt của Fed dường như là quá sức đối với một nền kinh tế vẫn đang phục hồi.

Trong một chuyên mục tháng 9 năm 2018 trên tờ New York Times, Neil Irwin đã xem xét hậu quả của việc tăng lãi suất vào

tháng 12 năm 2015, gọi đó là "cuộc suy thoái nhỏ năm 2015–16". Trong vòng vài tuần sau hành động của Fed, Irwin viết, "các thị trường toàn cầu đang gửi đi một thông điệp: Không nhanh như vậy. Đồng đô la tiếp tục mạnh lên, giá hàng hóa tiếp tục giảm và chỉ số S&P 500 giảm khoảng 9% trong ba tuần vào cuối tháng 1 và đầu tháng 2. Lợi suất trái phiếu giảm mạnh, cho thấy nước Mỹ có nguy cơ suy thoái." Mặc dù nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng vào đầu năm 2016 và tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục giảm, cuộc suy thoái nhỏ biểu hiện ở sự chậm lại trong đầu tư kinh doanh, năng lượng và nông nghiệp (do giá dầu và hàng hóa giảm) và trong sản xuất (khi đồng đô la mạnh lên). hạn chế xuất khẩu). FOMC, lưu ý đến các điều kiện tài chính thắt chặt hơn và tốc độ tăng trưởng chậm lại, đã giữ nguyên lãi suất quỹ tại cuộc họp tháng 1 năm 2016.

Cuộc suy thoái nhỏ và những biến động tài chính đi kèm với nó sẽ diễn ra trong thời gian ngắn, phần lớn là do hai diễn biến tiếp theo. Đầu tiên, hai ngày sau cuộc họp cuối tháng 2 tại Thượng Hải giữa các bộ trưởng tài chính và thống đốc ngân hàng trung ương G20, Trung Quốc đã thực hiện các bước để hỗ trợ nền kinh tế của mình. Nó khuyến khích cho vay bằng cách hạ thấp tỷ trọng tài sản mà các ngân hàng của họ bắt buộc phải nắm giữ dưới dạng tiền mặt và dự trữ thanh khoản. Nó cũng làm dịu đi những lo ngại về việc đồng nhân dân tệ tiếp tục mất giá bằng cách làm rõ cách thức quản lý đồng tiền của mình trong tương lai. Thứ hai, vào tháng 3, FOMC không chỉ giữ nguyên lãi suất quỹ như đã từng làm vào tháng 1 mà còn điều chỉnh lại theo quan điểm ôn hòa hơn. Các nhà hoạch định chính sách đã giảm số lần tăng lãi suất dự kiến trong năm 2016 từ 4 lần xuống còn 2 lần. Thị trường cảm thấy nhẹ nhõm trước cách tiếp cận thận trọng hơn của Fed và bởi khả năng đồng đô la mạnh hơn sẽ làm chậm xuất khẩu của Mỹ hơn nữa.

Năm 1985, chủ tịch lúc đó là Paul Volcker đã giúp đàm phán Hiệp định Plaza, nhằm mục đích làm suy yếu thứ được coi là đồng đô la được định giá quá cao. Mặc dù thỏa thuận đó là chính thức và công khai, nhưng những người theo dõi thị trường bắt đầu suy đoán vào năm 2016 rằng một thỏa thuận bí mật, không chính thức, được mệnh danh là "Hiệp định Thượng Hải", đã được ký kết tại cuộc họp G20. Mục tiêu giả định – như trong Hiệp định Plaza – là làm giảm

giá trị trao đổi của đồng đô la. Về mặt lý thuyết, một đồng đô la yếu hơn sẽ có lợi cho Trung Quốc bằng cách giảm sự định giá quá cao của đồng Nhân dân tệ liên kết với đồng đô la; Ngược lại, Hoa Kỳ sẽ nhận được sự trợ giúp cho khu vực sản xuất đang trì trệ của mình và khi giá hàng hóa tăng, cho nông dân và các nhà sản xuất năng lượng của nước này. Khi có nhiều đồn đoán, Fed đã đồng ý với một lập trường chính sách dễ dàng hơn để đổi lấy việc Trung Quốc làm rõ rằng nước này sẽ không phá giá đồng Nhân dân tệ thêm nữa. Nhật Bản và châu Âu cũng được cho là các bên tham gia thỏa thuận, đồng ý không làm suy yếu đồng tiền của họ so với đồng đô la.

Trong một cuộc phỏng vấn với Irwin, Yellen thừa nhận rằng các quan chức Mỹ và Trung Quốc đã thảo luận rộng rãi về nền kinh tế toàn cầu ở Thượng Hải, như tiêu chuẩn tại các cuộc họp quốc tế. Nhưng cô ấy nói không có thỏa thuận bí mật nào - không hứa hẹn, không thỏa thuận rõ ràng - được thực hiện. Đã tham dự nhiều cuộc họp tương tự, tôi chắc chắn điều đó là đúng. Không có chủ tịch Fed nào thực hiện một thỏa thuận như vậy vì nó sẽ ảnh hưởng đến FOMC và trách nhiệm giám sát của Quốc hội một cách không đúng đắn. Yellen không thể đảm bảo rằng FOMC sẽ đồng ý với một thỏa thuận hoặc dự đoán tỷ giá của từng người tham gia sẽ phù hợp với thỏa thuận đó. Trong mọi trường hợp, gạt lý thuyết âm mưu sang một bên, chính sách ở cả Trung Quốc và Hoa Kỳ đã thay đổi theo hướng bành trướng vào đầu năm 2016.

Brexit—đề xuất rời khỏi Liên minh Châu Âu của Vương quốc Anh—đã làm trì hoãn thêm việc bình thường hóa chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ vào mùa xuân năm 2016. Một cuộc trưng cầu dân ý, dự kiến diễn ra vào ngày 23 tháng 6, dường như đã gần kết thúc, và những lo ngại về việc một cuộc bỏ phiếu "đồng ý" sẽ có ý nghĩa như thế nào đối với nền tài chính. thị trường và nền kinh tế toàn cầu là lý do để FOMC giữ lãi suất ổn định. Hóa ra, sự hỗn loạn tài chính sau cuộc bỏ phiếu đồng ý trong cuộc trưng cầu dân ý đã khiến Yellen phải hủy chuyến đi tới diễn đàn thường niên của Ngân hàng Trung ương Châu Âu tại Bồ Đào Nha (tương đương với Jackson Hole của ECB). Sự không chắc chắn về Brexit – nó sẽ xảy ra khi nào và dưới hình thức nào cũng như những tác động kinh tế sẽ ra sao – sẽ vẫn là mối lo ngại trong nhiều năm.

ĐÁNH GIÁ "BÌNH THƯỜNG MỚI"

Vào giữa năm 2016, sau hai năm rưỡi làm chủ tịch, Yellen chỉ chủ trì một lần tăng lãi suất quỹ liên bang, thấp hơn nhiều so với những gì nhiều người trong FOMC, bao gồm cả bản thân Yellen, đã mong đợi. Tốc độ chậm có thể được giải thích là kết quả của sự thận trọng hợp lý và những diễn biến bất ngờ từ bên ngoài. Tuy nhiên, cuộc suy thoái nhỏ đã gợi ý một lời giải thích khác - rằng ngay từ đầu các kế hoạch thắt chặt chính sách đã quá tham vọng và những thay đổi về cơ cấu trong nền kinh tế Mỹ đòi hỏi một cách tiếp cận thận trọng hơn. Những người tham gia FOMC sẽ dần dần chuyển sang quan điểm này dưới thời Yellen và người kế nhiệm bà, Jay Powell.

Ylan Mui, của tờ Washington Post, đã nêu bật một số quan điểm đang phát triển của Fed trong một bài báo tháng 7 năm 2016, "Tại sao Cục Dự trữ Liên bang lại suy nghĩ lại mọi thứ". Như Mui đã mô tả, trong nhiệm kỳ của tôi và đầu nhiệm kỳ của Yellen, Fed thường hợp lý hóa tốc độ phục hồi tương đối chậm sau cuộc Đại suy thoái do kết quả của "những cơn gió ngược", bao gồm chính sách tài khóa hạn chế, tín dụng vẫn thắt chặt và dư nợ những ngôi nhà chưa bán được sau vụ phá sản nhà ở. Ẩn ý trong chẩn đoán này là ý tưởng cho rằng tăng trưởng sẽ tăng lên khi những cơn gió ngược giảm bớt. Tuy nhiên, khi thời gian trôi qua và tốc độ tăng trưởng vẫn chậm, các quan chức Fed bắt đầu chú trọng hơn đến khả năng - nhất quán với giả thuyết trì trệ kéo dài của Larry Summers - rằng tiềm năng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế trên thực tế đã suy giảm.

Hai yếu tố quyết định tiềm năng sản xuất của nền kinh tế trong dài hạn: quy mô lực lượng lao động và số lượng hàng hóa và dịch vụ mà mỗi công nhân có thể sản xuất (năng suất lao động). Tốc độ tăng trưởng của cả hai đều chậm lại trong quá trình phục hồi sau cuộc Đại suy thoái. Tăng trưởng lực lượng lao động chậm hơn phần lớn là kết quả của các yếu tố nhân khẩu học, chẳng hạn như sự già đi của thế hệ bùng nổ dân số và đã được dự đoán trước. Ngược lại, sự suy giảm năng suất là điều không mong đợi. Nhiều người trong FOMC, bao gồm cả tôi, đã coi một số điểm yếu về năng suất là hậu quả của cuộc khủng hoảng. Chúng tôi hy vọng rằng tăng trưởng

năng suất sẽ phục hồi khi cuộc khủng hoảng qua đi. Nhưng những người khác bắt đầu thấy sự suy thoái này kéo dài hơn. Ví dụ, một cuốn sách có ảnh hưởng năm 2016 của Robert J. Gordon, Sự trỗi dậy và sụp đổ của tăng trưởng Mỹ, lập luận rằng tốc độ tăng năng suất nhanh chóng của Hoa Kỳ trong những thập kỷ ngay sau Thế chiến thứ hai là đặc biệt về mặt lịch sử, là kết quả của việc áp dụng thương mại một con số bất thường. của các công nghệ mới, từ máy bay phản lực đến tivi, những thứ mà việc sử dụng dân sự đã bị chậm lại do suy thoái và chiến tranh. Do đó, Gordon lập luận, tốc độ tăng năng suất chậm hơn trong những năm gần đây không phải là một điều sai lầm mà chỉ đơn giản là sự quay trở lại mức bình thường hơn trong lịch sử. Gordon chắc chắn đúng rằng—bất chấp sự cường điệu của internet—các công nghệ mới trong vài thập kỷ qua đã không làm thay đổi cuộc sống hàng ngày của chúng ta như những công nghệ vào giữa thế kỷ 20. Liệu điều đó có còn đúng trong một hoặc hai thập kỷ tới hay không, với những đổi mới đầy hứa hẹn trong trí tuệ nhân tạo, khoa học sinh học và các lĩnh vực khác, vẫn chưa rõ ràng.

Trong mọi trường hợp, bất kể nguồn gốc là gì, tốc độ tăng trưởng tiềm năng chậm hơn trong thập kỷ sau cuộc khủng hoảng có nghĩa là lợi nhuận từ đầu tư vốn mới thấp hơn, mà cùng với các yếu tố khác, bao gồm tiết kiệm toàn cầu tăng và lạm phát khiêm tốn, có thể giải thích sự sụt giảm rõ ràng của lãi suất trung lập. , R*. Tất nhiên, các quan chức Fed thừa nhận rằng lãi suất trung lập đã giảm đáng kể kể từ những năm 1980. Đó là lý do tại sao giới hạn lãi suất thấp hơn thực tế đã trở thành một thách thức. Điều mới là người ta ngày càng đánh giá cao rằng lãi suất trung lập có thể đã giảm hơn nữa sau cuộc khủng hoảng tài chính.

Từ quan điểm của FOMC, ước tính lãi suất trung lập thấp hơn đã hỗ trợ tốc độ thắt chặt chính sách chậm hơn. Vì lãi suất trung lập, theo định nghĩa, là điểm cuối của quá trình đưa lãi suất trở lại mức bình thường hơn, R* thấp hơn có nghĩa là cần ít thắt chặt hơn để đạt được mức việc làm và lạm phát mục tiêu của Fed. Ngoài ra, tác động của một lãi suất chính sách nhất định có thể được đo lường bằng mức lãi suất đó thấp hơn mức trung tính bao nhiêu. Với lãi suất trung lập thấp hơn, việc ấn định lãi suất quỹ liên bang gần

bằng 0 - mặc dù thấp về mặt tuyệt đối - có thể không mang tính kích thích như FOMC đã giả định. Vì vậy, như Yellen bắt đầu lưu ý trong các bài phát biểu và họp báo, lãi suất trung lập thấp là một lý do khác để chỉ thắt chặt chính sách dần dần. Ý tưởng cho rằng nền kinh tế phải đối mặt với tình trạng lãi suất thấp "bình thường mới", trong đó việc đưa chính sách trở lại mức trung lập có thể trông rất khác so với trước đây, đã trở thành chủ đề thường xuyên trong các cuộc trao đổi của Fed.

Việc đánh giá lại tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, u*, sẽ chứng tỏ tầm quan trọng không kém đối với chính sách. Giống như lãi suất trung lập, tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là đầu vào quan trọng cho việc hoạch định chính sách. Mọi thành viên FOMC đều biết lịch sử của cuộc Đại lạm phát và vai trò của nỗ lực của các nhà hoạch định chính sách trong việc đẩy tỷ lệ thất nghiệp xuống 4% hoặc thấp hơn, thấp hơn nhiều so với mức mà các nhà kinh tế hiện nay tin là tỷ lệ tự nhiên vào thời điểm đó. Kinh nghiệm đó cảnh báo rằng việc đẩy tỷ lệ thất nghiệp xuống mức rất thấp quá nhanh có thể dẫn đến lạm phát và gây bất ổn cho nền kinh tế.

Tỷ lệ tự nhiên đứng ở đâu trong năm 2016? Một mặt, một số nhà kinh tế lo ngại rằng mức độ nghiêm trọng của cuộc Đại suy thoái, do làm trầm trọng thêm sự chênh lệch giữa kỹ năng của người lao động và nhu cầu của doanh nghiệp, cũng như do sự bất ổn kinh tế ngày càng gia tăng, có thể đã làm tăng tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, ít nhất là tạm thời. Mặt khác, các yếu tố như lực lượng lao động già đi (người lao động lớn tuổi, có kinh nghiệm hơn thường có tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn) và sự kết nối giữa doanh nghiệp và người lao động được cải thiện (ví dụ thông qua các trang web tìm việc làm) lẽ ra đã đẩy tỷ lệ tự nhiên xuống. . Bởi vì tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên không thể được quan sát trực tiếp và bị ảnh hưởng bởi rất nhiều yếu tố, nên các nhà kinh tế đã nhận ra rằng các ước tính hiện có về u* chắc chắn là khá thiếu chính xác.

Dựa trên kinh nghiệm của mình với tư cách là một nhà kinh tế lao động, Yellen thường lập luận rằng tỷ lệ thất nghiệp không phải là thước đo duy nhất cho sự trì trệ của thị trường lao động, đặc biệt là trong những thời kỳ căng thẳng nghiêm trọng hoặc thay đổi cơ cấu. Trong các bài phát biểu trước công chúng, bà đã cung cấp một danh

sách các chỉ số thị trường lao động thay thế, chẳng hạn như tỷ lệ tham gia lực lượng lao động, số người làm việc bán thời gian muốn làm việc toàn thời gian và tỷ lệ bỏ việc tự nguyện (một chỉ số thể hiện niềm tin của người lao động vào khả năng tìm việc làm mới của họ). Những người theo dõi Fed bắt đầu thường xuyên cập nhật "bảng điều khiển" thị trường lao động của Yellen để cố gắng hiểu rõ hơn quan điểm của Fed về điều kiện thị trường lao động.

Đến giữa năm 2016, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống dưới 5% và vẫn đang ở mức thấp hơn. Do lạm phát vẫn ở mức thấp - thực ra là quá thấp so với mục tiêu - mặc dù tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục giảm, các nhân viên của Hội đồng và những người tham gia FOMC bắt đầu điều chỉnh lại ước tính của họ về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Tỷ lệ tự nhiên thấp hơn có nghĩa là nền kinh tế có thể hoạt động nóng hơn mà không gây ra lạm phát và do đó, giống như lãi suất trung lập thấp hơn, nó ngụ ý ít nhu cầu thắt chặt hơn khi nền kinh tế phục hồi. Thay vào đó, FOMC có thể kiên nhẫn, cho phép thị trường lao động mạnh lên mà không phải lo lắng về lạm phát.

Việc FOMC đánh giá lại hai biến số chính này có thể được thấy trong Tóm tắt dự báo kinh tế hàng quý, bao gồm ước tính của người tham gia về lãi suất quỹ liên bang dài hạn (thước đo lãi suất trung lập) và tỷ lệ thất nghiệp bền vững dài hạn, có thể được hiểu là ước tính tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Bảng này cho thấy sự thay đổi của các ước tính này từ năm 2012 đến năm 2021.

Ước tính của FOMC về cả tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên và lãi suất trung tính đều giảm trong suốt thời gian này. Với những đánh giá lại này, tốc độ tăng lãi suất chậm chạp trong ba năm đầu nhiệm kỳ của Yellen trở nên dễ hiểu hơn. Ủy ban đang học trong thời gian thực về mức độ thắt chặt nền kinh tế cần thiết và có thể chịu đựng được.

BẢNG 8.1. ƯỚC TÍNH CỦA FOMC VỀ TỶ LỆ THẤT NGHIỆP DÀI HẠN VÀ LÃI SUẤT

NĂM	TỶ LỆ THẤT NGHIỆP	LÃI SUẤT

	TỰ NHIÊN	TRUNG LẬP
2012	5,2–6,0	4.25
2013	5,2–6,0	4.0
2014	5,2–5,5	3.75
2015	5,0–5,2	3.75
2016	4,7–5,0	3.0
2017	4,5–4,8	3.0
2018	4,3–4,6	2.9
2019	4,0–4,4	2.5
2020	4,0–4,3	2.5
2021	3,8–4,3	2.5

Nguồn: Tóm tắt các dự báo kinh tế, tháng 6 hàng năm. Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là tỷ lệ thất nghiệp dài hạn dự kiến (xu hướng trung tâm, với ba dự đoán trên và ba dưới cùng đều giảm). Lãi suất trung lập là lãi suất quỹ liên bang dài hạn dự kiến (giá trị trung bình).

Cái chết của đường cong PHILLIPS?

Tư duy chính sách trong thời kỳ Yellen đã vượt ra ngoài lãi suất trung lập và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên để nghiên cứu một câu hỏi rộng hơn: Đường cong Phillips, mô hình lạm phát cơ bản của Fed kể từ những năm 1960, có còn hiệu lực không? Hoặc, như nhiều nhà bình luận đã đặt ra câu hỏi: Phải chăng đường cong Phillips đã chết?

Nhớ lại, đường cong Phillips mô tả mối quan hệ giữa lạm phát (về tiền lương hoặc giá tiêu dùng) và các thước đo về sự chậm lại, chẳng hạn như tỷ lệ thất nghiệp. Nó thể hiện trực giác rằng khi thị trường lao động và sản phẩm thắt chặt, tiền lương và giá cả có xu hướng tăng nhanh hơn, hàm ý sự đánh đổi giữa thất nghiệp và lạm phát.

Đường cong Phillips truyền thống dường như giải thích sự gia tăng lạm phát ở Hoa Kỳ vào cuối những năm 1960. Tuy nhiên, như đã trình bày chi tiết trong Chương 1, lạm phát vẫn cao hơn trong những năm 1970 đã khiến các nhà kinh tế thực hiện hai sửa đổi đối với đường cong ban đầu: Thứ nhất, đường cong Phillips truyền thống ngầm dựa trên giả định rằng nền kinh tế chủ yếu bị ảnh hưởng bởi các cú sốc cầu, làm dịch chuyển giá cả và việc làm theo cùng một hướng. Nhưng những cú sốc về nguồn cung, chẳng hạn như giá dầu tăng mạnh, cũng xảy ra. Những cú sốc về nguồn cung có thể khiến giá cả tăng nhưng việc làm lại giảm, dẫn đến lạm phát đình trệ (sự kết hợp giữa lạm phát cao và tỷ lệ thất nghiệp cao). Thứ hai, đường cong Phillips truyền thống cũng bỏ qua những thay đổi trong kỳ vọng lạm phát. Nhưng nếu thông qua kinh nghiệm, mọi người kỳ vọng lạm phát cao, như họ đã từng làm vào những năm 1970, thì những kỳ vọng đó có thể tự khẳng định, khi người lao động ép tăng lương cao hơn để duy trì sức mua của họ và các công ty tăng giá để trang trải chi phí cao hơn.

Mối quan hệ đường cong Phillips truyền thống đã được khẳng định một cách mạnh mẽ vào đầu những năm 1980, khi việc thắt chặt của Fed Volcker nhằm giảm lạm phát cao đã tạo ra tỷ lệ thất nghiệp gia tăng đáng kể. Tuy nhiên, các nhà kinh tế đồng ý rằng đâu đó vào khoảng năm 1990, hoặc có lẽ sớm hơn một chút, đã có sự thay đổi đáng kể trong diễn biến của lạm phát và bản chất của đường cong Phillips. Giống như những năm 1960, những năm 1990 chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ và tỷ lệ thất nghiệp thấp, tuy nhiên - không giống như những năm 1960 - lạm phát vẫn ở mức thấp và ổn định. Một số điều này có thể là kết quả của sự quản lý khéo léo của Alan Greenspan, và một số là do tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên giảm xuống vốn chưa được đánh giá đầy đủ vào thời điểm đó. Tuy nhiên, ít nhất khi nhìn lại, bằng chứng cho thấy rõ ràng rằng

bản thân hành vi lạm phát đang thay đổi, theo ít nhất hai cách riêng biệt.

Thứ nhất, sau khoảng năm 1990, lạm phát bắt đầu phản ứng ít hơn trước trước những thay đổi trong ngắn hạn về tỷ lệ thất nghiệp (hoặc các thước đo khác về tình trạng trì trệ kinh tế). Về mặt đồ họa, đường cong Phillips – mối quan hệ ngắn hạn giữa lạm phát và thất nghiệp – dường như đã "làm phẳng". Phản ứng yếu ớt của lạm phát đối với sự trì trệ của thị trường lao động vẫn tồn tại trong suốt cuộc Đại suy thoái và sự phục hồi sau đó - và, nếu có, đã trở nên yếu hơn sau năm 2008. Trong thời gian tôi làm chủ tịch, mặc dù nhận thức rõ về những thay đổi trong hành vi lạm phát so với trước đó. Tuy nhiên, trong hai thập kỷ, các nhà dự báo nhân viên và những người tham gia FOMC vẫn ngạc nhiên trước mức độ lạm phát giảm khiêm tốn sau cuộc khủng hoảng tài chính, bất chấp tỷ lệ thất nghiệp tăng lên 10%. Trong nhiệm kỳ của Yellen, khi Fed chuẩn bị thắt chặt chính sách, vấn đề lạm phát lại nổi lên, nhưng theo hướng khác. Lạm phát vẫn ở dưới mức mục tiêu và dưới mức dự báo của Fed, bất chấp sự cải thiện của thị trường lao động. Những điều chỉnh giảm trong tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên ước tính, cùng với nhiều yếu tố đặc biệt khác - chẳng hạn như những thay đổi một lần về tỷ lệ hoàn trả của Medicare hoặc chi phí của các gói điện thoại di động - đã giúp giải thích một số sai sót trong dự báo, nhưng đối với nhiều người, nó giống như mô hình Phillips truyền thống. mối quan hệ đường cong đã trở nên AWOL.

Sự thay đổi quan trọng thứ hai trong hành vi lạm phát là sau khoảng năm 1990, lạm phát dường như đã trở nên ổn định hơn nhiều từ năm này sang năm khác. Mặc dù những cú sốc kinh tế, như những thay đổi lớn về giá dầu, vẫn có thể đẩy lạm phát tổng thể lên hoặc xuống tạm thời, nhưng nó có xu hướng nhanh chóng quay trở lại mức đã thiết lập trước đó - thay vì tăng vọt lên một mức mới như đã xảy ra trong những năm 1970. Vì chính sách "bình thường hóa" đòi hỏi phải nâng lạm phát trở lại mục tiêu 2%, nên Fed Yellen – và các nhà nghiên cứu kinh tế nói chung – tập trung vào việc cố gắng tìm hiểu động lực lạm phát đã thay đổi như thế nào và tại sao.

Về mặt thực nghiệm, các nghiên cứu gần đây về mối quan hệ ngắn hạn giữa lạm phát và thất nghiệp đã kết luận rằng đường cong

Phillips vẫn còn hoạt động. Ví dụ, phân tích dữ liệu từ nhiều quốc gia, từ các tiểu bang và khu vực đô thị của Hoa Kỳ cho thấy lạm phát tiếp tục phản ứng với các biện pháp giảm nhẹ, mặc dù kém mạnh mẽ hơn so với trước đây. Tuy nhiên, có ít sự đồng thuận hơn về lý do tại sao mối quan hệ thất nghiệp-lạm phát dường như đã suy yếu. Một số nghiên cứu đã gắn việc làm phẳng đường cong Phillips với những thay đổi trong cơ cấu nền kinh tế. Ví dụ, một số nhà kinh tế đã lập luận rằng quá trình toàn cầu hóa gia tăng đã làm phẳng đường cong Phillips, vì các công ty bán sản phẩm của mình ở nhiều quốc gia và phải đối mặt với sự cạnh tranh từ các công ty nước ngoài ngay cả ở trong nước sẽ ít có khả năng tăng giá chỉ dựa trên điều kiện kinh tế trong nước. Một lập luận hợp lý khác cho rằng lạm phát phản ứng ít hơn với tình trạng trì trệ ngày nay vì người tiêu dùng hiện chi tiêu nhiều hơn vào những hàng hóa và dịch vụ ít bị ảnh hưởng bởi các lực lượng thị trường - chẳng hạn như chăm sóc sức khỏe, nơi giá cả hiện nay thường được quyết định chủ yếu bởi các chính sách của chính phủ. Tuy nhiên, một khả năng khác là do những thay đổi lâu dài trên thị trường lao động, chẳng hạn như có nhiều việc làm hơn với thời gian linh hoạt và những kỳ vọng xã hội ít cứng nhắc hơn về sự phân công lao động trong gia đình, nên con người ngày nay di chuyển trong và ngoài lao động một cách tự do hơn. mạnh mẽ khi điều kiện kinh tế thay đổi. Nghĩa là, cung lao động co giãn hơn, do đó những thay đổi về cầu gây ra những thay đổi nhỏ hơn về tiền lương so với trước đây.

Mặc dù vẫn khó có thể giải thích đầy đủ về phản ứng yếu hơn trong ngắn hạn của lạm phát đối với thất nghiệp, nhưng chúng ta hiểu rõ hơn về sự thay đổi quan trọng khác trong hành vi của lạm phát: đó là xu hướng duy trì ổn định khi không có các cú sốc cung lớn. tăng ca. Lời giải thích thuyết phục nhất cho sự thay đổi này là việc thực hiện chính sách tiền tệ - cụ thể là việc khôi phục uy tín của Fed sau đợt giảm phát Volcker những năm 1980. Chiến thắng tốn kém của Volcker trước lạm phát, sau đó là ba thập kỷ Fed giữ lạm phát ở mức thấp và ổn định, đã giúp giữ kỳ vọng lạm phát của công chúng ở mức thấp. Khi chính sách tiền tệ đáng tin cậy, mọi người có xu hướng phản ứng ít hơn trước những thay đổi ngắn hạn của lạm

phát, điều mà — theo cách tự khẳng định — họ mong đợi cuối cùng sẽ đảo ngược.

Những thay đổi trong động lực lạm phát này – đường Phillips phẳng hơn và kỳ vọng lạm phát được neo chặt hơn – có ý nghĩa gì đối với chính sách tiền tệ và nền kinh tế? Về mặt tích cực, với lạm phát ổn định hơn và ít có khả năng phản ứng với những thay đổi về tỷ lệ thất nghiệp, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có nhiều cơ hội hơn để nới lỏng chính sách nhằm ứng phó với suy thoái kinh tế. Tương tự như vậy, các cuộc suy thoái, khi chúng xảy ra, ít có khả năng làm giảm lạm phát xuống mức thấp không mong muốn. Kỳ vọng lạm phát được neo chặt cũng giúp các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thêm phạm vi để "xem xét" các cú sốc cung tạm thời, chẳng hạn như giá dầu tăng, mà không cần lo ngại rằng, bằng cách tăng kỳ vọng lạm phát, những cú sốc đó sẽ dẫn đến lạm phát tổng thể gia tăng lâu dài, vì chúng đã làm vào những năm 1970. (Các cú sốc nguồn cung lan rộng và kéo dài, cùng với việc mở cửa trở lại nền kinh tế sau đại dịch 2020–21, đặt ra một thách thức khó khăn hơn.) Nhìn chung, những thay đổi trong hành vi lạm phát trong những thập kỷ gần đây sẽ cho phép các nhà hoạch định chính sách đạt được mục tiêu trung bình ổn định hơn lạm phát và thị trường lao động lành mạnh hơn. Những kết quả này là kết quả quan trọng nhất của việc Volcker khôi phục uy tín chống lạm phát của Fed trong những năm 1980.

Tuy nhiên, có những nhược điểm. Đường cong Phillips phẳng có nghĩa là lạm phát là một chỉ báo kém tin cậy hơn về tình trạng nền kinh tế quá nóng. Nếu lạm phát tăng quá cao, chi phí về mặt thất nghiệp để đưa lạm phát xuống mức mục tiêu có thể cao hơn so với trước đây. Và mặc dù uy tín chống lạm phát của Fed giúp cơ quan này có nhiều thời gian hơn để nới lỏng chính sách trong ngắn hạn, nhưng về lâu dài, uy tín đó giống như một tài sản vốn sẽ mất giá nếu không được duy trì. Fed vẫn phải đảm bảo rằng lạm phát không đi chệch khỏi mục tiêu quá nhiều hoặc quá lâu và nó sẽ quay trở lại mục tiêu một cách đáng tin cậy theo thời gian sau khi bị thay thế bởi một số cú sốc. Đặt mục tiêu lạm phát chính thức; thiết lập một khung chính sách làm rõ mục tiêu lạm phát sẽ được đáp ứng theo thời gian như thế nào; theo dõi cẩn thận kỳ vọng lạm phát; và quan

trọng nhất là tuân thủ các cam kết duy trì ổn định giá cả, tất cả đều giúp Fed duy trì uy tín về lạm phát.

TIẾP TỤC TĂNG LÃI SUẤT

Đến giữa năm 2016, khi tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục giảm và cuộc suy thoái nhỏ kết thúc, áp lực di chuyển đang gia tăng trong Ủy ban. Cuộc bỏ phiếu của FOMC vẫn được giữ nguyên vào tháng 6, ngay trước cuộc bỏ phiếu Brexit, đã được nhất trí. Tuy nhiên, tại cuộc họp tháng 7, Esther George của Thành phố Kansas đã không đồng ý với quyết định giữ nguyên. Tại cuộc họp tháng 9, cô có sự tham gia của Loretta Mester ở Cleveland và Eric Rosengren ở Boston. Cuộc bỏ phiếu 7–3 (với hai ghế trống trong Hội đồng quản trị) để giữ nguyên lãi suất là gần theo tiêu chuẩn của FOMC.

Mặc dù Ủy ban giữ nguyên lãi suất trong tháng 9, nhưng tuyên bố của Ủy ban ghi nhận thị trường lao động đang được cải thiện và tốc độ tăng trưởng nhanh hơn, đồng thời đưa ra gợi ý rõ ràng rằng đợt tăng lãi suất thứ hai sau khủng hoảng sẽ không còn xa nữa: "Ủy ban đánh giá rằng trường hợp tăng lãi suất sẽ xảy ra. tỷ lệ quỹ liên bang đã được tăng cường nhưng hiện tại vẫn quyết định chờ đợi thêm bằng chứng về sự tiến bộ liên tục hướng tới các mục tiêu của nó." Thật vậy, 14 trong số 17 nước tham gia FOMC dự đoán lãi suất sẽ tăng ít nhất 1/4 vào cuối năm nay.

Nếu một đợt tăng lãi suất khác có khả năng xảy ra như vậy thì tại sao FOMC lại không tăng vào tháng 9? Yellen trước đó đã áp dụng khái niệm của Alan Greenspan về các đòn tấn công phủ đầu vào lạm phát. Bây giờ cô ấy đã chuyển hướng một cách tinh tế sang phương pháp quản lý rủi ro của Greenspan, với một bước ngoặt được tạo ra bởi sự gần gũi của giới hạn dưới hiệu quả. Bà lập luận tại cuộc họp báo rằng với lãi suất gần bằng 0, rủi ro là không cân xứng. Nếu nền kinh tế tỏ ra mạnh hơn dự kiến, tạo ra áp lực lạm phát mới bắt đầu gia tăng, Fed luôn có thể bù đắp bằng cách tăng lãi suất thêm một chút. Nhưng nếu nó tỏ ra yếu hơn dự đoán, thì thực tế là lãi suất vốn đã gần đến giới hạn dưới sẽ khiến Fed khó

phản ứng, ít nhất là bằng các phương pháp truyền thống. Cô lập luận rằng sự bất cân xứng đó đã củng cố trường hợp thận trọng. Ẩn ý trong lập luận của cô là giả định rằng lạm phát, nếu có xảy ra, sẽ xuất hiện từ từ và không cần phải có một loạt đợt tăng lãi suất nhanh chóng để kiểm soát lạm phát. Giả định đó đã được chứng minh là đúng khi lạm phát cơ bản tiếp tục dao động dưới mức mục tiêu 2%.

Khi Ủy ban cuối cùng đã hành động, vào ngày 14 tháng 12, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống 4,7%, gần với ước tính của FOMC về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên vào thời điểm đó (4,8%, theo những người tham gia trung bình). Cuộc bỏ phiếu nhằm tăng lãi suất quỹ thêm 1/4 điểm phần trăm - lên mức từ ½ đến ¾ phần trăm - đã được nhất trí. Tuy nhiên, giọng điệu của tuyên bố sau cuộc họp vẫn ôn hòa. Nó chỉ ra rằng việc tăng lãi suất tiếp theo có thể sẽ diễn ra từ từ và nhắc lại rằng "lãi suất quỹ liên bang có thể sẽ duy trì, trong một thời gian, dưới mức dự kiến sẽ phổ biến trong dài hạn", tức là dưới mức trung lập.

Tuy nhiên, dự báo lãi suất quỹ liên bang trung bình ít ôn hòa hơn, với Tóm tắt các dự báo kinh tế cho thấy ba lần tăng lãi suất được dự đoán cho năm 2017. Lần này, biểu đồ dấu chấm sẽ chứng minh là đúng. Ủy ban đã tăng lãi suất quỹ thêm một phần tư điểm vào mỗi tháng 3, tháng 6 và tháng 12, kết thúc năm với phạm vi mục tiêu từ 1¼ đến 1½ phần trăm. Nền kinh tế đã vượt qua tình trạng thắt chặt, với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 4,1% vào tháng 12 năm 2017.

Năm 2017, bảng cân đối kế toán của Fed cuối cùng đã bắt đầu thu hẹp lại. Vào tháng 6, dựa trên tuyên bố nguyên tắc trước đó, FOMC đã công bố thêm thông tin chi tiết về cách thức tiến hành. Bắt đầu từ tháng 10 – đúng ba năm sau khi QE3 kết thúc – nó sẽ chỉ tái đầu tư một phần số tiền thu được từ chứng khoán đáo hạn vào chứng khoán mới. Mức giảm hàng tháng trên bảng cân đối kế toán sẽ bị giới hạn, nhưng mức giảm được phép sẽ tăng dần theo thời gian. Như đã thông báo trước đó, Fed sẽ không bán chứng khoán chưa đáo hạn. Cách tiếp cận thụ động, có thể dự đoán trước này – thú vị như việc "xem sơn khô" như Chủ tịch Fed Philadelphia, Patrick Harker đã nói - nhằm mục đích giảm thiểu sự không chắc chắn của

thị trường. Các nhà hoạch định chính sách hy vọng những người tham gia thị trường sẽ chống lại việc đưa ra những suy luận không chính đáng về diễn biến có thể xảy ra của lãi suất quỹ, như họ đã từng làm trong cơn giận dữ cắt giảm. Nhưng kế hoạch vẫn thiếu bất kỳ hướng dẫn rõ ràng nào về thời điểm bảng cân đối kế toán sẽ ngừng thu hẹp. Điều đó sẽ phụ thuộc vào một số điều chưa biết. Quan trọng nhất, Ủy ban đã có những quyết định mang tính kỹ thuật để đưa ra cách tốt nhất để kiểm soát lãi suất ngắn hạn - những quyết định có ý nghĩa đối với quy mô của bảng cân đối kế toán.

Cách tiếp cận "sấy khô" của FOMC có nghĩa là quá trình này sẽ diễn ra chậm—trên thực tế, hầu hết việc cắt giảm bảng cân đối kế toán đã không xảy ra cho đến hai năm đầu tiên trong nhiệm kỳ của Jay Powell, bắt đầu vào năm 2018.

CHÍNH TRỊ: QUAN HỆ QUỐC HỘI VÀ QUYẾT ĐỊNH TÁI BỔ NHIỆM CỦA TRUMP

Trong nhiệm kỳ chủ tịch của tôi, Fed đã phải hứng chịu sự chỉ trích chính trị liên tục, đặc biệt là từ Quốc hội, vì những thất bại trong quy định trước khủng hoảng, vì các gói cứu trợ các công ty tài chính phá sản và các hành động bất thường khác trong cuộc khủng hoảng cũng như việc sử dụng biện pháp nới lỏng định lượng và các công cụ tiền tệ mới khác. Mối quan hệ khó khăn với Quốc hội kéo dài đến nhiệm kỳ của Yellen.

Đúng như trường hợp của tôi, các nghị sĩ Đảng Cộng hòa vẫn là những người chỉ trích gay gắt nhất, mặc dù Đảng Dân chủ thường chỉ trích gay gắt các chính sách quản lý của Fed là quá thân thiện với ngân hàng. Yellen đã nếm trải những gì đang diễn ra vào ngày 11 tháng 2 năm 2014, tám ngày sau khi bà tuyên thệ nhậm chức. Sự kiện này là lời khai trong Báo cáo Chính sách tiền tệ nửa năm một lần mà chủ tịch trình bày trước ủy ban giám sát Hạ viện và Thượng viện của Fed. Lời khai của chủ tịch Fed thường được giới hạn trong ba giờ hoặc lâu hơn. Tuy nhiên, trong cảm giác giống như

một nghi thức bắt nạt, đảng viên Đảng Cộng hòa Jeb Hensarling của Texas, chủ tịch Ủy ban Dịch vụ Tài chính Hạ viện, đã buộc Yellen phải tham gia một phiên điều trần kéo dài sáu giờ mệt mỏi, được đánh dấu bằng những câu hỏi hầu hết mang tính thù địch.

Nhiều cuộc đấu tranh với Quốc hội trong nhiệm kỳ của Yellen đều xoay quanh các vấn đề mang tính tiếp tuyến, ít nhất là liên quan đến các quyết định quan trọng của Fed về cách thức và thời điểm thắt chặt chính sách tiền tệ. Ví dụ, Đảng Cộng hòa tại Hạ viện đã chỉ trích Yellen vì bài phát biểu về bất bình đẳng thu nhập vào tháng 10 năm 2014, điều mà Đảng Cộng hòa coi là ủng hộ các chính sách tự do. (Yellen trả lời rằng bài phát biểu của bà không có khuyến nghị chính sách nào.) Hensarling cũng gây áp lực với Yellen bằng cách tạo ra những tin tức tiêu cực về Fed với những yêu cầu thường xuyên và công khai về thông tin về vụ rò rỉ thông tin bí mật của FOMC vào tháng 10 năm 2012 - trong nhiệm kỳ chủ tịch của tôi. Một bản tin dành cho nhà đầu tư do Medley Global Advisors xuất bản đã bao gồm thông tin không công khai về các cuộc thảo luận của FOMC về QE3. Tôi đã ra lệnh điều tra nội bộ nhưng không tìm ra nguồn rò rỉ. Nhưng Ủy ban Giao dịch Hàng hóa Tương lai Hàng hóa đã mở một vụ án giao dịch nội gián, cuối cùng chuyển vấn đề lên văn phòng Luật sư Hoa Kỳ, cơ quan này đã bắt đầu điều tra hình sự nhưng không đưa ra cáo buộc nào. Vào ngày 4 tháng 4 năm 2017, Chủ tịch Fed Richmond, Jeffrey Lacker đột ngột từ chức, thừa nhận rằng ông đã nói chuyện với tác giả của bản tin về các cuộc thảo luận bí mật.

Bất chấp mối quan hệ không mấy tốt đẹp với Quốc hội, Fed đã tránh được những thay đổi lớn về mặt lập pháp trong nhiệm kỳ của Yellen. Thượng nghị sĩ Rand Paul (R-Kentucky) tiếp tục thúc đẩy Kiểm toán luật của Fed, vốn sẽ khiến các quyết định chính sách tiền tệ của Fed phải được quốc hội xem xét. Hai thượng nghị sĩ—Elizabeth Warren (D-Massachusetts) và David Vitter (R-Louisiana)—vào năm 2015 đã đề xuất hạn chế hơn nữa khả năng của Fed trong việc đóng vai trò là người cho vay cuối cùng trong một cuộc khủng hoảng tài chính. (Họ coi việc cho vay của Fed là một gói cứu trợ không công bằng cho các lợi ích tài chính gây thiệt hại cho Main Street; tuy nhiên, họ không cho rằng sức khỏe của Main Street phụ

thuộc vào một hệ thống tài chính đang hoạt động.) Cả hai đề xuất đều không tiến triển.

Vào tháng 9 năm 2016, Hensarling đã giới thiệu Đạo luật LỰA CHỌN Tài chính. Một phiên bản sửa đổi của dự luật đã được Hạ viện do đảng Cộng hòa chiếm đa số thông qua vào tháng 6 năm 2017. Mục tiêu chính của nó là hủy bỏ một số cải cách Dodd-Frank năm 2010. Nó cũng kết hợp Kiểm toán của Paul với luật Fed. Triệt để nhất, dự luật sẽ yêu cầu FOMC tuyên bố một quy tắc chính sách toán học để biện minh cho các lựa chọn lãi suất của mình và báo cáo cho các ủy ban giám sát Hạ viện và Thượng viện của Fed cũng như GAO sau mỗi cuộc họp. Quy tắc chính sách vỡ nợ sẽ là quy tắc đơn giản do John Taylor phát triển, quy tắc này chỉ liên kết những thay đổi trong lãi suất quỹ liên bang với mức lạm phát và thất nghiệp hiện tại. FOMC sẽ được yêu cầu thiết lập tỷ giá theo quy tắc hoặc biện minh cho bất kỳ sai lệch nào.

Đề xuất của Hensarling đã làm sống lại vấn đề liệu chính sách tiền tệ nên được điều hành theo quy tắc hay theo quyết định riêng. Như tôi đã lưu ý, những người ủng hộ các quy tắc chính sách lập luận rằng chúng sẽ làm tăng khả năng dự đoán và trách nhiệm giải trình đối với các quyết định về lãi suất của Fed. Những người phản đối phản đối rằng việc sử dụng một quy tắc sẽ cho phép các nhà hoạch định chính sách có ít hoặc không có chỗ để giải quyết các tình huống bất thường - chẳng hạn như khủng hoảng tài chính - hoặc những thay đổi trong cấu trúc nền kinh tế. Yellen đã đưa ra quan điểm chống lại các quy tắc một cách mạnh mẽ tại một hội nghị ở Stanford vào tháng 1 năm 2017, với sự hiện diện của người ủng hộ các quy tắc hàng đầu, John Taylor. Cô thừa nhận rằng các quy tắc chính sách đơn giản "có thể hữu ích trong việc cung cấp hướng dẫn rộng rãi" nhưng việc tuân theo chúng một cách máy móc có thể tạo ra kết quả rất tồi tệ. Cô ấy chỉ ra rằng, với tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát vào thời điểm đó, quy tắc Taylor tiêu chuẩn sẽ quy định tỷ lệ quỹ cao hơn nhiều so với mức mà FOMC cho là hợp lý, và cô ấy giải thích lý do tại sao FOMC lại đưa ra những lựa chọn khác nhau. Ngoài ra, quy tắc Taylor chỉ hàm ý một giá trị của lãi suất quỹ liên bang. Nó không tính đến giới hạn dưới hiệu quả của lãi suất ngắn hạn

cũng như khả năng sử dụng các công cụ thay thế như nới lỏng định lượng.

Đạo luật CHOICE đã không trở thành luật. Tuy nhiên, Yellen và Hensarling đã có sự xích lại gần nhau về vấn đề quy tắc. Fed bắt đầu thường xuyên xuất bản một ô trong Báo cáo chính sách tiền tệ nửa năm một lần thảo luận về vai trò của các quy tắc đơn giản trong quy trình chính sách của Fed (về cơ bản, chúng được sử dụng làm chuẩn mực và khung tham chiếu) và so sánh các quyết định chính sách của FOMC với các dự đoán của năm quy tắc thay thế. Tại phiên điều trần vào tháng 7 năm 2017, Hensarling tự nhận mình "rất vui mừng" trước tài liệu mới, mặc dù ông kêu gọi Fed đưa ra lời giải thích đầy đủ hơn về lý do tại sao nó đi chệch khỏi các quy tắc mà nó mô tả.

Giống như năm 2012, khi các ứng cử viên tổng thống của Đảng Cộng hòa đã hạ bệ Fed và cá nhân tôi, chiến dịch tranh cử tổng thống năm 2016 đã mang đến những cuộc tấn công nhằm vào Yellen. Ứng cử viên Donald Trump chỉ trích Yellen là "một người rất chính trị", cho biết bà đang giữ lãi suất ở mức thấp để làm hài lòng Tổng thống Obama và rằng bà nên "xấu hổ về bản thân" vì đã "tạo ra một thị trường chứng khoán sai lầm". Và vài ngày trước cuộc bầu cử, ông đã thuật lại một quảng cáo trên truyền hình được nhiều người coi là bài Do Thái. Nó có con dấu của Cục Dự trữ Liên bang và bị phỉ báng, ngoài đối thủ của Trump là Hillary Clinton, ba người (tất cả là người Do Thái) có liên quan đến tài chính: Lloyd Blankfein của Goldman Sachs, nhà đầu tư người Mỹ gốc Hungary George Soros và Yellen. Bản nhạc đáng lo ngại vang lên và Trump ngân nga những từ "lợi ích đặc biệt toàn cầu" khi hình ảnh của Yellen lóe lên trên màn hình.

Sau khi đắc cử, Trump đã để Fed yên một thời gian. Mười tám ngày sau khi tuyên thệ nhậm chức, vào ngày 7 tháng 2 năm 2017, ông đã gặp Yellen một thời gian ngắn tại Phòng Bầu dục. Trong cuộc họp, theo tài khoản của Wall Street Journal dựa trên một nguồn giấu tên, anh ấy nói với Yellen rằng cô ấy đang làm rất tốt và rằng cô ấy là một "người có lãi suất thấp", giống như anh ấy. Và, có thể dưới ảnh hưởng của Gary Cohn, giám đốc đầu tiên của Hội đồng Kinh tế Quốc gia của Trump, Trump đã không tweet về Fed hoặc chính sách

tiền tệ trong phần đầu nhiệm kỳ của mình. Trong một cuộc phỏng vấn sau khi rời nhiệm sở, Yellen nói rằng Trump không cố gắng gây ảnh hưởng đến các quyết định của Fed trong nhiệm kỳ của bà, dù công khai hay riêng tư.

Nhiệm kỳ 4 năm của Yellen kéo dài đến tháng 1 năm 2018. Bất chấp những lời chỉ trích gay gắt của Trump trong chiến dịch tranh cử, có vẻ như ông ấy sẽ tái bổ nhiệm bà, một "người có lãi suất thấp". Có rất nhiều tiền lệ. Paul Volcker, Alan Greenspan và tôi đã được các tổng thống của đảng đối lập tái bổ nhiệm từ vị tổng thống đầu tiên nêu tên chúng tôi. Sự lựa chọn của Trump cho vị trí chủ tịch được cho là có bốn ứng cử viên: Yellen, John Taylor, cựu thành viên Hội đồng quản trị Kevin Warsh và thành viên Hội đồng quản trị hiện tại Jerome (Jay) Powell. Mỗi người đều có những người ủng hộ trong chính quyền, nhưng Bộ trưởng Tài chính Steven Mnuchin đã thúc đẩy mạnh mẽ Powell.

Đúng như những tuyên bố trong chiến dịch tranh cử của mình rằng ông có khả năng sẽ thay thế Yellen bằng một đảng viên Đảng Cộng hòa, Trump vào ngày 2 tháng 11 năm 2017 đã tuyên bố sẽ đề cử Powell làm chủ tịch Fed vào tháng 2 năm 2018. Phá vỡ truyền thống, Yellen không được mời tham dự lễ đề cử ở Vườn Hồng. Theo báo chí đưa tin, Powell được chính quyền đánh giá là đồng bộ với xu hướng chính sách tiền tệ ôn hòa của Yellen (và của Trump) nhưng có khả năng đồng cảm hơn với triết lý bãi bỏ quy định của chính quyền. Ngược lại, Yellen đã có bài phát biểu tại Jackson Hole vào tháng 8 năm 2017, trong đó bà ca ngợi những cải cách tài chính thời hậu khủng hoảng và kêu gọi lưu giữ những bài học về cuộc khủng hoảng "trong ký ức của chúng ta".

---

* Akerlof tiếp tục đoạt giải Nobel Kinh tế năm 2001 nhờ công trình nghiên cứu về việc thông tin không đầy đủ có thể ngăn cản thị trường hoạt động tốt như thế nào.

9

POWELL VÀ TRUMP

SAU BA CHỦ TỊCH VỚI PHDS TRONG KINH TẾ, Jay Powell đã mang đến một nền tảng khác cho công việc. Sinh ra ở Washington, DC, Powell tốt nghiệp Đại học Princeton và Trường Luật Georgetown, nơi ông là biên tập viên của tạp chí luật. Sau đó, anh làm việc cho công ty đầu tư Dillon, Read & Company, nơi anh trở thành người bảo trợ của chủ tịch công ty, Nicholas Brady. Khi Brady được Tổng thống George H. W. Bush bổ nhiệm làm Bộ trưởng Tài chính, Powell đã theo ông đến Washington, giữ các chức vụ cấp cao. Tại Kho bạc, Powell giám sát cuộc điều tra và xử phạt Salomon Brothers sau khi một trong những nhân viên giao dịch của công ty này đưa ra giá thầu sai trong một cuộc đấu giá khoản nợ mới của Kho bạc. Từ năm 1997 đến năm 2005, Powell là đối tác của The Carlyle Group, một công ty cổ phần tư nhân có trụ sở tại Washington. Sau Carlyle, Powell trở thành học giả thỉnh giảng tại Trung tâm Chính sách Lưỡng đảng ở Washington, nơi, trong cuộc tranh cãi của Quốc hội năm 2011 về trần nợ chính phủ, ông đã làm việc ở hậu trường để giáo dục các nhà lập pháp về rủi ro vỡ nợ quốc gia.

Tổng thống Obama đã bổ nhiệm Powell làm thành viên Hội đồng quản trị Fed vào tháng 5 năm 2012. Obama kết hợp việc đề cử Powell của đảng Cộng hòa với đề cử của giáo sư Harvard Jeremy Stein, một đảng viên Đảng Dân chủ, để tăng tỷ lệ xác nhận của Stein. Lúc đó vẫn còn ngồi ghế, tôi hài lòng với những cuộc hẹn. Cả

hai thành viên Hội đồng quản trị mới đều có năng lực cao và mong muốn đóng góp. Tôi thường gặp họ tại văn phòng của mình - chúng tôi có phiên họp bán thường kỳ vào sáng thứ bảy - để thảo luận về chính sách tiền tệ và nền kinh tế.

Tôi đã thuyết phục Stein và Powell ủng hộ QE3 khi nó được công bố vào năm 2012, mặc dù mỗi người đều có những dè dặt. Cùng với thành viên Hội đồng quản trị Betsy Duke và một số chủ tịch Ngân hàng Dự trữ, Stein và Powell lo ngại về tính hiệu quả của QE3 và những rủi ro tiềm ẩn về ổn định tài chính. Những bất đồng về FOMC đã góp phần dẫn đến điều được chứng minh là cam kết chưa đầy đủ đối với QE mở, làm cản trở hoạt động giao tiếp của chúng tôi và góp phần châm ngòi cho cơn giận dữ cắt giảm năm 2013. Tuy nhiên, Powell không phải là nhà tư tưởng và khi quá trình phục hồi tiếp tục diễn ra mà không xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính mới hoặc các tác dụng phụ nghiêm trọng khác, ông đã thay đổi quan điểm của mình. Trong một bài phát biểu vào tháng 2 năm 2015, khi vẫn còn là thành viên Hội đồng quản trị, Powell nói: "Tôi cũng bày tỏ nghi ngờ về tính hiệu quả và rủi ro của việc mua thêm tài sản. Nhưng hãy để dữ liệu lên tiếng: Bằng chứng cho đến nay rõ ràng là lợi ích của những chính sách này là rất đáng kể và rủi ro vẫn chưa thành hiện thực".

Trong hơn 5 năm làm thành viên Hội đồng quản trị, Powell đã tỏ ra hiệu quả và tận tâm. Ông đắm mình vào chính sách tiền tệ, nhưng cũng nghiên cứu các vấn đề kém hào nhoáng và mang tính kỹ thuật cao hơn như quy định tài chính và "hệ thống ống nước" tài chính, cơ sở hạ tầng quan trọng qua đó các giao dịch được thực hiện và ghi lại. Do đó, anh ấy đã được trang bị tốt cho công việc mới của mình. Sau khi được Tổng thống Trump đề cử, Powell đã được xác nhận tại Thượng viện với tỷ lệ lưỡng đảng rộng rãi, 84 trên 13. Tại lễ tuyên thệ nhậm chức vào ngày 5 tháng 2 năm 2018, Powell đã lưu ý tầm quan trọng của sự độc lập của Fed—sự độc lập lâu dài, phi đảng phái của nó. truyền thống đưa ra quyết định một cách khách quan, chỉ dựa trên bằng chứng tốt nhất hiện có."

Powell sẽ không phải là thành viên mới duy nhất trong ban lãnh đạo của Fed. Vào tháng 7 năm 2017, Trump đã đề cử nhà hoạch định chính sách và nhà đầu tư kỳ cựu Randal (Randy) Quarles làm

phó chủ tịch giám sát (một vị trí mới được tạo ra bởi Đạo luật Dodd-Frank). Vào tháng 4 năm 2018, Trump đã đề cử nhà kinh tế học nổi tiếng Richard Clarida của Đại học Columbia làm phó chủ tịch Hội đồng quản trị. Bill Dudley đã nghỉ hưu với tư cách là chủ tịch của Fed New York và được kế nhiệm vào tháng 6 năm 2018 bởi Chủ tịch Fed San Francisco John Williams, một nhà kinh tế tiền tệ lâu năm tại Hội đồng quản trị và Fed San Francisco.

Như đã lưu ý ở chương trước, theo quan điểm của chính quyền, phần lớn trường hợp của Powell đối với Yellen là do Powell được cho là cởi mở với chương trình nghị sự bãi bỏ quy định của tổng thống. Tuy nhiên, về các vấn đề pháp lý, Powell chủ yếu sẽ giữ quan điểm giữa đường. Làm việc với Quarles, ông sẽ tìm cách giảm bớt gánh nặng pháp lý và hợp lý hóa các quy định cũng như hoạt động giám sát của Fed, bao gồm đơn giản hóa các yêu cầu về vốn và kiểm tra sức chịu đựng đối với tất cả các ngân hàng trừ các ngân hàng lớn nhất. Lael Brainard, người cuối cùng còn lại được Obama bổ nhiệm trong Hội đồng quản trị, phản đối nhiều thay đổi quy định được đề xuất trong nhiệm kỳ của Powell, cho rằng chúng đã đi quá xa trong việc làm suy yếu các biện pháp bảo vệ cần thiết. Rõ ràng, Powell có khuynh hướng bãi bỏ quy định nhiều hơn Yellen (hoặc Brainard), và sẽ không có sáng kiến quản lý quan trọng nào được ông theo dõi. Tuy nhiên, mặt khác, Powell cũng không quan tâm đến việc dỡ bỏ khuôn khổ pháp lý đã được tăng cường do Dodd-Frank tạo ra và các hiệp định quốc tế kể từ cuộc khủng hoảng. "Toàn bộ ý tưởng là để bảo tồn. . . những cải cách cốt lõi quan trọng," ông nói.

NỖ LỰC MỚI TRONG VIỆC "BÌNH THƯỜNG HÓA"

Về chính sách tiền tệ, Powell đã sớm nói rõ rằng, bất chấp những ưu tiên của tổng thống, ông dự định tiếp tục dần dần hướng tới quan điểm chính sách trung lập hơn hoặc "bình thường" hơn. Tại cuộc họp đầu tiên của ông với tư cách là chủ tịch, vào tháng 3 năm 2018, FOMC đã bỏ phiếu nhất trí tăng phạm vi mục tiêu cho lãi suất quỹ liên bang thêm một phần tư điểm phần trăm nữa, lên 1½–1¾ phần

trăm. Mười hai trong số mười lăm người tham gia cuộc họp dự kiến sẽ tăng thêm hai hoặc ba điểm phần tư nữa vào năm 2018 và nhiều hơn nữa vào năm 2019. Trong cuộc họp báo của mình, Powell cho biết "quá trình thu hẹp dần quy mô điều chỉnh chính sách tiền tệ. . . đã phục vụ—và sẽ tiếp tục phục vụ—nền kinh tế một cách tốt đẹp." Ông lưu ý rằng việc cắt giảm bảng cân đối kế toán bắt đầu vào tháng 10 dưới thời Yellen cũng sẽ tiếp tục.

Những người tham gia FOMC dự kiến tiếp tục tăng trưởng theo xu hướng và tỷ lệ thất nghiệp thấp, một phần phản ánh tiềm năng thúc đẩy từ việc cắt giảm thuế doanh nghiệp và cá nhân do Trump ký vào tháng 12 trước đó, như một lý do biện minh cho việc tiếp tục thắt chặt. Một số loạt đòn tấn công ban đầu trong cuộc chiến thương mại của Trump đã tạo ra rủi ro – thuế quan đối với máy giặt và tấm pin mặt trời nhập khẩu vào tháng 1 năm 2018, cũng như thuế nhập khẩu thép và nhôm vào tháng 3 – nhưng Powell chỉ ra rằng cho đến nay, các mức thuế này không ảnh hưởng đến triển vọng kinh tế rộng lớn hơn. Vào tháng 6, Ủy ban đã nâng phạm vi mục tiêu cho lãi suất quỹ thêm một phần tư điểm phần trăm nữa, lên 1¾–2%.

Tổng thống Trump đã khen ngợi Powell khi công bố đề cử: "Ông ấy rất mạnh mẽ. Anh ấy đã cam kết. Anh ấy thông minh." Và ông vẫn giữ im lặng về chính sách tiền tệ trong suốt 5 tháng rưỡi đầu tiên của Powell. Tuần trăng mật kết thúc vào ngày 19 tháng 7 năm 2018, khi Trump, trong một cuộc phỏng vấn với CNBC, nói "Tôi không vui" về việc Fed tăng lãi suất. Một ngày sau, trong một dòng tweet, Trump than thở rằng "Mỹ đang tăng lãi suất trong khi đồng đô la [sic] ngày càng mạnh hơn qua mỗi ngày - lấy đi lợi thế cạnh tranh lớn của chúng ta" với Trung Quốc và Liên minh châu Âu. Những lời chỉ trích công khai của ông đối với các quyết định chính sách của Fed sẽ tiếp tục - một sự phá vỡ rõ rệt so với chuẩn mực mà, trừ một số ngoại lệ, đã chi phối các tổng thống sau Nixon. Những lời phàn nàn của Trump cũng đảo ngược lời hùng biện trong chiến dịch tranh cử của ông rằng các chính sách dễ kiếm tiền đã tạo ra một thị trường chứng khoán "sai lầm".

Chiến lược đối phó với Trump của Powell rất đa dạng. Như đã làm tại lễ tuyên thệ nhậm chức và trước đó, khi công bố đề cử, ông

thường xuyên và công khai nhấn mạnh rằng sự độc lập cho phép Fed đưa ra quyết định vì lợi ích công cộng dựa trên dữ liệu và phân tích khách quan và không có ảnh hưởng chính trị ngắn hạn. cân nhắc. Để giúp mọi người hiểu rõ hơn những gì Fed đang làm và tại sao, ông nhằm mục đích giải thích các quyết định chính sách của Fed "bằng tiếng Anh đơn giản". Ông ấy cũng thông báo rằng, bắt đầu từ tháng 1 năm 2019, ông ấy sẽ tổ chức họp báo sau mỗi cuộc họp của FOMC, hoặc tám lần một năm thay vì hàng quý, như Yellen và tôi đã làm. Ông cũng kiên quyết kiềm chế bình luận về các chính sách nằm ngoài thẩm quyền của Fed, thậm chí cả cuộc chiến thương mại của tổng thống, vốn tạo ra rủi ro cho nền kinh tế và bị các nhà kinh tế chỉ trích rộng rãi. Ông liên tục từ chối trả lời trực tiếp những lời chỉ trích của Trump hoặc các chính trị gia khác. Và cuối cùng, quan trọng nhất, Powell đã nỗ lực cân bằng các cuộc tấn công của tổng thống bằng cách phát triển các mối quan hệ và gây dựng sự ủng hộ đối với các chính sách của Fed tại Quốc hội. Ông nói trong một cuộc phỏng vấn: "Tôi sẽ trải thảm của Đồi Capitol ra ngoài bằng cách đi dạo trong các hội trường đó và gặp gỡ các thành viên. Yellen và tôi cũng dành nhiều thời gian với các nhà lập pháp, qua điện thoại và trong các cuộc gặp riêng, giải thích chiến lược của chúng tôi và trả lời các câu hỏi. Nhưng Powell đã đưa những nỗ lực này lên một tầm cao mới. Họ đã được đền đáp bằng mối quan hệ được cải thiện nhiều với Quốc hội, ở cả hai bên lối đi.

Powell đã xác định cách tiếp cận chính sách tiền tệ của mình trong bài phát biểu tại cuộc họp đầu tiên ở Jackson Hole với tư cách là chủ tịch vào tháng 8 năm 2018, trong đó ông nhấn mạnh rằng các nhà hoạch định chính sách phải luôn lưu tâm đến sự không chắc chắn lan rộng của chúng ta về cấu trúc nền kinh tế. Các ước tính thay đổi của FOMC về tỷ lệ chính sách trung lập (R*) và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (u*) là một biểu hiện của sự không chắc chắn đó. Ông lập luận, với trình độ hiểu biết của chúng ta, các nhà hoạch định chính sách giỏi phải khiêm tốn và linh hoạt. Do đó, ông đã đưa chủ nghĩa xét lại của Fed dưới thời Yellen tiến thêm một bước nữa - từ việc đánh giá lại các ước tính về các biến số quan trọng như R* và u* đến việc nhấn mạnh rằng các nhà hoạch định chính sách phải luôn sẵn sàng điều chỉnh chính sách để đáp ứng với dữ liệu đến,

ngay cả khi (hoặc đặc biệt là khi) dữ liệu đó dường như không phù hợp với mô hình kinh tế của họ.

Trong bài phát biểu của mình, Powell đã thảo luận về R* và u* ("R-star" và "u-star") bằng cách chơi chủ đề về sự điều hướng thiên thể. Ông nói: "Việc điều hướng bằng các vì sao nghe có vẻ đơn giản. "Tuy nhiên, chính sách dẫn đường của các ngôi sao trong thực tế gần đây khá khó khăn vì những đánh giá tốt nhất của chúng ta về vị trí của các ngôi sao đã thay đổi đáng kể. . . . Các ngôi sao đôi khi ở rất xa nơi chúng ta cảm nhận được." Để làm ví dụ về cạm bẫy của việc coi trọng quá mức các "ngôi sao" được ước tính, Powell trích dẫn các nhà hoạch định chính sách từ những năm 1970 mà sự tự tin quá mức vào ước tính của họ về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên đã góp phần gây ra cuộc Đại lạm phát. Ngược lại, ông lập luận, cách tiếp cận quản lý rủi ro, dựa trên dữ liệu của Alan Greenspan, vốn đặt sự không chắc chắn của các nhà hoạch định chính sách về mặt trận và trung tâm nền kinh tế, đã giúp Fed thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ mà không có lạm phát trong suốt những năm 1990. Cảm nhận của tôi về bài phát biểu vào thời điểm đó là Powell đang báo hiệu một bước lùi từ các dự báo dựa trên mô hình và phân tích chính sách để chuyển sang một cách tiếp cận bất khả tri hơn, dựa nhiều hơn vào việc Greenspanian đi sâu vào dữ liệu kinh tế và thông tin giai thoại từ các mối quan hệ kinh doanh và những người khác "trên mặt đất."

Tất cả những điều đó có ý nghĩa gì đối với các quyết định chính sách ngắn hạn? Cho rằng lạm phát trong vài năm đã thấp hơn dự đoán của các mô hình đường cong Phillips của Fed, bất chấp nhiều nỗ lực khắc phục chúng, Powell có thể coi sự không chắc chắn về các mô hình và vị trí của các "ngôi sao" là lý do để dừng hoặc làm chậm quá trình thắt chặt tiền tệ. . Tuy nhiên, như ông đã nói rõ trong bài phát biểu của mình, ông không rút ra được suy luận đó. Thay vào đó, ông lập luận rằng, với những bất ổn không thể tránh khỏi, việc thắt chặt quá nhanh và thắt chặt quá chậm đều tiềm ẩn rủi ro. Do đó, ông kết luận, chính sách tốt nhất là tiếp tục chính sách tăng lãi suất dần dần của Yellen, chú ý chặt chẽ đến sự phát triển kinh tế và sẵn sàng điều chỉnh nhanh chóng. Như đã báo trước trong bài phát biểu của Powell, FOMC lại nâng phạm vi mục tiêu cho lãi suất quỹ vào tháng 9, đưa nó lên 2–2¼%.

Cuộc họp tháng 9 năm 2018 là cuộc họp đầu tiên dành cho phó chủ tịch Hội đồng quản trị mới, Richard Clarida. Lễ tuyên thệ của ông đánh dấu sự kết thúc gần chín tháng mà chỉ có ba trong số bảy ghế của Hội đồng quản trị được lấp đầy - bởi Powell, Quarles và Brainard. Michelle Bowman gia nhập Hội đồng quản trị vào tháng 11, nâng số thành viên lên năm. Bowman, người từng là ủy viên ngân hàng tiểu bang ở Kansas và phó chủ tịch ngân hàng cộng đồng của gia đình cô, đã đáp ứng yêu cầu của luật Dodd-Frank rằng một thành viên phải có kinh nghiệm làm việc hoặc giám sát các ngân hàng cộng đồng.

Ngoài Quarles, Clarida và Bowman, Trump còn đề cử thêm hai thành viên Hội đồng tương lai có trình độ chuyên môn thông thường: giáo sư kinh tế Carnegie Mellon và cựu nhà kinh tế Marvin Goodfriend của Fed Richmond và nhà kinh tế Nellie Liang, cựu giám đốc Ban Ổn định Tài chính của Cục Dự trữ Liên bang. Đề cử của Goodfriend hết hiệu lực sau sự phản đối của Đảng Dân chủ Thượng viện và Đảng Cộng hòa Rand Paul. (Goodfriend qua đời vì bệnh ung thư vào tháng 12 năm 2019.) Liang rút lui khỏi việc xem xét vào tháng 1 năm 2019 trước sự phản đối của các nhà vận động hành lang ngân hàng và các đảng viên Đảng Cộng hòa tại Thượng viện. Sau đó, cô trở thành thứ trưởng phụ trách tài chính nội địa của Bộ trưởng Tài chính Yellen trong chính quyền Biden.

Vào ngày 19 tháng 12 năm 2018, gần cuối năm đầu tiên Powell làm chủ tịch, FOMC đã tăng mục tiêu lãi suất quỹ liên bang lên 2¼–2½ phần trăm. Đây là mức tăng 1/4 điểm thứ chín kể từ khi việc thắt chặt chính sách bắt đầu ba năm trước dưới thời Yellen và là lần thứ tư dưới thời Chủ tịch Powell. Cuộc bỏ phiếu một lần nữa đã được nhất trí. Hóa ra, nó cũng sẽ là một mốc cao đối với lãi suất quỹ, mặc dù Ủy ban đã không thay đổi hướng dẫn trước đó rằng "một số mức tăng dần dần trong phạm vi mục tiêu đối với lãi suất quỹ liên bang sẽ nhất quán". với mục tiêu việc làm và lạm phát của nó.

Thị trường đã biến động mạnh vào mùa thu năm đó, với chỉ số Dow giảm 8,3% trong hai tuần trước thông báo tháng 12. Không nghi ngờ gì về hành động của thị trường, Powell tại cuộc họp báo của mình đã tìm cách đưa ra quan điểm ôn hòa về việc tăng lãi suất

của FOMC và những dự đoán về việc tăng lãi suất tiếp theo. Ông nói: "Chúng tôi đã thấy những diễn biến có thể báo hiệu sự suy giảm nào đó so với những gì chúng tôi đã mong đợi vài tháng trước". Ông lưu ý rằng "một số dòng chảy chéo đã xuất hiện" kể từ cuộc họp tháng 9, bao gồm sự điều tiết trong tăng trưởng kinh tế toàn cầu, biến động thị trường tài chính gia tăng, giảm bớt kích thích từ việc cắt giảm thuế của Trump và các điều kiện tài chính tổng thể thắt chặt hơn. Và ông ấy ám chỉ mạnh mẽ rằng Ủy ban có giới hạn thấp trong việc rút lui khỏi kế hoạch tăng lãi suất tiếp theo. Ông lưu ý rằng mức tăng mới nhất đã đặt lãi suất quỹ "ở mức thấp hơn trong phạm vi ước tính về lãi suất thông thường dài hạn do Ủy ban cung cấp". Điều đó trái ngược với nhận xét trong cuộc phỏng vấn đầu tháng 10 với Judy Woodruff của PBS, một tuần sau lần tăng lãi suất trước đó, khi ông khiến thị trường sôi động khi nói, "Có lẽ chúng ta còn lâu mới đạt đến mức trung lập vào thời điểm này." Mặt khác, Powell báo hiệu sự thiếu linh hoạt trên bảng cân đối kế toán của Fed bằng cách gợi ý rằng việc rút vốn theo kế hoạch là "thí điểm tự động".

Bất chấp những nỗ lực của Powell trong việc xoa dịu cú đòn, thị trường – trong một phản ứng gợi nhớ đến giai đoạn suy thoái nhỏ dưới thời Yellen – rõ ràng đã nghĩ rằng việc thắt chặt của Fed đã đi quá xa và quá nhanh. Bốn lần tăng lãi suất trong năm 2018, hứa hẹn sẽ tăng thêm vào năm 2019 và sự sụt giảm liên tục trong bảng cân đối kế toán - điều mà các nhà giao dịch gọi là "thắt chặt định lượng" - đã góp phần tạo nên một đợt thắt chặt đáng kể trong tương lai, điều này dường như khó biện minh khi đi ngược lại quan điểm bất khả tri. mà Powell đã đề cập đến Jackson Hole hoặc các dòng chảy kinh tế mà ông đã trích dẫn tại cuộc họp báo. Chỉ số Dow Jones giảm thêm 1,5% trong ngày công bố và họp báo. Thị trường tiếp tục sụt giảm sau cuộc họp tháng 12, phản ứng không chỉ với những diễn biến tại Fed mà còn trước những lo ngại về việc tăng trưởng toàn cầu chậm lại, căng thẳng thương mại Mỹ-Trung, thu nhập doanh nghiệp mờ nhạt và bế tắc ngân sách giữa Trump và đảng Dân chủ trong Quốc hội về việc tài trợ cho một bức tường dọc theo biên giới với Mexico. Vào ngày 22 tháng 12, khi cả Trump và

Đảng Dân chủ đều không chịu nhượng bộ, thời gian chính phủ liên bang đóng cửa lâu nhất (ba mươi lăm ngày) đã bắt đầu.

Bloomberg News đưa tin vào ngày 21 tháng 12 rằng Trump đã thảo luận về việc sa thải Powell - một bước đi có tính pháp lý đáng nghi ngờ, vì các thành viên Hội đồng quản trị chỉ có thể bị cách chức "vì có lý do", tức là vì vi phạm luật pháp chứ không phải do khác biệt về chính sách. Nhân viên của Trump đã cố gắng lấy lại báo cáo đó. Nhưng sự không hài lòng của tổng thống là rõ ràng. Vào ngày 24 tháng 12, trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang diễn ra hỗn loạn, ông đã tweet: "Fed giống như một vận động viên chơi gôn mạnh mẽ nhưng không thể ghi bàn vì anh ta không có khả năng chạm bóng - anh ta không thể đánh bóng".

TRỤC

Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán vào cuối năm - đó là tháng 12 tồi tệ nhất đối với thị trường kể từ năm 1931 - đã giúp thuyết phục Powell và các đồng nghiệp của ông rằng bốn lần tăng lãi suất trong năm 2018, với nhiều hứa hẹn hơn, là quá nhiều đối với một nền kinh tế đang phải đối mặt với tình trạng chậm lại. tăng trưởng và căng thẳng thương mại ngày càng trầm trọng. Ông cần báo hiệu một sự thay đổi chính sách. Để thuận tiện, anh ấy đã được lên lịch xuất hiện—cùng với Janet Yellen và tôi—vào ngày 4 tháng 1 năm 2019, tại cuộc họp thường niên của Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ ở Atlanta. Với tư cách là chủ tịch sắp tới của hiệp hội chuyên nghiệp dành cho các nhà kinh tế, tôi đã sắp xếp để Neil Irwin của tờ New York Times phỏng vấn ba chúng tôi cùng nhau trên sân khấu.

Câu hỏi đầu tiên của Irwin dành cho Powell là "Triển vọng của bạn cho năm 2019 và hơn thế nữa là gì?" Đọc từ các ghi chú viết tay, Powell thừa nhận sự cải thiện gần đây trên thị trường lao động, nhưng nhận xét rằng "thị trường tài chính đã gửi đi những tín hiệu khác nhau, những tín hiệu lo ngại về rủi ro suy thoái, về tốc độ tăng trưởng toàn cầu chậm lại, đặc biệt liên quan đến Trung Quốc, về các cuộc đàm phán thương mại đang diễn ra, về những gì đang diễn ra".

có lẽ chúng ta hãy gọi sự không chắc chắn về chính sách chung xuất phát từ Washington. . . .”

Chính sách tiền tệ “chủ yếu liên quan đến quản lý rủi ro”, Powell nói, lặp lại nhận xét của ông vào tháng 8 trước tại hội nghị chuyên đề Jackson Hole. Sau đó, ông nói thêm, “đặc biệt với các chỉ số lạm phát thấp mà chúng tôi đã thấy sắp xuất hiện, chúng tôi sẽ kiên nhẫn theo dõi để xem nền kinh tế phát triển như thế nào”. Ông nhớ lại năm 2016, khi dự báo trung bình của Ủy ban là bốn lần tăng lãi suất, nhưng đối mặt với cuộc suy thoái nhỏ, Ủy ban chỉ nâng mục tiêu lãi suất quỹ một lần. Ông nói: “Không ai biết liệu năm nay có giống năm 2016 hay không, nhưng điều tôi biết là chúng tôi sẽ sẵn sàng điều chỉnh chính sách một cách nhanh chóng và linh hoạt, đồng thời sử dụng tất cả các công cụ của mình để hỗ trợ nền kinh tế nếu điều đó phù hợp.” . . . .”

Thông điệp rút ra là sự kiên nhẫn trong chính sách - không tăng lãi suất nữa trong tương lai gần. Thị trường thở phào nhẹ nhõm khi chỉ số Dow tăng 3,3% trong ngày. Tại cuộc họp tiếp theo, vào ngày 30 tháng 1 năm 2019, FOMC không thay đổi mục tiêu lãi suất quỹ và lặp lại thông điệp của Powell trong tuyên bố của mình: “Ủy ban sẽ kiên nhẫn khi xác định những điều chỉnh trong tương lai đối với phạm vi mục tiêu đối với lãi suất quỹ liên bang có thể là gì”. phù hợp. . . .” Ủy ban đã không đưa ra các dự báo kinh tế tại cuộc họp đó, nhưng tại cuộc họp tiếp theo, vào tháng 3, dự báo lãi suất trung bình là không tăng trong năm 2019 và chỉ tăng một lần vào năm 2020. Ủy ban cũng nêu rõ trong một tuyên bố riêng rằng bảng cân đối kế toán dòng chảy - "thắt chặt định lượng" vốn khiến thị trường lo lắng - không phải là "thí điểm tự động" như Powell đã đề xuất vào tháng 12. Đúng hơn, FOMC đã sẵn sàng ngừng thu hẹp bảng cân đối kế toán nếu tình hình kinh tế hoặc tài chính cho phép. Việc xoay trục chính sách, nhằm đáp ứng các tín hiệu thị trường và triển vọng đang thay đổi, là một bước đi sắc bén nhưng cũng nhất quán với sự nhấn mạnh của Powell vào việc hoạch định chính sách linh hoạt và đáp ứng dữ liệu.

Tuy nhiên, môi trường chính trị đã khiến mọi quyết định chính sách trở nên khó khăn. Tại cuộc họp báo tháng 1, Jim Puzzanghera của tờ Los Angeles Times đã hỏi liệu Fed, trong quá trình chuyển

sang chính sách nới lỏng hơn, có "vừa tuân theo yêu cầu của tổng thống hay không". Powell trả lời: "[W] chúng tôi sẽ luôn làm những gì chúng tôi cho là đúng đắn. Chúng tôi sẽ không bao giờ tính đến những cân nhắc về chính trị hoặc thảo luận về chúng như một phần công việc của mình. Bạn biết đấy, chúng tôi là con người. Chúng ta phạm sai lầm. Nhưng chúng tôi sẽ không phạm sai lầm về tính cách hay tính chính trực."

TRUMP, CHIẾN TRANH THƯƠNG MẠI VÀ CẮT GIẢM BẢO HIỂM

Năm 2019, Powell và các thành viên còn lại của FOMC đã phải đối mặt với áp lực liên tục từ tổng thống. Họ phải tránh "tuân theo" các yêu cầu của Trump nhưng cũng không để mong muốn thể hiện sự độc lập làm sai lệch các quyết định của mình.

Sau tin đồn vào tháng 12 rằng tổng thống đang cân nhắc việc sa thải Powell, các cố vấn của tổng thống bắt đầu sắp xếp một cuộc gặp giữa hai người. Trump và Powell đã không có cuộc thảo luận thực chất kể từ tháng 11 năm 2017 khi đề cử của Powell được công bố. Ngày 4 tháng 2 năm 2019, theo lời mời của tổng thống, Powell và Phó Chủ tịch Clarida đã dùng bữa tối với Trump và Bộ trưởng Tài chính Mnuchin tại Nhà Trắng.

Kể từ thất bại Nixon-Burns, các nhà lãnh đạo Fed thường cố gắng duy trì khoảng cách kín đáo với Nhà Trắng. Giao tiếp với chính quyền chủ yếu thông qua Bộ trưởng Tài chính và các quan chức kinh tế cấp cao khác. Tuy nhiên, các cuộc họp không chính thức giữa chủ tịch Fed và tổng thống vẫn diễn ra. Với tư cách là chủ tịch, tôi ăn trưa vài lần một năm với Tổng thống Bush, người mà tôi đã từng làm việc tại Nhà Trắng. Tôi cũng thỉnh thoảng gặp Tổng thống Obama, thường là để thảo luận về triển vọng kinh tế hoặc các vấn đề pháp lý. Nhưng trước những lời chỉ trích công khai liên tục của Tổng thống Trump và sự nghi ngờ của thị trường rằng ông đã tác động đến chính sách xoay trục của Fed, bữa tối có nguy cơ gây ấn tượng về ảnh hưởng quá mức.

Để ngăn chặn sự hiểu sai – và bất kỳ dòng tweet gây hiểu lầm nào từ tổng thống – Fed đã đưa ra thông cáo báo chí ngay sau bữa tối. Nó viết, "Nhận xét của Chủ tịch Powell [tại bữa tối]. . . nhất quán với nhận xét của ông tại cuộc họp báo tuần trước. Ông ấy không thảo luận về những kỳ vọng của mình đối với chính sách tiền tệ, ngoại trừ việc nhấn mạnh rằng lộ trình của chính sách sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào thông tin kinh tế sắp tới và điều đó có ý nghĩa gì đối với triển vọng." Thông cáo báo chí nhắc lại rằng FOMC sẽ đưa ra quyết định "chỉ dựa trên phân tích cẩn thận, khách quan và phi chính trị".

Trớ trêu thay, sự không hài lòng rõ ràng của tổng thống đối với Fed đã khiến Powell tin tưởng vào những khẳng định lặp đi lặp lại rằng việc ra quyết định của Fed là độc lập và phi chính trị - bất chấp quan điểm ôn hòa. Những bình luận của Trump, trong các cuộc phỏng vấn và tweet, ngày càng gay gắt và cụ thể hơn. Các quan chức hành chính thỉnh thoảng tham gia. Vào ngày 29 tháng 3, Chủ tịch Hội đồng Kinh tế Quốc gia, Larry Kudlow, đã kêu gọi Fed cắt giảm ngay lãi suất 0,5 điểm phần trăm. Vào ngày 5 tháng 4, tổng thống nói với các phóng viên rằng Fed nên cắt giảm lãi suất, và vào ngày 30 tháng 4, ông tweet rằng nền kinh tế sẽ "tăng vọt như tên lửa" nếu Fed hạ lãi suất chuẩn xuống 1 điểm phần trăm. "Họ [các quan chức Fed] không biết gì cả," anh ấy đã tweet vào ngày 11 tháng 6. Powell đã nhận được điện thoại từ Trump vào ngày 8 tháng 3 và ngày 11 tháng 4. Anh ấy sẽ gặp lại Trump và Mnuchin tại Nhà Trắng (không có Clarida) vào năm sau. Tháng 11, với việc Fed một lần nữa đưa ra tuyên bố phủ đầu ngay sau đó.

Thật khó để nói hết mức độ chói tai của các chiến thuật của Trump, đặc biệt khi so sánh với sự tôn trọng cần mẫn của những người tiền nhiệm đối với sự độc lập của Fed. Hiểu được tầm quan trọng của việc không mắc bẫy, các quan chức Fed đã nghiến răng trả lời những câu hỏi không thể tránh khỏi của báo chí về các dòng tweet và bình luận của tổng thống. Trong nhiều thập kỷ, việc chỉ trích tổng thống không phải là một cách hiệu quả để tác động đến chính sách của Fed và cũng không phải lúc này. Kênh ảnh hưởng trực tiếp hơn được tất cả các tổng thống sử dụng là thông qua việc bổ nhiệm vào Hội đồng Dự trữ Liên bang. Bất chấp sự khó chịu của

ông với Fed, những cuộc bổ nhiệm ban đầu của Trump, bao gồm Powell, Clarida và Quarles, đều là những lựa chọn thông thường, đủ tiêu chuẩn, được Thượng viện khen ngợi rộng rãi và dễ dàng xác nhận. Các đề cử tiếp theo của anh ấy cho Marvin Goodfriend và Nellie Liang, cả hai đều không tiến triển, cũng là những lựa chọn chắc chắn. Tuy nhiên, vào mùa xuân năm 2019, tổng thống đã thay đổi cách tiếp cận, đề xuất những người trung thành có tiếng nói, không có bằng cấp thông thường, cho hai ghế Hội đồng trống. Ông ta nêu tên Stephen Moore (một bình luận viên truyền hình và là cựu thành viên ban biên tập tờ Wall Street Journal, người từng làm việc cho tổ chức bảo thủ Heritage Foundation) và Herman Cain (cựu giám đốc điều hành chuỗi cửa hàng Pizza của Bố già và là ứng cử viên tổng thống của Đảng Cộng hòa ở Washington). 2012). Cả hai đều là những người ủng hộ Trump và đã lặp lại lời kêu gọi cắt giảm lãi suất mạnh mẽ của tổng thống. Tuy nhiên, cả hai đều không được đề cử chính thức sau khi các đảng viên Đảng Cộng hòa chủ chốt ở Thượng viện bày tỏ lo ngại - những mối lo ngại mang điềm xấu cho sự độc lập của Fed trong tương lai, liên quan nhiều đến lịch sử cá nhân của hai người hơn là trình độ chuyên môn hoặc quan điểm chính sách của họ. (Cain qua đời vào tháng 7 năm 2020 sau khi xét nghiệm dương tính với vi rút COVID-19.)

Vào tháng 1 năm 2020, Trump sẽ đưa ra một đề cử độc đáo khác cho Hội đồng quản trị—nhà văn bảo thủ Judy Shelton. Shelton, một người ủng hộ lâu năm việc quay trở lại chế độ bản vị vàng (và các quan điểm cực đoan khác, chẳng hạn như bãi bỏ bảo hiểm tiền gửi), đã thuận tiện đảo ngược quan điểm diều hâu, cứng rắn về tiền bạc của mình để ủng hộ lập trường dễ kiếm tiền của Trump. Shelton được ghép đôi với một ứng cử viên thông thường, Christopher Waller, giám đốc nghiên cứu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis và cựu giáo sư kinh tế tại Notre Dame. Tuy nhiên, Shelton cũng thiếu sự ủng hộ của Thượng viện, trong trường hợp này vì quan điểm trái ngược và không nhất quán của cô ấy, và cô ấy không được xác nhận. (Waller sẽ được xác nhận vào tháng 12 năm 2020.) Chắc chắn có những ứng cử viên cho Hội đồng quản trị sẽ ủng hộ các ưu tiên chính sách của Trump và có thể được xác nhận, nhưng

xu hướng đề cử bên lề của tổng thống đã khiến ông mất cơ hội gián tiếp chỉ đạo các chính sách tiền tệ và điều tiết của Fed. .

Ngoài việc chỉ trích chính sách tiền tệ, Trump còn gây thêm bất ổn kinh tế bằng cách bác bỏ quan điểm quốc tế nói chung của các chính quyền trước đây của cả hai đảng. Ông theo đuổi một cuộc chiến thương mại đa mặt, áp đặt hoặc tăng thuế (thuế nhập khẩu) đối với nhiều sản phẩm và đối tác thương mại khác nhau, từ đó gây ra các đợt tăng thuế trả đũa. Dự báo tác động của cuộc chiến thương mại là một thách thức đối với các nhà kinh tế của Fed. Lý thuyết kinh tế tiêu chuẩn cho rằng thương mại giữa các quốc gia mang lại lợi ích chung vì nó cho phép các quốc gia chuyên môn hóa vào hàng hóa và dịch vụ mà họ sản xuất tương đối hiệu quả hơn. Thay vào đó, tổng thống có quan điểm tổng bằng không về thương mại, lập luận rằng nếu quốc gia A xuất khẩu sang quốc gia B nhiều hơn nhập khẩu thì A sẽ thắng và B sẽ thua. Nhìn rộng hơn, ông coi các hạn chế thương mại là công cụ để đạt được các mục tiêu chính trị, chẳng hạn như cô lập các chế độ không thân thiện. Quốc hội đã trao cho tổng thống quyền quyết định đáng kể đối với các quy tắc thương mại, vì vậy Trump có thể áp đặt—hoặc đe dọa áp đặt—thuế quan ít nhiều theo ý muốn.

Các cuộc xung đột thương mại của tổng thống đã lên xuống trong suốt năm 2018 và đầu năm 2019. Vào ngày 5 tháng 5 năm 2019, Trump tuyên bố Hoa Kỳ sẽ tăng mức thuế 10% đã công bố trước đó đối với 200 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc lên mức trừng phạt 25%. Vào ngày 30 tháng 5, Trump đe dọa sẽ áp dụng mức thuế lên tới 25% đối với tất cả hàng hóa của Mexico trừ khi Mexico làm nhiều hơn để ngăn chặn dòng người di cư Trung Mỹ qua lãnh thổ của mình và vào Hoa Kỳ. So với cùng kỳ tháng 5, chỉ số Dow giảm 6,4%.

Trong một cuộc chiến tranh thương mại ăn miếng trả miếng, giống như cuộc chiến do Trump châm ngòi, người tiêu dùng phải đối mặt với mức giá cao hơn đối với hàng hóa nhập khẩu chịu thuế, và do bị trả đũa, các nhà xuất khẩu (chẳng hạn như nông dân Mỹ) sẽ khó bán sản phẩm của họ ra nước ngoài hơn. Một số nhà sản xuất trong nước có thể được hưởng lợi nếu thuế quan làm tăng giá hàng hóa nhập khẩu cạnh tranh. Những tác động trực tiếp này tương đối

dễ đo lường bằng cách xem xét những thay đổi về giá cả và số lượng hàng hóa được giao dịch sau các hạn chế thương mại. Trái ngược với tuyên bố của chính quyền, các nghiên cứu phát hiện ra rằng chi phí do thuế quan áp đặt chủ yếu do người tiêu dùng và doanh nghiệp Mỹ gánh chịu. Trump đã ngầm thừa nhận quan điểm đó bằng cách chỉ đạo trợ cấp cho những nông dân chịu thiệt hại trong cuộc chiến thương mại, như khi Trung Quốc cấm vận đậu nành của Mỹ. Đến năm 2020, các khoản trợ cấp lên tới 50 tỷ USD, chiếm hơn 1/3 thu nhập của nông dân. Mặc dù thuế quan dẫn đến việc tăng thuế đối với người Mỹ, nhưng tác động trực tiếp của việc tăng đó không đủ lớn hoặc trên diện rộng để ảnh hưởng đáng kể đến việc làm hoặc lạm phát tổng hợp của Hoa Kỳ.

Cái giá phải trả lớn hơn, nếu gián tiếp hơn, của các cuộc chiến tranh thương mại là sự bất ổn mà chúng tạo ra về toàn cầu hóa và mối quan hệ của Mỹ với các nước khác, đặc biệt là Trung Quốc. Nền kinh tế toàn cầu ngày càng trở nên hội nhập và không chỉ thông qua việc gia tăng thương mại về hàng hóa và dịch vụ mà cuối cùng người tiêu dùng mua. Với sự phát triển của chuỗi cung ứng toàn cầu, quy trình sản xuất ngày càng mở rộng biên giới quốc gia, trong đó các nhà sản xuất phụ thuộc vào đầu vào từ nhiều quốc gia. Không thể biết được những tác động lâu dài của chính sách thương mại của Trump đối với hệ thống phụ thuộc lẫn nhau phức tạp này. Có lẽ các cuộc chiến thương mại sẽ nhanh chóng được giải quyết với những thay đổi khiêm tốn đối với thương mại toàn cầu và thậm chí một số nhượng bộ có lợi từ các đối tác thương mại của Mỹ. Nhưng có lẽ chúng sẽ dẫn đến sự đảo ngược xu hướng hướng tới thương mại cởi mở hơn – nói một cách cực đoan là nền kinh tế Mỹ "tách rời" khỏi Trung Quốc và các đối tác thương mại khác – điều này sẽ làm tăng chi phí sản xuất trong nhiều ngành và làm chậm mức tăng sản lượng và mức sống trung bình.

Thị trường phản ứng xấu với sự không chắc chắn, như thị trường chứng khoán đã chứng minh. Sự không chắc chắn cũng có thể có hại cho toàn bộ nền kinh tế nếu, ví dụ, các công ty trì hoãn đầu tư vốn hoặc tuyển dụng cho đến khi họ có thêm thông tin về khả năng tiếp cận các nhà cung cấp và thị trường nước ngoài. Thật vậy, FOMC đã lưu ý tại cuộc họp tháng 5 năm 2019 rằng đầu tư kinh doanh đã

chậm lại trong quý đầu tiên và tại các cuộc họp tháng 6 và tháng 7, khoản đầu tư đó vẫn ở mức thấp, bất chấp việc cắt giảm thuế doanh nghiệp gần đây của Hoa Kỳ. Các nền kinh tế châu Âu và Nhật Bản – cởi mở hơn với thương mại so với Hoa Kỳ – cũng đang chậm lại, với sự bất ổn về thương mại là một yếu tố quan trọng.

Khi những người tham gia FOMC cố gắng đánh giá mức độ mà các cuộc chiến thương mại, kích thích tài chính giảm dần và nền kinh tế toàn cầu yếu hơn đang kìm hãm sự tăng trưởng của Hoa Kỳ vào mùa xuân năm 2019, họ cũng ghi nhận một hiện tượng trên thị trường trái phiếu: đường cong lợi suất đảo ngược. Đường cong lợi suất bị đảo ngược khi lãi suất dài hạn (chẳng hạn như trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm) thấp hơn lãi suất ngắn hạn (ví dụ như trái phiếu kho bạc kỳ hạn ba tháng). Sau một thời gian ngắn đảo ngược vào tháng 3, đường cong lợi suất đảo ngược rõ ràng hơn vào tháng 5 và tiếp tục đảo ngược trong suốt mùa hè, với lợi suất kỳ hạn 10 năm giảm nửa điểm phần trăm so với lợi suất kỳ hạn 3 tháng vào cuối tháng 8.

Các nhà hoạch định chính sách và người tham gia thị trường chú ý vì đường cong lợi suất đảo ngược thường dự đoán suy thoái. Tại sao? Một lời giải thích cho rằng đường cong lợi suất đảo ngược là tín hiệu của chính sách tiền tệ thắt chặt. Lãi suất ngắn hạn có thể được coi là thước đo quan điểm hiện tại của chính sách tiền tệ, trong khi lãi suất dài hạn - phản ánh mức lãi suất ngắn hạn trung bình dự kiến trong tương lai - có thể được coi là một đại diện. đối với lãi suất trung lập, R*. Theo logic này, khi đường cong lợi suất bị đảo ngược, chính sách tiền tệ bị hạn chế - lãi suất ngắn hạn ở trên mức trung tính - điều này có thể báo trước một cuộc suy thoái. Nói cách khác, đường cong lợi suất đảo ngược cho thấy rằng các nhà giao dịch trái phiếu kỳ vọng Fed sẽ cắt giảm lãi suất ngắn hạn trong vài năm tới, cho thấy rằng họ nhận thấy nền kinh tế đang suy thoái sắp xảy ra.

Liệu đường cong lợi suất đảo ngược có báo trước một cuộc suy thoái trong trường hợp này hay không vẫn còn được tranh luận rộng rãi. Các yếu tố khác, chẳng hạn như việc nới lỏng định lượng đang diễn ra ở châu Âu và Nhật Bản và quy mô bảng cân đối kế toán vẫn còn lớn của Fed, có thể giúp giải thích tại sao lãi suất dài hạn trên toàn thế giới lại thấp bất thường. Một yếu tố khác có thể xảy ra là,

với lạm phát thấp và dự kiến sẽ duy trì như vậy, các trái chủ dài hạn không yêu cầu thêm lợi nhuận để bù đắp cho họ rủi ro lạm phát. Tuy nhiên, cùng với những bất ổn trong chiến tranh thương mại và một số dấu hiệu khác cho thấy nền kinh tế đang chậm lại, đường cong lợi suất đảo ngược làm tăng mối lo ngại tại Fed rằng chính sách vẫn quá thắt chặt. Vào ngày 4 tháng 6, trong một bài phát biểu tại Chicago, Powell đưa ra gợi ý đầu tiên rằng ông đang nghĩ đến việc cắt giảm lãi suất. "Chúng tôi đang theo dõi chặt chẽ tác động của những diễn biến [thương mại] này đối với triển vọng kinh tế Hoa Kỳ và như mọi khi, chúng tôi sẽ hành động phù hợp để duy trì đà tăng trưởng. . . anh ấy nói. Để phản ứng lại, chỉ số Dow đã tăng 2,1%.

Tuy nhiên, Trump lại gia tăng áp lực. Vào ngày 18 tháng 6, Bloomberg News đưa tin rằng Nhà Trắng đang khám phá tính hợp pháp của việc tước bỏ chức chủ tịch của Powell và giáng chức ông xuống chỉ còn là thành viên Hội đồng quản trị. Khi được các phóng viên hỏi cùng ngày liệu ông có muốn giáng chức Powell hay không, Trump trả lời: "Chà, hãy xem ông ấy làm gì."

Vào ngày 19 tháng 6 năm 2019, Ủy ban đã bỏ phiếu với tỷ lệ 9–1 để duy trì mục tiêu lãi suất quỹ liên bang ở mức 2¼–2½ phần trăm. Chủ tịch Fed St. Louis Bullard không đồng tình (người bất đồng quan điểm đầu tiên trong nhiệm kỳ của Powell) ủng hộ việc cắt giảm 1/4 điểm. Tuy nhiên, biểu đồ chấm cho thấy rõ rằng quan điểm đối với Ủy ban đang thay đổi. Mặc dù phần lớn những người tham gia dự kiến sẽ không có thay đổi lãi suất nào vào cuối năm 2019, nhưng bảy trong số 17 người tham gia dự kiến sẽ có hai lần cắt giảm lãi suất vào cuối năm và một người tham gia dự kiến sẽ chỉ có một lần cắt giảm lãi suất. Trong cuộc họp báo của mình, Powell cho biết Ủy ban nhận thấy "không có trường hợp chắc chắn nào" về việc nới lỏng chính sách tiền tệ ngay lập tức. Tuy nhiên, trong khi cẩn thận không phản đối giá trị của các chính sách thương mại của tổng thống, ông lưu ý rằng chúng đang tạo ra sự bất ổn lớn hơn cho hoạt động kinh doanh và khiến tâm lý trên thị trường tài chính trở nên xấu đi. Rõ ràng FOMC đang nghiêng về hướng nào.

Tại cuộc họp báo, Heather Long của Washington Post đã hỏi Powell về lời đe dọa giáng chức ông của Trump. Ông trả lời: "Tôi

nghĩ luật pháp đã quy định rõ rằng tôi có nhiệm kỳ 4 năm [với tư cách là chủ tịch] và tôi hoàn toàn có ý định thực hiện nhiệm kỳ đó".

Việc cắt giảm lãi suất được báo trước, cùng với việc Fed sớm kết thúc bảng cân đối kế toán, đã diễn ra tại cuộc họp tiếp theo, vào cuối tháng 7. Trong cuộc họp báo của mình, Powell giải thích việc cắt giảm bằng cách nói rằng nó "nhằm bảo hiểm trước những rủi ro giảm giá. . . ." Nói cách khác, mặc dù chưa thấy rõ sự chậm lại nhưng việc cắt giảm lãi suất nhằm bảo vệ nền kinh tế Mỹ khỏi những rủi ro do bất ổn thương mại, sự chậm lại của nền kinh tế toàn cầu và các yếu tố khác. Ngôn ngữ này nghe giống như cách tiếp cận quản lý rủi ro của Alan Greenspan, mà Powell đã ca ngợi trong bài phát biểu tại Jackson Hole một năm trước đó – lời khen ngợi mà ông sẽ lặp lại trong bài phát biểu thứ hai về Jackson Hole vào tháng sau. Hai thành viên FOMC bất đồng quan điểm. Trong một tuyên bố có trong biên bản cuộc họp, Esther George của Thành phố Kansas đã bác bỏ lập luận về bảo hiểm, nói rằng việc cắt giảm sẽ chỉ được biện minh bằng bằng chứng về "triển vọng yếu hơn về mặt vật chất". Trong tuyên bố bất đồng quan điểm của mình, Eric Rosengren của Boston lo lắng rằng việc hạ lãi suất quá xa sẽ làm tăng rủi ro đối với sự ổn định tài chính.

Như thường lệ, những người tham gia thị trường và những người theo dõi Fed khác cố gắng đoán xem liệu đợt cắt giảm lãi suất này có được những đợt cắt giảm lãi suất khác làm theo hay không. Tại cuộc họp báo của mình, Powell dường như cho thấy mức độ sẵn sàng nới lỏng chính sách của Fed còn hạn chế. Ông gọi việc cắt giảm lãi suất là một "sự điều chỉnh giữa chu kỳ", trái ngược với việc bắt đầu một chuỗi cắt giảm lãi suất kéo dài. Ngày hôm sau, 1 tháng 8, Trump đe dọa sẽ áp thêm thuế đối với hàng hóa Trung Quốc và Trung Quốc đã ngừng mua nông sản của Mỹ vào ngày 5 tháng 8. Sự xung đột thương mại, cùng với nhận thức rằng Fed có thể không hành động nhiều hơn nữa, đã khiến chỉ số Dow Jones giảm 6,3 điểm. phần trăm từ trước cuộc họp FOMC ngày 30-31 tháng 7 cho đến ngày 14 tháng 8.

Bất chấp việc cắt giảm lãi suất, lần đầu tiên của Fed trong một thập kỷ, Trump vẫn tiếp tục tấn công chủ tịch Fed. Vào ngày 14 tháng 8, ông gọi Powell là "kẻ không biết gì". Vào ngày 19 tháng 8,

ông chỉ trích Powell là "thiếu tầm nhìn khủng khiếp". Vào ngày 22 tháng 8, Trump tuyên bố việc bán trái phiếu lãi suất âm của Đức đã mang lại cho nước này lợi thế cạnh tranh so với Hoa Kỳ. Tất nhiên, trái phiếu chính phủ lãi suất âm trên thực tế là dấu hiệu cho thấy khu vực đồng euro đang suy yếu hơn là sức mạnh. Chúng phản ánh sự thiếu cơ hội đầu tư tư nhân, nhu cầu của các nhà đầu tư châu Âu về nơi trú ẩn an toàn trong bối cảnh kinh tế bất ổn và những nỗ lực tích cực của Ngân hàng Trung ương châu Âu nhằm kích thích nền kinh tế khu vực đồng euro.

Vào ngày 23 tháng 8, cùng ngày Powell phát biểu tại Jackson Hole, Trump hỏi, ". . . Ai là kẻ thù lớn hơn của chúng ta?"—Powell hay Chủ tịch Trung Quốc Tập Cận Bình. Dòng tweet được đưa ra ngay cả khi Powell, trong bài phát biểu của mình, chuẩn bị ra hiệu ít nhất một lần cắt giảm lãi suất nữa bằng cách lặp lại: "Chúng tôi sẽ hành động phù hợp để duy trì đà tăng trưởng", sau khi trích dẫn các mức thuế mới của Trung Quốc, tình trạng hỗn loạn tài chính và hàng loạt rủi ro địa chính trị, "bao gồm khả năng xảy ra Brexit cứng ngày càng tăng, căng thẳng gia tăng ở Hồng Kông và sự giải thể của chính phủ Ý". Vào ngày 28 tháng 8, Trump cho biết Fed không thể "tinh thần" theo kịp các nước đối thủ cạnh tranh. Vào ngày 11 tháng 9, ông ấy đã kêu gọi Fed "giảm lãi suất của chúng tôi xuống ZERO hoặc ít hơn," gắn nhãn FOMC, trong dòng tweet thứ hai, "Boneheads".

Tại cuộc họp tháng 9, FOMC, đúng như dự kiến, đã cắt giảm phạm vi mục tiêu cho lãi suất quỹ thêm một phần tư điểm, xuống còn 1¾–2%. Giống như tại cuộc họp vào tháng 7, Ủy ban cho biết trong tuyên bố của mình rằng họ sẽ "hành động phù hợp để duy trì việc mở rộng", khiến họ sẵn sàng cắt giảm thêm. Tại cuộc họp báo vào ngày 18 tháng 9, Powell một lần nữa trích dẫn lý do bảo hiểm để nới lỏng. Khi được hỏi về việc sử dụng thuật ngữ "điều chỉnh giữa chu kỳ", ông lưu ý đến hai giai đoạn trước đây—1995–96 và 1998, đều dưới thời Greenspan. Mỗi lần bao gồm ba lần cắt giảm lãi suất một phần tư điểm. Suy luận hợp lý rằng việc cắt giảm lãi suất lần thứ ba có thể xảy ra tại cuộc họp sắp tới đã bị suy giảm ở một mức độ nào đó bởi thực tế là phần lớn những người tham gia FOMC không dự đoán một đợt cắt giảm lãi suất khác vào năm 2019.

Nhưng lần cắt giảm lãi suất thứ ba đã đến vào thời điểm tiếp theo. cuộc họp vào ngày 30 tháng 10. Tuy nhiên, lần này, Ủy ban đã bỏ ngôn ngữ rằng họ sẽ "hành động phù hợp", cho thấy họ đã thực hiện nới lỏng, ít nhất là trong thời điểm hiện tại. Trong cuộc họp báo của mình, Powell đã xác nhận ấn tượng đó, nói rằng chính sách tiền tệ hiện đang "ở vị trí tốt" và rằng sự thay đổi trong chính sách sẽ đòi hỏi "sự đánh giá lại quan trọng về triển vọng của chúng tôi".

Trình tự ba cảnh từ tháng 7 đến tháng 10 dường như đã phát huy tác dụng. Trước khi cắt giảm, thị trường tài chính đã dự đoán khả năng xảy ra suy thoái kinh tế là rất lớn. Những lo ngại đó phần lớn đã tan biến vào tháng 10. Tăng trưởng kinh tế và tạo việc làm tăng lên và thị trường tài chính ổn định. Đáng chú ý, đường cong lợi suất không còn bị đảo ngược, cho thấy các nhà giao dịch trái phiếu không còn chứng kiến suy thoái kinh tế sắp xảy ra. Nhìn chung, chính sách tiền tệ ba bước trong năm 2019 – xoay trục, tạm dừng và cắt giảm lãi suất bảo hiểm – đã giúp nền kinh tế vượt qua các cuộc chiến thương mại và các nguồn bất ổn khác. Có vẻ như Fed Powell đã thực hiện một cuộc hạ cánh nhẹ nhàng như Alan Greenspan đã làm vào giữa những năm 1990.

Tuy nhiên, nếu các chính sách năm 2019 của Powell mang hơi hướng Greenspan, thì vẫn còn tranh cãi liệu ba lần cắt giảm lãi suất vào mùa hè và mùa thu có phải là đợt cắt giảm bảo hiểm thực sự hay không, theo nghĩa của Greenspan. Ví dụ, việc cắt giảm lãi suất của Greenspan trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1998 đã giúp bảo vệ trước những rủi ro đối với tăng trưởng và việc làm, nhưng giống như bất kỳ chính sách bảo hiểm nào, chúng có một khoản phí bảo hiểm, cụ thể là làm tăng rủi ro lạm phát cao hơn. Vì lý do này, khi tình trạng suy thoái kinh tế không thành hiện thực, Fed Greenspan đã đảo ngược việc cắt giảm và hơn thế nữa, cuối cùng đã tăng lãi suất lên tổng cộng 1¾ điểm phần trăm so với mức thấp năm 1998. Ngược lại, việc cắt giảm của Powell có thể được biện minh dựa trên những lý do phi bảo hiểm, cả do suy thoái kinh tế đang gia tăng và do lạm phát, ngoại trừ trong thời gian ngắn, vẫn ở dưới mục tiêu và cho thấy rất ít động lực tăng trưởng. Do đó, không giống như việc cắt giảm bảo hiểm thực sự, việc giảm lãi suất năm 2019 không liên quan đến việc phải trả phí bảo hiểm — trừ khi bạn

tính đến những lo ngại của Eric Rosengren về sự ổn định tài chính — và chúng cũng không được cho là sẽ sớm được đảo ngược. Tất nhiên, thuật ngữ này ít quan trọng hơn kết quả. Dù sự thay đổi chính sách được gọi là gì, tính đến cuối năm 2019, nó dường như là một phản ứng nhanh nhẹn trước một loạt tình huống phức tạp, tránh được những gì có thể là một cuộc suy thoái kinh tế đau đớn.

FED LẮNG NGHE: ĐÁNH GIÁ CHIẾN LƯỢC

Không có gì lạ khi các ngân hàng trung ương định kỳ xem xét các khuôn khổ hoặc chiến lược trí tuệ hướng dẫn các lựa chọn chính sách của họ. Ngân hàng Canada xem xét khuôn khổ của mình 5 năm một lần và đánh giá của Ngân hàng Nhật Bản vào năm 2016 đã dẫn đến những thay đổi lớn trong cách tiếp cận chính sách của ngân hàng này, bao gồm cả quyết định nhắm trực tiếp vào lãi suất dài hạn hơn ("kiểm soát đường cong lợi suất"). Fed đã thực hiện những đánh giá như vậy một cách từng phần, gần đây nhất là trước khi chúng tôi đưa ra mục tiêu lạm phát vào năm 2012. Tuy nhiên, những thách thức chính sách sau cuộc khủng hoảng tài chính đã thu hút toàn bộ sự chú ý của các nhà hoạch định chính sách và nhân viên Fed, cản trở việc tự kiểm tra toàn diện hơn.

Vào năm 2018, với nền kinh tế ở trạng thái tương đối tốt và lãi suất được dỡ bỏ về mức 0, đây dường như là thời điểm thích hợp để nhìn lại thập kỷ qua và rút ra một số bài học. Vào tháng 11, Powell đã thông báo rằng Fed trong năm tới sẽ "xem xét lại các chiến lược, công cụ và phương thức truyền thông" mà Fed đã sử dụng để theo đuổi nhiệm vụ của mình. Powell cho biết, quá trình đánh giá sẽ bao gồm "việc tiếp cận với nhiều bên liên quan quan tâm".

Powell giao Phó Chủ tịch Clarida phụ trách việc xem xét. Clarida, trong một bài phát biểu vào tháng 2 năm 2019, cho biết việc đánh giá sẽ coi nhiệm vụ kép theo luật định của Fed là điều hiển nhiên. Ông nói thêm rằng mục tiêu lạm phát 2% hiện tại của Ủy ban là "phù hợp nhất" với nhiệm vụ—do đó loại trừ các đề xuất của một số nhà kinh tế nhằm nâng mục tiêu này như một biện pháp đẩy lãi suất

chính sách trung lập (R*) lên cao hơn giới hạn dưới hiệu quả của nó. . Clarida nói rằng việc đánh giá sẽ tập trung vào ba câu hỏi. Đầu tiên, Fed có nên tiếp tục chiến lược lạm phát mục tiêu được áp dụng vào năm 2012 hay không? Cụ thể, liệu khung chính sách có thể được thay đổi theo cách giúp Fed đối phó tốt hơn với những hạn chế của giới hạn dưới hiệu quả không? Thứ hai, các công cụ mới để hướng dẫn trước và nới lỏng định lượng đã có hiệu quả sau cuộc khủng hoảng, nhưng với những lo ngại ngày càng tăng về giới hạn dưới, liệu chúng đã đủ chưa? Để đảm bảo có thể cung cấp đủ kích thích khi cần thiết, Fed có nên áp dụng các công cụ bổ sung, bao gồm một số công cụ đã có trong bộ công cụ của các ngân hàng trung ương lớn khác không? Cuối cùng, Fed có nên sửa đổi cách tiếp cận truyền đạt chính sách của mình không?

Lời hứa tiếp cận cộng đồng của Powell đã được hiện thực hóa trong mười lăm sự kiện "Fed Listens" công khai tại Hội đồng quản trị ở Washington và tại các Ngân hàng Dự trữ trên toàn quốc. Danh sách những người tham gia được mời vượt xa các cố vấn điển hình hơn của Fed – các nhà kinh tế hàn lâm, người tham gia thị trường, chủ ngân hàng và doanh nhân – và bao gồm các chuyên gia phát triển cộng đồng, quan chức công đoàn, lãnh đạo các nhóm đại diện cho thiểu số và người cao tuổi cũng như những công dân bình thường. Các sự kiện này đã giúp các nhà hoạch định chính sách có cơ hội chứng minh rằng các chính sách của Fed nhằm mục đích mang lại lợi ích cho công chúng chứ không phải cho các nhóm lợi ích đặc biệt như các chủ ngân hàng Phố Wall. Thông điệp này phù hợp với những nỗ lực của Powell, trong các cuộc họp báo và lời khai, nhằm giải thích các quyết định về chính sách tiền tệ "bằng tiếng Anh đơn giản". Các nhà hoạch định chính sách tham dự sự kiện Fed Listens cũng tìm hiểu thêm về nhận thức của công chúng về Fed và các chính sách của tổ chức này. Họ được nhắc đi nhắc lại rằng thị trường lao động chặt chẽ mang lại nhiều lợi ích. Với nhu cầu về lao động mạnh mẽ, ngày càng có nhiều người bị lôi kéo vào lực lượng lao động, đặc biệt là những người ở cộng đồng thiểu số và thu nhập thấp. Với lạm phát cũng ở mức thấp và có ít dấu hiệu phục hồi, phản hồi này đã củng cố cam kết của Powell và các đồng nghiệp tại FOMC trong việc thúc đẩy một thị trường lao động mạnh mẽ hơn nữa.

Quá trình đánh giá dự kiến sẽ kết thúc vào giữa năm 2020 nhưng đại dịch COVID-19 đã trì hoãn quá trình hoàn thành trong vài tháng — ngay cả khi cuộc suy thoái mới do đại dịch gây ra sẽ khiến các kết luận của cuộc đánh giá trở nên phù hợp và cấp bách hơn.

THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ TUYỆT VỜI

Một vấn đề mang tính kỹ thuật hơn nhưng mang tính hậu quả cũng thu hút sự chú ý của FOMC—các phương pháp sẽ được sử dụng để thực hiện chính sách tiền tệ trong tương lai, còn được gọi là khung điều hành (ngược lại với khung chính sách). Câu hỏi đặt ra là, một khi các nhà hoạch định chính sách thiết lập chính sách bằng cách chọn một phạm vi lãi suất quỹ liên bang, làm thế nào họ có thể đảm bảo lãi suất quỹ liên bang vẫn nằm trong phạm vi đó? Rõ ràng, chính sách tiền tệ hiệu quả đòi hỏi Fed phải kiểm soát chặt chẽ hợp lý lãi suất ngắn hạn. Hơn nữa, việc lựa chọn khuôn khổ điều hành có liên quan chặt chẽ đến câu hỏi bảng cân đối kế toán của Fed sẽ lớn đến mức nào trong dài hạn.

Trước cuộc khủng hoảng tài chính, FOMC đã thực hiện chính sách tiền tệ thông qua chế độ "dự trữ khan hiếm". Fed kiểm soát lãi suất quỹ liên bang bằng cách thay đổi nguồn cung dự trữ trong hệ thống ngân hàng, điều này được thực hiện bằng cách bán chứng khoán Kho bạc trên thị trường mở để tiêu hao dự trữ hoặc mua chúng để bổ sung dự trữ. Cách tiếp cận này yêu cầu giám sát chặt chẽ nhu cầu dự trữ của ngân hàng. Ví dụ, nhu cầu về dự trữ thường tăng cùng với chi tiêu của người tiêu dùng trong kỳ nghỉ lễ và khi thực hiện thanh toán thuế hàng quý. Khi nhu cầu dự trữ của các ngân hàng biến động, Fed New York đã tham gia vào các hoạt động thị trường mở thường xuyên (gần như hàng ngày) để giữ lãi suất ở mức mục tiêu.

Với sự ra đời của chính sách nới lỏng định lượng vào năm 2008, Fed đã chuyển đổi sang một khuôn khổ hoạt động mới một cách hiệu quả, được gọi là hệ thống "dự trữ dồi dào". Bởi vì Fed chi trả cho việc mua chứng khoán của mình bằng cách tạo ra dự trữ ngân

hàng, nên các ngân hàng sau cuộc khủng hoảng đều nắm giữ nhiều dự trữ hơn so với trước đây. Với dự trữ vượt xa nhu cầu thông thường hàng ngày của họ, các ngân hàng có rất ít lý do để vay dự trữ từ các ngân hàng khác, kết quả là lãi suất vốn - lãi suất trả cho các khoản vay liên ngân hàng - vẫn gần bằng 0. Tất nhiên, từ năm 2008 đến năm 2015, lãi suất quỹ gần bằng 0 phù hợp với nỗ lực của FOMC nhằm khuyến khích tăng trưởng kinh tế và đưa lạm phát lên mục tiêu.

Khi đến thời điểm bắt đầu thắt chặt chính sách tiền tệ, Fed phải đảm bảo rằng họ có thể tăng lãi suất khi cần thiết. Với lượng dự trữ dồi dào trong hệ thống, các hoạt động thị trường mở truyền thống sẽ không thể thực hiện được điều này. Thay vào đó, Fed đã đẩy lãi suất quỹ cao hơn bằng cách tăng lãi suất trả cho các ngân hàng bằng khoản dự trữ của họ, sử dụng thẩm quyền được Quốc hội cấp lần đầu tiên vào năm 2008. Tuy nhiên, cũng như năm 2008, các yếu tố kỹ thuật đã gây ra sự trượt giá giữa lãi suất dự trữ và lãi suất dự trữ. tỷ lệ quỹ. Để cải thiện khả năng kiểm soát lãi suất ngắn hạn, vào tháng 9 năm 2013, Fed đã tạo ra một cơ chế cho phép một số tổ chức phi ngân hàng đủ điều kiện, chẳng hạn như các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ và GSE, thực hiện các khoản tiền gửi ngắn hạn hiệu quả với Fed. Những khoản tiền gửi này kiếm được một mức lãi suất khác, thấp hơn một chút, do Fed quy định, được gọi là tỷ lệ mua lại đảo ngược qua đêm, hoặc tỷ lệ ONRRP. Thông qua việc quản lý hai lãi suất được quản lý, lãi suất dự trữ và tỷ lệ ONRRP, Fed đã thành công trong việc giữ lãi suất cơ bản gần mục tiêu trong quá trình nâng lãi suất, bất chấp lượng dự trữ dồi dào được hệ thống ngân hàng nắm giữ.

Khi việc thắt chặt được tiến hành, FOMC phải quyết định xem có nên tiếp tục sử dụng khuôn khổ dự trữ dồi dào mới hay thay vào đó quay trở lại phương pháp dự trữ khan hiếm trước khủng hoảng. Vào tháng 1 năm 2019, FOMC đã áp dụng vĩnh viễn phương pháp dự trữ dồi dào. Khung này đơn giản hơn. Nó không yêu cầu giám sát và điều chỉnh liên tục nguồn cung dự trữ để giữ lãi suất chính sách ở mức mục tiêu - một lý do khiến phương pháp dự trữ dồi dào từ lâu đã được hầu hết các ngân hàng trung ương lớn sử dụng. Và nó có ít nhất hai lợi thế quan trọng khác: Thứ nhất, Fed có thể một lúc nào

đó lại phải sử dụng QE, mở rộng bảng cân đối kế toán và số lượng dự trữ ngân hàng. Nếu vậy, cách tiếp cận dự trữ dồi dào sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc tăng lãi suất khi đến thời điểm rời khỏi thị trường, như đã từng xảy ra từ năm 2015 đến năm 2018. Thứ hai, mức dự trữ tăng lên trong hệ thống ngân hàng được ngụ ý bởi phương pháp dự trữ dồi dào sẽ thúc đẩy sự ổn định tài chính bằng cách làm cho các ngân hàng ít bị tổn thương hơn trước việc mất nguồn vốn ngắn hạn trong thời kỳ hoảng loạn. Quả thực, các quy định mới sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã yêu cầu các ngân hàng phải nắm giữ số lượng tài sản lưu động ngày càng tăng, bao gồm cả dự trữ.

Việc áp dụng phương pháp dự trữ dồi dào cũng có nghĩa là bảng cân đối kế toán của Fed sẽ vĩnh viễn lớn hơn nhiều so với trước đây. Cách tiếp cận này giả định rằng nguồn cung dự trữ đáp ứng đầy đủ nhu cầu của ngân hàng và những nhu cầu đó (vì cả lý do quản lý và phòng ngừa) đã tăng lên rất nhiều kể từ cuộc khủng hoảng tài chính. Mặt khác, trong nguyên tắc rút lui vào tháng 6 năm 2011, FOMC đã hứa rằng bảng cân đối kế toán sẽ không lớn hơn mức cần thiết để thực hiện hiệu quả chính sách tiền tệ. Cùng với nhau, những điều kiện đó ngụ ý rằng Fed sẽ hướng tới một bảng cân đối kế toán đủ lớn để đảm bảo dự trữ ngân hàng dồi dào trong hầu hết hoặc tất cả các điều kiện, nhưng không lớn hơn thế nhiều.

Bởi vì không ai thực sự biết mức dự trữ sẽ đáp ứng nhu cầu của ngân hàng trong hầu hết các trường hợp, mức lý tưởng của bảng cân đối kế toán của Fed sẽ phải được xác định bằng phương pháp thử và sai. Tại cuộc họp tiếp theo vào tháng 3 năm 2019, FOMC thông báo rằng vào tháng 5, họ sẽ bắt đầu làm chậm quá trình thu hẹp bảng cân đối kế toán, theo dõi chặt chẽ dự trữ ngân hàng và hành vi của thị trường quỹ liên bang. Fed đã tạm dừng dòng chảy vào tháng 8, với tổng tài sản khoảng 3,75 nghìn tỷ USD, giảm từ mức 4,5 nghìn tỷ USD khi bắt đầu tăng lãi suất vào tháng 10 năm 2017. Dự trữ ngân hàng giảm nhiều hơn, từ mức cao nhất là 2,8 nghìn tỷ USD vào tháng 10 năm 2014 xuống còn khoảng 1,4 nghìn tỷ USD vào thời điểm đó. giữa tháng 9 năm 2019. Một cuộc khảo sát của Fed đối với các ngân hàng cho thấy mức dự trữ thoải mái thấp nhất là khoảng 900 tỷ USD. Với nguồn dự trữ dồi dào ước tính

khoảng 100 tỷ USD hoặc cao hơn mức thoải mái tối thiểu, nguồn cung dự trữ dường như đã đủ.

Kết luận đó tỏ ra không đúng. Vào tháng 9 năm 2019, tình trạng hỗn loạn nổ ra trên thị trường repo và lãi suất repo, thường giao dịch gần với lãi suất quỹ liên bang, tăng vọt khi FOMC họp. Với mức cao nhất trong phạm vi mục tiêu lãi suất quỹ ở mức 2¼ phần trăm, lãi suất repo đã tăng lên tới mức 10%. Tại cuộc họp báo thường kỳ sau cuộc họp của Powell vào ngày 18 tháng 9, ông cho rằng lãi suất repo tăng đột biến là do nhu cầu thanh khoản của thị trường tăng đột ngột, được thúc đẩy bởi các yếu tố đặc biệt, bao gồm cả nhu cầu của các đại lý chứng khoán để tài trợ cho việc phát hành nợ mới từ Kho bạc. . Nhưng câu hỏi lớn hơn là tại sao lãi suất repo vẫn tăng đột biến. Về nguyên tắc, các ngân hàng có thể rút tiền từ tài khoản dự trữ của họ tại Fed, sau đó chỉ trả hơn 2%, để cho vay trên thị trường repo, kiếm được tới 10%. Dòng tiền đổ vào đó lẽ ra đã đảo ngược sự gia tăng lãi suất repo. Việc các ngân hàng không làm điều đó cho thấy Fed đã tính toán sai lầm. Có lẽ vì lo ngại ràng buộc pháp lý, các ngân hàng không tin mình có đủ dự trữ trong tháng 9/2019, ít nhất là không đủ để dành một phần cho vay trên thị trường repo. Sự thu hẹp bảng cân đối kế toán của Fed và dẫn đến sự sụt giảm dự trữ ngân hàng đã đi quá xa.

Thị trường repo, rộng lớn và được sử dụng rộng rãi bởi các tổ chức tài chính, là một mắt xích quan trọng trong việc truyền tải các quyết định về lãi suất của Fed tới nền kinh tế rộng lớn hơn. May mắn thay, Fed đã có công cụ để khôi phục hoạt động bình thường của mình. Trong ngắn hạn, thay thế các ngân hàng bất đắc dĩ, Fed đã cung cấp vốn cho thị trường repo, lấy chứng khoán Kho bạc làm tài sản thế chấp. Những hoạt động này rất giống với các hoạt động thị trường mở truyền thống theo chế độ dự trữ khan hiếm, nhưng ở quy mô lớn hơn nhiều; các khoản vay cũng được cung cấp trên cơ sở dài hạn hơn, cũng như qua đêm. Các hoạt động đã có hiệu quả và sự biến động trên thị trường repo giảm bớt.

Về lâu dài, giải pháp cho tình trạng thiếu thanh khoản là lại mở rộng bảng cân đối kế toán của Fed, từ đó bổ sung vào dự trữ ngân hàng. Trong một thông báo tại cuộc họp vào ngày 11 tháng 10, FOMC cho biết họ sẽ bắt đầu tăng dự trữ và bảng cân đối kế toán

bằng cách mua 60 tỷ USD chứng khoán Kho bạc ngắn hạn mỗi tháng, ít nhất là vào quý 2 năm 2020. Hơn nữa, New York Fed sẽ tiếp tục bơm tiền tạm thời vào thị trường repo. Tuyên bố của FOMC nhấn mạnh rằng những hành động này không phải là sự thay đổi trong chính sách tiền tệ—đặc biệt, chúng không phải là QE vì chúng không liên quan đến việc mua chứng khoán dài hạn—mà chỉ là "các biện pháp kỹ thuật thuần túy". Nhưng hiệu quả rất đáng kể. Vào cuối tháng 1 năm 2020, bảng cân đối kế toán ở mức gần 4,2 nghìn tỷ USD và dự trữ ngân hàng đã tăng lên 1,6 nghìn tỷ USD, tăng 200 tỷ USD so với giữa tháng 9. Sự can thiệp của Fed đã khôi phục lại sự ổn định cho thị trường tiền tệ, nhưng việc thu hẹp bảng cân đối kế toán đã kết thúc một cách dứt khoát. Trong quá trình khẳng định quyền kiểm soát lãi suất ngắn hạn, Fed cũng thiết lập một mức bình thường mới cho quy mô bảng cân đối kế toán của mình.

---

* FOMC từ lâu đã tính đến thông tin giai thoại thu thập được từ các mối liên hệ cá nhân và bản tóm tắt thông tin đó được công bố trước mỗi cuộc họp trong một ấn phẩm có tên là Beige Book. Do đó, việc Powell chú trọng nhiều hơn đến thông tin định tính là xây dựng dựa trên chiến lược hiện có chứ không phải đặt ra một hướng đi hoàn toàn mới.

† Quan điểm thương mại này, còn được gọi là lý thuyết về lợi thế so sánh, được nhà kinh tế học người Anh David Ricardo đưa ra vào đầu thế kỷ 19. Lý thuyết về lợi thế so sánh không ngụ ý rằng thương mại tự do làm cho mọi người trở nên tốt hơn, mà chỉ hàm ý rằng nó tạo ra đủ thặng dư mà về nguyên tắc, những người thắng từ thương mại có thể bù đắp cho những người thua cuộc. Trên thực tế, việc bồi thường như vậy hiếm khi xảy ra, do đó thương mại tự do có thể khiến một số người - như công nhân trong các ngành cạnh tranh với hàng nhập khẩu - trở nên tồi tệ hơn.

‡ FOMC vào tháng 7 năm 2021 đã công bố giải pháp dài hạn hơn. Nó thiết lập hai cơ sở repo thường trực, một dành cho các đại lý sơ cấp (và cuối cùng là các tổ chức lưu ký khác) và một dành cho các tổ chức chính thức nước ngoài, chẳng hạn như các ngân hàng trung ương khác. Các cơ sở này cung cấp vốn cho người vay trên thị trường repo, với mục tiêu tránh tăng lãi suất repo ngay cả khi người cho vay trên thị trường không cung cấp đủ vốn.

10

DỊCH BỆNH

BẰNG SỰ Bùng nổ ở các thị trường repo, FOMC tỏ ra lạc quan khi năm 2020 bắt đầu. Tại cuộc họp báo ngày 29 tháng 1, Powell lưu ý rằng tốc độ tăng trưởng kinh tế đang ở năm thứ 11 phá kỷ lục và tỷ lệ thất nghiệp (3,6% trong tháng 12) vẫn ở mức thấp lịch sử. Người tiêu dùng tự tin chi tiêu, sự bất ổn về thương mại dường như đã giảm bớt và tăng trưởng toàn cầu có dấu hiệu ổn định. Những dự đoán gần đây nhất của những người tham gia FOMC về lãi suất quỹ (tại cuộc họp trước đó vào tháng 12) đã cho thấy sự tạm dừng chính sách kéo dài và hàm ý là một sự hạ cánh nhẹ nhàng được mong đợi. Ở mức trung bình, những người tham gia dự kiến sẽ không tăng lãi suất vào năm 2020 và chỉ tăng 1/4 điểm vào năm 2021 và 1 điểm vào năm 2022. Powell cho biết sẽ không có thay đổi lãi suất "miễn là thông tin đến về nền kinh tế nhìn chung vẫn nhất quán" với triển vọng của Ủy ban. . Nói cách khác, chính sách tiền tệ đã bị trì hoãn.

Sau đó có điều gì đó đã thay đổi. Tin tức về sự bùng phát của loại virus Corona mới ở Vũ Hán, Trung Quốc, đã xuất hiện vào đầu năm. Powell lưu ý rằng đợt bùng phát này gây ra một số rủi ro cho nền kinh tế Mỹ và Fed đang "theo dõi rất cẩn thận" tình hình. Nhưng những rủi ro mà Powell có vẻ lo ngại là gián tiếp và hạn chế. Ví dụ, dịch bệnh và tình trạng ngừng hoạt động ở Trung Quốc có thể ảnh hưởng đến các đối tác thương mại của nước này, đặc biệt là các nước châu Á lân cận. Đánh giá của Fed giống với hầu hết các cơ

quan y tế công cộng, những người trong suốt tháng 1 và phần lớn tháng 2 đã hạ thấp phần lớn nguy cơ lây nhiễm lan rộng trên toàn cầu.

Tuy nhiên, đến cuối tháng 2, tình hình có vẻ rất khác. Vào Chủ nhật, ngày 23 tháng 2, Ý đã phong tỏa 11 thị trấn phía bắc sau khi một đợt bùng phát lớn các ca nhiễm virus corona, làm dấy lên mối lo ngại về sự lây truyền trên toàn thế giới. Ngày 25/2, Trung tâm Kiểm soát và Phòng ngừa Dịch bệnh ở Atlanta cảnh báo về khả năng bùng phát dịch ở Mỹ. Đến thứ Sáu, ngày 28 tháng 2, "các ca nhiễm ở 14 quốc gia khác. . . có thể bắt nguồn từ Ý," theo New York Times, trong khi California và Oregon xác định được các trường hợp không rõ nguồn gốc. Virus không còn là vấn đề của người khác nữa.

Thị trường tài chính lao dốc. Trong tuần cuối cùng của tháng 2, chứng khoán Mỹ ghi nhận mức giảm hàng tuần lớn nhất kể từ năm 2008, hơn 12%. (Vào cuối tháng 3, chỉ số Dow sẽ mất tổng cộng hơn 1/3 giá trị của nó.) Vào ngày 28 tháng 2, lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm giảm xuống mức thấp kỷ lục, 1,13%. Nó giảm xuống 0,54% vào ngày 9 tháng 3. Sự sụt giảm của lãi suất trái phiếu kho bạc cho thấy rằng, theo một mô hình thường thấy trong các cuộc khủng hoảng, các nhà đầu tư đang đổ xô vào nơi được coi là nơi trú ẩn an toàn là nợ chính phủ Mỹ. Vào ngày 28 tháng 2, Powell đã đưa ra một tuyên bố dài 4 câu trích dẫn "những rủi ro ngày càng gia tăng" của virus Corona và hứa rằng Fed sẽ "sử dụng các công cụ của chúng tôi và hành động phù hợp để hỗ trợ nền kinh tế".

Tuyên bố bất thường cộng với cụm từ "hành động phù hợp" báo hiệu rằng FOMC có thể cắt giảm lãi suất trước cuộc họp dự kiến tiếp theo. Và thực sự, ba ngày sau, vào tối ngày 2 tháng 3, FOMC đã tổ chức một cuộc họp khẩn cấp và quyết định cắt giảm mục tiêu lãi suất quỹ xuống một nửa điểm phần trăm. Trong cuộc họp báo được lên lịch nhanh chóng sau khi quyết định được công bố vào sáng hôm sau, Powell cho biết các nguyên tắc cơ bản của nền kinh tế Mỹ vẫn mạnh mẽ, nhưng rủi ro đối với triển vọng đã thay đổi đủ để đáp ứng tiêu chuẩn đặt ra vào tháng 10 về việc thay đổi lãi suất. Vào thời điểm đó, phạm vi lan rộng của dịch bệnh và mức độ thiệt hại kinh tế mà nó có thể gây ra vẫn chưa rõ ràng. Có lẽ những tác động sẽ chỉ giới hạn ở các lĩnh vực cụ thể, như du lịch và lữ hành. Nhưng có lẽ

nó sẽ buộc nền kinh tế phải đóng cửa trên diện rộng hơn nhiều. Trong trường hợp đó, lãi suất thấp hơn chỉ có thể mang lại trợ giúp gián tiếp, bằng cách hỗ trợ niềm tin của nhà đầu tư và doanh nghiệp, đồng thời giúp duy trì các điều kiện tài chính ổn định. Tuy nhiên, trước nguy cơ gia tăng và các tín hiệu thị trường nhấp nháy màu đỏ, FOMC không muốn chờ đợi.

Trong những tuần sau đó, mối đe dọa của virus đối với nền kinh tế thế giới trở nên rõ ràng hơn. Vào ngày 11 tháng 3, Tổ chức Y tế Thế giới đã tuyên bố đợt bùng phát COVID-19 là đại dịch toàn cầu, với 118.000 trường hợp được xác định ở 114 quốc gia. Cùng ngày, Tổng thống Trump tuyên bố sẽ chặn việc đi lại đến Hoa Kỳ từ châu Âu. Và Tiến sĩ Anthony Fauci, giám đốc lâu năm của Viện Dị ứng và Bệnh Truyền nhiễm Quốc gia tại Viện Y tế Quốc gia, nói với Quốc hội, "Tình hình sẽ trở nên tồi tệ hơn." Một số quốc gia châu Âu đã tiến hành phong tỏa — nhốt tất cả mọi người ngoại trừ những người lao động thiết yếu ở trong nhà của họ. Các doanh nghiệp và trường học ở Mỹ bắt đầu đóng cửa, gửi nhân viên và sinh viên về nhà cho đến khi có thông báo mới. Để làm chậm quá trình lây truyền, các quan chức y tế công cộng của Hoa Kỳ đã khuyến nghị "cách ly xã hội" trên quy mô lớn—ở nhà, tránh các nhóm đông người, giữ khoảng cách với người khác ít nhất 6 feet. Hy vọng là "làm phẳng đường cong", tức là làm chậm tỷ lệ ca mắc mới đủ để tránh làm quá tải hệ thống chăm sóc sức khỏe. Đến cuối tháng 3, số ca nhiễm được xác nhận ở Hoa Kỳ đã vượt quá 100.000 - tăng từ khoảng 1.000 vài tuần trước đó - và các tiểu bang và thành phố bắt đầu ban hành lệnh "ở nhà" chính thức. Nó thực sự sẽ trở nên tồi tệ hơn nhiều, cả ở Hoa Kỳ và nước ngoài. Một sự thu hẹp lịch sử trong hoạt động kinh tế dường như là điều không thể tránh khỏi.

KHỦNG HOẢNG ĐẠI DỊCH

Với những rủi ro kinh tế gia tăng, thị trường tài chính chao đảo, gợi lại những ký ức đau buồn về cuộc khủng hoảng năm 2008. Vào ngày 9 tháng 3 và một lần nữa vào ngày 12 tháng 3, giá cổ phiếu giảm

mạnh đến mức gây ra tình trạng ngắt mạch (tạm dừng giao dịch khẩn cấp) trên Sở giao dịch chứng khoán New York. Công chúng ít được biết đến hơn nhưng có lẽ còn nguy hiểm hơn nữa là sự gián đoạn trên thị trường chứng khoán Kho bạc. Nhu cầu của nhà đầu tư về sự an toàn và tính thanh khoản của nợ chính phủ Hoa Kỳ đã khiến lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn ở mức thấp trong tháng 2 và đầu tháng 3, nhưng bắt đầu từ ngày 9 tháng 3—một vài ngày trước khi Tổ chức Y tế Thế giới tuyên bố đại dịch toàn cầu—các điều kiện trên thị trường Kho bạc đột nhiên xuống cấp. Giá cả và lợi suất dao động mạnh mẽ và tính thanh khoản bốc hơi, khiến việc thực hiện ngay cả các giao dịch có quy mô khiêm tốn trở nên vô cùng khó khăn và tốn kém. Các biện pháp đo lường mức độ biến động của thị trường trái phiếu đạt mức cao nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính, trong khi các thị trường được sử dụng nhiều cho các công cụ phái sinh liên quan đến Kho bạc gần như ngừng hoạt động.

Sự cố gần như báo hiệu sự hoảng loạn ngày càng gia tăng, được gây ra bởi những tin tức nghiệt ngã về sự lây lan của virus. Đột nhiên, mọi người đều muốn nắm giữ những tài sản ngắn hạn và an toàn nhất – "chạy kiếm tiền mặt", như Phó Chủ tịch Giám sát Fed Randy Quarles gọi nó – và cách nhanh nhất để có được tiền mặt là bán Trái phiếu Kho bạc dài hạn, thường được nắm giữ. dự trữ cho chính mục đích đó. Các ngân hàng cần tiền mặt để cho các doanh nghiệp đang lo lắng vay vốn để giảm hạn mức tín dụng đã được sắp xếp trước. Các nhà giao dịch trên thị trường tài chính và các quỹ phòng hộ có đòn bẩy cao cần tiền mặt để giải quyết các khoản nợ ngắn hạn hoặc đáp ứng các yêu cầu ký quỹ. Các nhà quản lý tài sản - bao gồm cả các quỹ tương hỗ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp có tính thanh khoản tương đối kém - cần tiền mặt để đáp ứng việc rút tiền của các nhà đầu tư sợ hãi. Các công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư tổ chức khác muốn nắm giữ nhiều tiền mặt hơn (thay vì cổ phiếu và trái phiếu) để giảm mức độ rủi ro tổng thể của họ. Và các chính phủ nước ngoài và ngân hàng trung ương cần đô la để hỗ trợ đồng tiền của họ trên thị trường ngoại hối hoặc để cho các ngân hàng trong nước của họ vay.

Thông thường, khi những người tham gia thị trường bán Trái phiếu Kho bạc, các ngân hàng và đại lý tạo lập thị trường sẽ mua và

giữ chứng khoán cho đến khi tìm được người mua khác. Nhưng vào tháng 3 năm 2020, các tổ chức tạo lập thị trường đã phải vật lộn để quản lý mức tăng lớn của nợ Kho bạc mới phát hành để tài trợ cho thâm hụt ngân sách ngày càng gia tăng, đồng thời còn bị hạn chế bởi các quy định về vốn cũng như các giới hạn tự áp đặt của họ đối với việc chấp nhận rủi ro. Họ bị choáng ngợp bởi cơn lũ lệnh bán. Với nhiều người bán và hầu như không có người mua, điều kiện thị trường trở nên hỗn loạn.

Sự gián đoạn thị trường Kho bạc vang dội khắp hệ thống tài chính. Bên cạnh việc cung cấp (trong điều kiện bình thường) sự an toàn, thanh khoản và lợi nhuận, Kho bạc dài hạn còn đóng nhiều vai trò trong thị trường tài chính. Chúng đóng vai trò là chuẩn mực cho lợi suất của tất cả các loại chứng khoán, làm tài sản thế chấp để huy động tiền mặt hoặc tài trợ cho việc mua các tài sản khác và là công cụ để phòng ngừa rủi ro tài chính. Khi các nhà đầu tư hoảng loạn hết trái phiếu kho bạc để bán, họ bắt đầu bán tháo các chứng khoán dài hạn khác, chẳng hạn như nợ doanh nghiệp, trái phiếu đô thị và chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp. Tỷ giá tăng vọt, thanh khoản cạn kiệt và hoạt động phát hành sụp đổ ở mỗi thị trường quan trọng này. Như đã xảy ra sau sự sụp đổ của Lehman năm 2008, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ bắt đầu sụt giảm và thị trường thương phiếu - nơi nhiều công ty dựa vào để vay ngắn hạn - có dấu hiệu suy sụp.

Sự gián đoạn thị trường làm dấy lên lo ngại về khả năng tiếp cận tín dụng và trả nợ của các doanh nghiệp, hộ gia đình và chính quyền địa phương. Tờ Wall Street Journal mô tả tình trạng hỗn loạn thị trường vào giữa tháng 3 thậm chí còn dữ dội hơn năm 2008 và viết rằng "ít ai nhận ra rằng hệ thống tài chính gần như sụp đổ vào ngày 16 tháng 3," một ngày mà chỉ số Dow giảm gần 13%. "Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 là một vụ tai nạn ô tô được quay chậm. Điều này giống như, Bùm!" Adam Lollos, người đứng đầu bộ phận tín dụng ngắn hạn của Citigroup, nói với Tạp chí.

Ghi nhớ những bài học năm 2008, Fed nhanh chóng đảm nhận vai trò là người cho vay cuối cùng. Nó đã bơm tiền vào thị trường kể từ tháng 9, khi tình trạng hỗn loạn xảy ra trên thị trường repo, nhưng đang trong quá trình thu hẹp quy mô trước khi đại dịch xảy

ra. Vào ngày 12 tháng 3, Fed đã đảo ngược lộ trình, tăng mạnh cho vay đối với các ngân hàng và đại lý đang tràn ngập, lấy chứng khoán Kho bạc làm tài sản thế chấp. Đến ngày 16 tháng 3, Bộ phận Thị trường mở tại Fed New York đã cung cấp các khoản vay qua đêm trị giá 1 nghìn tỷ USD mỗi ngày, cùng với 1 nghìn tỷ USD khác cho các kỳ hạn dài hơn. Ngày hôm trước, để ngăn chặn hơn nữa các đại lý và thị trường Kho bạc, Fed cũng đã bắt đầu đóng vai trò là người mua cuối cùng, mua hoàn toàn chứng khoán cho danh mục đầu tư của mình. Trong một hành động gợi nhớ đến việc chúng ta mua MBS vào năm 2008, Fed tuyên bố sẽ mua ít nhất 500 tỷ USD trái phiếu kho bạc và 200 tỷ USD MBS.

Các ngân hàng trung ương và chính phủ nước ngoài là những người bán trái phiếu kho bạc lớn trong tháng 3, một phần được thúc đẩy bởi nhu cầu giảm bớt tình trạng thiếu đô la trong hệ thống ngân hàng của họ. (Giống như năm 2008, các ngân hàng nước ngoài vẫn tiến hành phần lớn hoạt động kinh doanh của họ bằng đồng đô la.) Và, giống như trong cuộc khủng hoảng trước đó, Fed đã trở thành người cho vay bằng đồng đô la cuối cùng của thế giới. Nhằm ngăn chặn những căng thẳng ở nước ngoài làm trầm trọng thêm tình trạng hỗn loạn trên thị trường Mỹ, Fed đã cung cấp đô la cho các ngân hàng trung ương nước ngoài thông qua các hạn mức hoán đổi, lấy ngoại tệ làm tài sản thế chấp. Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Fed đã thiết lập các hạn mức hoán đổi với 14 ngân hàng trung ương nước ngoài lớn. Năm trong số đó, với các ngân hàng trung ương nước ngoài quan trọng nhất, đã được thực hiện vĩnh viễn. Vào ngày 19 tháng 3, Fed đã thiết lập lại chín dòng bổ sung mà họ đã sử dụng hàng chục năm trước đó. Đến cuối tháng 4, các ngân hàng trung ương nước ngoài đã rút được hơn 400 tỷ USD. Ngoài ra, Fed đã thiết lập một cơ sở repo đặc biệt cho phép các cơ quan nước ngoài, kể cả những nước không có hạn mức hoán đổi chính thức, vay đô la bằng cách sử dụng chứng khoán Kho bạc làm tài sản thế chấp, tránh nhu cầu bán chứng khoán ngay. Fed đã nói rõ rằng tất cả các hoạt động này - cho vay vào thị trường repo và cho các đại lý, mua trực tiếp Trái phiếu Kho bạc và MBS, cũng như các hạn mức hoán đổi - sẽ tiếp tục miễn là cần thiết.

Trong khi đó, FOMC đang cố gắng đánh giá tác động kinh tế của đại dịch. Cú sốc này là chưa từng có nên mức độ bất ổn rất cao. FOMC đã họp (ảo) vào Chủ nhật, ngày 15 tháng 3, thay vì chờ cuộc họp thường kỳ vào thứ Ba và thứ Tư tuần sau. Thay vì chỉ đưa ra một dự báo duy nhất, đội ngũ nhân viên đã đưa ra hai kịch bản thay thế. Cả hai đều chứng kiến nền kinh tế bước vào suy thoái trong quý 2 khi mọi người giãn cách xã hội, nghỉ làm ở nhà và cắt giảm chi tiêu. Trong kịch bản đầu tiên, nền kinh tế bắt đầu phục hồi vững chắc trong quý 3 - được gọi là phục hồi hình chữ V. Trong lần thứ hai, cuộc suy thoái kéo dài đến cuối năm. Cả hai kịch bản đều chứng kiến tỷ lệ thất nghiệp tăng mạnh. Cả hai cũng dự đoán lạm phát sẽ giảm trong thời gian ngắn, do nhu cầu yếu hơn khi mọi người ở nhà, giá dầu giảm và đồng đô la mạnh hơn khi các nhà đầu tư tìm kiếm nơi trú ẩn an toàn.

Với triển vọng tiếp tục xấu đi, FOMC đã giảm phạm vi mục tiêu cho lãi suất quỹ liên bang xuống toàn bộ điểm phần trăm (trên mức cắt giảm nửa điểm phần trăm hai tuần trước đó) xuống 0–¼ phần trăm, bằng với mức thấp nhất của nó trong thời kỳ đó. cuộc khủng hoảng năm 2008. Ủy ban cho biết lãi suất sẽ ở mức gần 0 cho đến khi Ủy ban "tin tưởng rằng nền kinh tế đã vượt qua các sự kiện gần đây và đang trên đà đạt được mục tiêu ổn định việc làm và giá cả tối đa". Hướng dẫn này mang tính định tính và mơ hồ, phản ánh sự không chắc chắn của Ủy ban về mức độ và thời gian suy thoái có thể xảy ra, nhưng trong cuộc họp báo của mình, Powell đã nói rõ rằng FOMC dự kiến sẽ giữ lãi suất ở mức thấp trong thời gian dài. Powell cũng thảo luận về kế hoạch mua số lượng lớn Trái phiếu Kho bạc và MBS được công bố gần đây của Fed. Ông giải thích, mục đích chính là để ổn định các thị trường tài chính quan trọng chứ không phải để báo hiệu một đợt nới lỏng định lượng mới. Các giao dịch mua mới có nhiều kỳ hạn khác nhau, trong khi QE của thời kỳ khủng hoảng tài chính tập trung vào chứng khoán dài hạn hơn để gây áp lực giảm lãi suất dài hạn hơn. Nhưng thị trường hiểu rằng việc khôi phục hoạt động mua chứng khoán quy mô lớn, một khi điều kiện thị trường được cải thiện, có thể đặt nền tảng cho chương trình QE bền vững nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế.

Phản ứng của Fed đối với cuộc khủng hoảng đại dịch là nhanh chóng và quyết đoán một cách đáng ngưỡng mộ, nhưng tác động tàn phá của virus cho đến nay mới là ảnh hưởng quan trọng nhất đối với nền kinh tế. Trong vòng một tuần sau cuộc họp ngày 15 tháng 3, hoạt động kinh tế đã suy giảm với tốc độ chưa từng thấy. Với việc ngày càng có nhiều thành phố và tiểu bang ban hành lệnh ở nhà, các cơ sở kinh doanh không thiết yếu đóng cửa, các sự kiện thể thao và giải trí bị đình chỉ, đồng thời chi tiêu cho du lịch và lữ hành đang sụt giảm. Bộ Lao động sẽ báo cáo rằng hơn 3 triệu công nhân đã nộp đơn yêu cầu bảo hiểm thất nghiệp mới trong tuần đó, gần gấp năm lần tổng số hàng tuần cao nhất trong thời kỳ Đại suy thoái.

Nếu cuộc suy thoái năm 2020 có một điều may mắn, thì đó là - trái ngược hoàn toàn với cuộc Đại suy thoái - Hoa Kỳ đã bước vào cuộc suy thoái này với hệ thống ngân hàng được vốn hóa tốt hơn và có tính thanh khoản cao hơn nhiều so với năm 2008. Sẽ không cần đến cuối tuần sự can thiệp của Fed và Kho bạc để hỗ trợ các tổ chức đang phá sản. Tuy nhiên, những người cho vay phải đối mặt với những bất ổn to lớn vào tháng 3 năm 2020, bao gồm cả về khả năng phục hồi tài chính không chỉ của những người đi vay là hộ gia đình và doanh nghiệp mà còn của toàn bộ các ngành. Liệu các khách sạn, nhà hàng, trung tâm mua sắm và hãng hàng không có trở lại hoạt động bình thường ít nhiều sau khi đại dịch qua đi? Hay chúng ta sẽ bước vào một thế giới mới, trong đó nỗi lo sợ lây nhiễm còn sót lại sẽ thay đổi mãi mãi cách chúng ta làm việc, mua sắm và đi học? Việc đánh giá rủi ro tín dụng trong môi trường này dường như gần như không thể. Trong bóng tối của sự không chắc chắn này, bất chấp bảng cân đối kế toán mạnh mẽ của các ngân hàng, việc đóng băng các khoản cho vay mới có nguy cơ lan rộng.

Để thúc đẩy tín dụng và duy trì niềm tin vào hệ thống tài chính, Fed đã quay lại vở kịch năm 2008 của mình, đóng vai trò là người cho vay cuối cùng đối với cả các công ty tài chính và phi tài chính. Tại cuộc họp ngày 15 tháng 3, họ đã nới lỏng các điều khoản về thời hạn chiết khấu và khuyến khích các ngân hàng vay vốn. Trong vài ngày, họ tuyên bố sẽ thiết lập lại một số chương trình khác theo cơ quan cho vay khẩn cấp 13(3) được sử dụng trong cuộc khủng hoảng tài chính. Thông qua Cơ sở tài trợ giấy thương mại, Fed sẽ lại cấp

các khoản vay ngắn hạn cho các doanh nghiệp. Quỹ Tín dụng Đại lý Sơ cấp sẽ cho các đại lý chứng khoán vay với nhiều loại tài sản thế chấp. Cơ sở thanh khoản quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ sẽ giúp các quỹ tiền huy động được lượng tiền mặt họ cần để đáp ứng các khoản rút lại của nhà đầu tư. (Cơ sở này cung cấp tín dụng cho các ngân hàng để họ có thể mua tài sản từ quỹ.) Tuần sau, Fed đã khôi phục một chương trình khẩn cấp khác, Cơ sở cho vay chứng khoán đảm bảo bằng tài sản có kỳ hạn, để hỗ trợ chứng khoán hóa tín dụng hộ gia đình và doanh nghiệp. Bởi vì các chi tiết pháp lý và hoạt động của các chương trình này không cần phải được phát triển từ đầu nên các chương trình này có thể được triển khai nhanh chóng.

Có lẽ điều quan trọng nhất đối với sự ổn định tài chính là những nỗ lực liên tục của Fed nhằm khôi phục trật tự trên thị trường Kho bạc. Vào ngày 23 tháng 3, họ thông báo rằng việc mua Kho bạc và MBS do GSE phát hành sẽ trở thành kết thúc mở, "với số lượng cần thiết để hỗ trợ hoạt động trơn tru của thị trường và truyền tải chính sách tiền tệ hiệu quả". Và họ cho biết, ngoài MBS dân cư, họ sẽ mua chứng khoán được thế chấp bằng bất động sản thương mại, vốn đang chịu áp lực nặng nề khi các trung tâm mua sắm và văn phòng đóng cửa trong thời gian đóng cửa. Từ tuần đầu tiên của tháng 3 đến cuối tháng 7, Fed đã mua gần 1,8 nghìn tỷ USD trái phiếu Kho bạc và 600 tỷ USD MBS do GSE phát hành, vượt xa tất cả các chương trình khác cộng lại.

Fed cũng sử dụng quyền hạn điều tiết của mình để giúp bình ổn thị trường. Vào ngày 1 tháng 4, cơ quan này đã tạm thời đình chỉ yêu cầu các ngân hàng lớn phải nắm giữ mức vốn tối thiểu đối với việc họ nắm giữ chứng khoán Kho bạc và dự trữ của họ tại Fed. Sự thay đổi này đã mang lại cho các tổ chức ngân hàng này và các công ty đại lý trực thuộc của họ nhiều năng lực và động lực hơn để tạo ra thị trường chứng khoán Kho bạc, đồng thời tránh được khả năng dự trữ tăng mạnh - kết quả của việc Fed tích cực mua chứng khoán - sẽ hạn chế vốn ngân hàng mà lẽ ra có thể bị hạn chế. được sử dụng để hỗ trợ cho vay hoặc tạo lập thị trường.

Phản ánh tác động toàn cầu của đại dịch, các ngân hàng trung ương lớn khác cũng can thiệp mạnh mẽ. Vào tháng 3, Ngân hàng Anh đã cắt giảm lãi suất chính sách xuống 0,1%, mở rộng các

chương trình khuyến khích cho vay ngân hàng và bắt đầu lại việc mua trái phiếu chính phủ. Ngoài ra, Ngân hàng Anh kết hợp với Kho bạc Anh đã thành lập Cơ sở tài chính doanh nghiệp Covid để cung cấp tín dụng ngắn hạn trực tiếp cho các doanh nghiệp. Ngân hàng Nhật Bản cũng tăng cường mua tài sản, bao gồm mua thương phiếu và trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời tạo ra cơ chế khuyến khích ngân hàng cho các doanh nghiệp vay.

Ngân hàng Trung ương Châu Âu, dưới thời chủ tịch mới Christine Lagarde, có lẽ là ngân hàng trung ương nước ngoài năng động nhất. ECB đã không giảm lãi suất chính sách, vốn đã ở mức âm 0,50%, nhưng đã mở rộng đáng kể các chương trình mua chứng khoán của mình. Vào tháng 3, họ đã bổ sung một chương trình mua khẩn cấp mới trị giá 750 tỷ euro, tăng lên 1,35 nghìn tỷ euro vào tháng 6, đồng thời mở rộng chương trình hiện có.

Điều quan trọng là chương trình khẩn cấp mới linh hoạt và tích cực hơn chương trình QE trước đó của ECB. Trong cuộc khủng hoảng nợ ở châu Âu, ECB đã tìm cách ổn định thị trường nợ có chủ quyền bằng cách mua nợ của các quốc gia khu vực đồng euro đang gặp khó khăn, ngay từ năm 2010. Tuy nhiên, như chúng ta đã thấy, cho đến tháng 1 năm 2015, nó đã không áp dụng QE toàn diện theo kiểu Mỹ, liên quan đến việc mua chứng khoán dài hạn với quy mô lớn như một công cụ chính sách tiền tệ. Đức và các quốc gia Bắc Âu khác và vì lo ngại về những thách thức pháp lý tiềm ẩn dựa trên hiệp ước thành lập Liên minh Châu Âu, trong đó cấm tài trợ tiền tệ của các chính phủ. Khi ECB bắt đầu QE, họ đã thận trọng áp đặt các hạn chế nhằm giảm thiểu rủi ro chính trị và pháp lý, bao gồm cả việc đảm bảo rằng việc mua nợ chính phủ của họ không có lợi cho một số quốc gia thuộc khu vực đồng euro hơn các quốc gia khác. Ngược lại, theo chương trình thời kỳ đại dịch, thời gian và kỳ hạn mua chứng khoán của ECB sẽ chỉ được xác định bởi các điều kiện kinh tế và thị trường, đồng thời không có yêu cầu cứng nhắc về việc quốc gia nào có thể mua nợ hoặc theo tỷ lệ nào. Đặc biệt, trái ngược với các chương trình QE thông thường của ECB, khoản nợ của Hy Lạp sẽ đủ điều kiện.

Để kích thích mở rộng tín dụng tư nhân, ECB cũng mở rộng đáng kể các khoản trợ cấp cho vay ngân hàng vào năm 2020, cung cấp

nguồn vốn dài hạn với lãi suất thấp tới âm 1% cho các ngân hàng tăng khoản vay cho những người đi vay đủ điều kiện. Việc tiếp nhận của các ngân hàng sẽ rất lớn. Về mặt tài chính, trong một bước đột phá chính trị, các nhà lãnh đạo Liên minh châu Âu vào tháng 7 đã đồng ý tài trợ chung gói giải cứu trị giá 750 tỷ euro để cung cấp các khoản vay và trợ cấp cho các quốc gia thành viên bị ảnh hưởng nặng nề. Đại dịch đã khiến người châu Âu áp dụng những đổi mới về chính sách tài chính và tiền tệ mà các cuộc khủng hoảng tài chính và nợ quốc gia toàn cầu đã không làm được.

ĐẠO LUẬT CARES

Vào ngày 27 tháng 3, Tổng thống Trump đã ký một gói tài chính khẩn cấp lưỡng đảng trị giá 2,2 nghìn tỷ USD—Đạo luật CARES (Đạo luật Hỗ trợ, Cứu trợ và An ninh Kinh tế vì Virus Corona). Tiền đề của nó là để đánh bại virus, phần lớn nền kinh tế sẽ phải ngừng hoạt động trong một thời gian. Mục tiêu chính của Đạo luật CARES là giúp người dân và doanh nghiệp sống sót sau khi ngừng hoạt động và giảm thiểu tình trạng mất việc làm và phá sản không cần thiết. Nó bao gồm khoảng 500 tỷ USD thanh toán cho các cá nhân và gia đình (phản ánh cả bảo hiểm thất nghiệp toàn diện và hào phóng hơn cũng như các khoản thanh toán trực tiếp lên tới 1.200 USD cho mỗi người lớn và 500 USD cho mỗi trẻ em); 150 tỷ USD cho chính quyền tiểu bang và địa phương; 150 tỷ USD để hỗ trợ các hệ thống chăm sóc sức khỏe; và 350 tỷ USD để tài trợ cho Chương trình bảo vệ tiền lương (PPP). PPP, do Cơ quan quản lý doanh nghiệp nhỏ quản lý, đã cung cấp các khoản vay cho các doanh nghiệp có từ 500 nhân viên trở xuống, các khoản vay có thể được miễn nếu doanh nghiệp duy trì mức lương của mình.

Theo quan điểm của Fed, điều khoản phù hợp nhất của Đạo luật CARES là phân bổ 454 tỷ USD để hỗ trợ hoạt động cho vay khẩn cấp của Fed. Trong cuộc khủng hoảng tài chính, Fed đã thường xuyên sử dụng quyền cho vay của mình theo Mục 13(3) của Đạo luật Dự trữ Liên bang. Luật hạn chế việc cho vay 13(3) đối với "các trường hợp

bất thường và cấp thiết" và đối với những người đi vay, do sự gián đoạn của thị trường, không thể nhận được tín dụng thông qua các kênh thông thường. Các khoản vay 13(3) phải được thế chấp hoặc bảo đảm đầy đủ để Fed có thể mong đợi được hoàn trả một cách hợp lý. Đạo luật Dodd-Frank năm 2010, nhằm phản đối việc chúng tôi sử dụng quyền 13(3) trong các gói cứu trợ không được lòng dân của AIG và các công ty khác, đã bổ sung thêm các hạn chế đối với quyền cho vay của Fed, bao gồm các yêu cầu khắt khe hơn về tài sản thế chấp và cấm cho một người vay duy nhất vay tiền. (Thay vào đó, các cơ sở vật chất phải được thiết kế để cho một nhóm đối tượng được xác định rõ ràng bao gồm ít nhất năm người vay tiềm năng vay). Luật cũng yêu cầu Fed phải có sự cho phép của Bộ trưởng Tài chính trước khi mở chương trình 13(3). Vào thời điểm Dodd-Frank được Quốc hội thông qua, nhiều chuyên gia kỳ cựu trong cuộc khủng hoảng tài chính, trong đó có tôi, đã lo lắng rằng những hạn chế mới có thể cản trở quyền cho vay của Fed trong trường hợp khẩn cấp tài chính tiếp theo.

Tuy nhiên, trong Đạo luật CARES, Quốc hội coi thẩm quyền cho vay của Fed là một cách giúp nền kinh tế vượt qua đại dịch. Khoản chiếm dụng trị giá 454 tỷ USD của nó cho phép Bộ Tài chính đưa ra số tiền tương đương với sự hỗ trợ cho các chương trình 13(3) mới do Fed thiết lập. Miễn là khoản đóng góp của Kho bạc đủ lớn để bù đắp mọi khoản lỗ dự kiến, Fed có thể cho những người đi vay có rủi ro vay vốn và vẫn tuân thủ yêu cầu 13(3) mà Fed dự kiến sẽ được hoàn trả đầy đủ. Từ quan điểm của Quốc hội, điều này có lợi thế. Vì khoản hỗ trợ của Kho bạc được phân bổ sẽ chỉ bù đắp cho những khoản lỗ tiềm ẩn chứ không phải tổng số tiền cho vay, nên việc thông qua Fed có tác động cấp số nhân. Dựa trên khoản phân bổ 454 tỷ USD của Kho bạc, Fed ước tính rằng họ có thể cung cấp ít nhất 2,3 nghìn tỷ USD cho các khoản vay. Những lợi thế khác, theo quan điểm của Quốc hội, là chuyên môn của Fed về thị trường tài chính và tín dụng cũng như danh tiếng của tổ chức này về tinh thần phi đảng phái và độc lập về chính trị - một yếu tố quan trọng cần cân nhắc trong bối cảnh đảng Dân chủ không tin tưởng vào chính quyền Trump.

Sự ủng hộ của Quốc hội đã mang lại cho Fed những công cụ mới mạnh mẽ để chống lại cuộc khủng hoảng đại dịch nhưng cũng gây ra rủi ro cho tổ chức này. Nếu các chương trình này thất bại, danh tiếng và vị thế chính trị của Fed sẽ bị ảnh hưởng. Nếu họ thành công, liệu Quốc hội có tìm cách làm xói mòn tính độc lập của Fed trong tương lai bằng cách ra lệnh cho cơ quan này cho vay đối với những đối tượng được hưởng lợi ngoài các trường hợp khẩn cấp không? Fed cũng phải đối mặt với những thách thức kỹ thuật khó khăn trong việc thiết lập các chương trình cho vay hoàn toàn mới theo lịch trình cấp tốc. Tuy nhiên, Fed có lý do chính đáng để đồng ý - quan trọng nhất là vì đại dịch gây ra mối đe dọa nghiêm trọng đối với các mục tiêu kinh tế và sự ổn định tài chính của Fed. Hơn nữa, dự luật đã để Fed, với sự tham vấn của Bộ Tài chính, đưa ra tiếng nói cuối cùng về việc thiết kế các chương trình của mình, bao gồm các điều khoản của khoản vay và ai sẽ đủ điều kiện vay. Và các yêu cầu pháp lý rằng việc cho vay 13(3) chỉ được phép trong "những trường hợp bất thường và cấp thiết" và khi thị trường tín dụng hoạt động không ổn định sẽ mang lại cho Fed cơ sở vững chắc để yêu cầu các chương trình kết thúc khi tình trạng khẩn cấp kết thúc. Fed Powell đã chấp nhận nhiệm vụ này và lao vào phát triển các cơ chế cho vay - đặc biệt là các chương trình dành cho người đi vay phi tài chính - với phạm vi vượt xa những gì Fed đã làm trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Nhìn chung, ba loại người đi vay đủ điều kiện nhận các khoản vay của Fed theo các chương trình Đạo luật CARES: các tập đoàn, chính quyền tiểu bang và địa phương (thành phố) và các doanh nghiệp vừa. Fed vừa cho vay trực tiếp vừa hỗ trợ thị trường nợ doanh nghiệp và thành phố bằng cách mua trái phiếu hiện có từ các nhà đầu tư. Các chương trình của công ty và thành phố đã thành công đáng kể, nhanh chóng khôi phục các thị trường đó hoạt động bình thường. Ngay cả trước khi Fed thực hiện một khoản vay hoặc mua một trái phiếu riêng lẻ, chỉ thông báo về các cơ chế này đã làm giảm chênh lệch lãi suất và tăng lượng phát hành trên thị trường doanh nghiệp và thành phố lên gần mức bình thường. Sự đảm bảo rằng Fed sẽ sẵn sàng cho vay nếu không có ai khác làm điều đó đã mang lại cho các nhà đầu tư niềm tin để quay trở lại thị trường.

Sức mạnh vượt trội của các thông báo của Fed gợi lại lời hứa năm 2012 của Chủ tịch Ngân hàng Trung ương Châu Âu Mario Draghi rằng ECB sẽ "làm bất cứ điều gì cần thiết" để bảo toàn đồng euro. Để thực hiện lời hứa của Draghi về việc mua nợ chính phủ của các quốc gia gặp khó khăn nếu cần, ECB đã công bố một chương trình mới, được gọi là Giao dịch tiền tệ hoàn toàn. Tuy nhiên, ECB chưa bao giờ phải mua một trái phiếu chính phủ nào theo chương trình đó. Chỉ riêng thông báo này đã khôi phục niềm tin, giảm mạnh lãi suất mà các nước thuộc khu vực đồng euro đang gặp khó khăn phải trả gần như chỉ sau một đêm. Các chương trình doanh nghiệp và đô thị của Fed cũng có tác động tương tự, đạt được mục tiêu mặc dù việc cho vay thực tế cuối cùng sẽ thấp hơn nhiều so với khả năng của họ. Tổng quát hơn, các biện pháp can thiệp của Fed từ tháng 3 trở đi, bao gồm cả việc mua Trái phiếu Kho bạc và MBS, đã giúp thuyết phục các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro một lần nữa. Điều đó bao gồm các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, đến giữa mùa hè đã phục hồi hoàn toàn sau đợt lao dốc trước đó và tiếp tục tăng từ đó.

Cho vay đối với các công ty cỡ trung bình – một nhóm doanh nghiệp đa dạng, hầu hết không có khả năng tiếp cận thị trường chứng khoán hoặc trái phiếu – là một thách thức khó khăn hơn nhiều. Fed đã công bố Chương trình cho vay Main Street vào ngày 9 tháng 4, được hỗ trợ bởi 75 tỷ USD từ Kho bạc. Fed quyết định dựa vào các ngân hàng thương mại để đánh giá và thực hiện các khoản vay, tuân theo các điều khoản mà Fed đặt ra. Lý do cơ bản là các ngân hàng có nhiều thông tin hơn Fed về những người đi vay tiềm năng, cũng như đội ngũ nhân viên và kinh nghiệm cần thiết để thực hiện những khoản vay tương đối nhỏ được kỳ vọng. Sau đó, Fed sẽ mua 95% cổ phần của mỗi khoản vay, loại bỏ phần lớn rủi ro của các ngân hàng cho vay, trong khi 5% cổ phần còn lại của các ngân hàng sẽ khuyến khích họ thực hiện các khoản vay tốt. Mục tiêu là cung cấp cho các công ty cỡ trung bình, với những điều khoản hợp lý, khoản tín dụng mà họ cần để tồn tại sau khi nền kinh tế đóng cửa một phần. Các tổ chức phi lợi nhuận sau này cũng sẽ đủ điều kiện. Không giống như PPP dành cho các doanh nghiệp nhỏ hơn, các khoản vay của Main Street không được tha thứ, mặc dù thời gian trả

nợ được phép rất dài - lúc đầu là bốn năm, sau đó kéo dài đến năm năm.

Việc đặt ra các điều khoản cho các khoản vay ở Main Street thật khó khăn. Họ phải đủ hào phóng để thu hút người đi vay, những người trong nhiều trường hợp có thể cần các khoản trợ cấp (không cần phải hoàn trả) hơn là các khoản vay để tồn tại. Đồng thời, các điều khoản này phải làm cho việc cho vay trở nên hấp dẫn đối với các ngân hàng - những người chịu chi phí thực hiện và thanh toán các khoản vay cũng như nắm giữ 5% rủi ro - đồng thời cũng phải đủ cứng rắn để hạn chế tổn thất dự kiến cho Kho bạc. thường có thái độ bảo thủ đối với rủi ro. Việc đáp ứng những điều kiện này, đồng thời làm cho cơ sở đủ linh hoạt để đáp ứng các loại hình doanh nghiệp và tổ chức phi lợi nhuận khác nhau với cơ cấu tài chính và mối quan hệ ngân hàng đa dạng, là một điều khó khăn. Việc triển khai cơ sở Main Street diễn ra chậm chạp; nó đã không mở đăng ký cho vay cho đến ngày 15 tháng 6. Chỉ một tuần trước khi mở cửa, Fed đã tự do hóa các điều khoản cho người đi vay bằng cách giảm số tiền cho vay tối thiểu, tăng khoản vay tối đa, tăng thời hạn cho vay và trì hoãn trả nợ gốc trong hai năm thay vì một. Vào ngày 30 tháng 10, Fed lại nới lỏng các điều khoản, hạ số tiền cho vay tối thiểu xuống 100.000 USD. Tuy nhiên, sự tham gia của cả ngân hàng và người đi vay vẫn gây thất vọng.

Chương trình tài chính lớn của Quốc hội và các hành động của Fed đã làm giảm thiệt hại kinh tế của đại dịch bằng cách bảo vệ thu nhập và khả năng tiếp cận tín dụng của người Mỹ. Nhưng một cuộc suy thoái mạnh là điều không thể tránh khỏi. Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia (NBER) xác định thời điểm bắt đầu cuộc suy thoái do đại dịch là tháng 2 năm 2020, kết thúc đợt mở rộng kéo dài 128 tháng, dài nhất trong lịch sử chu kỳ kinh doanh của Hoa Kỳ kể từ năm 1854. Sản lượng thực tế trong quý hai sẽ bị ảnh hưởng nặng nề nhất cho đến nay đã suy giảm trong lịch sử Hoa Kỳ.

Thị trường việc làm bị tổn thất nghiêm trọng. Ngay cả khi không phải áp dụng lệnh phong tỏa chính thức, nhiều người vẫn chọn cách ở nhà vì sợ nhiễm virus. Khoảng một phần ba số công nhân có thể thực hiện công việc của họ từ xa, nhưng hầu hết đều không thể. Tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt từ mức thấp nhất trong 50 năm là 3,5%

trong tháng 2 lên 14,7% trong tháng 4, mức cao kỷ lục kể từ khi bắt đầu thu thập dữ liệu hàng tháng vào năm 1948. Ngay cả con số này cũng đã bị đánh giá thấp: Vì những khó khăn trong việc xác định ai là người thực hiện công việc này. được sử dụng trong thời gian đóng cửa chung, tỷ lệ thất nghiệp "thực sự" có lẽ cao hơn nhiều so với tỷ lệ chính thức, như Cục Thống kê Lao động (BLS), cơ quan đưa ra số liệu thống kê về thất nghiệp, đã thừa nhận. Trong một tính toán khác nhằm cố gắng điều chỉnh số lượng công nhân bị sa thải, BLS nhận thấy rằng tỷ lệ thất nghiệp "thực sự" có thể lên tới 19,7% trong tháng Tư. Chỉ trong một tháng đó, bảng lương đã giảm với con số đáng kinh ngạc là 20,7 triệu việc làm, tương đương hơn 13% số công nhân có việc làm trong tháng 3.

Cuộc suy thoái do đại dịch gây ra không bình thường ở những khía cạnh khác ngoài nguồn gốc và mức độ nghiêm trọng của nó. Không giống như một cuộc suy thoái điển hình, ảnh hưởng nặng nề nhất đến ngành sản xuất và nhà ở, lần này các ngành dịch vụ đòi hỏi sự tiếp xúc cá nhân—chẳng hạn như bán lẻ "truyền thống", lữ hành và du lịch cũng như các quán bar và nhà hàng—bị tổn thương nặng nề nhất. Bởi vì những ngành này sử dụng nhiều phụ nữ, người thiểu số và người lao động được trả lương thấp hơn nên những nhóm này bị ảnh hưởng nhiều hơn, thậm chí còn nhiều hơn cả trong một cuộc suy thoái điển hình. Một số người sẽ mô tả cuộc suy thoái là "hình chữ K", nghĩa là những người khá giả làm ăn tốt một cách bất thường trong khi những người có thu nhập thấp hơn lại phải gánh chịu hậu quả.

Sau những bước đi ấn tượng vào tháng 3, FOMC đã chuyển sang chế độ chờ xem về chính sách tiền tệ. Ủy ban đã thảo luận về các lựa chọn chính sách bổ sung nhưng không có hành động nào với lý do tính không chắc chắn cao. Ngoài ra, tại thời điểm đó, chưa rõ liệu chính sách tiền tệ có thể làm được nhiều hơn những gì nó đã làm được hay không - chủ yếu là ổn định thị trường tài chính và tín dụng cũng như đảm bảo các điều kiện tài chính dễ dàng. Với tình hình virus đang hoành hành, liệu những thay đổi nhỏ về lãi suất có khuyến khích mọi người mua sắm nhiều hơn hay các doanh nghiệp đầu tư hoặc tuyển dụng nhiều hơn? Với những rủi ro về sức khỏe khi tham gia vào các hoạt động kinh tế bình thường như mua sắm

quần áo và ăn uống ở ngoài, những kết quả đó có đáng mong đợi không? Trong một bài phát biểu vào ngày 13 tháng 5, Powell lặp lại điều đã trở thành câu thần chú của ông, rằng "Fed có quyền cho vay chứ không phải quyền chi tiêu". Ông kêu gọi Quốc hội và chính quyền xem xét cung cấp thêm hỗ trợ tài chính vì lý do nhân đạo và tránh thiệt hại kinh tế lâu dài, hay "để lại sẹo", có thể phát sinh chẳng hạn như do nhiều doanh nghiệp nhỏ đóng cửa, cắt đứt mối quan hệ giữa các công ty và các công ty của họ. người lao động, mất kỹ năng và kết nối thị trường lao động ở những người thất nghiệp. Tổng thống Trump, người luôn nhấn mạnh triển vọng kinh tế lạc quan hơn Powell, đã nói chuyện với các phóng viên cùng ngày. Ông không cân nhắc lời kêu gọi chi tiêu liên bang nhiều hơn của Powell nhưng miễn cưỡng thừa nhận những nỗ lực của Fed vào mùa xuân năm đó. Trump nói: "Ông ấy đã làm rất tốt trong vài tháng qua. "Tôi gọi anh ấy là 'M.I.P.'—cầu thủ tiến bộ nhất của tôi."

Nền kinh tế có vẻ tốt hơn vào cuối tháng 4 và tháng 5, khi chính quyền tiểu bang và thành phố bắt đầu loại bỏ dần các lệnh yêu cầu ở nhà. Vào tháng 5, 2,8 triệu việc làm đã được phục hồi với tỷ lệ thất nghiệp chính thức giảm xuống 13,2%, tương đương 16,3% trên cơ sở điều chỉnh. Sự phục hồi tiếp tục trong mùa hè. Nền kinh tế đã tạo thêm 6,6 triệu việc làm trong tháng 6 và tháng 7 và tỷ lệ thất nghiệp chính thức giảm xuống 10,2%.

Tuy nhiên, tổng số tiền lương vẫn ở mức thấp hơn nhiều và tỷ lệ thất nghiệp vẫn cao hơn nhiều so với mức đạt được trước đại dịch. Trong mùa hè và mùa thu, các làn sóng lây nhiễm mới đã làm chậm quá trình phục hồi và khiến nhiều trường học và cơ sở kinh doanh phải đóng cửa. Powell, trong các cuộc họp báo và lời khai, tiếp tục nhấn mạnh những rủi ro dài hạn của sự phục hồi không đầy đủ và không đồng đều. Mặc dù cẩn thận trình bày chi tiết với Quốc hội nhưng Powell cũng bắt đầu nhấn mạnh rằng hỗ trợ tài chính mạnh mẽ trước đó sẽ không đáp ứng được mức cần thiết.

Khi cuộc bầu cử tổng thống tháng 11 đến gần, Quốc hội và chính quyền đã bế tắc về hành động tài chính. Trong số những bất đồng khác, Đảng Dân chủ đã thúc đẩy, còn chính quyền và nhiều đảng viên Đảng Cộng hòa phản đối, cung cấp thêm viện trợ cho chính quyền tiểu bang và địa phương, nhiều trong số đó doanh thu của họ

đang bị ảnh hưởng nghiêm trọng do ảnh hưởng của suy thoái đối với thuế doanh thu và thuế thu nhập. Việc cắt giảm chi tiêu của các bang và địa phương đã làm chậm quá trình phục hồi sau cuộc Đại suy thoái và các nhà hoạch định chính sách của Fed lo ngại điều đó sẽ xảy ra lần nữa.

Bất chấp nhiều lo ngại, nền kinh tế đã bù đắp được nhiều tổn thất trong quý 3. Sau đợt sụt giảm mạnh vào tháng 3 và tháng 4, sản lượng thực tế trong quý 2 năm 2020 giảm khoảng 9% so với quý tương ứng năm 2019. Ngược lại, sản lượng quý 3 lại tăng trở lại mức chỉ thấp hơn khoảng 3% so với một năm trước đó. Tỷ lệ thất nghiệp cũng tiếp tục giảm, đạt tỷ lệ chính thức là 6,7% trong tháng 11. Chính sách tiền tệ nới lỏng của Fed đã giúp phục hồi kinh tế bằng cách thúc đẩy thị trường nhà ở phát triển mạnh mẽ (với lãi suất thế chấp ở mức thấp kỷ lục) và tăng nhu cầu mua hàng tiêu dùng có giá trị lớn, chẳng hạn như ô tô. Tuy nhiên, nền kinh tế vẫn còn xa mức bình thường. Trong suốt tháng 11, nó chỉ lấy lại được hơn một nửa trong số 22 triệu việc làm bị mất trong tháng 3 và tháng 4. Hơn nữa, sự bùng phát trở lại của virus và sự suy yếu của hỗ trợ tài chính đã làm chậm tốc độ tăng trưởng trong mùa đông. Tiền lương thực tế đã giảm trong tháng 12 và chỉ tăng khiêm tốn trong tháng 1.

KHUNG CHÍNH SÁCH MỚI

Sự xuất hiện của đại dịch đã làm trì hoãn quá trình xem xét liên tục của Fed về khuôn khổ, công cụ và thông tin liên lạc về chính sách tiền tệ của tổ chức này. Tuy nhiên, vào cuối tháng 8 năm 2020, tại một phiên bản trực tuyến của hội nghị Jackson Hole, Powell đã công bố những thay đổi quan trọng đối với khuôn khổ sẽ có tác động gần như ngay lập tức đến phản ứng tiền tệ của Fed đối với cuộc khủng hoảng.

Cuộc đánh giá chiến lược, được triển khai vào tháng 11 năm 2018 trong những điều kiện thuận lợi hơn nhiều, được thúc đẩy bởi những thay đổi dài hạn hơn đối với môi trường kinh tế và chính

sách. Sự sụt giảm liên tục của lãi suất trung lập, dường như vẫn tiếp tục diễn ra sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, đã làm giảm khả năng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể cắt giảm lãi suất ngắn hạn trong thời kỳ suy thoái. Giới hạn này đối với phản ứng của chính sách tiền tệ đối với suy thoái có nguy cơ xảy ra tình trạng thất nghiệp cao và lạm phát thấp thường xuyên hơn và kéo dài hơn. Một cách lành tính hơn, tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên đi xuống, đường cong Phillips phẳng hơn và kỳ vọng lạm phát được neo chặt có vẻ như đã giúp Fed có thêm dư địa để thúc đẩy thị trường lao động "nóng" mà ít lo ngại hơn về lạm phát quá cao. Như Powell đã lưu ý trong bài phát biểu của mình, những người tham gia các sự kiện Fed Listens mà Fed tổ chức trên khắp đất nước đã nhấn mạnh những lợi ích đáng kể và rộng rãi của một thị trường lao động mạnh mẽ, đặc biệt đối với người thiểu số, người lao động ít kinh nghiệm hoặc tay nghề thấp và những người từ các vùng có thu nhập thấp và thấp. cộng đồng có thu nhập vừa phải. Do đó, việc làm tối đa nên được coi là một "mục tiêu rộng rãi và toàn diện" của Fed, Powell nói.

Theo kết quả xem xét của mình, FOMC đã phê duyệt hai thay đổi cơ bản đối với khung chính sách của mình. Đầu tiên, khi theo đuổi mục tiêu lạm phát, Ủy ban sẽ cố gắng bù đắp cho những mục tiêu lạm phát chưa đạt (mặc dù không vượt quá) trong quá khứ. Nếu lạm phát xuống dưới 2% trong một thời gian, như đã từng xảy ra trong hầu hết thời kỳ mở rộng sau cuộc Đại suy thoái, Ủy ban sẽ bù đắp bằng cách cho phép lạm phát "ở mức trên 2% vừa phải trong một thời gian". Mục tiêu của cách tiếp cận mới là giữ lạm phát ở mức gần mục tiêu ở mức trung bình. Ngược lại, trong cách tiếp cận lạm phát mục tiêu truyền thống, các nhà hoạch định chính sách đã bỏ qua quy mô hoặc khoảng thời gian của những lần bỏ lỡ trong quá khứ và cố gắng đạt được mục tiêu theo thời gian - để những chuyện đã qua là chuyện đã qua.

Powell gọi chiến lược trang điểm mới là "nhắm mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt" hay FAIT. Nó linh hoạt theo nhiều nghĩa. Để phù hợp với nhiệm vụ kép và cách tiếp cận mà chúng tôi đã áp dụng vào năm 2012, Ủy ban sẽ phải tính đến vấn đề việc làm cũng như lạm phát. Nó cũng sẽ linh hoạt ở chỗ không có công thức chính xác nào được đưa ra để mô tả chính sách vượt mức mới. Ví dụ, Ủy ban

đã không xác định khoảng thời gian mà tỷ lệ lạm phát sẽ được tính trung bình. Nó cũng không cung cấp các định nghĩa bằng số về "trên 2 phần trăm" hoặc "trong một thời gian". Định nghĩa của các thuật ngữ này sẽ phụ thuộc vào triển vọng kinh tế và phán quyết của Ủy ban. Như thường xảy ra trong giao tiếp giữa ngân hàng trung ương, việc thiếu tính cụ thể đồng thời bảo đảm tính linh hoạt của chính sách và phạm vi phán đoán, đồng thời làm tăng nguy cơ thị trường truyền đạt thông tin sai lệch hoặc hiểu lầm.

Powell lập luận rằng nếu được thị trường hiểu và tin tưởng, việc nhắm mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách tiền tệ vượt qua những hạn chế do giới hạn dưới hiệu quả áp đặt. Đặc biệt, cam kết của FOMC cho phép lạm phát vượt mục tiêu 2% sau một thời gian dưới mục tiêu tương đương với lời hứa rằng lãi suất sẽ được giữ "thấp hơn trong thời gian dài hơn" khi nền kinh tế phục hồi sau thời kỳ lạm phát và việc làm thấp. Cam kết lãi suất thấp hơn trong thời gian dài hơn, nếu đáng tin cậy, sẽ gây áp lực giảm lãi suất dài hạn, góp phần kích thích kinh tế ngay cả khi lãi suất ngắn hạn ở mức giới hạn dưới. Hơn nữa, bằng cách giữ lạm phát ở mức trung bình gần 2%, cách tiếp cận mới sẽ giúp giữ kỳ vọng lạm phát của các hộ gia đình và doanh nghiệp ở gần mục tiêu. Kỳ vọng lạm phát được neo chặt giúp kiểm soát lạm phát dễ dàng hơn và giúp giữ lãi suất không giảm quá thấp, duy trì không gian cho việc cắt giảm lãi suất trong thời kỳ suy thoái. Ngược lại, theo cách tiếp cận lạm phát mục tiêu truyền thống—do hạn chế của giới hạn dưới đối với chính sách tiền tệ—việc lạm phát thường xuyên giảm xuống dưới 2% có thể dẫn đến lạm phát trung bình và cuối cùng là kỳ vọng lạm phát, giảm xuống dưới mức mục tiêu của FOMC một cách nguy hiểm.

Thay đổi lớn thứ hai đối với khuôn khổ của Fed là cách tiếp cận chủ động hơn nhằm đảm bảo tình trạng việc làm đầy đủ. Trong bài phát biểu của mình, Powell nói rằng chính sách tiền tệ từ nay trở đi sẽ chỉ ứng phó với tình trạng thiếu việc làm so với mức tối đa, chứ không phải đối với những sai lệch (thiếu hụt hoặc vượt mức) so với mức đó. Nói cách khác, FOMC sẽ không còn thắt chặt chính sách chỉ để ứng phó với tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp hoặc giảm - trừ khi

cũng có "dấu hiệu lạm phát gia tăng không mong muốn" hoặc các rủi ro khác, chẳng hạn như đối với sự ổn định tài chính.

Kể từ thời William McChesney Martin, các chủ tịch Fed thường lựa chọn tấn công phủ đầu vào lạm phát, bắt đầu thắt chặt chính sách trước khi các điều kiện tiên quyết cho lạm phát cao hơn - bao gồm cả thị trường lao động quá nóng - được đưa ra. Lý do là chính sách tiền tệ hoạt động có độ trễ và nếu chờ đợi quá lâu, Ủy ban có nguy cơ "tụt hậu" về lạm phát, buộc Ủy ban phải đuổi kịp tốc độ tăng nhanh sau đó. Với sự thay đổi thứ hai về khuôn khổ của nó, FOMC sẽ chấm dứt các cuộc đình công phủ đầu một cách hiệu quả. Nó sẽ không còn thắt chặt chính sách chỉ dựa trên giả định rằng tỷ lệ thất nghiệp thấp hôm nay sẽ dẫn đến lạm phát cao vào ngày mai.

Cách tiếp cận mới phản ánh sự tập trung ngày càng tăng của FOMC vào mức độ không chắc chắn cao xung quanh các ước tính về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, u*, được Powell trích dẫn trong bài phát biểu "điều hướng bởi các vì sao" tại Jackson Hole năm 2018. đúng lúc và hiệu quả, các nhà hoạch định chính sách cần có một ước tính hợp lý về tỷ lệ tự nhiên. Nếu không, các mô hình đường cong Phillips được sử dụng để dự báo lạm phát có thể sẽ không chính xác, như đã thấy rõ trong những năm trước đại dịch. Trong chiến lược mới của mình, FOMC đã đồng ý có quan điểm bất khả tri hơn về u*. Nó sẽ thúc đẩy tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn cho đến khi lạm phát hoặc các dấu hiệu quá nóng khác cung cấp bằng chứng hữu hình cho thấy việc làm đã đạt mức tối đa. Không thể phủ nhận, chiến lược đó sẽ tiềm ẩn một số rủi ro là lạm phát sẽ tăng quá cao, buộc phải có phản ứng chính sách mạnh mẽ. Nhưng FOMC nhận thấy rủi ro đó bị hạn chế bởi đường cong Phillips phẳng và kỳ vọng lạm phát được neo chặt. Và nó đã mang lại những lợi ích đáng kể trong việc thúc đẩy một thị trường lao động mạnh mẽ hơn và tránh được tình trạng lạm phát quá thấp đã gây khó khăn cho châu Âu và Nhật Bản.

Để chính thức hóa chiến lược mới của mình, Ủy ban đã nhất trí bỏ phiếu sửa đổi Tuyên bố về các Mục tiêu dài hạn và Chiến lược Chính sách (được xuất bản lần đầu vào năm 2012 như một phần của việc giới thiệu mục tiêu lạm phát) và cho biết họ sẽ xem xét lại khung chính sách của mình 5 năm một lần. Trong bài phát biểu hồi

tháng 8, Powell không nêu rõ các hành động chính sách sẽ diễn ra trong thời gian tới. Tuy nhiên, hướng dẫn bổ sung được đưa ra tại cuộc họp tiếp theo của FOMC vào tháng 9, khi Ủy ban cho biết họ dự định giữ lãi suất gần bằng 0 cho đến khi đáp ứng được ba điều kiện: các điều kiện thị trường lao động phù hợp với đánh giá của Ủy ban về tình trạng toàn dụng lao động, lạm phát đã tăng lên. xuống còn 2%, và lạm phát đó "đang trên đà vượt mức vừa phải 2% trong một thời gian". Dự báo lãi suất của Ủy ban đưa ra tại cuộc họp đó cho thấy hầu hết những người tham gia FOMC không mong đợi tất cả các điều kiện này sẽ được đáp ứng trong ba năm trở lên.

Vào tháng 12, Ủy ban cũng đưa ra hướng dẫn về kế hoạch mua chứng khoán, hứa hẹn sẽ tăng lượng nắm giữ tại Kho bạc và MBS thêm ít nhất 120 tỷ USD mỗi tháng "cho đến khi đạt được tiến bộ đáng kể hướng tới mục tiêu ổn định giá cả và việc làm tối đa của Ủy ban". "Tiến bộ đáng kể hơn nữa" không được xác định, một sự thiếu sót đáng ngạc nhiên vì ngôn ngữ rất giống nhau đã góp phần tạo ra cơn giận dữ cắt giảm năm 2013, khi các tín hiệu bị bỏ lỡ giữa Fed và thị trường đã dẫn đến lợi suất và biến động tăng mạnh. Tuy nhiên, so với năm 2013, Ủy ban dường như thống nhất hơn trong việc sẵn sàng kiên trì với QE và hứa sẽ đưa ra nhiều cảnh báo cho thị trường trước khi giảm tốc độ mua hàng. Nhìn chung, vào cuối năm 2020, thông điệp của Fed là chính sách tiền tệ có thể sẽ được duy trì nới lỏng trong thời gian khá lâu.

Khuôn khổ mới của Fed và các chính sách dễ dàng hơn mà nó ngụ ý không phù hợp ngay lập tức với hành động tài chính mới. Tuy nhiên, đảng viên Đảng Dân chủ Joe Biden đã được bầu làm tổng thống vào tháng 11, với quyền kiểm soát hiệu quả cả hai viện của Quốc hội; và vào tháng 12, Quốc hội vịt què đã thông qua gói hỗ trợ tài chính mới vượt quá 900 tỷ USD. Điều quan trọng hơn nữa là việc phát triển một số loại vắc xin hiệu quả đã làm dấy lên hy vọng kiểm soát được đại dịch.

Các cơ sở cho vay của Fed được Đạo luật CARES ủy quyền sẽ được gia hạn vào ngày 31 tháng 12 và Bộ trưởng Tài chính Mnuchin đã quyết định để chúng hết hạn. Powell thể hiện sự miễn cưỡng của mình trong một tuyên bố nhưng đồng ý trả lại các khoản đóng góp của Kho bạc và ngừng thực hiện các khoản vay mới và mua chứng

khoán từ các cơ sở đó. Quốc hội, như một phần của gói tài chính tháng 12, đã xác nhận quyết định của Mnuchin nhưng cũng chỉ rõ rằng các cơ quan có thẩm quyền 13(3) của Fed sẽ không bị hạn chế thêm nữa, so với vị trí của họ trước đại dịch. Các cơ sở 13(3) không được hỗ trợ bởi nguồn tài trợ của Đạo luật CARES, chẳng hạn như chương trình thương phiếu, vẫn mở trong thời điểm hiện tại. Có thể tin rằng các cơ sở có thể nhanh chóng được khởi động lại trong trường hợp khẩn cấp mới, những người tham gia thị trường đã bình tĩnh đóng cửa. Phản ứng của thị trường nhất quán với kết luận rằng điều quan trọng không phải là việc cho vay thực tế thông qua các cơ sở theo Đạo luật CARES - số tiền cho vay rất nhỏ so với công suất lý thuyết là 2,3 nghìn tỷ USD của các cơ sở này - mà là bằng chứng cho thấy Fed và Kho bạc đã sẵn sàng cung cấp một điểm dừng cho các thị trường rối loạn chức năng. Vào tháng 6 năm 2021, Fed sẽ công bố ý định bán trái phiếu doanh nghiệp mà họ đã mua được thông qua các cơ sở theo Đạo luật CARES.

Chính quyền Biden nhậm chức vào tháng 1 năm 2021—với Janet Yellen làm Bộ trưởng Tài chính—và đã lãng phí rất ít thời gian để thông qua Kế hoạch Giải cứu Hoa Kỳ trị giá 1,9 nghìn tỷ USD vào tháng 3 nhằm cung cấp hỗ trợ bổ sung cho các hộ gia đình, doanh nghiệp cũng như chính quyền tiểu bang và địa phương. Liều cứu trợ tài chính mới mạnh mẽ này, cùng với các hành động tài chính trước đó và nhu cầu tiêu dùng bị dồn nén—theo một số ước tính, người Mỹ đã tích lũy thêm hơn 2 nghìn tỷ đô la tiền tiết kiệm trong thời kỳ đại dịch—đã tạo động lực cho chi tiêu mới và tạo việc làm trong những tháng đầu năm 2021 Ngoài ra, vào đầu mùa hè, một chương trình tiêm chủng quốc gia đã tiếp cận được hầu hết những người trưởng thành muốn tiêm chủng, mặc dù những người hoài nghi và từ chối vắc xin vẫn là một thiểu số đáng kể.

Sân khấu dường như đã được chuẩn bị cho một sự bùng nổ kinh tế. Tại cuộc họp tháng 6 năm 2021, những người tham gia FOMC dự đoán rằng tỷ lệ thất nghiệp sẽ giảm xuống 4,5% vào quý 4, với mức tăng trưởng mạnh mẽ trong năm là 7%. Việc làm tăng nhanh trong mùa hè, với gần một triệu việc làm được thêm vào mỗi tháng Sáu và tháng Bảy. Thực hiện theo khuôn khổ và hướng dẫn chính sách mới

của mình, FOMC giữ lãi suất gần bằng 0 và tiếp tục mua chứng khoán.

Tuy nhiên, bất chấp những luồng gió tài chính và tiền tệ mạnh mẽ, quá trình phục hồi sẽ không diễn ra suôn sẻ như mong đợi. Đến cuối năm 2021, tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn 3,9% nhưng chỉ do nhiều lao động tiềm năng vẫn nằm ngoài lực lượng lao động. Tổng số việc làm, mặc dù có mức tăng trong mùa hè, vẫn thấp hơn gần 3,6 triệu việc làm so với mức đỉnh trước đại dịch. Sự phục hồi không đồng đều, với một số lĩnh vực mở cửa trở lại nhanh hơn những lĩnh vực khác và nhiều người quay trở lại làm việc chậm, dẫn đến sự không phù hợp giữa nhu cầu của người sử dụng lao động và sự sẵn có của người lao động, dẫn đến sự trùng lặp kỳ lạ giữa sự thiếu hụt hàng triệu việc làm và khiếu nại của người sử dụng lao động trên diện rộng. về tình trạng thiếu lao động. Các yếu tố làm giảm nguồn cung lao động bao gồm trường học đóng cửa và thiếu dịch vụ chăm sóc trẻ em, khiến một số phụ huynh không thể quay lại làm việc; giảm nhập cư; và các phúc lợi của chính phủ giúp những người không có việc làm có thêm thời gian để tìm kiếm người phù hợp. Những rủi ro về sức khỏe vẫn hiện hữu cũng khiến những người lao động tiềm năng phải thận trọng, đặc biệt là khi các biến thể vi rút mới — đặc biệt là biến thể Delta vào mùa hè và biến thể Omicron vào cuối năm — đã thúc đẩy một đợt gia tăng mới về số ca nhiễm COVID-19 ở Hoa Kỳ trong mùa hè. (Vì những rủi ro do biến thể gây ra, cuộc họp Jackson Hole năm 2021 của Fed đã được tổ chức trực tuyến trong năm thứ hai liên tiếp.) Và, có lẽ sau một năm rưỡi rời xa thói quen làm việc thường ngày, nhiều người đã xem xét lại lựa chọn của mình. nghề nghiệp và sự cân bằng giữa công việc và các hoạt động khác, bao gồm việc đi học, ở nhà với con cái hoặc nghỉ hưu.

Lạm phát đặt ra một mối đe dọa khác, ngày càng đáng lo ngại. Một số nhà kinh tế, bao gồm Larry Summers, Olivier Blanchard (cựu kinh tế trưởng của IMF), và Jason Furman (cựu giám đốc CEA của Obama), bày tỏ lo ngại rằng sự kết hợp giữa kích thích tài khóa mạnh mẽ, tiết kiệm hộ gia đình tích lũy và chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ nền kinh tế quá nóng, dẫn đến lạm phát quay trở lại theo phong cách những năm 1970 hoặc dẫn đến việc Fed thắt chặt vội

vàng sẽ làm gián đoạn nền kinh tế và thị trường. Lạm phát đã tăng nhanh hơn nhiều so với những gì mà những người tham gia FOMC dự kiến, với lạm phát PCE cốt lõi trong 12 tháng trước đó đạt gần 5% vào cuối năm 2021. (Được đo bằng chỉ số giá tiêu dùng nổi tiếng hơn, bao gồm giá thực phẩm và năng lượng, lạm phát trong tháng đó đạt mức cao nhất đáng kinh ngạc trong gần 40 năm là 7%.)

Đến giữa năm 2021, các quan chức Fed đã thừa nhận rằng lạm phát đang tăng cao hơn họ dự đoán nhưng lập luận rằng sự gia tăng này phần lớn là kết quả của các yếu tố tạm thời liên quan đến việc mở cửa lại nền kinh tế, bao gồm cả sự đảo ngược tình trạng giảm giá ở những lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng nề trong thời kỳ dịch bệnh. đại dịch (giá khách sạn, vé máy bay), tắc nghẽn trong chuỗi cung ứng (chẳng hạn như tình trạng thiếu chip máy tính trên toàn cầu làm chậm quá trình sản xuất ô tô, đẩy giá ô tô mới và cũ lên cao), giá dầu và một số mặt hàng khác tăng cao. hoạt động lại tiếp tục.

Hơn nữa, các quan chức Fed lập luận rằng cũng có những khác biệt quan trọng giữa năm 2021 và thời kỳ lạm phát những năm 1960 và 1970. Cho rằng, trước khi đại dịch xảy ra, tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp tới 3,5% mà không tạo ra áp lực lạm phát, khó có khả năng Ủy ban đã đánh giá thấp tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên đến mức mà các nhà hoạch định chính sách của thời kỳ trước đã đánh giá thấp. Những cú sốc về nguồn cung vào năm 2021, bao gồm cả sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng và nguồn cung lao động, dường như sẽ giảm bớt theo thời gian và khả năng kiểm soát vi rút tốt hơn. Và Cục Dự trữ Liên bang vào năm 2021 đã có vị thế tốt hơn so với những năm 1960 và 1970, với kỳ vọng lạm phát được neo giữ và giám sát chặt chẽ hơn cũng như tính độc lập về chính sách của nó không bị nghi ngờ. Ủng hộ quan điểm của Fed rằng lạm phát gia tăng có thể chỉ là tạm thời, kỳ vọng lạm phát trung hạn (được đo bằng khảo sát hộ gia đình và doanh nghiệp cũng như lợi suất trái phiếu chính phủ có chỉ số lạm phát) nhìn chung vẫn ở mức vừa phải vào năm 2021 mặc dù tỷ lệ lạm phát tăng. tăng giá.

Tuy nhiên, chỉ số lạm phát cao bất ngờ đã khiến FOMC và Nhà Trắng ngày càng lo lắng, đồng thời Ủy ban chuyển sang quan điểm ngày càng diều hâu trong năm. Biểu đồ chấm tháng 9 năm 2021 cho

thấy một nửa Ủy ban—chín người tham gia—dự đoán rằng lần tăng lãi suất đầu tiên sẽ xảy ra vào cuối năm 2022 (tăng từ 4 lần vào tháng 3 và 7 lần vào tháng 6), và biên bản cuộc họp tháng 7 báo cáo rằng nhiều người tham gia kỳ vọng việc giảm dần việc mua tài sản sẽ bắt đầu "trong năm nay". Thực tế, thời điểm bắt đầu cắt giảm đã được công bố vào tháng 11 và tại cuộc họp tháng 12, Ủy ban đã đẩy nhanh quá trình này, đưa việc mua tài sản theo tiến độ kết thúc vào tháng 3 năm 2022. Thông báo này đã mở ra khả năng tăng lãi suất bắt đầu sớm nhất là vào tháng 3. Biểu đồ chấm tháng 12 năm 2021 cho thấy tất cả 18 người tham gia FOMC dự đoán ít nhất một lần tăng lãi suất vào cuối năm 2022 và 12 người tham gia mong đợi ít nhất ba lần tăng lãi suất.

Nhìn chung, sự phục hồi cực kỳ bất thường sau cuộc suy thoái do đại dịch đã đặt ra một thử thách khó khăn cho khuôn khổ mới của Fed. Kích thích tài chính kỷ lục, việc mở cửa trở lại không đồng đều và hành vi bất thường của cả việc làm và lạm phát khiến việc dự báo và truyền thông đại chúng trở nên đặc biệt khó khăn. Kỳ vọng lạm phát trung hạn dường như được kiểm soát tốt, nhưng tùy thuộc vào cách mọi người giải thích đợt lạm phát bùng nổ vào năm 2021, không thể loại trừ khả năng kỳ vọng lạm phát sẽ không được kiểm soát—dẫn đến lạm phát kéo dài hơn—không thể loại trừ. Trong khuôn khổ FAIT của mình, FOMC đã tìm cách tạm thời vượt quá mục tiêu lạm phát của mình. Rủi ro là sự vượt quá sẽ đi quá xa và tồn tại quá lâu. Việc tránh kết quả đó sẽ kiểm tra cả khả năng dự báo và độ tin cậy của Fed.

Nhiệm kỳ của Powell sẽ kết thúc vào đầu năm 2022. Ông được cả Đảng Dân chủ và Đảng Cộng hòa ca ngợi rộng rãi vì cách xử lý chính sách tiền tệ trước và trong đại dịch, vì phản ứng của ông trước cơn hoảng loạn vào tháng 3 năm 2020 cũng như khả năng lãnh đạo và kỹ năng chính trị của ông. Là một người mới vào nghề tiền tệ khi gia nhập Hội đồng quản trị, với tư cách là chủ tịch, ông đã chứng tỏ mình là một thống đốc ngân hàng trung ương xuất sắc của thế kỷ 21, chủ động triển khai một loạt công cụ và chiến lược mà những người tiền nhiệm ở thế kỷ 20 của ông không thể lường trước được. Ông cũng đã làm cho Fed trở nên cởi mở hơn, tiếp cận được nhiều

đối tượng hơn trong các cuộc họp báo và thông qua các chương trình như Fed Listens.

Tuy nhiên, việc tái bổ nhiệm không phải là điều chắc chắn. Thượng nghị sĩ Elizabeth Warren (D-Massachusetts) dẫn đầu những lời chỉ trích từ cánh tả rằng Powell đã không đủ quyết liệt trong các vấn đề pháp lý và tiết lộ rằng một số người tham gia FOMC đã thực hiện các giao dịch chứng khoán đáng ngờ trong năm 2020 có nguy cơ làm hoen ố hình ảnh về tính liêm chính của tổ chức mà Powell đã cố gắng để dự án.

Ba ngày trước Lễ Tạ ơn, Tổng thống Biden tuyên bố sẽ đề cử Powell làm chủ tịch. Lael Brainard, ứng cử viên duy nhất còn lại của Obama trong Hội đồng quản trị, được đề cử làm phó chủ tịch, thay thế Clarida, người sẽ kết thúc nhiệm kỳ vào đầu năm 2022. Brainard đã nổi lên như một ứng cử viên nặng ký cho vị trí đứng đầu. Mặc dù quan điểm về chính sách tiền tệ của bà tương tự như quan điểm của Powell, nhưng các đảng viên Đảng Dân chủ tiến bộ coi bà là người cứng rắn hơn trong các quy định tài chính và các vấn đề khí hậu. Khi chọn Powell, Biden đã chọn sự tiếp nối và quay trở lại truyền thống tái bổ nhiệm các lãnh đạo Fed thành công của đảng đối lập. Tổng thống tiếp nối đề cử của Powell và Brainard bằng cách đề cử Sarah Bloom Raskin, cựu thành viên Hội đồng quản trị và quan chức Bộ Tài chính, làm phó chủ tịch giám sát, đồng thời bổ nhiệm các nhà kinh tế Lisa Cook và Philip Jefferson vào hai ghế trống còn lại trong Hội đồng quản trị.

Được trao thêm bốn năm làm chủ tịch là điều đáng mừng, nhưng Powell sẽ không có thời gian để giành chiến thắng. Đối mặt với lạm phát cao và các mối đe dọa kinh tế do các biến thể mới của virus gây ra, Powell và các đồng nghiệp của ông một lần nữa sẽ phải tìm cách đưa nền kinh tế hạ cánh nhẹ nhàng.

---

* Theo bảng điều khiển COVID-19 của New York Times, số ca nhiễm trên toàn thế giới vào đầu năm 2022 sẽ vượt quá 300 triệu và số ca tử vong sẽ vượt quá 5 triệu. Tại Hoa Kỳ, số ca mắc vượt quá 60 triệu và số ca tử vong vượt quá 800.000.

† "Main Street" hơi bị dùng sai vì các công ty sử dụng tới 10.000 công nhân hoặc có doanh thu hàng năm dưới 2,5 tỷ USD—sau đó tăng lên 15.000 công nhân và doanh thu 5 tỷ USD —đều đủ điều kiện để vay. Các doanh nghiệp nhỏ hơn được bảo vệ bởi các chương trình khác, chẳng hạn như PPP. Fed đã hỗ trợ chương trình thứ hai bằng cách cho các ngân hàng

vay theo hình thức PPP, chấp nhận các khoản vay - được Cơ quan quản lý doanh nghiệp nhỏ bảo lãnh - theo mệnh giá làm tài sản thế chấp.
‡ Dù mức độ suy giảm sâu đến đâu thì nó cũng sẽ diễn ra trong thời gian ngắn và nền kinh tế sẽ tăng trưởng trở lại vào tháng Tư. NBER sau đó tuyên bố rằng cuộc suy thoái (giai đoạn suy thoái) chỉ kéo dài hai tháng. Điều đó cũng sẽ lập kỷ lục là cuộc suy thoái ngắn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.
§ Nhắm mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt, được bổ sung bởi hướng dẫn tháng 9 năm 2020 của FOMC, rất gần với chiến lược mà tôi đã đề xuất vào năm 2017, được gọi là nhắm mục tiêu mức giá tạm thời (Bernanke, 2017a, b). Bernanke, Kiley và Roberts (2019) đã chỉ ra rằng việc nhắm mục tiêu theo mức giá tạm thời có thể cải thiện hiệu quả kinh tế khi giới hạn dưới hiệu quả hạn chế chính sách, ngay cả khi chiến lược này chỉ được những người tham gia thị trường tài chính hiểu và đáng tin cậy chứ không phải công chúng nói chung. Chủ tịch Fed Chicago Charles Evans trước đó đã đưa ra đề xuất tương tự (Evans, 2012). Cách tiếp cận này sẽ được thảo luận kỹ hơn ở Chương 13.
¶ Vào tháng 7 năm 2021, Ngân hàng Trung ương Châu Âu cũng cập nhật chiến lược chính sách tiền tệ của mình sau một năm rưỡi xem xét. Nhưng nó đã không đi xa đến mức Fed. Nó đã loại bỏ mô tả trước đây về mục tiêu lạm phát của mình là "thấp hơn nhưng gần bằng 2 phần trăm". Thay vì coi 2% là mức trần, họ cho biết họ sẽ hướng tới lạm phát 2% trong trung hạn và sẽ coi việc vượt quá mục tiêu và vượt quá mục tiêu đều không mong muốn. Nó cũng sẽ tiếp tục sử dụng dự báo lạm phát để xác định thời điểm thắt chặt chính sách. Chiến lược mới của ECB chịu ảnh hưởng bởi những thay đổi của Fed nhưng gần giống với chiến lược "những thứ đã qua" đối xứng trước năm 2020 của Fed hơn là cách tiếp cận mới.

PHẦN IV

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

■

Điều gì ở phía trước

11

BỘ CÔNG CỤ SAU 2008 CỦA FED

Nới lỏng định lượng và hướng dẫn chuyển tiếp

Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thế kỷ XXI phải đối mặt với một thế giới khác với những người tiền nhiệm của họ ở thế kỷ 20 - một "bình thường mới", trong đó lạm phát quá thấp có thể gây lo ngại như lạm phát quá cao và lãi suất trung tính thấp, hạn chế không gian cho việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn, làm giảm nghiêm trọng hiệu lực của các chính sách tiền tệ truyền thống. Các nhà hoạch định chính sách có những lựa chọn nào để ứng phó với những thách thức này? Trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009, Cục Dự trữ Liên bang (và các ngân hàng trung ương lớn khác) đã sử dụng hai công cụ thay thế sau khi việc cắt giảm lãi suất thông thường đã cạn kiệt: nới lỏng định lượng quy mô lớn để giảm lãi suất dài hạn và hướng dẫn tương lai ngày càng rõ ràng, nhằm mục đích giảm lãi suất dài hạn. trong việc tác động đến các điều kiện tài chính bằng cách định hình kỳ vọng của thị trường về chính sách tiền tệ trong tương lai. Trong thời kỳ đại dịch, Cục Dự trữ Liên bang và nhiều ngân hàng trung ương khác lại dựa rất nhiều vào những công cụ này.

Những công cụ thay thế này hoạt động tốt như thế nào? Chúng tạo ra những chi phí và rủi ro gì? Với lãi suất trung lập thấp hơn

nhiều so với trước đây, liệu QE và hướng dẫn chuyển tiếp có đủ không? Khi chúng tôi giới thiệu những công cụ này tại Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính, chúng tôi buộc phải đưa ra những dự đoán tốt nhất dựa trên những bằng chứng sẵn có. Giờ đây, với kinh nghiệm dày dặn, cả ở Hoa Kỳ và nước ngoài, chúng tôi biết nhiều hơn về những công cụ này cũng như cách sử dụng chúng.

Điểm mấu chốt là phần lớn bằng chứng - xuất phát từ cả nghiên cứu chính thức và kinh nghiệm thực tế - khẳng định tính hiệu quả của các công cụ chính sách tiền tệ thay thế được áp dụng sau năm 2008. Chúng tăng thêm sức mạnh kích thích đáng kể khi lãi suất ngắn hạn không thể cắt giảm thêm nữa, và quan trọng là , tác dụng phụ của chúng có thể kiểm soát được. Do đó, chúng đã trở thành sự bổ sung lâu dài cho bộ công cụ chính sách tiền tệ, cả ở Hoa Kỳ và ngày càng nhiều nền kinh tế khác. Mặt khác, các công cụ sau năm 2008 của Fed dường như không đủ hiệu quả trong mọi trường hợp, đặc biệt là trong những cuộc suy thoái nghiêm trọng hoặc khi lãi suất trung lập ở mức khá thấp. Điều này đương nhiên đặt ra câu hỏi là có thể làm gì khác để khiến chính sách tiền tệ và chính sách ổn định kinh tế nói chung hiệu quả hơn.

Nới lỏng định lượng

Thuật ngữ nới lỏng định lượng đã được sử dụng để mô tả các loại chương trình khác nhau. Ở đây tôi sẽ định nghĩa QE là việc ngân hàng trung ương mua các chứng khoán dài hạn trên quy mô lớn, nhằm mục đích giảm lãi suất dài hạn, nới lỏng các điều kiện tài chính và cuối cùng là đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô như việc làm đầy đủ và ổn định giá cả.

Ví dụ, định nghĩa này loại trừ việc mua chứng khoán của Ngân hàng Nhật Bản bắt đầu vào năm 2001. Mặc dù chương trình đó là chương trình đầu tiên được gọi là "nới lỏng định lượng" và có các mục tiêu kinh tế vĩ mô—chủ yếu là khắc phục tình trạng giảm phát—nhưng nó chủ yếu liên quan đến việc mua trái phiếu ngắn hạn. chứng khoán có kỳ hạn và nhằm mục đích tăng dự trữ ngân hàng và

cung tiền, thay vì giảm lãi suất dài hạn. (Người Nhật đang dựa vào một học thuyết tiền tệ thiếu sót và quá đơn giản hóa, thừa nhận mối quan hệ trực tiếp giữa cung tiền và giá cả.) Định nghĩa của tôi về QE cũng loại trừ việc mua chứng khoán nhằm mục đích ổn định các thị trường tài chính cụ thể, chẳng hạn như mục tiêu của Ngân hàng Trung ương Châu Âu. mua nợ của các quốc gia gặp khó khăn trong cuộc khủng hoảng nợ có chủ quyền ở châu Âu hoặc việc Powell Fed mua chứng khoán Kho bạc và MBS được chính phủ bảo lãnh với vai trò là người mua cuối cùng vào tháng 3 năm 2020. Tuy nhiên, như ví dụ cuối cùng minh họa, một chương trình mua hàng bắt đầu vì biện pháp bình ổn thị trường cũng có thể phát triển thành một công cụ ổn định kinh tế, nên ranh giới giữa hai loại chương trình không phải lúc nào cũng rõ ràng.

Vào thời điểm được giới thiệu ở Hoa Kỳ, QE là một biện pháp cuối cùng, với sự không chắc chắn lớn về cả tính hiệu quả cũng như chi phí và rủi ro có thể có của nó. Nó cũng phải đối mặt với sự chỉ trích chính trị dữ dội. Tuy nhiên, vì QE tỏ ra hữu ích mà không có tác dụng phụ nghiêm trọng nên sự chấp nhận của nó ngày càng tăng. Đáng chú ý, gần 5 nghìn tỷ USD trong hoạt động mua chứng khoán quy mô lớn của Powell Fed trong thời kỳ suy thoái và phục hồi do đại dịch đã nhận được tương đối ít sự phản đối từ các thành viên Quốc hội hoặc những người khác. Tương tự như vậy, tình trạng khẩn cấp về đại dịch đã kích hoạt các hoạt động mua chứng khoán mới của Ngân hàng Trung ương Anh và Ngân hàng Trung ương Châu Âu, các chương trình được hỗ trợ rộng rãi trong các tổ chức đó và được các chính trị gia cũng như công chúng chấp nhận. (Ngân hàng Nhật Bản, chưa bao giờ kết thúc việc mua tài sản của mình, vẫn tiếp tục thực hiện trong suốt thời gian đó.) Và các ngân hàng trung ương hoàn toàn không sử dụng QE trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu hoặc cuộc Đại suy thoái – bao gồm Ngân hàng Canada, Ngân hàng Dự trữ của Úc và thậm chí một số ngân hàng trung ương ở các nền kinh tế đang phát triển đã áp dụng công cụ này trong thời kỳ đại dịch.

QE hoạt động như thế nào?

Các nhà kinh tế đã tranh luận rộng rãi về cách thức hoạt động của QE – và thực tế là liệu nó có hoạt động hay không. Khi FOMC lần đầu tiên bắt đầu thảo luận về việc mua chứng khoán, một số nhà kinh tế lập luận rằng QE – xét cho cùng chỉ đơn giản là sự hoán đổi một nhóm tài sản tài chính (dự trữ ngân hàng) lấy một nhóm tài sản khác (chứng khoán dài hạn) – sẽ có ít hoặc không ảnh hưởng đến giá tài sản hoặc nền kinh tế. Như tôi đã nói vào năm 2014, "Vấn đề với QE là nó hoạt động trên thực tế nhưng không hoạt động trên lý thuyết".

Nhưng QE thực sự có vẻ có tác dụng trong thực tế, ảnh hưởng đến thị trường tài chính – và thông qua chúng, đến nền kinh tế – thông qua hai kênh rộng: kênh cân bằng danh mục đầu tư và kênh tín hiệu. Chúng tôi đã tích cực thảo luận về cả hai kênh—là những kênh bổ sung chứ không phải kênh thay thế—khi chúng tôi lên kế hoạch cho QE đầu tiên của Fed vào năm 2008 và 2009.

Kênh cân bằng danh mục đầu tư là ý tưởng trực quan cho rằng việc ngân hàng trung ương mua chứng khoán dài hạn sẽ làm giảm nguồn cung chứng khoán do công chúng nắm giữ, khiến giá của chúng tăng lên và lợi tức của chúng giảm xuống. Tiền đề cơ bản là nhiều nhà đầu tư không chỉ quan tâm đến rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng của tài sản tài chính của họ mà còn về các đặc điểm khác của tài sản đó. Nếu mọi người không phân biệt táo và lê – trái cây là trái cây – thì những thay đổi trong lượng cung tương đối của táo và lê sẽ không ảnh hưởng đến giá cả của chúng. Nhưng nếu một số người thích vị ngọt của táo và những người khác thích vị ngọt của lê thì việc giảm nguồn cung lê sẽ làm tăng giá lê so với giá táo. Tương tự như vậy, nếu một số nhà đầu tư có môi trường sống ưa thích hơn - nghĩa là do chuyên môn chuyên môn, chi phí giao dịch, quy định, ưu tiên về thanh khoản hoặc kỳ hạn hoặc các lý do khác, họ thích nắm giữ một số loại tài sản nhất định - thì những thay đổi trong nguồn cung tương đối của những tài sản đó sẽ ảnh hưởng đến giá của chúng.

Nhiều nhà đầu tư thích các loại tài sản cụ thể hơn vì những lý do khác ngoài rủi ro và lợi nhuận. Ví dụ, các nhà quản lý quỹ hưu trí biết rằng họ sẽ phải trả những khoản cố định cho những người lao động đã nghỉ hưu trong tương lai nên họ thích những tài sản có kỳ hạn dài mang lại lợi nhuận an toàn và có thể dự đoán được, chẳng hạn như nợ chính phủ dài hạn. Các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ chủ yếu nắm giữ các tài sản lưu động ngắn hạn, như tín phiếu kho bạc và thương phiếu cao cấp, để đáp ứng các nhà quản lý và vì chúng có thể được bán dễ dàng để đáp ứng nhu cầu rút tiền bất ngờ của các cổ đông. Các ngân hàng đầu tư có xu hướng nắm giữ các tài sản như Kho bạc và MBS, những tài sản dễ dàng được sử dụng làm tài sản thế chấp cho các khoản vay ngắn hạn, v.v.

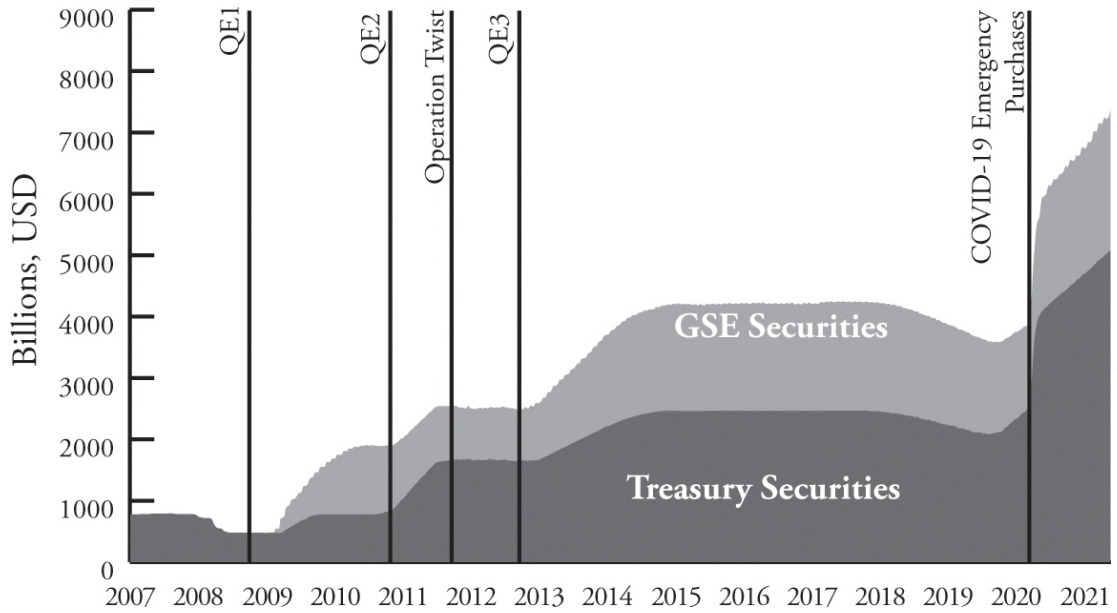
Trong QE của mình, Fed đã mua số lượng lớn chứng khoán kho bạc dài hạn và MBS được chính phủ bảo lãnh, thường thanh toán bằng cách tạo ra dự trữ ngân hàng. Giống như giá lê tương đối tăng khi nguồn cung giảm, việc mua hàng của ngân hàng trung ương làm giảm nguồn cung ròng của Kho bạc dài hạn hoặc MBS sẽ khiến các nhà đầu tư tăng giá. Hơn nữa, khi các nhà đầu tư bán Trái phiếu Kho bạc hoặc MBS chuyển sang các chứng khoán tương tự, chẳng hạn như nợ doanh nghiệp dài hạn, chất lượng cao, giá của chúng cũng sẽ được đẩy lên. Một lần nữa, việc đặt giá thầu tăng giá của một chứng khoán cũng giống như việc đặt giá thầu giảm lợi suất của nó, tỷ lệ nghịch với giá. Đây là bản chất của kênh cân bằng danh mục đầu tư: khả năng QE tác động đến lợi suất dài hạn bằng cách buộc các nhà đầu tư điều chỉnh lượng nắm giữ của họ để ứng phó với những thay đổi trong nguồn cung các tài sản khác nhau. Ngay cả khi lãi suất ngắn hạn bị kẹt ở mức 0, QE đã cho phép các nhà hoạch định chính sách giảm lãi suất dài hạn, mà ít nhất ở Hoa Kỳ vẫn ở trên mức 0 (thực tế là trên 1,5%) trong suốt cuộc Đại suy thoái và quá trình phục hồi sau đó.

Một cảnh báo trước cho lập luận trực quan này là nguồn cung vượt trội của Kho bạc Hoa Kỳ và MBS là rất lớn - hàng nghìn tỷ đô la. Thâm hụt của chính phủ liên bang trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính càng làm tăng thêm nguồn cung Trái phiếu Kho bạc, bao gồm cả chứng khoán dài hạn. Do đó, để điều chỉnh lãi suất dài hạn đủ để tạo ra sự khác biệt cho nền kinh tế, Fed và các ngân hàng

trung ương lớn khác đã phải mua số lượng rất lớn. Ví dụ, khi Fed kết thúc QE3 vào tháng 10 năm 2014, tổng lượng mua chứng khoán ròng trong tất cả các chương trình QE của họ là khoảng 3,8 nghìn tỷ USD. Việc nắm giữ trái phiếu kho bạc của nước này vào khoảng 2,5 nghìn tỷ USD vào tháng 10 năm 2014, chiếm khoảng 37% số nợ công của chính phủ Mỹ. Lượng nắm giữ chứng khoán của Fed đã có một bước tiến lớn khác khi Fed Powell ứng phó với cuộc suy thoái do đại dịch. Hình 11.1 cho thấy sự thay đổi trong việc nắm giữ trái phiếu kho bạc và MBS của Fed kể từ năm 2007.

Bên cạnh tác động của nó đối với nguồn cung chứng khoán tương đối trong tay tư nhân, QE còn hoạt động thông qua cái được gọi là kênh tín hiệu. Việc công bố chương trình QE quy mô lớn có thể là tín hiệu mạnh mẽ rằng các nhà hoạch định chính sách cam kết duy trì chính sách nới lỏng và lãi suất ngắn hạn ở mức thấp trong thời gian dài. Nhiều cách giải thích khác nhau đã được đưa ra cho lý do tại sao QE dường như gửi đi thông điệp về việc tiếp tục nới lỏng chính sách một cách thuyết phục hơn là chỉ dùng lời nói. Một số nhà kinh tế đã lưu ý rằng một chương trình QE lớn có thể gây tốn kém cho ngân hàng trung ương với tư cách là một tổ chức. Nó gây ra sự chỉ trích chính trị và có nguy cơ mất vốn nếu lãi suất dài hạn tăng bất ngờ, dẫn đến giá trị trái phiếu do ngân hàng trung ương nắm giữ giảm. Ít nhất về nguyên tắc, mong muốn tránh thất thoát vốn trong danh mục đầu tư của ngân hàng trung ương có thể thúc đẩy các nhà hoạch định chính sách không thắt chặt chính sách quá sớm. Vì vậy, các nhà đầu tư có thể coi QE là bằng chứng cho thấy sự nghiêm túc của ngân hàng trung ương trong việc cung cấp hỗ trợ bền vững cho nền kinh tế.

HÌNH 11.1. TỔ CHỨC CHỨNG KHOÁN CỦA DỰ TRỮ LIÊN BANG, 2007–2021



Hình này cho thấy lượng trái phiếu kho bạc mà Cục Dự trữ Liên bang nắm giữ và chứng khoán do GSE phát hành. Các đường dọc thể hiện thông báo về các chương trình mua chứng khoán. Nguồn: Cục Dự trữ Liên bang và FRED.

Mặc dù lời giải thích này hợp lý và có thể có giá trị nhất định, nhưng theo kinh nghiệm của tôi, phần lớn tác động báo hiệu của QE dường như có nguồn gốc tầm thường hơn: niềm tin của nhà đầu tư về cách các ngân hàng trung ương sẽ sắp xếp các chính sách của họ. Những người tham gia thị trường có xu hướng tin rằng các ngân hàng trung ương sẽ không tăng lãi suất ngắn hạn chừng nào việc mua chứng khoán vẫn tiếp tục. Rốt cuộc, sẽ không có ý nghĩa gì nếu một ngân hàng trung ương thắt chặt bằng một tay (bằng cách tăng lãi suất) trong khi tay kia lại nới lỏng (bằng cách tiếp tục mua chứng khoán). Vì các chương trình QE thường kéo dài trong các quý, nếu không nói là nhiều năm, và hiếm khi kết thúc sớm (vì làm như vậy sẽ làm tổn hại đến uy tín của các nhà hoạch định chính sách), nên việc bắt đầu hoặc mở rộng QE thường đẩy xa ngày dự kiến của đợt tăng lãi suất chính sách ngắn hạn đầu tiên. Do đó, các thông báo nới lỏng định lượng có thể là một hình thức định hướng hiệu quả, củng cố cam kết của các nhà hoạch định chính sách nhằm giữ lãi

suất ở mức thấp. Nhận thấy tín hiệu này cho thấy lãi suất ngắn hạn sẽ được giữ ở mức thấp trong thời gian dài hơn dự kiến, các nhà đầu tư có thêm lý do để hạ lãi suất dài hạn.

Khi QE hạ lãi suất dài hạn, dù thông qua cân bằng danh mục đầu tư hay hiệu ứng tín hiệu, nó sẽ kích thích nền kinh tế thông qua các kênh gần giống như nới lỏng tiền tệ trong thời gian bình thường hơn. Ví dụ, lãi suất thế chấp thấp hơn sẽ làm tăng nhu cầu về nhà ở hoặc tăng thu nhập khả dụng của những người sở hữu nhà hiện tại bằng cách cho phép họ giảm khoản thanh toán thế chấp bằng cách tái cấp vốn. Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp thấp hơn làm giảm chi phí vốn và khiến việc đầu tư vào nhà máy hoặc thiết bị trở nên hấp dẫn hơn. Lãi suất dài hạn thấp hơn cũng có xu hướng làm tăng giá tài sản, bao gồm giá nhà và cổ phiếu, làm cho mọi người cảm thấy giàu có hơn, có xu hướng kích thích chi tiêu của người tiêu dùng - hiệu ứng của cải. Và, tất cả đều không đổi, lãi suất thấp hơn, bằng cách giảm dòng vốn đầu tư vào Hoa Kỳ, làm giảm giá trị trao đổi của đồng đô la, từ đó thúc đẩy xuất khẩu của Hoa Kỳ. Tác động tổng hợp của những phát triển này làm tăng nhu cầu đối với hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nước, giúp đưa vốn và lao động chưa được sử dụng đúng mức trở lại làm việc.

Khi xác định QE là gì và nó hoạt động như thế nào, cũng cần thảo luận xem QE không phải là gì. Nới lỏng định lượng không giống như chi tiêu của chính phủ, vì ngân hàng trung ương đang mua tài sản tài chính chịu lãi chứ không phải hàng hóa hoặc dịch vụ. Trong thời gian làm chủ tịch, tôi cảm thấy vô cùng khó chịu khi các nhà báo thêm các khoản mua QE và chi tiêu của chính phủ để xác định "chi phí" của các chương trình tài chính và tiền tệ được sử dụng để hỗ trợ nền kinh tế. Bài tập này không có ý nghĩa. Nới lỏng định lượng không giống với việc một hộ gia đình tiêu tiền vào cửa hàng tạp hóa hoặc sửa chữa ô tô; nó giống như việc một hộ gia đình mua trái phiếu chính phủ để tăng thêm tiền tiết kiệm của mình.

Tương tự như vậy, như đã lưu ý trước đó, QE không giống như "in tiền". Nó không có ảnh hưởng trực tiếp đến tiền tệ đang lưu hành, được xác định bởi lượng tiền mặt mà mọi người muốn nắm giữ. Nó cũng không nhất thiết làm tăng các thước đo tổng thể về cung tiền, mà sự tăng trưởng của nó phụ thuộc vào một số yếu tố,

bao gồm cả hành vi của các ngân hàng và hộ gia đình. Ví dụ, cái gọi là thước đo M2 của cung tiền (bao gồm tiền tệ và tổng số dư trong tài khoản séc, tài khoản tiết kiệm và quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ) chỉ tăng trưởng khiêm tốn trong các chương trình QE sau khủng hoảng của Fed, nhưng thước đo tương tự lại tăng lên. mạnh vào năm 2020 khi mọi người gửi số tiền nhận được thông qua các chương trình của chính phủ vào tài khoản ngân hàng của họ.

Nghiên cứu sự kiện QE: Một số bằng chứng ban đầu

Bỏ qua những tranh luận về mặt lý thuyết, tính hiệu quả của QE cuối cùng vẫn là một câu hỏi mang tính thực nghiệm. Hầu hết bằng chứng chúng tôi có về QE đều đến từ cuộc Đại suy thoái, mặc dù bằng chứng về QE thời đại dịch cũng đã bắt đầu xuất hiện.

Bằng chứng ban đầu về QE đến từ các nghiên cứu sự kiện—một công cụ nghiên cứu cơ bản. Trong kinh tế tài chính, một nghiên cứu sự kiện điển hình so sánh giá tài sản ngay sau một sự kiện hoặc thông báo nào đó với cùng mức giá tài sản ngay trước đó. Giá tài sản có xu hướng phản ứng nhanh chóng với thông tin mới, vì vậy so sánh trước và sau này cung cấp thước đo hữu ích về cách các nhà đầu tư đánh giá hậu quả kinh tế của một sự kiện. Ít nhất, những thông báo về các chương trình QE ban đầu đã có tác động lớn và trên phạm vi rộng. Ví dụ, thông báo vào tháng 11 năm 2008 của Fed rằng họ sẽ mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp đã ảnh hưởng mạnh mẽ đến lợi suất của những chứng khoán đó, cuối cùng dẫn đến sự sụt giảm đáng kể về lãi suất thế chấp. Hơn nữa, như lý thuyết về cân bằng danh mục đầu tư cho thấy, thông báo này cũng làm giảm mạnh lợi suất trái phiếu kho bạc dài hạn, vốn là sản phẩm thay thế gần gũi cho MBS.

Vì thông tin về các sáng kiến chính sách có thể không đến ngay lập tức nên một số nghiên cứu sự kiện xem xét sự thay đổi tích lũy của giá tài sản qua một số ngày quan trọng. Một bản ghi nhớ của nhân viên được trình lên FOMC vào tháng 3 năm 2010 đã đánh giá

tác động của QE1 bằng cách xem xét những thay đổi về giá tài sản vào những ngày mà thông tin liên quan được Fed công bố. Các sự kiện được kiểm tra bao gồm thông báo của chúng tôi về việc mua MBS vào ngày 25 tháng 11 năm 2008; bài phát biểu của tôi ngày 1 tháng 12 năm 2008 đã nêu lên khả năng Fed sẽ mua chứng khoán Kho bạc; và tuyên bố của FOMC ngày 18 tháng 3 năm 2009 công bố việc mở rộng đáng kể QE1. Bản ghi nhớ cũng xem xét các ngày họp FOMC có liên quan khác, bao gồm ít nhất một cuộc họp (tháng 1 năm 2009) khi Fed khiến thị trường ngạc nhiên khi không có hành động nào khi hành động được mong đợi. Bảng 11.1 trình bày tổng tác động lên giá và lợi suất của các tài sản quan trọng vào 5 ngày mà thông tin quan trọng được công bố. Năm hàng đầu tiên hiển thị những thay đổi về lợi suất, tính bằng điểm phần trăm và hàng cuối cùng hiển thị phần trăm thay đổi trong giá cổ phiếu.

BẢNG 11.1. PHẢN ỨNG CỦA GIÁ VÀ LỢI NHUẬN TÀI SẢN ĐỐI VỚI CÁC THÔNG BÁO QE1	
Trái phiếu kho bạc 2 năm	–0,57
Kho bạc 10 năm	–1,00
Kho bạc 30 năm	–0,58
Chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp	–1,29
Trái phiếu doanh nghiệp AAA	–0,89
Chỉ số giá cổ phiếu S&P 500	2.32

Lưu ý: Phản hồi hàng ngày, được tổng hợp qua năm ngày thông báo được xác định bởi Gagnon, Raskin, Remache và Sack (2011). Các mục nhập cho thấy sự thay đổi lợi suất đối với Kho bạc, chứng khoán được thế chấp và trái phiếu doanh nghiệp cũng như những thay đổi về mức giá cổ phiếu, tất cả đều tính bằng điểm phần trăm. Tính toán của tác giả.

Bảng này cho thấy thông tin được công bố về QE1 vào cuối năm 2008 và đầu năm 2009 đã có tác động lớn, bao gồm (trong 5 ngày quan trọng) làm giảm toàn bộ điểm phần trăm trong lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm và giảm hơn 1 điểm phần trăm trong lãi suất trên GSE- phát hành chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp. Những phản ứng này có quy mô gấp nhiều lần những biến động thông thường hàng ngày về giá và sản lượng này và dự kiến sẽ có những tác động kinh tế đáng kể. Các tài sản—chẳng hạn như trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu—không được Fed mua nhưng vẫn nhạy cảm với mức lãi suất dài hạn hiện hành và chính sách tiền tệ nói chung, cũng cho thấy những động thái lớn sau công bố. Giá trị trao đổi của đồng đô la (không được hiển thị trong bảng) cũng giảm mạnh sau QE1. Các nghiên cứu về sự kiện giới thiệu QE của Ngân hàng Trung ương Anh cùng thời điểm cũng cho thấy những tác động tương tự về mặt định lượng, với lợi suất trái phiếu chính phủ dài hạn của Anh giảm tổng cộng khoảng 1 điểm phần trăm trong những ngày công bố quan trọng.

Phản ứng mạnh mẽ của thị trường đối với vòng QE đầu tiên ở Hoa Kỳ và Vương quốc Anh đã khuyến khích các nhà hoạch định chính sách, và họ chắc chắn bác bỏ những dự đoán rằng việc mua tài sản của ngân hàng trung ương sẽ ít hoặc không ảnh hưởng đến điều kiện tài chính. Tuy nhiên, các nhà kinh tế học đã thận trọng khi ngoại suy những kết quả này cho tất cả các chương trình QE, vì ít nhất hai lý do.

Đầu tiên, trái ngược với kết quả mạnh mẽ của QE1 của Fed, các nghiên cứu sự kiện về các vòng QE sau này cho thấy những tác động ít kịch tính hơn. Ví dụ, các nhà kinh tế tài chính Arvind Krishnamurthy và Annette Vissing-Jorgensen đã xem xét phản ứng của thị trường trước việc công bố QE2 vào tháng 11 năm 2010. Xem

xét sự thay đổi giá tài sản vào hai ngày công bố quan trọng, họ nhận thấy lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm của một trái phiếu kho bạc đã giảm tổng cộng. tương đối vừa phải 0,18 điểm phần trăm, thấp hơn so với tác động ước tính của QE1, ngay cả khi xem xét rằng giao dịch mua chứng khoán QE2, ở mức 600 tỷ USD, chỉ bằng khoảng 1/3 số giao dịch mua QE1. Các nghiên cứu sự kiện về các chương trình QE vòng sau khác, ở cả Hoa Kỳ và các quốc gia khác, cũng có xu hướng tìm thấy những tác động tài chính nhỏ hơn. Một cách giải thích cho những phát hiện này là các chương trình sớm nhất, như QE1, có tác động lớn chủ yếu là do chúng được đưa ra trong những thời kỳ biến động tài chính đặc biệt và giúp xoa dịu tình hình. Nếu cách giải thích này đúng, QE có thể bị hạn chế sử dụng trong những thời điểm bình thường hơn.

Lý do thứ hai cần thận trọng khi nghiên cứu sự kiện là vì về bản chất, chúng chỉ nắm bắt được phản ứng của thị trường trong thời gian ngắn. Có lẽ những người tham gia thị trường cần nhiều thời gian hơn để tiếp thu thông tin về các chính sách mới như QE, do đó phản ứng ngắn hạn về giá tài sản được đo lường bởi các nghiên cứu sự kiện không phản ánh tác động dài hạn của QE. Nếu vậy, và nếu tác động của QE trên thực tế hầu như chỉ là tạm thời, thì một lần nữa, việc mua chứng khoán sẽ mang lại rất ít sự trợ giúp bền vững cho nền kinh tế.

Một biến thể của lập luận "hiệu ứng QE có thể chỉ là tạm thời" này, có tầm nhìn dài hạn hơn một chút, bắt đầu bằng cách chỉ ra rằng lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn hơn, bất chấp phản ứng ban đầu lớn đối với các thông báo QE1, đã không giảm liên tục trong khi Fed đang thực sự thực hiện các giao dịch mua hàng đã hứa. Quả thực, khi chúng tôi hoàn tất việc mua QE1 vào đầu năm 2010, lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm đã cao hơn khoảng nửa điểm phần trăm so với trước khi việc mua bán mở rộng được công bố vào tháng 3 năm 2009. Có lẽ các nhà đầu tư đã đánh giá cao rằng việc mua tài sản sẽ không hiệu quả? Một lần nữa, nếu hiệu ứng QE không kéo dài, chúng sẽ không mang lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế.

Những lời phê bình về nghiên cứu sự kiện QE này rất quan trọng. Tuy nhiên, như nhiều nghiên cứu tiếp theo đã xác nhận, cuối cùng

thì những lập luận này không làm giảm đi tính hiệu quả của QE. Như các phần tiếp theo giải thích, khi các nhà nghiên cứu kiểm soát thực tế rằng các vòng QE sau này phần lớn được thị trường dự đoán, thì bằng chứng cho thấy QE tiếp tục hoạt động tốt, ngay cả khi thị trường hoạt động bình thường. Hơn nữa, bằng chứng từ các mô hình xác định lãi suất tốt nhất hiện có của chúng tôi xác nhận rằng tác động của QE đối với lãi suất dài hạn là lâu dài chứ không phải tạm thời, khiến nó trở thành một công cụ hữu ích bất cứ khi nào lãi suất ngắn hạn bị hạn chế bởi giới hạn dưới.

Các đợt QE sau này có thực sự kém hiệu quả hơn không?

Sự dè dặt đầu tiên được đưa ra bởi các nghiên cứu sự kiện là các vòng QE sau có tác động trên mỗi đô la nhỏ hơn so với các vòng trước đó, cho thấy rằng QE chỉ có thể hiệu quả khi thị trường tài chính khủng hoảng. Để QE trở thành một phần của bộ công cụ tiền tệ tiêu chuẩn, chúng ta cần đảm bảo rằng nó sẽ hạ lãi suất và xoa dịu các điều kiện tài chính nói chung ngay cả khi thị trường hoạt động bình thường.

Một giả định quan trọng làm cơ sở cho phương pháp nghiên cứu sự kiện là sự kiện hoặc thông báo đó khiến thị trường ngạc nhiên. Vì thị trường luôn hướng tới tương lai và kết hợp các thông tin có sẵn nên việc công bố một sự kiện được mong đợi rộng rãi sẽ không ảnh hưởng nhiều đến giá tài sản, ngay cả khi bản thân sự kiện đó có hậu quả rất lớn. Theo lý do này, kết quả yếu hơn được tìm thấy cho QE sau này có thể chỉ đơn giản phản ánh rằng các chương trình sau này được dự đoán tốt hơn và do đó được các nhà đầu tư định giá, những người sau đó biết nhiều hơn về công cụ này và sự sẵn lòng sử dụng nó của các ngân hàng trung ương.

Các đợt QE sau này của Hoa Kỳ sau cuộc khủng hoảng tài chính —ngược lại với QE1—trên thực tế đã được dự đoán rộng rãi vào thời điểm chúng được công bố, như các cuộc khảo sát hiện tại về những người tham gia thị trường cho thấy. Tám lần một năm, trước mỗi

cuộc họp FOMC được lên lịch thường kỳ, Fed New York hỏi các nhà kinh doanh sơ cấp (thành lập thị trường chứng khoán chính phủ) về kỳ vọng của họ đối với chính sách tiền tệ, bao gồm cả việc mua chứng khoán. Ví dụ, trước khi công bố QE2 vào tháng 11 năm 2010, các nhà kinh doanh đã đặt xác suất 88% về việc Fed sẽ áp dụng chương trình này, một phần phản ánh những điểm báo trước công chúng của tôi và các thành viên FOMC khác. Hơn nữa, nhìn chung, các nhà kinh doanh kỳ vọng chương trình này sẽ lớn hơn những gì Fed đã chọn cuối cùng. Do đó, không có gì đáng ngạc nhiên khi phản ứng của thị trường rất nhỏ vào ngày công bố.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện có thể được điều chỉnh để giải quyết những kỳ vọng của thị trường đang thay đổi không? Về nguyên tắc, chúng ta có thể đo lường toàn bộ tác động thị trường của một chương trình QE bằng cách bao gồm không chỉ ngày thông báo chính thức mà còn bao gồm tất cả những ngày mà bất kỳ thông tin nào liên quan đến chương trình được công bố rộng rãi. Tuy nhiên, trên thực tế, nhiều ngày sẽ phù hợp với tiêu chí đó, chẳng hạn như bất kỳ ngày nào khi dữ liệu kinh tế hoặc tin tức khác thay đổi quan điểm thị trường về triển vọng và do đó, khả năng xảy ra QE mới. Việc đưa mọi ngày có thể có liên quan vào một nghiên cứu sự kiện có thể nắm bắt được tất cả tin tức ảnh hưởng đến kỳ vọng của thị trường về QE, nhưng nó cũng sẽ kết hợp nhiều tin tức không liên quan đến QE. Bởi vì cách tiếp cận này sẽ không tách biệt tác động của kỳ vọng QE lên giá tài sản nên nó sẽ không mang lại nhiều sự rõ ràng.

Một cách tiếp cận hứa hẹn hơn là cố gắng kiểm soát trực tiếp kỳ vọng chính sách của thị trường trong nghiên cứu sự kiện. Giả sử chúng ta biết kỳ vọng của thị trường về quy mô, thành phần và thời gian của chương trình QE tiếp theo. Sau đó, nếu ngân hàng trung ương công bố một chương trình khác biệt đáng kể thì phản ứng của giá tài sản trước những khía cạnh không mong đợi của thông báo đó có thể giúp chúng ta suy ra tác động của chương trình tổng thể. Tất nhiên, cách tiếp cận đó đòi hỏi một thước đo khá chính xác về kỳ vọng của thị trường.

Cuộc khảo sát của Fed về các đại lý chính cung cấp một nguồn cho những kỳ vọng như vậy. Nhưng các nhà nghiên cứu cũng có thể

xây dựng các thước đo kỳ vọng bằng cách sử dụng khảo sát nhà đầu tư và báo cáo truyền thông. Ví dụ, một nghiên cứu của Roberto De Santis của Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã sử dụng các bài báo từ báo chí tài chính để ước tính tác động thị trường của bước đột phá đầu tiên của ECB vào chương trình QE quy mô lớn, được công bố vào tháng 1 năm 2015 nhằm giải quyết những lo lắng ngày càng tăng về mối đe dọa giảm phát. . Bình luận từ các nhà hoạch định chính sách của ECB và giới truyền thông trong sáu tháng trước đó đã ám chỉ rõ ràng rằng chương trình này sẽ sắp diễn ra, vì vậy thông báo chính thức của nó - giống như thông báo về các vòng QE sau này ở Hoa Kỳ - chỉ có tác động thị trường ở mức khiêm tốn. Hơn nữa, các tin tức bổ sung về chương trình này được đưa ra theo thời gian, bao gồm chi tiết về việc triển khai cũng như những thay đổi về quy mô và thời lượng dự kiến. Để kiểm soát kỳ vọng của thị trường, De Santis đã đếm các câu chuyện của Bloomberg News có chứa một số từ khóa nhất định liên quan đến ECB và nới lỏng định lượng. Từ đó, ông đã tạo ra một chỉ số thu hút sự chú ý của giới truyền thông và thị trường đối với QE trước và sau thông báo của ECB.

De Santis đã sử dụng chỉ số này để đo lường kỳ vọng chính sách của thị trường và sau đó ước tính phản ứng của lãi suất dài hạn đối với phần bất ngờ của các thông báo chính sách. Ông nhận thấy rằng chương trình QE năm 2015 của ECB đã giảm tổng cộng lợi suất nợ chính phủ kỳ hạn 10 năm trung bình xuống 0,63 điểm phần trăm. Mức giảm này khá đáng kể về mặt kinh tế và có thể so sánh với ước tính từ các nghiên cứu sự kiện về QE ban đầu của Hoa Kỳ và Vương quốc Anh, sau khi điều chỉnh những khác biệt về quy mô của các chương trình. Tác động lên thị trường xảy ra ngay cả khi thị trường tài chính châu Âu không gặp khó khăn vào đầu năm 2015 như vài năm trước đó.

Các nghiên cứu như của De Santis dựa vào việc có sự khác biệt có ý nghĩa trong quy mô tổng thể của chương trình QE khi được công bố và những gì các nhà đầu tư mong đợi, điều này có thể không phải lúc nào cũng đúng. Tuy nhiên, ngay cả khi các nhà đầu tư dự đoán quy mô tổng thể của chương trình QE, họ vẫn có thể không chắc chắn về loại chứng khoán hoặc loại chứng khoán cụ thể nào mà ngân hàng trung ương sẽ mua. Bởi vì QE hoạt động một

phần bằng cách tác động đến nguồn cung tương đối của các tài sản khác nhau - hiệu ứng cân bằng danh mục đầu tư - tin tức về những chứng khoán cụ thể sẽ được mua với số lượng lớn nhất sẽ làm tăng giá và giảm lợi suất của những tài sản đó so với những chứng khoán không được mua. nhắm mục tiêu. Đo lường những tác động khác biệt này là một cách khác để đánh giá sức mạnh của kênh cân bằng danh mục đầu tư.

Rất nhiều nghiên cứu đã được xây dựng dựa trên cái nhìn sâu sắc này, tạo thành một nhóm công việc dựa trên dữ liệu từ nhiều giai đoạn và quốc gia khác nhau. Ví dụ, trong một nghiên cứu toàn diện năm 2013, các nhân viên của Fed là Michael Cahill, Stefania D'Amico, Canlin Li và John Sears đã sử dụng dữ liệu trong ngày về giá của mọi trái phiếu Kho bạc đang lưu hành để nghiên cứu tác động thị trường của các thông báo về sự kết hợp giữa các loại trái phiếu kho bạc. chứng khoán được mua theo các chương trình QE khác nhau. Để xác định những thay đổi không lường trước được trong kế hoạch của Fed, họ đã sử dụng Khảo sát đại lý chính và bình luận thị trường.

Để minh họa cách tiếp cận của họ: Vào ngày 3 tháng 11 năm 2010, FOMC đã công bố mua 600 tỷ USD chứng khoán Kho bạc (QE2). Bởi vì thị trường phần lớn dự đoán QE2, không có gì đáng ngạc nhiên, nên thông báo của nó ít có tác động rõ ràng đến lợi suất trái phiếu Kho bạc nói chung, như đã lưu ý. Tuy nhiên, cùng lúc đó, Fed New York đã công bố thông tin về kế hoạch phân bổ 600 tỷ USD cho các chứng khoán có kỳ hạn khác nhau. Nó làm những người tham gia thị trường ngạc nhiên khi tiết lộ rằng trái phiếu có kỳ hạn từ 10 đến 30 năm sẽ chỉ chiếm khoảng 6% tổng lượng mua theo kế hoạch, so với 15% trong QE1. Điều xảy ra tiếp theo là bằng chứng cho thấy kênh cân bằng danh mục đầu tư hoạt động hiệu quả. Tin tức về kế hoạch mua sắm hỗn hợp của Fed nhanh chóng được theo sau bởi sự tăng giá và giảm lợi suất của chứng khoán có kỳ hạn dưới 10 năm - những chứng khoán có tỷ lệ mua vào sẽ lớn hơn dự kiến - so với giá cả và lợi suất. trái phiếu có kỳ hạn dài hơn mà các nhà đầu tư biết được sẽ tương đối không được ưa chuộng bởi QE2.

Khi áp dụng cách tiếp cận này rộng rãi hơn, Cahill và các đồng tác giả nhận thấy rằng QE2 và Chương trình kéo dài kỳ hạn

(Operation Twist) có hiệu quả trong việc giảm lợi suất dài hạn như QE1, mặc dù thị trường tài chính không gặp khủng hoảng khi các chương trình sau đó được thực hiện. được thực hiện. Những kết quả này, đã được lặp lại trong các nghiên cứu khác, trong đó có một số nghiên cứu ở Vương quốc Anh, một lần nữa cho thấy QE có hiệu quả, ngay cả khi thị trường hoạt động bình thường.

Các chương trình mua QE của Fed không chỉ khác nhau ở sự nhấn mạnh tương đối vào Trái phiếu Kho bạc có kỳ hạn khác nhau, mà còn ở số lượng tương đối mua Trái phiếu Kho bạc và chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp được GSE đảm bảo. Ví dụ: phần lớn các giao dịch mua QE1 là nợ MBS và GSE, nhưng trong cả QE2 và Chương trình gia hạn kỳ hạn, Fed chỉ mua Kho bạc. Nếu các hiệu ứng cân bằng danh mục đầu tư đang phát huy tác dụng và sự thay đổi trọng tâm vào Kho bạc so với MBS không được dự đoán đầy đủ, thì QE1 đáng lẽ phải dẫn đến mức giảm lợi suất MBS tương đối lớn hơn so với các chương trình sau này. Điều đó dường như đã xảy ra, chẳng hạn như được thể hiện trong bài báo được tham chiếu trước đó của Krishnamurthy và Vissing-Jorgensen so sánh QE1 và QE2.

Tương tự như vậy, các nhà nghiên cứu cũng đã xem xét tác động tương đối của QE của Fed đối với lợi suất MBS do GSE phát hành, vốn đủ điều kiện hợp pháp để Fed mua và lợi suất đối với chứng khoán được hỗ trợ bởi các khoản thế chấp "jumbo" (gốc lớn) , những thứ mà GSE không được phép mua và do đó Fed không đủ điều kiện để mua. Đúng như dự đoán bởi hiệu ứng cân bằng danh mục đầu tư, các chương trình QE của Fed bao gồm các giao dịch mua MBS đáng kể (như QE1) đã làm giảm lợi suất trên MBS do GSE phát hành nhiều hơn đáng kể so với lợi suất trên chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản thế chấp khổng lồ. Trong khi đó, các chương trình QE (như QE2) không mua bất kỳ MBS nào cũng không ảnh hưởng khác biệt đến lợi suất của hai loại chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp. Tất cả những phát hiện này ủng hộ ý tưởng rằng kênh cân bằng danh mục đầu tư tiếp tục hoạt động trong các vòng QE sau khủng hoảng.

Mặc dù kênh cân bằng danh mục đầu tư đã được nghiên cứu kỹ lưỡng hơn, QE cũng được cho là có tác dụng bằng cách gửi thông điệp rằng lãi suất ngắn hạn sẽ duy trì ở mức thấp trong thời gian dài

hơn - hiệu ứng báo hiệu. Một số nghiên cứu sự kiện đã ghi nhận tầm quan trọng của kênh này bằng cách chỉ ra rằng các thông báo QE bất ngờ có xu hướng liên quan đến những thay đổi trong đường đi dự kiến của thị trường về lãi suất ngắn hạn, ví dụ như được đo lường trong các thị trường tương lai, nơi người tham gia có thể đặt cược vào diễn biến dự kiến. của tỷ giá. Bản thân "cơn giận dữ giảm dần" năm 2013 là một loại nghiên cứu sự kiện về hiệu ứng tín hiệu, nếu là vô tình. Khi nhận xét của tôi cảnh báo những người tham gia thị trường rằng việc mua chứng khoán của chúng tôi có thể sớm chậm lại, các nhà đầu tư cũng đưa ra ngày mà họ dự kiến sẽ tăng lãi suất quỹ liên bang lần đầu tiên, dẫn đến lãi suất dài hạn cũng tăng. Cơn giận dữ giảm dần cho thấy tác động báo hiệu của QE thực sự có thể rất mạnh mẽ.

Hiệu ứng QE có phải là tạm thời không?

Cho đến nay, chúng ta đã thấy rằng, khi chúng ta kiểm soát được thực tế là thị trường đã kỳ vọng rất nhiều vào các đợt QE sau này, tác động của QE không giảm đi khi các điều kiện tài chính được cải thiện hoặc khi bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương tăng lên. Điều đó vẫn để lại sự phản đối rộng rãi thứ hai đối với bằng chứng nghiên cứu sự kiện – rằng những nghiên cứu này chỉ chứng minh rằng các thông báo QE có tác động ngắn hạn lên giá tài sản và lợi suất. Nếu những tác động đó chỉ là tạm thời thì QE sẽ không hiệu quả trong việc kích thích nền kinh tế nói chung.

Một lỗ hổng lớn trong lập luận đó là nó hàm ý rằng những người tham gia thị trường trong thời kỳ hậu khủng hoảng tài chính đã bỏ qua một cách có hệ thống các cơ hội lợi nhuận hấp dẫn, điều này rất khó xảy ra. Nếu tác động của các thông báo QE đối với giá cổ phiếu và trái phiếu thực sự được biết đến hoặc dự kiến chỉ tồn tại trong thời gian ngắn thì các nhà đầu tư thông minh có thể thu được lợi nhuận bằng cách đặt cược vào sự đảo ngược của những tác động đó. Có rất ít bằng chứng cho thấy sự suy đoán như vậy đã xảy ra; nếu đúng như vậy, nó sẽ có xu hướng nhanh chóng đảo ngược

những tác động quan sát được của QE đối với lãi suất, điều này đã không xảy ra. Về mặt này, các nhà đầu tư đã liên kết với các nhà dự báo chuyên nghiệp, hầu hết trong số họ cũng coi QE có tác động lớn và lâu dài đến lợi suất Kho bạc (và cả các lợi suất khác, chẳng hạn như lợi suất trái phiếu doanh nghiệp).

Ngoài ra, có lẽ ban đầu các nhà đầu tư nghĩ rằng tác động của QE sẽ tiếp tục tồn tại, nhưng theo thời gian, họ nhận ra rằng điều đó không đúng, dẫn đến sự đảo ngược những tác động ban đầu đối với lợi suất. Ví dụ, như tôi đã lưu ý, lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm thực tế đã tăng thay vì giảm từ tháng 3 năm 2009, khi Fed mở rộng QE1, đến đầu năm 2010, khi QE1 kết thúc.

Một phản ứng đối với lập luận này là lãi suất dài hạn và giá tài sản nói chung phản ứng với nhiều yếu tố khác ngoài chính sách tiền tệ, bao gồm chính sách tài khóa, điều kiện kinh tế toàn cầu và những thay đổi về tâm lý. Như tôi đã nói với FOMC vào tháng 6 năm 2009, tôi thấy lợi suất tăng khi QE1 được triển khai không phải là dấu hiệu của sự thất bại mà là dấu hiệu cho thấy các chính sách của chúng ta - cùng với các biện pháp khác bao gồm kích thích tài chính của chính quyền Obama và các cuộc kiểm tra sức chịu đựng thành công. của các ngân hàng lớn—đã làm tăng niềm tin của công chúng vào nền kinh tế. Dựa trên so sánh với lợi suất của chứng khoán được bảo vệ chống lạm phát, phần lớn mức tăng lợi suất kỳ hạn 10 năm trong quá trình thực hiện QE1 (và cả QE2) phản ánh kỳ vọng lạm phát cao hơn - một kết quả mong muốn, do chúng tôi lo ngại về lạm phát giảm quá thấp.

Tuy nhiên, để có câu trả lời sâu sắc hơn cho lời phê bình này, cần suy nghĩ cẩn thận hơn về việc chúng ta kỳ vọng lãi suất dài hạn có liên quan như thế nào đến việc mua chứng khoán của ngân hàng trung ương. Lập luận của các nhà phê bình cho rằng, nếu QE có hiệu quả thì lãi suất dài hạn sẽ thấp hơn khi ngân hàng trung ương tích cực mua chứng khoán so với các thời điểm khác. Theo giả định này - đôi khi được gọi là quan điểm dòng chảy vì nó thừa nhận rằng lãi suất dài hạn được xác định bởi dòng mua hàng mới của ngân hàng trung ương - việc lãi suất dài hạn không giảm khi Fed thực hiện mua QE1 cho thấy QE là không hiệu quả.

Tuy nhiên, nếu QE hoạt động thông qua kênh cân bằng danh mục đầu tư mà hầu hết các bằng chứng đều ủng hộ, thì mối liên hệ giữa QE và lãi suất dài hạn sẽ phức tạp hơn so với quan điểm dòng chảy đơn giản cho thấy. Theo lý thuyết cân bằng danh mục đầu tư, việc ngân hàng trung ương mua chứng khoán ảnh hưởng đến lợi suất dài hạn hơn bằng cách thay đổi nguồn cung sẵn có - tức là lượng cổ phiếu đang lưu hành - của trái phiếu dài hạn hơn. Theo quan điểm cổ phiếu của QE, tác động của việc mua chứng khoán lên lợi suất tại một thời điểm không phụ thuộc vào tốc độ mua hiện tại mà phụ thuộc vào tổng số chứng khoán mà ngân hàng trung ương đã tích lũy và dự kiến sẽ nắm giữ chúng trong bao lâu. Bởi vì thị trường tài chính luôn hướng tới tương lai, lý thuyết cân bằng danh mục đầu tư và quan điểm cổ phiếu liên quan ngụ ý rằng, tại bất kỳ thời điểm nào, lãi suất dài hạn cũng phụ thuộc vào kỳ vọng của thị trường đối với việc mua hàng của ngân hàng trung ương trong tương lai.

Ý nghĩa của lý thuyết cân bằng danh mục đầu tư, vốn được kỳ vọng cũng như việc nắm giữ chứng khoán ngân hàng trung ương hiện tại, có ý nghĩa quan trọng đối với lợi suất dài hạn hơn, khiến cho việc phân tích thực nghiệm về tác động của QE trở nên khó khăn hơn. Tuy nhiên, rất nhiều nghiên cứu cẩn thận đã thực hiện nhiệm vụ này. Một cách tiếp cận, thay vì dựa vào các nghiên cứu sự kiện, sử dụng các mô hình phức tạp về lãi suất Kho bạc ở tất cả các kỳ hạn (cấu trúc kỳ hạn của lãi suất Kho bạc). Nghiên cứu này về cơ bản đặt ra câu hỏi: Với những gì chúng ta biết về các yếu tố quyết định lãi suất ở các kỳ hạn khác nhau, chẳng hạn như điều kiện kinh tế vĩ mô và lượng chứng khoán đang lưu hành, chúng ta kỳ vọng cấu trúc kỳ hạn của lãi suất Kho bạc sẽ như thế nào trong những năm qua? sau cuộc khủng hoảng tài chính khi không có QE? Sự khác biệt giữa mức lãi suất thực tế ở các kỳ hạn khác nhau và dự báo mô hình cung cấp ước tính về tác động của QE đối với thị trường Kho bạc.

Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Canlin Li và Joe Kachovec của các nhân viên Hội đồng quản trị, trong một bài báo năm 2018, đã sử dụng phương pháp này để nghiên cứu xem lợi suất Kho bạc liên quan như thế nào đến lượng chứng khoán Kho bạc tích lũy và dự

kiến trong tương lai của Fed. Họ đã phát triển các thước đo hợp lý về kỳ vọng của thị trường đối với việc mua QE trong tương lai. Họ cũng đưa ra các ước tính về việc phát hành nợ Kho bạc mới, bù đắp một phần tác động của việc Fed mua vào đối với nguồn cung nợ chính phủ ròng dành cho các nhà đầu tư. Và họ dựa vào các mô hình được phát triển bằng cách sử dụng dữ liệu tiền khủng hoảng, do đó lợi ích của QE trong việc giúp xoa dịu cơn hoảng loạn tài chính và cải thiện chức năng thị trường đã bị loại khỏi ước tính của họ. (Phân tích của họ cũng bỏ qua các hiệu ứng báo hiệu.)

Kết hợp các yếu tố này lại với nhau, các nhà nghiên cứu này nhận thấy việc mua chứng khoán của Fed có tác động đáng kể và lâu dài đến lợi suất Kho bạc. Ước tính của họ cho thấy QE1 liên tục giảm lãi suất kỳ hạn 10 năm 0,34 điểm phần trăm và cùng với đó, QE2, Chương trình kéo dài kỳ hạn và QE3 đã giảm lãi suất thêm 0,73 điểm phần trăm ban đầu và nhiều hơn theo thời gian khi Fed công bố kế hoạch. để thay thế các chứng khoán đáo hạn trên bảng cân đối kế toán của nó. Những ước tính này, giống như các nghiên cứu khác, cho thấy các chương trình QE sau này không kém hiệu quả trên mỗi đô la so với những chương trình đầu tiên. Mặc dù tác động của bất kỳ chương trình QE nào cũng giảm dần theo thời gian, khi chứng khoán được mua theo chương trình này đáo hạn và biến mất khỏi bảng cân đối kế toán của Fed, các tác giả ước tính rằng tác động tích lũy của việc Fed mua vào đối với lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm vượt quá 1,2 điểm phần trăm khi QE kết thúc vào tháng 10 năm 2014 và vẫn ở mức khoảng 1 điểm phần trăm vào cuối năm 2015. Nghiên cứu khác dựa trên quan điểm chứng khoán về QE đã tìm thấy những kết quả khá giống nhau đối với cả Hoa Kỳ và các quốc gia khác.

Bởi vì nhiều quyết định kinh tế - chẳng hạn như việc một hộ gia đình mua nhà hoặc đầu tư của công ty vào nhà máy và thiết bị mới - phụ thuộc vào lãi suất dài hạn, nên việc giảm lãi suất dài hạn nhất định sẽ mang lại nhiều kích thích hơn so với mức giảm tương tự trong thời gian rất ngắn. - Lãi suất quỹ liên bang có kỳ hạn Một nguyên tắc kinh nghiệm rút ra từ các mô hình kinh tế vĩ mô thực nghiệm là việc giảm điểm phần trăm trong lợi suất 10 năm có sức mạnh kích thích làm giảm 3 điểm phần trăm trong lãi suất quỹ. Dựa

trên ước tính gần đúng đó, QE của Fed sau cuộc khủng hoảng tài chính đã cung cấp thêm kích thích ở mức giới hạn dưới hiệu quả tương đương với việc cắt giảm 3–4 điểm phần trăm trong lãi suất quỹ.

Nói tóm lại, nghiên cứu hiện tại chỉ ra rằng mối quan hệ giữa lãi suất dài hạn với việc mua chứng khoán của ngân hàng trung ương rất phức tạp, với cả việc mua hàng trong quá khứ và dự kiến trong tương lai đều ảnh hưởng đến lãi suất. Nhưng khi những mối quan hệ này được tính đến, bằng chứng cho thấy tác động lâu dài và có ý nghĩa kinh tế của QE đối với lãi suất dài hạn. Hơn nữa, tầm quan trọng của việc mua hàng dự kiến một lần nữa ngụ ý rằng việc giao tiếp của các ngân hàng trung ương rất quan trọng. Một cam kết đáng tin cậy để tiếp tục QE miễn là nền kinh tế cần nó thường hiệu quả hơn một cách tiếp cận tránh sự rõ ràng và cam kết.

HƯỚNG DẪN CHUYỂN TIẾP

Ngoài QE, trong những năm gần đây, Fed và hầu hết các ngân hàng trung ương lớn khác đều phụ thuộc rất nhiều vào hướng dẫn dự kiến hoặc thông tin liên lạc của các nhà hoạch định chính sách về cách họ kỳ vọng nền kinh tế và chính sách sẽ phát triển. Thông tin liên lạc của ngân hàng trung ương có nhiều hình thức và diễn ra trong nhiều bối cảnh, bao gồm các bài phát biểu và lời khai của các nhà hoạch định chính sách, biên bản các cuộc họp chính sách và các ấn phẩm định kỳ như Báo cáo Chính sách tiền tệ nửa năm một lần của Fed gửi tới Quốc hội hoặc Báo cáo lạm phát hàng quý của Ngân hàng Anh. Tuy nhiên, đối với Cục Dự trữ Liên bang, hướng dẫn mạnh mẽ và được theo dõi chặt chẽ nhất là tuyên bố sau cuộc họp của FOMC, như được chủ tịch giải thích và trình bày chi tiết trong cuộc họp báo.

Nhận thức cơ bản thúc đẩy hướng dẫn về phía trước là các điều kiện tài chính không chỉ phụ thuộc vào lãi suất chính sách ngắn hạn hiện tại mà còn phụ thuộc vào kỳ vọng của thị trường về lãi suất trong tương lai. Nếu những người tham gia thị trường tin rằng lãi

suất quỹ sẽ tăng cao hơn, họ cũng sẽ tăng lãi suất dài hạn, thắt chặt các điều kiện tài chính. Tương tự, nếu họ kỳ vọng lãi suất huy động thấp hơn trong tương lai, họ sẽ hạ lãi suất dài hạn xuống. Trong phạm vi hướng dẫn chuyển tiếp ảnh hưởng đến kỳ vọng, nó có thể trở thành đòn bẩy chính sách bổ sung.

Mặc dù hầu hết các hướng dẫn dự kiến đều nhằm vào thị trường tài chính, nhưng về nguyên tắc, các tuyên bố của ngân hàng trung ương cũng có thể ảnh hưởng đến kỳ vọng rộng hơn của công chúng. Ví dụ, về nguyên tắc, một thông báo về kế hoạch nới lỏng chính sách có thể khiến các hộ gia đình và doanh nghiệp lạc quan hơn về tăng trưởng, khiến họ tăng chi tiêu, đầu tư và tuyển dụng ngày nay. Vì lý do này, cũng như vì sự minh bạch và trách nhiệm dân chủ, các ngân hàng trung ương trên thế giới trong những năm gần đây đã nói chuyện thường xuyên hơn và trực tiếp hơn với công chúng về quan điểm và kế hoạch chính sách của họ. Tuy nhiên, mặc dù nỗ lực này một ngày nào đó có thể mang lại kết quả, nhưng hiện tại, bằng chứng cho thấy rằng kỳ vọng của những người không phải là nhà đầu tư tích cực có nhiều khả năng bị định hình bởi kinh nghiệm cá nhân - ví dụ như trên thị trường lao động, hoặc với sự thay đổi giá cả của hàng hóa. và dịch vụ họ thường mua. Khi nhân viên Fed mô phỏng tác động của hướng dẫn chuyển tiếp trong các mô hình kinh tế của họ, họ thường làm như vậy với hai giả định thay thế, thứ nhất là cả người tham gia thị trường và người dân bình thường đều nghe và hiểu hướng dẫn, thứ hai là chỉ những người tham gia thị trường - những người tích cực tham gia vào. đầu tư và giao dịch tài sản tài chính—làm. Những đánh giá thận trọng về tác động có thể có của hướng dẫn đặt trọng số lớn hơn vào các mô phỏng giả định rằng chỉ những người tham gia thị trường mới chú ý.

Các ngân hàng trung ương từ lâu đã hiểu rằng những kỳ vọng về chính sách tương lai là quan trọng, nhưng trước giữa những năm 1990, các quan chức Fed hiếm khi chủ động cố gắng tác động đến những kỳ vọng đó. FOMC bắt đầu đưa ra các tuyên bố sau cuộc họp trong nhiệm kỳ của Greenspan, ban đầu chỉ khi cơ quan này thay đổi lãi suất. Theo thời gian, nó đã bổ sung thêm ngôn ngữ ám chỉ cách các nhà hoạch định chính sách đang hướng tới. Hướng dẫn dự kiến trong thời kỳ Greenspan mang tính chất định tính và thường là

gián tiếp, tuy nhiên nó dường như ảnh hưởng đáng kể đến kỳ vọng của thị trường và điều kiện tài chính. Một bài báo năm 2005 của Refet Gürkaynak, Brian Sack và Eric Swanson ước tính rằng, từ năm 1990 đến năm 2004, hơn 3/4 những thay đổi trong lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 5 và 10 năm sau các tuyên bố của FOMC và các thông tin liên lạc khác của Fed là kết quả không phải do bất ngờ. những thay đổi trong chính lãi suất vốn mà từ hướng dẫn mới (rõ ràng hoặc ngầm định) về hướng tương lai của lãi suất. Như chúng ta đã thấy, sự phụ thuộc của FOMC vào hướng dẫn dự kiến trở nên lớn hơn nhiều sau năm 2008 khi giới hạn dưới hạn chế khả năng các nhà hoạch định chính sách bổ sung kích thích thông qua cắt giảm lãi suất ngắn hạn.

Dự báo so với lời hứa

Trong thực tế, hướng dẫn của ngân hàng trung ương khác nhau trên nhiều khía cạnh. Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang Chicago Charles Evans và các nhà kinh tế của Fed Chicago Jeffrey Campbell, Jonas Fisher và Alejandro Justiniano, trong một bài báo năm 2012, đã giới thiệu sự khác biệt hữu ích giữa hướng dẫn chuyển tiếp của Delphic và Odyssean. Hướng dẫn Delphic (sau những lời tiên tri tại Đền thờ Apollo ở Delphi) chỉ nhằm mục đích thông tin, giúp công chúng và thị trường hiểu rõ hơn về triển vọng kinh tế và các kế hoạch chính sách tạm thời của các nhà hoạch định chính sách. Nói tóm lại, hướng dẫn của Delphic là dự báo kinh tế và chính sách của ngân hàng trung ương (hoặc có lẽ bởi một nhà hoạch định chính sách cá nhân), không phải là một lời hứa hay cam kết thực hiện bất kỳ hành động cụ thể nào. Ngược lại, khi Odysseus tự trói mình vào cột buồm để tránh sự cám dỗ của còi báo động, hướng dẫn của Odysseus cố gắng ràng buộc các nhà hoạch định chính sách vào cột buồm ẩn dụ bằng cách tuyên bố một cam kết, hoặc ít nhất là một thiên hướng rất mạnh mẽ, để tiến hành chính sách theo một cách cụ thể trong tương lai.

Hướng dẫn cụ thể có thể hữu ích bất cứ lúc nào, cho dù lãi suất có bị ràng buộc bởi giới hạn dưới hay không. Quả thực, kể từ khoảng năm 1990, mong muốn đưa ra hướng dẫn Delphic tốt hơn đã giúp thúc đẩy xu hướng toàn cầu hướng tới sự minh bạch của ngân hàng trung ương. Cơ sở lý luận cơ bản cho hướng dẫn của Delphic là sự cởi mở hơn sẽ giúp thị trường dự đoán tốt hơn cách các nhà hoạch định chính sách sẽ phản ứng với những thay đổi trong triển vọng, từ đó làm giảm sự không chắc chắn và tăng khả năng tác động đến các điều kiện tài chính và kinh tế của các nhà hoạch định chính sách. Ví dụ: khi tuyên bố sau cuộc họp hoặc biên bản cuộc họp chỉ ra rằng các nhà hoạch định chính sách của FOMC bi quan hơn mong đợi về nền kinh tế, thị trường có thể suy ra rằng chính sách có thể sẽ dễ dàng hơn, ít nhất là trong một thời gian. Bản tóm tắt các dự báo kinh tế (SEP) của Fed, giống như các dự báo và báo cáo tương tự do các ngân hàng trung ương khác cung cấp, là một kênh khác để truyền đạt triển vọng kinh tế và chính sách của các nhà hoạch định chính sách. Những hình thức hướng dẫn này mang tính chất Delphic, ở chỗ chúng chỉ phản ánh những dự đoán tốt nhất của ngân hàng trung ương về tương lai, không liên quan đến lời hứa hay cam kết nào.

Bởi vì hướng dẫn của Delphic là một dự báo nên nó sẽ thay đổi khi có dữ liệu mới hoặc thông tin khác liên quan đến triển vọng kinh tế. Một ví dụ đôi khi gây tranh cãi về hướng dẫn của Delphic, đã được thảo luận trước đó, là dự đoán của những người tham gia FOMC về lãi suất quỹ như được báo cáo trong SEP—cái gọi là biểu đồ dấu chấm, dành cho các dấu chấm trong hình hiển thị dự báo lãi suất riêng lẻ. Những người tham gia FOMC gửi dự đoán của họ một cách độc lập, trước cuộc họp, vì vậy biểu đồ chấm là bản tóm tắt về cách từng người tham gia—không nhất thiết là toàn bộ Ủy ban—tin rằng chính sách tiền tệ sẽ phát triển trong vài năm tới, dựa trên đánh giá hiện tại của mỗi người tham gia về triển vọng và sở thích chính sách cá nhân của họ. Các nhà bình luận đôi khi giải thích biểu đồ dấu chấm phản ánh cam kết chính sách, nhưng điều đó không đúng. Dự báo lãi suất của FOMC phụ thuộc vào triển vọng kinh tế hiện tại và thay đổi khi triển vọng thay đổi, như các dự báo chính sách nên làm. Nghĩa là, ngay cả khi bỏ qua việc biểu đồ chấm phản

ánh quan điểm của từng người tham gia chứ không phải toàn bộ Ủy ban, thì biểu đồ chấm là Delphic (dự báo, có thể thay đổi), chứ không phải Odyssean (một lời hứa hoặc cam kết). Tổng quát hơn, hướng dẫn của Delphic nhằm mục đích chỉ ra các yếu tố làm nền tảng cho các phân tích về nền kinh tế của các nhà hoạch định chính sách và nó mời những người tham gia thị trường và những người khác cùng suy nghĩ với ngân hàng trung ương.

Ngược lại, hướng dẫn của Odyssean chủ yếu hữu ích khi lãi suất ngắn hạn ở mức giới hạn dưới. Khi lãi suất ngắn hạn không thể giảm thêm, các nhà hoạch định chính sách vẫn có thể gây áp lực giảm lãi suất dài hạn bằng cách thuyết phục những người tham gia thị trường rằng họ có ý định giữ lãi suất chính sách ngắn hạn ở mức thấp trong thời gian dài hơn những gì mà những người tham gia thị trường có thể nghĩ trước đây - một điều như vậy. được gọi là chính sách giảm giá dài hạn. Hướng dẫn của Odyssean có thể làm rõ các cam kết về thời hạn thấp hơn và nếu đáng tin cậy, sẽ thay đổi kỳ vọng của thị trường theo cách thúc đẩy các điều kiện tài chính dễ dàng hơn ngay cả ở giới hạn dưới.

Bởi vì hướng dẫn của Odyssean là một cam kết, hoặc ít nhất là một tuyên bố mạnh mẽ về ý định, thực hiện chính sách theo một cách nhất định, nên nó có thể sẽ hiệu quả hơn nếu nó rõ ràng và có thể kiểm chứng được—thay vì mơ hồ. Hướng dẫn trước mắt của FOMC ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu mang tính chất định tính, sử dụng các cụm từ như "giai đoạn kéo dài". Việc thiếu tính cụ thể khiến hướng dẫn kém hiệu quả vì nhiều nhà dự báo kỳ vọng FOMC sẽ tăng lãi suất sớm hơn dự kiến của hầu hết các thành viên Ủy ban. Cuối cùng, FOMC đã đẩy lùi những kỳ vọng quá diều hâu bằng hướng dẫn Odyssean chính xác và mạnh mẽ hơn, bao gồm cả cam kết, ban đầu, không tăng lãi suất cho đến ít nhất một ngày nhất định (hướng dẫn phụ thuộc vào thời gian) hoặc sau đó, cho đến khi tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống. giảm ít nhất đến một mức nhất định (hướng dẫn dự phòng của tiểu bang). Hướng dẫn mạnh mẽ hơn đã có tác động như mong muốn đối với kỳ vọng về chính sách thị trường và do đó, đối với các điều kiện tài chính. Các nhà dự báo chuyên nghiệp đã phản ứng với hướng dẫn rõ ràng hơn của Fed bằng cách liên tục giảm tỷ lệ thất nghiệp xuống mức mà họ mong

đợi Ủy ban sẽ thông qua lần tăng lãi suất đầu tiên, cho thấy thông điệp về sự kiên nhẫn trong chính sách lớn hơn đã được thông qua.

Hướng dẫn chuyển tiếp của FOMC trong thời kỳ đại dịch tiếp tục xu hướng hướng dẫn mạnh mẽ hơn, thường rõ ràng hơn. Bắt đầu từ tháng 9 năm 2020, Ủy ban cho biết họ sẽ không tăng lãi suất quỹ từ mức gần bằng 0 cho đến khi "điều kiện thị trường lao động đạt đến mức phù hợp với đánh giá của Ủy ban về việc làm tối đa và lạm phát đã tăng lên 2% và đang trên đà đạt được". vượt quá 2 phần trăm một cách vừa phải trong một thời gian." Được bổ sung bởi các dự báo riêng của Ủy ban về tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát trong SEP, cũng như các bài phát biểu và lời khai của các nhà hoạch định chính sách, hướng dẫn này đã cung cấp thông tin đáng kể về các điều kiện mà tỷ lệ sẽ được tăng lên và cách thức chúng sẽ thay đổi sau đó. Bằng chứng ban đầu cho thấy rằng hoạt động truyền thông của Fed, cùng với khuôn khổ chính sách rộng hơn được công bố vào tháng 8 năm 2020, đã có những tác động như dự kiến. Ví dụ: các cuộc khảo sát của Fed cho thấy rằng, theo hướng dẫn mới, các nhà kinh doanh sơ cấp và những người tham gia thị trường dự kiến lạm phát sẽ cao hơn đáng kể và tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn vào thời điểm FOMC nâng lãi suất từ giới hạn dưới. Tình tiết này tiếp tục xác nhận rằng hướng dẫn trong tương lai có thể ảnh hưởng tốt đến kỳ vọng chính sách trong tương lai, vì thị trường vào thời điểm đó dự đoán rằng lãi suất sẽ được giữ ở mức thấp trong vài năm.

Mặc dù FOMC đã cung cấp thông tin chi tiết đáng kể vào tháng 9 năm 2020 về các khía cạnh trong kế hoạch lãi suất quỹ, nhưng những thông tin khác lại khá mơ hồ. Đáng chú ý, Ủy ban đã từ chối xác định các thuật ngữ "vừa phải" và "đôi khi", để lại quy mô và thời gian lạm phát vượt mức tùy theo quyết định của các nhà hoạch định chính sách trong tương lai. Ngoài ra, vào tháng 12 năm 2020, khi bổ sung hướng dẫn về việc mua chứng khoán của mình, Ủy ban đã ràng buộc chúng — theo cách gợi nhớ đến QE3 — để đạt được "tiến bộ đáng kể hơn nữa" hướng tới các mục tiêu của mình, một tiêu chí ít rõ ràng hơn. Những sự mơ hồ này phản ánh sự đánh đổi rõ ràng trong nhiều ví dụ về hướng dẫn của Odyssean. Một mặt, một cam kết hết sức cụ thể sẽ rõ ràng hơn đối với thị trường và do việc vi phạm tuyên bố ý định rõ ràng là rõ ràng hơn nên khiến các nhà

hoạch định chính sách khó từ bỏ hơn. Mặt khác, trong một thế giới không chắc chắn, các nhà hoạch định chính sách thường miễn cưỡng từ bỏ khả năng ứng phó với những tình huống bất ngờ hoặc bất thường. Do đó, hướng dẫn của Odyssean thường bao gồm các điều khoản thoát khỏi, chẳng hạn như tuyên bố vào tháng 9 năm 2020 của FOMC rằng họ đã chuẩn bị điều chỉnh chính sách "nếu xuất hiện rủi ro có thể cản trở việc đạt được các mục tiêu của Ủy ban" - có lẽ ám chỉ đến các rủi ro ổn định tài chính như tích tụ quá nhiều lãi suất. khoản nợ—hoặc điều khoản của nó vào năm 2012 rằng, khi xác định thời gian theo đuổi QE3, Ủy ban sẽ tính đến "hiệu quả và chi phí có thể xảy ra" của chương trình. Các ngân hàng trung ương vẫn đang học cách cân bằng sự đánh đổi giữa cam kết và tính linh hoạt.

Nhìn chung, kinh nghiệm của Fed kể từ cuộc khủng hoảng tài chính minh họa cho quan điểm tổng quát hơn rằng các ngân hàng trung ương nói chung đã học cách sử dụng truyền thông tốt hơn như một công cụ chính sách. Tín hiệu mạnh mẽ nhất của ngân hàng trung ương trong thời kỳ hậu khủng hoảng tài chính chắc chắn là lời hứa của Mario Draghi vào tháng 7 năm 2012 sẽ "làm bất cứ điều gì cần thiết" để cứu đồng euro, nhưng Ngân hàng Trung ương Châu Âu và các ngân hàng trung ương nước ngoài khác cũng đã sử dụng rộng rãi tín hiệu này. hướng dẫn thông thường hơn. ECB bắt đầu hướng dẫn chính thức vào tháng 7 năm 2013, cho biết — trong một tuyên bố gợi nhớ đến ngôn ngữ "gia hạn" trước đó của Fed — rằng họ kỳ vọng các lãi suất cơ bản sẽ duy trì "ở mức hiện tại hoặc thấp hơn trong một khoảng thời gian dài". Ngay từ đầu, hướng dẫn của ECB đã trở nên phức tạp hơn, không chỉ bao gồm những kỳ vọng của Hội đồng Điều hành ECB về các lãi suất chính sách khác nhau mà còn cả việc mua chứng khoán, tái đầu tư chứng khoán đáo hạn, các chương trình cho vay ngân hàng đặc biệt và mối quan hệ giữa các công cụ chính sách của ECB.

Ngân hàng Nhật Bản—tổ chức tiên phong về hướng dẫn trước khủng hoảng—cũng phụ thuộc rất nhiều vào hướng dẫn trong những năm gần đây, bao gồm các cam kết dài hạn nhằm giữ lãi suất ở mức thấp và lời hứa sẽ vượt mục tiêu lạm phát 2%. Ngân hàng Anh, Ngân hàng Canada và các ngân hàng trung ương lớn khác

cũng đã tích cực sử dụng các hình thức hướng dẫn rõ ràng hơn và mang tính Odyssean hơn. Các nghiên cứu thực nghiệm về các ngân hàng trung ương nước ngoài cho thấy rằng phát ngôn của ngân hàng trung ương có thể vừa làm giảm sự không chắc chắn của thị trường vừa bổ sung các biện pháp kích thích bất chấp những hạn chế của giới hạn dưới. Nói một cách cường điệu hơn một chút, tôi thường thích nói rằng chính sách tiền tệ bao gồm 98% lời nói và 2% hành động. Chắc chắn, một trong những bài học chính trong những thập kỷ gần đây đối với các ngân hàng trung ương là việc giao tiếp tốt sẽ giúp hoạch định chính sách hiệu quả.

Độ tin cậy của sự hướng dẫn

Để có hiệu quả trong việc kích thích nền kinh tế, hướng dẫn của Odyssean phải báo hiệu rằng các nhà hoạch định chính sách có ý định giữ lãi suất ở mức thấp lâu hơn so với những gì những người tham gia thị trường dự kiến trước đây. Ví dụ, nếu thị trường thấy lãi suất ở mức gần 0 trong hai năm, thì lời hứa của các nhà hoạch định chính sách về việc giữ lãi suất ở mức 0 trong một năm sẽ không làm giảm bớt các điều kiện tài chính mà thực ra có thể sẽ thắt chặt chúng.

Bởi vì, để có hiệu quả, hướng dẫn của Odyssean có thể phải cam kết ngân hàng trung ương thực hiện các hành động trong tương lai xa, điều này đặt ra vấn đề về độ tin cậy của các cam kết đó. Trong vài năm tới, hoàn cảnh kinh tế có thể thay đổi, khiến các nhà hoạch định chính sách phải từ bỏ những lời hứa trước đó. Hoặc bản thân các nhà hoạch định chính sách có thể thay đổi khi nhiệm kỳ kết thúc và người mới được bổ nhiệm. Nếu những người tham gia thị trường nghi ngờ rằng các cam kết của ngân hàng trung ương sẽ được thực hiện - nếu hướng dẫn của Odyssean không đáng tin cậy - thì chúng sẽ không đạt được hiệu quả mong muốn.

Làm thế nào các ngân hàng trung ương có thể nâng cao độ tin cậy của hướng dẫn của họ? Chúng tôi đã thấy rằng các cam kết rõ ràng và có thể kiểm chứng, giúp dễ dàng phát hiện việc gia hạn, có

thể hữu ích. Tuy nhiên, trong cuộc sống hàng ngày, chúng ta đánh giá độ tin cậy của những lời hứa dựa trên danh tiếng của người hứa hơn là bằng những từ ngữ chính xác mà họ sử dụng. Nguyên tắc tương tự cũng áp dụng cho lời hứa của ngân hàng trung ương. Uy tín của ngân hàng trung ương phụ thuộc một phần vào danh tiếng cá nhân và kỹ năng giao tiếp của các nhà hoạch định chính sách chủ chốt, nhưng vì các nhà hoạch định chính sách không thể ràng buộc chính họ hoặc những người kế nhiệm họ một cách không thể thay đổi được nên danh tiếng của tổ chức cũng rất quan trọng. Do lo ngại về danh tiếng của tổ chức, các nhà hoạch định chính sách có động cơ thực hiện những lời hứa, ngay cả những lời hứa của những người tiền nhiệm. Họ biết rằng, khi làm như vậy, họ đang bảo vệ danh tiếng của ngân hàng trung ương trong việc tuân thủ và do đó khả năng đưa ra những lời hứa đáng tin cậy trong tương lai.

Bên cạnh hồ sơ hướng dẫn rõ ràng và việc giữ lời hứa nhất quán, ít nhất hai yếu tố khác giúp xác định độ tin cậy của ngân hàng trung ương. Đầu tiên, cần có một khung chính sách rộng hơn, dù ngầm định hay rõ ràng, đưa ra sự đồng thuận rộng rãi trong tổ chức và mô tả các nguyên tắc hướng dẫn cách tiếp cận của ngân hàng trung ương. Một khuôn khổ đặt các giai đoạn hướng dẫn riêng lẻ trong bối cảnh rộng hơn, giúp thị trường hiểu được lý do cơ bản của các phần hướng dẫn cụ thể và làm tăng chi phí cho các nhà hoạch định chính sách khi đi chệch khỏi cam kết của họ. Ví dụ, hãy suy nghĩ về "quyền tùy ý bị ràng buộc" áp đặt lên các nhà hoạch định chính sách bằng cách nhắm mục tiêu lạm phát và các khuôn khổ tương tự. Việc Fed Powell nhất trí áp dụng mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt vào năm 2020 cho thấy rằng FOMC sẽ tuân theo cách tiếp cận rộng rãi đó ngay cả khi ban lãnh đạo của Ủy ban thay đổi.

Thứ hai, sự độc lập của ngân hàng trung ương khỏi áp lực chính trị ngắn hạn giúp nâng cao uy tín. Các nhà hoạch định chính sách theo đảng phái, đối mặt với các cuộc bầu cử thường xuyên và những thay đổi trong tình cảm chính trị, sẽ gặp khó khăn, nếu không nói là không thể, đưa ra những lời hứa đáng tin cậy về các chính sách trong ba hoặc bốn năm tới, và các nhà hoạch định chính sách theo đảng phái cũng không có nhiều động lực để thực hiện các cam kết do các đảng phái chính trị đưa ra. đối thủ. Các yếu tố thúc

đẩy sự độc lập của Fed, chẳng hạn như nhiệm kỳ dài hạn của các nhà hoạch định chính sách và đặc tính phi đảng phái mạnh mẽ của Fed, cũng làm tăng độ tin cậy của các cam kết của Fed, ngay cả những cam kết kéo dài nhiều năm trong tương lai.

Chương này đã thảo luận riêng về QE và hướng dẫn chuyển tiếp, nhưng kinh nghiệm cho thấy cả hai có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Một mặt, QE hoạt động một phần bằng cách báo hiệu đường đi có thể có của lãi suất chính sách (kênh báo hiệu). Thật vậy, các ngân hàng trung ương ngày càng thể hiện rõ ràng mối liên hệ giữa QE và lãi suất, chẳng hạn như bằng cách hứa hẹn không tăng lãi suất cho đến sau khi kết thúc việc mua chứng khoán. Mặt khác, các nhà hoạch định chính sách cũng có thể đưa ra hướng dẫn về QE trong tương lai hoặc thậm chí gắn lộ trình nắm giữ tài sản với mức lãi suất. Chẳng hạn, FOMC đã chỉ ra vào tháng 6 năm 2017 rằng họ sẽ chỉ bắt đầu giảm bảng cân đối kế toán của Fed sau khi việc tăng lãi suất quỹ liên bang "đang được tiến hành". Bởi vì QE và hướng dẫn dự kiến có mối liên hệ rất chặt chẽ nên việc tách biệt tác động của chúng lên giá tài sản không phải là điều đơn giản. Tuy nhiên, kết hợp lại với nhau, những công cụ này cung cấp cho các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sức mạnh bổ sung có giá trị khi việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn không còn khả thi.

---

* Rebucci, Hartley và Jiménez (2020) nghiên cứu các thông báo QE trong thời kỳ đại dịch ở 21 quốc gia. Họ thấy rằng QE không hề mất đi hiệu quả ở các nền kinh tế tiên tiến và tác động của nó đối với lợi suất trái phiếu dài hạn thực sự mạnh hơn nhiều ở các thị trường mới nổi.

† Đây chưa hẳn là kết thúc của câu chuyện, vì ngay cả khi một số nhà đầu tư có động cơ khác ngoài rủi ro và lợi nhuận khi nắm giữ một số tài sản nhất định thì những người khác có thể không. Nhóm thứ hai có động cơ mua tài sản có lợi suất cao hơn và bán tài sản có lợi suất thấp hơn, do đó loại bỏ một số tác động của QE. Tuy nhiên, như Vayanos và Vila (2021) chỉ ra, những tác động này sẽ bị hạn chế nếu trên thực tế, các nhà kinh doanh chênh lệch giá không sẵn sàng hoặc không thể chấp nhận số lượng rủi ro không giới hạn.

‡ Trong Chương trình Kéo dài Kỳ hạn của mình, Fed thanh toán việc mua Trái phiếu Kho bạc dài hạn bằng cách bán hoặc mua lại Trái phiếu Kho bạc ngắn hạn từ danh mục đầu tư của mình, thay vì tạo ra dự trữ ngân hàng.

§ Bảng 11.1 thể hiện phản hồi cả ngày. Một số nghiên cứu sự kiện xem xét các cửa sổ xung quanh các thông báo dài khoảng ba mươi phút, điều này có ưu điểm là giảm ảnh hưởng của các sự kiện khác không liên quan đến chính sách có thể xảy ra trong ngày nhưng cũng giả định rằng thị trường kết hợp thông tin chính sách khá nhanh chóng. .

¶ Những kết quả này nhỏ hơn kết quả nghiên cứu sự kiện QE1 trong Bảng 11.1, nhưng, khi tính đến độ không chắc chắn về mặt thống kê, chúng nhất quán với toàn bộ tài liệu nghiên cứu sự kiện. Họ cũng cho rằng tác động của QE có ý nghĩa quan trọng về mặt kinh tế cũng như lâu dài.
Cuộc tranh luận về tính hữu ích của biểu đồ dấu chấm có sự tương đồng với câu hỏi liệu những người tham gia FOMC - 19 người trong số họ, khi Ủy ban có đầy đủ sức mạnh - giúp ích hay làm tổn hại đến thông điệp của Fed bằng cách thường xuyên tổ chức các cuộc nói chuyện hoặc phỏng vấn nêu bật quan điểm cá nhân của họ. quan điểm về triển vọng kinh tế và chính sách. Mặc dù đôi khi sự đa dạng về quan điểm có thể làm xáo trộn hướng dẫn của Ủy ban, nhưng trên mạng, tôi nghĩ rằng nhiều tiếng nói sẽ giúp công chúng hiểu được các sắc thái của cuộc tranh luận đang diễn ra và đảm bảo rằng nhiều quan điểm khác nhau đang được xem xét.
** Lạm phát gia tăng sẽ dẫn đến việc thắt chặt sớm hơn dự kiến vào tháng 8 năm 2020. Điều đó không mâu thuẫn với hướng dẫn mang tính tùy thuộc vào nhà nước, ràng buộc chính sách tương lai với sự phát triển của nền kinh tế.

12

BỘ CÔNG CỤ CỦA FED CÓ ĐỦ KHÔNG?

NGAY LẬP TỨC CÁC NGÂN HÀNG TRUNG TÂM ngày càng tin tưởng rằng QE và hướng dẫn chuyển tiếp có thể xoa dịu các điều kiện tài chính ở mức giới hạn dưới hiệu quả, thì vẫn còn những câu hỏi quan trọng. Đầu tiên, liệu những công cụ này có thể giúp các nhà hoạch định chính sách đạt được kết quả việc làm và lạm phát tốt hơn đáng kể so với phương án cắt giảm lãi suất xuống mức thấp và không thực hiện thêm hành động nào không? Nói cách khác, liệu những công cụ bổ sung này có thể bù đắp được không - và nếu có thì ở mức độ nào - đối với những giới hạn về chính sách tiền tệ do giới hạn dưới tạo ra? Thứ hai, khi đã tính đến các tác dụng phụ có thể xảy ra, liệu các công cụ này có vượt qua bài kiểm tra chi phí-lợi ích không? Hay chi phí và rủi ro của những công cụ này có hạn chế tính hữu dụng của chúng không?

TÁC ĐỘNG CỦA QE VÀ HƯỚNG DẪN CHUYỂN TIẾP ĐẾN HIỆU QUẢ KINH TẾ

Một cách mà các nhà nghiên cứu đã cố gắng đánh giá lợi ích kinh tế của QE và hướng dẫn tương lai là xem xét kinh nghiệm lịch sử (phải thừa nhận là còn hạn chế). Tại Hoa Kỳ và các quốc gia khác nơi

những công cụ này được sử dụng tích cực, hiệu quả kinh tế có tốt hơn về mặt vật chất so với những công cụ khác không?

QE, Hướng dẫn chuyển tiếp và Cuộc suy thoái lớn

Với sự phục hồi sau cuộc suy thoái do đại dịch vẫn đang diễn ra, hầu hết công việc cho đến nay đều tập trung vào cuộc Đại suy thoái và sự phục hồi sau đó, khi cả Fed và các ngân hàng trung ương lớn khác lần đầu tiên sử dụng rộng rãi QE và hướng dẫn tương lai ngày càng rõ ràng.

Bất chấp việc sử dụng những công cụ này, như chúng ta biết, cuộc suy thoái vẫn diễn ra nghiêm trọng và quá trình phục hồi chậm, và trong hầu hết các trường hợp, lạm phát vẫn ở mức dưới mức mục tiêu của ngân hàng trung ương. Mặt khác, ngay cả trong thời kỳ tiền khủng hoảng, khi giới hạn dưới không phải là vấn đề, chính sách tiền tệ không bao giờ có thể tránh được suy thoái mà chỉ có thể giảm thiểu chúng và tăng tốc độ phục hồi. Hơn nữa, chính sách tiền tệ chỉ là một yếu tố quyết định tốc độ tăng trưởng sau cuộc Đại suy thoái. Tại Hoa Kỳ, nhiều yếu tố góp phần vào sự phục hồi chậm chạp, bao gồm những tác động tiêu cực của sự phá sản nhà đất đối với các công trình xây dựng mới, tác động lan tỏa từ cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu lên thị trường tài chính và thương mại Hoa Kỳ, chính sách thắt lưng buộc bụng quá sớm sau gói tài chính năm 2009 và năng suất lao động chậm lại. sự phát triển. Sự phục hồi mặc dù không nhanh chóng nhưng được duy trì một cách bất thường, cuối cùng trở thành đợt phục hồi dài nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Câu hỏi vẫn còn đó, dựa trên những thông tin hỗn hợp này: Các công cụ mới đã giúp ích được bao nhiêu?

Không có gì đáng ngạc nhiên khi các nhà kinh tế không đồng ý. Một số nghiên cứu gợi ý rằng QE và hướng dẫn chuyển tiếp đã vượt qua đáng kể hạn chế của giới hạn dưới sau cuộc khủng hoảng tài chính. Theo nghiên cứu này, chính sách tiền tệ vẫn hiệu quả như thường lệ trong việc giúp đưa lao động và vốn hoạt động trở lại sau

cuộc Đại suy thoái, bất chấp giới hạn dưới. Trong một bài báo được trình bày tại Viện Brookings năm 2017, John Fernald, Robert Hall, James Stock và Mark Watson nhận thấy rằng tốc độ phục hồi chậm có thể được giải thích phần lớn là do tăng trưởng năng suất chậm lại và sự sụt giảm trong việc tham gia lực lượng lao động liên quan đến tình trạng già hóa dân số. của thế hệ bùng nổ trẻ em. Cả hai xu hướng này đều đã có trước cuộc khủng hoảng. Các tác giả này cũng lưu ý rằng các chỉ số về việc sử dụng nguồn lực như tỷ lệ thất nghiệp – vốn bị ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ nhiều hơn là tốc độ tăng trưởng tiềm năng – đã phục hồi với tốc độ tương đối bình thường. Nếu tốc độ phục hồi sau cuộc Đại suy thoái không phải là điều bất thường trong lịch sử, xét đến quy mô của cú sốc và tiềm năng tăng trưởng cơ bản của nền kinh tế, thì có lẽ chính sách tiền tệ, bao gồm cả các công cụ bổ sung, không bị cản trở nghiêm trọng bởi giới hạn dưới.

Tuy nhiên, hầu hết các đánh giá về phản ứng sau khủng hoảng đều đưa ra nhiều kết luận trái chiều hơn. Một ví dụ là một bài báo năm 2015 của các nhân viên Hội đồng Dự trữ Liên bang Eric Engen, Thomas Laubach và David Reifschneider. Họ sử dụng mô hình dự báo chính của Hội đồng quản trị về nền kinh tế Mỹ, được gọi là FRB/US, để mô phỏng tác động kinh tế từ các chính sách của Fed sau cuộc khủng hoảng. Một mô hình kinh tế chi tiết như FRB/US cho phép các nhà nghiên cứu kiểm soát các yếu tố khác ngoài chính sách tiền tệ, chẳng hạn như chính sách tài khóa và sự phát triển ở các nền kinh tế nước ngoài. Nhóm này nhận thấy rằng, khi kết hợp cùng nhau, QE và hướng dẫn chuyển tiếp đã giúp giảm bớt các điều kiện tài chính, nhưng chúng không thúc đẩy tốc độ phục hồi một cách có ý nghĩa (vượt xa những gì đã đạt được chỉ nhờ cắt giảm lãi suất) trước năm 2011. Engen và các đồng tác giả của ông đã chỉ ra ba lý do cho lợi ích kinh tế hạn chế của các công cụ mới trong năm 2009 và 2010: Hướng dẫn sớm của Fed không hiệu quả trong việc thuyết phục thị trường rằng lãi suất sẽ ở mức thấp lâu hơn; tác động của QE chỉ tích lũy dần dần khi lượng chứng khoán nắm giữ của Fed tăng lên và các nhà đầu tư bắt đầu kỳ vọng vào việc mua thêm tài sản; và quan trọng là chính sách tiền tệ – dù là chính sách

thông thường hay không – luôn cần thời gian để phát huy hết tác dụng.

Tuy nhiên, đến năm 2011, các tác giả này nhận thấy, các công cụ mới đã bắt đầu tăng tốc độ phục hồi đáng kể. Các công cụ này đã dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp vào đầu năm 2015 thấp hơn khoảng 1,25 điểm phần trăm và sau đó một chút là lạm phát cao hơn khoảng một nửa điểm phần trăm so với trường hợp nếu Fed cắt giảm lãi suất xuống 0 nhưng không sử dụng QE hoặc hướng dẫn chuyển tiếp. . Những tác động này rất đáng kể, mặc dù bị trì hoãn. Ví dụ: trong mô hình FRB/US của Fed, lãi suất quỹ liên bang giảm 1 điểm phần trăm được dự đoán sẽ làm giảm tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới 1/4 điểm phần trăm, hoặc khoảng 1/5 tác động ước tính của các công cụ chính sách mới. .

Hai bài báo này chỉ là một số trong số rất nhiều bài nghiên cứu về sự phục hồi sau cuộc Đại suy thoái, cả ở Hoa Kỳ và các nơi khác. Nhân tiện, tôi rút ra hai kết luận từ nhóm nghiên cứu này — nhân tiện, những kết luận này được chia sẻ trong một báo cáo của nhân viên Fed được viết vào năm 2020 như một phần trong đánh giá chiến lược của FOMC. Đầu tiên, về mặt tích cực, QE và hướng dẫn chuyển tiếp sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cuối cùng đã tạo ra kết quả kinh tế tốt hơn một cách có ý nghĩa, so với kịch bản thay thế giả định trong đó lãi suất được cắt giảm xuống 0 nhưng không có hành động chính sách nào được thực hiện thêm. Các công cụ chính sách mới của Fed không chỉ kích thích chi tiêu và tuyển dụng mà còn thúc đẩy niềm tin, khả năng chấp nhận rủi ro và dòng tín dụng. Các so sánh quốc tế cũng cho thấy các quốc gia sử dụng các công cụ mới sớm và chủ động, đặc biệt là Hoa Kỳ và Vương quốc Anh, đã có sự phục hồi tương đối mạnh mẽ và bền vững hơn, đồng thời tiến gần hơn đến việc đạt được mục tiêu lạm phát.

Tuy nhiên, thứ hai, dường như các công cụ mới không thể bù đắp hoàn toàn cho những hạn chế do giới hạn dưới áp đặt. Điều này phản ánh một phần những hạn chế cố hữu của QE và hướng dẫn chuyển tiếp cũng như cách chúng tôi sử dụng cả hai công cụ. Tại Fed, ban đầu chúng tôi rất thận trọng, đặc biệt là về QE. Chúng tôi không tự tin rằng các công cụ mới sẽ có hiệu quả, chúng tôi lo lắng về chi phí và rủi ro có thể xảy ra, đồng thời chúng tôi đặc biệt không

chắc chắn về triển vọng kinh tế, đặc biệt là trong giai đoạn đầu. Đến lượt những người tham gia thị trường cần phải hiểu các chiến lược chính sách đang phát triển của Fed và các ngân hàng trung ương khác. Theo thời gian, khi chúng tôi hiểu rõ hơn về các công cụ mới và nhận ra rằng chúng tôi có thể và nên làm nhiều hơn để hỗ trợ nền kinh tế, chúng tôi đã áp dụng cả QE và hướng dẫn chuyển tiếp với nhiều sức mạnh hơn và hiệu quả lớn hơn.

Mặc dù những quan sát này ngụ ý rằng giai đoạn đầu của quá trình phục hồi sau cuộc Đại suy thoái có thể yếu hơn một chút so với trước đây, nhưng chúng cũng cho thấy rằng, với lợi ích từ kinh nghiệm, các công cụ chính sách mới thậm chí còn có thể tỏ ra hiệu quả hơn. Fed đã có cơ hội thực hiện những bài học mà họ đã học được trong quá trình ứng phó với cuộc suy thoái do đại dịch năm 2020.

Các công cụ tiền tệ mới trong đại dịch

Đại dịch xảy ra mà không có nhiều cảnh báo, làm chệch hướng một nền kinh tế đang hoạt động khá tốt. Fed Powell đã ứng phó với những biến động trên thị trường tài chính vào tháng 3 năm 2020 bằng cách đóng vai trò là người mua cuối cùng đối với Trái phiếu kho bạc và chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp, thiết lập các đường dây hoán đổi tiền tệ với các ngân hàng trung ương nước ngoài và khởi động lại các chương trình thời kỳ khủng hoảng năm 2008 để cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng chủ chốt. thị trường tài chính và các tổ chức. Với sự hỗ trợ từ Quốc hội, Fed đã sử dụng quyền hạn khẩn cấp 13(3) của mình để ngăn chặn việc cho vay đối với các tập đoàn, chính quyền địa phương và các công ty cỡ trung bình.

Để giảm bớt cú sốc kinh tế, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ đã sử dụng QE và hướng dẫn chuyển tiếp nhưng đã triển khai các công cụ này nhanh hơn và mạnh mẽ hơn so với những gì chúng ta đã làm trong cuộc khủng hoảng tài chính. Sau khi cắt giảm lãi suất quỹ xuống gần bằng 0 vào tháng 3, FOMC bắt đầu mua số lượng lớn

chứng khoán Kho bạc (tất cả các kỳ hạn, không chỉ dài hạn) và chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp do GSE phát hành. Vào tháng 12 năm 2020, họ đã hứa rằng việc mua chứng khoán sẽ tiếp tục "cho đến khi đạt được những tiến bộ đáng kể hơn nữa" đối với các mục tiêu chính sách của mình. Thông qua hướng dẫn tương lai ngày càng chi tiết, đặc biệt là sau khi đưa ra khung mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt vào tháng 8, FOMC cũng thuyết phục thị trường rằng lãi suất quỹ có thể sẽ duy trì ở mức gần 0 trong tương lai gần. Như Chủ tịch Powell đã đưa ra trong một cuộc họp báo ở giai đoạn đầu của đại dịch, FOMC "thậm chí còn không nghĩ đến việc tăng lãi suất". Có khả năng phản ánh hành động và hướng dẫn của Fed, lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm, vốn chỉ ở mức dưới 2% trước khi đại dịch xảy ra, vẫn ở mức dưới 1% trong thời gian còn lại của năm 2020. Lợi suất tăng trở lại vào năm 2021 (mặc dù vẫn duy trì ở mức này). khá thấp) vì tốc độ tiêm chủng ngày càng tăng và hành động tài chính mạnh mẽ đã làm tăng kỳ vọng về tăng trưởng và lạm phát.

Các hành động tiền tệ của Fed có giúp nền kinh tế phục hồi nhanh hơn không? Mọi đánh giá sẽ trở nên phức tạp do tính chất đặc biệt của cuộc suy thoái do đại dịch. Đặc biệt, các thành viên FOMC phải đối mặt với câu hỏi liệu việc nới lỏng các điều kiện tài chính có mang lại nhiều lợi ích hay không, vì quyết định không làm việc hoặc mua sắm của nhiều người không liên quan nhiều đến lãi suất mà thay vào đó phản ánh lệnh đóng cửa của các thống đốc và thị trưởng cũng như nỗi lo sợ chung về việc ký kết hợp đồng. vi-rút. Và, ngay cả sau khi có vắc xin, quá trình mở cửa trở lại không đồng đều đã làm phức tạp rất nhiều cả việc hoạch định chính sách tài chính và tiền tệ, khi các làn sóng lây nhiễm mới, chuỗi cung ứng gầm gừ và việc ngần ngại quay trở lại làm việc đã làm chậm tốc độ tăng trưởng và thúc đẩy lạm phát.

Tuy nhiên, bằng chứng ban đầu cho thấy rằng phản ứng tiền tệ đã giúp nền kinh tế đứng vững trở lại. Đáng chú ý, sự phục hồi vào nửa cuối năm 2020, trước khi có vắc xin, nhanh hơn hầu hết mọi người mong đợi. FOMC không đưa ra dự báo kinh tế nào vào tháng 3, trong thời kỳ khủng hoảng tài chính ngắn ngủi, nhưng vào tháng 6, họ dự đoán rằng tốc độ tăng trưởng thực tế trong năm (từ quý 4

năm 2019 đến quý 4 năm 2020) sẽ ở mức âm 6,5% và tỷ lệ thất nghiệp trong quý 4 sẽ là 9,3%. Vào đầu tháng 7, Văn phòng Ngân sách Quốc hội đã dự kiến những con số tương tự: tăng trưởng năm 2020 ở mức âm 5,9% và tỷ lệ thất nghiệp trong quý 4 ở mức 10,5%. Những dự báo này, tính đến những tác động dự kiến của Đạo luật CARES, được thông qua vào tháng 3, tương tự như các dự báo riêng tư.

Nền kinh tế hoạt động tốt hơn đáng kể so với dự báo. Mặc dù số ca nhiễm virus và số ca nhập viện tăng mạnh vào mùa thu và mùa đông cũng như không có bất kỳ hành động tài chính mới nào cho đến những ngày cuối năm, GDP thực chỉ giảm khoảng 2,5% trong suốt năm 2020 - tốt hơn khoảng 4 điểm phần trăm so với năm 2020. dự kiến—và tỷ lệ thất nghiệp trong quý 4 giảm xuống dưới 7%. Tất nhiên, đây vẫn là những con số yếu và tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn một phần phản ánh có ít người tích cực tìm kiếm việc làm hơn. Nhưng hiệu suất so với dự báo là đáng khích lệ và tốc độ phục hồi của Hoa Kỳ vượt xa tốc độ phục hồi của hầu hết các nền kinh tế tiên tiến khác. Lạm phát đã giảm vào năm 2020 (từ 1,6% so với năm 2019, được đo bằng giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân, xuống còn 1,3% vào năm 2020), nhưng kỳ vọng lạm phát vẫn khá gần với mục tiêu 2%.

Hiệu suất tốt hơn mong đợi vào năm 2020 phản ánh một số yếu tố, bao gồm cả sự thiếu kiên nhẫn của người Mỹ trong việc quay trở lại làm việc và đi học và có thể mang lại những lợi ích lớn hơn mong đợi từ Đạo luật CARES. Tuy nhiên, có thể thấy rõ ảnh hưởng của chính sách tiền tệ. Sự phục hồi được dẫn đầu bởi sự gia tăng mạnh mẽ ở các lĩnh vực nhạy cảm với lãi suất, đáng chú ý nhất là nhà ở, được hưởng lợi từ lãi suất thế chấp kỳ hạn 30 năm đã giảm xuống dưới 2,7% vào cuối năm 2020. Các lĩnh vực nhạy cảm với lãi suất khác cũng phục hồi nhanh chóng, trong nhiều trường hợp vượt quá mức trước đó. mức độ hoạt động của đại dịch. Trong số các lĩnh vực này có sản xuất, thương mại (đồng đô la giảm đều đặn trong nửa cuối năm), chi tiêu vốn kinh doanh và hàng tiêu dùng lâu bền. Sức mạnh trong các lĩnh vực nhạy cảm với lãi suất đã bù đắp cho sự yếu kém liên tục trong các dịch vụ, đặc biệt là các dịch vụ phụ thuộc vào liên hệ cá nhân như giải trí và khách sạn.

Việc nới lỏng tiền tệ cũng giúp hồi sinh thị trường tín dụng tư nhân và (cùng với các hành động tài chính) giảm căng thẳng tài chính - ví dụ như được đo lường bằng các vụ phá sản doanh nghiệp và hạ xếp hạng, vốn tỏ ra ít nghiêm trọng hơn dự kiến. Khả năng tiếp cận tín dụng tốt hơn cho tất cả các loại người vay đã hỗ trợ tăng trưởng và việc làm. Ngoài ra, giá cổ phiếu và các tài sản khác đã phục hồi hoàn toàn sau đợt lao dốc ban đầu, củng cố bảng cân đối kế toán của các hộ gia đình và doanh nghiệp, đồng thời tăng mức độ sẵn lòng và khả năng chi tiêu của họ.

Sản lượng và việc làm tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2021, nhờ các sáng kiến tài chính mới nhưng được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng. Tuy nhiên, như chúng ta đã thấy, những hạn chế từ phía nguồn cung (chẳng hạn như tình trạng thiếu chip máy tính và năng lực vận chuyển trên toàn cầu) và nỗi sợ hãi liên tục về bệnh tật (bao gồm cả các biến thể mới của vi rút) đã góp phần gây ra lạm phát bùng nổ và sự không chắc chắn cao về triển vọng kinh tế. vào nửa cuối năm. Theo hướng dẫn trước đó, FOMC đã công bố ý định bắt đầu rút lại hỗ trợ chính sách, bắt đầu bằng việc ngừng mua chứng khoán. Thử thách khó khăn của Ủy ban là đảm bảo rằng lạm phát do cú sốc cung gây ra không trở nên quá dai dẳng mà không làm mất đi quá trình phục hồi đang diễn ra trên thị trường lao động.

Cần thêm thời gian và nghiên cứu để phân tích các nguồn gốc của sự phục hồi mạnh mẽ bắt đầu từ giữa năm 2020 và tiếp tục đến năm 2021. Tuy nhiên, nhìn chung, suy thoái và phục hồi do đại dịch hỗ trợ cho quan điểm rằng, khi bước vào cuộc khủng hoảng, chính sách tiền tệ đã bị ảnh hưởng. không hết đạn, mặc dù Fed chỉ có phạm vi hạn chế để cắt giảm lãi suất khi cuộc suy thoái bắt đầu.

VAI TRÒ CỦA LÃI SUẤT TRUNG LẬP TRONG VIỆC XÁC ĐỊNH KHÔNG GIAN CHÍNH SÁCH

Quan điểm lịch sử có giá trị, nhưng còn tương lai thì sao? Sau khi phục hồi sau cuộc suy thoái do đại dịch, chính sách tiền tệ của thế

kỷ 21 — kết hợp cắt giảm lãi suất ngắn hạn, QE, hướng dẫn chuyển tiếp và có thể cả các công cụ khác — sẽ đáp ứng các mục tiêu của Fed và các ngân hàng trung ương khác như thế nào? Mặc dù hiệu quả của các công cụ tiền tệ mới phụ thuộc vào nhiều yếu tố, chúng ta đã thấy rằng yếu tố quyết định chính là mức lãi suất trung lập (danh nghĩa), R*. Lãi suất trung lập có ý nghĩa quan trọng vì nó ảnh hưởng đến không gian điều hành dành cho các nhà hoạch định chính sách tiền tệ.

Ví dụ, giả sử lãi suất ngắn hạn trung tính là 2,5% (một lần nữa, theo giá trị danh nghĩa hoặc thị trường, không được điều chỉnh theo lạm phát) - giá trị của nó như ước tính của những người tham gia FOMC trong những năm gần đây. Nếu mức đó vẫn tồn tại thì trung bình, trong thời gian bình thường, lãi suất dài hạn cũng sẽ vào khoảng 2,5%, bỏ qua một số yếu tố phức tạp như phí bảo hiểm rủi ro trái phiếu (lợi suất bổ sung mà các nhà đầu tư yêu cầu để nắm giữ chứng khoán dài hạn hơn). Bây giờ giả sử nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi một cú sốc suy thoái. Nếu lãi suất chính sách trung lập là 2,5% thì trung bình – một lần nữa, trong thời gian bình thường – ngân hàng trung ương sẽ có khoảng 2,5 điểm phần trăm để cắt giảm lãi suất ngắn hạn, giả định rằng giới hạn dưới bằng 0. (Để đối phó với cuộc suy thoái do đại dịch vào đầu năm 2020, Fed Powell đã cắt giảm lãi suất quỹ khoảng 1,5 điểm phần trăm, sau khi đã thực hiện "cắt giảm bảo hiểm" 0,75 điểm phần trăm vào năm 2019.)

Trong những thập kỷ trước cuộc khủng hoảng tài chính, Fed thường ứng phó với suy thoái kinh tế bằng cách cắt giảm lãi suất quỹ từ 5 đến 6 điểm phần trăm. Nếu lãi suất trung lập là 2,5% thì việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn thông thường rõ ràng sẽ không cung cấp đủ vũ khí để đối phó với một cuộc suy thoái điển hình, đặc biệt nếu lãi suất cơ bản xuống dưới mức trung lập khi suy thoái xảy ra. Khi đó, câu hỏi sẽ trở thành: Khi lãi suất quỹ chạm 0, có thể đạt được thêm bao nhiêu dư địa chính sách với QE và hướng dẫn chuyển tiếp? Điều này ngầm giả định một cách thích hợp rằng việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn xuống 0 không dẫn đến lãi suất dài hạn cũng đạt đến 0. Chính xác là vì lãi suất dài hạn thường duy trì trên 0 ngay cả khi lãi suất ngắn hạn ở mức giới hạn dưới nên QE và hướng dẫn chuyển tiếp có thể mang lại sự kích thích bổ sung hữu ích.

Trong một nghiên cứu năm 2020, tôi đã xem xét câu hỏi này bằng cách sử dụng mô hình FRB/US của Fed để thực hiện hàng trăm mô phỏng về nền kinh tế Hoa Kỳ, giả định rằng nền kinh tế Hoa Kỳ bị ảnh hưởng ngẫu nhiên bởi những cú sốc tương tự như những cú sốc được quan sát từ năm 1970. (Những cú sốc gây ra cuộc Đại suy thoái là được đưa vào, nhưng nghiên cứu đã kết thúc trước đại dịch.) Trong những mô phỏng này, tôi giả định phản ứng bình thường trong lịch sử của chính sách tiền tệ đối với suy thoái kinh tế và lạm phát, ngoại trừ việc tôi cũng giả định rằng, khi lãi suất chạm đến giới hạn dưới, Fed sẽ sử dụng QE và đưa ra hướng dẫn một cách mạnh mẽ hơn những gì chúng tôi đã làm trong giai đoạn đầu phục hồi sau cuộc Đại suy thoái, nhất quán với sự đồng thuận ngày càng tăng rằng việc sử dụng chủ động và mạnh mẽ là hiệu quả nhất. Tôi cũng giả định rằng Fed sử dụng hướng dẫn dự kiến để gắn những thay đổi trong tương lai về lãi suất chính sách và việc mua chứng khoán với lạm phát và thất nghiệp (hướng dẫn dự phòng của nhà nước). Đối với mỗi mô phỏng của mô hình, tôi đo lường mức độ hoạt động trung bình của nền kinh tế trong việc đáp ứng hoặc vượt mục tiêu toàn dụng lao động của Fed và đạt được mục tiêu lạm phát 2%.

Phát hiện chính của tôi là QE, được bổ sung bằng hướng dẫn chuyển tiếp nhằm cam kết các nhà hoạch định chính sách thực hiện các chính sách lãi suất thấp hơn trong thời gian dài hơn, có thể mang lại tương đương khoảng 3 điểm phần trăm bổ sung cho không gian chính sách. Nói cách khác, nếu lãi suất trung lập là 2,5%, việc sử dụng mạnh mẽ QE và hướng dẫn chuyển tiếp có thể mang lại cho Fed tổng sức mạnh tiền tệ tương đương với khoảng 5,5 điểm phần trăm của các lần cắt giảm lãi suất truyền thống - gần với phản ứng thông thường của Fed đối với các cuộc suy thoái điển hình trước khi xảy ra đợt cắt giảm lãi suất thấp hơn. ràng buộc đã trở thành một vấn đề. Tuy nhiên, trong một cuộc suy thoái sâu hơn mức trung bình đòi hỏi phản ứng chính sách hơn 5,5 điểm phần trăm, ngay cả việc sử dụng mạnh mẽ các công cụ chính sách tiền tệ mới cũng có thể không đủ để bù đắp hoàn toàn cho tác động của giới hạn dưới.

Quy tắc ngón tay cái 3 phần trăm của tôi nhìn chung nhất quán với các tài liệu thực nghiệm, bao gồm các nghiên cứu về cân bằng

danh mục đầu tư và tác động báo hiệu của QE, cũng như các nghiên cứu khác sử dụng FRB/US hoặc các mô hình kinh tế tương tự. Tuy nhiên, dựa trên nhiều giả định khi mô hình hóa tác động của QE và hướng dẫn chuyển tiếp, sự không chắc chắn là không thể tránh khỏi. Có thể không gian chính sách được tạo ra bởi các công cụ mới ít hơn 3 điểm phần trăm và hơn nữa, nó có thể thay đổi tùy thuộc vào tình trạng của nền kinh tế hoặc thị trường tài chính. Đó là cơ sở cho sự thận trọng trong việc hoạch định các phản ứng chính sách trong tương lai và là động lực để tiếp tục tìm kiếm những cách tiếp cận mới nhằm tăng không gian chính sách.

Mặt khác, nhiều phân tích tiêu chuẩn về QE và hướng dẫn chuyển tiếp, bao gồm cả công việc của tôi, có thể đánh giá thấp hiệu quả tổng thể của các công cụ. Ví dụ, bằng chứng cho thấy QE củng cố bảng cân đối ngân hàng và dẫn đến cho vay nhiều hơn, một khả năng thường không được đưa vào các phân tích thông thường, kể cả của tôi. Hơn nữa, để đơn giản, các mô phỏng của tôi giả định rằng Fed chỉ mua chứng khoán Kho bạc, bỏ qua các tác động bổ sung của việc mua MBS và tôi đã đưa ra các giả định thận trọng về tác động của hướng dẫn dự kiến đối với kỳ vọng của thị trường (và bỏ qua hoàn toàn các tác động báo hiệu của QE). Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 14, chính sách tiền tệ cũng có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua kênh chấp nhận rủi ro mà không được xem xét trong hầu hết các mô phỏng chính sách. Nhìn chung, tôi thấy quy tắc ngón tay cái 3 phần trăm là điểm khởi đầu khá thận trọng.

Tuy nhiên, giá trị của lãi suất trung lập, R*, giúp xác định tổng sức mạnh tiền tệ, lại là một nguồn không chắc chắn khác đối với các nhà hoạch định chính sách. Giá trị của R* không thể quan sát được mà chỉ ước tính, và như chúng ta đã thấy, ước tính của Fed về biến số quan trọng này đã giảm đáng kể theo thời gian. Đối với Hoa Kỳ, thống nhất với ước tính 2,5% của Fed vào năm 2021, hầu hết các nghiên cứu hiện ước tính lãi suất trung lập danh nghĩa nằm trong khoảng từ 2 đến 3%—hoặc, 0 đến 1% theo giá trị thực, điều chỉnh theo lạm phát, giả định lạm phát. kỳ vọng gần với mục tiêu 2% của Fed. Tuy nhiên, nếu xu hướng giảm của R* tiếp tục hoặc R* được đánh giá quá cao, đó có thể là một lý do khác tại sao, ngay cả khi có

sẵn QE và hướng dẫn chuyển tiếp, giới hạn dưới sẽ hạn chế hỏa lực của chính sách tiền tệ.

Quy tắc ngón tay cái 3 phần trăm của tôi dựa trên mô phỏng mô hình nền kinh tế Hoa Kỳ và do đó không thể áp dụng trực tiếp cho các nền kinh tế khác. Ở mức tối thiểu, bằng chứng chắc chắn cho thấy các ngân hàng trung ương nước ngoài nên đưa QE, hướng dẫn dự kiến và có thể cả các công cụ mới khác vào bộ công cụ của họ, như thực tế nhiều ngân hàng trong số họ có. Một bài học quan trọng khác cho các quốc gia khác là, để chính sách tiền tệ có dư địa ứng phó với suy thoái, lãi suất trung lập không thể quá thấp. Vì tỷ suất lợi nhuận thực tế (được điều chỉnh theo lạm phát) ở mức thấp trên toàn cầu nên cách tốt nhất để giữ cho lãi suất trung lập không giảm quá thấp là giữ cho lạm phát (và lạm phát kỳ vọng) không giảm quá nhiều so với mục tiêu. Nói cách khác, việc đạt được mục tiêu lạm phát là quan trọng không chỉ để đạt được sự ổn định về giá mà còn để đảm bảo rằng chính sách tiền tệ có dư địa cắt giảm lãi suất cần thiết để ứng phó hiệu quả với những cú sốc kinh tế bất lợi.

Thật không may, đối với một số nền kinh tế lớn ở nước ngoài, việc đạt được mục tiêu lạm phát một cách nhất quán là điều khó khăn. Tại khu vực đồng euro, ít nhất là trước cú sốc nguồn cung do đại dịch, lạm phát và kỳ vọng lạm phát trong một số năm vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu lạm phát của ECB là dưới đây, nhưng gần bằng 2% (gần đây đã thay đổi thành 2%). Lạm phát ở châu Âu và kỳ vọng lạm phát đã thấp hơn so với Hoa Kỳ, do cuộc khủng hoảng nợ công của nước này diễn ra ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và do ECB trì hoãn sử dụng hướng dẫn dự báo thấp hơn trong thời gian dài hơn và QE. Tại Nhật Bản, lạm phát hoặc giảm phát gần bằng 0 trong nhiều thập kỷ đã khiến người dân kỳ vọng lạm phát sẽ ở mức rất thấp. Việc thay đổi những kỳ vọng đó tỏ ra cực kỳ khó khăn, mặc dù chính sách tiền tệ rất tích cực kể từ khoảng năm 2013. Ở châu Âu và Nhật Bản, có thể cần hỗ trợ tài chính lớn hơn trong tương lai để đưa lạm phát và kỳ vọng lạm phát đến gần mục tiêu hơn, từ đó sẽ làm tăng lãi suất trung tính. và tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ.

CHI PHÍ VÀ RỦI RO CỦA CÁC CÔNG CỤ CHÍNH SÁCH MỚI

Hỏa lực bổ sung mà QE và hướng dẫn mạnh mẽ về phía trước có thể cung cấp phải được cân nhắc với những chi phí và rủi ro ngoài ý muốn. Đặc biệt, việc nới lỏng định lượng đã làm dấy lên mối lo ngại cả trong và ngoài Fed khi nó được sử dụng lần đầu tiên sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. FOMC tiếp tục thảo luận về chi phí và rủi ro có thể xảy ra trong suốt quá trình phục hồi sau cuộc Đại suy thoái, bao gồm rủi ro đối với sự ổn định tài chính, khả năng lạm phát hoặc kỳ vọng lạm phát có thể trở nên không được kiểm soát, những khó khăn tiềm ẩn trong việc quản lý việc thoát khỏi QE cuối cùng, những tác động bất lợi có thể xảy ra đối với hoạt động của hệ thống. của các thị trường chứng khoán quan trọng và nguy cơ mất vốn đối với danh mục chứng khoán lớn của Fed. Một số người tham gia FOMC lo lắng rằng những rủi ro này có thể bị khuếch đại bởi hướng dẫn kỳ hạn thấp hơn trong thời gian dài hơn có thể giữ lãi suất quỹ gần bằng 0 trong nhiều năm. Bây giờ chúng ta có thể rút ra kinh nghiệm đáng kể, cả ở Hoa Kỳ và các nền kinh tế khác, chúng ta có thể nói gì về những chi phí và rủi ro tiềm tàng của các công cụ tiền tệ mới?

Nhiều lo ngại về QE và hướng dẫn về phía trước thấp hơn trong thời gian dài hơn đã được chứng minh là không có cơ sở. Bất chấp những cảnh báo nghiêm trọng, những chính sách đó đã không dẫn đến lạm phát quá mức kéo dài. (Lạm phát gia tăng vào năm 2021 phản ánh một số yếu tố ngoài QE, bao gồm chính sách tài khóa và các tác động từ phía cung liên quan đến đại dịch.) Ngược lại, từ năm 2008 đến năm 2020, lạm phát ở Hoa Kỳ và các nền kinh tế lớn khác nhìn chung vẫn duy trì thấp, phản ánh sự trì trệ của nền kinh tế và ảnh hưởng của giới hạn dưới.

Việc thoát khỏi QE cho đến nay cũng không phải là vấn đề, ít nhất là từ góc độ kỹ thuật. Khi Fed Yellen bắt đầu thắt chặt chính sách, khả năng trả lãi cho khoản dự trữ của Fed cho phép Fed tăng lãi suất cơ bản mà không gặp nhiều khó khăn, bất chấp quy mô

bảng cân đối kế toán lớn. Một khi lãi suất quỹ đã tăng lên trên mức 0, Fed sau đó đã cho phép bảng cân đối kế toán của mình thu hẹp lại bằng cách chấm dứt việc tái đầu tư trả nợ gốc cho các chứng khoán nắm giữ của mình. Đánh giá về sự bùng nổ của thị trường repo vào tháng 9 năm 2019, Fed có thể đã giảm bảng cân đối kế toán và nguồn cung dự trữ ngân hàng, nếu có, hơi quá nhiều. Theo nghĩa đó, bảng cân đối kế toán của Fed có thể nói là đã bình thường hóa hoàn toàn vào năm 2019, ở mức phù hợp với khuôn khổ hoạt động dự trữ dồi dào mới của họ, cho đến khi cuộc khủng hoảng đại dịch buộc phải mua chứng khoán mới vào năm 2020. Ngân hàng Anh, một ngân hàng lớn khác ngân hàng trung ương nhanh chóng áp dụng QE sau cuộc khủng hoảng tài chính cũng không gặp phải vấn đề kỹ thuật nào trong việc tăng lãi suất vào thời điểm thích hợp.

Cũng không có bằng chứng nào cho thấy QE đã cản trở hoạt động của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ, ví dụ như bằng cách lấn át người mua và người bán tư nhân, hoặc bằng cách tạo ra tình trạng thiếu hụt các đợt phát hành trái phiếu cụ thể. Ngược lại, bằng cách bổ sung tính thanh khoản, thúc đẩy niềm tin và củng cố bảng cân đối kế toán của các tổ chức tài chính, QE có thể cải thiện chức năng thị trường trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu. Trong những ngày đầu của cú sốc đại dịch năm 2020, việc mua chứng khoán của Fed — mặc dù về mặt kỹ thuật không phải là QE, ít nhất là ban đầu vì mục tiêu của họ không phải là cung cấp các biện pháp kích thích tiền tệ — đã giúp đưa thị trường tài chính và tín dụng hoạt động bình thường. Và mặc dù rủi ro thua lỗ đối với danh mục đầu tư của Fed vẫn còn nhưng ở mức độ vừa phải. Nếu những khoản lỗ trong tương lai xảy ra, chúng phải được cân nhắc với khoản lợi nhuận ròng hơn 800 tỷ USD mà Fed đã nộp cho Bộ Tài chính trong thập kỷ trước đại dịch, nguồn thu thuế cao hơn do nền kinh tế mạnh hơn tạo ra và chi phí tài trợ chính phủ thấp hơn. món nợ. Trong mọi trường hợp, mục đích của chính sách tiền tệ là giúp đạt được việc làm cao và ổn định giá cả chứ không phải để tạo ra lợi nhuận cho Kho bạc.

Mặc dù những rủi ro thường được nhắc đến này hiện nay có vẻ không đáng kể hoặc ít nhất là không đủ để ngăn chặn việc sử dụng QE và hướng dẫn ngắn hạn hơn khi cần thiết, nhưng cuộc tranh luận

về các vấn đề khác vẫn tiếp tục. Tôi sẽ thảo luận bốn vấn đề ở đây: mối liên hệ có mục đích giữa các công cụ tiền tệ mới và sự bất ổn tài chính; nhận thức rằng QE và tiền dễ dàng nói chung thúc đẩy bất bình đẳng kinh tế; khiếu nại rằng QE bóp méo tín hiệu thị trường vốn; và mối lo ngại rằng việc kiếm tiền dễ dàng sẽ tạo ra các công ty zombie.

Bất ổn tài chính

Mối quan hệ giữa tiền dễ dàng và sự ổn định tài chính là một chủ đề lớn và gây tranh cãi. Tóm lại, bằng chứng cho thấy rằng việc nới lỏng tiền tệ bền vững có thể thúc đẩy việc chấp nhận rủi ro của khu vực tư nhân, điều này có thể giúp tăng tốc độ phục hồi trong nền kinh tế suy thoái nhưng cũng có thể làm tăng nguy cơ bất ổn tài chính nguy hiểm theo thời gian. Hầu hết các nhà kinh tế và hoạch định chính sách đều đồng ý rằng rủi ro ổn định tài chính cần được giải quyết chủ yếu bằng các công cụ có mục tiêu, chẳng hạn như điều tiết và giám sát tài chính, để chính sách tiền tệ có thể tự do theo đuổi các mục tiêu ổn định giá cả và việc làm. Những tranh cãi chính liên quan đến liệu quy định và các công cụ mục tiêu khác có đủ hay không và nếu không, liệu các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có nên tính đến những lo ngại về ổn định tài chính khi thiết lập lãi suất hay không và ở mức độ nào.

Trì hoãn vấn đề rộng hơn sang chương sau, câu hỏi hẹp hơn được đưa ra ở đây là liệu QE và hướng dẫn chuyển tiếp có đặc biệt làm tăng rủi ro tài chính hay không. Có điều gì về những công cụ thay thế này, ngoài thực tế là chúng có liên quan đến lãi suất thấp liên tục, là điều đặc biệt đáng lo ngại đối với sự ổn định tài chính? Ít nhất cho đến nay, câu trả lời dường như là không.

Ít nhất hai lập luận chính được đưa ra giải thích tại sao QE và hướng dẫn chuyển tiếp có thể kích thích việc chấp nhận rủi ro nhiều hơn các hình thức nới lỏng tiền tệ khác. Đầu tiên, QE hoạt động một phần bằng cách khuyến khích các nhà đầu tư tư nhân tái cân bằng danh mục đầu tư của họ. Các nhà đầu tư bán Kho bạc và MBS cho

Fed có lẽ sẽ sử dụng một số tiền thu được để mua các tài sản khác, một số trong đó có rủi ro cao hơn tài sản bán cho Fed. Việc tái cân bằng danh mục đầu tư này cho phép QE tác động đến giá chứng khoán, như trái phiếu doanh nghiệp, không được ngân hàng trung ương mua. Hiệu ứng tái cân bằng cũng giải thích tại sao nhiều nhà đầu tư coi QE là tăng cường tính thanh khoản của thị trường: việc mua QE cung cấp vốn thanh khoản mà người bán chứng khoán sử dụng để mua các tài sản khác, có thể rủi ro hơn.

Mặc dù QE khiến một số nhà đầu tư có danh mục đầu tư rủi ro hơn, nhưng trên thực tế, nó thực sự có thể giảm rủi ro tài chính trong khu vực tư nhân theo hai cách. Đầu tiên, QE bơm dự trữ vào hệ thống ngân hàng và loại bỏ các chứng khoán dài hạn với số lượng bằng nhau. Chứng khoán dài hạn rủi ro hơn dự trữ ngân hàng (an toàn, thanh khoản) vì giá trị của chúng có thể thay đổi mạnh khi lãi suất dài hạn thay đổi. Các nhà kinh tế Ricardo Caballero và Gunes Kamber nhận thấy rằng, sau cuộc khủng hoảng tài chính, QE đã cho phép Fed hấp thụ ròng rủi ro mà các nhà đầu tư nắm giữ trước đây, giảm rủi ro của danh mục đầu tư tư nhân điển hình. Thứ hai, bằng cách giảm lãi suất dài hạn và củng cố bảng cân đối kế toán của người vay doanh nghiệp, QE cũng thường làm giảm rủi ro của trái phiếu doanh nghiệp hiện có và các tài sản tương tự. Tác động ổn định của các chính sách kiểu QE đặc biệt rõ ràng trong tháng 3 năm 2020, khi việc Fed mua trái phiếu Kho bạc và MBS quy mô lớn để cung cấp thanh khoản cần thiết và làm dịu đi sự biến động của thị trường.

Một lập luận khác liên kết các công cụ tiền tệ mới với sự bất ổn tài chính bắt đầu bằng nhận xét rằng hướng dẫn kỳ hạn thấp hơn trong thời gian dài hơn—và QE, trong tác động báo hiệu lãi suất của nó—đảm bảo với các nhà đầu tư rằng lãi suất ngắn hạn sẽ được giữ ở mức thấp trong một thời gian. Lập luận này cho rằng hướng dẫn thấp hơn trong thời gian dài hơn sẽ khuyến khích các nhà đầu tư chấp nhận rủi ro quá mức vì họ không còn phải lo lắng về những thay đổi ngắn hạn của lãi suất chính sách. Ví dụ: hướng dẫn thấp hơn trong thời gian dài hơn có thể khiến các nhà đầu tư lao vào cái gọi là giao dịch chênh lệch giá - vay ngắn hạn để nắm giữ các khoản đầu tư dài hạn, có lợi suất cao hơn. Một lập luận tương tự, tình cờ,

cho rằng khả năng dự đoán được chuỗi tăng lãi suất kéo dài từ năm 2004 đến năm 2006 cũng gây bất ổn, bằng cách khiến các nhà đầu tư quá tin tưởng vào lộ trình lãi suất trong tương lai và do đó ít có xu hướng thận trọng hơn.

Lý do này bỏ sót một điểm quan trọng rằng, ngay cả trong môi trường lãi suất thấp hơn trong thời gian dài hơn, hầu hết các tài sản tài chính và thực tế đều có kỳ hạn đáo hạn vượt quá tầm hướng dẫn trước mắt của các nhà hoạch định chính sách. Do đó, ngay cả khi lãi suất ngắn hạn được đảm bảo (hoặc ít nhất là có khả năng cao) ở mức thấp trong một thời gian, hầu hết giá tài sản vẫn sẽ thay đổi theo các tin tức kinh tế liên quan đến triển vọng dài hạn. Một bài báo của John Williams, lúc đó là chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco và hiện là người đứng đầu Fed New York, và Eric Swanson đã chỉ ra rằng, ngay cả sau khi Fed giảm lãi suất cơ bản xuống gần 0 vào năm 2008, về lâu dài lãi suất tăng và giảm theo báo cáo việc làm và các tin tức kinh tế khác giống như trước cuộc khủng hoảng. Vì lý do này, trong thực tế, hướng dẫn kỳ hạn không loại bỏ các rủi ro tài chính vốn có trong giao dịch chênh lệch giá và các chiến lược tương tự. Ngược lại, những giao dịch này được ví như việc nhặt những đồng xu trước một chiếc xe lăn. Hầu hết chúng mang lại một khoản lợi nhuận nhỏ, nhưng đôi khi (khi giá tài sản dài hạn biến động bất ngờ) chúng lại dẫn đến khoản lỗ lớn. Cơ hội lợi nhuận từ giao dịch chênh lệch giá còn giảm hơn nữa bởi thực tế là bất kỳ sự giảm thiểu nào về tính không chắc chắn do hướng dẫn kỳ hạn đáng tin cậy đều có thể đã được định giá vào tài sản dài hạn. Đặc biệt, hướng dẫn sẽ làm giảm phần bù rủi ro mà nhà đầu tư kiếm được từ tài sản dài hạn, làm giảm lợi nhuận tiềm năng của các giao dịch thực hiện. Nói tóm lại, hướng dẫn kỳ hạn thấp hơn trong thời gian dài hơn không mang lại động lực rõ ràng nào cho việc chấp nhận rủi ro quá mức, vượt xa những khuyến khích được tạo ra bởi các chính sách lãi suất thấp nói chung.

Tôi kết luận rằng QE và hướng dẫn chuyển tiếp không gây thêm rủi ro đáng kể về ổn định tài chính so với tiền tệ dễ dàng nói chung. Thật vậy, chúng thường được sử dụng trong thời kỳ khủng hoảng hoặc suy thoái kinh tế nghiêm trọng, khi mức độ chấp nhận rủi ro của khu vực tư nhân thường ở mức quá thấp thay vì quá cao. Trong

những trường hợp đó, các công cụ mới—bằng cách cải thiện niềm tin, củng cố bảng cân đối kế toán và tăng khả năng tiếp cận tín dụng—có khả năng giảm thiểu cũng như tăng rủi ro ổn định tài chính.

Mất cân bằng kinh tế

Các cuộc thảo luận của FOMC đôi khi ám chỉ đến tác động phân phối của chính sách tiền tệ, nhưng trên thực tế, nhiệm vụ của Fed và sự rõ ràng trong các công cụ chính sách của cơ quan này khiến Ủy ban tập trung vào hiệu quả kinh tế tổng thể. Một số nhà phê bình đã lập luận rằng việc bỏ qua tương đối những hậu quả phân phối của chính sách tiền tệ là một vấn đề. Họ cho rằng các chính sách dễ kiếm tiền, bao gồm QE và hướng dẫn tương lai với thời hạn thấp hơn, có xu hướng làm tăng bất bình đẳng kinh tế và do đó nên được sử dụng một cách tiết kiệm.

Dù được nghe nhiều nhưng lời phê bình này không thuyết phục. Các chính sách tiền tệ thúc đẩy phục hồi kinh tế có nhiều lợi ích, bao gồm tăng việc làm, tiền lương, đầu tư vốn và doanh thu từ thuế. Với lợi ích chung từ một nền kinh tế mạnh mẽ, cũng như nguy cơ giảm phát không mong muốn hoặc thậm chí bẫy giảm phát giảm, các chính sách tiền tệ nới lỏng trong thời kỳ suy thoái có thể hợp lý ngay cả khi chúng làm tăng bất bình đẳng.

Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu đều phát hiện ra rằng, một khi tất cả các kênh của chính sách tiền tệ được xem xét, các chính sách mở rộng có tác động phân phối nhỏ và thậm chí có thể làm giảm bất bình đẳng trên mạng, đặc biệt là bất bình đẳng được đo lường về mặt thu nhập hoặc tiêu dùng. Có lẽ quan trọng nhất là có nhiều bằng chứng cho thấy rằng thị trường lao động "nóng" mang lại lợi ích không tương xứng cho các cộng đồng thiểu số và thu nhập thấp, trong khi suy thoái kéo dài làm tăng bất bình đẳng kinh tế bằng cách giảm cơ hội việc làm cho người dân trong các cộng đồng đó, cũng như cho những người lao động có ít kỹ năng hơn hoặc ít kinh nghiệm hơn. Điểm này được thể hiện rõ ràng trong các phiên

nghe Fed Listens do Fed Powell tiến hành. Phản hồi đó đã giúp thúc đẩy việc chuyển sang khung chính sách tập trung nhiều hơn vào việc đạt được và duy trì mức độ việc làm cao. Do lợi ích rộng rãi của thị trường lao động mạnh mẽ, các nhóm ủng hộ người lao động có xu hướng ủng hộ các chính sách tiền tệ mở rộng khi nhu cầu yếu và coi tiền dễ dàng là hữu ích chứ không gây tổn hại cho những người có thu nhập thấp và trung bình.

Hai câu hỏi thường được đặt ra để trả lời cho những lập luận này: Thứ nhất, phải chăng những người về hưu và những người tiết kiệm khác sống bằng thu nhập từ lãi vay bị ảnh hưởng bởi đồng tiền dễ dàng? Và thứ hai, chẳng phải tiền dễ dàng, bao gồm cả QE, làm trầm trọng thêm tình trạng bất bình đẳng giàu nghèo bằng cách tăng giá cổ phiếu sao?

Đối với câu hỏi đầu tiên, một số người về hưu và những người tiết kiệm khác phụ thuộc rất nhiều vào thu nhập từ lãi suất - và do đó dễ bị ảnh hưởng bởi lãi suất thấp - nhưng tình trạng của họ không phải là điển hình. Theo tài khoản thu nhập quốc dân, tính đến giữa năm 2021, thu nhập lãi ròng chỉ chiếm khoảng 8% tổng thu nhập cá nhân. (Con số có thể so sánh vào đầu năm 2019, khi lãi suất quỹ đạt mức cao nhất gần đây và QE không được sử dụng, là 9%.) Trong số những người về hưu, những người thuộc diện nghèo nhất chủ yếu phụ thuộc vào các chương trình của chính phủ như An sinh xã hội và Medicare. , khoản thanh toán của họ không nhạy cảm với những thay đổi về lãi suất. Nhìn rộng hơn, trong một nghiên cứu năm 2013, Richard Kopcke và Andrew Webb đã ước tính mức giảm thu nhập đầu tư (cả lãi và cổ tức) của các gia đình có chủ hộ ở độ tuổi 60–69 trong giai đoạn 2007–2013, thời điểm nền kinh tế yếu kém và chính sách tiền tệ. đã được nới lỏng một cách triệt để. Họ phát hiện ra rằng, so với thu nhập năm 2007, mức giảm thu nhập đầu tư ở các nhóm thu nhập giàu có dao động từ gần 0 đến 6%, trong đó các gia đình tương đối khá giả (những người sở hữu nhiều tài sản tài chính) bị giảm nhiều hơn.

Những tác động tương đối vừa phải của việc kiếm tiền dễ dàng một phần là do nhiều gia đình bước vào tuổi nghỉ hưu với ít nhất một số tài sản có giá trị thường tăng hoặc duy trì ổn định khi lãi suất thấp: Ví dụ, tính đến năm 2019, khoảng 60% người trong độ tuổi

lao động các gia đình (và chỉ dưới 40% gia đình ở nửa dưới của phân phối thu nhập) có lương hưu hoặc kế hoạch nghỉ hưu của công ty, và khoảng 65% gia đình (50% ở nửa dưới của phân phối thu nhập) sở hữu nhà riêng của họ. Quyền sở hữu cổ phiếu tập trung hơn các tài sản khác, nhưng 53% gia đình (và 31% ở nửa dưới của phân phối) sở hữu ít nhất một số cổ phiếu vào năm 2019, trực tiếp hoặc theo kế hoạch nghỉ hưu.

Ngoài ra, những người tiết kiệm, bao gồm cả những người về hưu, thường có nhiều vai trò kinh tế, được hưởng lợi từ việc kiếm tiền dễ dàng một cách thích hợp. Ví dụ, họ có thể có con cái nhờ thị trường lao động đang cải thiện, hoặc họ có thể muốn có cơ hội tự mình làm việc. Họ cũng có thể hy vọng bán được nhà hoặc cơ sở kinh doanh của gia đình, điều này sẽ dễ dàng hơn khi nền kinh tế khỏe mạnh. Hoặc họ có thể là người đi vay cũng như người tiết kiệm, được hưởng lợi từ lãi suất thấp hơn - ví dụ, bằng cách tái cấp vốn cho một khoản thế chấp. Một lần nữa, việc đánh giá tác động của việc nới lỏng tiền tệ đòi hỏi phải xem xét tất cả các tác động kinh tế của nó.

Ở câu hỏi thứ hai, giá cổ phiếu cao hơn có xu hướng làm tăng bất bình đẳng giàu nghèo (trái ngược với bất bình đẳng thu nhập), vì những người giàu hơn có nhiều khả năng sở hữu cổ phiếu hơn, trực tiếp hoặc gián tiếp trong kế hoạch nghỉ hưu. Tuy nhiên, giá cổ phiếu cao hơn có thể là hệ quả của hầu hết các chính sách kinh tế nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và việc làm, không chỉ chính sách tiền tệ. Việc loại bỏ bất kỳ chính sách nào của chính phủ có tác động tích cực đến giá cổ phiếu sẽ không có ý nghĩa gì. Hơn nữa, mặc dù đúng là những người có thu nhập cao sở hữu nhiều cổ phiếu nhất, nhưng các dạng tài sản khác - chẳng hạn như nhà ở hoặc cổ phần trong một doanh nghiệp nhỏ - lại là những tài sản quan trọng đối với nhiều gia đình trung lưu, như đã lưu ý ở trên. Nền kinh tế mạnh hơn và lãi suất thấp hơn cũng thúc đẩy các hình thức giàu có khác này. Trong mọi trường hợp, đối với những người quan tâm (một cách thích hợp) đến sự gia tăng bất bình đẳng giàu nghèo ở Hoa Kỳ trong thời gian dài, có một giải pháp trực tiếp và hiệu quả hơn nhiều so với việc vô hiệu hóa chính sách tiền tệ, đó là tăng thuế thu nhập từ lãi vốn. Người ta nói rằng những người chỉ trích Fed về

việc làm gia tăng bất bình đẳng giàu nghèo hiếm khi đề xuất giải pháp trực tiếp hơn nhiều này cho vấn đề.

Nói rõ hơn, điều này không nhằm mục đích hạ thấp vấn đề khoảng cách giàu nghèo ngày càng gia tăng. Sự khác biệt lớn và dai dẳng về mức độ giàu có giữa các chủng tộc - kết quả của nhiều năm phân biệt đối xử, bao gồm cả sự phân biệt đối xử của chính chính phủ - đặc biệt đáng lo ngại. Tuy nhiên, tình trạng bất bình đẳng đã gia tăng ở Hoa Kỳ ít nhất là từ những năm 1970, bất chấp những thăng trầm của lãi suất. Xu hướng dài hạn này chủ yếu là kết quả của các lực lượng phát triển chậm, bao gồm thay đổi công nghệ, toàn cầu hóa và những thay đổi trong thị trường lao động làm giảm khả năng thương lượng của người lao động. Như vậy, bất bình đẳng có thể được giải quyết một cách hiệu quả nhất bằng các chính sách toàn diện của chính phủ, bao gồm các chương trình tài chính (thuế, chuyển giao và các khoản chi tiêu khác) nhằm hỗ trợ nhiều hơn cho những người có thu nhập thấp hơn, cũng như các chính sách mở rộng khả năng tiếp cận nhà ở, chăm sóc sức khỏe và giáo dục nói chung. Đóng góp lớn nhất của chính sách tiền tệ trong việc giảm bất bình đẳng là thúc đẩy phục hồi kinh tế và giúp duy trì tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp.

Biến dạng thị trường

Một số nhà phê bình, chẳng hạn như tác giả của bức thư ngỏ được công bố rộng rãi gửi tới FOMC năm 2010, cho rằng các chính sách dễ kiếm tiền, và đặc biệt là QE, gây tổn hại đến hiệu quả kinh tế bằng cách "bóp méo" lãi suất và các tín hiệu thị trường khác. Theo quan điểm này, Fed nên cho phép thị trường ấn định lãi suất và giá tài sản mà không có sự can thiệp.

Tuy nhiên, trong một hệ thống tiền pháp định – một hệ thống mà tiền không được hỗ trợ bởi hàng hóa vật chất như vàng – ngân hàng trung ương không thể để giá tài sản và lợi tức hoàn toàn cho thị trường tự do. Nó phải thiết lập một số chính sách liên quan đến lãi suất và cung tiền, do đó chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến kết quả thị

trường. Hơn nữa, chính sách tiền tệ không phải là trường hợp duy nhất ảnh hưởng đến lãi suất và giá tài sản. Chi tiêu và thuế của chính phủ, các quyết định của Bộ Tài chính về kỳ hạn của khoản nợ mà cơ quan này phát hành, quy định tài chính và nhiều chính sách khác của chính phủ đều góp phần vào vấn đề này. Trong các nền kinh tế hiện đại, không có cái gọi là kết quả thị trường "thuần túy" trong đó giá tài sản và lợi suất hoàn toàn không chịu ảnh hưởng của chính sách.

Có lẽ những người chỉ trích đang cho rằng chính sách tiền tệ nên thụ động hơn. Ví dụ, Fed có thể chỉ cần ấn định số lượng dự trữ trong hệ thống ngân hàng và không phản ứng trước những thay đổi về giá cả và việc làm. Có thể điều đó sẽ đơn giản hóa cuộc sống của các nhà giao dịch trái phiếu bằng cách giảm bớt, ít nhất là phần nào, lượng thông tin - bao gồm cả thông tin liên lạc của ngân hàng trung ương - mà họ phải xử lý. Tuy nhiên, thật khó để hiểu tại sao việc Fed từ bỏ nhiệm vụ ổn định giá cả và việc làm tối đa, như một chính sách hoàn toàn thụ động gần như chắc chắn sẽ đòi hỏi, lại dẫn đến phân bổ vốn tốt hơn hoặc kết quả kinh tế tốt hơn. Quả thực, yêu cầu cơ bản nhất để đạt được hiệu quả kinh tế là các nguồn lực của nền kinh tế, bao gồm cả lực lượng lao động, phải được sử dụng đầy đủ.

Công ty zombie

Một biến thể của lập luận bóp méo thị trường là tuyên bố rằng việc gia hạn tiền dễ dàng sẽ thúc đẩy sự tồn tại của cái gọi là các công ty xác sống. Các công ty xác sống là các công ty về cơ bản không có khả năng thanh toán – tài sản của họ, bao gồm cả giá trị hiện tại của lợi nhuận trong tương lai, nhỏ hơn nợ phải trả – nhưng các công ty đó vẫn tiếp tục hoạt động. Các công ty xác sống lần đầu tiên được xác định là một vấn đề ở Nhật Bản, mặc dù nghiên cứu sau đó cho rằng hiện tượng này cũng xảy ra ở các quốc gia khác. Với lãi suất rất thấp trong nhiều năm, ngày càng nhiều các công ty về cơ bản mất khả năng thanh toán ở Nhật Bản vẫn có thể thực hiện các

khoản thanh toán lãi bắt buộc cho các khoản nợ của họ, điều này cho phép các chủ ngân hàng của họ tránh phải tuyên bố các khoản vay của họ không trả được nợ - một thông lệ được gọi là "thường xanh." Các công ty xác sống là một vấn đề đối với sự tăng trưởng và hiệu quả kinh tế không chỉ vì bản thân chúng có năng suất thấp mà còn vì chúng lấy đi thị phần của các công ty hiệu quả hơn, làm giảm lợi nhuận, đầu tư và tuyển dụng của các công ty hiệu quả hơn.

Nói chung, nếu lãi suất thấp, một số công ty có năng suất thấp hơn sẽ không được tài trợ có thể nhận được tài trợ. Tuy nhiên, kết quả đó không nhất thiết có nghĩa là vốn được phân bổ sai. Ví dụ: nếu lãi suất thấp vì mức tiết kiệm toàn cầu mong muốn vượt quá các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận cao hiện có, thì một phần tiết kiệm nhất thiết sẽ chảy vào các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận thấp hơn, đó là cách sử dụng tốt nhất hiện có. Tương tự như vậy, nếu lãi suất thấp do nền kinh tế đang suy thoái và chính sách tiền tệ nới lỏng, thì giải pháp thay thế cho việc dành nguồn lực cho các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận thấp hơn là để những nguồn lực đó thất nghiệp. Do đó, việc cấp vốn cho các công ty có năng suất thấp không tự động phân bổ vốn sai lệch. Chúng ta phải hỏi, cách sử dụng thay thế tốt nhất là gì? Vì lý do nào đó, việc phân bổ sai đòi hỏi phải có những lựa chọn thay thế có năng suất cao hơn nhưng không được tài trợ. Bản thân lãi suất thấp sẽ làm giảm bớt chứ không cản trở việc tài trợ cho các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận cao.

Lãi suất thấp chỉ thúc đẩy chủ nghĩa zombie và các phân bổ sai lầm liên quan nếu có các vấn đề khác đi kèm trong hệ thống tài chính và quy định tài chính. Trong trường hợp của Nhật Bản, vấn đề chính là sự kết hợp giữa các ngân hàng thiếu vốn (cải cách ngân hàng trước đó chưa hoàn thiện) và sự giám sát ngân hàng yếu kém. Sự phá vỡ quy định này đã khiến các ngân hàng phân bổ quá nhiều vốn cho các công ty xác sống thay vì đầu tư hiệu quả hơn. Các ngân hàng được cấp vốn thấp có động cơ không ghi nhận các khoản lỗ cho vay, vì làm như vậy sẽ làm giảm số vốn báo cáo của họ và dẫn đến bị phạt - do đó, việc thường xanh đã trì hoãn việc chính thức ghi nhận các khoản lỗ. Về phần mình, những cơ quan giám sát hiệu quả sẽ buộc các ngân hàng phải nắm giữ đủ vốn và kịp thời ghi

nhận và xử lý các khoản nợ khó đòi. (Áp lực chính trị từ các ngân hàng và bản thân các công ty xác sống có thể giúp giải thích sự thụ động của các cơ quan giám sát.) Nói tóm lại, trong khi lãi suất thấp có thể khiến việc cải cách trở nên dễ dàng hơn, thì vấn đề sâu xa hơn trong trường hợp của Nhật Bản nằm ở việc thiếu vốn ngân hàng và giám sát ngân hàng. Giải quyết các vấn đề thất bại về quy định hoặc thị trường, thay vì tăng lãi suất trên mức phù hợp với tình trạng toàn dụng lao động và ổn định giá cả, là cách trực tiếp nhất để giải quyết vấn đề xác sống. Nghiên cứu gần đây cho thấy "chủ nghĩa zombie" không phải là vấn đề lớn ở Hoa Kỳ, mặc dù các chương trình được thiết kế để giúp các công ty vượt qua đại dịch có nguy cơ làm gia tăng vấn đề này trong tương lai.

Tóm lại, QE và hướng dẫn chuyển tiếp có khả năng đáng kể để bổ sung kích thích khi lãi suất chính sách không thể cắt giảm thêm. Và chi phí của những chính sách này có vẻ có thể quản lý được. Fed và tất cả các ngân hàng trung ương lớn khác hiện coi QE và hướng dẫn chuyển tiếp là những yếu tố cơ bản của bộ công cụ chính sách, không chỉ có sẵn trong các cuộc khủng hoảng mà còn bất cứ khi nào cần thêm kích thích. Tuy nhiên, những công cụ này có thể không phải lúc nào cũng đủ, đặc biệt là trong thời kỳ suy thoái kinh tế sâu sắc. Do đó, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ tiếp tục tìm kiếm các công cụ và chiến lược mới.

---

* Ví dụ, từ đỉnh điểm năm 2009 đến năm 2019, khoảng cách thất nghiệp (tỷ lệ thất nghiệp trừ đi ước tính của Văn phòng Ngân sách Quốc hội về tỷ lệ tự nhiên) đã giảm 0,14 điểm phần trăm mỗi quý, tương đương với các cuộc suy thoái sau chiến tranh trước đây. Tỷ lệ việc làm trên dân số ở độ tuổi cao nhất đã tăng khoảng 0,12 điểm phần trăm mỗi quý trong thập kỷ sau mức thấp của nó, chậm hơn đáng kể so với những đợt phục hồi từ các cuộc suy thoái sâu 1973–75 và 1981–82 nhưng tương tự như các đợt phục hồi khác, bao gồm cả những đợt phục hồi đó. sau cuộc suy thoái năm 1990–91 và 2001.

† Giống như ở Hoa Kỳ, lạm phát ở hầu hết các nền kinh tế tiên tiến, đặc biệt là Vương quốc Anh và khu vực đồng euro, đã tăng vọt vào năm 2021, do những hạn chế về phía nguồn cung liên quan đến đại dịch và giá năng lượng cao hơn. Nếu những yếu tố đó giảm đi, lạm phát ở những nền kinh tế đó có thể giảm xuống dưới mục tiêu.

‡ An sinh xã hội đã ổn định một cách hiệu quả tỷ lệ thu nhập hưu trí trên thu nhập trước khi nghỉ hưu đối với hầu hết người Mỹ lớn tuổi và giảm nghèo ở người già xuống mức thấp. Xem Devlin-Foltz, Henriques và Sabelhaus (2016).

§ Khoảng 90% gia đình thuộc nhóm thu nhập cao nhất sở hữu cổ phiếu trực tiếp hoặc gián tiếp, theo Khảo sát về Tài chính Tiêu dùng của Fed.

¶ Một điểm tinh tế hơn là ngay cả khi lãi suất thấp hơn đã đẩy giá trị cổ phiếu lên cao, lãi suất thấp hơn cũng hàm ý lợi nhuận thấp hơn; nghĩa là người sở hữu cổ phiếu nhận được ít thu nhập từ cổ tức hơn từ giá trị mỗi đô la cổ phiếu. Phản ánh mức lợi nhuận thấp hơn này, mặc dù giá cổ phiếu cao hơn nhiều, thu nhập cá nhân từ tài sản đã giảm từ 17% GDP năm 1990 xuống còn khoảng 13% hiện nay, theo cơ sở dữ liệu FRED của St. Louis Fed.
Trên thực tế, ngay cả dưới chế độ bản vị vàng trước thời kỳ suy thoái, các ngân hàng trung ương vẫn có một số phạm vi để quản lý lãi suất, đặc biệt nếu dự trữ vàng của họ đủ cao để dòng vốn chảy ra không gây ra mối đe dọa nào đối với việc duy trì khả năng chuyển đổi giữa tiền tệ và vàng ở tỷ giá đã thiết lập.
** Trong số này, QE gần nhất với các quyết định của Kho bạc về kỳ hạn nợ. Nếu bạn nghĩ chính phủ có bảng cân đối kế toán hợp nhất, kết hợp tài sản và nợ của Kho bạc và Fed, thì QE tương đương với việc hoán đổi nợ ngắn hạn của chính phủ (dự trữ ngân hàng trả lãi) lấy nợ dài hạn của chính phủ (trái phiếu chính phủ). Từ góc độ này, tác động của QE đối với giá tài sản cũng tương tự như tác động của quyết định của Bộ Tài chính nhằm rút ngắn thời gian đáo hạn trung bình của khoản nợ mà Bộ Tài chính phát hành.

13

LÀM CHÍNH SÁCH MẠNH MẼ HƠN

Công cụ và khung mới

HƯỚNG DẪN Nới lỏng định lượng và chuyển tiếp, được sử dụng mạnh mẽ và phối hợp, có thể mang lại sự kích thích mà tôi ước tính tương đương với 3 điểm phần trăm của việc cắt giảm bổ sung lãi suất quỹ liên bang ở giới hạn dưới. Tuy nhiên, hỏa lực bổ sung đó, dù hữu ích đến đâu, sẽ không đủ trong mọi trường hợp, đặc biệt nếu lãi suất trung lập danh nghĩa, R*—và do đó, không gian chính sách của Fed—tỏ ra thấp hơn so với ước tính hiện tại. Các nhà hoạch định chính sách phải tiếp tục khám phá các lựa chọn bổ sung để ứng phó với tình trạng thiếu việc làm và lạm phát.

Một số lựa chọn đầy hứa hẹn, mặc dù các vấn đề chính trị (có thể bao gồm sự cần thiết phải có được thẩm quyền pháp lý mới từ Quốc hội) có thể làm phức tạp việc áp dụng chúng. Ví dụ, các ngân hàng trung ương ở nước ngoài đã sử dụng các công cụ mà Cục Dự trữ Liên bang có thể xem xét, bao gồm lãi suất âm và kiểm soát đường cong lợi suất. Và các khuôn khổ chính sách thay thế, dựa trên sự phát triển trong vài năm qua, có thể tăng thêm sự rõ ràng và độ tin cậy cho các hướng dẫn chuyển tiếp.

Tuy nhiên, ngay cả với bộ công cụ nâng cao, chính sách tiền tệ trong tương lai có thể sẽ phải kết hợp với chính sách tài khóa để giải quyết những đợt suy thoái sâu sắc, như đã từng xảy ra trong cuộc

suy thoái do đại dịch. Chính sách tài khóa bị cản trở bởi một quy trình chính trị rườm rà, nhưng nó có ưu điểm là có hiệu lực ngay cả khi (hoặc đặc biệt là khi) lãi suất trung lập ở mức thấp; và ở một mức độ lớn hơn nhiều so với chính sách tiền tệ, nó có thể nhắm mục tiêu chính xác hơn vào các nhóm hoặc lĩnh vực cần trợ giúp. Những khả năng kỳ lạ hơn cho hợp tác tài chính-tiền tệ bao gồm cái gọi là tiền trực thăng và Lý thuyết tiền tệ hiện đại, trong đó khuyến nghị rằng chính sách tiền tệ và tài chính đảo ngược vai trò tiêu chuẩn của chúng.

CÔNG CỤ MỚI: HỌC TỪ KINH NGHIỆM NƯỚC NGOÀI

Giống như Cục Dự trữ Liên bang, các ngân hàng trung ương hàng đầu khác - đặc biệt là Ngân hàng Anh, Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Ngân hàng Nhật Bản - đã phải đối mặt với những thách thức của chính sách tiền tệ thế kỷ 21, bao gồm cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, cuộc Đại suy thoái sau đó và cú sốc của đại dịch. ECB cũng phải đối mặt với cuộc khủng hoảng nợ công và khu vực đồng euro hội nhập không hoàn hảo, còn Ngân hàng Trung ương Nhật Bản rơi vào cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu sau khi phải vật lộn từ giữa những năm 1990 với lạm phát và lãi suất thấp liên tục.

Bốn ngân hàng trung ương lớn đã phản ứng tương tự với các cuộc khủng hoảng thế kỷ 21, với một số khác biệt về thời điểm. Tất cả đều ứng phó với cả cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009 và cơn hoảng loạn do đại dịch vào mùa xuân năm 2020 bằng cách đóng vai trò là người cho vay tích cực cuối cùng, tìm cách ổn định các điều kiện tài chính và các tổ chức tài chính, đồng thời phát triển hoặc mở rộng các chương trình giúp hỗ trợ thị trường tín dụng tư nhân. Mỗi ngân hàng trung ương, sau khi đã cạn kiệt kho vũ khí chính sách tiền tệ thông thường là cắt giảm lãi suất ngắn hạn, đã tìm kiếm các phương pháp khác để bổ sung kích thích. Tất cả đều sử dụng QE kiểu Fed, mua chứng khoán dài hạn để giảm lãi suất dài

hạn và giảm bớt các điều kiện tài chính nói chung. Tất cả đều dựa vào hướng dẫn chuyển tiếp ngày càng rõ ràng, truyền đạt kế hoạch của họ về lãi suất chính sách ngắn hạn cũng như việc mua chứng khoán.

Các ngân hàng trung ương nước ngoài cũng đã nghĩ ra các công cụ chính sách mà Fed chưa sử dụng. Điều đó làm tăng khả năng Fed, học hỏi từ các đồng nghiệp của mình, có thể mở rộng hơn nữa kho vũ khí chính sách của mình. Fed có thể xem xét ít nhất bốn công cụ thay thế được các ngân hàng trung ương nước ngoài sử dụng: QE mua nhiều loại tài sản tài chính hơn, các chương trình cấp vốn để cho vay, lãi suất âm và kiểm soát đường cong lợi suất. Mặc dù không có lựa chọn thay thế nào trong số này sẽ thay thế QE và chuyển tiếp hướng dẫn, nhưng trong những trường hợp phù hợp, mỗi lựa chọn có thể bổ sung thêm không gian chính sách hữu ích.

QE Mua nhiều loại tài sản tài chính hơn

Ngoại trừ khi Cục Dự trữ Liên bang viện dẫn quyền cho vay khẩn cấp theo Mục 13(3), chỉ áp dụng khi thị trường tín dụng tư nhân bị gián đoạn nghiêm trọng, Cục Dự trữ Liên bang phải đối mặt với những hạn chế tương đối chặt chẽ đối với chứng khoán mà họ có thể mua. Fed trong các chương trình QE của mình chỉ mua chứng khoán Kho bạc và chứng khoán liên quan đến thế chấp, được chính phủ bảo lãnh do các GSE như Fannie Mae và Freddie Mac phát hành. Sử dụng quyền 13(3) của mình, Fed đã mua các chứng khoán khác, bao gồm thương phiếu trong cuộc khủng hoảng 2007–2009 và năm 2020 cũng như trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu đô thị và các khoản vay ngân hàng vào năm 2020. Tuy nhiên, việc Fed mua các tài sản thay thế trong các chứng khoán đó. hai giai đoạn có quy mô tương đối khiêm tốn, nhằm mục đích ngăn chặn sự đổ vỡ trong các thị trường tín dụng cụ thể và được tách biệt về mặt pháp lý và khái niệm với QE và chính sách tiền tệ.

Các chương trình QE của các ngân hàng trung ương lớn khác, giống như của Fed, cũng chủ yếu liên quan đến việc mua chứng

khoán chính phủ hoặc nợ được chính phủ bảo lãnh. Tuy nhiên, đối mặt với ít ràng buộc pháp lý hơn, các ngân hàng trung ương nước ngoài cũng thường xuyên mua các loại tài sản khác, bao gồm trái phiếu doanh nghiệp, thương phiếu, trái phiếu có bảo đảm (một loại chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp do các ngân hàng châu Âu phát hành) và—trong trường hợp của Ngân hàng Thế giới. của Nhật Bản – thậm chí cả cổ phiếu của các công ty tư nhân và cổ phiếu trong quỹ tín thác đầu tư bất động sản. Logic của việc mua trái phiếu doanh nghiệp cũng giống như logic đằng sau việc Fed mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Trong cả hai trường hợp, việc mua của ngân hàng trung ương làm giảm lợi suất của các chứng khoán mục tiêu, khuyến khích vay và chi tiêu - vào đầu tư vốn, trong trường hợp mua trái phiếu doanh nghiệp, và vào nhà ở và bất động sản khác, khi MBS được mua. Và, khi việc mua trái phiếu chính phủ ảnh hưởng đến lợi suất của các tài sản liên quan, tác động của việc ngân hàng trung ương mua các chứng khoán khác cũng lan rộng hơn. Ví dụ, mua trái phiếu doanh nghiệp cấp cao cũng làm giảm lợi suất của các loại trái phiếu khác như nợ thành phố do các bang và địa phương phát hành và nợ doanh nghiệp có rủi ro cao hơn.

Như đã lưu ý, việc mua các tài sản tài chính ngoài nợ chính phủ nhìn chung chỉ là một phần nhỏ của QE nước ngoài, để lại ít bằng chứng thực nghiệm về tác động của chúng. Nhưng bằng chứng tồn tại gợi ý rằng việc đưa vào nhiều loại chứng khoán hơn sẽ nâng cao sức mạnh của QE. Ví dụ, nghiên cứu của Stefania D'Amico và Iryna Kaminska cho thấy việc Ngân hàng Trung ương Anh mua nợ doanh nghiệp đã làm giảm chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu doanh nghiệp và lãi suất nợ của chính phủ Anh, đồng thời kích thích việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp mới. Những tác động này tương tự như tác động của việc Fed mua MBS, làm giảm chênh lệch giữa lãi suất thế chấp và lãi suất trái phiếu kho bạc, thúc đẩy tái cấp vốn thế chấp cũng như bán nhà và xây dựng.

Như đã đề cập, không giống như các ngân hàng trung ương lớn khác, Fed không có quyền mua nhiều loại tài sản hơn như một phần của chính sách tiền tệ thông thường. Để mua chứng khoán công ty hoặc hầu hết các chứng khoán đô thị, các khoản thế chấp không

thuộc GSE và các tài sản thay thế khác như một phần của chương trình QE không khủng hoảng, Fed sẽ cần có sự cho phép của Quốc hội. Nó có nên tìm kiếm sự cho phép đó không?

Lập luận mạnh mẽ nhất để mở rộng danh sách các tài sản đủ điều kiện QE là nó có thể giúp việc mua chứng khoán của Fed trở nên có mục tiêu hơn và hiệu quả hơn. Thật may mắn là Fed có quyền mua chứng khoán liên quan đến thế chấp trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu - một cuộc khủng hoảng do sự sụp đổ của thị trường thế chấp. Nhưng rắc rối trong một số cuộc khủng hoảng hoặc suy thoái trong tương lai có thể tập trung vào một lĩnh vực khác ngoài nhà ở. Hơn nữa, việc Quốc hội sẵn sàng cho phép, thậm chí là tạm thời, việc Fed mua trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu đô thị và các khoản vay ngân hàng trong Đạo luật CARES 2020 cho thấy rằng các nhà lập pháp có thể cởi mở hơn trong việc mở rộng quyền lực của Fed hơn tôi nghĩ một thập kỷ trước.

Mặt khác, việc mua trái phiếu doanh nghiệp thường xuyên không có khủng hoảng như một phần của QE sẽ vượt qua ranh giới mà Fed đã cố gắng duy trì. Đầu tiên, FOMC đã cố gắng tránh phân bổ tín dụng trực tiếp khi có thể, điều này chắc chắn sẽ có lợi cho một số người đi vay hơn những người khác. Vì lý do này, Ủy ban đã đồng ý sau cuộc Đại suy thoái về việc chủ yếu nắm giữ chứng khoán Kho bạc trong dài hạn và giảm lượng nắm giữ liên quan đến thế chấp xuống mức tối thiểu để không tạo ra sự thiên vị dài hạn thiên về nhà ở hơn các loại hình đầu tư khác. . Thứ hai, mua nợ của khu vực tư nhân hoặc thành phố - không giống như mua Trái phiếu Kho bạc hoặc MBS được chính phủ bảo lãnh - liên quan đến việc chấp nhận rủi ro tín dụng, điều mà Fed không muốn thực hiện với lý do bất kỳ tổn thất nào cũng sẽ làm giảm lợi nhuận mà Fed gửi đến Kho bạc.

Những lo ngại này không làm giảm nhu cầu mở rộng phạm vi mua hàng được phép. Để giảm thiểu rủi ro ưu tiên một số công ty hoặc lĩnh vực nhất định khi mua trái phiếu doanh nghiệp chẳng hạn, Fed có thể mua danh mục đầu tư rộng rãi, đa dạng hóa tốt của những chứng khoán đó, giống như họ đã làm với cơ sở trái phiếu doanh nghiệp 13(3) vào năm 2020. (Tuy nhiên, Cách tiếp cận đó vẫn có lợi cho các tập đoàn lớn hơn các công ty nhỏ hơn, vốn thường không thể phát hành trái phiếu.) Sự đa dạng hóa rộng rãi và

thực tế là các chứng khoán của khu vực tư nhân mà Fed mua trong thời kỳ căng thẳng sẽ mang lại lợi suất cao hơn bình thường, cũng nên giảm thiểu rủi ro của Fed đối với tổn thất tín dụng. Ngoài ra, bằng chứng cho thấy lợi suất từ nợ khu vực tư nhân, chẳng hạn như trái phiếu doanh nghiệp, tăng nhiều hơn trong thời kỳ suy thoái hoặc trong thời kỳ bất ổn tài chính so với mức được chứng minh bằng sự gia tăng rủi ro vỡ nợ. Nới lỏng tiền tệ cũng có thể làm giảm rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp và do đó giảm rủi ro cho Fed khi mua lại trái phiếu doanh nghiệp.

Tất cả những gì đã nói, Cục Dự trữ Liên bang có thể sẽ không sớm gây sức ép với Quốc hội về quyền mua nợ của khu vực tư nhân trong các chương trình QE, trừ khi không gian chính sách trở nên hạn chế hơn đáng kể. Chỉ riêng việc mua Kho bạc và MBS, thông qua các hiệu ứng lan tỏa, đã mang lại cho Fed đòn bẩy đáng kể đối với lợi suất của khu vực thành phố và tư nhân. Và việc có quyền mua nhiều loại tài sản tài chính có thể làm tổn hại đến tính độc lập của Fed nếu điều đó khiến Quốc hội gây áp lực buộc Fed phải mua chứng khoán do những người đi vay có ảnh hưởng chính trị phát hành hoặc để tránh chứng khoán của các công ty không được ưa chuộng. Có lẽ vì lý do này, Chủ tịch Powell thường xuyên nhấn mạnh trong cuộc khủng hoảng đại dịch rằng các chương trình mua chứng khoán doanh nghiệp và thành phố của Fed đều bị hạn chế và tạm thời. Cuộc tranh luận tại Quốc hội vào cuối năm 2020 về việc có nên gia hạn các cơ chế cho vay 13(3) của Fed theo Đạo luật CARES hay không cho thấy rằng việc trao cho Fed quyền thường trực để mua nhiều loại tài sản hơn sẽ gây tranh cãi về mặt chính trị, với những người bảo thủ phản đối bất kỳ vai trò rộng hơn nào đối với chính sách này. Fed trên thị trường tài chính.

Tài trợ cho vay

Bên cạnh việc mua nhiều loại tài sản tài chính trong QE, các ngân hàng trung ương lớn của nước ngoài cũng trợ cấp cho ngân hàng vay. Theo thuật ngữ do Ngân hàng Anh đưa ra, các chương trình

này thường được gọi là chương trình cấp vốn để cho vay. Mục tiêu chính là giúp đỡ những người đi vay là hộ gia đình hoặc doanh nghiệp nhỏ, những người không thể tiếp cận thị trường chứng khoán hoặc trái phiếu và phụ thuộc nhiều vào tín dụng ngân hàng.

Kế hoạch cấp vốn để cho vay ban đầu được Ngân hàng Anh và Kho bạc Anh đồng công bố vào tháng 7 năm 2012. Theo đó, Ngân hàng Anh đã cung cấp vốn—với lãi suất thấp tới 0,25% trong tối đa 4 năm—để các ngân hàng đã tăng cường cho vay đối với các hộ gia đình và doanh nghiệp phi tài chính, với số tiền tài trợ chi phí thấp tùy thuộc vào mức độ cho vay đó tăng lên. Chương trình ban đầu đã được mở rộng nhiều lần, đóng cửa vào tháng 1 năm 2018, sau đó được hồi sinh dưới hình thức sửa đổi để ứng phó với đại dịch.

Chương trình cấp vốn để cho vay của Ngân hàng Trung ương Châu Âu phát triển từ các hoạt động cho vay cuối cùng trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cuộc khủng hoảng nợ công sau đó. Vào tháng 10 năm 2008, ECB đã thiết lập các hoạt động tái cấp vốn dài hạn (LTRO). Các ngân hàng được phép vay từ ECB không giới hạn - miễn là họ có đủ tài sản thế chấp - với lãi suất cố định. Ban đầu, lãi suất là 4,25% và thời hạn tối đa của khoản vay là sáu tháng, nhưng theo thời gian, ECB đã hạ lãi suất, gia hạn thời hạn và nới lỏng các yêu cầu về tài sản thế chấp. Các khoản vay dành cho ngân hàng này ban đầu không bao gồm các hạn chế về cách sử dụng chúng, nhưng vào tháng 6 năm 2014, dưới thời Mario Draghi, ECB bắt đầu ràng buộc các điều khoản của khoản vay LTRO với các khoản cho vay mới của ngân hàng. Theo chương trình LTRO có mục tiêu của Draghi (TLTRO), các ngân hàng có thể vay tới 4 năm với lãi suất thấp, nhưng cũng như với chương trình của Anh, số tiền mà một ngân hàng có thể vay với lãi suất ưu đãi nhất phụ thuộc vào mức tăng ròng cho vay đối với các tổ chức phi tài chính. doanh nghiệp và hộ gia đình.

Chương trình TLTRO đã được mở rộng nhiều lần với các điều khoản ngày càng hào phóng. Để đối phó với đại dịch, ECB, dưới sự chỉ đạo của Christine Lagarde, người kế nhiệm Draghi, đã cung cấp vốn dài hạn cho các ngân hàng với lãi suất thấp tới âm 1%, một lần nữa với điều kiện nguồn vốn giá rẻ sẽ được sử dụng cho các khoản vay mới. Ngân hàng Nhật Bản cũng vận hành một loạt chương trình

đa dạng, bao gồm tài trợ chi phí thấp cho các ngân hàng và các khoản vay trực tiếp cho doanh nghiệp. Bằng chứng cho thấy các chương trình tài trợ cho vay đã là một sự bổ sung quan trọng cho các công cụ chính sách tiền tệ khác. Tỷ lệ sử dụng, được đo bằng khoản vay ngân hàng và mức tăng ròng cho vay, là rất lớn, đặc biệt là ở châu Âu, và các nghiên cứu nhận thấy rằng các chương trình này đã làm giảm chi phí tài trợ của ngân hàng, tăng cường cho vay đối với khu vực tư nhân và cải thiện khả năng truyền dẫn của các loại tiền tệ khác. hành động đối với nền kinh tế.

Cục Dự trữ Liên bang, một mình trong số các ngân hàng trung ương lớn, đã không đưa ra chương trình cấp vốn để cho vay trong quá trình phục hồi sau cuộc Đại suy thoái. Hội đồng quản trị và FOMC đã xem xét khả năng này nhưng đã bị can ngăn sau khi thảo luận với các ngân hàng và thị trường. Chúng tôi được biết, hạn chế chính đối với các khoản cho vay mới không phải là chi phí huy động vốn - các ngân hàng Mỹ, đã được tái cấp vốn sau cuộc khủng hoảng, có thể vay với giá rẻ trên thị trường tư nhân - mà là do thiếu người đi vay có uy tín và các tiêu chuẩn tín dụng chặt chẽ hơn sau khủng hoảng. Kết quả là, dù tốt hay xấu, chúng tôi đã không theo đuổi ý tưởng đó.

Tuy nhiên, đại dịch năm 2020 đã làm tăng đáng kể vai trò của Fed trên thị trường tín dụng, ít nhất là trong một thời gian. Với sự hỗ trợ tài chính từ Quốc hội và Kho bạc, Fed đã sử dụng thẩm quyền 13(3) của mình để tạo ra một số cơ chế tạm thời nhằm duy trì dòng tín dụng đến các doanh nghiệp, chính quyền tiểu bang và địa phương cũng như những người đi vay khác. Chúng bao gồm Chương trình cho vay Main Street, giống như các chương trình tài trợ cho vay nước ngoài, nhằm mục đích tăng cường cho vay đối với những người đi vay phụ thuộc vào ngân hàng.

Tuy nhiên, cấu trúc của chương trình Main Street có sự khác biệt quan trọng so với các chương trình nước ngoài. Các cơ sở tài trợ cho vay ở nước ngoài cung cấp nguồn vốn rẻ nhưng lại để các khoản vay dành cho hộ gia đình và doanh nghiệp trên bảng cân đối kế toán của các ngân hàng cho vay. Thay vào đó, tại cơ sở Main Street, Fed đề xuất mua và nắm giữ 95% mỗi khoản vay được thực hiện, gánh chịu phần lớn rủi ro không trả được (thay mặt Kho bạc, cơ quan cấp

vốn cho mục đích này). Vì thay mặt người nộp thuế phải chịu rủi ro tín dụng nên Fed đã đặt ra nhiều điều kiện về khả năng đủ điều kiện của người vay và các điều khoản cho vay. Có thể vì các điều khoản và điều kiện này không đủ hấp dẫn đối với người đi vay hoặc ngân hàng nên tương đối ít khoản vay trên Main Street được thực hiện. Ngoài ra, đối với các ngân hàng có đủ vốn và khả năng chịu rủi ro — một hạng mục bao gồm hầu hết các ngân hàng Hoa Kỳ vào năm 2020 — kế hoạch chia sẻ rủi ro của Fed không mang lại nhiều động lực để thực hiện các khoản vay mà lẽ ra họ không thực hiện. Bộ trưởng Tài chính Steven Mnuchin đã đóng cửa tất cả chương trình 13(3) được phê duyệt thông qua Đạo luật CARES vào cuối năm 2020.

Fed coi các chương trình cho vay của mình trong thời kỳ đại dịch là các phương tiện ổn định tài chính khẩn cấp hơn là một phần của chính sách tiền tệ. Sự khác biệt đó được nhấn mạnh bởi sự phụ thuộc của các chương trình vào thẩm quyền 13(3) và vào quỹ Kho bạc được Quốc hội phân bổ đặc biệt. Tuy nhiên, có thể hình dung rằng các chương trình cho vay đặc biệt có thể bổ sung cho các công cụ chính sách tiền tệ hiện có trong tương lai. Ví dụ, khi tín dụng thắt chặt đang cản trở sự phục hồi kinh tế hoặc nếu thị trường cấp vốn ngân hàng đang gặp căng thẳng, Fed có thể cấp vốn dài hạn, giá rẻ cho các ngân hàng với số tiền mà họ tăng cho vay đối với các hộ gia đình và doanh nghiệp nhỏ. khoản vay được dùng làm tài sản đảm bảo. Các khoản vay này cho các ngân hàng có thể được cung cấp thông qua cơ chế chiết khấu của Fed và trong hầu hết các trường hợp sẽ không yêu cầu thẩm quyền 13(3) cũng như vốn Kho bạc. (Fed không thể cho các tập đoàn hoặc những người vay phi ngân hàng khác vay trực tiếp mà không viện dẫn cơ quan khẩn cấp 13(3).)

Cách tiếp cận này có thể được thực hiện khi cần thiết và quan trọng là sẽ có ưu điểm là đơn giản. Các điều khoản duy nhất được chỉ định sẽ là lãi suất cho vay của Fed và các loại khoản vay đủ điều kiện để được Fed tài trợ giá rẻ. Hạn chế chính của việc cấp vốn để cho vay là, nếu lãi suất cho vay thấp hơn lãi suất trả cho dự trữ ngân hàng, như mong đợi, thì khoản trợ cấp ngụ ý cho hoạt động cho vay của ngân hàng sẽ làm giảm lợi nhuận của Fed và cuối cùng

là các khoản thanh toán của Fed cho người dân. Kho bạc. Việc Bộ Tài chính và Quốc hội có phản đối việc Fed cung cấp một khoản trợ cấp ngầm hay không có lẽ sẽ phụ thuộc vào hoàn cảnh kinh tế. Một vấn đề liên quan là, nếu lãi suất ngắn hạn gần bằng 0, Fed có thể phải trả tiền rõ ràng cho các ngân hàng để tăng cho vay - ví dụ: bằng cách tính lãi suất âm đối với khoản tài trợ mà họ cung cấp - như ECB đã làm trong thời kỳ đại dịch. . Trong tình huống đó, một giải pháp thay thế cho việc ấn định lãi suất âm rõ ràng đối với các khoản vay chiết khấu nhằm tài trợ cho các khoản cho vay mới sẽ là trả cho các ngân hàng tham gia một mức lãi suất cao hơn trên số tiền dự trữ của họ bằng với mức tăng cho vay của họ.

Lãi suất âm

ECB, Ngân hàng Nhật Bản và ngân hàng trung ương của một số quốc gia châu Âu ngoài khu vực đồng euro (bao gồm Thụy Điển, Đan Mạch và Thụy Sĩ) đã giảm lãi suất chính sách ngắn hạn của họ xuống dưới 0. Lãi suất âm được thực thi bằng cách tính phí cho các ngân hàng đối với khoản dự trữ của họ được giữ tại ngân hàng trung ương, tương đương với lãi suất âm. Để tránh bị tính phí, các ngân hàng cố gắng chuyển sang các tài sản khác, làm giảm lợi suất của những tài sản đó, thậm chí đôi khi xuống mức âm. Vì người dân và doanh nghiệp có thể tránh được lợi nhuận âm bằng cách nắm giữ tiền tệ với lãi suất bằng 0 nên lãi suất âm chỉ có thể xuống thấp đến mức đó. Nhưng vì việc giao dịch và tiết kiệm, chẳng hạn như tờ 20 đô la hoặc tờ 100 đô la, có thể gây bất tiện hoặc tốn kém cho người tiêu dùng và doanh nghiệp, chưa nói đến các ngân hàng phải giải quyết hàng trăm giao dịch rất lớn mỗi ngày, nên có vẻ như lãi suất có thể giảm xuống dưới 0 một cách khiêm tốn mà không tạo ra sự chuyển đổi quy mô lớn sang tiền mặt. Ví dụ, lãi suất ngắn hạn (ba tháng) đã giảm xuống mức âm 0,75% ở Thụy Điển và âm 0,85% ở Thụy Sĩ. Trong số các ngân hàng trung ương lớn, ECB phụ thuộc nhiều nhất vào lãi suất âm. Nó lần đầu tiên đưa ra lãi suất âm vào

năm 2014 và dần dần hạ lãi suất trả cho các ngân hàng bằng khoản dự trữ của họ cho đến khi đạt âm 0,5% vào tháng 9 năm 2019.

Trong phạm vi hạn chế đã trải qua cho đến nay, lãi suất chính sách âm dường như đã đạt được mục đích. Chúng đã dẫn đến lãi suất cho vay ngân hàng thấp hơn, lãi suất thị trường tiền tệ thấp hơn và lãi suất dài hạn thấp hơn. Và nói chung họ đã nới lỏng các điều kiện tài chính. Vì vậy, lãi suất âm có thể bổ sung ít nhất một lượng không gian chính sách tiền tệ vừa phải bằng cách hạ thấp giới hạn dưới hiệu dụng đối với lãi suất ngắn hạn. Giới hạn dưới dường như là mối quan tâm lâu năm, do đó không gian bổ sung có thể tỏ ra hữu ích.

Tuy nhiên, tỷ lệ âm đang gây tranh cãi. Nhiều người sẽ coi ý tưởng nhận lại ít đô la từ ngân hàng hơn số tiền họ gửi là không công bằng hoặc cảm thấy khó hiểu khi người đi vay có thể nhận được thay vì trả lãi. Tuy nhiên, lãi suất âm không quá nghịch lý khi chúng ta thừa nhận rằng, đối với hầu hết các quyết định kinh tế, thước đo liên quan đến lợi tức đầu tư hoặc chi phí đi vay không phải là lãi suất danh nghĩa (hoặc thị trường), mà là lãi suất thực, bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi tỷ lệ lạm phát. Trong lịch sử, lãi suất thực âm không phải là hiếm; điều đó xảy ra bất cứ khi nào lạm phát vượt quá lãi suất danh nghĩa. Ví dụ: vào cuối năm 2021, với lạm phát CPI tiêu đề trên 6% và lãi suất quỹ gần bằng 0, lãi suất quỹ liên bang thực tế là khoảng âm 6%. Hơn nữa, đối với một nhà đầu tư, sự khác biệt giữa lợi nhuận, chẳng hạn như 0,1% và lợi nhuận âm 0,1% là không đáng kể. Tuy nhiên, sự lo lắng hoặc nhầm lẫn của người dân về lãi suất âm thường dẫn đến sự phản đối chính trị, khiến các ngân hàng trung ương không muốn sử dụng chúng.

Một sự phản đối thực chất hơn khẳng định rằng lãi suất âm có thể làm tăng rủi ro ổn định tài chính. Ví dụ, các ngân hàng phàn nàn rằng lãi suất âm làm giảm lợi nhuận và cuối cùng là làm giảm vốn và khả năng cho vay của họ. Mối quan tâm chính của các ngân hàng là họ có thể không chuyển được lãi suất âm mà họ nhận được từ khoản dự trữ của mình. Người gửi tiền phản đối lãi suất âm trên tài khoản séc và tiết kiệm, buộc các ngân hàng phải bù đắp khoản chênh lệch. Thật vậy, một số nhà kinh tế đã lập luận rằng có thể tồn tại một "tỷ lệ đảo ngược" lãi suất, dưới mức đó, tác động bất lợi của

lãi suất âm đối với vốn ngân hàng và hoạt động cho vay của ngân hàng có thể khiến chính sách này bị thu hẹp về mặt kinh tế.

Trên thực tế, lãi suất âm dường như không gây tổn hại nghiêm trọng đến lợi nhuận của ngân hàng, ít nhất là cho đến nay. Trên thực tế, lãi suất âm có thể cải thiện lợi nhuận của ngân hàng. Nếu lãi suất âm, bằng cách mang lại cho ngân hàng trung ương nhiều không gian chính sách hơn, dẫn đến nền kinh tế mạnh mẽ hơn, các ngân hàng sẽ được hưởng lợi từ việc tăng doanh thu và giảm tổn thất tín dụng. Lãi suất thấp hơn cũng có xu hướng làm tăng giá trị tài sản trong danh mục đầu tư của ngân hàng đồng thời giảm chi phí huy động vốn từ các nguồn khác ngoài tiền gửi, chẳng hạn như nguồn vốn bán buôn và trái phiếu mà họ phát hành. Hơn nữa, các ngân hàng trung ương đã tìm ra cách để giảm thiểu tác động của lãi suất âm đối với lợi nhuận ngân hàng. Ví dụ: Ngân hàng Nhật Bản và ECB chỉ tính phí các ngân hàng đối với khoản dự trữ trên một mức nhất định, một thông lệ được gọi là "phân cấp".

Fed có nên xem xét lãi suất âm? Các quan chức Fed tin rằng họ có thẩm quyền áp đặt lãi suất ngắn hạn âm (bằng cách tính phí dự trữ ngân hàng) nhưng cho đến nay họ không mấy hào hứng với ý tưởng này. Năm 2010, chúng tôi đã thảo luận ngắn gọn và từ chối phương án này. Vào thời điểm đó, chúng tôi nghĩ rằng lợi ích của lãi suất âm sẽ khá hạn chế. Một bản ghi nhớ của nhân viên ước tính rằng, vì người Mỹ có thể sẽ tích trữ tiền mặt nếu lãi suất quá âm nên lãi suất quỹ có thể không thể giảm xuống dưới khoảng âm 0,35%. Chúng tôi cũng có những lo ngại về sự ổn định tài chính, ít quan ngại về ngân hàng hơn là về các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, vốn là một phần quan trọng của hệ thống tài chính ở Hoa Kỳ hơn những nơi khác. Chúng tôi lo lắng rằng họ có thể phải đối mặt với tình trạng rút vốn của nhà đầu tư nếu lợi nhuận âm trên tài sản mà họ nắm giữ buộc họ phải "hết tiền" - nghĩa là thu về ít hơn một đô la cho mỗi đô la đầu tư. Tương tự, các cuộc thảo luận dưới sự chủ trì của Chủ tịch Yellen và Powell cũng không tìm thấy nhiều hoặc bất kỳ sự hỗ trợ nào cho lãi suất âm, ít nhất là khi có các lựa chọn khác.

Mặc dù tôi hiểu sự miễn cưỡng này nhưng việc loại trừ dứt khoát tỷ lệ âm là không khôn ngoan. Tôi không hy vọng Hoa Kỳ sẽ rơi vào bẫy lạm phát thấp dai dẳng, nhưng nếu điều đó xảy ra, lãi suất âm

có thể tỏ ra hữu ích. Ngay cả khi không đạt đến mức cực đoan đó, việc loại trừ lãi suất ngắn hạn âm có thể gây ra hậu quả không mong muốn là hạn chế khả năng của Fed trong việc đưa lãi suất dài hạn xuống mức rất thấp, thông qua QE hoặc các biện pháp khác. Bởi vì lãi suất dài hạn thường cao hơn một chút so với lãi suất ngắn hạn mà thị trường mong đợi trong tương lai, nên một cam kết đáng tin cậy của các nhà hoạch định chính sách tiền tệ nhằm giữ lãi suất ngắn hạn ở mức bằng hoặc trên 0 có thể thiết lập một mức sàn một cách hiệu quả cho lãi suất dài hạn hơn. Tốt. Duy trì ít nhất một số sự mơ hồ mang tính xây dựng về khả năng lãi suất chính sách âm có vẻ là một chiến lược tốt hơn, mặc dù phải thừa nhận rằng nó có nguy cơ bị phản đối chính trị.

Kiểm soát đường cong lợi suất

Một lựa chọn chính sách cuối cùng được sử dụng ở nước ngoài mà Fed có thể xem xét là kiểm soát đường cong lợi suất, được Ngân hàng Nhật Bản đưa ra vào tháng 9 năm 2016. Kiểm soát đường cong lợi suất, như tên gọi của nó, liên quan đến việc kiểm soát lãi suất đối với nợ chính phủ trong một loạt kỳ hạn bằng cả hai cách chốt lãi suất chính sách ngắn hạn (như trong hoạch định chính sách truyền thống) và nhắm tới một phạm vi lợi suất trái phiếu dài hạn hơn. Ví dụ, Ngân hàng Nhật Bản đã công bố vào năm 2016 rằng họ sẽ giữ lãi suất trái phiếu chính phủ Nhật Bản kỳ hạn 10 năm ở mức khoảng 0, thực thi mục tiêu đó bằng cách sẵn sàng mua trái phiếu ở mức giá phù hợp với lãi suất bằng 0. Trong QE truyền thống, ngân hàng trung ương công bố số lượng chứng khoán mà họ dự định mua và mô hình lãi suất do thị trường quyết định. Kiểm soát đường cong lợi suất có thể được coi là một dạng QE đảo ngược cách tiếp cận tiêu chuẩn: Các nhà hoạch định chính sách đặt mục tiêu về lợi suất trái phiếu nhưng để thị trường xác định số lượng trái phiếu phải mua để đảm bảo lợi suất đó.

Kiểm soát đường cong lợi suất có một số lợi thế tiềm năng so với QE tiêu chuẩn. Thứ nhất, vì nó nhắm đến lãi suất dài hạn, ảnh

hưởng trực tiếp đến nhiều quyết định đầu tư và chi tiêu, nên nó có thể cho phép các nhà hoạch định chính sách đánh giá chính xác hơn mức độ kích thích mà họ đang cung cấp. Thứ hai, nếu những người tham gia thị trường tin rằng ngân hàng trung ương cam kết chắc chắn với mục tiêu lợi suất của mình thì lợi suất trái phiếu có thể ổn định ở mức mục tiêu mà ngân hàng trung ương không thực sự phải mua số lượng chứng khoán đáng kể. Trên thực tế, việc công bố kế hoạch chốt lãi suất trái phiếu có thể đóng vai trò như một hình thức hướng dẫn chuyển tiếp, hướng dẫn trở nên đáng tin cậy hơn nhờ cam kết của ngân hàng trung ương trong việc sử dụng bảng cân đối kế toán của mình để thực thi kế hoạch đó.

Fed đã tham gia vào việc kiểm soát đường cong lợi suất từ năm 1942 cho đến Hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951. Để giảm chi phí tài trợ cho khoản nợ chiến tranh của chính phủ, trong thập kỷ đó, Fed đã chốt lãi suất tín phiếu kho bạc ngắn hạn (ở mức 0,375% trong hầu hết thời gian) và áp dụng mức trần 2,5% đối với trái phiếu chính phủ dài hạn. Trong nhiệm kỳ chủ tịch của tôi, FOMC đã nghiên cứu tình tiết đó một cách cẩn thận để xem liệu nó có mang lại những bài học về chính sách ở mức giới hạn dưới hiệu quả hay không. Chúng tôi kết luận rằng, bất chấp kinh nghiệm trước năm 1951, việc chốt hoặc giới hạn lợi suất trái phiếu dài hạn có lẽ là không khả thi, hoặc ít nhất là không nên thực hiện ở Hoa Kỳ hiện nay.

Ví dụ, giả sử Fed cố gắng chốt lãi suất chính phủ kỳ hạn 10 năm ở mức 1%. Điều đó có thể có tác dụng nếu những người tham gia thị trường tin rằng, trong hầu hết mọi trường hợp, Fed sẽ giữ lãi suất ngắn hạn ở mức khoảng 1% trong mười năm tới. Nhưng 10 năm là một khoảng thời gian dài và sự thay đổi trong triển vọng kinh tế hoặc trong giao tiếp giữa các ngân hàng trung ương khiến những người tham gia thị trường nghi ngờ rằng Fed có thể thay đổi hướng đi trong thập kỷ tới sẽ khiến độ tin cậy của việc neo tỷ giá bị nghi ngờ. Ví dụ, điều gì sẽ xảy ra nếu lạm phát tăng bất ngờ khiến thị trường tin rằng Fed sẽ tăng lãi suất lên 2% và giữ nguyên ở đó? Lợi suất trái phiếu dài hạn sau đó cũng sẽ có xu hướng hướng tới 2%, bất chấp mục tiêu lợi suất đã công bố của Fed. Khi đó, Fed sẽ phải từ bỏ mục tiêu lợi suất đã công bố hoặc mua một lượng lớn trái

phiếu đang lưu hành để thực thi mục tiêu đó - những giao dịch mua có thể làm phức tạp nghiêm trọng việc thoát khỏi chính sách này và khiến Fed bị lỗ vốn lớn.

Làm thế nào mà Fed trước năm 1951, hay Ngân hàng Nhật Bản ngày nay, có thể chốt lãi suất dài hạn mà không cần mua trái phiếu lớn? Sự khác biệt nằm ở độ sâu và tính thanh khoản của thị trường nợ chính phủ ở Hoa Kỳ hiện đại. Ví dụ, nhiều trái phiếu chính phủ Nhật Bản được các ngân hàng và tổ chức khác nắm giữ vì lý do pháp lý hoặc lý do khác, thay vì chỉ vì lợi nhuận, và lượng giao dịch trái phiếu Nhật Bản có xu hướng khá thấp so với lượng cổ phiếu đang lưu hành. Thị trường Kho bạc trước năm 1951 cũng có tính thanh khoản và hoạt động kém hơn nhiều so với thực tế. Ngược lại, Kho bạc Hoa Kỳ ngày nay được giao dịch trên toàn cầu với khối lượng lớn. Do độ sâu và tính thanh khoản của thị trường Kho bạc, một sự mâu thuẫn nhỏ giữa mục tiêu giả định của Fed về lãi suất Kho bạc dài hạn và kỳ vọng của thị trường về lãi suất quỹ trong tương lai có thể buộc Fed phải mua số lượng lớn chứng khoán.

Mặc dù mục tiêu (ví dụ) lãi suất 10 năm có thể nằm ngoài khả năng của Fed, nhưng việc chốt lãi suất trái phiếu kho bạc trong khoảng thời gian từ 2 đến 3 năm sẽ là khả thi, vì FOMC có thể cam kết một cách hợp lý về một lộ trình lãi suất ngắn hạn trong khoảng thời gian đó. chân trời. Một mức cố định rõ ràng về lợi suất kỳ hạn hai đến ba năm ở mức gần với giới hạn dưới có thể củng cố mạnh mẽ hướng dẫn về tỷ giá kỳ hạn - một hình thức đặt tiền của bạn vào miệng bạn. Trong đánh giá chiến lược năm 2020, Fed đã khám phá các mục tiêu hoặc giới hạn lãi suất trung hạn, được thực thi bằng cam kết mua chứng khoán với lãi suất mong muốn. Mặc dù việc kiểm soát đường cong lãi suất trong trung hạn không giúp ích nhiều nếu thị trường đã bị thuyết phục rằng Fed sẽ giữ lãi suất chính sách ở mức thấp trong một thời gian, nhưng tôi cho rằng Ủy ban sẽ xem xét nghiêm túc cách tiếp cận này nếu họ tin rằng hướng dẫn sắp tới của họ đối với lãi suất quỹ là' đang hoạt động.

KHUNG CHÍNH SÁCH THAY THẾ

Kiểm soát đường cong lợi suất là một cách để tăng cường hướng dẫn về phía trước. Một cách khác là đưa hướng dẫn chuyển tiếp vào một khung chính sách rộng hơn, trong đó đưa ra cách các nhà hoạch định chính sách lên kế hoạch phản ứng với một loạt các điều kiện kinh tế. Với khung chính sách rõ ràng, những người tham gia thị trường sẽ hiểu rõ hơn về hình thức mà hướng dẫn có thể áp dụng, ngay cả trước khi nó được đưa ra. Họ sẽ hiểu các trường hợp có thể khiến chính sách đi chệch khỏi hướng dẫn và cách thức thực hiện. Và họ có thể tin tưởng hơn rằng sự hướng dẫn một khi được đưa ra sẽ không bị bỏ rơi một cách dễ dàng. Nói tóm lại, một khung chính sách tốt có thể làm tăng tính gắn kết và khả năng dự đoán của chính sách nói chung và hướng dẫn nói riêng.

Trong nhiều năm, Fed đã tuân theo nhiều học thuyết và khuôn khổ tiền tệ khác nhau, từ nguyên tắc chính thống về bản vị vàng trong những năm đầu thành lập cho đến phương pháp quản lý rủi ro của Greenspan. Nhưng FOMC đã không áp dụng khuôn khổ chính sách chính thức cho đến tháng 1 năm 2012, khi cơ quan này thiết lập mục tiêu lạm phát 2% và giải thích "cách tiếp cận cân bằng" của mình nhằm ổn định giá cả và việc làm. Phương pháp tiếp cận mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt (FAIT) được FOMC xác nhận vào năm 2020 được xây dựng trên nền tảng của khuôn khổ năm 2012. Nó chỉ rõ rằng, để giữ lạm phát và kỳ vọng lạm phát gần mục tiêu ở mức trung bình, mức vượt quá mục tiêu tạm thời sẽ bù đắp cho mức thấp hơn mục tiêu. Theo khuôn khổ mới, FOMC cũng dự đoán trước các cuộc tấn công phủ đầu vào lạm phát chỉ dựa trên tỷ lệ thất nghiệp giảm.

Fed đã áp dụng FAIT để ứng phó với môi trường kinh tế đang thay đổi, bao gồm cả việc giảm lãi suất trung tính, làm tăng khả năng giới hạn dưới có thể hạn chế chính sách, cũng như nhận thức ngày càng tăng rằng tỷ lệ thất nghiệp có thể được duy trì ở mức thấp hơn so với trước đây. quá khứ mà không gây ra lạm phát. Tất nhiên, môi trường kinh tế sẽ tiếp tục thay đổi, điều này có thể dẫn đến sự phát triển hơn nữa trong khuôn khổ của Fed (Đáng chú ý, phần lớn sẽ phụ thuộc vào mức độ lạm phát gia tăng vào năm 2021 và mức độ diễn biến của lãi suất trung lập.) Khi công bố FAIT, Chủ tịch Powell lưu ý rằng Fed có kế hoạch xem xét khuôn khổ của mình

5 năm một lần. Trong các cuộc tranh luận sắp tới này, một số khung chính sách thay thế có thể sẽ thu hút sự chú ý của Ủy ban. Và, mặc dù FOMC trong lần xem xét trước đã loại trừ việc tăng mục tiêu lạm phát, một số nhà kinh tế bên ngoài Fed vẫn tiếp tục ủng hộ việc tăng mục tiêu để giải quyết vấn đề giới hạn thấp hơn.

Các biến thể của mục tiêu lạm phát

Nhiều khuôn khổ chính sách, bao gồm cả những khuôn khổ chính sách đang được sử dụng (như FAIT) và những khuôn khổ khác vẫn đang trong quá trình xây dựng, liên quan đến các mục tiêu về mức độ hoặc tốc độ thay đổi của giá tiêu dùng. Đối với cuộc thảo luận này, chúng ta có thể coi đây là các biến thể của mục tiêu lạm phát. Mỗi biến thể hàng đầu đều có điểm mạnh và điểm yếu riêng.

Khuôn khổ được FOMC thông qua vào tháng 1 năm 2012 (mà tôi sẽ gọi ở đây là mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn), với những khác biệt nhỏ giữa các quốc gia, vẫn là khuôn khổ thống trị trên toàn cầu. Các ngân hàng trung ương sử dụng khuôn khổ này công bố mục tiêu bằng số hoặc phạm vi mục tiêu cụ thể cho lạm phát cần đạt được trong trung hạn—một thuật ngữ nghệ thuật, nhưng thường đề cập đến khoảng thời gian từ hai đến ba năm. (Tuy nhiên, giới hạn dưới hiệu quả của lãi suất chính sách đã khiến nhiều ngân hàng trung ương không đạt được mục tiêu của họ trong thời gian dài hơn thế.) Tất cả các ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn đều áp dụng cách tiếp cận linh hoạt trong thực tế, nghĩa là họ theo đuổi các mục tiêu khác ngoài ổn định giá cả. Các nguyên tắc năm 2012 của chúng tôi nhấn mạnh rằng FOMC sẽ theo đuổi mục tiêu tối đa hóa việc làm cũng như ổn định giá cả, nhất quán với nhiệm vụ kép của Fed. Chúng tôi thấy hai mục tiêu này thường bổ sung cho nhau. Đặc biệt, lạm phát thấp và ổn định sẽ cải thiện chức năng của nền kinh tế và thị trường lao động. Và nếu việc giữ lạm phát gần mục tiêu giúp duy trì kỳ vọng lạm phát, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ tăng khả năng phản ứng mạnh mẽ trước tình trạng việc làm giảm mà không làm mất ổn định lạm phát. Trong

trường hợp các mục tiêu xung đột nhau, chúng tôi đã nói rằng chúng tôi sẽ áp dụng cách tiếp cận cân bằng để cân nhắc lẫn nhau.

Một trong những mục tiêu quan trọng nhất của lạm phát mục tiêu nói chung là thúc đẩy trách nhiệm giải trình và tính minh bạch. Các ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu lạm phát thường cung cấp thông tin sâu rộng về dự báo kinh tế, phân tích chính sách và kỳ vọng chính sách của họ. Mục tiêu lạm phát bằng con số, cùng với sự cởi mở về các kế hoạch chính sách và cơ sở lý luận của chúng, áp đặt kỷ luật và khả năng dự đoán mà không loại bỏ hoàn toàn khả năng ứng phó với các tình huống không lường trước được của ngân hàng trung ương. Sử dụng cụm từ mà tôi đặt ra khi làm việc với Rick Mishkin, lạm phát mục tiêu và các chế độ tương tự cho phép các nhà hoạch định chính sách tiền tệ thực hiện "sự tùy ý có giới hạn".

Ngân hàng trung ương đặt mục tiêu lạm phát cố gắng giữ tỷ lệ lạm phát gần mục tiêu đã công bố, nhưng những sai lầm về chính sách, suy thoái kinh tế, cú sốc nguồn cung hoặc các yếu tố khác có thể đẩy tỷ lệ lạm phát ra xa mục tiêu. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ nên phản ứng thế nào khi điều đó xảy ra? Câu trả lời giúp phân biệt các biến thể của lạm phát mục tiêu.

Theo mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, câu trả lời tương đối đơn giản. Lạm phát trượt trên hoặc dưới mục tiêu đều đáng lo ngại như nhau—mục tiêu lạm phát là "đối xứng". Vì vậy, theo cách tiếp cận tiêu chuẩn, khi lạm phát chệch khỏi mục tiêu vì bất kỳ lý do gì, các nhà hoạch định chính sách sẽ hướng tới việc dần dần đưa lạm phát về mục tiêu. Mức độ họ thực hiện điều đó dần dần có thể khác nhau, tùy thuộc vào tình trạng của thị trường lao động, rủi ro đối với triển vọng, mức lãi suất gần với giới hạn dưới và các yếu tố khác. Tuy nhiên, điều quan trọng là, theo mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, các nhà hoạch định chính sách không cố gắng bù đắp cho quy mô hoặc khoảng thời gian không đạt được mục tiêu trước đó. Dù xuất phát điểm nào thì mục tiêu cũng chỉ là về đích trong thời gian hợp lý. Chuyện đã qua là chuyện đã qua.

Một hình thức khác của lạm phát mục tiêu được gọi là mục tiêu mức giá - được các nhà kinh tế nghiên cứu nhiều nhưng cho đến nay vẫn chưa được ngân hàng trung ương nào áp dụng - đưa ra một phản ứng khác. Trong khuôn khổ này, ngân hàng trung ương sẽ cố

gắng giữ mức giá - chứ không phải tỷ lệ lạm phát - gần với một đường đi cố định, thường có độ dốc đi lên. (Giống như mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, trên thực tế, ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu theo mức giá cũng sẽ xem xét việc làm và các mục tiêu khác khi đưa ra các quyết định chính sách của mình, nhưng tôi sẽ bỏ qua sự phức tạp đó.)

Giả sử giá ban đầu của một giỏ hàng tiêu dùng là 100 USD và mục tiêu của ngân hàng trung ương nhắm vào mức giá là làm cho giá của giỏ đó tăng 2% mỗi năm. Nếu mọi việc diễn ra theo đúng kế hoạch thì giá của giỏ hàng tiêu dùng, bằng 100 USD vào năm thứ nhất, sẽ là 102 USD vào năm thứ hai, 104 USD (xấp xỉ) vào năm thứ ba, v.v. Bây giờ, giả sử rằng, một cách bất ngờ, giá của rổ không tăng lên 102 đô la vào năm thứ hai mà chỉ lên 101 đô la - tức là tỷ lệ lạm phát giữa giai đoạn một và giai đoạn hai là 1% thay vì 2%. Ngân hàng trung ương nên làm gì?

Sau sai lầm này, một ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn sẽ đơn giản cố gắng đưa tỷ lệ lạm phát về mức 2%. Từ mức giá thực tế là 101 USD trong năm thứ hai, công ty sẽ đặt mục tiêu đưa giá lên 103 USD trong năm thứ ba, cao hơn khoảng 2%. (Trong năm thứ tư, nó sẽ nhắm tới mức 105 đô la, v.v.) Tuy nhiên, theo mục tiêu theo mức giá, ngân hàng trung ương đặt mục tiêu giữ giá càng gần với đường mục tiêu ban đầu càng tốt. Vì vậy, sau khi giá chỉ tăng lên 101 USD vào năm thứ hai, ngân hàng trung ương này sẽ đặt mục tiêu đưa mức giá lên 104 USD vào năm thứ ba, đưa giá trở lại con đường ban đầu. Về mặt lạm phát, ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu theo mức giá sẽ bù đắp cho tỷ lệ lạm phát 1% trong năm thứ hai bằng cách nhắm tới tỷ lệ (khoảng) 3% trong năm tiếp theo. Bằng cách bù đắp hoàn toàn sai lệch lạm phát từ 2%, ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu theo mức giá có tác dụng giữ lạm phát trung bình ở mức 2%, thậm chí trong thời gian dài.

Những người ủng hộ chỉ ra một số lợi thế của việc nhắm mục tiêu theo mức giá. Đầu tiên, bằng cách nhắm mục tiêu một mức giá cụ thể vào tất cả các ngày trong tương lai và bằng cách bù đắp hoàn toàn mọi sai lệch về giá so với đường mục tiêu, cách tiếp cận này làm giảm đáng kể sự không chắc chắn về chi phí sinh hoạt dài

hạn, điều này sẽ giúp việc lập kế hoạch kinh doanh và hộ gia đình dễ dàng hơn. Thứ hai, nếu sự bùng nổ và suy thoái chủ yếu là do sự thay đổi trong tổng cầu (ví dụ, những thay đổi trong chi tiêu của người tiêu dùng hoặc chính phủ), thì mục tiêu mức giá có thể giúp ổn định nền kinh tế hiệu quả hơn so với mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn.

Để minh họa điểm thứ hai, giả sử sự sụt giảm nhu cầu gây ra suy thoái kinh tế; và, theo ví dụ bằng số trước đó, giả sử rằng, vì những lý do thông thường của đường cong Phillips, suy thoái kinh tế đi kèm với sự sụt giảm lạm phát, từ 2% xuống 1%. Theo mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, ngân hàng trung ương sẽ nới lỏng chính sách, nhằm đưa lạm phát trở lại mức 2%, cũng như bù đắp tình trạng mất việc làm. Nhưng một ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu vào mức giá sẽ còn nới lỏng hơn nữa, bởi vì (như trong ví dụ bằng số) họ sẽ muốn bù đắp cho sự thiếu hụt lạm phát ban đầu bằng cách tăng lạm phát lên trên 2% trong thời gian đủ dài để đưa mức giá trở lại con đường ban đầu. . Chính sách nới lỏng mạnh mẽ hơn này dựa trên việc nhắm mục tiêu theo mức giá - và kỳ vọng của thị trường về chính sách đó - có lẽ cũng sẽ giúp đưa nền kinh tế trở lại trạng thái toàn dụng lao động nhanh hơn. Chính sách thấp hơn trong thời gian dài hơn được ngụ ý bởi việc nhắm mục tiêu theo mức giá sẽ đặc biệt hữu ích khi lãi suất ngắn hạn được ấn định ở mức giới hạn dưới, vì khi đó, điều đặc biệt quan trọng là phải thuyết phục thị trường rằng chính sách sẽ vẫn được nới lỏng trong thời gian dài.

Nhắm mục tiêu theo mức giá có một số nhược điểm. Việc giải thích cho thị trường và công chúng có thể khó hơn so với mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, khiến nó kém hiệu quả và kém tin cậy hơn. Ngoài ra, việc nhắm mục tiêu theo mức giá có thể hoạt động kém trong thời kỳ suy thoái do các cú sốc nguồn cung lạm phát, chẳng hạn như giá dầu tăng mạnh hoặc sự gián đoạn của chuỗi cung ứng trong thời kỳ đại dịch. Bởi vì ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu vào mức giá sẽ nhằm mục đích bù đắp hoàn toàn sự tăng vọt về mức giá do cú sốc cung, do đó sẽ yêu cầu đẩy lạm phát tạm thời xuống dưới mức trung bình dài hạn, nên ngân hàng này có thể phải thắt chặt chính sách đáng kể thậm chí. nếu cú sốc cung cũng đã đẩy nền kinh tế vào suy thoái.

Bất lợi cuối cùng này được giải quyết bằng biến thể thứ ba của mục tiêu lạm phát, được gọi là mục tiêu mức giá tạm thời (TPLT). Tôi đã đề xuất phương pháp này vào năm 2017 và đánh giá một biến thể được sửa đổi trong một bài báo năm 2019 với Michael Kiley và John Roberts của Ủy ban Dự trữ Liên bang. Đúng như tên gọi, TPLT giống như nhắm mục tiêu theo mức giá, nhưng nó chỉ áp dụng trong một trường hợp cụ thể—khi lãi suất ngắn hạn ở mức giới hạn dưới. Tôi lập luận rằng, khi lãi suất cơ bản ở mức giới hạn dưới, Fed – theo tinh thần nhắm mục tiêu theo mức giá – nên cam kết giữ nó ở đó ít nhất cho đến khi mức lạm phát thiếu hụt mục tiêu trước đó được bù đắp, lạm phát trung bình trở lại. đến 2 phần trăm. Theo đề xuất của tôi, khi lạm phát trung bình quay trở lại mức 2%, Fed có thể tăng lãi suất quỹ từ mức giới hạn dưới. Có lẽ, sự chậm trễ trong việc thắt chặt sẽ hàm ý rằng lạm phát sẽ vượt quá mục tiêu trong một thời gian, nhưng theo TPLT cuối cùng Fed sẽ đặt mục tiêu đưa lạm phát trở lại mức 2%.

Nhắm mục tiêu theo mức giá tạm thời hàm ý chính sách lãi suất thấp hơn trong thời gian dài hơn mạnh mẽ ở giới hạn dưới, có thể so sánh với những gì việc nhắm mục tiêu theo mức giá thông thường sẽ mang lại. Đồng thời, theo TPLT, việc vượt mục tiêu lạm phát không đòi hỏi phải giảm mục tiêu tiếp theo, tránh hàm ý kém hấp dẫn của việc nhắm mục tiêu mức giá thông thường rằng lạm phát vượt quá mức gây ra bởi cú sốc cung phải được đảo ngược hoàn toàn. Ngoài ra, TPLT có thể dễ giải thích hơn so với việc nhắm mục tiêu theo mức giá thông thường vì chính sách được thể hiện dưới dạng các mục tiêu về tỷ lệ lạm phát hơn là mức giá.

Mục tiêu mức giá tạm thời yêu cầu rằng, khi lãi suất quỹ ở mức giới hạn dưới, lạm phát phải được đưa về mức trung bình 2% trước khi FOMC xem xét tăng lãi suất quỹ. Mức lạm phát trung bình nên được tính trong khoảng thời gian nào? Đề xuất ban đầu của tôi gợi ý rằng toàn bộ sự thiếu hụt lạm phát kể từ khi lãi suất chính sách chạm mức giới hạn dưới phải được bù đắp trước khi lãi suất quỹ tăng lên. Tuy nhiên, thành viên Hội đồng quản trị Fed, Lael Brainard chỉ ra rằng kế hoạch như vậy có thể yêu cầu Fed phải chấp nhận mức lạm phát vượt quá mục tiêu liên tục, do đó có thể làm mất ổn định kỳ vọng lạm phát. Công việc tiếp theo của tôi với Kiley và

Roberts, sử dụng mô phỏng mô hình kinh tế FRB/US của Fed, cho thấy rằng chỉ đợi cho đến khi lạm phát trung bình ở mức 2% so với năm trước trước khi nâng lãi suất vốn từ giới hạn dưới sẽ có tác dụng tốt. Chiến lược này tạo ra kết quả trung bình tốt cho cả lạm phát và thất nghiệp.

Khuôn khổ FAIT năm 2020 của Fed, như được triển khai trong tuyên bố FOMC tháng 9 năm 2020, áp dụng các yếu tố của từng biến thể của mục tiêu lạm phát này. Theo cách tiếp cận tiêu chuẩn được áp dụng vào năm 2012, FAIT vẫn duy trì mục tiêu lạm phát 2%, tính linh hoạt trong việc đáp ứng cả mục tiêu lạm phát và việc làm cũng như tính minh bạch về quan điểm và kế hoạch chính sách của Ủy ban. Tuy nhiên, đánh giá chiến lược 2018–2020 của Ủy ban đã kết luận rằng mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn không giải quyết thỏa đáng các vấn đề nảy sinh do việc giảm lãi suất trung lập và dẫn đến việc chạm vào giới hạn dưới thường xuyên hơn. Đặc biệt, nếu hạn chế do giới hạn dưới áp đặt khiến Fed kém hiệu quả hơn trong việc chống suy thoái và lạm phát thấp—ngay cả với QE và các công cụ mới khác—thì, theo mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, lạm phát có thể vẫn ở dưới mức mục tiêu trong hầu hết thời gian. Lạm phát quá thấp thường xuyên có thể làm giảm kỳ vọng lạm phát, điều này sẽ làm giảm thêm lãi suất trung lập và hạn chế không gian chính sách của Fed.

Khuôn khổ mới của Fed giải quyết xu hướng giảm lạm phát theo mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn bằng cách kết hợp các yếu tố từ cả TPLT và mục tiêu mức giá thông thường. Khi lãi suất quỹ ở mức giới hạn dưới, FOMC sẽ thực hiện chiến lược TPLT, cam kết không thắt chặt cho đến khi lạm phát trung bình đạt 2%. Ủy ban cũng quy định rằng các điều kiện trên thị trường lao động sẽ phải phù hợp với tình trạng toàn dụng lao động trước khi nâng lãi suất, điều này giúp đảm bảo rằng việc lạm phát quay trở lại mức 2% là bền vững.

Sau khi nâng lãi suất xảy ra, theo FAIT, Fed sẽ quản lý lãi suất quỹ để lạm phát vượt mức mục tiêu trong một thời gian, với mục tiêu giữ lạm phát ở mức trung bình gần 2% và do đó giữ kỳ vọng lạm phát gần mức đó. Nguyên tắc chung là các nhà hoạch định chính sách sẽ cố gắng bù đắp cho những khoảng thời gian lạm phát dưới mục tiêu bằng các lần lạm phát vượt mức tiếp theo là theo tinh

thần nhắm mục tiêu theo mức giá. Sự khác biệt giữa FAIT và mục tiêu mức giá thông thường là, theo FAIT, FOMC không có ý định bù đắp cho lạm phát vượt quá mục tiêu bằng cách cố tình hạ thấp mục tiêu. Chính sách bất đối xứng này, bản thân nó sẽ có xu hướng đẩy lạm phát trung bình lên cao hơn, nhằm mục đích bù đắp cho xu hướng giảm lạm phát được tạo ra bởi sự ràng buộc của giới hạn dưới.

Khuôn khổ FAIT, được thiết kế cho một thế giới có lạm phát thấp, đã bị thách thức bởi cú sốc nguồn cung lớn do đại dịch gây ra vào năm 2021, khiến lạm phát tăng cao hơn nhiều so với mục tiêu. Trong những trường hợp đó, ý nghĩa của FAIT tương tự như mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn. Chừng nào kỳ vọng lạm phát vẫn được duy trì, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể kiên nhẫn, cho phép cú sốc cung giảm bớt. Tuy nhiên, nếu kỳ vọng lạm phát có dấu hiệu bị lệch, thì chính sách phải cân bằng giữa nhu cầu giữ lạm phát và kỳ vọng lạm phát gần mục tiêu với mục tiêu thúc đẩy sự phục hồi trên thị trường lao động.

Nhìn chung, việc áp dụng FAIT phản ánh mối lo ngại của FOMC rằng—với lãi suất trung lập thấp, đường Phillips phẳng, tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên thấp và nguy cơ cao gặp phải giới hạn dưới—lạm phát có thể thường quá thấp (dưới mức mục tiêu 2%) thay vì quá cao. Kinh nghiệm của Nhật Bản và ở mức độ thấp hơn là khu vực đồng euro cho thấy những vấn đề mà lạm phát rất thấp có thể gây ra. Khi Fed xem xét lại khuôn khổ chính sách của mình lần tiếp theo, hành vi lạm phát gần đây—cao, thấp hoặc đạt mục tiêu—sẽ là một yếu tố quan trọng trong việc xác định liệu FAIT được giữ lại hay sửa đổi.

Mục tiêu GDP danh nghĩa

Lạm phát mục tiêu và các biến thể của nó không phải là khung chính sách khả thi duy nhất. Một giải pháp thay thế hàng đầu mà FOMC có thể sẽ thảo luận khi xem xét lại khuôn khổ tiếp theo của mình là mục tiêu GDP danh nghĩa. (GDP danh nghĩa là tổng giá trị đồng đô

la của hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong biên giới quốc gia.) Mặc dù mục tiêu GDP danh nghĩa có nhiều biến thể, ý tưởng chính—rõ ràng ngay từ cái tên—là ngân hàng trung ương đặt ra chính sách nhằm mục tiêu GDP danh nghĩa thay vì lạm phát. Ở đây tôi sẽ tập trung vào trường hợp ngân hàng trung ương đặt mục tiêu cố định cho tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa và, tương tự như mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, không cố gắng bù đắp cho những mức thấp hơn hoặc vượt quá mục tiêu trong quá khứ.

Theo định nghĩa, tốc độ tăng trưởng của GDP danh nghĩa bằng tổng tốc độ tăng trưởng của sản lượng thực tế và tỷ lệ lạm phát (trong đó lạm phát ở đây được đo bằng giá của tất cả hàng hóa và dịch vụ tạo nên GDP, không chỉ giá tiêu dùng). Nhắm mục tiêu vào biến này, thay vì lạm phát, có một số lợi thế tiềm năng.

Đầu tiên, ngân hàng trung ương có thể báo hiệu rõ ràng hơn rằng họ quan tâm đến cả tăng trưởng thực tế (và do đó là tăng trưởng việc làm) và lạm phát - một vấn đề cần cân nhắc đặc biệt phù hợp với Fed, với nhiệm vụ kép của mình. Mặc dù những người ủng hộ mục tiêu lạm phát linh hoạt cũng tính đến việc làm, nhưng những người ủng hộ mục tiêu GDP danh nghĩa cho rằng, bằng cách đưa tăng trưởng vào mục tiêu một cách rõ ràng, ngân hàng trung ương có thể nhấn mạnh cam kết của mình trong việc hỗ trợ mở rộng việc làm và thu nhập liên tục. Thật vậy, đối với những người phải thực hiện các khoản thanh toán cố định bằng đô la, như tiền thuê nhà hoặc tiền thế chấp, sự ổn định của thu nhập danh nghĩa có thể quan trọng hơn sự ổn định của lạm phát.

Thứ hai, mục tiêu GDP danh nghĩa nhìn chung có xu hướng đẩy chính sách tiền tệ đi đúng hướng sau những cú sốc đối với nền kinh tế. Ví dụ, nếu suy thoái kinh tế khiến tăng trưởng thực tế chậm lại, việc giữ cho tăng trưởng GDP danh nghĩa đi đúng hướng sẽ đòi hỏi tăng trưởng và lạm phát cao hơn, từ đó dẫn đến chính sách tiền tệ dễ dàng hơn. Ngoài ra, cú sốc cung lạm phát làm tăng lạm phát và làm giảm tăng trưởng thực tế sẽ không nhất thiết thúc đẩy ngân hàng trung ương thắt chặt, bởi vì trong trường hợp đó, tác động của lạm phát cao hơn và tăng trưởng thấp hơn đối với tăng trưởng GDP danh nghĩa sẽ được bù đắp.

Thứ ba, nhắm mục tiêu tăng trưởng GDP danh nghĩa có thể giúp ngân hàng trung ương đối phó với sự sụt giảm lãi suất trung lập. Lãi suất trung lập, được đo bằng giá trị thực, có xu hướng tăng hoặc giảm theo xu hướng tăng trưởng của nền kinh tế, vì lợi nhuận thực tế từ đầu tư vốn cao hơn ở nền kinh tế tăng trưởng nhanh hơn. Bây giờ hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra nếu xu hướng tăng trưởng và lãi suất trung tính thực tế giảm - ví dụ: nếu cả hai đều giảm 1%. Đối với một ngân hàng trung ương có mục tiêu lạm phát cố định, mức giảm 1% trong lãi suất trung lập thực hàm ý mức giảm 1% trong lãi suất trung lập danh nghĩa, R*, điều này càng hạn chế khả năng nới lỏng chính sách của ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, do tăng trưởng GDP danh nghĩa là tổng của tăng trưởng sản lượng thực tế và lạm phát, ngân hàng trung ương đặt mục tiêu tăng trưởng GDP danh nghĩa sẽ bù đắp cho sự suy giảm 1% trong xu hướng tăng trưởng kinh tế bằng cách nhắm tới tỷ lệ lạm phát cao hơn 1% theo thời gian. Với lạm phát cao hơn và kỳ vọng lạm phát cao hơn, thì - bất chấp xu hướng tăng trưởng suy giảm - lãi suất trung lập danh nghĩa, R*, sẽ không giảm, duy trì dư địa sẵn có cho việc cắt giảm lãi suất.

Trong bối cảnh phục hồi chậm chạp sau cuộc Đại suy thoái, tại cuộc họp tháng 11 năm 2011, FOMC đã xem xét và bác bỏ việc thông qua mục tiêu GDP danh nghĩa. Chúng tôi kết luận rằng cần phải có tiêu chuẩn cao để thực hiện một sự thay đổi mạnh mẽ như vậy trong khuôn khổ của chúng tôi; và rằng những lợi thế tiềm tàng của việc nhắm mục tiêu theo GDP danh nghĩa, so với mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn - khuôn khổ mà FOMC đã ngầm sử dụng và chính thức áp dụng hai tháng sau đó - rõ ràng hơn là thực tế. Đặc biệt, mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn cho phép FOMC cân bằng linh hoạt các mục tiêu lạm phát và việc làm của mình khi phù hợp, trong khi mục tiêu GDP danh nghĩa luôn ấn định hiệu quả tỷ trọng ngang bằng cho lạm phát và tăng trưởng. Về điểm này, Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, Bill Dudley đã chỉ ra rằng việc đạt được mục tiêu GDP danh nghĩa sẽ không tự nó đảm bảo rằng FOMC đang đáp ứng nhiệm vụ kép. Ví dụ, tăng trưởng GDP danh nghĩa 5% phù hợp với mức tăng trưởng thực tế 3% và lạm phát 2%, một kết quả khả

quan, nhưng nó cũng nhất quán với mức tăng trưởng bằng 0 và lạm phát 5%, điều này còn lâu mới thỏa đáng.

Những người tham gia FOMC cũng chỉ ra mối lo ngại về đo lường thực tế: Dữ liệu GDP danh nghĩa được tính hàng quý, chỉ có sẵn với độ trễ đáng kể và thường được sửa đổi rộng rãi, tất cả đều là vấn đề để hoạch định chính sách kịp thời. Bất chấp những lo ngại này, việc nhắm mục tiêu GDP danh nghĩa dưới nhiều hình thức khác nhau trong nhiều năm qua đã thu hút được sự ủng hộ từ nhiều nhà kinh tế.

Nâng mục tiêu lạm phát

Một cách khác để giải quyết vấn đề lãi suất trung lập ở mức thấp và các ràng buộc giới hạn thấp hơn là giữ nguyên mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn nhưng tăng mục tiêu. Nếu Fed nhắm mục tiêu thành công lạm phát ở mức 4% thay vì 2%, thì (theo nguyên tắc Fisher) mức lãi suất danh nghĩa chung cũng sẽ tăng khoảng 2 điểm phần trăm, do các nhà đầu tư yêu cầu bù đắp thêm cho lạm phát. Nếu lãi suất trung lập R* cao hơn 2 điểm phần trăm thì Fed sẽ có không gian chính sách bổ sung đáng kể, cho phép Fed phản ứng hiệu quả hơn trước những cuộc suy thoái sâu hơn bằng cách cắt giảm lãi suất truyền thống, giảm nhu cầu về QE hoặc các công cụ chính sách mới khác.

Sự đơn giản của việc tăng mục tiêu lạm phát có vẻ hấp dẫn nhưng nó sẽ gây ra chi phí đáng kể và sự không chắc chắn. Lạm phát cao hơn thường xuyên sẽ gây tốn kém cho nền kinh tế (mặc dù các nhà kinh tế không đồng ý về mức độ tốn kém). Nó làm tăng thêm tiếng ồn cho hệ thống giá cả ở trung tâm của nền kinh tế thị trường và khiến việc lập kế hoạch dài hạn (chẳng hạn như đối với các cá nhân tiết kiệm để nghỉ hưu và các doanh nghiệp dự tính đầu tư vốn) trở nên khó khăn hơn. Trên thực tế, nhiều người trong Quốc hội có thể sẽ coi mục tiêu lạm phát gia tăng là không phù hợp với nhiệm vụ ổn định giá cả của Fed.

Việc chuyển đổi sang mục tiêu cao hơn cũng có thể gặp khó khăn. Ví dụ, kỳ vọng lạm phát—dựa trên nhiều năm kinh nghiệm, đã bám sát mục tiêu 2% của Fed—có thể trở nên không ổn định, có thể tạo ra sự bất ổn về tài chính và kinh tế. Hơn nữa, nếu mọi người suy luận rằng mục tiêu sẽ được thay đổi định kỳ để ứng phó với những thay đổi trong điều kiện kinh tế hoặc các yếu tố khác, thì kỳ vọng lạm phát có thể khó gắn lại với mục tiêu mới. Cũng không rõ liệu mục tiêu lạm phát cao hơn có đáng tin cậy hay không, vì Fed đã gặp phải các vấn đề kinh niên (ngoại trừ các trường hợp bất thường của năm 2021) trong việc đưa lạm phát lên mục tiêu 2% hiện tại. Nếu mục tiêu cao hơn không đáng tin cậy hoặc nếu những người tham gia thị trường kỳ vọng mức tăng mục tiêu chỉ là tạm thời thì mức tăng lãi suất trung lập mong muốn có thể không xảy ra.

Vì những lý do này, trong đánh giá chiến lược của mình, FOMC đã loại trừ trước bất kỳ sự gia tăng nào trong mục tiêu lạm phát. Tuy nhiên, khuôn khổ FAIT mà Ủy ban cuối cùng đã thông qua, bằng cách cho phép vượt quá tạm thời và vừa phải mục tiêu lạm phát 2%, đã thực hiện một bước đi theo hướng này một cách hiệu quả. Theo cơ chế lạm phát mục tiêu tiêu chuẩn được áp dụng từ năm 2012, sau một thời gian ở mức giới hạn dưới, FOMC sẽ cố gắng đưa lạm phát về mức 2%. Theo FAIT, trong hoàn cảnh tương tự, Ủy ban sẽ hướng tới mục tiêu lạm phát trên 2%, ít nhất là trong một thời gian.

PHỐI HỢP TIỀN TỆ-TÀI CHÍNH

Những người có lý trí có thể không đồng ý về việc liệu những nỗ lực nhằm tăng hiệu quả của chính sách tiền tệ gần mức giới hạn dưới có mang lại kết quả hay không, hay liệu chúng có vượt qua điểm lợi nhuận giảm dần hay không. Ngoài những câu hỏi này sang một bên, có sự đồng thuận rộng rãi, kể cả giữa các thống đốc ngân hàng trung ương, rằng, do sự liên quan ngày càng tăng của giới hạn dưới, chính sách tài khóa – những thay đổi trong chi tiêu và thuế của chính phủ – nên được triển khai thường xuyên hơn để ổn định nền

kinh tế, đặc biệt là ở các khu vực sâu. sự suy thoái. Một số nhà kinh tế còn đi xa hơn và lập luận rằng, do những hạn chế của chính sách tiền tệ khi lãi suất thấp chiếm ưu thế, chính sách tài khóa sẽ trở thành công cụ chống suy thoái kinh tế chính, trong đó chính sách tiền tệ nhiều nhất chỉ đóng vai trò hỗ trợ.

Chính sách tài khóa có một số lợi thế như một công cụ ổn định. Thứ nhất, không giống như chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa không kém hiệu quả khi lãi suất trung lập ở mức thấp. Thay vào đó, lãi suất thấp, bằng cách giảm chi phí tài trợ nợ chính phủ, làm cho các chính sách tài khóa mở rộng trở nên hấp dẫn hơn. Liên quan, mối lo ngại truyền thống về các chính sách tài khóa mở rộng là việc chính phủ đi vay để tài trợ cho chi tiêu hoặc cắt giảm thuế, bằng cách hấp thụ một phần quỹ tiết kiệm sẵn có và đẩy lãi suất lên cao hơn, có thể "lấn át" các mục đích sử dụng tiết kiệm khác, chẳng hạn như đầu tư kinh doanh vào các lĩnh vực khác. nhà máy và thiết bị. Tuy nhiên, khi lãi suất đã ở mức rất thấp, các khoản đầu tư tư nhân xứng đáng sẽ gặp ít khó khăn trong việc huy động vốn và việc lấn át không còn là vấn đề nữa. Hơn nữa, bất kỳ sự gia tăng lãi suất dài hạn nào do chính sách tài khóa mở rộng gây ra cũng có thể mang lại lợi ích, bao gồm lợi nhuận cao hơn cho người tiết kiệm và sự gia tăng không gian chính sách tiền tệ do lãi suất trung lập cao hơn mang lại.

So với chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa cũng có thể nhắm mục tiêu tốt hơn đến người dân hoặc các lĩnh vực của nền kinh tế có nhu cầu nhất. Ví dụ, trong thời kỳ đại dịch, Đạo luật CARES trị giá 2,2 nghìn tỷ USD không chỉ hỗ trợ nền kinh tế nói chung mà còn phân bổ kinh phí đặc biệt cho y tế công cộng (viện trợ cho bệnh viện, phát triển vắc xin) và cho các nhóm bị ảnh hưởng nặng nề bởi cuộc khủng hoảng, bao gồm cả những người lao động thất nghiệp và các nhóm nhỏ. các doanh nghiệp. Ngược lại, chính sách tiền tệ chỉ có thể củng cố nền kinh tế tổng thể, với hy vọng rằng điều kiện kinh tế vĩ mô tốt hơn sẽ mang lại lợi ích cho những người lao động và doanh nghiệp cần giúp đỡ nhất.

Là một công cụ nghịch chu kỳ, chính sách tài khóa cũng có những hạn chế. Không giống như chính sách tiền tệ có thể được điều chỉnh nhanh chóng khi cần thiết, chính sách chi tiêu và thuế

của chính phủ không dễ thay đổi. Ngân sách liên bang bao gồm hàng nghìn khoản mục, phản ánh các mục tiêu đa dạng, các cam kết dài hạn và các thỏa hiệp được tính toán cẩn thận, tất cả đều làm cho chính sách tài khóa trở nên kém linh hoạt hơn trong ngắn hạn. Ví dụ, với thời gian lập kế hoạch dự án dài, rất khó để nhanh chóng tăng quy mô chi tiêu cho cơ sở hạ tầng hoặc quốc phòng, đồng thời những thay đổi thường xuyên trong chính sách thuế làm bóp méo việc ra quyết định kinh tế và làm phức tạp hóa việc lập kế hoạch kinh doanh và hộ gia đình. Các khoản thanh toán chuyển giao, chẳng hạn như bảo hiểm thất nghiệp hoặc trợ cấp cho các tiểu bang và địa phương, thường có thể được tăng nhanh hơn, nhưng ngay cả ở đây, những thách thức về quan liêu và hậu cần cũng có thể làm chậm trễ việc tiếp cận nguồn vốn dự kiến. Gần đây nhất, việc phân phối bảo hiểm thất nghiệp mở rộng do Đạo luật CARES cung cấp rất phức tạp do các hệ thống bảo hiểm thất nghiệp của tiểu bang khác nhau và lỗi thời trong một số trường hợp.

Vấn đề nghiêm trọng hơn khi sử dụng chính sách tài khóa để nhắm mục tiêu lạm phát và thất nghiệp là các chính sách chi tiêu và thuế của chính phủ được thực hiện trong một môi trường chính trị phức tạp. Tại Hoa Kỳ, hành động tài chính thường đòi hỏi các cuộc đàm phán căng thẳng và kéo dài, sau đó là sự đồng ý của chính quyền và cả hai viện của Quốc hội, có thể được kiểm soát bởi các đảng chính trị khác nhau. Kinh nghiệm gần đây cho thấy rằng hệ thống chính trị của chúng ta có thể cung cấp các chương trình tài chính lớn trong các trường hợp khẩn cấp lớn - ví dụ như Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư của Mỹ, được Tổng thống Obama ký năm 2009 và Đạo luật CARES, được Tổng thống Trump phê duyệt vào năm 2020 - nhưng mặt khác lại có xu hướng thiên về đảng phái. tắc nghẽn và chậm trễ. Ngược lại, một ngân hàng trung ương phi đảng phái và độc lập về chính trị có thể điều chỉnh chính sách tiền tệ một cách nhanh chóng và cân đối để đáp ứng với những thay đổi trong triển vọng kinh tế. Vì lý do này, việc dựa hoàn toàn vào chính sách tài khóa để ổn định kinh tế là không khôn ngoan.

Tuy nhiên, có vẻ rõ ràng rằng—nếu giới hạn dưới hiệu quả vẫn là một hạn chế đáng kể đối với chính sách tiền tệ, như mong đợi—chính sách tài khóa sẽ cần phải đảm nhận trách nhiệm lớn hơn trong

việc bù đắp cho suy thoái kinh tế. Câu hỏi đặt ra là liệu chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có nên phối hợp với nhau hay không? Và nếu vậy thì làm thế nào? (Tôi cho rằng các ngân hàng trung ương sẽ hợp tác chặt chẽ với phần còn lại của chính phủ trong các cuộc khủng hoảng tài chính lớn, đại dịch và các trường hợp khẩn cấp quốc gia khác.)

Hình thức điều phối tài chính-tiền tệ cơ bản nhất là tham vấn không chính thức. Chủ tịch Fed và Bộ trưởng Tài chính gặp nhau thường xuyên và các cuộc thảo luận của họ bao gồm các diễn biến kinh tế và tài chính cũng như các sáng kiến lập pháp khả thi. Việc tham vấn với chính quyền và Quốc hội giúp Fed dự đoán những thay đổi tiềm ẩn trong các chính sách tài chính và kinh tế khác, từ đó cung cấp thông tin cho các dự báo kinh tế và tư duy chính sách của chính FOMC. Lãnh đạo Fed lần lượt thông báo cho Quốc hội và chính quyền về quan điểm của Fed về nền kinh tế và chiến lược chính sách tổng quát.

Nhìn chung, trong quan hệ Fed-Quốc hội hiện nay, Quốc hội dẫn đầu và Fed tuân theo, có nghĩa là FOMC thường đưa ra các sáng kiến chính sách tài khóa như được đưa ra và điều chỉnh chính sách tiền tệ cho phù hợp. Sự tham gia tích cực của Chủ tịch Fed vào các chi tiết của việc hoạch định chính sách tài khóa trong thời kỳ Burns và Greenspan sẽ không còn được coi là phù hợp, tại Nhà Trắng hay Fed. Tuy nhiên, các chủ tịch Fed gần đây đã lên tiếng khi họ tin rằng chỉ riêng chính sách tiền tệ là không đủ để ứng phó với tình trạng khẩn cấp về kinh tế. Ví dụ, trong cuộc khủng hoảng đại dịch, Chủ tịch Powell liên tục kêu gọi hỗ trợ tài chính bổ sung ngoài Đạo luật CARES ban đầu. Tôi đã làm điều tương tự trong một số trường hợp khi Quốc hội chuyển từ chính sách hỗ trợ tài chính sang thắt lưng buộc bụng trong quá trình phục hồi sau cuộc Đại suy thoái. Tuy nhiên, giống như Powell, tôi cẩn thận không tán thành các biện pháp cụ thể hoặc đề xuất số tiền bằng đô la.

Sự thận trọng của Powell và của tôi phản ánh thực tế rằng những bình luận của các nhà lãnh đạo Fed về chính sách tài khóa chắc chắn liên quan đến hành động cân bằng. Một mặt, các nhà lập pháp, chứ không phải các thống đốc ngân hàng trung ương không được bầu chọn, chịu trách nhiệm về các quyết định tài chính và có

thể phản đối những gì có vẻ như Fed đã vượt quá giới hạn. Mặt khác, các ngân hàng trung ương, với nguồn lực phân tích và thông tin về nền kinh tế, có đủ khả năng đưa ra lời khuyên về việc liệu có cần hành động tài khóa hay không, lời khuyên mà các nhà hoạch định chính sách tài khóa có thể bỏ qua. Hơn nữa, các quyết định về chính sách tài khóa phụ thuộc trực tiếp vào khả năng đáp ứng nhiệm vụ kép của Fed. Tôi tin rằng sự cân bằng phù hợp là để Fed phát biểu công khai khi cần có hành động tài chính để giúp ổn định nền kinh tế nhưng tránh đứng về phía nào trong các cuộc tranh luận đảng phái về chi tiết của các chương trình tài chính.

Sự phối hợp tài chính-tiền tệ cũng có thể xảy ra khi các nhà lập pháp—hoặc ngầm (do quyền lực đã được trao cho Cục Dự trữ Liên bang) hoặc thông qua luật mới—giao quyền tài chính cho Fed. Tất cả các chính sách tiền tệ đều có yếu tố tài chính, nếu chỉ vì những thay đổi về lãi suất ảnh hưởng đến chi phí tài trợ nợ chính phủ. Tuy nhiên, nhìn chung, Cục Dự trữ Liên bang có ít quyền quyết định tài chính hơn, dù ngầm hay rõ ràng, so với hầu hết các ngân hàng trung ương lớn. Ví dụ, như chúng ta đã thấy, nhiều ngân hàng trung ương, như một phần hoạt động bình thường của họ, có thể mua chứng khoán chịu rủi ro tín dụng, chẳng hạn như trái phiếu doanh nghiệp. Những giao dịch mua này có ý nghĩa tài chính vì lãi hoặc lỗ từ những tài sản này ảnh hưởng đến lợi nhuận mà các ngân hàng trung ương gửi vào kho bạc quốc gia của họ. (Cục Dự trữ Liên bang chịu rủi ro nắm giữ chứng khoán dài hạn hơn, có thể thay đổi giá trị khi lãi suất thay đổi, nhưng không chịu rủi ro tín dụng trong quá trình hoạch định chính sách tiền tệ thông thường của mình.) Ngân hàng Trung ương Châu Âu sử dụng một số lợi nhuận của mình để trợ cấp thương mại - Việc cho vay ngân hàng, thông qua các hoạt động tái cấp vốn dài hạn có mục tiêu (TLTRO), là một ví dụ khác về quyền quyết định tài chính của ngân hàng trung ương. Điểm chung là ranh giới giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa rất linh hoạt. Trên thực tế, nó phụ thuộc vào chính trị, chuẩn mực và sự sắp xếp thể chế. Cơ quan lập pháp cũng có thể thay đổi ranh giới nếu hoàn cảnh cho phép.

Đạo luật CARES, vốn phân bổ kinh phí để hỗ trợ một số chương trình cho vay khẩn cấp của Fed, là một ví dụ điển hình về việc Quốc

hội giao quyền quyết định tài chính cho Cục Dự trữ Liên bang (cùng với Kho bạc). Điểm dừng này cho phép Fed, sử dụng quyền cho vay 13(3) của mình và với sự chấp thuận của Kho bạc, mua chứng khoán và cho vay (một số thông qua hệ thống ngân hàng) với các điều kiện có thể dẫn đến thua lỗ. Khoản cho vay được trợ cấp này đã mang lại cho Fed một công cụ bổ sung để giúp bình ổn thị trường tài chính trong những tháng đầu của đại dịch. Điều quan trọng là Fed có đủ quyền quyết định để thiết kế các chương trình này, bao gồm cả việc xác định ai sẽ đủ điều kiện vay, để cảm thấy yên tâm rằng nhiệm vụ mới không gây nguy hiểm cho sự độc lập về chính sách của họ.

Tuy nhiên, các chương trình cho vay này rõ ràng chỉ là tạm thời, do các giới hạn do Đạo luật CARES áp đặt và vì chúng được thiết lập theo thẩm quyền khẩn cấp 13(3). Ngoài ra, Đảng Cộng hòa phản đối việc tiếp tục các chương trình sau năm 2020, có lẽ vì họ lo ngại rằng, dưới thời Tổng thống Biden, Fed có thể cho vay vì những mục đích mà họ không chấp thuận. Cuộc tranh luận về các chương trình này đã làm rõ rằng, trong nền chính trị Hoa Kỳ, câu hỏi về ranh giới giữa chính sách tiền tệ và tài khóa vẫn còn gây tranh cãi.

Một số công cụ chính sách được các ngân hàng trung ương nước ngoài sử dụng—chẳng hạn như cấp vốn để cho vay hoặc mua nhiều loại chứng khoán hơn trong QE—ít nhất sẽ ngầm liên quan đến quyền quyết định tài chính bổ sung của Fed (quyền mua nhiều loại chứng khoán hơn sẽ yêu cầu một thay đổi luật pháp rõ ràng). Với những ràng buộc do giới hạn dưới áp đặt, trường hợp bổ sung các công cụ này là khá chắc chắn về mặt kinh tế. Tuy nhiên, từ góc độ chính trị, Fed có thể sẽ không tìm cách tăng tính linh hoạt tài chính của mình trừ khi họ tin rằng một số điều kiện nhất định sẽ được đáp ứng. Đầu tiên, Quốc hội hiểu và chấp nhận những tác động tiềm ẩn của bất kỳ sự gia tăng nào trong quyền tự quyết định tài chính của Fed - ví dụ, đối với các khoản chuyển tiền của Fed tới Kho bạc. Thứ hai, sẽ không có sự ràng buộc nào với bất kỳ cơ quan chức năng mới nào có thể gây nguy hiểm cho tính độc lập trong chính sách tiền tệ của Fed hoặc làm chệch hướng việc theo đuổi nhiệm vụ kép của mình. Đặc biệt, các nhà hoạch định chính sách của Fed muốn được đảm bảo rằng mọi công cụ mới sẽ chỉ được sử dụng để cải thiện

chức năng rộng rãi của thị trường tín dụng và hiệu quả hoạt động của toàn bộ nền kinh tế chứ không phải để phân bổ tín dụng cho những người vay được ưu đãi.

Tiền trực thăng

Một số nhà kinh tế đã ủng hộ các hình thức điều phối tài chính-tiền tệ toàn diện hơn so với các hình thức hạn chế đã quen thuộc với các nền kinh tế tiên tiến. Tôi không nghĩ chúng ta sẽ sớm thấy những hình thức phối hợp kỳ lạ hơn, ít nhất là ở Hoa Kỳ. Nhưng những chính sách thay thế này có thể trở nên phù hợp trong những điều kiện khắc nghiệt.

Một ví dụ kinh điển là tiền trực thăng. Cụm từ và ý tưởng là sản phẩm trí tuệ của Milton Friedman. Hãy tưởng tượng một tương lai - không quá khác biệt so với tình hình hiện tại ở Nhật Bản - trong đó nền kinh tế đang phải chịu lạm phát thấp hoặc thậm chí giảm phát liên tục, và bởi vì cả lãi suất ngắn hạn và dài hạn đều gần bằng 0, chỉ riêng chính sách tiền tệ đã không thể đạt được mục tiêu của mình. Giả sử sau đó, theo thí nghiệm suy nghĩ ban đầu của Friedman, rằng chính quyền cử trực thăng thả tiền mới đúc từ trên trời xuống, tất nhiên là mọi người sẽ nhanh chóng tập hợp lại. Friedman lập luận rằng khi mọi người tiêu tiền mới, giá cả sẽ tăng lên, chấm dứt tình trạng giảm phát.

Nếu chúng ta làm cho ví dụ tưởng tượng của Friedman trở nên thực tế hơn, chúng ta có thể hiểu được các điều kiện mà theo đó tiền trực thăng sẽ – hoặc không – là một phản ứng hiệu quả trước mối đe dọa giảm phát. Để được thực hiện trong một nền kinh tế hiện đại như Hoa Kỳ, việc thả trực thăng sẽ được tiến hành theo hai bước. Trong bước đầu tiên, Quốc hội sẽ thông qua một khoản giảm thuế lớn, được trả ngay cho đại bộ phận người dân. Giả sử cụ thể rằng chương trình giảm giá có tổng trị giá 500 tỷ USD. Trong những trường hợp thông thường, Kho bạc sẽ trả khoản giảm giá bằng cách phát hành thêm 500 tỷ USD nợ chính phủ để bán cho các nhà đầu tư tư nhân. Nhưng thay vào đó, hãy giả sử rằng trong bước thứ hai,

Fed trực tiếp tài trợ cho khoản giảm giá. Trên thực tế, điều này có thể được thực hiện đơn giản bằng cách ghi có thêm 500 tỷ USD vào tài khoản của Kho bạc tại Fed. Kho bạc sau đó có thể rút số dư đó để gửi séc cho mọi người. Ngoài ra, và tương tự, Kho bạc có thể phát hành 500 tỷ USD nợ vĩnh viễn không lãi suất mà Fed sẽ mua, gửi khoản thanh toán cho khoản nợ mới vào tài khoản của Kho bạc tại Fed. Hai bước này kết hợp với nhau – cắt giảm thuế được tài trợ bằng việc mở rộng bảng cân đối kế toán của Fed – là một sự tương đương thực tế với thử nghiệm tư duy của Friedman.

Việc thả trực thăng (thực tế) sẽ ảnh hưởng như thế nào đến nền kinh tế ở giới hạn dưới? Giảm thuế, bước đầu tiên, là chính sách tài chính tiêu chuẩn, với những tác động được hiểu rõ. Bằng cách nâng cao thu nhập của người dân, việc giảm giá sẽ kích thích chi tiêu và hoạt động kinh tế. Nhưng thực tế là việc giảm thuế được tài trợ bởi Fed, chứ không phải bằng phương pháp thông thường là bán nợ chính phủ mới cho công chúng, có mang lại thêm sự kích thích không? Có lẽ đáng ngạc nhiên là việc sử dụng nguồn tài chính của Fed có thể không mang lại nhiều lợi ích.

Một lý do để hạ thấp tác động của việc Fed tham gia vào đợt cắt giảm trực thăng là, mặc dù được Fed tài trợ nhưng về lâu dài, việc giảm thuế không thực sự là "tiền miễn phí" cho Kho bạc. Lý do rất tế nhị. Nó liên quan đến cách Fed kiểm soát lãi suất. Cho dù mọi người chi tiêu hay tiết kiệm khoản giảm giá của mình, số tiền họ nhận được cuối cùng sẽ được chuyển vào hệ thống ngân hàng dưới dạng dự trữ. Vì vậy, trong ví dụ của chúng tôi, dự trữ ngân hàng cuối cùng sẽ cao hơn 500 tỷ USD sau vụ rơi máy bay trực thăng.

Tại một thời điểm nào đó - có thể sớm hơn dự định vì việc giảm giá sẽ cải thiện triển vọng - Fed sẽ muốn tăng lãi suất quỹ từ 0, bằng cách trả lãi cho khoản dự trữ ngân hàng, bao gồm cả khoản dự trữ bổ sung 500 tỷ USD được tạo ra bởi chính phủ. khoản giảm giá. Các khoản thanh toán lãi mà Fed thực hiện cho các ngân hàng làm giảm lợi nhuận còn lại để gửi đến Kho bạc, do đó Kho bạc gián tiếp chịu thêm chi phí lãi vay. Trên thực tế, mặc dù sử dụng nguồn tài trợ của Fed, Kho bạc vẫn trả lãi cho số tiền được sử dụng để giảm giá. Thật vậy, vì lãi suất mà Fed trả cho các ngân hàng trên khoản dự trữ của họ thường gần bằng lãi suất trên tín phiếu Kho

bạc (nợ chính phủ ngắn hạn), Kho bạc chỉ được hưởng mức tiết kiệm chi phí hạn chế bằng cách sử dụng nguồn tài chính của Fed, liên quan đến trường hợp nó trả tiền. để được giảm giá chỉ bằng cách phát hành tín phiếu Kho bạc trực tiếp cho công chúng. Khoản giảm giá do Fed tài trợ (trái ngược với khoản giảm giá được tài trợ bằng việc phát hành nợ tiêu chuẩn) cũng không có gì khác biệt đối với những người được giảm thuế. Nói tóm lại, ở Hoa Kỳ ngày nay, một khoản giảm thuế do Fed tài trợ trực tiếp không nên có những tác động kích thích khác biệt rõ rệt so với một khoản giảm thuế thông thường được tài trợ bằng nợ có cùng quy mô.

Có một số bằng cấp cho kết luận này. Đầu tiên, lập luận trước đó ngầm giả định rằng giải pháp thay thế của chính phủ đối với nguồn tài trợ của Fed là phát hành nợ ngắn hạn, trả lãi suất gần bằng lãi suất mà Fed trả cho dự trữ. Nếu chính phủ trả tiền giảm giá bằng cách phát hành nợ dài hạn mới cho công chúng thay vì phát hành tín phiếu ngắn hạn thì việc tăng nguồn cung nợ dài hạn có thể làm tăng lợi tức của khoản nợ đó, làm tăng chi phí đi vay. cho cả chính phủ và khu vực tư nhân. Fed có thể hủy bỏ hiệu ứng đó thông qua việc mua QE đối với chứng khoán dài hạn, tránh mọi tác động lấn át của lãi suất cao hơn có thể chống lại tác động của việc giảm giá. Lưu ý rằng, về tổng thể, phương tiện sử dụng tiền trực thăng này không nhất thiết liên quan đến mức độ phối hợp tài chính-tiền tệ đặc biệt cao: Nó tập trung vào việc chính phủ giảm thuế kết hợp với QE đủ của Fed để tránh việc tăng lãi suất dài hạn tiếp theo. giá.

Thứ hai, thông báo tài trợ của Fed có thể có tác động tâm lý. Ví dụ, cam kết của Fed thông qua QE nhằm ngăn chặn lãi suất dài hạn tăng có thể khiến các nhà hoạch định chính sách tài chính đưa ra các khoản giảm giá lớn hơn mức họ có thể làm hoặc khiến mọi người mong đợi lạm phát cao hơn, thậm chí không có những thay đổi khác về các nguyên tắc kinh tế cơ bản. Một khả năng khác là việc công bố hành động tài chính-tiền tệ kết hợp sẽ thuyết phục thị trường rằng Fed sẽ giữ lãi suất ở mức thấp lâu hơn so với suy nghĩ trước đây, có lẽ dựa trên giả định rằng Fed quan tâm đến chi phí tài chính cũng như lạm phát của chính phủ. Những ảnh hưởng tâm lý này rất khó dự đoán.

Một cách tiếp cận khác sẽ loại bỏ hoàn toàn các cơ quan tài chính. Các đề xuất đã được đưa ra cho cái gọi là QE của người dân, trong đó ngân hàng trung ương phân phối tiền mặt trực tiếp cho công chúng. QE của nhân dân về mặt kinh tế tương đương với việc thả một chiếc trực thăng, vì vậy tác động của nó sẽ tương tự như khoản giảm thuế có cùng quy mô do Fed tài trợ. Tuy nhiên, một lập luận có thể xảy ra đối với QE của người dân là ngân hàng trung ương có thể có khả năng tốt hơn cơ quan lập pháp trong việc đánh giá số lượng và thời điểm của các biện pháp kích thích cần thiết. Tuy nhiên, theo hiểu biết của tôi, QE của người dân là bất hợp pháp ở tất cả các khu vực pháp lý, phản ánh nguyên tắc rằng việc phân phối quỹ công là đặc quyền của các nhà lập pháp, không phải ngân hàng trung ương. Trên thực tế, vì những lý do có thể hiểu được, rất khó có khả năng các cơ quan lập pháp sẽ giao quyền đó.

Kết luận rằng tác động của việc thả máy bay trực thăng sẽ tương tự như tác động của việc giảm thuế thông thường được tài trợ bằng nợ, có lẽ được bổ sung bởi QE để bù đắp bất kỳ sự gia tăng nào trong lãi suất dài hạn, là điều đáng ngạc nhiên. Chúng ta đã quen nghe về các quốc gia, từ Đức những năm 1920 đến Venezuela trong những năm gần đây, trong đó chi tiêu của chính phủ hoặc cắt giảm thuế được tài trợ bằng việc tạo ra tiền dẫn đến lạm phát cao, hoặc thậm chí siêu lạm phát. Sự khác biệt là, trong những ví dụ này, ngân hàng trung ương không độc lập mà phụ thuộc vào chính phủ. Một ngân hàng trung ương độc lập, với cam kết ổn định giá cả, sẽ ngừng hỗ trợ chi tiêu của chính phủ và bắt đầu thắt chặt chính sách khi mục tiêu lạm phát của ngân hàng bị đe dọa. Một ngân hàng trung ương không độc lập không có lựa chọn đó mà phải tiếp tục tạo ra tiền và giữ lãi suất ở mức thấp miễn là chính phủ yêu cầu. Trong trường hợp đó, nếu chính phủ ưu tiên nhu cầu tài chính hơn là ổn định giá cả thì kết quả có thể là lạm phát ngoài tầm kiểm soát. Một tình huống trong đó chính phủ, chứ không phải là một ngân hàng trung ương độc lập, kiểm soát chính sách tiền tệ và đặt sự ổn định giá cả theo yêu cầu tài chính của chính mình được gọi là thống trị tài chính. Với sự thống trị về mặt tài chính, tiền trực thăng có khả năng gây lạm phát. Tuy nhiên, chúng ta còn lâu mới đạt được tình trạng như vậy ở Hoa Kỳ ngày nay.

Về lý thuyết, người ta có thể tưởng tượng các trường hợp trung gian giữa một ngân hàng trung ương hoàn toàn độc lập và sự thống trị về tài chính có thể tạo ra tiền trực thăng hiệu quả mà không gây ra rủi ro siêu lạm phát. Ví dụ, giả sử chính phủ thông qua luật cho phép ngân hàng trung ương chỉ hoạt động độc lập khi lạm phát đã đạt đến mức tới hạn một cách bền vững, chẳng hạn như 3%. Trong ví dụ này, khi lạm phát dưới 3%, ngân hàng trung ương phải tài trợ cho thâm hụt của chính phủ với số lượng không giới hạn với lãi suất bằng 0, nhưng một khi lạm phát vượt quá 3%, ngân hàng trung ương sẽ được tự do tăng lãi suất để ngăn chặn lạm phát thêm. Mặc dù cách tiếp cận đó có thể có hiệu quả về mặt nguyên tắc, nhưng trên thực tế, nó gây ra những lo ngại đáng kể. Chính phủ có thể không khôi phục được tính độc lập của ngân hàng trung ương như đã hứa. Hoặc, ngay cả khi chính phủ hoàn toàn có ý định khôi phục tính độc lập của ngân hàng trung ương, lo ngại rằng họ có thể không làm như vậy có thể làm mất ổn định kỳ vọng lạm phát.

Lý thuyết tiền tệ hiện đại

Hầu hết các nhà kinh tế tin rằng nên tránh sự thống trị về tài chính - thường gắn liền với các quốc gia bị tàn phá bởi chiến tranh, thiên tai hoặc bất ổn chính trị. Tuy nhiên, những người ủng hộ lý thuyết tiền tệ hiện đại (MMT) cho rằng hình thức thống trị tài chính là cách tốt nhất để quản lý nền kinh tế.

Lý thuyết tiền tệ hiện đại đã nhận được sự chú ý từ một số chính trị gia cấp tiến của Đảng Dân chủ, trong đó có Thượng nghị sĩ Bernie Sanders (I-Vermont) và Dân biểu Alexandria Ocasio-Cortez (D-New York). Lý thuyết tiền tệ hiện đại là sự kết hợp giữa các đề xuất lý thuyết và khuyến nghị chính sách (bao gồm cả việc chính phủ cung cấp bảo đảm việc làm phổ quát). Ở đây tôi chỉ thảo luận về cách một số người ủng hộ nhìn nhận mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và tài khóa.

Trên thực tế, những người ủng hộ MMT sẽ loại bỏ sự độc lập của ngân hàng trung ương và thể chế hóa sự thống trị tài chính. Theo

quan điểm của họ, chính sách tiền tệ nên luôn giữ lãi suất cố định ở mức thấp. Nếu mức đó bằng 0 thì sự khác biệt giữa chi tiêu chính phủ được tài trợ bằng tiền và nợ về cơ bản sẽ bị loại bỏ, vì tất cả các khoản nợ của chính phủ sẽ không trả lãi. Trong khi đó, chính sách tài khóa sẽ có nhiệm vụ đảm bảo ổn định kinh tế, bao gồm cả ổn định giá cả, cùng với các mục tiêu khác. Các cơ quan tài chính sẽ thúc đẩy sự ổn định kinh tế thông qua các chính sách thuế và chi tiêu—ví dụ, thuế cao hơn, bằng cách giảm sức chi tiêu tư nhân, có thể giúp kiểm soát lạm phát—nhưng cũng thông qua các chính sách khác, bao gồm kiểm soát giá cả và đảm bảo việc làm.

Đúng như những người ủng hộ MMT lưu ý rằng trong cơ chế này, mức thâm hụt ngân sách chính phủ chính xác trong một năm nhất định không đặc biệt quan trọng. Thâm hụt sẽ không quan trọng từ quan điểm ngân sách bởi vì nếu ngân hàng trung ương giữ lãi suất ở mức 0 vô thời hạn thì việc tài trợ cho nợ chính phủ sẽ không mất phí. Nếu chúng ta cũng giả định (như MMTers làm) rằng chính phủ, thông qua tất cả các chính sách kết hợp lại, có thể duy trì việc làm cao và lạm phát thấp, thì thâm hụt vãng lai cũng không quan trọng đối với việc ổn định kinh tế. Càng xa càng tốt.

Tuy nhiên, một số nhà quan sát đã hiểu sai kết luận của MMT rằng "thâm hụt ngân sách không quan trọng" khi hàm ý rằng chính phủ có thể chi tiêu số tiền cơ bản không giới hạn mà không gây ra hậu quả kinh tế, bao gồm cả nhu cầu áp thuế cao hơn. Điều đó không đúng. Mặc dù các chính sách kinh tế có thể ảnh hưởng đến tiềm năng của nền kinh tế nhưng cuối cùng năng lực sản xuất của quốc gia vẫn còn hạn chế. Về mặt số học, nếu chính phủ sử dụng một lượng lớn nguồn lực thì phần còn lại của khu vực tư nhân sẽ ít hơn. Và nếu tổng nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ, cả công lẫn tư, vượt quá khả năng sản xuất của nền kinh tế thì lạm phát là không thể tránh khỏi – trừ khi việc tăng lương và giá cả bị ngăn chặn bởi các biện pháp kiểm soát. Tuy nhiên, trong trường hợp đó, áp lực về cầu sẽ biểu hiện dưới dạng thiếu hụt và tắc nghẽn, giống như khi chính quyền Nixon thử kiểm soát giá cả vào những năm 1970. Nói tóm lại, giả định của MMT rằng chính phủ sẽ sử dụng chính sách tài khóa để ổn định nền kinh tế - và đặc biệt là để giữ lạm phát ở mức

thấp - hàm ý rằng có những giới hạn nhất định đối với những gì chính phủ có thể chi tiêu.

Ngoài ra, trên thực tế, việc giao cho các cơ quan tài chính một mình chịu trách nhiệm ổn định kinh tế, với chính sách tiền tệ chỉ đóng vai trò thụ động là không nên. Chính sách tài khóa có một số điểm mạnh như một công cụ ổn định, và khi lãi suất trung lập ở mức thấp, việc phụ thuộc tương đối nhiều hơn vào chính sách tài khóa là điều hợp lý. Tuy nhiên, do sự phức tạp của việc ra quyết định chính trị, chính sách tài khóa khó có thể phản ứng một cách linh hoạt và kịp thời trước những thay đổi trong triển vọng kinh tế. Do đó, một hệ thống yêu cầu Fed giữ lãi suất vĩnh viễn ở mức 0 và từ bỏ trách nhiệm chống suy thoái và lạm phát có thể sẽ gây bất ổn cho nền kinh tế hoặc dẫn đến lạm phát cao. Cả chính sách tiền tệ và tài chính đều có vai trò trong việc giữ cho nền kinh tế phát triển ổn định.

Tóm lại, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể theo đuổi nhiều biện pháp nhằm tăng cường hiệu lực của các công cụ và khuôn khổ của họ, cũng như các cách hợp tác với các nhà hoạch định chính sách tài khóa. Các khuôn khổ cải tiến có thể làm cho chính sách tiền tệ trở nên mạnh mẽ hơn và dễ dự đoán hơn. Fed cũng có thể xem xét một số công cụ được các ngân hàng trung ương nước ngoài sử dụng. Những điều không chắc chắn chính về các công cụ thay thế không phải là tính khả thi về mặt kỹ thuật mà là về chính trị và quản trị. Các nhà lập pháp và ngân hàng trung ương sẽ cần phải thống nhất về ranh giới giữa chính sách tiền tệ do một ngân hàng trung ương độc lập quản lý và chính sách tài khóa thuộc thẩm quyền của Quốc hội và chính quyền.

Có vẻ như, chừng nào giới hạn dưới còn hiệu lực còn hạn chế chính sách tiền tệ thì chính sách tài khóa sẽ phải đóng vai trò lớn hơn trước đây trong việc duy trì tình trạng toàn dụng lao động và tránh lạm phát quá thấp. Hiệu quả của chính sách tài khóa có thể được tăng lên bằng cách sử dụng nhiều hơn các cơ chế ổn định tự động, thay đổi chi tiêu chính phủ hoặc thuế có liên quan đến các chỉ số kinh tế và được đưa ra trước khi cần thiết. Ví dụ, Quốc hội có thể ban hành luật trước về việc tăng bảo hiểm thất nghiệp và việc này sẽ tự động có hiệu lực khi tỷ lệ thất nghiệp vượt quá mức xác định

trước. Bởi vì chúng được kích hoạt khi được bảo đảm bởi các điều kiện kinh tế, các cơ chế ổn định tự động có thể làm cho chính sách tài khóa phản ứng nhanh hơn và cân đối hơn và ít bị tổn thương hơn trước những bế tắc chính trị. Tuy nhiên, Quốc hội tỏ ra tương đối ít quan tâm đến cách tiếp cận này. Ngoại trừ nỗ lực lớn nhằm tăng tính linh hoạt của chính sách tài khóa nghịch chu kỳ, chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục là một công cụ ổn định quan trọng.

---

* Fed cũng có quyền, chưa được sử dụng trong các chương trình QE của mình, để mua một số chứng khoán đô thị ngắn hạn.
† Như Kenneth Rogoff đã lập luận trong cuốn sách năm 2017 của mình, Lời nguyền của tiền mặt: Các hóa đơn mệnh giá lớn hỗ trợ tội phạm và trốn thuế cũng như hạn chế chính sách tiền tệ như thế nào, thậm chí lãi suất âm hơn có thể xảy ra nếu chính phủ nỗ lực giảm việc sử dụng tiền mặt, đặc biệt là hóa đơn lớn, ít tốn kém hơn để lưu trữ.
‡ Việc cân nhắc này đã giúp thúc đẩy Ngân hàng Trung ương Nhật Bản áp dụng biện pháp kiểm soát đường cong lợi suất, vì với tỷ lệ mua hàng liên tục của Ngân hàng, Ngân hàng có nguy cơ cạn kiệt nợ chính phủ để mua.
§ Ví dụ giả định thời gian bù đắp là một năm. Trên thực tế, ngân hàng trung ương có thể quay trở lại con đường mức giá ban đầu chậm hơn hoặc nhanh hơn, tùy thuộc vào những cân nhắc như tình trạng của thị trường lao động.
¶ Theo TPLT, việc lạm phát trung bình trở lại mức 2% là điều kiện cần thiết để nâng lãi suất quỹ từ mức giới hạn dưới. Fed có thể chọn giữ lãi suất ở mức giới hạn dưới lâu hơn nếu điều kiện thị trường lao động không được cải thiện đầy đủ. Fed cũng muốn chắc chắn rằng lạm phát trung bình đã quay trở lại mức 2% một cách bền vững trước khi tăng lãi suất.
Các biến thể được thảo luận trước đây của lạm phát mục tiêu đối lập với các khuôn khổ trong đó ngân hàng trung ương nhắm mục tiêu lạm phát (tỷ lệ thay đổi của mức giá) với cách tiếp cận trong đó mục tiêu chính là mức giá. Tương tự, mục tiêu GDP danh nghĩa có thể liên quan đến việc nhắm mục tiêu tốc độ tăng trưởng hoặc mức GDP danh nghĩa, các lựa chọn thay thế đặt ra các vấn đề tương tự như lựa chọn giữa mục tiêu lạm phát và mục tiêu mức giá.
** Hầu hết cuộc thảo luận của Ủy ban đều tập trung vào việc đặt mục tiêu cho mức GDP danh nghĩa, thay vì tốc độ tăng trưởng, nhưng nhiều bảo lưu của FOMC sẽ áp dụng cho cả hai cách tiếp cận.
†† Theo các thủ tục hiện được Ngân hàng Nhật Bản và ECB sử dụng, Fed có thể kiểm soát lãi suất cơ bản bằng cách không trả lãi cho khoản dự trữ ngân hàng dưới một mức nhất định. Điều đó sẽ làm giảm chi phí tài chính tiềm ẩn của Kho bạc, nhưng chỉ thông qua một loại thuế ngầm đối với các ngân hàng mà Quốc hội, nếu lựa chọn, có thể áp đặt trực tiếp.
‡‡ Để cách tiếp cận này có hiệu quả, mức lạm phát tới hạn sẽ phải cao hơn mức mà ngân hàng trung ương sẽ chọn nếu được phép đưa ra chính sách hoàn toàn độc lập.

14

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH

FED ĐƯỢC THÀNH LẬP NĂM 1913 không phải để thực hiện chính sách tiền tệ theo nghĩa hiện đại – bản vị vàng vẫn còn thống trị – mà phần lớn là để ngăn chặn những cơn hoảng loạn tài chính và đóng vai trò là người cho vay cuối cùng. Như câu châm ngôn của Walter Bagehot quy định, khi người gửi tiền ngân hàng và những người cho vay ngắn hạn khác mất niềm tin và rút tiền mặt, nhiệm vụ của ngân hàng trung ương là "cho vay tự do" đối với các tổ chức tài chính, lấy các khoản vay tốt và các tài sản không bị hư hỏng khác của họ làm tài sản thế chấp. Bằng cách thay thế nguồn vốn tư nhân bị mất, phương án cho vay cuối cùng này có thể tránh được những thất bại tốn kém của các ngân hàng có khả năng thanh toán, giảm động cơ bỏ chạy của những người gửi tiền còn lại, hạn chế việc bán tài sản ngân hàng, giúp các ngân hàng có không gian để huy động vốn mới và xoa dịu nỗi hoảng loạn. .

Mặc dù logic cơ bản vẫn giữ nguyên, chiến lược người cho vay cuối cùng của Fed đã phát triển cùng với cấu trúc của hệ thống tài chính Hoa Kỳ. Khi Fed được thành lập, tín dụng chủ yếu được cung cấp bởi các ngân hàng và việc tháo chạy ngân hàng là mối đe dọa chính đối với sự ổn định. Tuy nhiên, đến năm 2007, hầu hết tín dụng đều chảy qua thị trường chứng khoán và các tổ chức tài chính phi

ngân hàng, cái gọi là hệ thống ngân hàng ngầm. Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Fed theo đó đã mở rộng vai trò của người cho vay cuối cùng, sử dụng quyền hạn khẩn cấp của mình để cho vay đối với nhiều thị trường và tổ chức tài chính, thậm chí trong một số trường hợp là cho các doanh nghiệp phi tài chính. Trong cuộc khủng hoảng tài chính ngắn ngủi nhưng gay gắt vào tháng 3 năm 2020, Fed vẫn còn đi xa hơn, đóng vai trò là người mua cuối cùng đối với Kho bạc và các chứng khoán khác, đồng thời — với sự hỗ trợ của Quốc hội — hỗ trợ tín dụng cho các tập đoàn, chính quyền địa phương và các doanh nghiệp cỡ trung bình.

Mặc dù cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và đại dịch đều đòi hỏi những phản ứng đặc biệt mạnh mẽ và trên phạm vi rộng, nhưng Fed từ lâu đã theo dõi hệ thống tài chính và xử lý các mối đe dọa ổn định đang nổi lên. Tuy nhiên, về mặt lịch sử, các biện pháp can thiệp của Fed có xu hướng mang tính đặc biệt và được đặt trong một hộp trí tuệ riêng biệt với chính sách tiền tệ - ngoại trừ khi các nhà hoạch định chính sách sử dụng các công cụ tiền tệ để bù đắp tác động của sự gián đoạn tài chính đối với nền kinh tế, như trong cuộc khủng hoảng châu Á những năm 1990. Tuy nhiên, trong thế kỷ 21, suy nghĩ về vai trò của Fed trong việc thúc đẩy ổn định tài chính đã thay đổi. Việc mở rộng vai trò truyền thống của người cho vay cuối cùng của Fed là một khía cạnh của sự thay đổi đó. Về cơ bản hơn, với sự tăng trưởng bùng nổ, đổi mới và bãi bỏ quy định trong lĩnh vực tài chính, sự bất ổn tài chính - cùng với sự suy giảm lãi suất trung lập, làm hạn chế khả năng chống lại các cú sốc của chính sách tiền tệ - đã trở thành mối đe dọa ngày càng đáng lo ngại đối với nền kinh tế. Nhiệm vụ kép của Fed Quả thực, nhiều nhà hoạch định chính sách hiện coi việc duy trì sự ổn định tài chính trên thực tế là yếu tố thứ ba của nhiệm vụ bởi vì nếu không có nó, sẽ có rất ít hy vọng đạt được việc làm tối đa và ổn định giá cả một cách bền vững.

Những thay đổi này đã làm gia tăng cuộc tranh luận, cả trong và ngoài Fed, về nguyên nhân của sự bất ổn tài chính và các phản ứng thích hợp. Những biến động trong tâm lý thị trường, đổi mới tài chính và thất bại trong quản lý được thừa nhận là nguồn gốc của sự bất ổn, nhưng còn chính sách tiền tệ thì sao? Chính sách tiền tệ có thể tạo ra hoặc khuếch đại rủi ro cho hệ thống tài chính không? Nếu

vậy, việc điều hành chính sách tiền tệ có nên thay đổi? Liệu các chính sách phi tiền tệ, chẳng hạn như quy định tài chính, có thể kiểm soát rủi ro tài chính hệ thống và thay thế cho phản ứng chính sách tiền tệ không? Những câu hỏi này là một trong những câu hỏi khó nhất mà các ngân hàng trung ương phải đối mặt.

BẤT ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH VÀ HẬU QUẢ KINH TẾ CỦA NÓ

Trong nhiều năm, chuyên mục Alphaville của Financial Times (FT) đã đăng những bài có tựa đề "Điều này thật điên rồ. Vụ tai nạn xảy ra khi nào?" bao gồm những gì người viết FT coi là hành vi bất thường hoặc phi lý trên thị trường tài chính. Báo cáo về những phát triển này mang tính giải trí và đôi khi mang tính hướng dẫn. Tuy nhiên, liệu những ví dụ này có báo hiệu những rủi ro tài chính rộng lớn hơn như các mảnh Alphaville đôi khi ngụ ý không? Đúng là việc vượt quá mức trong các tài sản hoặc giao dịch cụ thể có nhiều khả năng xảy ra hơn khi mức độ chấp nhận rủi ro tổng thể cao. Tuy nhiên, điều đáng chú ý là, mặc dù các cuộc khủng hoảng tài chính rất hiếm xảy ra, nhưng những câu đố về định giá tài sản mang phong cách riêng lại không như cột FT đã chứng minh. Điều đó cho thấy tín hiệu từ những điểm bất thường này rất yếu. Thật vậy, mức độ biến động nhất định và mức giá khó giải thích trong các thị trường tài chính cụ thể là bình thường và hoàn toàn phù hợp với một nền kinh tế lành mạnh.

Ngược lại, sự bất ổn tài chính mang tính hệ thống - đe dọa hoạt động của toàn bộ hệ thống tài chính, với khả năng lan tỏa đáng kể đến nền kinh tế thực (phi tài chính) - là một vấn đề rất đáng lo ngại về mặt chính sách. Các sự kiện tài chính mang tính hệ thống, như cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu hay cơn hoảng loạn vào tháng 3 năm 2020, rất hiếm nhưng có thể gây ra thiệt hại to lớn. Rõ ràng, việc giảm khả năng xảy ra các sự kiện mang tính hệ thống và cải thiện tác động của chúng khi chúng xảy ra phải là ưu tiên hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách.

Tuy nhiên, để ngăn chặn hoặc ứng phó với một sự kiện tài chính mang tính hệ thống, chúng ta phải biết sự kiện đó khi nhìn thấy nó. Những loại sự kiện nào gây ra rủi ro lớn nhất cho sự ổn định? Tương lai chắc chắn sẽ bộc lộ những mối đe dọa mới. Các cuộc tấn công mạng vào hệ thống tài chính là một khả năng đáng lo ngại. Tuy nhiên, thay vì suy đoán về những rủi ro mới, ở đây tôi sẽ so sánh hai loại sự kiện có tầm quan trọng lịch sử và nhận được nhiều sự chú ý từ công chúng cũng như giới truyền thông: bong bóng thị trường chứng khoán và bùng nổ và phá sản tín dụng. Cả hai, nếu đủ nghiêm trọng, sẽ gây ra rủi ro cho nền kinh tế nói chung. Tuy nhiên, bằng chứng lịch sử cho thấy rằng sự bùng nổ và phá sản tín dụng, đặc biệt nếu gắn liền với bong bóng bất động sản thương mại hoặc nhà ở, là những hiện tượng nguy hiểm hơn nhiều.

Bong bóng thị trường chứng khoán

Sự bùng nổ và sụp đổ của thị trường chứng khoán (thường được gọi là bong bóng sau sự kiện đó, và đôi khi ngay cả trong thời kỳ bùng nổ) là những sự kiện lịch sử đầy kịch tính và nếu đủ nghiêm trọng. Đối với nhiều người, vụ sụp đổ chứng khoán năm 1929 tượng trưng cho cuộc Đại suy thoái. Tương tự như vậy, sự sụp đổ của bong bóng công nghệ năm 2001 thường được coi là bước ngoặt giữa những năm 1990 sôi động và những năm 2000 mờ nhạt.

Nguồn gốc của bong bóng chứng khoán thường là cả tâm lý và kinh tế. Vì vậy, chúng rất khó dự đoán hoặc xác định. Giá cổ phiếu tăng nhanh và bền vững thường được thúc đẩy bởi sự lạc quan rộng rãi và niềm tin rằng nền kinh tế đang bước vào một kỷ nguyên mới. Vào những năm 1920, sự bùng nổ của hàng tiêu dùng mới được sản xuất hàng loạt cũng như sự gia tăng lớn về tiền lương và thời gian rảnh rỗi đã thúc đẩy sự lạc quan. Bong bóng cuối những năm 1990 cũng phản ánh niềm tin phổ biến rằng cuộc cách mạng internet sẽ thúc đẩy các ngành công nghiệp hoàn toàn mới và cách mạng hóa những ngành cũ. Nhìn lại, những người lạc quan trong những năm 1920 và 1990 không hoàn toàn sai. Trong mỗi trường hợp, các công

nghệ mới cuối cùng đều có tác động to lớn về kinh tế và xã hội – đồng thời tỏ ra mang lại lợi nhuận cao. Nhưng trong cả hai trường hợp, sự lạc quan đều đến quá sớm hoặc bị chệch hướng bởi các sự kiện can thiệp, và kéo theo đó là sự sụt giảm mạnh về giá cổ phiếu.

Các yếu tố khác ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, bao gồm cả chính sách tiền tệ. Chính sách tiền tệ nới lỏng hơn có xu hướng làm tăng giá cổ phiếu - bằng cách cải thiện triển vọng của nền kinh tế (và do đó cải thiện lợi nhuận doanh nghiệp), bằng cách giảm lãi suất chiết khấu lợi nhuận trong tương lai, và, như chúng ta sẽ thấy trong chương này, bằng cách tăng số lượng nhà đầu tư. ' khả năng chấp nhận rủi ro. Thật vậy, tiền dễ dàng hơn ảnh hưởng đến nền kinh tế thực, một phần là do giá tài sản cao hơn. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, trong hầu hết các trường hợp, chính sách tiền tệ chỉ có tác động trực tiếp tương đối khiêm tốn đến giá cổ phiếu (ngược lại với những tác động gián tiếp theo thời gian phát sinh từ một nền kinh tế được cải thiện). Trớ trêu thay, những tác động trực tiếp mạnh mẽ nhất thường được thấy khi tiền thắt chặt góp phần gây ra sự sụp đổ giá cổ phiếu, như đã xảy ra vào năm 1929 và 2001.

Bong bóng chứng khoán gây ra những rủi ro gì cho toàn bộ nền kinh tế, trái ngược với danh mục đầu tư của các nhà đầu tư chứng khoán cá nhân? Tất nhiên, những biến động lớn về giá tài sản có tác động kinh tế. Giá cổ phiếu cao hơn làm tăng sự giàu có và tình cảm của hộ gia đình, từ đó ảnh hưởng đến chi tiêu của người tiêu dùng. Và giá cổ phiếu cao, bằng cách giúp các công ty huy động vốn dễ dàng hơn, cũng có thể thúc đẩy đầu tư vốn tăng lên. Tương tự như vậy, sự sụt giảm mạnh trên thị trường chứng khoán dự kiến sẽ làm chậm lại hoạt động chi tiêu và đầu tư. Điều đó nói lên rằng, bằng chứng lịch sử cho thấy rõ ràng rằng sự bùng nổ và sụt giảm giá cổ phiếu, mặc dù chắc chắn là một mối lo ngại, không phải là hình thức bất ổn tài chính nguy hiểm nhất, miễn là chúng không liên quan đến sự sụp đổ rộng hơn trên thị trường tín dụng.

Ví dụ, một nghiên cứu năm 2003 của Frederic Mishkin và Eugene White đã xác định được 15 vụ sụp đổ trên thị trường chứng khoán Mỹ kể từ năm 1900, mỗi vụ đều liên quan đến sự sụt giảm ít nhất 20% giá cổ phiếu trong khoảng thời gian một năm hoặc ít hơn. Bất

chấp mức độ nghiêm trọng của chúng, nhiều đợt giảm giá có tác động kinh tế hạn chế một cách đáng ngạc nhiên. Một số không liên quan đến các đợt suy thoái kinh tế tiếp theo, bao gồm giá cổ phiếu giảm 25% trong giai đoạn 1946–47, giảm 23% trong giai đoạn 1961–62 và mức giảm 23% trong một ngày mà tân Chủ tịch Fed Greenspan phải đương đầu vào tháng 10 năm 1987. Những đợt sụt giảm mạnh khác chỉ liên quan đến những đợt suy thoái nhẹ, bao gồm mức giảm 30% trong giai đoạn 1969–70 và mức giảm khoảng 23% trong giai đoạn 2000–2001. Mặc dù nó diễn ra sau nghiên cứu của Mishkin-White, nhưng việc giá cổ phiếu giảm hơn 30% vào đầu năm 2020 rõ ràng là một tác động chứ không phải là nguyên nhân của cuộc khủng hoảng đại dịch, và trong mọi trường hợp đã nhanh chóng đảo ngược khi thị trường chạm đáy. mức cao mới vào cuối năm đó.

Mặt khác, không phải mọi sự sụt giảm giá cổ phiếu đều vô hại. Sau vụ sụp đổ năm 1929 là cuộc Đại suy thoái và giá cổ phiếu giảm mạnh trong năm 2008–2009, trước cuộc Đại suy thoái. Tại sao một số vụ sụp đổ chứng khoán kéo theo sự suy thoái kinh tế trong khi một số khác thì không? Theo Mishkin và White, điều đó phụ thuộc vào việc liệu vụ sụp đổ có phải là một sự kiện biệt lập hay không - có lẽ là một giai đoạn của "sự hưng phấn phi lý" - hay thay vào đó đi kèm với căng thẳng trên diện rộng trong thị trường ngân hàng và tín dụng. Sự sụt giảm giá cổ phiếu mà không có sự sụp đổ của thị trường tín dụng, như năm 1987, sẽ có một số tác động kinh tế, chẳng hạn như đối với sự giàu có và niềm tin của hộ gia đình, nhưng tác động tổng thể có thể sẽ bị hạn chế. Ngược lại, nếu sự sụp đổ của thị trường chứng khoán là do hoặc dẫn đến căng thẳng sâu rộng trong hệ thống tài chính nói chung, bao gồm cả thị trường ngân hàng và tín dụng, thì một cuộc suy thoái mạnh và kéo dài sẽ có nhiều khả năng xảy ra hơn.

Những kinh nghiệm năm 1929 và 2008–2009 minh họa tầm quan trọng của việc xem xét bối cảnh rộng hơn của sự sụp đổ của thị trường chứng khoán. Bất chấp nhận thức phổ biến, hầu hết các nhà sử học kinh tế không tin rằng sự bùng nổ và sụp đổ năm 1929, bất chấp sự kịch tính của nó, là nguyên nhân duy nhất của cuộc Suy thoái. Nền kinh tế chậm lại sau cuộc khủng hoảng nhưng không lao

dốc cho đến khi hệ thống ngân hàng, cả ở Hoa Kỳ và nước ngoài, sụp đổ vào năm 1930 và 1931. Như đã thảo luận trước đó, thay vì cuộc khủng hoảng năm 1929, hầu hết các nhà sử học kinh tế hiện nay đều tin rằng nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng là Suy thoái là sự mất ổn định của chế độ bản vị vàng quốc tế và các cuộc khủng hoảng ngân hàng tái diễn. Sự sụp đổ của chế độ bản vị vàng đã dẫn đến giảm phát giá tiêu dùng ở các quốc gia gắn đồng tiền của họ với vàng, một tác động trở nên trầm trọng hơn do chính sách thắt chặt sai lầm của Fed (trớ trêu thay lại nhằm mục đích hạ nhiệt thị trường chứng khoán) vào cuối những năm 1920. Các cuộc tháo chạy ngân hàng, bắt đầu ở Mỹ vào cuối năm 1930 và ở châu Âu vào mùa xuân năm 1931, đã làm trầm trọng thêm sự sụp đổ của nguồn cung tiền, khiến tình trạng giảm phát trở nên tồi tệ hơn và hạn chế khả năng cung cấp tín dụng cho các hộ gia đình và doanh nghiệp. Do đó, mặc dù sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929 báo hiệu sự khởi đầu của cuộc Đại suy thoái và, thông qua những ảnh hưởng của nó đối với sự giàu có và niềm tin, chắc chắn đã làm tình trạng suy thoái trở nên tồi tệ hơn, nhưng đó không phải là nguyên nhân chính dẫn đến sự sụp đổ kinh tế.

Trong năm 2008–2009, một cuộc suy thoái sâu sắc kéo theo sự sụt giảm mạnh về giá cổ phiếu - cổ phiếu giảm gần một nửa trong khoảng thời gian từ tháng 5 năm 2008 đến tháng 3 năm 2009. Tuy nhiên, giống như vụ sụp đổ năm 1929, sự suy giảm này không xảy ra một cách riêng biệt. Đúng hơn, sự sụt giảm giá cổ phiếu vừa phản ánh vừa khuếch đại sự sụp đổ trên diện rộng hơn nhiều trên thị trường tín dụng, gây ra bởi cuộc khủng hoảng thế chấp dưới chuẩn và hoạt động dựa vào nguồn vốn bán buôn. Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 2008–2009 không phải là nguyên nhân độc lập của cuộc Đại suy thoái mà là phản ánh của các lực lượng khác.

Bùng nổ tín dụng và phá sản

Trong lịch sử, những mối nguy hiểm kinh tế lớn hơn được đặt ra bởi sự bùng nổ và phá sản tín dụng. Trong thời kỳ bùng nổ tín dụng, cho vay và đòn bẩy tăng nhanh, thường đi kèm với sự tăng nhanh về giá bất động sản thương mại hoặc nhà ở. Giống như sự tăng giá cổ phiếu, việc mở rộng cho vay có thể bị thúc đẩy bởi các yếu tố tâm lý kém hợp lý, được chứng minh bằng các nguyên tắc cơ bản, hoặc có lẽ là sự kết hợp nào đó của cả hai. Việc phân biệt bùng nổ tín dụng "tốt" với bùng nổ tín dụng "xấu", chẳng hạn như xác định liệu việc tăng giá cổ phiếu có phải là bong bóng hay không, có thể khó khăn. Tuy nhiên, khi bùng nổ tín dụng bùng nổ, rủi ro đối với nền kinh tế có thể rất cao, đặc biệt khi sự bùng nổ tín dụng gắn liền với giá bất động sản sụt giảm.

Kinh nghiệm lịch sử một lần nữa cung cấp bằng chứng quan trọng. Ví dụ, trong một loạt nghiên cứu về 17 nền kinh tế tiên tiến, sử dụng dữ liệu từ năm 1870, các nhà sử học kinh tế Òscar Jordà, Moritz Schularick và Alan Taylor đã tìm thấy mối liên hệ đáng kể giữa bùng nổ tín dụng, đặc biệt là bùng nổ do đầu cơ bất động sản và các cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo. , do đó thường kéo theo những đợt suy thoái sâu và phục hồi chậm. Tất nhiên, sự bùng nổ tín dụng và nhà ở không thành công là sự mô tả phù hợp về cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009.

Tại sao sự bùng nổ và phá sản trong thị trường bất động sản và các thị trường tín dụng liên quan lại gây ra những hậu quả kinh tế nghiêm trọng hơn sự sụp đổ của giá cổ phiếu? Một lý do là cổ phiếu chủ yếu được nắm giữ bởi những người giàu hơn, thường nằm trong các tài khoản hưu trí riêng biệt. Ngược lại, ít nhất ở Hoa Kỳ, hầu hết các gia đình đều là chủ nhà; và đối với những gia đình đó, tài sản nhà ở thường chiếm một phần lớn trong tổng tài sản của họ. Bởi vì những người có thu nhập khiêm tốn hơn có xu hướng chi tiêu phần lớn tài sản của họ, những thay đổi về giá trị căn nhà nói chung có tác động lớn hơn đến tổng chi tiêu của người tiêu dùng so với những thay đổi về giá trị cổ phiếu có quy mô tương tự. Trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, ví dụ, khả năng các chủ sở hữu nhà ở Hoa Kỳ khai thác vốn sở hữu nhà của họ, thông qua các khoản cho vay mua nhà hoặc tái cấp vốn bằng tiền mặt, đã gắn chặt sự giàu có về nhà ở với chi tiêu của người tiêu dùng.

Tuy nhiên, điều quan trọng hơn những tác động của cải này là nhà ở và các loại bất động sản khác thường được tài trợ bằng tiền vay, nhiều hơn so với việc nắm giữ cổ phiếu. Đối với hầu hết các hộ gia đình, việc thế chấp nhà cho đến nay là khoản nợ lớn nhất của họ, trong khi các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản nhà ở và thương mại chiếm phần lớn tài sản của hầu hết các ngân hàng và những người cho vay khác. Sự sụt giảm giá nhà ở hoặc bất động sản khác, đặc biệt nếu nó bộc lộ những thông lệ cho vay kém, có thể sẽ gây ra tình trạng khó khăn tài chính rộng hơn nhiều so với sự sụt giảm giá cổ phiếu. Để tiếp tục thanh toán tiền mua nhà, những chủ sở hữu nhà có thu nhập giảm, gánh nặng thế chấp nặng nề và vốn chủ sở hữu nhà đang biến mất không có lựa chọn nào khác ngoài việc giảm mạnh chi tiêu cho hàng tiêu dùng lâu bền và các hàng hóa khác. Sự suy giảm nhu cầu lần lượt làm giảm sản lượng và việc làm, làm trầm trọng thêm tác động ban đầu và lan rộng tình trạng khó khăn ra ngoài lĩnh vực nhà ở. Tương tự, tổn thất khi thế chấp và cho vay bất động sản khác làm tổn hại đến lợi nhuận và vốn của các tổ chức tài chính, làm giảm khả năng và sự sẵn lòng cho vay của họ. Trong trường hợp xấu nhất, như năm 2007–2009, một cuộc khủng hoảng tài chính có thể bùng phát. Các nhà cung cấp vốn ngắn hạn rút lui, buộc phải mất khả năng thanh toán và bán tháo, khiến giá tài sản và cho vay càng giảm.

Nói tóm lại, sự sụt giảm của thị trường chứng khoán, nếu không có các căng thẳng tài chính khác, sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế chủ yếu bằng cách khiến các cổ đông cảm thấy nghèo hơn, khiến họ chi tiêu ít hơn. Một vụ phá sản tín dụng và bất động sản có mức độ tương tự có tác động trực tiếp lớn hơn đến chi tiêu, nhưng nó cũng có những tác động mạnh mẽ tiềm tàng trong vòng thứ hai khi khó khăn tài chính leo thang khiến cả người đi vay và người cho vay phải cắt giảm chi tiêu. Trong trường hợp xấu nhất, việc vỡ nợ tín dụng có thể gây ra một cơn hoảng loạn tài chính toàn diện, dẫn đến thiệt hại kinh tế to lớn.

Các nhà hoạch định chính sách nên phản ứng thế nào? Hai cách tiếp cận chính không loại trừ lẫn nhau. Một là sử dụng chính sách tiền tệ để cố gắng xoa dịu các mối đe dọa đối với sự ổn định tài

chính. Giải pháp thay thế là sử dụng quy định và giám sát để cố gắng ngăn chặn rủi ro gia tăng nguy hiểm.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CHẤP NHẬN RỦI RO

Trường hợp sử dụng chính sách tiền tệ để đối phó với các mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính dựa trên mối liên hệ rõ ràng giữa chính sách tiền tệ và việc chấp nhận rủi ro của khu vực tư nhân.

Trong các phân tích kinh tế vĩ mô truyền thống, chính sách tiền tệ được giả định có tác dụng phần lớn bằng cách tác động đến chi phí đi vay. Chẳng hạn, chi phí vốn thấp hơn khiến việc đầu tư vào một nhà máy mới sinh lời nhiều hơn, trong khi lãi suất thế chấp thấp hơn khiến việc mua nhà trở nên hợp lý hơn. Trong các mô hình truyền thống, những thay đổi theo thời gian về mức độ sẵn sàng chấp nhận rủi ro của mọi người - về nguyên tắc cũng sẽ ảnh hưởng đến quyết định vay mượn và đầu tư của họ - thường không được xem xét.

Tuy nhiên, bằng chứng ngày càng tăng cho thấy xu hướng chấp nhận rủi ro của người cho vay, người đi vay và nhà đầu tư thay đổi theo thời gian và bị ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ, với chính sách dễ dàng hơn gắn liền với việc chấp nhận rủi ro nhiều hơn. Xu hướng nới lỏng tiền tệ nhằm thúc đẩy việc chấp nhận rủi ro đã được biết đến như là kênh chấp nhận rủi ro của chính sách tiền tệ. Ví dụ, nhiều nhà nghiên cứu đã phát hiện ra rằng, chính sách tiền tệ dễ dàng hơn, bình đẳng hơn khiến các ngân hàng sẵn sàng cho vay đối với những người đi vay rủi ro hơn. Tiền dễ dàng hơn dường như cũng làm cho các nhà đầu tư sẵn sàng nắm giữ các tài sản rủi ro hơn, trong đó lợi tức tăng thêm mà các nhà đầu tư yêu cầu để nắm giữ những tài sản đó có xu hướng giảm khi lãi suất thấp. Trong nghiên cứu mà tôi đã thực hiện với Kenneth Kuttner vào năm 2005, chúng tôi phát hiện ra rằng việc nới lỏng tiền tệ làm tăng giá cổ phiếu một phần bằng cách giảm nhu cầu nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư về phần bù rủi ro. Tương tự, một bài báo năm 2015 của Samuel Hanson và Jeremy Stein cho thấy việc cắt giảm lãi suất quỹ

liên bang làm giảm khoản bồi thường mà các nhà đầu tư yêu cầu đối với rủi ro khi nắm giữ chứng khoán dài hạn, khuếch đại tác động của việc nới lỏng chính sách đối với lợi suất dài hạn.

Tại sao chính sách tiền tệ nới lỏng lại làm tăng sự sẵn lòng chấp nhận rủi ro của mọi người? Một số cơ chế đang hoạt động. Đầu tiên, nếu chính sách nới lỏng cải thiện điều kiện kinh tế và tăng thu nhập thực tế hoặc tương lai của người dân, họ sẽ cảm thấy an toàn hơn về mặt tài chính, điều này khiến họ ít lo lắng hơn về nhược điểm tiềm ẩn của việc chấp nhận rủi ro. Ví dụ, các nhà đầu tư có nhiều khả năng mua cổ phiếu rủi ro hơn nếu họ cảm thấy rằng họ có đủ khả năng chịu lỗ nếu mọi việc trở nên tồi tệ. Ngược lại, một nhà đầu tư có nguồn tài chính nhỏ hơn sẽ có nhiều khả năng thận trọng hơn. Hơn nữa, chính sách tiền tệ có thể củng cố sự sẵn sàng ngày càng tăng của các nhà đầu tư trong việc đầu tư rủi ro vào những thời điểm thuận lợi bằng cách làm cho môi trường kinh tế cảm thấy an toàn hơn. Ví dụ, việc nới lỏng chính sách, nếu đi kèm với đảm bảo tiếp tục hỗ trợ, sẽ làm giảm lo ngại của nhà đầu tư về các tình huống xấu nhất, khuyến khích đầu tư thêm vào các tài sản rủi ro.

Thứ hai, chính sách tiền tệ nới lỏng hơn, bằng cách tăng giá trị tài sản, sẽ cải thiện bảng cân đối kế toán của cả người cho vay và người đi vay, thúc đẩy dòng tín dụng mới, bao gồm cả những người đi vay có rủi ro cao hơn. Bảng cân đối ngân hàng mạnh hơn giúp giảm bớt các ràng buộc pháp lý đối với các khoản cho vay mới và tăng khả năng thu hút nguồn vốn không có bảo hiểm, chi phí thấp của các ngân hàng. Tương tự, uy tín tín dụng của người đi vay được cải thiện khi bảng cân đối kế toán của họ được củng cố. Ví dụ, chủ sở hữu nhà có nhiều vốn sở hữu hơn trong căn nhà của họ (vì giá trị căn nhà đã tăng lên) sẽ dễ dàng đủ điều kiện hơn để vay thế chấp thứ hai hoặc khoản vay thế chấp giá trị căn nhà, trong khi một công ty có nhiều tài sản thế chấp hơn sẽ có thể vay với các điều kiện tốt hơn. Những thay đổi về sức mạnh của bảng cân đối kế toán trong chu kỳ kinh doanh là trọng tâm của cái mà Mark Gertler, Simon Gilchrist và tôi từng gọi là máy gia tốc tài chính. Ý tưởng cơ bản là sự phát triển kinh tế có xu hướng cải thiện điều kiện tài chính của các hộ gia đình, doanh nghiệp và ngân hàng, từ đó khuyến khích cho vay, đi vay và đầu tư nhiều hơn.

Như cuộc thảo luận cho đến nay cho thấy, xu hướng nới lỏng tiền tệ để tăng khả năng chấp nhận rủi ro không phải lúc nào cũng là vấn đề. Trong thời kỳ suy thoái - đặc biệt là các cuộc suy thoái sau khủng hoảng tài chính - mức độ chấp nhận rủi ro của khu vực tư nhân thường ở mức quá thấp thay vì quá cao. Điều quan trọng là khuyến khích các ngân hàng và các nhà đầu tư khác chấp nhận rủi ro hợp lý, thay vì tích trữ tiền mặt và chôn vùi. Đó là lý do tại sao các nhà hoạch định chính sách thường nói đến nhu cầu khôi phục niềm tin của công chúng như điều kiện tiên quyết để phục hồi. Nhưng cũng có thể có quá nhiều điều tốt – có các chính sách tiền tệ hoặc kinh tế khác tạo ra nhiều rủi ro hơn mức có lợi cho sự ổn định tài chính lâu dài. Giống như việc kiếm tiền dễ dàng có thể giúp khôi phục việc chấp nhận rủi ro từ mức quá thấp, nó có thể dẫn đến sự gia tăng việc chấp nhận rủi ro mà cuối cùng sẽ vượt quá mức.

Một lý do khiến việc chấp nhận rủi ro, một khi đã bùng phát, có thể trở nên quá mức là trong thế giới thực, con người không phải là những tác nhân lý trí và được cung cấp đầy đủ thông tin trong sách giáo khoa kinh tế. Nhiều người có trí nhớ ngắn ngủi (hoặc kinh nghiệm hạn chế) và có xu hướng ngoại suy các xu hướng gần đây hoặc giải thích bằng chứng một cách có chọn lọc - chẳng hạn như để phù hợp hơn với niềm tin trước đây của họ. Nếu giá cổ phiếu hoặc giá nhà tăng nhanh trong một thời gian, các nhà đầu tư hoặc chủ sở hữu nhà có thể suy luận rằng mức tăng đó sẽ tiếp tục. Tổng quát hơn, trí nhớ ngắn ngủi và tư duy ngoại suy có thể khiến mọi người tin rằng, nếu điều kiện kinh tế gần đây ổn định thì chúng sẽ tiếp tục ổn định. Nhà kinh tế học Hyman Minsky đã lập luận nổi tiếng rằng thời gian tương đối yên tĩnh kéo dài có thể nguy hiểm, bởi vì mọi người sẽ lầm tưởng rằng tình trạng yên tĩnh phải tiếp tục và làm tăng thêm rủi ro - cho đến khi một sự kiện bất lợi lớn, hay một "khoảnh khắc Minsky", khiến họ thoát khỏi trạng thái lo lắng. sự tự mãn.

Những người chỉ trích những lập luận dựa trên cơ sở tâm lý này đôi khi cho rằng vì các nhà đầu tư tinh vi có thể lợi dụng những sai sót trong nhận thức của người khác nên thị trường có thể hợp lý về mặt tổng thể ngay cả khi nhiều hoặc hầu hết các nhà đầu tư không như vậy. Tôi đã đề cập đến cuốn sách The Big Short của Michael

Lewis trước đó, kể về câu chuyện của một số ít nhà đầu tư đặt cược chống lại các khoản thế chấp dưới chuẩn trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu – những hành động mà nếu được bắt chước rộng rãi có thể đã giúp hạ nhiệt cơn sốt thị trường. Tuy nhiên, như câu chuyện đó cũng cho thấy, nếu những nhà đầu tư cứng đầu hơn chỉ có nguồn lực hạn chế để ủng hộ quan điểm của mình, hoặc nếu họ tin rằng mình đủ thông minh để "cưỡi bong bóng" và thoát ra trước khi nó vỡ, thì những người chơi kém lý trí hơn vẫn có thể thống trị kết quả thị trường.

Một lý do khác khiến việc chấp nhận rủi ro có thể vượt quá giới hạn là do động cơ không tốt, xuất phát từ các yếu tố như quy định của chính phủ có cấu trúc kém hoặc cơ chế bồi thường thiếu sót cho các nhà giao dịch, người quản lý tài sản và người cho vay. Các nhà giao dịch trong các tổ chức tài chính lớn có thể kiếm được tiền thưởng dựa trên lợi nhuận giao dịch của họ nhưng chia sẻ khoản lỗ ít hơn theo tỷ lệ tương ứng - họ luôn có quyền rời khỏi công ty nếu mọi việc trở nên tồi tệ. Những thỏa thuận này khuyến khích các nhà giao dịch chấp nhận rủi ro lớn hơn. Tương tự, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ báo cáo lợi nhuận cao hơn có thể thu hút nhiều nhà đầu tư hơn và kiếm được nhiều phí quản lý hơn. Để đạt được lợi nhuận cao hơn, các nhà quản lý quỹ có thể chấp nhận rủi ro bổ sung, bao gồm cả những rủi ro mà các nhà đầu tư không dễ dàng quan sát được (ví dụ: vì chúng liên quan đến việc sử dụng các công cụ tài chính phức tạp hoặc không rõ ràng). Người ta có thể nghĩ rằng hệ thống thị trường của chúng ta sẽ loại bỏ các thỏa thuận kém hiệu quả và thúc đẩy rủi ro một khi chúng được công nhận, nhưng sự đổi mới tài chính nhanh chóng và các quy định tài chính thích ứng chậm sẽ làm giảm sức mạnh của thị trường trong việc phát hiện và loại bỏ các cấu trúc khuyến khích nguy hiểm.

Trong một số tình huống, niềm tin phi lý và động cơ khuyến khích có cấu trúc kém có thể phối hợp với nhau. Ví dụ, người ta thường quan sát thấy rằng các nhà đầu tư có thể "đạt được lợi nhuận" khi lãi suất thấp, chấp nhận nhiều rủi ro hơn mức mong muốn trong nỗ lực đạt được lợi nhuận trung bình trong lịch sử. Hành vi này có thể có yếu tố tâm lý quan trọng nếu các nhà đầu tư coi lợi nhuận trung bình trong lịch sử là "bình thường" hoặc "công bằng" và

do đó chấp nhận rủi ro quá mức để đạt được chúng. Ngoài ra, một công ty bảo hiểm hoặc quỹ hưu trí có thể đạt được lợi nhuận vì nó có các cam kết hợp đồng dài hạn, có thể đã được thỏa thuận trong thời điểm lãi suất cao hơn, điều đó chỉ có thể được đáp ứng bằng cách kiếm được lợi nhuận cao. Kiếm được lợi nhuận an toàn nhưng thấp đảm bảo thất bại trong những trường hợp như vậy, vì vậy (trừ khi có sự giám sát đầy đủ theo quy định) động cơ của họ là chấp nhận rủi ro cần thiết để kiếm được lợi nhuận cần thiết, ngay cả khi những rủi ro đó lớn hơn mức mà người mua bảo hiểm hoặc người nghỉ hưu mong muốn.

Vẫn còn nhiều điều cần tìm hiểu về hành vi đạt được lợi nhuận. Ví dụ: liệu hành vi đạt được lợi nhuận có tồn tại khi lãi suất vẫn ở mức thấp trong nhiều năm không? Nếu lãi suất ở mức thấp trong thời gian dài thì có vẻ như lãi suất "bình thường" mà các nhà đầu tư cảm nhận cũng sẽ giảm, làm giảm áp lực đạt được lợi suất. Tương tự, khi lãi suất thấp vẫn tiếp tục tồn tại, các quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm có động cơ mạnh mẽ để thiết lập lại các hợp đồng mà họ đưa ra để phản ánh trạng thái bình thường mới. Các tổ chức tài chính dường như không có xu hướng chấp nhận rủi ro quá mức ở Nhật Bản, nơi lãi suất gần bằng 0 trong nhiều thập kỷ. Tương tự như vậy, không phải lúc nào cũng rõ ràng liệu các nhà đầu tư đo lường lãi suất "bình thường" theo điều kiện danh nghĩa hay thực tế (điều chỉnh theo lạm phát). Về nguyên tắc, các nhà đầu tư nên quan tâm đến lãi suất thực, nhưng khi so sánh lãi suất hiện hành với lãi suất quen thuộc, họ vẫn có thể nghĩ theo danh nghĩa. Sự hiểu biết rõ ràng về tác động của các chính sách tiền tệ lãi suất thấp hơn trong thời gian dài hơn đối với việc chấp nhận rủi ro sẽ đòi hỏi phải có cách xử lý tốt hơn đối với những vấn đề này.

Tuy nhiên, một lý do khác khiến việc chấp nhận rủi ro vượt quá mức là do người đi vay, người cho vay và nhà đầu tư thiếu động lực để tính đến tác động có thể có của các quyết định của họ đối với sự ổn định chung của hệ thống. Ví dụ, người mua nhà hoặc các công ty vay mượn nhiều trong thời kỳ thuận lợi có thể phải cắt giảm mạnh chi tiêu trong thời kỳ khủng hoảng. Khi đưa ra quyết định vay mượn, các hộ gia đình và doanh nghiệp không có động cơ để xem xét đóng góp cá nhân của họ trước nguy cơ giảm chi tiêu chung có thể làm

trầm trọng thêm cuộc suy thoái tiếp theo. Tương tự như vậy, các nhà môi giới kinh doanh tài trợ cho các khoản tín dụng rủi ro bằng khoản vay ngắn hạn không xem xét đến khả năng rằng, trong một cuộc khủng hoảng, nhu cầu bán nhanh cổ phiếu của họ sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của tất cả các nhà đầu tư. Bởi vì mọi người dễ dàng bỏ qua những tác động của việc chấp nhận rủi ro đối với sự ổn định tài chính tổng thể, nên họ có thể gặp quá nhiều rủi ro từ góc độ xã hội.

Nói tóm lại, kênh chính sách tiền tệ chấp nhận rủi ro có thể giúp thúc đẩy phục hồi kinh tế bằng cách khuyến khích các nhà đầu tư, người cho vay và người đi vay thoát ra khỏi thế phòng thủ và chấp nhận rủi ro thích hợp. Tuy nhiên, vì lý do tâm lý và thể chế, việc chấp nhận rủi ro do nới lỏng tiền tệ cuối cùng có thể trở nên quá mức. Điều đó có nghĩa là các ngân hàng trung ương nên hạn chế sử dụng đồng tiền dễ dàng để chống suy thoái, hay ít nhất là sử dụng nó ít thường xuyên hơn hoặc ít ép buộc hơn?

CHÍNH SÁCH VĨ MÔ

Một số người sẽ tranh luận là có, nhưng câu trả lời không quá rõ ràng. Thực tế là chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến việc chấp nhận rủi ro không nhất thiết hàm ý rằng nó là nguồn gốc chính của các cuộc khủng hoảng tài chính hoặc là công cụ hiệu quả nhất để ngăn chặn chúng. Ví dụ, các cuộc khủng hoảng ngân hàng tái diễn trong thế kỷ 19, cũng như cuộc khủng hoảng toàn cầu góp phần gây ra cuộc Đại suy thoái, hầu hết xảy ra dưới chế độ bản vị vàng, trước khi các chính sách tiền tệ hiện đại và tích cực ra đời. Khoảng thời gian dài giữa hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951 và cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009 có cả chính sách tiền tệ tích cực và tương đối ít các đợt khủng hoảng đủ nghiêm trọng để đe dọa sự ổn định kinh tế vĩ mô, ít nhất là ở các nền kinh tế tiên tiến. Hơn nữa, như đã thảo luận trước đó, hầu hết các nhà kinh tế đều tin rằng chính sách tiền tệ cùng lắm chỉ là một nguyên nhân nhỏ gây ra cuộc khủng hoảng 2007-2009. Nhìn chung, trong khi chính sách tiền tệ dường như ảnh

hưởng đến việc chấp nhận rủi ro thì các yếu tố khác - chẳng hạn như cấu trúc của hệ thống tài chính, hiệu quả của các quy định tài chính và tâm lý đám đông - cũng ảnh hưởng đến tần suất và mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng.

Hơn nữa, mặc dù các chính sách tiền tệ chủ động nêu trên có thể giúp ngăn ngừa hoặc giảm nhẹ khủng hoảng tài chính nhưng cái giá phải trả cho việc chuyển hướng chính sách tiền tệ khỏi các mục tiêu kinh tế là rất rõ ràng. Nếu được quản lý tốt, chính sách tiền tệ là công cụ hữu hiệu và linh hoạt để ổn định nền kinh tế. Các chính sách tiền tệ thụ động hơn có thể tạo ra lạm phát quá cao hoặc việc làm quá thấp mà không làm được gì nhiều để thúc đẩy sự ổn định tài chính.

Vì những lý do này, trước khi thay đổi cách sử dụng chính sách tiền tệ, chúng ta nên hỏi liệu có sẵn các chính sách có mục tiêu hơn để giải quyết các rủi ro tài chính hệ thống hay không. Các chính sách (trừ chính sách tiền tệ) nhằm mục đích thúc đẩy sự ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính được gọi chung là chính sách an toàn vĩ mô. Ngược lại, các chính sách quản lý truyền thống, hiện nay đôi khi được gọi là chính sách an toàn vi mô, nhằm mục đích thúc đẩy sự ổn định, hiệu quả và công bằng trong các thị trường và công ty tài chính riêng lẻ mà không xem xét rõ ràng đến sự ổn định của toàn hệ thống. Cả hai loại chính sách đều có vai trò trong việc thúc đẩy một hệ thống tài chính ổn định và hoạt động tốt.

Trong khi một số quốc gia đã đưa các yếu tố an toàn vĩ mô vào khung pháp lý của họ trước cuộc khủng hoảng 2007–2009, thì sự quan tâm đến cách tiếp cận này đã bùng nổ kể từ đó. Các ủy ban chính thức với quyền hạn mới để thực hiện các chính sách an toàn vĩ mô đã được thành lập ở nhiều quốc gia và các cơ quan quản lý quốc tế đã ban hành các thông lệ tốt nhất và làm việc để điều phối các sáng kiến trên toàn cầu. Tại Hoa Kỳ, đã đạt được những tiến bộ đáng kể nhưng vẫn tồn tại những khoảng trống đáng lo ngại trong quy định an toàn vĩ mô.

Chính sách an toàn vĩ mô ở Hoa Kỳ

Quy định tài chính của Hoa Kỳ đã được cải cách kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nhằm cố gắng giải quyết những thiếu sót trong khuôn khổ pháp lý của Hoa Kỳ. Do sự kết hợp giữa chính trị, tai nạn lịch sử và sự phát triển không ngừng của thị trường tài chính của chúng ta, việc giám sát tài chính ở Hoa Kỳ trước cuộc khủng hoảng rất rời rạc và không đồng đều. Một số tổ chức và thị trường tài chính có nhiều cơ quan quản lý có thẩm quyền chồng chéo, trong khi một số không có cơ quan quản lý hiệu quả. Trong một số trường hợp nhất định, các cơ quan quản lý đã chọn không ưu tiên hoặc áp đặt các giới hạn đối với việc chấp nhận rủi ro quá mức.

Ngoài những khoảng trống và trùng lặp, hệ thống quản lý tiền khủng hoảng còn mắc phải một thiếu sót cơ bản về mặt khái niệm: Mỗi cơ quan quản lý chỉ quản lý một nhóm các thể chế hoặc thị trường được xác định trong phạm vi hẹp, không có trách nhiệm nào bên ngoài lãnh thổ của mình. Trong khi đó, cuộc khủng hoảng đã bộc lộ những điểm yếu lan rộng khắp hệ thống và không phù hợp với phạm vi quản lý của bất kỳ cơ quan đơn lẻ nào. Chẳng hạn, không có cơ quan quản lý nào chịu trách nhiệm hiểu những rủi ro rộng hơn của việc chứng khoán hóa, hoặc tìm ra những tác động của sự phá sản của một ngân hàng đầu tư như Lehman Brothers hoặc của việc tháo chạy khỏi các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ. Không ai chịu trách nhiệm về toàn bộ hệ thống.

Sau cuộc khủng hoảng tài chính, các nhà lập pháp và quản lý trên khắp thế giới nói chung đã tăng cường quản lý nhưng cũng thừa nhận rằng việc giám sát riêng lẻ từng bộ phận cấu thành của hệ thống tài chính không thể đảm bảo sự ổn định chung. Họ phản ứng bằng cách tạo ra các khuôn khổ an toàn vĩ mô mới để giám sát và thúc đẩy sự ổn định của hệ thống mà không phải hy sinh các nhiệm vụ quan trọng là đảm bảo sự an toàn, hiệu quả và công bằng của từng công ty hoặc thị trường. Các chính sách an toàn vĩ mô mới có hai loại chính. Các chính sách cơ cấu, còn được gọi là chính sách xuyên suốt chu kỳ, nhằm tăng cường khả năng phục hồi tổng thể của hệ thống tài chính trước các cú sốc. Khi đã được áp dụng, các chính sách cơ cấu không thay đổi theo chu kỳ kinh doanh hoặc diễn biến thị trường. Ngược lại, các chính sách mang tính chu kỳ được cho là sẽ thay đổi để đáp ứng với các điều kiện kinh tế và tài chính

đang phát triển hoặc sự xuất hiện của các mối đe dọa mới đối với sự ổn định.

Tại Hoa Kỳ, Đạo luật Dodd-Frank năm 2010 đã áp dụng quan điểm an toàn vĩ mô trong nhiều điều khoản của đạo luật. Ví dụ, việc nhận ra rằng việc cho vay dưới chuẩn lừa đảo gây ra hậu quả cho toàn bộ hệ thống tài chính là một động lực khiến Dodd-Frank thành lập Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng và cấm một số hoạt động cho vay thế chấp nhất định. Tuy nhiên, từ quan điểm an toàn vĩ mô, một điều khoản đặc biệt quan trọng là việc thành lập một hội đồng quản lý mới, Hội đồng giám sát ổn định tài chính (FSOC), chịu trách nhiệm giám sát và ứng phó với các rủi ro về ổn định tài chính.

Đứng đầu là Bộ trưởng Tài chính, FSOC điều phối nỗ lực của các cơ quan quản lý chủ chốt như Cục Dự trữ Liên bang, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) và FDIC. (FSOC có tất cả 10 thành viên bỏ phiếu.) Đến lượt mình, một số cơ quan này đã tăng đáng kể các nguồn lực dành riêng cho việc giám sát hệ thống tài chính. Ban Ổn định Tài chính của Fed, được thành lập sau cuộc khủng hoảng, phân tích các rủi ro đối với hệ thống tài chính và tóm tắt tóm tắt cho Hội đồng quản trị và FOMC. Cả FSOC và Fed đều phát hành các báo cáo công khai thường xuyên về rủi ro ổn định tài chính và các phản ứng chính sách theo kế hoạch. Đạo luật Dodd-Frank cũng thành lập Văn phòng Nghiên cứu Tài chính mới trong Kho bạc để thu thập và phân tích dữ liệu nhằm hỗ trợ công việc của FSOC và xuất bản báo cáo thường niên của riêng mình.

Hệ thống tài chính liên tục thay đổi để đáp ứng nhu cầu, sự đổi mới và các khuyến khích pháp lý, đặt ra thách thức lâu năm cho các cơ quan quản lý. Ví dụ, người ta có thể nghĩ rằng việc thắt chặt các quy định về cho vay ngân hàng sẽ làm cho hệ thống an toàn hơn, nhưng điều đó có thể không đúng nếu các quy định cứng rắn hơn đối với các ngân hàng chỉ có tác dụng đẩy việc cho vay rủi ro vào những bộ phận ít được quản lý hơn trong hệ thống. Để giúp các quy định bắt kịp với ngành tài chính đang phát triển, Quốc hội đã trao quyền cho FSOC chỉ định các công ty hoặc hoạt động tài chính phi ngân hàng riêng lẻ là quan trọng về mặt hệ thống và do đó chịu sự giám sát bổ sung của Fed. Ngoài ra, FSOC có quyền gây áp lực lên các cơ quan quản lý riêng lẻ bằng cách đưa ra các khuyến nghị

"tuân thủ hoặc giải thích". Các cơ quan phải áp dụng các khuyến nghị của FSOC hoặc đưa ra lời giải thích tại sao họ không làm như vậy.

Dodd-Frank cũng thiết lập một khuôn khổ pháp lý, được gọi là cơ quan thanh lý có trật tự, để xử lý một công ty tài chính quan trọng mang tính hệ thống đang trên bờ vực sụp đổ - Lehman Brothers tiếp theo. Trong thủ tục phá sản tiêu chuẩn, mục tiêu là tối đa hóa khả năng thu hồi tối đa của các chủ nợ của công ty phá sản. Ngược lại, cơ quan thanh lý có trật tự trao quyền cho Fed, FDIC và các cơ quan khác xử lý một công ty tài chính đang phá sản theo những cách có tính đến những rủi ro mà một thất bại không kiểm soát được có thể gây ra cho sự ổn định của hệ thống. Các công ty được điều chỉnh bởi điều khoản này phải cung cấp cho các nhà quản lý những ý chí sống cho thấy công ty có thể thoát khỏi khủng hoảng một cách an toàn như thế nào. Các công ty cũng phải phát hành các dạng nợ đặc biệt có thể chuyển đổi thành vốn chủ sở hữu khi công ty được thanh lý hoặc tái cơ cấu. Quá trình thanh lý có trật tự hơn này sẽ không loại bỏ được tác động mang tính hệ thống của sự sụp đổ của một công ty lớn, nhưng nó sẽ dẫn đến một quá trình ít hỗn loạn hơn nhiều so với sự sụp đổ của Lehman năm 2008.

Trong một cuộc cải cách an toàn vĩ mô quan trọng khác, một thỏa thuận quốc tế có tên Basel III (theo tên thành phố ở Thụy Sĩ nơi nó được đàm phán) và Đạo luật Dodd-Frank cùng nhau làm tăng đáng kể các yêu cầu về vốn ngân hàng và thanh khoản, phản ánh vai trò trung tâm của các ngân hàng trong hầu hết các hệ thống tài chính. Basel III cũng yêu cầu các ngân hàng lớn, quan trọng về mặt hệ thống phải nắm giữ nhiều vốn và tài sản lưu động hơn các ngân hàng khác. Tại Hoa Kỳ, yêu cầu về vốn của ngân hàng được tăng cường hơn nữa bằng cách yêu cầu các ngân hàng phải thực hiện các bài kiểm tra sức chịu đựng thường xuyên để xác định xem liệu họ có đủ vốn đáp ứng các yêu cầu tối thiểu theo quy định và tiếp tục cho vay ngay cả trong những tình huống kinh tế và tài chính cực kỳ tồi tệ hay không. (Fed đã dựa vào các bài kiểm tra sức chịu đựng của ngân hàng trong đại dịch năm 2020 để quyết định xem nên cho phép các ngân hàng trả cổ tức hay mua lại cổ phiếu, cả hai đều làm giảm vốn ngân hàng.) Không giống như sự gia tăng chung về vốn

ngân hàng và thanh khoản, vốn là các chính sách thận trọng vĩ mô mang tính cấu trúc, Yêu cầu về vốn dựa trên các bài kiểm tra sức chịu đựng là các chính sách mang tính chu kỳ vì các bài kiểm tra sức chịu đựng dựa trên các kịch bản phản ánh rủi ro kinh tế và tài chính mà các cơ quan quản lý hiện thấy lo ngại nhất. Một chính sách an toàn vĩ mô theo chu kỳ khác—có sẵn đối với Cục Dự trữ Liên bang nhưng không được sử dụng, ngay cả trong thời gian mở rộng kéo dài trước đại dịch—cho phép các cơ quan giám sát ngân hàng yêu cầu các ngân hàng tăng vốn trong quá trình mở rộng kinh tế. Sau khi được xây dựng, vùng đệm vốn nghịch chu kỳ này có thể bị rút bớt trong thời kỳ khủng hoảng hoặc suy thoái.

Tổng hợp lại, những cải cách này và những cải cách khác đã tăng cường hoạt động giám sát an toàn vĩ mô ở Hoa Kỳ. Họ có đủ không?

NHỮNG THIẾU KHIẾU CỦA CHÍNH SÁCH VĨ MÔ MỸ

Bất chấp những tiến bộ đáng chú ý, chính sách an toàn vĩ mô của Hoa Kỳ vẫn còn những thiếu sót đáng kể, khiến hệ thống tài chính gặp rủi ro. Hầu hết đều có thể khắc phục được, nhưng để làm được điều đó sẽ cần có sự cam kết thực sự của các nhà lập pháp và quản lý.

Cơ cấu và quyền hạn của Hội đồng giám sát ổn định tài chính

Dodd-Frank dự định FSOC sẽ dẫn đầu các nỗ lực giám sát hệ thống tài chính và điều phối các biện pháp ứng phó với những rủi ro tiềm ẩn. (Chính quyền Obama đã đề xuất giao cho Fed những trách nhiệm đó, nhưng hậu quả chính trị từ vai trò của Fed trong các gói cứu trợ không được lòng dân trong cuộc khủng hoảng tài chính đã

nhấn chìm ý tưởng đó.) Nhưng cơ cấu của FSOC, cũng như những giới hạn về quyền hạn của nó, đã cản trở khả năng của nó. để thực hiện sứ mệnh của mình. Đáng chú ý, FSOC được lãnh đạo bởi Bộ trưởng Tài chính, điều này có thể mang lại tính chính đáng về mặt chính trị, nhưng cũng có nghĩa là hội đồng có thể hoạt động ít nhiều, tùy thuộc vào các ưu tiên của bộ trưởng và các luồng gió chính trị. Ví dụ, dưới thời Bộ trưởng Tài chính Steven Mnuchin, FSOC đã áp dụng cách tiếp cận bãi bỏ quy định, phù hợp với các ưu tiên của chính quyền Trump nhưng lại là một bước thụt lùi trong việc làm cho hệ thống tài chính trở nên an toàn hơn.

Điều đáng chú ý là, dưới thời chính quyền Trump, FSOC đã không sử dụng thẩm quyền được Đạo luật Dodd-Frank cấp để chỉ định các công ty hoặc hoạt động tài chính phi ngân hàng cụ thể là quan trọng về mặt hệ thống. Quả thực, chính quyền đã không kháng cáo một quyết định đáng nghi ngờ của tòa án trong vụ kiện do công ty bảo hiểm MetLife đưa ra, khiến việc chỉ định các công ty tài chính trở nên khó khăn hơn đáng kể. Vào cuối chính quyền Trump, không một công ty nào được coi là quan trọng về mặt hệ thống. (Một số công ty đã bị loại bỏ danh hiệu đó sau khi thay đổi cơ cấu hoặc hoạt động của họ.)

Một điểm yếu khác của FSOC là nó không phải là một cơ quan riêng biệt mà thay vào đó là một hội đồng quản lý, mỗi cơ quan vẫn giữ quyền độc lập. Người đứng đầu cơ quan gặp nhau khoảng một quý một lần để chia sẻ quan điểm và thông tin, và như đã đề cập, Hội đồng có thể gây áp lực buộc một cơ quan phải thực hiện các hành động cụ thể. Nhưng quá trình tham vấn này làm chậm lại mọi phản ứng tiềm ẩn trước những rủi ro mới nổi.

Hơn nữa, một cơ quan ngoan cố có thể bỏ qua các khuyến nghị nhằm thúc đẩy sự ổn định tài chính, ngay cả khi được tất cả các thành viên khác của Hội đồng ủng hộ. Những nỗ lực của FSOC dưới thời chính quyền Obama nhằm cải cách các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, vốn đã phải hứng chịu những hoạt động tàn khốc trong năm 2008 và cần đến sự hỗ trợ khẩn cấp từ Kho bạc và Cục Dự trữ Liên bang, là một ví dụ điển hình. Các quỹ tiền được quy định bởi SEC. FSOC đã đề xuất cải cách để loại bỏ rủi ro hoạt động tại các quỹ tiền tệ, nhưng SEC—không có nhiệm vụ ổn định tài chính và, vì các lý do

lịch sử, nhìn chung không coi việc hạn chế chấp nhận rủi ro là một phần sứ mệnh của mình—đã chần chừ, lập luận rằng điều đó thiếu đủ thẩm quyền và cuối cùng đã thực hiện một số thay đổi hạn chế nhưng không giải quyết được vấn đề. Các nhà kinh tế tại Fed, Kho bạc và các cơ quan khác hiểu rõ rằng những cải cách của SEC là chưa thỏa đáng và động lực khuyến khích các nhà đầu tư quỹ tiền tệ hoạt động vẫn chưa bị loại bỏ. Và trên thực tế, một số quỹ tiền đã trải qua đợt sụt giảm trong cuộc khủng hoảng tháng 3 năm 2020. Rõ ràng là cần phải cải cách hơn nữa, nhưng, nếu không có luật mới, thì cần phải có sự hợp tác tích cực của SEC.

Thị trường nhà ở và thế chấp

FSOC và các cơ quan thành viên nói chung cũng thiếu các công cụ thích hợp để ngăn chặn sự bùng nổ tín dụng trong lĩnh vực nhà ở và bất động sản thương mại. Chắc chắn là không bao giờ dễ dàng xác định liệu một đợt bùng nổ có hợp lý về mặt kinh tế hay không, nhưng - như giai đoạn 2007-2009 đã được chứng minh rõ ràng - một đợt bùng nổ tín dụng bị phá sản có thể gây bất ổn cho hệ thống tài chính, làm tắc nghẽn dòng tín dụng mới và buộc những người đi vay gặp khó khăn về tài chính phải cắt giảm chi tiêu của họ. Một khuôn khổ an toàn vĩ mô toàn diện sẽ cung cấp cho các cơ quan quản lý—có thể phối hợp với Bộ Tài chính hoặc FSOC—các công cụ để hạn chế sự bùng nổ tín dụng và giúp đảm bảo rằng hệ thống có thể tồn tại sau các vụ phá sản.

Các chính sách an toàn vĩ mô của Hoa Kỳ được ban hành sau cuộc khủng hoảng – bao gồm các tiêu chuẩn khắt khe về vốn ngân hàng, các cuộc kiểm tra sức chịu đựng của ngân hàng (có thể bao gồm các kịch bản bùng nổ và phá sản tín dụng) và cơ quan thanh lý có trật tự – chắc chắn đã giúp hệ thống trở nên linh hoạt hơn. Đạo luật Dodd-Frank cũng thắt chặt các tiêu chuẩn cho vay thế chấp nói chung, yêu cầu các nhà chứng khoán hóa các khoản thế chấp chất lượng thấp hơn phải giữ quyền sở hữu một phần ("da trong trò chơi") và thành lập Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng. Đó là

những thành tựu có ý nghĩa. Tuy nhiên, tôi lo ngại rằng các cơ quan quản lý của Hoa Kỳ vẫn thiếu các công cụ phù hợp để giải quyết bong bóng tín dụng và nhà đất đang nổi lên.

Nhiều quốc gia khác, bao gồm cả các thị trường mới nổi và các nền kinh tế tiên tiến, đã áp dụng các chính sách an toàn vĩ mô nhằm mục tiêu vượt quá mức giá bất động sản và cho vay thế chấp. Ví dụ, một số quốc gia không chỉ đặt ra tỷ lệ khoản vay trên giá trị hoặc tỷ lệ nợ trên thu nhập tối đa đối với người vay thế chấp mà còn cho phép những giới hạn đó thay đổi để đáp ứng với sự phát triển kinh tế. Các quy định khác được sử dụng ở nước ngoài hạn chế tỷ lệ các khoản thế chấp trả trước thấp hoặc nợ có lãi suất cao trên thu nhập mà một người cho vay nhất định có thể thực hiện, hạn chế mức tăng trưởng cho vay tổng thể của ngân hàng hoặc cho phép các cơ quan quản lý tăng yêu cầu về vốn khi họ lo ngại về giá nhà tăng nhanh. hoặc tín dụng. Bằng chứng cho thấy các chính sách thuộc loại này có thể - với chi phí kinh tế tổng thể khiêm tốn - làm chậm sự tăng trưởng của giá nhà, cho vay thế chấp và tín dụng ngân hàng, do đó làm giảm rủi ro khủng hoảng.

Ngân hàng ngầm

Một điểm yếu đặc biệt đáng lo ngại của khuôn khổ an toàn vĩ mô của Hoa Kỳ là việc giám sát vẫn chưa đầy đủ đối với khu vực ngân hàng ngầm. Việc chấp nhận rủi ro quá mức trong hoạt động ngân hàng ngầm là nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng 2007–2009. Khi nguồn tài trợ ngắn hạn của các ngân hàng đầu tư (như Bear Stearns và Lehman Brothers) và những người nắm giữ tài sản tín dụng khác (như các loại xe chuyên dùng ngoại bảng) bốc hơi, việc bán tài sản xảy ra đã ảnh hưởng đến hầu như tất cả các hình thức tín dụng tư nhân, không chỉ thế chấp.

Một số tiến bộ đã đạt được, thông qua cả luật pháp và những thay đổi trên thị trường, trong việc giảm thiểu rủi ro do hoạt động ngân hàng ngầm gây ra. Trong số năm ngân hàng đầu tư lớn hoạt động trước cuộc khủng hoảng tài chính, một ngân hàng phá sản

(Lehman), hai ngân hàng lớn mua lại (Bear Stearns và Merrill Lynch), và hai ngân hàng (Morgan Stanley và Goldman Sachs) trở thành công ty cổ phần ngân hàng, đưa họ vào cuộc. quỹ đạo của các cơ quan quản lý ngân hàng liên bang. Cục Dự trữ Liên bang cũng có những hành động nhằm cải thiện hoạt động của thị trường repo, các cơ quan quản lý ép các ngân hàng giảm các khoản cho vay doanh nghiệp rủi ro thông qua các phương tiện ngoại bảng, và Ủy ban Ổn định Tài chính (một nhóm cơ quan quản lý quốc tế) bắt đầu thường xuyên giám sát hoạt động ngân hàng ngầm trên toàn thế giới. Dodd-Frank cũng cải thiện tính an toàn và minh bạch của thị trường phái sinh tài chính, vốn được các ngân hàng ngầm sử dụng nhiều. Tuy nhiên, vẫn có lý do để lo ngại rằng cải cách chưa hoàn thiện và vẫn còn những rủi ro nghiêm trọng.

Các sự kiện vào tháng 3 năm 2020, sau khi thị trường nhận ra mối đe dọa do đại dịch gây ra, đã xác thực những lo ngại này. Trong tháng đó, lĩnh vực ngân hàng ngầm đã trải qua những đợt bán tháo và bùng nổ doanh số tương tự như sự gián đoạn trong năm 2008, tạo ra sự biến động cực độ và rối loạn chức năng thị trường - ngay cả ở thị trường tài chính thường an toàn nhất và thanh khoản nhất, thị trường chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ. Như đã lưu ý trước đó, giống như năm 2008, các nhà đầu tư đã tháo chạy khỏi các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, xác nhận rằng những cải cách trước đó của SEC là không thỏa đáng. Hoạt động tháo chạy cũng xảy ra ở một số quỹ trái phiếu, quỹ tương hỗ nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp có tính thanh khoản tương đối kém, đồng thời đảm bảo với các nhà đầu tư rằng họ có thể rút tiền mặt theo ý muốn. Một số loại quỹ phòng hộ nhất định, có khoản vay trên thị trường repo cho phép họ đạt được tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu gần 100 trên 1, đã buộc phải bán tháo chứng khoán do thua lỗ, làm tăng thêm áp lực bán ra. Chỉ có các biện pháp mạnh mẽ của Fed, bao gồm cho vay khẩn cấp và mua số lượng lớn Trái phiếu Kho bạc và chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp, mới ổn định được thị trường. Các biện pháp can thiệp khẩn cấp của Fed, tạo ra rủi ro đạo đức (khuyến khích chấp nhận rủi ro quá mức trong tương lai) và sự không chắc chắn, có thể cần thiết để bảo vệ nền kinh tế trong ngắn hạn, nhưng chúng không

thể thay thế cho các quy định phù hợp trước thực tế. ngăn chặn khủng hoảng xảy ra ngay từ đầu.

Cơn hoảng loạn năm 2020 đã nêu bật những vấn đề cụ thể trong hoạt động ngân hàng ngầm, một số vấn đề trong số đó có thể đã được giải quyết theo thẩm quyền pháp lý hiện có. Vấn đề rộng hơn là các ngân hàng ngầm, khi gộp lại, hoạt động như một hệ thống ngân hàng - cung cấp thanh khoản và lợi nhuận cho nhà đầu tư cũng như tín dụng cho người đi vay - nhưng chúng không được quản lý giống như một hệ thống ngân hàng. Ví dụ, những cải cách hậu khủng hoảng nhằm tăng cường an ninh vốn và nguồn vốn của các ngân hàng thương mại thường không áp dụng cho các ngân hàng ngầm và việc giám sát pháp lý đối với các khoản đầu tư và cho vay của họ vẫn còn hạn chế. Sự bất đối xứng đó là không chính đáng; trên thực tế, nó khuyến khích các hoạt động rủi ro di chuyển vào lĩnh vực này. Các ngân hàng ngầm nắm giữ tài sản rủi ro (như ngân hàng đầu tư hoặc quỹ phòng hộ) phải tuân theo các yêu cầu về vốn hoặc giới hạn đòn bẩy phản ánh rủi ro trong danh mục đầu tư của họ và những ngân hàng hứa hẹn với nhà đầu tư khả năng tiếp cận tiền mặt nhanh chóng (như quỹ thị trường tiền tệ hoặc quỹ trái phiếu) nên hoặc nắm giữ lượng dự trữ thanh khoản đáng kể hoặc cơ cấu các dịch vụ của họ theo cách khiến các nhà đầu tư không có động cơ để bỏ chạy.

Công cụ chống khủng hoảng

Mặc dù các chính sách an toàn vĩ mô có thể làm giảm tần suất và mức độ nghiêm trọng của khủng hoảng nhưng chúng ta không bao giờ có thể loại bỏ chúng. Do đó, chúng ta cần có những công cụ thích hợp để giải quyết khủng hoảng khi chúng xảy ra. Tại Hoa Kỳ, thẩm quyền thanh lý có trật tự của Dodd-Frank cho phép các cơ quan quản lý xử lý một công ty tài chính phi ngân hàng có hệ thống đang phá sản theo cách có thể dự đoán được có tính đến sự ổn định tài chính. Các khu vực pháp lý khác cũng đã tạo ra các công cụ mới để giải quyết các công ty phá sản và các quốc gia đang hợp tác

cùng nhau để chuẩn bị cho sự thất bại của một công ty đa quốc gia, chẳng hạn như thông qua các bài tập nhập vai chung. Đó là tất cả những điều tốt đẹp. Mặt khác, thẩm quyền thanh lý có trật tự để giải quyết các công ty phi ngân hàng kém linh hoạt hơn thẩm quyền của FDIC trong việc giải quyết một ngân hàng đổ vỡ. Và các cơ quan quản lý không thể dựa vào quỹ bảo hiểm có sẵn để giải quyết các vấn đề phi ngân hàng, như FDIC có thể làm khi đóng cửa hoặc bán một ngân hàng. Thay vào đó, bất kỳ chi phí nào do chính phủ gánh chịu sẽ được bù đắp sau khi thực tế xảy ra bằng cách đánh giá các khoản phí đối với ngành tài chính. Mặc dù đây là một sự cải thiện rõ ràng so với những gì chúng tôi có trong năm 2008, nhưng thẩm quyền thanh lý vẫn chưa được kiểm chứng.

Tình trạng của các công cụ chống khủng hoảng khác là hỗn hợp. Sau các gói cứu trợ năm 2008–2009, Quốc hội đã cắt giảm một số công cụ mà Fed, Bộ Tài chính và các nhà hoạch định chính sách khác đã sử dụng để kiểm soát cuộc khủng hoảng. Đạo luật Dodd-Frank đã hạn chế quyền cho vay khẩn cấp 13(3) của Fed bằng cách cấm tổ chức này cho vay đối với một công ty bị căng thẳng duy nhất (trái ngược với chương trình cho vay dành cho tất cả những người đi vay trong một nhóm). Tất cả các chương trình cho vay 13(3) hiện nay đều cần có sự chấp thuận của Bộ trưởng Tài chính cũng như Hội đồng quản trị Fed. Dodd-Frank cũng yêu cầu Fed tiết lộ thông tin về những người vay trong cửa sổ chiết khấu (có độ trễ hai năm) và những người vay từ chương trình 13(3) (trong vòng một năm kể từ khi chấm dứt chương trình). Mong muốn của Quốc hội về sự minh bạch hơn là điều dễ hiểu, nhưng những yêu cầu báo cáo chặt chẽ hơn này sẽ làm tăng sự kỳ thị đối với việc vay mượn từ Fed, khiến ngân hàng trung ương gặp khó khăn hơn trong việc thực hiện vai trò truyền thống là người cho vay cuối cùng trong một cuộc khủng hoảng. Tương tự như vậy, các biện pháp thành công trong thời kỳ khủng hoảng như chương trình FDIC đảm bảo các khoản nợ ngân hàng mới phát hành và chương trình bảo hiểm của Bộ Tài chính cho các quỹ thị trường tiền tệ đã bị loại bỏ hoặc phải chịu những hạn chế mới trên diện rộng.

Tất nhiên, Quốc hội có thể khôi phục các quyền lực khẩn cấp khi cần thiết, giống như khi mở rộng các chương trình cho vay 13(3)

của Fed theo Đạo luật CARES 2020. Tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra nhanh chóng và những tác động kinh tế mà các nhà lập pháp có thể thấy thường đi sau sự gián đoạn thị trường tài chính. Sự chậm trễ về mặt lập pháp hoặc bế tắc chính trị có thể làm tăng đáng kể chi phí kinh tế và tài chính cuối cùng của một cuộc khủng hoảng trong tương lai.

Tích cực hơn, Fed (cũng như Bộ Tài chính và các cơ quan quản lý khác) đã học được rất nhiều điều từ các cuộc khủng hoảng 2007–2009 và 2020. Những bài học này đặc biệt rõ ràng vào năm 2020, khi Fed hành động nhanh chóng và chủ động. Nó sử dụng quyền hạn 13(3) của mình ngay cả trước khi Quốc hội mở rộng khả năng cho vay. Dựa trên các hành động được thực hiện trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, Fed Powell cũng tích cực sử dụng một loạt các cơ quan hiện có, bao gồm hoán đổi tiền tệ với các ngân hàng trung ương nước ngoài để đảm bảo khả năng tiếp cận đô la toàn cầu, hoạt động repo nghìn tỷ đô la để duy trì thanh khoản thị trường và các hoạt động repo quy mô lớn. mua Kho bạc và chứng khoán được thế chấp để hỗ trợ các thị trường đó. Do đó, bất chấp những hạn chế về mặt lập pháp mới, Fed—bằng cách sử dụng các công cụ hiện có theo những cách mới và sáng tạo—đã mở rộng một cách hiệu quả bộ công cụ chống khủng hoảng của mình.

Chính sách an toàn vĩ mô ở Hoa Kỳ, vốn chưa hề tồn tại trước cuộc khủng hoảng 2007–2009, đã đi được một chặng đường dài. Lần đầu tiên, rủi ro đối với sự ổn định tài chính được theo dõi và phân tích thường xuyên, xem xét tác động của các sản phẩm tài chính mới hoặc các biện pháp quản lý đối với hệ thống rộng hơn và có sẵn các công cụ như thẩm quyền thanh lý có trật tự. Hệ thống ngân hàng mạnh hơn nhiều và chính phủ có các công cụ, nếu chưa được triển khai đầy đủ, để đưa các công ty và hoạt động ngân hàng ngầm có rủi ro hệ thống vào dưới sự điều tiết của quy định. Đồng thời, Hoa Kỳ – với hệ thống tài chính phức tạp và đa dạng nhất thế giới – lại tụt hậu so với nhiều quốc gia khác trong việc phát triển và áp dụng các công cụ thận trọng vĩ mô. Việc chính phủ phải can thiệp ồ ạt vào thị trường hai lần trong vòng chưa đầy một thập kỷ rưỡi cho thấy vấn đề rất sâu sắc. Tin tốt là các ví dụ quốc tế đa dạng cung cấp các mô hình hữu ích để phát triển hơn nữa khuôn khổ của

Hoa Kỳ trong việc dự đoán và ứng phó với các tình huống khẩn cấp về tài chính.

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CHÍNH SÁCH VĨ MÔ

Những hạn chế của chính sách an toàn vĩ mô một lần nữa đặt ra câu hỏi liệu chính sách tiền tệ có nên tập trung nhiều hơn vào ổn định tài chính hay không. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có nên tính đến những rủi ro tài chính đang nổi lên khi quyết định nơi ấn định lãi suất không? Họ có nên hạn chế sử dụng các chính sách kiếm tiền dễ dàng nói chung, ngay cả khi không có rủi ro rõ ràng, với lý do tiền dễ dàng làm tăng khả năng bất ổn trong tương lai?

Đối với hầu hết các nhà hoạch định chính sách và những người đã từng làm chính sách, kể cả tôi, câu trả lời là: Về nguyên tắc là có. Tuy nhiên, trong thực tế, rất thận trọng và không thường xuyên. Tại sao lại miễn cưỡng? Tôi đã đưa ra trường hợp cơ bản về chủ nghĩa hoài nghi trong bài phát biểu đầu tiên của mình với tư cách là thống đốc Fed vào tháng 10 năm 2002. Bởi vì bong bóng internet mới vỡ gần đây, góp phần gây ra cuộc suy thoái năm 2001, nên tôi đã đưa ra lập luận của mình xung quanh câu hỏi liệu Fed có nên cố gắng xác định và chọc thủng bong bóng thị trường chứng khoán mới nổi thông qua việc tăng lãi suất, nhưng lý luận của tôi cũng áp dụng cho các rủi ro tài chính khác. Trong bài phát biểu của mình, tôi đã nhấn mạnh ba lý do khiến tôi coi chính sách tiền tệ là một công cụ kém hiệu quả để ngăn chặn rủi ro đối với sự ổn định tài chính.

Đầu tiên, tôi lập luận rằng, Fed không thể xác định một cách đáng tin cậy các bong bóng (hoặc nói rộng ra là các sự tích tụ rủi ro không lành mạnh khác) với bất kỳ sự tự tin nào, và trong mọi trường hợp không nên cố gắng trở thành trọng tài về mức "chính xác" của giá cổ phiếu hoặc các loại khác. tài sản. Thứ hai, sự hiểu biết của chúng ta về mối liên hệ giữa chính sách tiền tệ và rủi ro ổn định còn quá hạn chế để có thể hướng dẫn chính sách một cách hữu ích. Ví dụ, trong lịch sử, những nỗ lực sử dụng chính sách tiền tệ để chọc thủng bong bóng thường dẫn đến sự sụp đổ chứ không phải là sự

sụt giảm nhẹ, một ví dụ điển hình là nỗ lực của Fed nhằm hạ nhiệt giá cổ phiếu vào cuối những năm 1920, lên đến đỉnh điểm là đợt lao dốc năm 1929. Cuối cùng, chính sách tiền tệ là một công cụ thẳng thừng: Những thay đổi về lãi suất ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế và không thể nhắm tới một nhóm thị trường hẹp hoặc một vài lĩnh vực quá nóng. Như Benjamin Strong, lãnh đạo Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York vào những năm 1920, đã từng nói, việc đánh đòn tất cả con cái khi một trong số chúng hư hỏng là điều vô nghĩa. Những nỗ lực sử dụng chính sách tiền tệ để làm vỡ bong bóng hoặc giải quyết các rủi ro ổn định tài chính khác có thể gây tổn hại cũng như giúp ích cho nền kinh tế nói chung, bởi vì mức độ thắt chặt chính sách cần thiết để kiểm soát bong bóng cũng có khả năng làm giảm việc làm, tăng trưởng và lạm phát trong nền kinh tế. ngắn hạn.

Tôi nhấn mạnh điểm cuối cùng này. Bong bóng và bùng nổ cho vay xảy ra do các nhà đầu tư kỳ vọng lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng cao. Theo đó, tôi lập luận rằng cần phải thắt chặt tiền tệ một cách mạnh mẽ để làm dịu đi sự tăng giá nhanh chóng của cổ phiếu hoặc các tài sản khác. Nhưng việc thắt chặt mạnh mẽ sẽ có những tác dụng phụ không mong muốn về mặt kinh tế. Một bài báo được đưa ra nhiều năm sau đó, tại hội nghị Jackson Hole năm 2010 của Fed, do các nhà kinh tế Charles Bean, Matthias Paustian, Adrian Penalver và Timothy Taylor của Ngân hàng Trung ương Anh thực hiện đã đưa ra một minh họa. Họ ước tính điều gì có thể xảy ra nếu, để đối phó với bong bóng nhà ở, Fed đã giữ lãi suất quỹ liên bang cao hơn 2 điểm phần trăm từ năm 2003 đến năm 2006. Sau khi tính đến những tác động gián tiếp của tốc độ tăng trưởng chậm hơn cũng như những tác động trực tiếp của lãi suất cao hơn. , họ kết luận rằng tín dụng và giá nhà, do các yếu tố khác thúc đẩy, sẽ chỉ tăng ở mức khiêm tốn hơn nếu không. Tuy nhiên, việc thắt chặt chính sách tiền tệ thêm 2 điểm phần trăm bắt đầu từ năm 2003 chắc chắn sẽ cản trở nghiêm trọng sự phục hồi sau cuộc suy thoái năm 2001 và làm tăng rủi ro giảm phát. Phù hợp với những kết quả này, các nhà kinh tế học Òscar Jordà, Moritz Schularick và Alan Taylor ước tính rằng để tránh toàn bộ bong bóng nhà đất trong giai đoạn 2002-2006, Fed sẽ phải tăng lãi suất quỹ lên tới 8 điểm phần trăm.

Trong khi phản đối việc sử dụng chính sách tiền tệ thường xuyên như một công cụ ổn định tài chính, bài phát biểu năm 2002 của tôi vẫn thừa nhận tầm quan trọng cốt lõi của việc duy trì sự ổn định tài chính. Thay vào đó, tôi lập luận rằng chúng ta nên sử dụng "công cụ phù hợp cho công việc" để kiểm soát rủi ro tài chính - trong hầu hết các trường hợp, quyền hạn về quản lý, giám sát và người cho vay cuối cùng.

Hai thập kỷ sau, tôi vẫn cảm thấy thoải mái với phần lớn những gì tôi đã nói trong bài phát biểu đó. Tuy nhiên, rất nhiều điều đã xảy ra kể từ đó, rõ ràng nhất là cuộc khủng hoảng tàn khốc 2007–2009 mà các cơ quan quản lý đã không thể ngăn chặn. Và, mặc dù các quy định tài chính đã được tăng cường kể từ cuộc khủng hoảng, nhưng chúng ta vẫn chưa đạt được mục tiêu cần đạt được. Ngày nay chúng ta cũng biết nhiều hơn năm 2002 về kênh chấp nhận rủi ro của chính sách tiền tệ, nguồn gốc và tác động kinh tế của các cuộc khủng hoảng tài chính, cũng như những hạn chế mà giới hạn dưới hiệu quả đặt ra đối với chính sách tiền tệ hậu khủng hoảng. Một cái nhìn mới mẻ về những vấn đề này chắc chắn là cần thiết.

Chính sách chống gió

Một quan điểm khác với quan điểm trong bài phát biểu năm 2002 của tôi cho rằng, ngoài việc ứng phó với những thay đổi trong triển vọng việc làm và lạm phát, các ngân hàng trung ương cũng nên sử dụng các công cụ tiền tệ để chống lại sự gia tăng rủi ro tài chính - hay cái thường được gọi một cách tổng quát là, "mất cân bằng tài chính." Cái gọi là cách tiếp cận dựa vào gió (LATW) này đã được ủng hộ ngay cả trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Claudio Borio và William White của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS) đã đưa ra những ý tưởng chính tại hội nghị Jackson Hole của Fed năm 2003. Kể từ năm 2008, cách tiếp cận này đương nhiên nhận được nhiều sự chú ý hơn.

Phần lớn, những người ủng hộ LATW không coi mình là người ủng hộ những thay đổi lớn đối với khuôn khổ chính sách truyền

thống. Họ đồng ý rằng mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ phải là ổn định giá cả và tạo việc làm cao. Thật vậy, họ thừa nhận rằng suy thoái kinh tế và lạm phát quá mức có thể tự trở thành nguồn gây bất ổn tài chính, ví dụ, bằng cách làm suy yếu hệ thống ngân hàng, làm tăng tình trạng vỡ nợ của người vay hoặc làm tăng thêm biến động của thị trường. Tuy nhiên, họ cho rằng cách tiếp cận truyền thống còn thiếu sót vì nó chỉ xem xét tác động ngắn hạn của các chính sách tiền tệ nới lỏng, bỏ qua khả năng về lâu dài, rủi ro tài chính do tiền tệ dễ dàng tạo ra có thể gây nguy hiểm cho nền kinh tế. Họ thấy việc sử dụng chính sách tiền tệ để ngăn chặn các mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính là phù hợp với nhiệm vụ kép của Fed, miễn là các nhà hoạch định chính sách có tầm nhìn đủ dài hạn.

Những người ủng hộ LATW nhìn chung cũng đồng ý với những người theo chủ nghĩa truyền thống rằng các chính sách an toàn vĩ mô và các chính sách điều tiết khác phải là tuyến phòng thủ đầu tiên chống lại sự bất ổn tài chính, được sử dụng bất cứ khi nào có thể để tăng khả năng phục hồi của hệ thống tài chính và giải quyết các rủi ro mới nổi. Tuy nhiên, họ bi quan rằng các chính sách điều tiết sẽ đủ để loại bỏ nguy cơ khủng hoảng, ngụ ý rằng các công cụ khác - bao gồm cả chính sách tiền tệ, dù có thể không hoàn hảo - cũng có thể cần thiết. Những người ủng hộ LATW cũng có xu hướng hoài nghi rằng mức tăng lãi suất cần thiết để hạn chế rủi ro ổn định tài chính sẽ lớn như những gì được đề xuất trong các tính toán mà tôi đã trích dẫn. Họ lập luận rằng khi các nhà đầu tư nhận ra rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ sẽ không bỏ qua các mối đe dọa đối với sự ổn định thì việc chấp nhận rủi ro sẽ trở nên ít quá đáng hơn.

Vì vậy, trên thực tế, các chính sách tiền tệ của LATW sẽ khác với các cách tiếp cận truyền thống hơn như thế nào? Việc phân biệt giữa hai loại chính sách LATW rộng rãi sẽ rất hữu ích. Những người ủng hộ cái mà tôi sẽ gọi là LATW luôn sẵn sàng cho rằng rủi ro tài chính ngày càng tăng thường là vô hình, do đó, chính sách tiền tệ phải luôn được thiết lập có tính đến sự mất cân bằng tài chính tiềm ẩn. Theo cách tiếp cận này, các nhà hoạch định chính sách nên cố gắng tránh thời kỳ kiếm tiền dễ dàng kéo dài, ngay cả khi không có mối đe dọa nào đối với sự ổn định tài chính. Ngược lại, theo cái mà

tôi gọi là LATW tình huống, chính sách tiền tệ chủ yếu phản ứng với các chỉ số có thể quan sát được về việc chấp nhận rủi ro, chẳng hạn như giá nhà, giá cổ phiếu hoặc tín dụng tăng trưởng nhanh bất thường. (Đó là tình huống LATW mà tôi đã nghĩ đến trong bài phát biểu năm 2002, khi tôi thảo luận về khả năng sử dụng chính sách tiền tệ để chọc thủng bong bóng thị trường chứng khoán rõ ràng.)

Chính sách LATW luôn bật

Những người ủng hộ chính sách LATW luôn áp dụng kêu gọi thận trọng khi sử dụng các chính sách kiếm tiền dễ dàng, ngay cả khi hiệu quả kinh tế không đạt mức mong muốn và không có rủi ro tài chính nghiêm trọng. Theo quan điểm này, chính sách tiền tệ nới lỏng tương tự như một loại thuốc mạnh mẽ và hiệu quả nhưng cũng có những tác dụng phụ không chắc chắn và có thể nguy hiểm, do đó chỉ nên sử dụng khi thực sự cần thiết.

Nhất quán với cách tiếp cận luôn áp dụng, thống đốc Fed khi đó là Jeremy Stein, trong một bài phát biểu đầy ảnh hưởng năm 2013, đã lập luận rằng việc sử dụng quá thường xuyên các chính sách tiền tệ lãi suất thấp hơn trong thời gian dài hơn có thể làm tăng tính mong manh của hệ thống tài chính. Stein nhấn mạnh rằng, trên thực tế, việc vay mượn quá mức và chấp nhận rủi ro có thể khá khó khăn để các nhà hoạch định chính sách phát hiện kịp thời. Ví dụ: các quỹ phòng hộ và các nhà quản lý tài sản khác có thể sử dụng các công cụ tài chính phái sinh phức tạp để đạt được chức năng tương đương với đòn bẩy cao hoặc để đặt cược lớn và rủi ro theo những cách quá tinh vi để các cơ quan quản lý có thể xác định và giới hạn một cách đáng tin cậy. Từ góc độ này, ưu điểm của phương pháp LATW luôn áp dụng, đòi hỏi hạn chế sử dụng các chính sách lãi suất thấp, là lãi suất cao hơn sẽ làm giảm động lực vay để tài trợ cho mọi hình thức đầu tư rủi ro. Như Stein đã nói, lãi suất cao hơn có thể "đi vào mọi vết nứt", giảm việc chấp nhận rủi ro quá mức trong toàn hệ thống, ngay cả ở những nơi mà cơ quan quản lý có tầm nhìn kém hoặc thẩm quyền hạn chế.

Stein đã đúng khi cho rằng việc chấp nhận rủi ro quá mức có thể khó phát hiện hoặc khó giải quyết trong một số trường hợp. Tuy nhiên, đối với những rủi ro như vậy, tôi cho rằng còn quá sớm để từ bỏ các chính sách điều tiết và an toàn vĩ mô. Ví dụ, các cơ quan quản lý có thể cải thiện khả năng giám sát ngân hàng ngầm bằng cách yêu cầu cải thiện việc công bố thông tin hoặc kiểm tra căng thẳng danh mục đầu tư của các nhà quản lý tài sản. Ngay cả khi không có các bước như vậy, các chính sách hiện hành nhằm cải thiện khả năng phục hồi tài chính một cách rộng rãi - ví dụ, bằng cách đảm bảo rằng hệ thống ngân hàng và các tổ chức tài chính quan trọng khác được cung cấp vốn tốt - có thể giúp hệ thống chống chọi được với những cú sốc không lường trước được.

Một câu hỏi khác là liệu kiểu chấp nhận rủi ro mà Stein lo lắng có đe dọa đến sự ổn định chung của nền kinh tế hay không, vốn là mối quan tâm hàng đầu của Fed. Những mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính đủ lớn để gây ra suy thoái kinh tế nghiêm trọng thường không đến từ đâu mà hầu như luôn được phản ánh trong dữ liệu kinh tế, chẳng hạn như tín dụng và giá nhà tăng mạnh. Các nhà hoạch định chính sách có nhiều khả năng nhận được kết quả dương tính giả - sự gia tăng giá cổ phiếu hoặc giá nhà mà trên thực tế không phải là rủi ro hệ thống - hơn là kết quả âm tính giả, trong đó một cú sốc gây mất ổn định xảy ra mà không có dấu hiệu nguy hiểm nào trước đó.

Một lập luận khác về LATW luôn bật có thể được tóm tắt là "sự ổn định tạo ra sự bất ổn". Theo quan điểm này đã được chính thức hóa trong nghiên cứu của IMF, có sự đánh đổi giữa ổn định kinh tế ngắn hạn và dài hạn. Đặc biệt, nếu ngân hàng trung ương "quá thành công" trong việc đạt được mục tiêu việc làm và lạm phát trong thời gian tới, giúp nền kinh tế và thị trường ổn định hơn, các nhà đầu tư có thể trở nên tự mãn và chấp nhận rủi ro gây ra bất ổn kinh tế và tài chính trong dài hạn. Quan điểm này gợi nhớ đến những lập luận cho rằng cái gọi là Quá trình điều độ vĩ đại - thời kỳ ổn định kinh tế tương đối lâu dài từ giữa những năm 1980 đến cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu - đã góp phần thúc đẩy việc chấp nhận rủi ro quá mức gây ra cuộc khủng hoảng đó. Nó cũng gợi lên lập luận của Hyman Minsky rằng chu kỳ tài chính kéo dài với sự tự

mãn ngày càng tăng sẽ kéo theo khủng hoảng. Hàm ý chính sách được những người luôn ủng hộ LATW rút ra là Fed nên bớt tích cực theo đuổi các mục tiêu lạm phát và việc làm trong ngắn hạn. Nếu việc Fed sẵn sàng chấp nhận sự bất ổn trong ngắn hạn làm giảm sự tự mãn của nhà đầu tư và do đó làm giảm nguy cơ gây bất ổn cho các cuộc khủng hoảng tài chính, thì kết quả cuối cùng có thể là một nền kinh tế, nghịch lý thay, lại ổn định hơn trong dài hạn.

Có thể có một số sự thật khi cho rằng ổn định kinh tế trong ngắn hạn sẽ gây ra bất ổn tài chính trong dài hạn, mặc dù bằng chứng hiện tại vẫn chưa rõ ràng. Ngay cả khi giả sử tiền đề này là đúng, tôi cũng sẽ không ủng hộ việc các nhà hoạch định chính sách tiền tệ cố tình chấp nhận nhiều biến động kinh tế ngắn hạn hơn. Nói một cách trắng trợn, quan điểm ổn định sinh ra bất ổn cho rằng một phần của nền kinh tế - khu vực tài chính - định kỳ tạo ra rủi ro cực độ cho phần còn lại của nền kinh tế và cách duy nhất để kiểm soát rủi ro đó là các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải hạn chế sự tự mãn của nhà đầu tư. bằng cách cố ý chấp nhận hiệu quả kinh tế kém hơn trong ngắn hạn. Tôi nghĩ hầu hết mọi người sẽ coi đó là việc đặt xe trước ngựa. Trong bài báo được trích dẫn trước đó vào năm 2003, chính những người ủng hộ LATW là Borio và White đã chỉ ra rằng một phần đáng kể của sự gia tăng rủi ro bất ổn tài chính dường như là sản phẩm của một xu hướng toàn cầu, bắt đầu từ những năm 1970, hướng tới việc bãi bỏ quy định và tự do hóa tài chính. Nếu khu vực tài chính thực sự nguy hiểm đến vậy, thì những người tin vào giả thuyết ổn định sinh ra bất ổn, thay vì tập trung vào chính sách tiền tệ, nên dành sức lực của mình để yêu cầu cải cách quy định tài chính toàn diện một cách nhất quán và mạnh mẽ hơn.

Chúng ta cũng có thể rút ra sự tương đồng giữa các chính sách LATW luôn áp dụng và các cuộc đình công phủ đầu trước lạm phát. Trước năm 2020, Fed thường bắt đầu tăng lãi suất khi nền kinh tế và thị trường lao động nóng lên, nhưng trước khi lạm phát gia tăng. Các nhà lãnh đạo Fed vào thời điểm đó tin rằng chính sách phủ đầu này, bằng cách giảm rủi ro Fed phải ứng phó với tình trạng lạm phát vượt quá mức, sẽ mang lại tăng trưởng và việc làm ổn định hơn trong dài hạn. Tuy nhiên, vào năm 2020, FOMC đã từ chối các cuộc đình công phủ đầu trước lạm phát với lý do chúng tạo ra rủi ro quá

lớn trong việc thắt chặt chính sách sớm. LATW luôn được áp dụng có nghĩa là thắt chặt chính sách phủ đầu, hy sinh mức tăng việc làm hiện tại để giảm nguy cơ bất ổn tài chính trong tương lai. Vì sự bất ổn tài chính khó có thể dự đoán được hơn so với lạm phát và có thể được giải quyết ở một mức độ nào đó bằng các công cụ khác, nên lập luận của Fed chống lại việc ngăn chặn lạm phát trước đó – rằng một thị trường lao động mạnh mẽ hiện nay quá có giá trị để đánh đổi lấy việc đầu cơ giảm lạm phát trong tương lai – thậm chí có thể áp dụng được. nhiều hơn nữa về các chính sách LATW luôn bật. Thật vậy, việc sử dụng nhất quán các chính sách LATW luôn áp dụng có thể dẫn đến một nền kinh tế trong đó việc làm và lạm phát thường xuyên ở dưới mức mục tiêu, với kỳ vọng lạm phát giảm xuống.

Chính sách LATW theo tình huống

Giải pháp thay thế cho cách tiếp cận luôn luôn, LATW theo tình huống, sẽ liên kết chính sách tiền tệ với các chỉ số rủi ro tài chính có thể quan sát được, chẳng hạn như tăng trưởng tín dụng nhanh chóng. Theo cách tiếp cận này, chính sách tiền tệ chỉ phản ứng khi các nhà hoạch định chính sách nhận thấy những rủi ro đáng kể về ổn định tài chính mà các công cụ khác không thể quản lý được.

Trong bài phát biểu được trích dẫn trước đó vào năm 2002, tôi đã nghi ngờ liệu Fed có thể xác định được bong bóng thị trường hoặc các dấu hiệu báo trước của cuộc khủng hoảng tài chính đủ tin cậy để những chính sách đó trở nên hữu ích hay không. Kể từ đó, bằng chứng đã khiến tôi thay đổi quan điểm của mình. Việc xác định rủi ro đối với sự ổn định tài chính hệ thống là rất khó, nhưng khả năng và cam kết giám sát chúng của chúng tôi đã được cải thiện. Các nhà kinh tế trong và ngoài Cục Dự trữ Liên bang đã phát triển các khuôn khổ mang tính hệ thống và các thước đo mới để đánh giá rủi ro tiềm ẩn. Tôi đã trích dẫn ở đây nghiên cứu lịch sử, sử dụng dữ liệu bắt đầu từ thế kỷ 19, cho thấy tín dụng bùng nổ thường xuyên (dù chắc chắn không phải luôn luôn) xảy ra trước các cuộc khủng

hoảng tài chính và suy thoái sâu sắc. Tương tự, một nghiên cứu khác của nhóm Harvard bao gồm Robin Greenwood, Samuel Hanson, Andrei Shleifer và Jakob Sørensen, đã sử dụng dữ liệu từ năm 1950 từ 42 quốc gia. Họ chỉ ra rằng sự tăng trưởng nhanh chóng về tín dụng và giá tài sản trong ba năm trước đã làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng trong ba năm tiếp theo.

Nói chung, bong bóng tài sản, bùng nổ tín dụng không lành mạnh và các rủi ro tài chính khác không thể được xác định theo thời gian thực với bất cứ điều gì gần như chắc chắn - về điểm này, tôi nghĩ bài phát biểu năm 2002 của tôi vẫn đúng - nhưng hiện nay có nhiều bằng chứng cho thấy rằng, trong một số trường hợp và với nhiều trường hợp khác. cảnh báo về mặt thống kê, chúng ta có thể ước tính xem nguy cơ xảy ra khủng hoảng tại một thời điểm nhất định là tương đối cao hay thấp. Nếu sự bất ổn tài chính nghiêm trọng ít nhất có thể dự đoán được phần nào, nếu các chính sách an toàn vĩ mô hoặc điều tiết khác không thể giảm thiểu những rủi ro này một cách đầy đủ và nếu chính sách tiền tệ có thể được sử dụng để giảm thiểu rủi ro khủng hoảng một cách có ý nghĩa thì các chính sách LATW theo tình huống có thể có ý nghĩa. Đó là, về mặt lý thuyết. Để áp dụng cách tiếp cận này vào thực tế, chúng ta cần phải biết nhiều hơn nữa, bao gồm cả việc chính sách tiền tệ sẽ phản ứng mạnh mẽ và trong bao lâu đối với các chỉ số rủi ro cụ thể.

Lý tưởng nhất là để có được hướng dẫn này, chúng ta nên xem xét các ví dụ lịch sử. Nhưng có rất ít trường hợp rõ ràng về việc chỉ riêng chính sách tiền tệ đã làm giảm thành công cơn bùng nổ hoặc bong bóng mà không gây ra sự sụp đổ và gây tổn hại cho nền kinh tế. Năm 2010, ngân hàng trung ương Thụy Điển, Riksbank, đã tăng lãi suất bất chấp tỷ lệ thất nghiệp cao và lạm phát thấp do lo ngại về giá nhà tăng và nợ hộ gia đình. Tuy nhiên, nỗ lực chống gió này đã sụp đổ khi nền kinh tế phản ứng chậm lại. Riksbank đã tự đảo ngược chính mình, cắt giảm lãi suất xuống mức âm và thực hiện nới lỏng định lượng. Trong một trường hợp mơ hồ hơn, vào năm 2012, ngân hàng trung ương Na Uy, Ngân hàng Norges, đã tuyên bố rằng, vì lý do ổn định tài chính, các chính sách của họ sẽ không chỉ phản ánh mục tiêu lạm phát mà còn phản ánh mức độ chênh lệch lãi suất so với mức bình thường. Cụ thể, khi các điều kiện kinh tế vĩ mô đòi

hỏi chính sách tiền tệ dễ dàng, nó sẽ giữ lãi suất cao hơn một chút để giảm nguy cơ bất ổn tài chính. Thật khó để biết liệu chính sách này có mang lại lợi ích gì hay không. Ngân hàng Norges đã đảo ngược chính sách này vào năm 2017, khẳng định rằng rủi ro ổn định tài chính đã giảm. Thật khó để nói liệu rủi ro có thực sự giảm hay không và nếu có thì giảm bao nhiêu. Năm 2021, chính phủ New Zealand yêu cầu ngân hàng trung ương xem xét giá nhà trong việc thiết lập chính sách tiền tệ; tuy nhiên, động cơ của chính phủ là lo ngại về khả năng chi trả nhà ở hơn là sự ổn định tài chính. Ngân hàng Dự trữ New Zealand (chính xác) lập luận rằng việc nhắm mục tiêu giá nhà vì lý do khả năng chi trả sẽ khiến việc đạt được các mục tiêu kinh tế tổng thể trở nên khó khăn hơn và phản ứng tốt hơn nhiều sẽ là ban hành các chính sách nhằm tăng nguồn cung nhà ở. Nói tóm lại, lịch sử cung cấp rất ít câu chuyện thành công rõ ràng và rất ít hướng dẫn chúng ta về việc thực hiện hoặc hiệu quả của các chính sách tiền tệ LATW. Ngược lại, những ví dụ quốc tế về việc sử dụng hiệu quả chính sách an toàn vĩ mô để giảm bớt sự bùng nổ tín dụng và nhà ở hiện nay rất phổ biến.

Để thay thế cho các ví dụ lịch sử, các nhà kinh tế đã sử dụng các mô hình kinh tế lượng để kiểm tra LATW theo tình huống. Nhiều nghiên cứu trong số này dựa trên sự so sánh chi phí và lợi ích dự kiến của LATW. Chi phí cơ bản của việc chủ động thắt chặt chính sách LATW là tình trạng lạm phát trong ngắn hạn và kết quả việc làm trở nên tồi tệ hơn. Lợi ích là giả định giảm thiểu rủi ro rằng một cuộc khủng hoảng trong tương lai sẽ gây ra thiệt hại lâu dài cho nền kinh tế. Về nguyên tắc, chúng ta có thể xác định mức độ thuận lợi tối ưu bằng cách tìm ra chính sách cân bằng tốt nhất các chi phí và lợi ích này. Thật không may, chi phí và đặc biệt là lợi ích của LATW vẫn khó định lượng.

Một phân tích ban đầu có ảnh hưởng lớn đã được thực hiện bởi Lars Svensson, một nhà kinh tế học thuật, người cũng từng là nhà hoạch định chính sách tiền tệ ở quê hương Thụy Điển. (Là một nhà hoạch định chính sách, Svensson phản đối mạnh mẽ nỗ lực áp dụng LATW của Riksbank.) Để nghiên cứu tác động của LATW, Svensson đã sử dụng mô hình kinh tế cơ bản của Riksbank để ước tính tác động của chính sách tiền tệ đối với tỷ lệ thất nghiệp cũng như tăng

trưởng tín dụng, mà Svensson coi là một đại diện cho nguy cơ khủng hoảng tài chính. Ông bổ sung thêm các giả định - dựa trên bằng chứng lịch sử - về tần suất khủng hoảng tài chính khi không có chính sách LATW, thời gian trung bình của một cuộc khủng hoảng, ảnh hưởng của khủng hoảng đối với tỷ lệ thất nghiệp và ảnh hưởng của những thay đổi trong tăng trưởng tín dụng đối với xác suất xảy ra khủng hoảng. . Kết hợp những yếu tố này lại với nhau, ông ước tính những tác động kinh tế dự kiến của việc thắt chặt chính sách phủ đầu theo phong cách LATW. Sau đó, ông đánh giá chi phí (tỷ lệ thất nghiệp ngắn hạn cao hơn) và lợi ích (rủi ro khủng hoảng thấp hơn). Ông nhận thấy rằng, về mặt định lượng, chi phí của các chính sách LATW vượt xa lợi ích. Các nghiên cứu sử dụng các mô hình của nền kinh tế Mỹ nhìn chung cũng cho thấy rằng việc sử dụng tích cực chính sách tiền tệ để thúc đẩy ổn định tài chính không được biện minh bằng cách so sánh chi phí và lợi ích.

Công trình của Svensson nắm bắt trực giác trong bài phát biểu năm 2002 của tôi, tỷ lệ đó tăng đủ lớn để hạn chế bong bóng chứng khoán hoặc tăng trưởng tín dụng quá mức cũng có khả năng gây ra chi phí kinh tế nặng nề trong ngắn hạn. Tuy nhiên, điểm yếu tiềm tàng của logic này là, trong khi chúng ta có những ước tính tốt về tác động của chính sách tiền tệ đối với điều kiện kinh tế hiện tại, chúng ta biết ít hơn nhiều về cả tác động của việc thắt chặt tiền tệ đối với nguy cơ khủng hoảng trong tương lai và về chi phí kinh tế của việc thắt chặt tiền tệ. những cuộc khủng hoảng. Ví dụ, Svensson cho rằng ảnh hưởng của một cuộc khủng hoảng đối với nền kinh tế, dù nghiêm trọng nhưng cuối cùng chỉ là tạm thời. Nhưng sự phục hồi chậm chạp ở nhiều quốc gia sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu làm tăng khả năng ảnh hưởng kinh tế của cuộc khủng hoảng có thể khá lâu dài. Nếu vậy thì lợi ích của việc tránh được khủng hoảng có thể lớn hơn đáng kể so với những gì Svensson nghĩ. Mặt khác, như chính Svensson đã lưu ý, chính sách thắt chặt có thể làm cho tác động kinh tế của một cuộc khủng hoảng trở nên tồi tệ hơn, bằng cách làm chậm nền kinh tế giống như tác động của việc thu hẹp tín dụng đang được cảm nhận.

Sự thiếu rõ ràng này làm nản lòng. Dựa trên những gì chúng ta biết bây giờ, tôi rút ra hai kết luận tạm thời. Thứ nhất, trong hầu hết

các trường hợp, các chính sách điều tiết và an toàn vĩ mô là những công cụ hiệu quả nhất, được hiểu rõ nhất và nhắm mục tiêu tốt nhất để xử lý rủi ro đối với sự ổn định tài chính. Những công cụ này có thể nâng cao khả năng phục hồi tổng thể của hệ thống tài chính, chúng có thể được điều chỉnh cho phù hợp với các mối đe dọa cụ thể và tác động lan tỏa của chúng đối với nền kinh tế thường bị hạn chế. Các nhà hoạch định chính sách nên tích cực sử dụng các công cụ có mục tiêu này và nếu chúng không đủ hiệu quả thì nên lên tiếng về sự cần thiết phải mở rộng thẩm quyền. Đặc biệt, mọi cơ quan quản lý tài chính cần coi ổn định tài chính là một phần nhiệm vụ của mình và việc chấp nhận rủi ro quá mức cần được giám sát và giải quyết bất kể nó xảy ra ở đâu trong hệ thống tài chính.

Nhưng thứ hai, với kiến thức hiện tại, chúng ta không thể tự tin loại trừ các trường hợp chính sách tiền tệ có thể bổ sung các công cụ khác để giải quyết rủi ro ổn định tài chính. Những trường hợp này có thể sẽ rất hiếm và trong mọi trường hợp đều phải phản ánh sự phân tích cẩn thận về những đánh đổi liên quan.

Với tinh thần đó, tuyên bố năm 2020 của FOMC về các mục tiêu và chiến lược chính sách không coi ổn định tài chính là mục tiêu ngang bằng với tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát. Tuy nhiên, nó quy định rằng "những rủi ro đối với hệ thống tài chính có thể cản trở việc đạt được các mục tiêu của Ủy ban" phải được đưa vào cân bằng rủi ro tổng thể mà các nhà hoạch định chính sách cân nhắc. Công thức đó cho thấy FOMC sẽ không thực hiện những thay đổi lớn trong chính sách tiền tệ để đối phó với những rủi ro tài chính được nhận thấy, cũng như không có thông tin cụ thể về bản chất của những rủi ro có thể thúc đẩy phản ứng tiền tệ. Nhưng nó vẫn để ngỏ khả năng rằng, trong bối cảnh có một chính sách chặt chẽ khác, Ủy ban có thể đưa ra một số biện pháp bảo hiểm bằng cách dựa vào các rủi ro đối với sự ổn định tài chính.

SỰ LÂY LAN TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

Điều kiện tài chính giữa các quốc gia được liên kết một phần bởi chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương lớn. Các hành động của Fed có ảnh hưởng đặc biệt và các nền kinh tế thị trường mới nổi thường nằm trong số những nền kinh tế bị ảnh hưởng nhiều nhất. Cơn giận dữ của taper năm 2013, mặc dù là một ví dụ cực đoan, nhưng lại minh họa một hiện tượng tổng quát hơn.

Hélène Rey đã ghi lại cái mà bà gọi là chu kỳ tài chính toàn cầu: xu hướng của các tài sản rủi ro trên khắp thế giới, từ trái phiếu doanh nghiệp Mexico đến chứng khoán Nam Phi, di chuyển cùng nhau. Rey và những người khác cũng nhận thấy rằng những thay đổi trong chính sách tiền tệ của Mỹ ảnh hưởng đáng kể đến chu kỳ kinh tế toàn cầu. Khi chính sách của Fed nới lỏng, việc chấp nhận rủi ro trên toàn thế giới tăng lên, giá tài sản rủi ro tăng và dòng vốn đổ vào các thị trường mới nổi. Khi chính sách của Fed thắt chặt, tất cả sẽ đảo ngược.

Không khó để hiểu tại sao chính sách của Fed sẽ ảnh hưởng đến điều kiện tài chính toàn cầu. Nền kinh tế Hoa Kỳ rất lớn và thị trường vốn của nước này lớn nhất và có tính thanh khoản cao nhất trên thế giới. Để tiếp cận các thị trường đó, nhiều chính phủ và tập đoàn nước ngoài vay bằng đô la, điều đó có nghĩa là sức khỏe tài chính của họ bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về giá trị của đồng đô la hoặc lãi suất của Hoa Kỳ. Hầu hết dự trữ quốc tế do các chính phủ trên thế giới nắm giữ đều bằng đô la, và nhiều giao dịch thương mại quốc tế—ngay cả khi không có đối tác thương mại nào là người Mỹ—cũng được thanh toán bằng đô la. Tobias Adrian và Hyun Shin, hiện là cố vấn kinh tế hàng đầu tại IMF và BIS, đã ghi nhận rằng khi chính sách tiền tệ của Mỹ nới lỏng, các ngân hàng quốc tế có xu hướng tăng đòn bẩy và cho vay nhiều hơn, bằng đô la, đối với những người vay rủi ro - một phiên bản quốc tế của rủi ro. - Kênh điều hành chính sách tiền tệ Dòng tiền đô la chảy ra, đặc biệt là chảy vào những người đi vay ở thị trường mới nổi, làm tăng giá trị ngoại tệ và làm tăng giá các tài sản nước ngoài rủi ro. Tuy nhiên, khi chính sách tiền tệ của Mỹ thắt chặt, các ngân hàng quốc tế cắt giảm cho vay bằng USD, dẫn đến ngoại tệ giảm và dòng vốn chảy ra ngoài.

Mặc dù nhiệm vụ của Fed là tập trung vào nền kinh tế Mỹ, nhưng Fed có mối quan tâm rõ ràng trong việc tránh các hành động dẫn đến biến động quá mức ở nước ngoài và từ đó sẽ lan trở lại nền kinh tế và thị trường của chúng ta. Để tránh hoặc giảm thiểu sự biến động, Fed cố gắng truyền đạt rõ ràng các kế hoạch chính sách của mình, cho phép thị trường nước ngoài và các nhà hoạch định chính sách có thời gian điều chỉnh. Và, trong những giai đoạn căng thẳng tài chính như tháng 3 năm 2020, tầm ảnh hưởng to lớn của Fed và vai trò toàn cầu của thị trường Hoa Kỳ khiến việc phản ứng chính sách mạnh mẽ trở nên đặc biệt quan trọng.

Các nước thuộc thị trường mới nổi cũng có thể hành động để giảm bớt tính dễ bị tổn thương của mình trong chu kỳ tài chính toàn cầu. Trực tiếp nhất, họ có thể giảm thiểu những biến động lớn trong dòng vốn bằng cách cải thiện các nền tảng kinh tế của mình. Trong vài thập kỷ qua, nhiều quốc gia đã củng cố nền kinh tế của mình bằng cách giảm thâm hụt tài chính và thương mại, bảo vệ sự độc lập của ngân hàng trung ương, cải thiện quy định tài chính, cho phép tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn và thực hiện cải cách cơ cấu. Những thay đổi này giúp thuyết phục các nhà đầu tư rằng một quốc gia có thể tiếp tục tăng trưởng ngay cả khi điều kiện tài chính toàn cầu bị thắt chặt.

Các chính sách an toàn vĩ mô cũng có thể làm giảm rủi ro của chu kỳ tài chính toàn cầu. Ví dụ, IMF có truyền thống ép các thị trường mới nổi cho phép dòng vốn không hạn chế chảy qua biên giới của họ, với lý do đầu tư nước ngoài thúc đẩy sự phát triển. Tuy nhiên, kể từ cuộc khủng hoảng tài chính, IMF đã trở nên thông cảm hơn với các nền kinh tế thị trường mới nổi bằng cách sử dụng các biện pháp kiểm soát vốn có mục tiêu - hạn chế dòng vốn tài chính vào và ra - để giảm thiểu tác động của chu kỳ toàn cầu. Tương tự như vậy, các nhà hoạch định chính sách ở các thị trường mới nổi đã tăng cường giám sát việc vay mượn bằng đồng đô la của các ngân hàng và các tập đoàn phi tài chính của họ. Thông qua các tổ chức như G20 và Ủy ban Ổn định Tài chính, các nền kinh tế tiên tiến và thị trường mới nổi đang hợp tác để giám sát rủi ro toàn cầu và tăng cường khả năng phục hồi của hệ thống toàn cầu.

Đối với Cục Dự trữ Liên bang, khía cạnh quốc tế khiến việc duy trì sự ổn định tài chính trở nên khó khăn hơn nhiều. Chính sách an toàn vĩ mô khó khăn hơn trong bối cảnh quốc tế vì các cơ quan quản lý của Hoa Kỳ có khả năng quan sát hoặc ứng phó hạn chế với những rủi ro bắt nguồn từ nước ngoài. Và nhu cầu phối hợp với các cơ quan quản lý từ nhiều quốc gia càng tạo thêm sự phức tạp. Nỗ lực sử dụng chiến lược chính sách tiền tệ LATW cũng trở nên phức tạp hơn khi các nhà hoạch định chính sách phải tính đến tác động của nó đối với thị trường toàn cầu cũng như trong nước.

Nhìn chung, hiểu biết của chúng ta về mối liên hệ giữa chính sách tiền tệ, chính sách điều tiết và ổn định tài chính vẫn còn hạn chế hơn nhiều so với mong muốn của chúng ta. Các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách còn rất nhiều việc phải làm. Các nhà hoạch định chính sách và lập pháp cũng cần đánh giá cao rằng công việc thiết kế lại hệ thống quản lý của chúng ta để dự đoán và ngăn chặn tốt hơn các cuộc khủng hoảng tài chính chỉ mới bắt đầu. Tôi không hy vọng rằng việc duy trì sự ổn định tài chính sẽ trở thành một phần chính thức trong nhiệm vụ pháp lý của Fed, cùng với sự ổn định về giá cả và việc làm tối đa, như một số người đã đề xuất. Tuy nhiên, trong tương lai gần, sự bất ổn tài chính sẽ là mối quan tâm chính của các ngân hàng trung ương thế kỷ 21.

---

* Một ví dụ nổi tiếng là cái gọi là hiệu ứng tháng Giêng, xu hướng được quan sát thấy là cổ phiếu sẽ tăng giá tốt hơn trong tháng đó. Giống như nhiều hiện tượng bất thường khác, hiệu ứng này dường như đã giảm bớt khi các nhà nghiên cứu kêu gọi sự chú ý đến nó.

† Có nhiều định nghĩa về "bong bóng". Một định nghĩa tiêu chuẩn là, trong bong bóng, mọi người mua một tài sản chỉ dựa trên niềm tin rằng giá của nó sẽ tiếp tục tăng chứ không phải vì các nguyên tắc cơ bản thuận lợi.

‡ Mishkin và White đo lường căng thẳng tài chính bằng chênh lệch lợi suất giữa trái phiếu doanh nghiệp có rủi ro thấp và rủi ro cao. Sự gia tăng chênh lệch đó phản ánh sự sẵn lòng hoặc khả năng cho vay đối với những người đi vay có rủi ro cao hơn bị giảm sút, tương quan với các điều kiện tín dụng ngày càng tồi tệ.

§ Các tác giả này cũng xác nhận, trong khung thời gian dài và mẫu lớn các quốc gia, kết quả của Mishkin-White cho thấy sự sụp đổ của thị trường chứng khoán dự báo một cách đáng tin cậy những cuộc suy thoái tiếp theo chỉ khi chúng xảy ra cùng với những gián đoạn lớn trên thị trường tín dụng.

¶ Trong các mô hình vĩ mô tiêu chuẩn như mô hình FRB/US của Fed, chính sách tiền tệ cũng hoạt động thông qua hiệu ứng của cải và ảnh hưởng đến giá trị trao đổi của đồng đô la.

Đây là một ví dụ về cái mà các nhà kinh tế gọi là ngoại ứng: một tình huống trong đó người dân hoặc doanh nghiệp thiếu động lực để tính đến lợi ích chung, chẳng hạn như khi chủ nhà máy quyết định gây ô nhiễm một dòng sông mà không xem xét ảnh hưởng đến người dân ở hạ lưu.
** Ví dụ: các cải cách của SEC bao gồm việc thiết lập các "cổng", cho phép các quỹ đình chỉ việc mua lại của nhà đầu tư khi đối mặt với tình trạng tháo chạy. Nhưng cánh cổng chỉ làm tăng thêm động lực chạy trước khi cánh cổng đóng lại. Hơn nữa, cải cách chỉ được áp dụng cho các quỹ được sử dụng bởi các nhà đầu tư tổ chức chứ không phải các quỹ mở cho các nhà đầu tư bán lẻ.
†† Vào thời điểm viết bài này, SEC dưới sự chỉ đạo của Chủ tịch Gary Gensler đang xem xét những cải cách tiếp theo nhằm giảm nguy cơ rút tiền.
‡‡ Tùy thuộc vào tình trạng tương lai của mình, GSE cũng có thể đóng vai trò điều chỉnh các quy định và yêu cầu về thế chấp để giúp giảm bớt sự bùng nổ và phá sản. Cơ quan quản lý của GSE là thành viên của FSOC.
§§ Trong số những người bày tỏ mối quan ngại (năm 2018) có Janet Yellen, người với tư cách là Bộ trưởng Tài chính vào năm 2021 sẽ lãnh đạo FSOC.
¶¶ Các trường hợp ngoại lệ là các mối đe dọa bắt nguồn từ bên ngoài hệ thống, như đại dịch năm 2020 hoặc có lẽ trong tương lai là một cuộc tấn công mạng quy mô lớn.
Mặc dù thường không được đưa vào các mô hình kinh tế, nhưng các chi phí có thể xảy ra khác bao gồm việc chấm dứt tình trạng tăng tín dụng hoặc giá tài sản không phải là bong bóng nhưng được chứng minh bằng các nguyên tắc cơ bản; hoặc gây ra một vụ tai nạn nghiêm trọng hơn mức được căn cứ theo nguyên tắc cơ bản.
*** Ví dụ: trong một nghiên cứu năm 2019, Andrea Ajello, Thomas Laubach, David López-Salido và Taisuke Nakata của nhân viên Ủy ban Dự trữ Liên bang, trong các mô phỏng cơ bản của họ, đã phát hiện ra rằng phản ứng chính sách tiền tệ tối ưu đối với rủi ro ổn định tài chính là gần bằng không.
††† Trong một bài báo năm 2019 được trình bày trong khuôn khổ đánh giá chiến lược của Fed, Anil Kashyap và Caspar Siegert đã kêu gọi một ủy ban quốc hội xem xét toàn diện các công cụ hiện có để ngăn chặn hoặc ứng phó với khủng hoảng tài chính. Hubbard và Kohn (2021) trình bày kết quả của một nhóm đặc nhiệm về ổn định tài chính do Viện Brookings và Trường Kinh doanh Chicago Booth tài trợ.

15

SỰ ĐỘC LẬP VÀ VAI TRÒ CỦA FED TRONG XÃ HỘI

ĐỂ ĐÁP ỨNG các mục tiêu ỔN ĐỊNH KINH TẾ VÀ TÀI CHÍNH, Fed có thể sẽ tiếp tục đổi mới và thử nghiệm. Tuy nhiên, ngoài những thách thức về chính sách kỹ thuật, Fed cũng phải đối mặt với những thách thức đáng kể với tư cách là một tổ chức. Liệu nó có giữ được sự độc lập ấp ủ của mình không? Có nên không? Và nó sẽ ứng phó như thế nào trước những thay đổi xã hội rộng lớn hơn, bao gồm tiến bộ công nghệ, biến đổi khí hậu và nhu cầu ngày càng tăng về công bằng xã hội?

SỰ ĐỘC LẬP CỦA FED

Cục Dự trữ Liên bang thường được mô tả là độc lập. Điều đó không có nghĩa là nó hoàn toàn tự chủ, không chịu trách nhiệm về mặt dân chủ hoặc tách rời khỏi chính trị. Ngược lại, Fed là sản phẩm của hệ thống chính trị. Quyền hạn và cơ cấu của nó - chính sự tồn tại của nó - được quy định bởi Đạo luật Dự trữ Liên bang mà Quốc hội có thể sửa đổi bất cứ lúc nào. Các thành viên Hội đồng quản trị của Fed là những người được bổ nhiệm chính trị, và chủ tịch của Hội đồng cũng như các nhà lãnh đạo khác sẽ thông báo cho các nhà lập pháp

về hành động và kế hoạch của Fed thông qua lời khai, báo cáo chính thức và liên hệ cá nhân. Như tôi đã trình bày trong cuộc họp báo cuối cùng với tư cách là chủ tịch, khi được yêu cầu đưa ra lời khuyên cho người kế nhiệm: "Quốc hội là ông chủ của chúng tôi". Với ảnh hưởng của nó đối với nền kinh tế và hệ thống tài chính – đôi khi đóng vai trò là vị cứu tinh, đôi khi là vật tế thần – Fed là chủ đề được các chính trị gia đặc biệt quan tâm.

Bất chấp những hạn chế chính trị thực sự đối với Fed, trên thực tế, nó vẫn độc lập - ở một mức độ nào đó. Quốc hội đặt ra các mục tiêu của Fed – ổn định giá cả và tối đa hóa việc làm – đồng thời cung cấp quyền giám sát và trách nhiệm giải trình rộng rãi. Tuy nhiên, Fed từ lâu đã có được sự độc lập đáng kể về chính sách trên thực tế, ấn định lãi suất và thực hiện các hành động khác để theo đuổi các mục tiêu bắt buộc của mình mà phần lớn là hạn chế can thiệp chính trị.

Không giống như nhiều quốc gia, Hoa Kỳ không có luật đảm bảo rõ ràng sự độc lập của ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, trên thực tế, tính độc lập về chính sách của Fed được bảo vệ bởi một số điều khoản pháp lý, nhiều điều khoản đã được thiết lập ngay từ những ngày đầu thành lập Fed. Chúng bao gồm các nhiệm kỳ dài hạn của các thống đốc trong Hội đồng quản trị, thực tế là tổng thống không thể sa thải các thống đốc vì những khác biệt về chính sách và khả năng của Fed (chịu sự giám sát của quốc hội) để tự cấp vốn từ lợi nhuận từ chứng khoán mà nó nắm giữ, trái ngược với việc dựa vào Quốc hội. để tài trợ cho nó. Việc tiếp tục ủng hộ những điều khoản đó phản ánh niềm tin lâu dài của hầu hết mọi người trong Quốc hội và, với một số ít trường hợp ngoại lệ - đặc biệt là Trump - của các tổng thống sau Nixon rằng một ngân hàng trung ương độc lập sẽ mang lại cả lợi ích kinh tế và chính trị. Dấu ấn quốc gia của Hệ thống Dự trữ Liên bang cũng hỗ trợ tính độc lập của nó. Chủ tịch và ban giám đốc của các Ngân hàng Dự trữ khu vực phát triển mối quan hệ chặt chẽ với các nhà lãnh đạo chính trị và kinh doanh địa phương, những người vào những thời điểm quan trọng đã giúp bảo vệ quyền tự chủ của Fed.

Nhìn về tương lai, tính độc lập của Fed đặt ra ít nhất hai câu hỏi. Đầu tiên, trong môi trường kinh tế và chính trị ngày nay, liệu sự độc

lập trong chính sách của Fed có còn hợp lý không? Và, giả sử như vậy, liệu Fed có thể bảo vệ sự độc lập đó trước sự phản đối chính trị không?

Trong khi học thuyết về sự độc lập của ngân hàng trung ương có nguồn gốc sâu xa, sự đồng thuận hiện nay ủng hộ nó đã được củng cố nhờ kinh nghiệm của cuộc Đại lạm phát. Những tác động tai hại của việc Burns Fed thiếu độc lập với chính quyền Nixon là điều hiển nhiên. Dựa trên kinh nghiệm đó và sự thành công sau đó của Volcker Fed độc lập quyết liệt trong việc kiềm chế lạm phát, sự độc lập của Fed thường được coi là bức tường thành chống lại sự cám dỗ của các chính trị gia trong việc kích thích nền kinh tế quá mức trong ngắn hạn.

Ý tưởng cho rằng các thống đốc ngân hàng trung ương độc lập được trang bị tốt hơn các chính trị gia để tính đến lợi ích lâu dài của nền kinh tế vẫn còn đúng. Nhưng lập luận cụ thể rằng cần có sự độc lập để tránh lạm phát quá mức ngày nay dường như không còn mạnh mẽ nữa. Bất chấp sự gia tăng lạm phát trong quá trình phục hồi sau đại dịch, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ của thế kỷ 21 thường lo lắng về lạm phát quá thấp, thay vì quá cao. Và, trong khi việc chính quyền Trump gây áp lực lên Fed Powell để cắt giảm lãi suất trước đại dịch là một ngoại lệ đáng chú ý, thì phần lớn sự phản đối chính trị mà các ngân hàng trung ương phải đối mặt trong những năm gần đây đều đến từ những người muốn họ làm ít hơn là nhiều hơn. Các ví dụ bao gồm sự chỉ trích của Đảng Cộng hòa về việc nới lỏng định lượng sau cuộc khủng hoảng tài chính và sự phản đối của Đức đối với các chương trình QE của Ngân hàng Trung ương Châu Âu.

Tuy nhiên, tránh một kịch bản Burns-Nixon khác không phải là lý do duy nhất để Fed tiếp tục độc lập. Quốc hội có những lý do chính đáng – cả về mặt kỹ thuật lẫn chính trị – để tiếp tục ủy thác các quyết định về chính sách tiền tệ cho một ngân hàng trung ương độc lập.

Từ góc độ kỹ thuật, việc hoạch định chính sách tiền tệ đòi hỏi những kỹ năng và kiến thức chuyên môn. Trở thành một chủ tịch giỏi hoặc thành viên FOMC không yêu cầu bằng tiến sĩ kinh tế - một số người giỏi nhất không có - nhưng nó đòi hỏi sự đánh giá cao các

vấn đề và ý tưởng kinh tế phức tạp kết hợp với cam kết toàn thời gian để giám sát nền kinh tế và thị trường tài chính. . Ngoài ra, chính sách tiền tệ thường nhạy cảm về thời gian. Nó phải phản ứng nhanh chóng và chính xác trước những thay đổi của điều kiện kinh tế và tài chính, đặc biệt là trong những trường hợp khẩn cấp. Và nó đòi hỏi sự giao tiếp nhất quán, mạch lạc và kịp thời với thị trường và công chúng. Không có gì phải chỉ trích khi nói rằng các nhà lập pháp không có thời gian cũng như không được đào tạo để quản lý chính sách tiền tệ một cách thành công. Quốc hội sử dụng Fed để hoạch định chính sách tiền tệ một phần cũng vì lý do tương tự như việc tôi thuê các chuyên gia sửa chữa hệ thống ống nước của mình. Mặc dù tôi yêu cầu những người thợ sửa ống nước phải chịu trách nhiệm về kết quả, nhưng tôi không nghi ngờ gì về quyết định của họ về cách hoàn thành công việc. Chính sách tiền tệ rất khó khăn và Fed mắc sai lầm, nhưng không có cơ quan nào khác ở Washington có thể huy động được chiều sâu tài năng kinh tế và kinh nghiệm hoạch định chính sách của ngân hàng trung ương.

Tuy nhiên, chỉ lập luận về mặt kỹ thuật là chưa đủ. Những lo ngại đó có thể được giải quyết bằng cách yêu cầu Bộ Tài chính hoặc cơ quan chính trị khác phát triển chuyên môn cần thiết để điều hành chính sách tiền tệ. Ví dụ, ở Anh và Nhật Bản, các bộ tài chính đã giám sát chính sách tiền tệ ngay từ những năm 1990. Các lập luận tiềm năng ủng hộ việc Kho bạc kiểm soát chính sách tiền tệ bao gồm trách nhiệm dân chủ cao hơn, xem xét cẩn thận hơn các tác động tài chính của chính sách tiền tệ và tăng cường phối hợp tài chính tiền tệ. Tuy nhiên, việc kiểm soát chính sách về mặt chính trị đối với chính sách tiền tệ - trên thực tế sẽ mang lại cho tổng thống quyết định cuối cùng về lãi suất - là một ý tưởng tồi.

Chính sách tiền tệ hoạt động với độ trễ đáng kể và việc nới lỏng hoặc thắt chặt chính sách có thể diễn ra trong nhiều năm. (Việc nới lỏng chính sách và đảo ngược chính sách sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã kéo dài hơn một thập kỷ.) Theo đó, tính liên tục và mạch lạc của chính sách đòi hỏi các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phải duy trì quan điểm dài hạn hơn. Các thư ký ngân khố, những người phục vụ theo ý muốn của tổng thống, có thể chuyển việc quá nhanh. Với tư cách là chủ tịch Fed, tôi đã làm việc với bốn

Bộ trưởng Tài chính, hai thành viên Đảng Cộng hòa và hai thành viên Đảng Dân chủ, và Greenspan đã làm việc với bảy người. Tổng quát hơn, hệ thống chính trị của chúng ta, với các cuộc bầu cử hai năm một lần và các chu kỳ truyền thông thay đổi liên tục, không ủng hộ việc hoạch định chính sách lâu dài. Một ngân hàng trung ương độc lập có khả năng tốt hơn một cơ quan chính trị trong việc neo giữ kỳ vọng lạm phát một cách chắc chắn, đưa ra hướng dẫn đáng tin cậy về phía trước và thiết lập các chính sách cũng như khuôn khổ chính sách nhất quán và có thể dự đoán được.

Một cơ quan tiền tệ bị chính trị hóa cũng sẽ phải đối mặt với sự giám sát chặt chẽ hơn và tiềm ẩn sự hoài nghi về động cơ và thời điểm hành động của mình. Liệu các dự báo kinh tế của nước này có được coi là khách quan và đáng tin cậy không? Liệu một cơ quan bị chính trị hóa có bị cám dỗ để điều chỉnh lãi suất theo thời gian vì lợi ích chính trị ngắn hạn không? Với sự kiểm soát chính trị, liệu ảnh hưởng của các nhóm lợi ích hùng mạnh có lấn át lợi ích của toàn bộ nền kinh tế? Như trường hợp trước Hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951, liệu cơ quan chính trị có thay đổi lãi suất để quản lý chi phí nợ chính phủ thay vì thúc đẩy việc làm cao và ổn định giá cả không? Xem xét mức độ phân cực đảng phái và mất lòng tin hiện nay, trường hợp cách ly chính sách tiền tệ khỏi chính trị dường như mạnh mẽ hơn so với trước đây. Quyết định của Quốc hội giao các chương trình cho vay lớn trong thời kỳ đại dịch cho Fed phản ánh niềm tin của các nhà lập pháp vào cả chuyên môn của ngân hàng trung ương và cách tiếp cận phi chính trị của ngân hàng này trong việc hoạch định chính sách.

Tôi khá lạc quan rằng Fed có thể bảo vệ sự độc lập về chính sách của mình, ngay cả khi họ vẫn phải chịu trách nhiệm đạt được các mục tiêu của mình. Sự độc lập và quyền lực của Fed đã tồn tại sau cả thất bại sau cuộc khủng hoảng tài chính và cuộc tấn công của Trump trên Twitter. Đó là bằng chứng cho thấy tính độc lập của nó - mặc dù về nguyên tắc có thể bị Quốc hội hủy bỏ bất cứ lúc nào - không quá mong manh trên thực tế. Việc Biden đề cử Powell vào nhiệm kỳ thứ hai, quay trở lại truyền thống tái bổ nhiệm các ghế do chủ tịch của một đảng khác bổ nhiệm ban đầu, là một dấu hiệu đầy hy vọng khác. Điều đó nói lên rằng, những rủi ro đối với sự độc lập

của Fed trong thế kỷ 21 đang lớn hơn so với trước đây. Cuộc khủng hoảng tài chính đã làm tổn hại đến danh tiếng của ngân hàng trung ương ở cả cánh tả và cánh hữu - vì cho rằng Phố Wall thiên vị trong các gói cứu trợ; ở bên phải, đối với các chính sách tiền tệ được coi là rủi ro và mang tính thử nghiệm; và cả hai bên đều không ngăn chặn được cuộc khủng hoảng ngay từ đầu. Sự trỗi dậy của chủ nghĩa dân túy, với các thuyết âm mưu và sự mất lòng tin của giới tinh hoa, đặt ra mối đe dọa đặc biệt đối với các tổ chức kỹ trị, phi đảng phái như Fed.

Các nhà lãnh đạo Fed luôn thừa nhận rằng thể chế này tồn tại trong bối cảnh chính trị và chúng đóng một vai trò chính trị. Phát triển mối quan hệ cá nhân với các chính trị gia, tạo cơ hội cho họ đặt câu hỏi và bày tỏ quan ngại, là một phần quan trọng trong công việc của chủ tịch Fed. Alan Greenspan có mối quan hệ thân thiết với các tổng thống và lãnh đạo quốc hội của cả hai đảng, và Jay Powell đã "làm mòn thảm" trong hội trường Quốc hội. Nhưng trong những năm gần đây, Fed cũng đã thay đổi phong cách thể chế của mình để hướng tới sự minh bạch hơn và tiếp cận công chúng nhiều hơn.

Với tư cách là chủ tịch, động lực ban đầu của tôi khi nỗ lực tăng cường tính minh bạch của Fed là cải thiện giao tiếp với thị trường, làm cho chính sách tiền tệ dễ dự đoán hơn và do đó hiệu quả hơn. Nhưng trong vòng xoáy chính trị xảy ra sau cuộc khủng hoảng tài chính, tôi nhận ra rằng tính minh bạch và khả năng tiếp cận công chúng có thể phục vụ mục tiêu rộng hơn là giải thích và từ đó (tôi hy vọng) xây dựng sự ủng hộ cho các chính sách của chúng ta. Với sự giúp đỡ của văn phòng quan hệ công chúng, do cựu chiến binh Fed Michelle Smith đứng đầu, tôi đã nỗ lực mở rộng đối tượng của mình ra ngoài những người tham gia thị trường tài chính và những người trong nội bộ Washington. Những người kế nhiệm của tôi đã mở rộng phạm vi tiếp cận của Fed, giải thích các quyết định chính sách bằng những thuật ngữ rõ ràng hơn và nỗ lực chứng minh các chính sách của Fed giúp ích cho người dân ở Main Street như thế nào. Fed chắc chắn sẽ tiếp tục sử dụng ngôn ngữ đơn giản hơn để giải thích hành động của mình và tìm kiếm cơ hội đối thoại, với niềm tin rằng, nếu mọi người hiểu rõ hơn Fed là gì và hoạt động của nó, họ sẽ có nhiều khả năng ủng hộ sự độc lập của tổ chức này. Mười

hai Ngân hàng Dự trữ, với nền tảng vững chắc từ cộng đồng địa phương, đã, đang và sẽ đóng vai trò quan trọng trong nỗ lực này.

PHẠM VI PHẠM VI RỘNG CỦA FED: TỪ CÔNG NGHỆ MỚI ĐẾN CÁC VẤN ĐỀ XÃ HỘI

Những thách thức bổ sung đang chờ đợi Fed, bao gồm việc theo kịp các công nghệ mới và tham gia vào các vấn đề xã hội cấp bách, từ biến đổi khí hậu đến bất bình đẳng chủng tộc.

Công nghệ mới và Fed

Fed là một cơ quan tinh vi, có vị trí tốt để nắm bắt các công nghệ đang phát triển giúp cơ quan này thực hiện công việc của mình tốt hơn. Ví dụ, nhân viên Fed đang ngày càng giám sát nền kinh tế thông qua các bộ dữ liệu lớn, có sẵn nhanh chóng về phí thẻ tín dụng, hành khách được thông quan qua an ninh sân bay, chỗ ngồi trong nhà hàng, chủ đề tìm kiếm trực tuyến và nhiều biện pháp khác. "Dữ liệu lớn" cấp vi mô như thế này đặc biệt hữu ích để đo lường hoạt động kinh tế trong thời kỳ đại dịch.

Fed cũng đang tăng cường chuyên môn công nghệ cao với tư cách là cơ quan quản lý ngân hàng. Ví dụ, nó đang giám sát việc triển khai các thuật toán học máy của các ngân hàng để sàng lọc những người đi vay tiềm năng và quản lý rủi ro. Những công cụ này và các công cụ trí tuệ nhân tạo khác có đáng tin cậy và đủ minh bạch không? Họ có thiên vị đối với những người xin tín dụng thuộc nhóm thiểu số không? Fed đặc biệt lo ngại về tần suất ngày càng tăng của các cuộc tấn công mạng tinh vi nhằm vào các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác. Về bản chất, hệ thống ngân hàng có tính liên kết cao, tạo ra nhiều điểm xâm nhập tiềm năng cho tin tặc. Để giúp bảo vệ hệ thống, các giám sát viên ngân hàng của Fed làm việc với các chuyên gia an ninh mạng trong Kho bạc và các cơ quan khác để kiểm tra khả năng phòng thủ của ngân hàng.

Fed đóng một vai trò quan trọng trong hệ thống thanh toán. Nó đóng vai trò là cơ quan tài chính của Kho bạc, xử lý hầu hết các khoản thanh toán của chính phủ cho các hộ gia đình và doanh nghiệp. Ví dụ, nó giám sát việc cung cấp hầu hết các khoản thanh toán cứu trợ được Đạo luật CARES 2020 ủy quyền, bao gồm thông qua tiền gửi trực tiếp, séc và thẻ ghi nợ trả trước. Fed từ lâu cũng đã thanh toán séc cho các ngân hàng, chuyển tiền từ ngân hàng của người viết séc sang ngân hàng của người nhận. Đã có lúc điều đó đòi hỏi các hoạt động phân loại séc lớn tại các Ngân hàng Dự trữ, cũng như một đội máy bay để bay séc khắp đất nước. Ngày nay, việc thanh toán séc hoàn toàn được thực hiện bằng điện tử.

Mặc dù ít người nhận thức được vai trò của Fed trong việc đảm bảo rằng họ nhận được số tiền nợ, nhưng họ nhận thấy sự chậm trễ giữa thời điểm phát hành séc và thời điểm họ có quyền truy cập vào số tiền đó. Đối với một gia đình sống bằng tiền lương hoặc một doanh nghiệp nhỏ quản lý cẩn thận dòng tiền của mình, sự chậm trễ có thể gây ra khó khăn. Để loại bỏ sự chậm trễ, Fed đang phát triển một dịch vụ tên là FedNow để cung cấp các khoản thanh toán gần như ngay lập tức thông qua bất kỳ ngân hàng nào trong nước, 24 giờ một ngày. Trong số các lợi ích khác, dịch vụ này sẽ đảm bảo rằng các khoản thanh toán cứu trợ của chính phủ - chẳng hạn như cho các nạn nhân của thảm họa thiên nhiên - sẽ được cung cấp ngay lập tức.

Suy đoán hơn, Fed có thể tạo ra "đồng đô la kỹ thuật số" để thay thế cho tiền giấy. Một hệ thống tiền kỹ thuật số có thể được cấu trúc theo nhiều cách, bao gồm (rất có thể) các thỏa thuận trong đó Fed hợp tác với hệ thống ngân hàng hiện tại hoặc các công ty fintech mới chuyên về thanh toán. Ví dụ: mọi người có thể có quyền truy cập vào thanh toán kỹ thuật số của ngân hàng trung ương thông qua tài khoản ngân hàng thương mại hiện có của họ. Trong mô hình đơn giản nhất về mặt khái niệm - mặc dù mô hình này sẽ gặp nhiều thách thức trong việc quản lý trên thực tế - mọi hộ gia đình và doanh nghiệp đều có thể lựa chọn số tiền gửi vào tài khoản séc tại Fed. Số dư tại Fed sẽ có giá trị như tiền mặt và có thể được sử dụng để thanh toán ngay lập tức cho bất kỳ doanh nghiệp hoặc cá nhân nào có tài khoản Fed, chẳng hạn như thông qua ứng dụng điện

thoại di động. Không giống như các giao dịch tiền mặt, các giao dịch bằng đô la kỹ thuật số có lẽ sẽ để lại một bản ghi, mặc dù có khả năng cho phép các tài khoản ẩn danh hoặc không bị theo dõi. Một loại tiền kỹ thuật số do Fed tài trợ sẽ có những lợi thế quan trọng so với tiền mặt hoặc séc, bao gồm cả tính an toàn; sự tiện lợi; và chuyển tiền ngay lập tức, được đảm bảo. Nó có thể sẽ tăng tốc và giảm chi phí thanh toán quốc tế, bao gồm cả tiền gửi từ người nước ngoài làm việc tại Hoa Kỳ về cho gia đình ở nước họ. Đồng đô la kỹ thuật số cũng có thể thúc đẩy sự hòa nhập tài chính, nếu những người không có tài khoản tại ngân hàng - chẳng hạn như vì lo ngại về phí - có thể bị thuyết phục đăng ký vào hệ thống do Fed tài trợ.

Nhiều ngân hàng trung ương đang xem xét các loại tiền kỹ thuật số, mặc dù chỉ có Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã tiến hành thử nghiệm thực địa. Fed đang nghiên cứu tính khả thi về mặt công nghệ của một loại tiền kỹ thuật số nhưng đã chỉ ra rằng họ có kế hoạch tiến lên phía trước một cách thận trọng, với sự hướng dẫn của Quốc hội. Các vấn đề về công nghệ và thiết kế chỉ giải thích phần nào cách tiếp cận có chủ ý này. Các nhà hoạch định chính sách của Fed cũng phải xem xét những tác động tiềm ẩn của sự đổi mới này đối với hệ thống tài chính và nền kinh tế. Ví dụ: một loại tiền kỹ thuật số có các giao dịch được ghi lại, nếu cuối cùng nó thay thế tiền tệ, sẽ giảm thiểu việc trốn thuế, rửa tiền, buôn bán ma túy và các giao dịch bất hợp pháp khác nhưng có khả năng phải hy sinh quyền riêng tư. Một số lo ngại rằng tiền kỹ thuật số có thể dẫn đến bất ổn tài chính vì các nhà đầu tư có thể dễ dàng chạy sang loại tiền kỹ thuật số (siêu an toàn) ngay khi có rủi ro đầu tiên trong hệ thống tài chính. Fed cũng sẽ cần hiểu tiền kỹ thuật số sẽ tương tác như thế nào với các hệ thống thanh toán hiện tại, chẳng hạn như mạng thẻ tín dụng và sự cạnh tranh giữa tiền kỹ thuật số và tiền gửi ngân hàng truyền thống sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận và khả năng tiếp cận nguồn vốn của ngân hàng như thế nào.

Một vấn đề khác là tiền kỹ thuật số sẽ ảnh hưởng như thế nào đến chính sách tiền tệ và tài chính. Nó cung cấp một số lợi thế rõ ràng. Ví dụ: nếu mọi người đều có tài khoản tại Fed thì các khoản giảm thuế, hoàn thuế, thanh toán cứu trợ và các khoản thanh toán khác của chính phủ có thể được chuyển ngay lập tức. Nếu các tài

khoản kỹ thuật số được thiết lập để trả lãi, Fed có thể tăng tốc và tăng cường tác động của các quyết định về lãi suất bằng cách thay đổi lãi suất trả cho tiền kỹ thuật số.

Đồng tiền kỹ thuật số của ngân hàng trung ương rất khác với bitcoin và các loại tiền điện tử khác. Tiền điện tử thường được tạo và quản lý thông qua công nghệ phi tập trung (blockchain), thay vì bởi ngân hàng trung ương. Kể từ khi bitcoin ra đời vào năm 2009, giá trị của nhiều loại tiền điện tử đã tăng vọt và những người ủng hộ chúng coi chúng như một giải pháp thay thế cho các loại tiền tệ của ngân hàng trung ương, như đồng đô la và đồng euro. Bitcoin và các tài sản tương tự có ý nghĩa quan trọng đối với chính sách tiền tệ không?

Câu trả lời gần như chắc chắn là không, ít nhất là trong tương lai gần. Các loại tiền điện tử như bitcoin đã được chấp nhận như một tài sản đầu cơ, giống như vàng, nhưng chúng không thực sự là tiền. Một loại tiền thành công, như đồng đô la, phải có thể sử dụng được trong các giao dịch thông thường và có giá trị tương đối ổn định, được đo lường bằng những thứ mà người tiêu dùng mua. Các loại tiền điện tử hàng đầu không thể đáp ứng được một trong hai điều kiện. Mọi người không mua hàng tạp hóa bằng bitcoin (giao dịch bitcoin khá đắt, chẳng hạn như so với mua thẻ tín dụng thông thường) và giá của hàng hóa và dịch vụ thông thường, khi đo bằng bitcoin, dao động mạnh. Do đó, đồng đô la và các loại tiền tệ chính khác không có nguy cơ bị thay thế bởi các loại tiền điện tử có giá trị thả nổi như bitcoin làm phương tiện thanh toán chính. Ngay cả khi, không thể tin được, bitcoin hoặc một loại tiền điện tử tương tự đã thay thế đồng đô la trong nhiều giao dịch tư nhân, thì thực tế là chính phủ yêu cầu phải nộp thuế bằng đô la và tự thanh toán bằng đô la sẽ đảm bảo nhu cầu tiếp tục đối với tiền tệ Hoa Kỳ. Chừng nào đô la còn được sử dụng rộng rãi, chính sách tiền tệ vẫn sẽ hoạt động theo cách quen thuộc, với giá trị của tiền điện tử phản ứng với hành động của Fed giống như các giá trị tài sản khác.

Trong trường hợp cực kỳ khó xảy ra là một loại tiền điện tử như bitcoin sẽ thay thế đồng đô la, điều gì sẽ xảy ra sau đó? Trong kịch bản đó, nền kinh tế sẽ trở lại phiên bản của bản vị vàng thế kỷ 19 một cách hiệu quả, ngoại trừ việc bitcoin đóng vai trò là vàng (mặc

dù không có sự trừng phạt chính thức của chính phủ hoặc sự tham gia của ngân hàng trung ương). Giá của hàng hóa và dịch vụ thông thường, được đo bằng bitcoin, sẽ phụ thuộc vào cung và cầu về bitcoin, giống như cung và cầu vàng xác định giá hàng hóa và dịch vụ theo bản vị vàng. Ví dụ: nếu nguồn cung bitcoin tăng chậm hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thì giá bitcoin của các sản phẩm thông thường sẽ giảm theo thời gian. Theo tiêu chuẩn bitcoin, các chính sách tiền tệ nhằm ổn định giá cả hoặc việc làm sẽ không còn khả thi nữa vì các ngân hàng trung ương sẽ không kiểm soát được nguồn cung tiền. Bởi vì công chúng kỳ vọng chính phủ sẽ cố gắng ổn định nền kinh tế, nên tiêu chuẩn bitcoin có thể sẽ không bền vững về mặt chính trị, giống như tiêu chuẩn vàng — vốn cũng hạn chế việc sử dụng chính sách tiền tệ của các nhà hoạt động — đã được chứng minh là không thể đứng vững được vào những năm 1930.

Cục Dự trữ Liên bang và Xã hội

Vai trò nổi bật của Fed trong việc ổn định nền kinh tế và hệ thống tài chính đặt ra câu hỏi liệu nó có thể hỗ trợ giải quyết các thách thức cấp bách khác hay không. Ví dụ, chi phí môi trường, xã hội và kinh tế của biến đổi khí hậu đang ngày càng trở nên rõ ràng. Ở một khía cạnh khác, cuộc khủng hoảng đại dịch đã làm nổi bật những rạn nứt sâu sắc trong xã hội Mỹ. Trong số đó có sự bất bình đẳng ngày càng rộng về thu nhập và sự giàu có, khả năng di chuyển về kinh tế và xã hội bị hạn chế và sự chênh lệch dai dẳng trong khả năng tiếp cận dịch vụ chăm sóc sức khỏe, giáo dục và cơ hội kinh tế. Người da đen, người gốc Tây Ban Nha và các nhóm thiểu số khác phải chịu thiệt thòi lớn nhất. Liệu Fed có thể giúp giải quyết những vấn đề như thế này không?

Một mặt, dù Fed có quyền lực như thế nào ở một số khía cạnh, khả năng cải thiện các vấn đề xã hội lớn của nó vẫn bị hạn chế bởi nhiệm vụ của quốc hội và bởi các giới hạn của các công cụ của nó. Trong một nền dân chủ, các đại diện được bầu chứ không phải các

quan chức được bổ nhiệm như thống đốc Fed nên đặt ra các ưu tiên quốc gia. Việc giải quyết các vấn đề xã hội khó khăn nhất của chúng ta nằm ngoài khả năng và thẩm quyền của Fed. Mặt khác, khi Fed có cơ hội, phương tiện và thẩm quyền pháp lý để đóng góp một cách xây dựng, phù hợp với định hướng của các nhà lãnh đạo chính trị và công chúng thì Fed nên làm như vậy.

Ví dụ, về vấn đề biến đổi khí hậu, các chính sách có thể hữu ích - chẳng hạn như thuế carbon hoặc kinh doanh carbon, trợ cấp cho các công nghệ giảm lượng carbon và trang bị thêm các tòa nhà và tiện ích - không phải là quyết định của Fed. Chúng là những quyết định của Quốc hội (và một số cơ quan do Quốc hội chỉ định, chẳng hạn như Cơ quan Bảo vệ Môi trường). Tuy nhiên, Fed có thể đóng góp vào nỗ lực chung. Ví dụ, Fed đã tài trợ cho nghiên cứu và hội nghị về biến đổi khí hậu. Với tư cách là cơ quan quản lý ngân hàng, theo sự dẫn dắt của Ngân hàng Trung ương Anh và các ngân hàng trung ương lớn khác, Fed cũng đã bắt đầu đưa rủi ro khí hậu như một yếu tố để đánh giá danh mục đầu tư ngân hàng và nhu cầu vốn. Một khi được áp dụng, cách làm này có thể buộc các ngân hàng phải ghi giảm các tài sản có nguy cơ bị ảnh hưởng do biến đổi khí hậu (chẳng hạn như tài sản ở vùng đồng bằng lũ lụt hoặc vùng có bão) hoặc sẽ bị ảnh hưởng bởi các chính sách nhằm hạn chế sự nóng lên (chẳng hạn như trái phiếu do các công ty dầu khí phát hành).). Một hành động khả thi khác, được Ngân hàng Trung ương châu Âu và các tổ chức khác áp dụng, là tránh mua trái phiếu của các tập đoàn góp phần chính gây ra hiện tượng nóng lên. Tuy nhiên, Fed - không giống như hầu hết các ngân hàng trung ương lớn - không mua chứng khoán doanh nghiệp trong quá trình hoạch định chính sách thông thường, do đó vấn đề này có tầm quan trọng thực tế hạn chế ở Hoa Kỳ. Cho đến thời điểm này, Fed vẫn chưa cố gắng kết hợp các tác động của biến đổi khí hậu vào các dự báo kinh tế hoặc phân tích chính sách tiền tệ của mình, vì những tác động đó được coi là không thể đoán trước và chủ yếu là rất dài hạn, nhưng điều đó có thể thay đổi do tác động ngắn hạn của khí hậu thay đổi đến tăng trưởng và năng suất trở nên rõ ràng hơn.

Về các vấn đề bất bình đẳng và di chuyển xã hội, như chúng ta đã thấy, Fed có thể có một đóng góp cực kỳ quan trọng – sử dụng

chính sách tiền tệ để thúc đẩy mức độ việc làm luôn ở mức cao. Thị trường lao động nóng mang lại lợi ích không tương xứng cho người thiểu số, những người lao động được trả lương thấp hơn và ít kinh nghiệm hơn. Nhu cầu lành mạnh về người lao động cũng mang lại nhiều người hơn cho lực lượng lao động, nơi họ có thể tích lũy kinh nghiệm và phát triển các mối quan hệ sẽ phục vụ tốt cho họ, ngay cả khi thị trường lao động suy yếu.

Ngoài chính sách tiền tệ, Fed còn có các công cụ khác để thúc đẩy một xã hội bình đẳng hơn. Ví dụ, nó duy trì mối quan hệ thường xuyên với các tổ chức phát triển cộng đồng, bao gồm các tổ chức tài chính phát triển cộng đồng và các ngân hàng thuộc sở hữu của thiểu số. Fed giúp các tổ chức này phục vụ cử tri tốt hơn thông qua các chương trình đào tạo và hỗ trợ kỹ thuật. Fed cũng là một trong những cơ quan thực hiện Đạo luật Tái đầu tư Cộng đồng năm 1977, yêu cầu các tổ chức lưu ký phải đáp ứng nhu cầu tín dụng rộng rãi của cộng đồng nơi họ kinh doanh. Các nhà nghiên cứu của Fed ở Washington và Ngân hàng Dự trữ cũng thu thập dữ liệu và tiến hành nghiên cứu về thị trường lao động và sự bất bình đẳng, bao gồm cả sự chênh lệch về chủng tộc và sắc tộc. Ví dụ: Khảo sát tài chính tiêu dùng thường xuyên của Fed là nguồn dữ liệu cơ bản về sự giàu có và bất bình đẳng thu nhập của Hoa Kỳ.

Fed cũng có thể thúc đẩy công bằng bằng cách tăng cường sự đa dạng của chính mình, để đảm bảo rằng tất cả các quan điểm đều được thể hiện trong các quyết định chính sách và nói chung hơn là làm cho ngành kinh tế trở nên toàn diện hơn. Fed đã biến sự đa dạng thành mục tiêu chính thức trong một thời gian với kết quả tốt nhất. Từ năm 1990 đến năm 2021, 19 nam giới (một trong số họ là người da đen) và 8 phụ nữ đã phục vụ trong Hội đồng quản trị của Fed. (Hai trong số những người phụ nữ, Janet Yellen và Alice Rivlin, và người đàn ông Da đen, Roger Ferguson, cũng từng giữ chức phó chủ tịch Hội đồng quản trị. Yellen từng là chủ tịch. Năm 2022, Lael Brainard dường như sẽ trở thành người phụ nữ thứ ba giữ chức phó chủ tịch; Lisa Cook và Philip Jefferson, cả hai nhà kinh tế học da đen, đều được đề cử vào các ghế trong Hội đồng quản trị trong cùng năm đó.) Các thành viên hội đồng quản trị được chọn bởi tổng thống chứ không phải chính Fed, vì vậy thành phần nhân viên có thể

là một chỉ báo tốt hơn về những nỗ lực đa dạng của Fed. Trong số các nhân viên, theo một nghiên cứu của Brookings năm 2019, khoảng 24% tiến sĩ kinh tế tại Hệ thống Dự trữ Liên bang là nữ và khoảng 25% là người thiểu số. Tuy nhiên, định nghĩa về thiểu số được nghiên cứu của Brookings sử dụng rất rộng. Một bài báo trên New York Times năm 2021 của Jeanna Smialek đã chỉ ra rằng Hội đồng chỉ tuyển dụng hai tiến sĩ kinh tế da đen. Sự thiếu đa dạng này phản ánh một phần xu hướng trong toàn bộ ngành kinh tế. Kinh tế đã tụt hậu so với các lĩnh vực khác, bao gồm các ngành khoa học và kỹ thuật, trong việc thu hút, phát triển và thúc đẩy phụ nữ cũng như các nhóm thiểu số ít đại diện. Tuy nhiên, với tư cách là một cơ quan công cộng và là một trong những nơi tuyển dụng các nhà kinh tế lớn nhất thế giới, Fed có trách nhiệm đặc biệt trong việc cố gắng cải thiện tình trạng này. Cần tăng gấp đôi cam kết của mình trong việc thu hút đội ngũ nhân viên đa dạng và xây dựng một hệ thống giúp thu hút nhiều sinh viên nữ và dân tộc thiểu số tài năng hơn vào lĩnh vực này.

FED: QUÁ KHỨ VÀ TƯƠNG LAI

Tiêu đề của bức tranh nổi tiếng của Paul Gauguin đặt câu hỏi: "Chúng ta đến từ đâu? Chúng ta là gì? Chúng ta đang đi đâu vậy?" Cuốn sách này đã cố gắng trả lời những câu hỏi này về ngân hàng trung ương của Mỹ. Như được minh họa bằng những hành động phi thường của nó trong cuộc khủng hoảng đại dịch, Cục Dự trữ Liên bang đã thay đổi rất nhiều kể từ thời của William McChesney Martin và Arthur Burns. Nó đã cải tiến triệt để bộ công cụ chính sách, chiến lược và hoạt động truyền thông của mình. Nó đã lèo lái những luồng gió chính trị đang thay đổi, bảo vệ sự độc lập về chính sách của mình, đồng thời, làm việc với các chính quyền và Quốc hội để ứng phó với các cuộc khủng hoảng và hỗ trợ các ưu tiên quốc gia khác.

Những thay đổi đáng chú ý trong kho chính sách và cách tiếp cận của Fed từ Martin đến Powell phần lớn không phải là kết quả của những thay đổi về quyền hạn hoặc nhiệm vụ của Fed hay của

những cuộc cách mạng trong tư duy kinh tế. Đúng hơn, như lịch sử đã chứng minh, những diễn biến kinh tế và chính trị dài hạn đã định hình lại Fed và các chính sách của tổ chức này trong 70 năm qua.

Hành vi thay đổi của lạm phát, xuất phát từ những thay đổi trong chính sách của Fed và những thay đổi trong cơ cấu nền kinh tế, là diễn biến quan trọng đầu tiên như vậy. Chiến thắng của Paul Volcker trước lạm phát vào những năm 1980 đã tái lập tính ưu việt của chính sách tiền tệ trong việc kiểm soát lạm phát, khôi phục uy tín của Fed và chứng minh lợi ích của sự độc lập về chính sách của Fed. Được hỗ trợ bởi những thay đổi thuận lợi trong cơ cấu nền kinh tế, bao gồm cả sự sụt giảm rõ rệt về tỷ lệ thất nghiệp bền vững, Alan Greenspan đã khóa chặt lợi nhuận của Volcker, tiếp tục ổn định lạm phát và neo giữ kỳ vọng lạm phát. Trong nhiệm kỳ của tôi, Fed đã thiết lập một khuôn khổ chính thức mô tả cách thức đạt được cả mục tiêu lạm phát và việc làm tối đa và, dưới thời Jay Powell, đã cập nhật khuôn khổ này.

Liệu việc kiểm soát lạm phát có tiếp tục đóng vai trò trung tâm trong việc hoạch định chính sách tiền tệ của Mỹ? Fed đã bị chỉ trích trong những năm gần đây vì tập trung quá nhiều vào lạm phát mà gây thiệt hại cho việc làm. Có một số sự thật đối với lời chỉ trích này. Cuộc Đại lạm phát những năm 1960 và 1970 đã khiến các nhà hoạch định chính sách tiền tệ phản đối việc lạm phát tăng vừa phải, điều mà họ lo ngại có thể làm mất đi kỳ vọng và theo thời gian, dẫn đến vấn đề lạm phát nghiêm trọng hơn. Trong những năm qua, những lo ngại này đã dẫn đến một số sai lầm về chính sách diều hâu. Tương tự như vậy, một số người lập luận rằng "cách tiếp cận cân bằng" của Fed, như được nêu trong các nguyên tắc chính sách năm 2012 và mang lại sức nặng tương đương cho hai bên trong nhiệm vụ, đã không đánh giá đầy đủ lợi ích xã hội của việc làm cao và lao động nóng. chợ. Việc Fed làm lại khung chính sách vào năm 2020 đã giải quyết những lo ngại này. Đặc biệt, khi từ bỏ các cuộc đình công phủ đầu trước lạm phát, Fed Powell cho biết họ sẵn sàng cho phép lạm phát biến động nhiều hơn và tạm thời vượt quá mục tiêu lạm phát để đạt được việc làm cao một cách nhất quán hơn.

Những lợi ích rộng lớn và lâu dài của thị trường lao động nóng chắc chắn phải được phản ánh trong khuôn khổ và chính sách của

Fed. Điều đó nói lên rằng, Fed sẽ không — và không nên — bỏ qua một nửa nhiệm vụ ổn định giá cả của mình. Việc kiểm soát tốt lạm phát không chỉ mang lại lợi ích về mặt kinh tế - chẳng hạn như vì nó cho phép thị trường hoạt động tốt hơn và tạo điều kiện thuận lợi cho việc lập kế hoạch dài hạn - mà còn rất quan trọng trong việc thúc đẩy mức độ việc làm cao một cách nhất quán. Lạm phát ổn định và kỳ vọng lạm phát ổn định hỗ trợ việc làm bằng cách cho phép chính sách tiền tệ linh hoạt hơn để ứng phó với những cú sốc khiến thị trường lao động gặp rủi ro. Ví dụ, một ngân hàng trung ương đáng tin cậy về lạm phát sẽ có khả năng cao hơn trong việc "xem xét" các cú sốc về nguồn cung (chẳng hạn như giá dầu tăng hoặc sự gián đoạn chuỗi cung ứng do đại dịch) hoặc nới lỏng chính sách một cách mạnh mẽ hơn trong thời kỳ suy thoái, với độ tin cậy cao hơn. rằng bất kỳ sự gia tăng lạm phát nào sẽ không được duy trì. Fed có thể giữ nguyên khuôn khổ FAIT hoặc có thể sửa đổi khuôn khổ này trong tương lai, nhưng, vì lợi ích thúc đẩy nền kinh tế và thị trường việc làm lành mạnh về lâu dài, Fed nên cẩn thận để duy trì uy tín khó có được của mình đối với lạm phát.

Diễn biến thứ hai định hình Fed và các chính sách của tổ chức này là sự sụt giảm dài hạn của lãi suất trung lập, R*. Sự suy giảm này một phần phản ánh lạm phát thấp hơn và rủi ro lạm phát, nhưng tỷ lệ thực tế (được điều chỉnh theo lạm phát) cũng đã giảm đáng kể, khoảng 3 điểm phần trăm kể từ giữa những năm 1980. Môi trường lãi suất thấp có nhiều hậu quả kinh tế, trực tiếp nhất đối với người cho vay và người đi vay. Đối với Fed và các ngân hàng trung ương khác, khi đối mặt với giới hạn dưới hiệu quả, việc giảm lãi suất trung lập đã hạn chế khả năng hỗ trợ nền kinh tế yếu kém thông qua phương pháp cắt giảm lãi suất ngắn hạn truyền thống. May mắn thay, các công cụ chính sách mới, bao gồm nới lỏng định lượng và hướng dẫn dài hạn, rõ ràng hơn, đã tỏ ra hiệu quả, bổ sung thêm sức mạnh gần tương đương với việc cắt giảm 3 điểm phần trăm trong lãi suất quỹ liên bang (theo mô phỏng của tôi), với những tác động không mong muốn hạn chế. các hiệu ứng. Điều đó nói lên rằng, ngay cả với các công cụ mới, chỉ riêng chính sách tiền tệ R* ở mức độ hiện tại khó có thể giải quyết được một cuộc suy thoái sâu sắc.

Phần lớn sẽ phụ thuộc vào việc lãi suất trung lập diễn biến như thế nào. Thị trường trái phiếu nhận thấy lãi suất có khả năng vẫn ở mức thấp trong nhiều năm, đánh giá rằng các yếu tố nhân khẩu học và công nghệ khiến lãi suất trung lập giảm sẽ tiếp tục tồn tại. Nếu lãi suất trung lập vẫn ở mức thấp, tôi kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục phát triển các công cụ tiền tệ mới hoặc điều chỉnh các công cụ do các ngân hàng trung ương khác phát triển. Ví dụ, Fed có thể tăng cường hướng dẫn dự kiến của mình bằng cách củng cố các cam kết về lãi suất với việc kiểm soát đường cong lợi suất; nó có thể phát triển các chương trình cho vay có trợ cấp để sử dụng trong thời kỳ kinh tế khó khăn; và nó có thể để ngỏ khả năng thiết lập lãi suất ngắn hạn ở mức âm vừa phải. Tuy nhiên, nếu lãi suất trung lập vẫn ở mức thấp hoặc thậm chí còn giảm thấp hơn nữa thì việc phụ thuộc nhiều hơn vào chính sách tài khóa trong thời kỳ suy thoái sâu dường như là điều không thể tránh khỏi. Mặc dù hiện nay có lẽ khó có thể xảy ra về mặt chính trị, nhưng việc phát triển hơn nữa các cơ chế ổn định tài chính tự động – các điều khoản về thuế và chi tiêu được kích hoạt tự động khi nền kinh tế suy yếu – có thể khắc phục phần nào sự chậm trễ do chính sách tiền tệ kém hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, không chắc chắn rằng tỷ lệ trung lập sẽ vẫn ở mức thấp hoặc giảm thêm. Lạm phát cao hơn một chút, nhu cầu tài trợ cho các khoản thâm hụt lớn của chính phủ ở Hoa Kỳ và nước ngoài, và việc tăng mức bù đắp cho rủi ro nắm giữ chứng khoán dài hạn đều là những lý do có thể dẫn đến tỷ lệ trung lập cao hơn trong tương lai. Suy đoán kỹ hơn, nhiều công nghệ mới - từ trí tuệ nhân tạo đến công nghệ năng lượng xanh mới, điện toán lượng tử cho đến những tiến bộ trong công nghệ sinh học - đều có khả năng giúp đảo ngược tình trạng suy giảm năng suất và chấm dứt tình trạng khan hiếm cơ hội đầu tư. Quan trọng nhất, năng suất được cải thiện sẽ dẫn đến tăng trưởng nhanh hơn về sản lượng và mức sống. Tuy nhiên, ngoài ra, việc tăng lãi suất trung lập do xu hướng tăng trưởng và đầu tư cao hơn tạo ra sẽ mang lại phạm vi rộng hơn cho chính sách tiền tệ.

Nguy cơ bất ổn tài chính nguy hiểm gia tăng, xu hướng dài hạn thứ ba định hình các công cụ và chiến lược của Fed, có lẽ là diễn biến đáng lo ngại nhất. Nhiều yếu tố gây ra rủi ro đó sẽ khó đảo

ngược hoặc sửa chữa, bao gồm những điểm yếu (ngay cả sau những cải cách sau khủng hoảng) trong cơ cấu điều tiết tài chính, đổi mới tài chính nhanh chóng và tính phức tạp, mờ ám và tính liên kết ngày càng tăng của hệ thống tài chính toàn cầu. Để giúp duy trì sự ổn định tài chính và tránh thiệt hại kinh tế mà một cuộc khủng hoảng tài chính có thể gây ra, Fed đã mở rộng các công cụ chống khủng hoảng, thể hiện qua các phản ứng của cơ quan này trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và cơn hoảng loạn vào tháng 3 năm 2020. Nó cũng đã áp dụng quan điểm an toàn vĩ mô, giám sát một cách có hệ thống toàn bộ hệ thống tài chính—bao gồm các thị trường và thể chế mà nó không có trách nhiệm quản lý trực tiếp—và nỗ lực xác định các rủi ro đối với sự ổn định của nó. Và nó đã tiếp tục nghiên cứu mối liên hệ giữa chính sách tiền tệ và việc chấp nhận rủi ro của khu vực tư nhân.

Các nhà lập pháp và quản lý xứng đáng được ghi nhận vì những tiến bộ đã đạt được kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, nhưng những lỗ hổng pháp lý quan trọng vẫn còn tồn tại, như sự kiện tháng 3 năm 2020 đã chứng minh. Các cơ quan quản lý của Hoa Kỳ tiếp tục thiếu quyền hạn và nhiệm vụ cần thiết để bảo vệ trước những rủi ro hệ thống quan trọng, đặc biệt là trong lĩnh vực nhà đất và ngân hàng ngầm. Với chuyên môn và độ tin cậy của mình, Fed nên làm nhiều hơn nữa để làm nổi bật những lỗ hổng còn lại và thúc ép Quốc hội cũng như các thành viên khác của FSOC hành động. Đặc biệt, vì việc chấp nhận rủi ro sẽ luôn chuyển sang những phần ít được quản lý nhất của hệ thống, nên nguyên tắc các công ty tài chính thực hiện các chức năng tương tự cũng phải được quản lý tương tự cần được xem xét nghiêm túc hơn nhiều. Từ quan điểm của Fed, quy định an toàn vĩ mô mạnh mẽ hơn sẽ giúp việc sử dụng chính sách tiền tệ tích cực trở nên an toàn và hiệu quả hơn bằng cách giảm các tác dụng phụ có thể xảy ra đối với ổn định tài chính.

Ngoài những thách thức về kinh tế và chính sách, Fed còn phải đối mặt với khả năng hiển thị công khai ngày càng tăng của mình. Vai trò dẫn đầu của nó trong việc giải quyết các cuộc khủng hoảng tài chính và kinh tế gần đây đã đẩy thể chế từng một thời mờ mịt này trở thành tâm điểm chú ý của cả nước. Về mặt này, thế giới đã

thay đổi rất nhiều kể từ năm 1996, khi cựu Phó Chủ tịch Hội đồng quản trị Alan Blinder nói: "Tôi được biết rằng hàng triệu người Mỹ vẫn nghĩ rằng Hệ thống Dự trữ Liên bang là một hệ thống bao gồm các khu rừng và khu bảo tồn động vật hoang dã thuộc sở hữu của chính phủ. có lẽ là nơi mà bò đực, gấu, diều hâu và bồ câu vui đùa cùng nhau trong sự hòa hợp hạnh phúc." Các nhà lãnh đạo Fed sẽ cần phải tham gia chặt chẽ hơn nữa với tất cả người Mỹ - để lắng nghe những mối quan ngại của họ, giải thích các chính sách của Fed và chứng tỏ rằng việc hoạch định chính sách phi chính trị, độc lập và khách quan phục vụ lợi ích lâu dài của nền kinh tế. Fed chắc chắn sẽ mắc sai lầm như đã từng mắc phải trong quá khứ. Tuy nhiên, như Jay Powell đã nói, nó phải tiếp tục chứng tỏ rằng nó sẽ không mắc sai lầm về tính cách hoặc tính chính trực.

---

* Fed có sự linh hoạt trong thực tế trong việc giải thích các mục tiêu của mình. Ví dụ: FOMC đã định nghĩa "ổn định giá cả" là lạm phát 2% vào năm 2012 và vào năm 2020, nhấn mạnh tính chất "trên diện rộng và toàn diện" của mục tiêu việc làm của mình.
† Fed cũng phải tự bảo vệ mình khỏi lừa đảo qua mạng. Năm 2016, tin tặc đã xâm nhập Ngân hàng Trung ương Bangladesh, gửi lệnh thanh toán giả đến tài khoản Bangladesh tại Fed New York.
‡ Cuộc thảo luận trong văn bản áp dụng cho tiền điện tử, như bitcoin, với các giá trị thay đổi, do thị trường xác định. Không giống như bitcoin, một số loại tiền điện tử có giá trị được gắn với đồng đô la hoặc các loại tiền tệ fiat khác hoặc với tài sản có mệnh giá bằng tiền tệ fiat. Những cái gọi là stablecoin này có thể trở thành nền tảng của các phương thức thanh toán mới, nhưng vì chúng được gắn với các loại tiền tệ hiện có nên chúng không có nguy cơ thay thế các loại tiền tệ đó. Các câu hỏi quan trọng vẫn là cách stablecoin sẽ được quản lý như thế nào để bảo vệ người dùng và giúp đảm bảo rằng chúng không trở thành nguồn gây bất ổn tài chính.
§ Bitcoin và các tài sản tương tự còn có thêm nhược điểm: Việc tạo ra chúng sử dụng lượng lớn năng lượng và vì chúng thường được sử dụng cho các hoạt động bất hợp pháp, từ rửa tiền đến ransomware nên chúng phải đối mặt với nguy cơ bị quản lý chặt chẽ hơn nhiều trong tương lai.
¶ Tổng quát hơn, một khuôn khổ tiền tệ hợp lý phải có cái mà các nhà kinh tế gọi là mỏ neo danh nghĩa, một mục tiêu chính sách giúp xác định mức giá chung theo thời gian. Hiện nay, tỷ lệ lạm phát là cái neo danh nghĩa ở tất cả các nền kinh tế lớn. Như đã thảo luận trong Chương 13, các neo danh nghĩa thay thế mà các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể xem xét bao gồm mức giá (ngược lại với tỷ lệ lạm phát) hoặc GDP danh nghĩa. Đối với một số quốc gia, giá trị cố định của tỷ giá hối đoái sẽ là chiếc neo danh nghĩa. Lịch sử cho thấy việc lựa chọn neo danh nghĩa là quan trọng vì nó giúp định hình chính sách tiền tệ và hành vi của nền kinh tế.

LỜI MỜI BÌNH LUẬN

Tôi rất mong nhận được ý kiến từ độc giả của Chính sách tiền tệ thế kỷ 21. Có vấn đề quan trọng nào mà tôi chưa giải quyết hoặc vấn đề mà phạm vi bảo hiểm của tôi bị lỗi không? Có chủ đề nào đáng lẽ phải được khám phá sâu hơn không? Trong bối cảnh môi trường phức tạp và luôn thay đổi trong đó chính sách tiền tệ được thực hiện, có những câu hỏi mới nào cần được giải quyết không? Để đặt câu hỏi hoặc đưa ra nhận xét về cuốn sách, vui lòng truy cập http://benbernankebook.com/feedback. Đề xuất của bạn sẽ cung cấp thông tin cho bất kỳ lần xuất bản nào trong tương lai và tôi sẽ đăng câu trả lời cho các câu hỏi và nhận xét đã chọn trên trang công cộng. Cảm ơn bạn trước vì phản hồi của bạn.

Ben S. Bernanke

SỰ NHÌN NHẬN

Nhiều người đã giúp đỡ và khuyến khích dự án này. Dave Skidmore, người đã cộng tác chặt chẽ với tôi trong cuốn hồi ký về cuộc khủng hoảng tài chính, Can đảm hành động, một lần nữa cống hiến kỹ năng biên tập đáng kể và kiến thức về Cục Dự trữ Liên bang để làm cho cuốn sách này trở nên rõ ràng và chính xác hơn. Tôi cảm ơn anh ấy vì đã làm việc chăm chỉ cũng như những ý tưởng và đề xuất vô giá của anh ấy. Tôi cũng cảm ơn Michael Ng, Sage Belz, Finn Schuele, Tyler Powell và Eric Milstein vì sự hỗ trợ nghiên cứu xuất sắc, hỗ trợ cho cả cuốn sách này và một số dự án nghiên cứu độc lập mà cuốn sách này đề cập đến. Tôi rất vui khi được làm việc với những người trẻ tài năng này. Tôi chắc chắn sẽ còn nhiều điều nữa được nghe về họ trong tương lai.

Những độc giả của bản thảo đầu tiên của cuốn sách này bao gồm Bill English, Mark Gertler, Anil Kashyap, Don Kohn, Debbie Lucas, Rick Mishkin, Angel Ubide và David Wessel. Tôi cảm ơn họ cũng như những người tham gia hội thảo tại Viện Công nghệ Massachusetts vì những nhận xét hữu ích. Tôi cảm ơn Viện Brookings (nơi tôi là Thành viên cấp cao xuất sắc tại Trung tâm Hutchins về Chính sách tài chính và tiền tệ) và MIT (nơi tôi là thành viên của Trung tâm Tài chính và Chính sách Golub trong giai đoạn 2020–21) vì sự hỗ trợ của họ.

Tôi biết ơn các nhân viên của W. W. Norton và đặc biệt là biên tập viên Brendan Curry của tôi—người cũng hợp tác với tôi trong cuốn The Courage to Act—vì đã nhận xét về bản thảo và chỉ đạo dự án trong suốt quá trình xuất bản. Tôi cũng xin cảm ơn biên tập viên dự án Rebecca Homiski, giám đốc sản xuất Anna Oler, giám đốc nghệ thuật Ingsu Liu, biên tập viên Carla Barnwell, nhà báo Rachel

Salzman và trợ lý biên tập Caroline Adams. Các cố vấn pháp lý và đại diện văn học của tôi, Bob Barnett và Michael O'Connor, đã đưa ra những lời khuyên và hướng dẫn tuyệt vời.

Cuốn sách này là dự án chống đại dịch của tôi, phần lớn được viết ở nhà, khiến vợ tôi Anna thậm chí còn phải chịu những thăng trầm trong quá trình viết, bị bao phủ bởi những lo lắng của năm bất thường đó. Như mọi khi, cô ấy luôn luôn hỗ trợ và đồng cảm.

Cuối cùng, tôi bày tỏ lòng biết ơn tới bạn bè và đồng nghiệp cũ của tôi tại Cục Dự trữ Liên bang. Thật không may, Fed là một tổ chức đáng chú ý với những nỗ lực củng cố và bảo vệ nền kinh tế và hệ thống tài chính Mỹ thường không được hiểu rõ hoặc đánh giá cao. Tôi hy vọng cuốn sách này sẽ giúp khắc phục được tình trạng đó, ít nhất là một chút.

LƯU Ý VỀ NGUỒN

Cuốn sách này dựa trên nhiều nguồn, bao gồm các tài liệu công cộng như bài phát biểu, báo cáo, tài khoản tin tức, sách và bài báo đã xuất bản, tài liệu nghiên cứu và dữ liệu kinh tế. Sau đây là một số nguồn thông tin chung kèm theo các liên kết được sử dụng thường xuyên trong quá trình biên soạn cuốn sách này.

Tài liệu dự trữ liên bang

Trang web của Cục Dự trữ Liên bang, www.federalreserve.gov, cung cấp thông tin lịch sử sâu rộng cũng như thông tin về chính sách hiện hành.

- Thông tin về Ủy ban Thị trường Mở Liên bang, bao gồm biên bản các cuộc họp chính sách, tuyên bố sau cuộc họp và ghi chú thực hiện, bản ghi các cuộc họp báo của chủ tịch và dự báo kinh tế hàng quý của các thành viên FOMC: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm
- Tài liệu lịch sử của FOMC (bao gồm biên bản cuộc họp và biên bản ghi nhớ của nhân viên): http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc_historical.htm
- Thông cáo báo chí của Cục Dự trữ Liên bang, biên bản cuộc họp về lãi suất chiết khấu, giải thích về các chương trình mua tài sản và ủy quyền cho các cơ sở khẩn cấp:

https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm

- Báo cáo Chính sách tiền tệ của Ban Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang gửi tới Quốc hội, được công bố hai lần một năm với sự điều trần của quốc hội bởi chủ tịch, thảo luận về chính sách tiền tệ và triển vọng kinh tế, đồng thời có phân tích của nhân viên Fed về những diễn biến trong lĩnh vực tài chính: http://www. liên bangreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm
- Bài phát biểu của các thành viên Hội đồng Thống đốc từ năm 2006 trở đi: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speeches.htm Và từ giữa năm 1996 đến năm 2005: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/ bài phát biểu-archive.htm
- Lời khai của Quốc hội bởi các thành viên Hội đồng Thống đốc từ năm 2006 trở đi: https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony.htm Và từ giữa năm 1996 đến năm 2005: https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony /testimony-archive.htm
- Hệ thống Lưu trữ Dự trữ Liên bang dành cho Nghiên cứu Kinh tế (FRASER), Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: FRASER là một thư viện kỹ thuật số về lịch sử kinh tế, tài chính và ngân hàng Hoa Kỳ—đặc biệt là lịch sử của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Các tài liệu chính có sẵn từ FRASER, bao gồm luật và các tài liệu khác liên quan đến Cục Dự trữ Liên bang và các bài phát biểu của Cục Dự trữ Liên bang cũng như lời khai trước quốc hội trước năm 1996: https://fraser.stlouisfed.org/
- Các cuộc phỏng vấn về lịch sử truyền miệng của Cục Dự trữ Liên bang: Bản ghi các cuộc phỏng vấn với các cựu thành viên FOMC và nhân viên Hội đồng quản trị, được thực hiện để chuẩn bị cho lễ kỷ niệm 100 năm thành lập Hệ thống Dự trữ Liên bang vào năm 2013:

https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/centennial/federal-reserve-oral- history-interviews.htm

- Các bài tiểu luận về lịch sử Cục Dự trữ Liên bang và các nguồn tài liệu liên quan: https://www.federalreservehistory.org/

Các tài liệu công khác

- Biên bản các phiên điều trần tại Thượng viện và Hạ viện: http://www.gpo.gov/fdsys/browse/collection.action?collectionCode=CHRG

Nguồn dữ liệu

- FRED, Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: FRED là cơ sở dữ liệu về dữ liệu tài chính và kinh tế vĩ mô. Nó cũng cung cấp các công cụ để vẽ đồ thị và thao tác chuỗi dữ liệu. Các chỉ số chính có sẵn từ FRED bao gồm tỷ lệ thất nghiệp và bảng lương, tổng sản phẩm quốc nội (GDP), chỉ số giá tiêu dùng (CPI), chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE), thu nhập cá nhân, giá dầu, chỉ số S&P và chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones- chỉ số thị trường, lãi suất đối với chứng khoán Kho bạc, nợ Kho bạc do công chúng nắm giữ và giá nhà đất (được đo bằng Chỉ số Giá Nhà Tổng hợp Case–Shiller 20-City): https://research.stlouisfed.org/fred2/
- Dữ liệu về bảng cân đối kế toán của Fed đến từ bản phát hành H.4.1 của Cục Dự trữ Liên bang: http://www.federalreserve.gov/releases/h41/
- Các nguồn số liệu khác sử dụng trong sách được nêu rõ ở phần chú thích.

LƯU Ý

GIỚI THIỆU

1. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 29 tháng 1 năm 2020, 1.
2. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 29 tháng 1 năm 2020, 11.
3. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 3 tháng 3 năm 2020, 1.
4. Powell (2020b).
5. Friedman và Schwartz (1963).
6. Để thảo luận thêm về vai trò của bản vị vàng trong thời kỳ Suy thoái, xem Eichengreen (1992), Bernanke (2000), và Ahamed (2009).
7. Eichengreen và Sachs (1985).
8. Bernanke (2002b).
9. Fischer (1995). Fischer sử dụng thuật ngữ độc lập về công cụ hơn là độc lập về chính sách.

CHƯƠNG 1: LẠM PHÁT LỚN

1. Phillips (1958). Ý tưởng cơ bản về mối quan hệ giữa tiền lương và thất nghiệp có từ lâu đời hơn bài báo của Phillips. Nó có niên đại ít nhất là từ một bài báo năm 1926 của Irving Fisher, được tái bản năm 1973 (Fisher, 1973).

2. Samuelson và Solow (1960).

3. "John F. Kennedy về kinh tế và thuế." Thư viện và Bảo tàng Tổng thống John F. Kennedy, truy cập ngày 20 tháng 11 năm 2020, https://www.jfklibrary.org/learn/about-jfk/jfk-in-history/john-f-kennedy-on-the-economy-and -thuế.

4. Thư viện Chiến tranh Hoa Kỳ, truy cập ngày 24 tháng 11 năm 2020, http://www.americanwarlibrary.com/vietnam/vwatl.htm.

5. Hooper, Mishkin và Sufi (2020). Luật Medicare ban đầu cấm chính phủ can thiệp vào các quyết định của bác sĩ về việc chăm sóc, loại bỏ khả năng hạn chế tiết kiệm chi phí.

6. Hội chợ (1978).

7. Dam và Shultz (1977).

8. Bernanke (2008a).

9. Friedman (1968).

10. Phelps (1968).

11. Gordon (2013) thảo luận về nghiên cứu thực nghiệm về mô hình lạm phát hiện đại. Xem thêm Yellen (2015).

12. Hodgson (20/08/1998).

13. Để biết thêm về câu chuyện của Accord, xem Hetzel và Leach (2001) và Romero (2013).

14. Trong Hệ thống Lưu trữ Dự trữ Liên bang dành cho Nghiên cứu Kinh tế (FRASER), xem "Thông báo chung của Bộ trưởng Tài chính và Chủ tịch Hội đồng Thống đốc, và Ủy ban Thị trường Mở Liên bang của Hệ thống Dự trữ Liên bang," tháng 3 ngày 4 tháng 1 năm 1951.

15. Chất kết dính và trục xoay (2017).

16. Hetzel và Leach (2001).

17. Volcker (2018).

18. Câu nói chính xác của Martin là: "Mục đích của chúng tôi là chống lại những cơn gió lạm phát hoặc giảm phát, bất kể chúng thổi theo hướng nào, nhưng chúng tôi không tạo ra những cơn gió đó". Xem, trong FRASER, lời khai của Martin trước Ủy ban Ngân hàng và Tiền tệ, Thượng viện Hoa Kỳ, ngày 20 tháng 1 năm 1956.

19. Trong FRASER, xem bài phát biểu của Martin tại Tập đoàn New York của Hiệp hội Ngân hàng Đầu tư Hoa Kỳ, ngày 19 tháng 10 năm 1955.

20. Trong FRASER, xem lời khai của Martin trước Ủy ban Tài chính, Thượng viện Hoa Kỳ, ngày 13 tháng 8 năm 1957.

21. Romer và Romer (2002).

22. Hetzel (2008). Chương 6.

23. Okun được trích dẫn trong Orphanides và Williams (2013).

24. Các ước tính hiện tại về hệ số Định luật Okun gần bằng 2 hơn là 3. Để thảo luận về Định luật Okun, hãy xem Owyang và Sekhposyan (2012).

25. Orphanides và Williams (2013) thảo luận về hậu quả của niềm tin vững chắc của các nhà hoạch định chính sách về tỷ lệ tự nhiên trong cuộc Đại lạm phát. Orphanides (2003) là một trong những người đầu tiên ghi nhận việc đánh giá sai u* trong thời kỳ này.

26. Chất kết dính và trục xoay (2017).

27. Được trích dẫn tại Granville (13/6/2017).

28. Granville (13/6/2017).

29. Hetzel (2008). Chương 7.

30. Dự án lịch sử truyền miệng của Ủy ban Dự trữ Liên bang: Phỏng vấn J. Dewey Daane, cựu thành viên Hội đồng quản trị (1/6/2006), 37.

CHƯƠNG 2: BỎNG VÀ VOLCKER

1. Để biết thêm về quan điểm của Burns, xem Hetzel (1998) và Wells (1994).

2. Abrams (2006).

3. Ferrell (2010), 38.

4. Hetzel (1998).

5. Ferrell (2010), 34–35. Burns (1970) ủng hộ việc kiểm soát trong một bài phát biểu tại Đại học Pepperdine.

6. Người thép (2013).

7. Bỏng (1979).

8. Bạc (2012), 136.

9. Dự án Lịch sử Truyền miệng của Ban Dự trữ Liên bang: Phỏng vấn Paul A. Volcker (28 tháng 1 năm 2008), 77–78.

10. Bạc (2012), 146.

11. Volcker (2018), 102–4.

12. Mondale và Hage (2010), 272–73.

13. Rogoff (1985).

14. Trong FRASER, xem lời khai của Volcker trước Ủy ban Ngân hàng, Nhà ở và Đô thị, Hạ viện Hoa Kỳ, ngày 19 tháng 2 năm 1980.

15. Bạc (2012), 168.

16. Biên bản FOMC, ngày 6 tháng 10 năm 1979, 19.

17. Để biết thêm về kiểm soát tín dụng, xem Schreft (1990).

18. Silber (2012), 190. Volcker (2018) viết, 111, rằng, tại một bữa tiệc ngoài vườn ở Philadelphia, Carter gọi quyết định tập trung vào cung tiền của Fed là "không sáng suốt".

19. Volcker (2018), 118.

20. Bạc (2012), 254.

21. Volcker (2018), 113.

22. "Sự thất bại của Continental Illinois." Lịch sử Cục Dự trữ Liên bang, https://www.federalreservehistory.org/essays/failure-of-continental-illinois.

23. Haltom (2013). Để biết hồi ức của Volcker, xem Volcker (2018), 125–28.

24. Dự luật có tiêu đề Đạo luật bãi bỏ quy định và kiểm soát tiền tệ của các tổ chức lưu ký. Xem Robinson (2013).

25. Xem Goodfriend and King (2005) để thảo luận.

26. Volcker (1990).

CHƯƠNG 3: GREENSPAN VÀ Bùng nổ thập kỷ 90

1. Mallaby (2016).

2. Mallaby (2016), 344–45.

3. Greenspan (2007), 108.

4. Bản ghi của buổi lễ kỷ niệm 100 năm Đạo luật Dự trữ Liên bang, ngày 16 tháng 12 năm 2013, 5–7, https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20131216-centennial -commemoration-transcript.pdf.

5. Biên bản FOMC, ngày 16 tháng 12 năm 1987, 71–72.

6. Xem Freund, Curry, Hirsch và Kelley (1997).

7. Peek và Rosengren (1992), 21–31.

8. Đó là cuộc hẹn trong giờ giải lao. Greenspan không được Thượng viện xác nhận cho đến ngày 28 tháng 2 năm 1992. Trong thời gian tạm thời, Hội đồng quản trị Fed đã gọi ông là "chủ tịch lâm thời".

9. Mallaby (2016), 366.

10. Nelson (09/03/1990).

11. Bush, Diễn văn Thông điệp Liên bang, ngày 29 tháng 1 năm 1991. Dự án Tổng thống Hoa Kỳ, Đại học California-Santa

Barbara, truy cập ngày 27 tháng 11 năm 2021. https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-Before - joint-session-the-quốc hội-the-state-the-union-1.

12. Mallaby (2016), 398–400.

13. Blanchard (2019).

14. Tạp chí Phố Wall (25/08/1998).

15. Blinder và Yellen (2001), 26.

16. Trong FRASER, xem lời khai của Greenspan trước Tiểu ban về Tăng trưởng Kinh tế và Hình thành Tín dụng của Ủy ban Ngân hàng, Tài chính và Đô thị, Hạ viện Hoa Kỳ, ngày 22 tháng 2 năm 1994.

17. Greenspan (2007), 155.

18. Boyle (1967), 217.

19. Bernanke, Laubach, Mishkin và Posen (1999).

20. Los Angeles Times (27/9/1987).

21. Biên bản của FOMC, ngày 3–4 tháng 2 năm 1994, 29–30.

22. Biên bản kết hợp hai tài liệu trước đó—Bản ghi các hành động chính sách và Biên bản hành động—đã được ban hành rời rạc. Trước đó, Hồ sơ đã được công bố cho báo chí và Biên bản Hành động đã được cung cấp tại văn phòng Tự do Thông tin của Hội đồng quản trị—cả hai đều vào thứ Sáu sau cuộc họp tiếp theo.

23. Woodward (2000).

24. Uchitelle và Kleinfield (3/3/1996).

25. Biên bản của FOMC, ngày 4–5 tháng 2 năm 1997, 98.

26. Ví dụ, dữ liệu ban đầu công bố cho thấy sản lượng mỗi giờ làm việc (năng suất lao động) tăng 0,8% vào năm 1996 và 1,7% vào năm 1997. Xem Năng suất và Chi phí, Thông cáo Báo chí Lưu trữ, Cục Thống kê Lao động Hoa Kỳ, truy cập ngày 30 tháng 11 năm 2020 , https://www.bls.gov/bls/news-release/prod.htm. Sau khi

sửa đổi, dữ liệu cho thấy tăng trưởng năng suất lao động là 2,1% vào năm 1996 và 2,7% vào năm 1997. Hơn nữa, tăng trưởng năng suất lao động đang tăng tốc, đạt mức ấn tượng 3,3% vào năm 1998. Xem Khu vực kinh doanh phi nông nghiệp: Sản lượng thực tế mỗi giờ của tất cả mọi người, FRED (Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis).

27. Thái độ của người lao động được ghi lại trong Manski và Straub (2000). An ninh việc làm thực tế trong những năm 1990 đã được nghiên cứu ở Allen, Clark, và Schieber (2001) và Stewart (2000). Tương tự như vậy, người ta nhận thấy rất ít sự hỗ trợ cho giả thuyết của Greenspan khi sử dụng khảo sát công nhân và so sánh khu vực trong Katz và Krueger (1999).

28. Blinder và Yellen (2001), 43–48.

29. CBO ước tính tỷ lệ tự nhiên là 6,2% vào năm 1980, 5,3% vào năm 1997.

30. Katz và Krueger (1999).

31. Lexington (KY) Herald, ngày 1 tháng 11 năm 1915, trang 7, cột 4, được trích dẫn bởi Barry Popik (18 tháng 4 năm 2012), https://www.barrypopik.com/index.php/new_york_city/entry/luck_is_the_residue_of_design_dodgers_executive_branch_rickey.

32. Đầu tư tư nhân ròng từ nước ngoài vào 5 nền kinh tế này đã tăng từ 40,5 tỷ USD năm 1994 lên 93 tỷ USD năm 1996. Xem Radelet và Sachs (2000), 2.

33. Trong phiên điều trần trước Quốc hội hai ngày sau khi thị trường sụt giảm, ông nói, "Giá cổ phiếu ở Hoa Kỳ có xu hướng điều chỉnh. . . . Sự cắt giảm ròng của thị trường trong những ngày gần đây sẽ có xu hướng làm giảm bớt [sự suy giảm không bền vững về tình trạng trì trệ của thị trường lao động], một diễn biến sẽ giúp kéo dài quá trình mở rộng kinh doanh kéo dài sáu năm rưỡi của chúng tôi." Xem lời khai của Greenspan trước Ủy ban Kinh tế Hỗn hợp, Quốc hội Hoa Kỳ, ngày 29 tháng 10 năm 1997.

34. Greenspan (2007), 192.

35. Loomis (26/10/1998).

36. Dự án Lịch sử Truyền miệng của Cục Dự trữ Liên bang: Phỏng vấn Alan Greenspan (13/08/2009), 68.

37. Biên bản FOMC, ngày 21 tháng 9 năm 1998, 98.

38. Biên bản FOMC, ngày 15 tháng 10 năm 1998, 29.

39. Biên bản FOMC, ngày 29 tháng 9 năm 1998, 29.

40. Greenspan (2007), 196.

41. Biên bản của FOMC, ngày 3–4 tháng 2 năm 1994, 47.

42. Biên bản FOMC, ngày 22 tháng 2 năm 1994, 3.

43. Campbell và Shiller (1998).

44. Greenspan (1996).

45. Tính toán này thể hiện lợi nhuận từ S&P 500 trong khoảng thời gian từ tháng 12 năm 1996 đến tháng 12 năm 2002 và sử dụng dữ liệu từ Shiller (2000). Dữ liệu cập nhật được truy cập thông qua kho lưu trữ dữ liệu trực tuyến của Shiller.

46. Để xem xét các mô hình được sử dụng để ước tính phần bù rủi ro vốn cổ phần, hãy xem Duarte và Rosa (2015). Phí chênh lệch dường như khá ổn định trong suốt những năm 1990 đến 1996, chỉ giảm (và do đó cho thấy sự định giá quá cao) chỉ trong khoảng thời gian sau bài phát biểu "sự phấn khích phi lý" của Greenspan.

47. Greenspan (2007), 178–79.

48. Greenspan (2007), 199–200.

CHƯƠNG 4: THẾ KỲ MỚI, THÁCH THỨC MỚI

1. Shiller (2019).

2. Willoughby (20 tháng 3 năm 2000).

3. Chi tiêu tiêu dùng cá nhân thực tế đã tăng 11% từ mức đỉnh Nasdaq vào tháng 3 năm 2000 đến mức đáy của chỉ số này vào tháng 10 năm 2002, thấp hơn đáng kể so với mức tăng 19% trong cùng thời kỳ dẫn đến đỉnh Nasdaq.

4. Ferguson (2003).

5. Wicksell (1936) đề cập đến lãi suất "tự nhiên", được ông định nghĩa là lãi suất mà tại đó giá cả có xu hướng ổn định.

6. Fisher (1930).

7. Laubach và Williams (2003) và Holston, Laubach và Williams (2017).

8. Mùa hè (2014).

9. Hansen (1939).

10. Rachel và Summers (2019).

11. Bernanke (2005). Xem thêm Bernanke (2015c, d, e).

12. Caballero, Farhi và Gourinchas (2017). Để biết thêm bằng chứng, hãy xem Del Negro, Giannone, Giannoni và Tambalotti (2017).

13. Mian, Straub và Sufi (2021).

14. Greenspan (2007), 229.

15. Đóng góp ban đầu quan trọng là Krugman (1998).

16. Bernanke (2002c) và Bernanke, Reinhart và Sack (2004).

17. Biên bản FOMC, ngày 9 tháng 12 năm 2003, 89.

18. Blinder và Reis (2005), 13.

19. Chỉ số giá nhà quốc gia Hoa Kỳ FRED, S&P/Case-Shiller.

20. Xem "Các yếu tố góp phần vào cuộc khủng hoảng tài chính 2008," ngày 17 tháng 10 năm 2017, Trường Kinh doanh Booth của Đại học Chicago: Sáng kiến về Thị trường Toàn cầu, https://www.igmchicago.org/surveys-special/factors-contributing-tới cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008/.

21. Glaeser, Gottlieb và Gyourko (2013).

22. Kuttner (2012).

23. Bernanke (2010a).

24. Shiller (2007).

25. Bernanke (2015a), 96.

26. Gramlich (2007), 108–9.

27. Quyền của Hội đồng trong việc cấm các hành vi cho vay "không công bằng hoặc lừa đảo" được thiết lập bởi Đạo luật Bảo vệ Quyền sở hữu Nhà và Vốn chủ sở hữu (HOEPA). Để thảo luận, xem Bernanke (2015a), 100–102.

28. Greenspan (2005).

29. Lời khai của Greenspan trước Ủy ban Giám sát và Cải cách Chính phủ, Hạ viện Hoa Kỳ, ngày 23 tháng 10 năm 2008.

CHƯƠNG 5: KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

1. Phần lớn nghiên cứu của tôi về cuộc Suy thoái được thu thập ở Bernanke (2000).

2. Lãi suất thế chấp kỳ hạn 30 năm chỉ tăng từ khoảng 6,3% lên 6,6% trong hai năm kể từ tháng 6 năm 2004, mặc dù lãi suất vốn đã tăng hơn 4 điểm phần trăm trong cùng thời kỳ. Greenspan gọi phản ứng khiêm tốn của lãi suất thế chấp và lãi suất dài hạn khác đối với việc tăng quỹ liên bang là một "câu hỏi hóc búa". Tôi lập luận trong một bài phát biểu sau đó (Bernanke, 2006) rằng nhu cầu của nước ngoài đối với tài sản bằng đồng đô la dài hạn, có vẻ an toàn là lý do dẫn đến phản ứng yếu. Sự gia tăng lãi suất ngắn hạn đã gây áp lực lên những người đi vay bằng các khoản thế chấp có lãi suất thay đổi, nhưng như đã lưu ý trong văn bản, những khoản thế chấp này chỉ chiếm chưa đến 8% tổng số khoản thế chấp ở Mỹ vào năm 2007.

3. Lewis (2010).

4. Lời khai của Bernanke trước Ủy ban Kinh tế Hỗn hợp, Quốc hội Hoa Kỳ, ngày 28 tháng 3 năm 2007.

5. Biên bản FOMC, ngày 21 tháng 3 năm 2007, 67.

6. Bartlett (2018).

7. Gorton (2012).

8. Kacperczyk và Schnabl (2010).

9. Pozsar, Adrian, Ashcraft và Boesky (2010).

10. Bernanke (2015a), 402.

11. Kacperczyk và Schnabl (2010).

12. Gorton và Metrick (2012).

13. Bernanke (2018).

14. Bagehot (1873).

15. Để có cái nhìn tổng quát về các chương trình trong thời kỳ khủng hoảng của chính phủ Hoa Kỳ, tính logic và kết quả của chúng, hãy xem Bernanke, Geithner và Paulson (2020). Tôi mô tả chi tiết hơn các sự kiện của cuộc khủng hoảng tài chính và vai trò của tôi trong đó trong cuốn hồi ký của tôi, Bernanke (2015a).

16. Các bài báo được thu thập trong Bernanke, Geithner và Paulson (2020) cung cấp các trích dẫn và đánh giá bằng chứng.

17. Xem Bernanke (2015a), 248–69, và Bernanke, Geithner, và Paulson (2019), 61–73.

18. Để biết thêm chi tiết về chính sách tiền tệ trong thời kỳ khủng hoảng, xem Kohn và Sack (2020), 425.

19. Hội đồng Thống đốc, "Công cụ chính sách: Lãi suất trên số dư dự trữ," truy cập ngày 20 tháng 11 năm 2021, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reserve-balances.htm.

20. Để biết bằng chứng về tác động của gián đoạn tín dụng đối với nền kinh tế thực, hãy xem Bernanke (2018). Xem Kohn và Sack (2020) về những dự báo quá lạc quan của nhân viên Cục Dự trữ Liên bang về nền kinh tế trong giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng.

CHƯƠNG 6: CHẾ ĐỘ TIỀN TỆ MỚI

1. Bernanke (2008b).
2. Biên bản của FOMC, ngày 15–16 tháng 12 năm 2008, ngày 25.
3. Ví dụ, xem Correa và Davies (2008).
4. Bernanke (2009a).
5. Bernanke, Reinhart và Sack (2004).
6. Furman (2020).
7. Kohn và Sack (2020).
8. Biên bản FOMC, ngày 17–18 tháng 3 năm 2009, 123.
9. Biên bản của FOMC, ngày 17–18 tháng 3 năm 2009, 203.
10. Biên bản của FOMC, ngày 28–29 tháng 4 năm 2009, 33.
11. Ủy ban Dự trữ Liên bang, thông cáo báo chí, "Federal Reserve, OCC, và FDIC công bố kết quả của Chương trình Đánh giá Vốn Giám sát," ngày 7 tháng 5 năm 2009, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20090507a.htm.
12. Reinhart và Rogoff (2009).
13. Trên thực tế, một điều gì đó gần giống với trình tự đó đã được Ủy ban thông qua trong tuyên bố về các nguyên tắc rút lui năm 2014 (được báo trước bởi thông tin được cung cấp trong biên bản tháng 6 năm 2011) và trong các chính sách thực tế dưới thời Chủ tịch Yellen và Chủ tịch Powell. Xem Nguyên tắc và Kế hoạch Bình thường hóa Chính sách, ngày 16 tháng 9 năm 2014,

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_Policy Normalization.pdf. Xem thêm Hội đồng Thống đốc, Bình thường hóa chính sách: Lịch sử các cuộc thảo luận và truyền thông bình thường hóa chính sách của FOMC, truy cập ngày 8 tháng 12 năm 2020, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization-discussions-communications-history.htm.

14. Những hạn chế của khu vực đồng euro đã được một số nhà kinh tế học nổi tiếng dự đoán trước, bao gồm Barry Eichengreen, Milton Friedman, Martin Feldstein và Michael Mussa. Xem Jonung và Drea (2009).

15. Erceg, Linde và Reifschneider (2010).

16. Bernanke (2010b).

17. Thư có sẵn tại David M. Herszenhorn, "Thưa ông Bernanke: Không có áp lực, nhưng . . .", New York Times, ngày 17 tháng 11 năm 2010, https://thecaucus.blogs.nytimes.com/2010/11/17/dear-mr-bernanke-no- Pressure-but.

18. Tạp chí Phố Wall (15/11/2010).

19. Tạp chí Phố Wall (20/09/2011).

20. Wheatley và Garnham (27/09/2010).

21. Bernanke (2015a), 493.

22. Để thảo luận về cuộc chiến lập pháp, xem Bernanke (2015a), 435–66.

23. Chất kết dính và trục xoay (2017).

24. Nhận xét của Perry được đưa ra khi vận động tranh cử ở Iowa vào ngày 15 tháng 8 năm 2011, và của Gingrich trong cuộc tranh luận tổng thống của Đảng Cộng hòa vào ngày 7 tháng 9 năm 2011. Xem Bernanke (2015a), 520–23, để biết thêm về phản ứng chính trị.

25. Bernanke (2009b).

26. Bernanke (2015b).

CHƯƠNG 7: TIẾN HÓA TIỀN TỆ

1. Reinhart và Rogoff (2009).
2. Fernald (2014).
3. Woodford (2012).
4. Femia, Friedman và Sack (2013).
5. Swanson (2011).
6. Bernanke và Mishkin (1997).
7. Quy tắc Taylor chuẩn được mô tả trong Taylor (1993). Để thảo luận, xem Bernanke (2015f).
8. Mallaby (2016), 380.
9. Mallaby (2016), 487–91.
10. Bernanke (2003a, b).
11. Bernanke (2015a), 538.
12. Draghi (2012).
13. Bernanke (2012).
14. Biên bản cuộc họp FOMC, ngày 19–20 tháng 3 năm 2013, 8.
15. Bernanke (1999).
16. Lời khai của Bernanke trước Ủy ban Kinh tế Hỗn hợp, Quốc hội Hoa Kỳ, ngày 22 tháng 5 năm 2013.
17. Biên bản cuộc họp FOMC, ngày 30 tháng 4–ngày 1 tháng 5 năm 2013, 7. Để thảo luận về các từ định lượng được sử dụng trong biên bản FOMC (chẳng hạn như "hầu hết", "nhiều", "nhiều", v.v.) và cách giải thích chúng, xem Meade, Burk và Josselyn (2015).
18. Bản ghi cuộc họp báo của Bernanke, ngày 19 tháng 6 năm 2013, 5–6.
19. Bernanke (2014a).

CHƯƠNG 8: TUYỆT VỜI

1. Bảng điểm FOMC, ngày 4 tháng 3 năm 2014, 4.
2. Bản ghi cuộc họp báo của Yellen, ngày 19 tháng 3 năm 2014, 14.
3. Ủy ban Dự trữ Liên bang, thông cáo báo chí, Cục Dự trữ Liên bang đưa ra tuyên bố của FOMC về các nguyên tắc và kế hoạch bình thường hóa chính sách, ngày 17 tháng 9 năm 2014, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20140917c.htm.
4. Williams (2017).
5. Das (2019).
6. Spicer (26/08/2015).
7. Rosenfeld (28/08/2015).
8. Bản ghi cuộc họp báo của Yellen, ngày 16/12/2015, 4.
9. Irwin (29/09/2018).
10. Mũi (27/07/2016).
11. Gordon (2016).
12. Daly, Hobijn, Şahin và Valletta (2012).
13. Staiger, Stock và Watson (1997).
14. Yellen (2014).
15. Jamrisko, Whiteaker và Diamond (2018).
16. Bernanke (2016).
17. Nechio và Rudebusch (2016).
18. Các nghiên cứu xác định sự phá vỡ đường cong Phillips những năm 1990 bao gồm: Blanchard, Cerutti và Summers (2015); Blanchard (2016); và Del Negro, Lenza, Primiceri và Tambalotti (2020).

19. Xem Kiley (2015) để thảo luận.

20. Stock và Watson (2007) cho thấy, bằng cách sử dụng các phương pháp thống kê, lạm phát sau năm 1990 được mô hình hóa tốt nhất dưới dạng những sai lệch nhất thời xung quanh một xu hướng lâu dài, trong khi ở các giai đoạn trước, các cú sốc lạm phát có xu hướng tồn tại dai dẳng hơn là biến mất. Hooker (2002) chỉ ra rằng các cú sốc giá dầu đã ngừng tác động đến lạm phát cơ bản vào những năm 1980.

21. Yellen (2017c) xem xét suy nghĩ của Fed về việc xác định lạm phát.

22. Về các nghiên cứu xuyên quốc gia, xem Blanchard, Cerutti, và Summers (2015). Đồng thời xem Forbes (2019) về ảnh hưởng của quốc tế đến lạm phát. Đối với các nghiên cứu cấp tiểu bang, xem Hooper, Mishkin, và Sufi (2020) và McLeay và Tenreyro (2020).

23. Ví dụ, hãy xem Gilchrist và Zakrajšek (2019).

24. Mahedy và Shapiro (2017) thảo luận về trường hợp chăm sóc sức khỏe. Stock và Watson (2020) cho thấy một cách khái quát hơn rằng hàng hóa và dịch vụ không nhạy cảm theo chu kỳ chiếm tỷ trọng lớn hơn trong giỏ hàng tiêu dùng ngày nay so với trước đây. Khi họ tập trung vào những mức giá nhạy cảm theo chu kỳ, họ nhận thấy đường Phillips ít bị phẳng hơn.

25. Xem Bernanke (2007) và Mishkin (2007). Xem thêm Roberts (2006) về việc những thay đổi trong chính sách tiền tệ có thể giúp giải thích sự phẳng của đường cong Phillips như thế nào.

26. Harker (2017).

27. Appelbaum (ngày 4 tháng 4 năm 2017).

28. Bernanke (2015g).

29. Yellen (2017a)

30. Lời khai của Yellen trước Ủy ban Dịch vụ Tài chính, Hạ viện Hoa Kỳ, ngày 12 tháng 7 năm 2017.

31. Trump nhận xét rằng Yellen là "một người rất chính trị" trong cuộc phỏng vấn với Bloomberg TV vào ngày 16 tháng 10 năm 2016. Nhận xét của ông rằng Yellen nên "xấu hổ về bản thân" là trong cuộc phỏng vấn của CNBC vào ngày 12 tháng 9 năm 2016.

32. Xem YouTube, "Lập luận của Donald Trump cho nước Mỹ," ngày 6 tháng 11 năm 2016, https://www.youtube.com/watch?v=vST61W4bGm8.

33. Timiraos và Davidson (13/6/2017).

34. Fleming (26/10/2018).

35. Yellen (2017b).

CHƯƠNG 9: POWELL VÀ TRUMP

1. Powell (2015).

2. Bản ghi lời tuyên thệ của Powell, ngày 5 tháng 2 năm 2018, 1.

3. Lời khai của Powell trước Ủy ban Ngân hàng, Nhà ở và Đô thị, Thượng viện Hoa Kỳ, ngày 22 tháng 6 năm 2017, 1.

4. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 21 tháng 3 năm 2018, 2–3.

5. Condon (2019) tổng hợp nhiều dòng tweet khác nhau của Trump về Fed được đề cập trong chương này.

6. Powell (2018a).

7. Powell (2018b).

8. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 19 tháng 12 năm 2018, 1–4.

9. Cox (03/10/2018).

10. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 19 tháng 12 năm 2018, 6.

11. Tạp chí Phố Wall (ngày 4 tháng 1 năm 2019).

12. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 30 tháng 1 năm 2019, 13.

13. Ban Dự trữ Liên bang, thông cáo báo chí, "Tuyên bố về cuộc gặp của Chủ tịch Powell và Phó Chủ tịch Clarida với Tổng thống và Bộ trưởng Tài chính," ngày 4 tháng 2 năm 2019, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20190204a.htm.
14. Để biết thêm, hãy xem Tankersley (11 tháng 4 năm 2019) và Tankersley, Haberman, và Cochrane (2 tháng 5 năm 2019).
15. Amiti, Redding và Weinstein (2020).
16. Weinraub (19 tháng 10 năm 2020).
17. Baker, Bloom và Davis (2016).
18. Powell (2019a).
19. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 19 tháng 6 năm 2019, 1.
20. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 19 tháng 6 năm 2019, 6.
21. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 31 tháng 7 năm 2019, 1.
22. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 31 tháng 7 năm 2019, 4.
23. Powell (2019b).
24. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 30 tháng 10 năm 2019, 1–3.
25. Ủy ban Dự trữ Liên bang, thông cáo báo chí, ngày 15 tháng 11 năm 2018, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20181115a.htm.
26. Clarida (2019).
27. Một cuộc khảo sát vào tháng 8 năm 2019 với các quan chức tài chính cấp cao của các ngân hàng nắm giữ khoảng 3/4 dự trữ chỉ ra rằng mức dự trữ thoải mái thấp nhất tổng hợp của họ là 652 tỷ USD; bằng phép ngoại suy, tất cả những người nắm giữ dự trữ sẽ cảm thấy thoải mái với khoảng 900 tỷ USD: https://www.federalreserve.gov/data/sfos/aug-2019-senior-financial-officer-survey.htm.

CHƯƠNG 10: ĐẠI DỊCH

1. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 29 tháng 1 năm 2020, 2.
2. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 29 tháng 1 năm 2020, 12.
3. Taylor (17/03/2020).
4. Ban Dự trữ Liên bang, thông cáo báo chí, "Tuyên bố của Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Jerome H. Powell," ngày 28 tháng 2 năm 2020, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20200228a.htm.
5. Ghebreyesus (2020).
6. Achenbach, Wan và Sun (11/03/2020).
7. Quarles (2020).
8. Baer (20/05/2020). Để biết các cuộc thảo luận về sự gián đoạn trong tháng 3 trên thị trường Kho bạc, hãy xem Schrimpf, Shin và Sushko (2020); Duffie (2020); và Cheng, Wessel và Younger (2020).
9. Xem Cetorelli, Goldberg và Ravazzolo (2020) về tính hiệu quả của các đường dây hoán đổi.
10. Biên bản cuộc gọi của FOMC, ngày 15 tháng 3 năm 2020, 6.
11. Ngân hàng Anh, "Tóm tắt chính sách tiền tệ cho cuộc họp Ủy ban chính sách tiền tệ đặc biệt vào ngày 19 tháng 3 năm 2020," https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-Minutes/2020/monetary-policy -tóm tắt cho cuộc họp ủy ban chính sách tiền tệ đặc biệt vào ngày 19 tháng 3 năm 2020.
12. Ngân hàng Nhật Bản, "Tăng cường nới lỏng tiền tệ do tác động của sự bùng phát của vi-rút Corona mới (Covid-19)," ngày 16 tháng 3 năm 2020, https://www.boj.or.jp/en/mopo /mpmdeci/state_2020/k200316b.htm/.
13. Lagarde (2020a).

14. Ngân hàng Trung ương Châu Âu, "Chương trình mua hàng khẩn cấp trong đại dịch (PEPP)," truy cập ngày 19 tháng 12 năm 2020, https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html.

15. Ngân hàng Trung ương Châu Âu, "Hoạt động thị trường mở," truy cập ngày 19 tháng 12 năm 2020, https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

16. Rankin (21/07/2020).

17. Powell (2020a).

18. Samuels (13/05/2020).

19. Powell (2020c).

20. Biên bản cuộc họp của FOMC, ngày 27–28 tháng 7 năm 2021, 5. Clarida (2021) trình bày logic đằng sau việc bắt đầu tăng lãi suất vào cuối năm 2022 hoặc đầu năm 2023, lập luận rằng việc làm như vậy phù hợp với khuôn khổ mới của Fed.

CHƯƠNG 11: BỘ CÔNG CỤ SAU 2008 CỦA FED

1. Eggertsson và Woodford (2003).

2. Bernanke (2014b).

3. Để biết các khảo sát về trải nghiệm và tác động của QE, xem Williams (2014); Gagnon (2016); Bhattarai và Neely (sắp xuất bản); Kuttner (2018); Dell'Ariccia, Rabanal và Sandri (2018); và Bernanke (2020). Phần lớn chương này và chương tiếp theo được rút ra từ Bernanke (2020), đây là bài phát biểu chủ tịch của tác giả tại Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ.

4. Bhattarai, Eggertsson và Gafarov (2015).

5. Kiley (2014) trình bày một mô hình trong đó cả lãi suất ngắn hạn và dài hạn đều ảnh hưởng đến tổng cầu. Điều này có nghĩa là việc

giảm lãi suất dài hạn phát sinh từ QE, không đi kèm với việc giảm lãi suất ngắn hạn, có thể kém hiệu quả hơn sự kết hợp giữa lãi suất ngắn hạn thấp hơn và lãi suất dài hạn thấp hơn mà việc nới lỏng chính sách truyền thống tạo ra. giới hạn dưới.

6. Rebucci, Hartley và Jiménez (2020).

7. Gagnon, Raskin, Remache và Sack (2011).

8. Phản hồi về giá tài sản trong bảng do tác giả tính toán rất giống với phản hồi trong bản ghi nhớ ban đầu của nhân viên. Gagnon, Raskin, Remache và Sack (2011) cũng xem xét một tập hợp lớn hơn gồm 8 ngày thông báo. Việc sử dụng tập hợp lớn hơn sẽ cho kết quả về cơ bản không thay đổi. Tổng quát hơn, một tài liệu lớn có liên quan cho thấy rằng những kết quả này không nhạy cảm với tập hợp chính xác các ngày được xem xét hoặc liệu khoảng thời gian ngắn hơn hay dài hơn xung quanh các thông báo quan trọng được sử dụng hay không.

9. Joyce, Lasaosa, Stevens và Tong (2011).

10. Ví dụ, xem Greenlaw, Hamilton, Harris và West (2018). Câu trả lời cho bài báo của họ, Gagnon (2018), đã dự đoán trước một số điểm tôi đưa ra ở đây.

11. Krishnamurthy và Vissing-Jorgensen (2011).

12. Xem Cahill, D'Amico, Li và Sears (2013).

13. De Santis (2020).

14. D’Amico và King (2013) đã đi tiên phong trong cách tiếp cận này, nhưng bài báo của họ chỉ xem xét QE1. Để biết thêm các kết quả ở Hoa Kỳ, xem Cahill, D'Amico, Li, và Sears (2013); Ý nghĩa và Zhu (2011); và D’Amico, English, López-Salido, và Nelson (2012).

15. Một ví dụ thú vị về nghiên cứu của Anh là McLaren, Banerjee và Latto (2014). Các tác giả này xem xét ba “thí nghiệm tự nhiên”, ngày mà Ngân hàng Anh công bố những thay đổi về phân bổ kỳ hạn của việc mua tài sản của mình vì những lý do không liên quan đến kế hoạch hoặc mục tiêu chính sách tiền tệ. Họ nhận thấy tác

động mạnh mẽ của nguồn cung địa phương (giá tài sản cao hơn do những thay đổi trong kế hoạch) không giảm dần theo thời gian. Các nghiên cứu tìm thấy kết quả tương tự ở Vương quốc Anh bao gồm Mean và Zhu (2011) và Joyce và Tong (2012).

16. Xem Di Maggio, Kermani và Palmer (2020).

17. Ví dụ, xem Bauer và Rudebusch (2014).

18. Altavilla và Giannone (2017).

19. D'Amico và King (2013).

20. Ihrig và những người khác (2018).

21. Để biết bản tóm tắt về phương pháp này và những phát hiện của nó, xem Bonis, Ihrig và Wei (2017). Công trình này được xây dựng dựa trên Li và Wei (2013) và Hamilton và Wu (2012). Hamilton và Wu nhận thấy tác động yếu hơn của việc mua tài sản. Một số bài viết sử dụng phương pháp hồi quy để đánh giá tác động của nguồn cung trái phiếu đến phí bảo hiểm có kỳ hạn; ví dụ: Gagnon, Raskin, Remache và Sack (2011). Dòng nghiên cứu này, điển hình là Ihrig và những người khác (2018), là một nỗ lực nhằm áp đặt cấu trúc lớn hơn (bao gồm cả điều kiện không có chênh lệch giá) cho phương pháp này. Xem thêm Greenwood và Vayanos (2014).

22. Về tác động cạnh tranh của việc phát hành Kho bạc và mua QE, xem Greenwood, Hanson, Rudolph và Summers (2015).

23. Ví dụ, Wu (2014) cho rằng việc mua tài sản của Fed là nguyên nhân gây ra hơn một nửa trong số sự sụt giảm 2,2 điểm phần trăm của lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm từ mùa thu năm 2008 đến đợt giảm lãi suất năm 2013, tương tự như nghiên cứu của nhân viên Fed. Altavilla, Carboni và Moto (2015) và Eser và những người khác (2019) đã tìm thấy những tác động tương đương đối với chương trình QE của ECB được công bố vào tháng 1 năm 2015.

24. Tỷ lệ ba trên một thường được nhân viên Cục Dự trữ Liên bang trích dẫn. Xem Chung, Laforte, Reifschneider, và Williams (2012), những người hồi quy những thay đổi của lãi suất quỹ đối với lợi

tức kỳ hạn 10 năm và tìm thấy mối quan hệ 4-1. Xem thêm Laforte (2018).

25. Ví dụ, xem Coibion, Gorodnichenko, Knotek và Schoenle (2020). Trong một thử nghiệm khảo sát, các tác giả nhận thấy rằng hầu hết mọi người không biết hoặc không phản ứng với thông báo của Fed về khung chính sách mới vào tháng 8 năm 2020.

26. Ví dụ, xem Bernanke, Kiley và Roberts (2019).

27. Xem Nelson (2021), và Lindsey (2003), Feroli và những người khác (2017).

28. Gürkaynak, Sack và Swanson (2005).

29. Campbell, Evans, Fisher và Justiniano (2012).

30. Xem Femia, Friedman và Sack (2013). Sử dụng thông tin từ quyền chọn lãi suất, Raskin (2013) cũng đi đến kết luận tương tự. Xem thêm Bernanke (2020) để biết bản tóm tắt các nghiên cứu sự kiện về tác động của các thông báo của Fed ràng buộc hướng dẫn lãi suất vào những ngày cụ thể. Tổng quát hơn, Carvalho, Hsu và Nechio (2016), đếm các từ cụ thể trong các bài báo và tạp chí để đo lường kỳ vọng chính sách, cho thấy rằng những thông tin không lường trước được của Fed đã ảnh hưởng đến lãi suất dài hạn. Del Negro, Giannoni và Patterson (2015) kết luận rằng hướng dẫn chuyển tiếp có tác động tích cực đến lạm phát và kỳ vọng tăng trưởng.

31. Một ví dụ về bài phát biểu của một nhà hoạch định chính sách cung cấp hướng dẫn sâu rộng là Clarida (2020b).

32. Bush, Jendoubi, Raskin và Topa (2020).

33. Tuyên bố giới thiệu về cuộc họp báo của Draghi, ngày 4 tháng 7 năm 2013, https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html.

34. Charbonneau và Rennison (2015) cung cấp trình tự thời gian và đánh giá các bằng chứng quốc tế về hướng dẫn chuyển tiếp sau

khủng hoảng. Altavilla và những người khác (2019) đã sử dụng phân tích thống kê để xác định các khía cạnh chính của hoạt động truyền thông của ECB. Một phân tích tương tự đã được Gürkaynak, Sack, Swanson (2005) và Swanson (2020) sử dụng. Hubert và Labonance (2018) nhận thấy rằng hướng dẫn chuyển tiếp của ECB đã liên tục hạ lãi suất trong toàn bộ cấu trúc kỳ hạn.

35. Danh tiếng thể chế được mô hình hóa về mặt lý thuyết trong Nakata (2015).

CHƯƠNG 12: BỘ CÔNG CỤ CỦA FED CÓ ĐỦ KHÔNG?

1. Fernald, Hall, Stock và Watson (2017).

2. Engen, Laubach và Reifschneider (2015).

3. Tính toán này dựa trên Laforte (2018).

4. Caldara, Gagnon, Martínez-García và Neely (2020).

5. Bản ghi cuộc họp báo của Powell, ngày 10 tháng 6 năm 2020, 10.

6. "Cập nhật về Triển vọng Kinh tế: 2010 đến 2030," Văn phòng Ngân sách Quốc hội, tháng 7 năm 2020, https://www.cbo.gov/system/files/2020-07/56442-CBO-update-kinh tế-outlook. pdf.

7. Để biết phân tích về việc rút lui khỏi hoạt động kinh doanh vào năm 2020, hãy xem Crane và những người khác (2020).

8. Để biết các ước tính về tác động trong quá khứ và dự kiến của các chính sách của ECB đối với GDP và lạm phát trong thời kỳ đại dịch, hãy xem Lagarde (2020b).

9. Bernanke (2020).

10. Chung và những người khác (2019).

11. Reifschneider (2016) và Kiley (2018) cho kết quả tương tự về mặt chất lượng, trong khi Chung và những người khác (2019) lại có phần bi quan hơn. Xem Bernanke (2020) để thảo luận về sự khác

biệt giữa các nghiên cứu này. Kim, Laubach và Wei (2020) trình bày một bức tranh lạc quan hơn về lợi ích kinh tế vĩ mô của các công cụ mới.

12. Rodnyanksy và Darmouni (2017).

13. Kurtzman, Luck và Zimmermann (2017) nhận thấy rằng các ngân hàng đã hạ thấp tiêu chuẩn cho vay và thực hiện các khoản cho vay rủi ro hơn sau khi mua cả QE1 và QE3 MBS. Họ ước tính rằng việc phát hành tín dụng bổ sung tương đương với việc cắt giảm 1 điểm phần trăm trong lãi suất quỹ của Fed. Họ lập luận rằng việc gia tăng chấp nhận rủi ro này có lợi cho quá trình phục hồi và không gây bất lợi cho sự ổn định tài chính.

14. Nếu tỷ lệ trung lập thực cao hơn 0, thì việc đạt được mục tiêu lạm phát 2% sẽ nâng tỷ lệ trung lập danh nghĩa lên 2–3%, tạo khoảng trống cho chính sách tiền tệ. Ngoại trừ Kiley (2019), người ước tính lãi suất trung lập thực là âm ở nhiều quốc gia, hầu hết các ước tính hiện tại đều đặt lãi suất trung lập thực ở các nền kinh tế lớn ở nước ngoài đều trên 0. Ví dụ: báo cáo của Fed New York ước tính—dựa trên Holston, Laubach và Williams (2017)—về tỷ giá trung lập thực sự của Canada, khu vực đồng euro và Vương quốc Anh, tính đến năm 2021, đều dương. Sử dụng phương pháp của Laubach và Williams (2003) cũng như mô hình kinh tế lượng, Okazaki và Sudo (2018) ước tính tỷ lệ trung lập thực tế ở Nhật Bản là gần 1%. Ước tính của Davis, Fuenzalida và Taylor (2021) về tỷ lệ trung lập thực tế ở sáu nền kinh tế tiên tiến nằm trong khoảng từ gần 0 đến dương khiêm tốn.

15. Xem ECB, thông cáo báo chí, "Hội đồng quản trị của ECB phê duyệt chiến lược chính sách tiền tệ mới của mình," ngày 8 tháng 7 năm 2021, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708 ~dc78cc4b0d.en.html.

16. Xem Ban Dự trữ Liên bang, thông cáo báo chí, "Ban Dự trữ Liên bang công bố dữ liệu thu nhập và chi phí của Ngân hàng Dự trữ và chuyển đến Kho bạc cho năm 2020," ngày 11 tháng 1 năm

2021, https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20210111a .htm. Để định lượng tác động của QE đối với nợ dài hạn của chính phủ, xem Clouse và những người khác (2013).

17. Caballero và Kamber (2019).

18. Gilchrist và Zakrajšek (2013).

19. Swanson và Williams (2014).

20. Các nghiên cứu đã xem xét tác động phân bổ của chính sách tiền tệ ở nhiều nền kinh tế khác nhau. Đối với Hoa Kỳ, xem Bivens (2015). Đối với khu vực đồng euro, xem Slacalek, Tristani và Violante (2020). Đối với Vương quốc Anh, xem Bunn, Pugh và Yeates (2018). Lợi ích đối với người lao động có mức lương thấp hơn trong thị trường lao động "nóng" được thể hiện ở Aaronson, Daly, Wascher và Wilcox (2019). Sự đóng góp của suy thoái kinh tế vào việc gia tăng bất bình đẳng đã được ghi lại trong Heathcote, Perri và Violante (2020). Xem Bernanke (2015h) để thảo luận thêm.

21. Kopcke và Webb (2013).

22. Dữ liệu về kế hoạch nghỉ hưu, quyền sở hữu nhà và nắm giữ cổ phần là từ "Những thay đổi trong Tài chính Gia đình Hoa Kỳ từ năm 2016 đến năm 2019: Bằng chứng từ Khảo sát Tài chính Người tiêu dùng," Bản tin Dự trữ Liên bang, tháng 9 năm 2020.

23. Bartscher, Kuhn, Schularick và Wachtel (2021) nhận thấy rằng chính sách tiền tệ dễ dàng hơn làm tăng việc làm của người Da đen nhiều hơn việc làm của người Da trắng nhưng cũng làm xấu đi đáng kể sự khác biệt về mức độ giàu có giữa các chủng tộc.

24. Về Nhật Bản, xem Caballero, Hoshi, và Kashyap (2008). McGowan, Andrews và Millot (2018) thảo luận về tỷ lệ xuất hiện của các công ty xác sống ở các nền kinh tế tiên tiến.

25. Favara, Minoiu và Perez-Orive (2021).

26. Để biết thêm thảo luận về các phê bình thay thế đối với QE và các chính sách dễ kiếm tiền, hãy xem Bernanke (2017a).

CHƯƠNG 13: TỔNG HỢP CHÍNH SÁCH MẠNH MẼ HƠN

1. Để thảo luận thêm, xem Dell'Ariccia, Rabanal, và Sandri (2018) và Potter và Smets (2019).
2. D'Amico và Kaminska (2019).
3. Gilchrist và Zakrajšek (2012).
4. Gilchrist và Zakrajšek (2012).
5. Vào tháng 3 năm 2020, Janet Yellen và tôi đã lập luận rằng Quốc hội nên cấp quyền hạn chế cho Fed mua trái phiếu doanh nghiệp cấp cao để ngăn chặn dòng tín dụng cho các công ty phi tài chính. Xem Bernanke và Yellen (2020). Đạo luật CARES đã thiết lập một cơ chế như vậy, nhưng - như Janet và tôi đã đề xuất - mục đích của cơ chế này là cải thiện chức năng của thị trường tín dụng hơn là tăng cường hiệu lực của chính sách tiền tệ nói chung.
6. Xem Andrade, Cahn, Fraisse và Mésonnier (2019); Churm, Joyce, Kapetanios và Theodoridis (2021); và Cahn, Matheron và Sahuc (2017).
7. Xem Arteta, Kose, Stocker và Taskin (2018) và Eisenschmidt và Smets (2018).
8. Brunnermeier và Koby (2018).
9. Xem Lopez, Rose và Spiegel (2020) và Altavilla, Burlon, Giannetti và Holton (2021).
10. Burke và những người khác (2010).
11. Xem Grisse, Krogstrup và Schumacher (2017).
12. Xem Bowman, Erceg và Leahy (2010). Về trải nghiệm trước năm 1951, xem Chaurushiya và Kuttner (2003).

13. Xem Brainard (2019) để có quan điểm ủng hộ sớm. Clarida (2020a) mô tả các mục tiêu và giới hạn lợi suất là "không đảm bảo trong môi trường hiện tại nhưng [điều đó] có thể vẫn là một lựa chọn. . . nếu hoàn cảnh thay đổi rõ rệt."

14. Xem "Tuyên bố về các Mục tiêu dài hạn và Chiến lược Chính sách Tiền tệ là gì và tại sao Ủy ban Thị trường Mở Liên bang lại công bố nó?" Câu hỏi thường gặp, Hội đồng Thống đốc, truy cập ngày 26 tháng 1 năm 2021, https://www.federalreserve.gov/faqs/statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy-fomc.htm.

15. Bernanke và Mishkin (1997).

16. Svensson (1999) là người sớm đề xuất mục tiêu theo mức giá. Eggertsson và Woodford (2003) lập luận rằng mục tiêu theo mức giá có thể đặc biệt hữu ích khi giới hạn dưới là một hạn chế thường xuyên đối với chính sách tiền tệ.

17. Xem Bernanke (2017a) và Bernanke, Kiley, và Roberts (2019).

18. Brainard (2017).

19. Clarida (2020b) đưa ra thảo luận chi tiết.

20. Về phân tích của Ban Giám đốc về các mục tiêu GDP danh nghĩa, xem Erceg, López-Salido, và Tetlow (2011) và Erceg, Kiley, và López-Salido (2011). Christina Romer ủng hộ việc nhắm mục tiêu GDP danh nghĩa trên tờ New York Times op-ed (29 tháng 10 năm 2011). Những người ủng hộ ban đầu khác bao gồm Carney (2012), Woodford (2012) và Sumner (2014). Sự hỗ trợ gần đây đến từ Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, James Bullard (Bullard và DiCecio, 2019).

21. Để biết tuyên bố gần đây về trường hợp tăng mục tiêu lạm phát, xem Andrade, Galí, Le Bihan và Matheron (2019). Xem thêm Blanchard, Dell'Ariccia, và Mauro (2010) và Leigh (2010).

22. Ví dụ, hãy xem Furman và Summers (2020). Quan điểm này gợi nhớ đến quan điểm của các nhà kinh tế học Keynes những năm 1950 và 1960, những người theo chính Keynes, coi chính sách tài

khóa là công cụ ổn định hiệu quả nhất. Giống như giai đoạn sau năm 2000, lãi suất vào những năm 1930 (khi Keynes đang phát triển lý thuyết của mình) gần bằng 0, điều mà Keynes coi là hạn chế phạm vi của chính sách tiền tệ.

23. Boushey, Nunn và Shambaugh (2019).

24. Friedman (1969).

25. Xem Kocherlakota (2016) để thảo luận thêm.

26. Để biết tổng quan về MMT và các tài liệu tham khảo khác, xem Matthews (2019). Mankiw (2020) đưa ra một bài phê bình chính thống sâu sắc.

CHƯƠNG 14: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH

1. Bernanke và Kuttner (2005) nhận thấy rằng việc cắt giảm bất ngờ 1/4 điểm phần trăm trong lãi suất quỹ liên bang thường làm tăng giá cổ phiếu lên khoảng 1%. Reinhart và Reinhart (2011) nhận thấy mối quan hệ lâu dài giữa lãi suất quỹ liên bang và giá tài sản khá yếu, đặc biệt sau năm 1990 khi dòng vốn nước ngoài đổ vào Hoa Kỳ ngày càng quan trọng.

2. Mishkin và White (2003).

3. Về vai trò của chế độ bản vị vàng trong thời kỳ Suy thoái, xem Eichengreen và Sachs (1985), Bernanke và James (1991), và Eichengreen (1992). Nghiên cứu kinh điển của Friedman và Schwartz (1963) nhấn mạnh tác động của sự phá sản của ngân hàng Mỹ đối với cung tiền và mức giá. Bernanke (1983) thảo luận về ảnh hưởng của sự phá sản ngân hàng đến tín dụng. Bernanke (2018) cung cấp các tài liệu tham khảo gần đây về vai trò của tín dụng trong thời kỳ Suy thoái. Xem Ahamed (2009) để biết cách xử lý phổ biến hấp dẫn về nguồn gốc của cuộc Suy thoái.

4. Xem Jordà, Schularick, và Taylor (2013) và Jordà, Schularick, và Taylor (2015b).

5. Case, Quigley và Shiller (2013).

6. Ví dụ, khoảng một nửa số khoản cho vay và cho thuê do các ngân hàng được FDIC bảo hiểm nắm giữ vào năm 2020 được đảm bảo bằng bất động sản, cao hơn bất kỳ loại hình nào khác. FDIC: https://www.fdic.gov/analysis/quarterly-banking-profile/qbp/2020sep/qbp.pdf.

7. Mian, Sufi và Verner (2017).

8. Xem Paligorova và Sierra Jimenez (2012) để biết tổng quan về bằng chứng và lý thuyết về tác động của tiền dễ dàng đối với việc cho vay ngân hàng.

9. Bernanke và Kuttner (2005).

10. Hanson và Stein (2015).

11. Bernanke, Gertler và Gilchrist (1996).

12. Để thảo luận thêm, xem Borio và Zhu (2012) và Stein (2013).

13. Barberis, Greenwood, Jin và Shleifer (2018).

14. Minsky (1986).

15. Trong bộ phim dựa trên Lewis (2010), nhà kinh tế học hành vi đoạt giải Nobel Richard Thaler được chiếu giải thích những thành kiến về hành vi của các nhà đầu tư đối với một nhân vật do nữ diễn viên Selena Gomez thủ vai.

16. Rajan (2005).

17. Stein (2013) đưa ra lập luận này.

18. Xem Lu và những người khác (2019).

19. Để biết phần giới thiệu về các công cụ an toàn vĩ mô, hãy xem Yilla và Liang (2020). Crockett (2000) là một trong những người đầu tiên kêu gọi sử dụng loại chính sách này.

20. Liang và Edge (2019) trình bày bằng chứng quốc tế về sự cân bằng giữa các cân nhắc chính trị và tính hiệu quả của ủy ban an toàn vĩ mô.

21. Ví dụ, xem Claessens (2015) và Richter, Schularick, và Shim (2019).

22. Yellen (2018).

23. Metrick và Tarullo (2021) lập luận về quy định "phù hợp"—đại khái là các công ty tài chính thực hiện các chức năng tương tự phải được quản lý theo những cách tương tự.

24. Xem "Kết luận: Ngọn lửa lần sau" trong Bernanke, Geithner và Paulson (2019).

25. Ví dụ, xem Chương trình Ổn định Tài chính tại Trường Quản lý Yale, https://som.yale.edu/faculty-research-centers/centers-initiatives/program-on-financial-stability. Chương trình được thành lập sau cuộc khủng hoảng toàn cầu đã tiến hành phân tích chi tiết hàng chục cuộc khủng hoảng tài chính trên thế giới và phản ứng của các nhà hoạch định chính sách. Mục tiêu của những nghiên cứu điển hình này, được sử dụng để giúp đào tạo nhân viên của các ngân hàng trung ương và các bộ tài chính trên khắp thế giới, là cải thiện việc ngăn chặn và quản lý khủng hoảng trong tương lai.

26. Bernanke (2002a).

27. Ahamed (2009), 276.

28. Bean, Paustian, Penalver và Taylor (2010), 300.

29. Jordà, Schularick và Taylor (2015a).

30. Borio và White (2003).

31. Agur và Demertzis (2013) lập luận rằng, nếu chính sách tiền tệ bao gồm mục tiêu ổn định tài chính, thì chính sách tốt nhất khi đối mặt với nền kinh tế suy yếu là nới lỏng chính sách một cách tích cực nhưng giảm thời gian giữ lãi suất ở mức thấp để hạn chế sự tích tụ của lạm phát. rủi ro.

32. Stein (2013).

33. Xem Adrian, Duarte, Liang và Zabczyk (2020).

34. Bernanke (2004).

35. Ví dụ, xem Adrian và Liang (2018).

36. Xem Greenwood, Hanson, Shleifer và Sørensen (sắp xuất bản). Trong bài phát biểu sau bài phát biểu được thảo luận trong văn bản, Stein (2014) đã đề xuất sử dụng thước đo phần bù rủi ro trái phiếu làm chỉ báo về rủi ro tài chính.

37. Tiếng Anh (sắp xuất bản) thảo luận về trường hợp của Na Uy.

38. Xem Svensson (2017a, b).

39. Adrian và Liang (2018).

40. Quan điểm này được đưa ra bởi Gourio, Kashyap và Sim (2018). Reinhart và Rogoff (2009) cung cấp bằng chứng cho thấy suy thoái sau khủng hoảng tài chính có xu hướng đặc biệt sâu sắc và kéo dài.

41. Rey (2013).

42. Các yếu tố khác cũng ảnh hưởng đến chu kỳ toàn cầu. Về một nghiên cứu cho rằng chính sách của Fed ít quan trọng hơn trong việc xác định dòng vốn quốc tế, hãy xem Clark, Converse, Coulibaly và Kamin (2016).

43. Adrian và Shin (2010).

CHƯƠNG 15: ĐỘC LẬP VÀ VAI TRÒ CỦA FED TRONG XÃ HỘI

1. Bản ghi cuộc họp báo của Bernanke, ngày 18 tháng 12 năm 2013, 39.

2. Xem Brainard (2021).

3. Xem Das và Spicer (21/07/2016).

4. Brainard (2020) thảo luận về vai trò của Fed với tư cách là đại lý tài chính và dịch vụ FedNow của Fed để thanh toán séc ngay lập

tức.

5. Để biết thêm về FedNow, hãy xem Ban Dự trữ Liên bang, Dịch vụ FedNow, truy cập ngày 9 tháng 10 năm 2021, https://www.federalreserve.gov/Paymentsystems/fednow_about.htm.

6. Ban Dự trữ Liên bang, "Bảo tồn các tổ chức lưu ký thiểu số," truy cập ngày 9 tháng 10 năm 2021, https://www.federalreserve.gov/publications/files/preserved-minority-depository-institutions-2020.pdf.

7. Để biết thêm về CRA, hãy xem Ban Dự trữ Liên bang, Đạo luật Tái đầu tư Cộng đồng, truy cập ngày 26 tháng 2 năm 2021, https://www.federalreserve.gov/consumerscommunities/cra_about.htm.

8. Wessel, Sheiner và Ng (2019). Văn phòng Hòa nhập Dân tộc thiểu số và Phụ nữ của Hội đồng báo cáo hàng năm cho Quốc hội. Xem Ban Dự trữ Liên bang, "Fed thúc đẩy sự đa dạng và hòa nhập tại nơi làm việc như thế nào?" truy cập ngày 26 tháng 2 năm 2021, https://www.federalreserve.gov/faqs/how-does-the-fed-foster-diversity-and-inclusion-in-the-workplace.htm.

9. Smialek (ngày 2 tháng 2 năm 2021).

10. Holston, Laubach và Williams (2017).

11. Người mù (1996).

THƯ MỤC

Aaronson, Stephanie R., Mary C. Daly, William L. Wascher và David W. Wilcox. 2019. "Xem lại Okun: Ai được hưởng lợi nhiều nhất từ một nền kinh tế mạnh?" Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 333–404.

Abrams, Burton A. 2006. "Cách Richard Nixon gây áp lực cho Arthur Burns: Bằng chứng từ băng ghi âm của Nixon." Tạp chí Quan điểm Kinh tế 20 (4): 177–88.

Achenbach, Joel, William Wan và Lena H. Sun. 2020. "Dự báo về virus Corona thật nghiệt ngã: 'Nó sẽ trở nên tồi tệ hơn.'" Washington Post, ngày 11 tháng 3.

Adrian, Tobias, Fernando Duarte, Nellie Liang và Pawel Zabczyk. 2020. "Chính sách tiền tệ và an toàn vĩ mô với rủi ro nội sinh." Tài liệu làm việc của IMF số 2020/236. Washington, DC: Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

Adrian, Tobias và Nellie Liang. 2018. "Chính sách tiền tệ, điều kiện tài chính và ổn định tài chính." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 14 (1): 73–131.

Adrian, Tobias và Hyun Song Shin. 2010. "Thanh khoản và đòn bẩy." Tạp chí Trung gian tài chính 19 (3): 418–37.

Agur, Itai và Maria Demertzis. 2013. " 'Nghiêng gió' và thời điểm của chính sách tiền tệ." Tạp chí Tiền tệ và Tài chính Quốc tế số 35 (tháng 6): 179–94.

Thật đáng xấu hổ, Liaquat. 2009. Các ông trùm tài chính: Các ông chủ ngân hàng đã phá vỡ thế giới. New York: Nhà xuất bản

Penguin.

Ajello, Andrea, Thomas Laubach, David López-Salido và Taisuke Nakata. 2019. "Ổn định tài chính và Chính sách lãi suất tối ưu." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 15 (1): 279–326.

Allen, Steven G., Robert L. Clark và Sylvester J. Schieber. 2001. "An ninh việc làm đã biến mất ở các tập đoàn lớn?" Trong cuốn sách Công việc: Việc làm dài hạn có phải là chuyện quá khứ không?, do David Neumark biên tập. New York: Quỹ Russell Sage.

Altavilla, Carlo, Luca Brugnolini, Refet Gürkaynak, Roberto Motto và Giuseppe Ragusa. 2019. "Chính sách tiền tệ đang được áp dụng: Nhiều khía cạnh trong truyền thông chính sách của ECB và tác động lên thị trường tài chính của chúng." Trung tâm Nghiên cứu Chính sách Kinh tế. VoxEU, ngày 4 tháng 10.

Altavilla, Carlo, Lorenzo Burlon, Mariassunta Giannetti và Sarah Holton. 2021. "Có giới hạn dưới bằng 0 không? Tác động của lãi suất chính sách tiêu cực đối với các ngân hàng và doanh nghiệp." Tạp chí Kinh tế tài chính (xuất bản tháng 7).

Altavilla, Carlo, Giacomo Carboni và Roberto Motto. 2015. "Chương trình mua tài sản và thị trường tài chính: Bài học từ Khu vực đồng Euro." Tài liệu làm việc của ECB 1864. Frankfurt, Đức: Ngân hàng Trung ương Châu Âu.

Altavilla, Carlo và Domenico Giannone. 2017. "Hiệu quả của các biện pháp chính sách tiền tệ phi tiêu chuẩn: Bằng chứng từ dữ liệu khảo sát." Tạp chí Kinh tế lượng Ứng dụng 32 (5): 952–64.

Amiti, Mary, Stephen J. Redding và David E. Weinstein. 2020. "Ai đang trả tiền thuế quan của Hoa Kỳ? Một quan điểm dài hạn hơn." Giấy tờ và Kỷ yếu của AEA 110 (tháng 5): 541–46.

Andrade, Philippe, Christophe Cahn, Henri Fraisse và Jean-Stéphane Mésonnier. 2019. "Việc cung cấp thanh khoản dài hạn có thể giúp tránh khủng hoảng tín dụng không? Bằng chứng từ LTRO của Eurosystem." Tạp chí của Hiệp hội Kinh tế Châu Âu 17 (4): 1070–1106.

Andrade, Philippe, Jordi Galí, Hervé Le Bihan và Julien Matheron. 2019. "Mục tiêu lạm phát tối ưu và lãi suất tự nhiên." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa thu): 173–255.

Appelbaum, Binyamin. 2017. "Chủ tịch Fed Richmond từ chức, thừa nhận đã vi phạm quyền bảo mật." Thời báo New York, ngày 4 tháng 4.

Arteta, Carlos, M. Ayhan Kose, Marc Stocker và Temel Taskin. 2018. "Ý nghĩa của chính sách lãi suất âm: Đánh giá sớm." Tạp chí Kinh tế Thái Bình Dương 23 (1): 8–26.

Baer, Justin. 2020. "Ngày virus Corona gần như phá vỡ thị trường." Tạp chí Phố Wall, ngày 20 tháng 5.

Bagehot, Walter. 1873. Phố Lombard: Mô tả về thị trường tiền tệ. Luân Đôn: Henry S. King & Co.

Baker, Scott R., Nicholas Bloom và Steven J. Davis. 2016. "Đo lường sự không chắc chắn của chính sách kinh tế." Tạp chí Kinh tế Quý 131 (4): 1593–1636.

Barberis, Nicholas, Robin Greenwood, Lawrence Jin và Andrei Shleifer. 2018. "Ngoại suy và bong bóng." Tạp chí Kinh tế Tài chính 129 (2): 203–27.

Bartlett, Charles. 2018. "Cuộc khủng hoảng tài chính ngày ấy và bây giờ: La Mã cổ đại và 2008 CN." Đại học Harvard, Trung tâm Quan hệ Quốc tế Weatherhead. Epicenter (blog), ngày 10 tháng 12. https://epicenter.wcfia.harvard.edu/blog/financial-crisis-then-and-now.

Bartscher, Alina K., Moritz Kuhn, Moritz Schularick và Paul Wachtel. 2021. "Chính sách tiền tệ và bất bình đẳng chủng tộc." Báo cáo của Nhân viên 959. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Bauer, Michael D. và Glenn D. Rudebusch. 2014. "Kênh báo hiệu cho việc mua trái phiếu của Cục Dự trữ Liên bang." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 10 (3): 233–89.

Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Panalver và Tim Taylor. 2010. "Chính sách tiền tệ sau mùa thu." Trong Kỷ yếu. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Bernanke, Ben S. 1983. "Tác động phi tiền tệ của cuộc khủng hoảng tài chính đến việc lan truyền cuộc Đại suy thoái." Tạp chí Kinh tế Mỹ 73 (3): 257–76.

_____. 1999. "Chính sách tiền tệ Nhật Bản: Một trường hợp tự gây tê liệt?" Trình bày tại Cuộc họp ASSA, Boston, MA, tháng 12. https://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf.

_____. 2000. Tiểu luận về cuộc Đại suy thoái. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

_____. 2002a. "Bong bóng giá tài sản và chính sách tiền tệ." New York, ngày 15 tháng 10.

_____. 2002b. "Nhận xét về sinh nhật lần thứ 90 của Milton Friedman." Chicago, ngày 8 tháng 11.

_____. 2002c. "Giảm phát: Đảm bảo 'điều đó' không xảy ra ở đây." Washington, DC, ngày 21 tháng 11.

_____. 2003a. "Một quan điểm về mục tiêu lạm phát." Washington, DC, ngày 25 tháng 3.

_____. 2003b. "Nhận xét." Thánh Louis, ngày 17 tháng 10.

_____. 2004. "Sự điều độ vĩ đại." Washington, DC, ngày 20 tháng 2.

_____. 2005. "Dư thừa tiết kiệm toàn cầu và thâm hụt tài khoản vãng lai của Hoa Kỳ." Richmond, VA, ngày 10 tháng 3.

_____. 2006. "Những phản ánh về Đường cong lợi suất và Chính sách tiền tệ." New York, ngày 20 tháng 3.

_____. 2007. "Lạm phát kỳ vọng và Dự báo lạm phát." Cambridge, MA, ngày 10 tháng 7.

_____. 2008a. "Bài phát biểu trong Ngày tựu trường năm 2008." Cambridge, MA, ngày 4 tháng 6.

_____. 2008b. “Chính sách dự trữ liên bang trong cuộc khủng hoảng tài chính.” Austin, TX, ngày 1 tháng 12.

_____. 2009a. “Cuộc khủng hoảng và phản ứng chính sách.” London, Anh, ngày 13 tháng 1.

_____. 2009b. "Chủ tịch." Cuộc phỏng vấn của Scott Pelley. 60 phút. CBS, ngày 15 tháng 3

_____. 2010a. “Chính sách tiền tệ và bong bóng nhà ở.” Atlanta, ngày 3 tháng 1.

_____. 2010b. “Triển vọng kinh tế và chính sách tiền tệ.” Jackson Hole, WY, ngày 27 tháng 8.

_____. 2012. “Chính sách tiền tệ kể từ khi bắt đầu cuộc khủng hoảng.” Jackson Hole, WY, ngày 31 tháng 8.

_____. 2014a. “Cục Dự trữ Liên bang: Nhìn lại, Nhìn về phía trước.” Philadelphia, ngày 3 tháng 1.

_____. 2014b. “Một cuộc thảo luận về Lễ kỷ niệm 100 năm thành lập Fed.” Washington, DC: Viện Brookings. Ngày 16 tháng Giêng.

_____. 2015a. Can đảm hành động: Hồi ký về một cuộc khủng hoảng và hậu quả của nó. New York: W. W. Norton.

_____. 2015b. Cục Dự trữ Liên bang và cuộc khủng hoảng tài chính. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

_____. 2015c. “Tại sao lãi suất lại thấp như vậy?” Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 30 tháng 3.

_____. 2015d. “Tại sao lãi suất lại thấp như vậy, Phần 2: Sự trì trệ kéo dài.” Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 31 tháng 3.

_____. 2015e. “Tại sao lãi suất quá thấp, Phần 3: Sự dư thừa tiết kiệm toàn cầu.” Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 1 tháng 4.

_____. 2015f. “Quy tắc Taylor: Tiêu chuẩn cho chính sách tiền tệ?” Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 28 tháng 4.

_____. 2015g. "Warren-Vitter và Người cho vay cuối cùng." Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 15 tháng 5.

_____. 2015h. "Chính sách tiền tệ và bất bình đẳng." Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 1 tháng Sáu.

_____. 2016. "Quan điểm đang thay đổi của Fed về nền kinh tế và những tác động của nó đối với chính sách tiền tệ." Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 8 tháng 8.

_____. 2017a. "Chính sách tiền tệ trong kỷ nguyên mới." Trong việc xem xét lại chính sách kinh tế vĩ mô. Washington, DC: Viện Kinh tế Quốc tế Peterson. https://piie.com/system/files/documents/bernanke20171012paper.pdf.

_____. 2017b. "Nhắm mục tiêu theo mức giá tạm thời: Một khuôn khổ thay thế cho chính sách tiền tệ." Viện Brookings. Blog của Ben Bernanke, ngày 12 tháng 10.

_____. 2018. "Tác động thực sự của tín dụng bị gián đoạn: Bằng chứng từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa thu): 251–342.

_____. 2020. "Các công cụ mới của chính sách tiền tệ." Tạp chí Kinh tế Mỹ 110 (4): 943–83.

Bernanke, Ben S., Timothy F. Geithner và Henry M. Paulson, Jr. 2019. Chữa cháy: Khủng hoảng tài chính và các bài học. New York: Sách Penguin.

_____, biên tập. 2020. Những người ứng phó đầu tiên: Bên trong Chiến lược chống khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009 của Hoa Kỳ. New Haven, CT: Nhà xuất bản Đại học Yale.

Bernanke, Ben S., Mark Gertler và Simon Gilchrist. 1996. "Công cụ tăng tốc tài chính và hướng tới chất lượng." Tạp chí Kinh tế và Thống kê 78 (1): 1–15.

Bernanke, Ben S., và Harold James. 1991. "Bản vị vàng, giảm phát và khủng hoảng tài chính trong cuộc Đại suy thoái: So sánh quốc tế."

Trong Thị trường tài chính và khủng hoảng tài chính, do R. Glenn Hubbard biên tập, 33–68. Chicago: Nhà xuất bản Đại học Chicago.

Bernanke, Ben S., Michael T. Kiley và John M. Roberts. 2019. "Chiến lược chính sách tiền tệ cho môi trường lãi suất thấp." Giấy tờ và Kỷ yếu của AEA 109 (tháng 5): 421–26.

Bernanke, Ben S. và Kenneth N. Kuttner. 2005. "Điều gì giải thích phản ứng của thị trường chứng khoán đối với chính sách của Cục Dự trữ Liên bang?" Tạp chí Tài chính LX (3): 1221–57.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin và Adam S. Posen. 1999. Lạm phát mục tiêu: Bài học từ kinh nghiệm quốc tế. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Bernanke, Ben S. và Frederic S. Mishkin. 1997. "Lạm phát mục tiêu: Khuôn khổ mới cho chính sách tiền tệ?" Tạp chí Quan điểm Kinh tế 11 (2): 97–116.

Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart và Brian P. Sack. 2004. "Các giải pháp thay thế chính sách tiền tệ ở giới hạn 0: Đánh giá thực nghiệm." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa thu): 1–100.

Bernanke, Ben và Janet Yellen. 2020. "Cục Dự trữ Liên bang phải giảm thiểu thiệt hại lâu dài do virus Corona gây ra." Thời báo Tài chính, ngày 18 tháng 3.

Bhattarai, Saroj, Gauti B. Eggertsson và Bulat Gafarov. 2015. "Tính nhất quán về thời gian và thời hạn nợ của chính phủ: Lý thuyết báo hiệu về nới lỏng định lượng." Tài liệu làm việc 21336. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Bhattarai, Saroj và Christopher J. Neely (sắp xuất bản). "Phân tích tài liệu về chính sách tiền tệ phi truyền thống quốc tế." Tạp chí Văn học Kinh tế.

Binder, Sarah và Mark Spindel. 2017. Huyền thoại về sự độc lập: Quốc hội điều hành Cục Dự trữ Liên bang như thế nào. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Bivens, Josh. 2015. "Đánh giá tác động của Fed đối với bất bình đẳng trong cuộc Đại suy thoái." Tài liệu làm việc của Trung tâm Hutchins 12. Washington, DC: Viện Brookings.

Blanchard, Olivier. 2016. "Đường cong Phillips: Quay lại thập niên 60?" Tạp chí Kinh tế Mỹ 106 (5): 31–34.

_____. 2019. "Nợ công và lãi suất thấp." Tạp chí Kinh tế Mỹ 109 (4): 1197–1229.

Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti và Lawrence Summers. 2015. "Lạm phát và hoạt động—Hai cuộc khám phá và ý nghĩa chính sách tiền tệ của chúng." Tài liệu làm việc 21726. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia và Paolo Mauro. 2010. "Suy nghĩ lại về chính sách kinh tế vĩ mô." Ghi chú về vị trí nhân viên IMF. Washington, DC: Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

Blinder, Alan S. 1996. "Ngân hàng trung ương trong nền dân chủ." Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond Kinh tế hàng quý 82 (4): 1–14.

Blinder, Alan S., và Ricardo Reis. 2005. "Tìm hiểu Tiêu chuẩn Greenspan." Trong Kỷ nguyên Greenspan: Bài học cho tương lai. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Blinder, Alan S. và Janet L. Yellen. 2001. Thập kỷ tuyệt vời: Những bài học kinh tế vĩ mô từ những năm 1990. New York: Nhà xuất bản Quỹ Thế kỷ.

Bonis, Brian, Jane Ihrig và Min Wei. 2017. "Dự kiến sự phát triển của Danh mục SOMA và Hiệu ứng Phí bảo hiểm Kỳ hạn Kho bạc 10 năm." Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 22 tháng 9.

Borio, Claudio và William White. 2003. "Ổn định tài chính và tiền tệ ở đâu? Ý nghĩa của các chế độ chính sách đang phát triển." Trong Chính sách tiền tệ và sự không chắc chắn: Thích ứng với nền kinh

tế đang thay đổi. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Borio, Claudio và Haibin Zhu. 2012. "Quy định về vốn, chấp nhận rủi ro và chính sách tiền tệ: Thiếu mắt xích trong cơ chế truyền dẫn?" Tạp chí Ổn định Tài chính 8 (4): 236–51.

Boushey, Heather, Ryan Nunn và Jay Shambaugh, biên tập. 2019. Sẵn sàng suy thoái: Chính sách tài chính nhằm ổn định nền kinh tế Mỹ. Washington, DC: Viện Brookings: Dự án Hamilton, Trung tâm Tăng trưởng Công bằng Washington.

Bowman, David, Christopher Erceg và Mike Leahy. 2010. "Chiến lược nhắm mục tiêu lãi suất ra ngoài đường cong lợi suất." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Boyle, Andrew. 1967. Montagu Norman: Tiểu sử. Luân Đôn: Cassell.

Brainard, Lael. 2017. "Xem xét lại chính sách tiền tệ trong trạng thái bình thường mới." Washington, DC, ngày 12 tháng 10.

_____. 2019. "Đánh giá của Cục Dự trữ Liên bang về Chiến lược, Công cụ và Truyền thông Chính sách Tiền tệ: Một số Quan điểm Sơ bộ." New York, ngày 26 tháng 11.

_____. 2020. "Tương lai của thanh toán bán lẻ ở Hoa Kỳ." Washington, DC, ngày 6 tháng 8.

_____. 2021. "Hỗ trợ việc sử dụng AI có trách nhiệm và mang lại kết quả công bằng trong các dịch vụ tài chính." Washington, DC, ngày 12 tháng 1.

Brauer, David. 2007. "Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên." Tài liệu làm việc 2007-06. Washington, DC: Văn phòng Ngân sách Quốc hội.

Brunnermeier, Markus K., và Yann Koby. 2018. "Lãi suất đảo ngược." Tài liệu làm việc 25406. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Bullard, James và Riccardo DiCecio. 2019. "Chính sách tiền tệ tối ưu cho đại chúng." Giấy làm việc 2019-009. Ngân hàng Dự trữ Liên

bang St. Louis.

Bunn, Philip, Alice Pugh và Chris Yeates. 2018. "Tác động phân phối của việc nới lỏng chính sách tiền tệ ở Anh từ năm 2008 đến năm 2014." Tài liệu làm việc của nhân viên 720. Luân Đôn: Ngân hàng Anh.

Burke, Chris, Spence Hilton, Ruth Judson, Kurt Lewis và David Skeie. 2010. "Giảm tỷ lệ IOER: Phân tích các lựa chọn." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Burns, Arthur F. 1970. "Cơ sở cho sự thịnh vượng lâu dài." Bài phát biểu tại Đại học Pepperdine, Los Angeles, ngày 7 tháng 12.

_____. 1979. "Nỗi thống khổ của ngân hàng trung ương." Bài giảng Per Jacobsson, Belgrade, Nam Tư, ngày 30 tháng 9. http://www.perjacobsson.org/lectures/1979.pdf.

Bush, Ryan, Haitham Jendoubi, Matthew Raskin và Giorgio Topa. 2020. "Nhận thức của thị trường về chức năng phản ứng của FOMC thay đổi như thế nào sau đợt đánh giá khuôn khổ của Fed?" Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York. Liberty Street Economics, ngày 18 tháng 12.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi và Pierre-Olivier Gourinchas. 2017. "Câu hỏi hóc búa về tình trạng thiếu tài sản an toàn." Tạp chí Quan điểm Kinh tế 31 (3): 29–46.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi và Anil K. Kashyap. 2008. "Cho vay zombie và tái cơ cấu chán nản ở Nhật Bản." Tạp chí Kinh tế Mỹ 98 (5): 1943–77.

Caballero, Ricardo J., và Gunes Kamber. 2019. "Về tác động toàn cầu của các cú sốc giảm rủi ro và khuôn khổ chính sách." Tài liệu làm việc 26031. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Cahill, Michael E., Stefania D'Amico, Canlin Li và John S. Sears. 2013. "Rủi ro thời hạn so với kênh cung ứng địa phương trong lãi suất kho bạc: Bằng chứng từ thông báo mua tài sản của Cục Dự trữ Liên bang." Tài liệu làm việc 2013-35. Chuỗi thảo luận về tài chính

và kinh tế. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Cahn, Christophe, Julien Matheron và Jean-Guillaume Sahuc. 2017. "Đánh giá tác động kinh tế vĩ mô của LTRO trong cuộc Đại suy thoái." Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 49 (7): 1443–82.

Caldara, Dario, Etienne Gagnon, Enrique Martínez-García và Christopher J. Neely. 2020. "Chính sách tiền tệ và hiệu quả kinh tế kể từ cuộc khủng hoảng tài chính." Giấy làm việc 2020-065. Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Campbell, Jeffrey R., Charles L. Evans, Jonas D. M. Fisher và Alejandro Justiniano. 2012. "Tác động kinh tế vĩ mô của Hướng dẫn chuyển tiếp của Cục Dự trữ Liên bang." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 1–80.

Campbell, John Y. và Robert J. Shiller. 1998. "Tỷ lệ định giá và triển vọng thị trường chứng khoán dài hạn." Tạp chí Quản lý danh mục đầu tư 24 (2): 11–26.

Carney, Mark. 2012. "Khuôn khổ tiền tệ cho mọi mùa." Bài phát biểu tại Diễn đàn Chính sách tiền tệ Hoa Kỳ, New York, ngày 24 tháng 2.

Carvalho, Carlos, Eric Hsu và Fernanda Nechio. 2016. "Đo lường tác động của giới hạn bằng 0 đối với chính sách tiền tệ." Giấy làm việc 2016-06. Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco.

Case, Karl, John Quigley và Robert Shiller. 2013. "Xem lại ảnh hưởng của cải 1975–2012." Đánh giá tài chính quan trọng 2 (1): 101–28.

Cetorelli, Nicola, Linda S. Goldberg và Fabiola Ravazzolo. 2020. "Các đường dây hoán đổi của Fed có làm giảm căng thẳng tài trợ bằng đồng đô la trong đợt bùng phát COVID-19 không?" Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York. Kinh tế Phố Liberty, ngày 22 tháng 5.

Charbonneau, Karyne và Lori Rennison. 2015. "Hướng dẫn tương lai ở giới hạn dưới hiệu quả: Kinh nghiệm quốc tế." Tài liệu thảo luận của nhân viên 15. Ottawa, Ontario: Ngân hàng Canada.

Chaurushiya, Radha và Ken Kuttner. 2003. "Nhắm mục tiêu vào Đường cong lợi suất: Kinh nghiệm của Cục Dự trữ Liên bang, 1942–1951." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Cheng, Jeffrey, David Wessel và Joshua Younger. 2020. "Covid-19 đã phá vỡ thị trường nợ kho bạc Hoa Kỳ như thế nào?" Washington, DC: Viện Brookings. Ngày 1 tháng 5.

Chung, Hess, Etienne Gagnon, Taisuke Nakata, Matthias Paustian, Bernd Schlusche, James Trevino, Diego Vilan và Wei Zheng. 2019. "Các lựa chọn chính sách tiền tệ ở giới hạn dưới hiệu quả: Đánh giá Bộ công cụ chính sách hiện tại của Cục Dự trữ Liên bang." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2019-003. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider và John C. Williams. 2012. "Chúng ta đã đánh giá thấp khả năng và mức độ nghiêm trọng của các sự kiện có giới hạn thấp hơn bằng 0?" Hành trình Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 44 (1): 47–82.

Churm, Rohan, Michael Joyce, George Kapetanios và Konstantinos Theodoridis. 2021. "Các chính sách tiền tệ độc đáo và kinh tế vĩ mô: Tác động của QE2 và chương trình tài trợ cho chương trình cho vay của Vương quốc Anh." Tạp chí Kinh tế và Tài chính hàng quý 80: 721–36.

Claessens, Stijn. 2015. "Tổng quan về các công cụ chính sách an toàn vĩ mô." Tạp chí Kinh tế Tài chính Hàng năm 7 (1): 397–422.

Clarida, Richard H. 2019. "Đánh giá của Cục Dự trữ Liên bang về Chiến lược, Công cụ và Thực tiễn Truyền thông Chính sách Tiền tệ." Trình bày tại Diễn đàn Chính sách tiền tệ Hoa Kỳ 2019, New York, ngày 22 tháng 2.

_____. 2020a. "Khung chính sách tiền tệ mới của Cục Dự trữ Liên bang: Một sự phát triển mạnh mẽ." Washington, DC, ngày 31 tháng 8.

_____. 2020b. "Khuôn khổ mới của Cục Dự trữ Liên bang: Bối cảnh và hậu quả." Washington, DC, ngày 16 tháng 11.

_____. 2021. "Triển vọng, Kết quả và Triển vọng về Chính sách Tiền tệ của Hoa Kỳ." Washington, DC, ngày 4 tháng 8.

Clark, John, Nathan Converse, Brahima Coulibaly và Steven Kamin. 2016. "Dòng vốn ở thị trường mới nổi và chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ." Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của IFDP, ngày 18 tháng 10.

Clouse, Jim, Bill English, Jon Faust, Jane Ihrig, Jeff Huther, Beth Klee, Mike Leahy, David Reifschneider và Julie Remache. 2013. "Ý nghĩa tài chính của việc mua thêm tài sản quy mô lớn đối với Chính phủ Liên bang và Cục Dự trữ Liên bang." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Coibion, Olivier, Yury Gorodnichenko, Edward S. Knotek II và Raphael Schoenle. 2020. "Mục tiêu lạm phát trung bình và kỳ vọng của hộ gia đình." Tài liệu làm việc 27836. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Condon, Christopher. 2019. "Những trích dẫn quan trọng của Trump về Powell khi Fed vẫn nằm trong tầm ngắm." Bloomberg, ngày 17 tháng 12.

Correa, Ricardo và Sally Davies. 2008. "Ý nghĩa của sức khỏe ngành ngân hàng Nhật Bản đối với hiệu quả của chính sách tiền tệ." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Cox, Jeff. 2018. "Powell nói rằng chúng ta còn 'một chặng đường dài' từ mức trung lập về lãi suất, cho thấy sắp có thêm nhiều đợt tăng lãi suất." CNBC, ngày 3 tháng 10.

Crane, Leland D., Ryan A. Decker, Aaron Flaaen, Adrian Hamins-Puertolas và Christopher Kurz. 2020. "Thoát khỏi hoạt động kinh doanh trong Đại dịch COVID-19: Các biện pháp phi truyền thống trong bối cảnh lịch sử." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế

2020-089. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Crockett, Andrew. 2000. "Kết hợp các khía cạnh thận trọng vi mô và vĩ mô của sự ổn định tài chính." Bài phát biểu tại Hội nghị quốc tế các giám sát ngân hàng lần thứ 11, Basel, Thụy Sĩ, ngày 20 tháng 9.

Daly, Mary C., Bart Hobijn, Ayşegül Şahin và Robert G. Valletta. 2012. "Phương pháp tìm kiếm và kết nối thị trường lao động: Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên có tăng không?" Tạp chí Quan điểm Kinh tế 26 (3): 3–26.

Dam, Kenneth và George Shultz. 1977. "Những phản ánh về kiểm soát tiền lương và giá cả." Tạp chí Quan hệ Công nghiệp và Lao động (Tháng 1): 139.

D'Amico, Stefania, William English, David López-Salido và Edward Nelson. 2012. "Chương trình mua tài sản quy mô lớn của Cục Dự trữ Liên bang: Cơ sở lý luận và Hiệu quả." Tạp chí Kinh tế 122 (564): 415–46.

D'Amico, Stefania và Iryna Kaminska. 2019. "Nới lỏng tín dụng so với Nới lỏng định lượng: Bằng chứng từ các chương trình mua trái phiếu doanh nghiệp và chính phủ." Luân Đôn: Tài liệu làm việc của Ngân hàng Anh 825.

D'Amico, Stefania và Thomas B. King. 2013. "Tác động của dòng chảy và tồn kho của việc mua kho bạc quy mô lớn: Bằng chứng về tầm quan trọng của nguồn cung địa phương." Tạp chí Kinh tế Tài chính 108 (2): 425–48.

Das, Krishna N. và Jonathan Spicer. 2016. "Fed New York đã lần mò vụ cướp mạng ngân hàng Bangladesh như thế nào." Reuters, ngày 21 tháng 7.

Das, Sonali. 2019. "Chế độ tỷ giá hối đoái đang phát triển của Trung Quốc." Giấy làm việc 19/50. Washington, DC: Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

Davis, Josh, Cristian Fuenzalida và Alan M. Taylor. 2021. "Câu đố về tỷ lệ tự nhiên: Xu hướng vĩ mô toàn cầu và R* ngụ ý thị trường." Tài

liệu làm việc 26560. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

De Santis, Roberto A. 2020. "Tác động của Chương trình mua tài sản đến lợi suất trái phiếu chính phủ khu vực đồng Euro dựa trên tin tức thị trường." Mô hình kinh tế 86 (tháng 3): 192–209.

Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni và Andrea Tambalotti. 2017. "An toàn, thanh khoản và lãi suất tự nhiên." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 235–94.

Del Negro, Marco, Marc Giannoni và Christina Patterson. 2015. "Câu đố hướng dẫn chuyển tiếp." Báo cáo của Nhân viên 574. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Del Negro, Marco, Michele Lenza, Giorgio E. Primiceri và Andrea Tambalotti. 2020. "Có chuyện gì với đường cong Phillips?" Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 301–73.

Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal và Damiano Sandri. 2018. "Chính sách tiền tệ độc đáo ở Khu vực đồng Euro, Nhật Bản và Vương quốc Anh." Tạp chí Quan điểm Kinh tế 32 (4): 147–72.

Devlin-Foltz, Sebastian, Alice M. Henriques và John E. Sabelhaus. 2016. "Vai trò của An sinh xã hội trong nguồn lực hưu trí tổng thể: Quan điểm phân phối." Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 29 tháng 7.

Di Maggio, Marco, Amir Kermani và Christopher J. Palmer. 2020. "Việc nới lỏng định lượng hoạt động như thế nào: Bằng chứng về kênh tái cấp vốn." Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế 87 (3): 1498–1528.

Draghi, Mario. 2012. "Phát biểu tại Hội nghị Đầu tư Toàn cầu." London, Anh, ngày 26 tháng 7.

Duarte, Fernando và Carlo Rosa. 2015. "Phí bù rủi ro vốn cổ phần: Đánh giá các mô hình." Báo cáo của Nhân viên 714. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Duffie, Darrell. 2020. "Thế giới vẫn là nơi trú ẩn an toàn? Thiết kế lại thị trường kho bạc Hoa Kỳ sau cuộc khủng hoảng COVID-19." Tài

liệu làm việc của Trung tâm Hutchins 62. Washington, DC: Viện Brookings.

Eggertsson, Gauti B., và Michael Woodford. 2003. "Giới hạn lãi suất bằng 0 và chính sách tiền tệ tối ưu." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 139–235.

Eichengreen, Barry. 1992. Xiềng xích vàng: Bản vị vàng và cuộc Đại suy thoái 1919–1939. Oxford và New York: Nhà xuất bản Đại học Oxford.

Eichengreen, Barry và Jeffrey Sachs. 1985. "Tỷ giá hối đoái và sự phục hồi kinh tế trong những năm 1930." Tạp chí Lịch sử Kinh tế 45 (4): 925–46.

Eisenschmidt, Jens và Frank Smets. 2018. "Lãi suất âm: Bài học từ Khu vực đồng Euro." Trong Chính sách tiền tệ và ổn định tài chính: Cơ chế truyền dẫn và ý nghĩa chính sách, do Álvaro Aguirre, Markus Brunnermeier, và Diego Saravia biên tập, 13–42. Santiago: Ngân hàng Trung ương Chile.

Engen, Eric M., Thomas Laubach và David Reifschneider. 2015. "Tác động kinh tế vĩ mô của các chính sách tiền tệ độc đáo của Cục Dự trữ Liên bang." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2015-005. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Tiếng Anh, William. (sắp ra mắt). "Chính sách tiền tệ và ổn định tài chính." Trong Cẩm nang kiểm tra căng thẳng tài chính, do J. Doyne Farmer, Alissa Kleinnijenhuis, Til Schuermann và Thom Wetzer biên tập.

Erceg, Chris, Jesper Linde và David Reifschneider. 2010. "Hậu quả kinh tế vĩ mô của cuộc khủng hoảng nợ chính phủ châu Âu." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Erceg, Christopher, Michael T. Kiley và David López-Salido. 2011. "Khung chính sách tiền tệ thay thế." Bản ghi nhớ của nhân viên.

Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Erceg, Christopher, David López-Salido và Robert Tetlow. 2011. "Áp dụng Khung chính sách tiền tệ thay thế." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Eser, Fabian, Wolfgang Lemke, Ken Nyholm, Sören Radde và Andreea Liliana Vladu. 2019. "Theo dõi tác động của Chương trình mua tài sản của ECB lên Đường cong lợi suất." Tài liệu làm việc của ECB 2293. Frankfurt, Đức: Ngân hàng Trung ương Châu Âu.

Evans, Charles L. 2012. "Chính sách tiền tệ trong môi trường lạm phát thấp: Xây dựng mục tiêu mức giá ngẫu nhiên của nhà nước." Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 44 (s1): 147–55.

Fair, Ray C. 1978. "Tác động của các sự kiện kinh tế đến số phiếu bầu Tổng thống." Tạp chí Kinh tế và Thống kê 60 (2): 159–73.

Favara, Giovanni, Camelia Minoiu và Ander Perez-Orive. 2021. "Hoa Kỳ Các công ty Zombie: Có bao nhiêu và hậu quả như thế nào?" Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 30 tháng 7.

Femia, Katherine, Steven Friedman và Brian Sack. 2013. "Tác động của hướng dẫn chính sách đến nhận thức về chức năng phản ứng của Fed." Báo cáo của Nhân viên 652. Washington, DC: Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Ferguson, Jr., Roger W. 2003. "Ngày 11 tháng 9, Cục Dự trữ Liên bang và Hệ thống Tài chính." Nashville, TN, ngày 5 tháng 2.

Fernald, John G. 2014. "Năng suất và sản lượng tiềm năng trước, trong và sau cuộc Đại suy thoái." Trong NBER Kinh tế vĩ mô thường niên 2014. Tập. 29: 1–51. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Fernald, John G., Robert E. Hall, James H. Stock và Mark W. Watson. 2017. "Sự phục hồi sản lượng đáng thất vọng sau năm 2009." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 1–58.

Feroli, Michael, David Greenlaw, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin và Amir Sufi. 2017. "Ngôn ngữ sau khi cất cánh: Truyền thông của Fed thoát khỏi giới hạn dưới 0." Nghiên cứu Kinh tế 71 (3): 452–90.

Ferrell, Robert H. 2010. Bên trong chính quyền Nixon: Nhật ký bí mật của Arthur Burns, 1969–1974. Lawrence: Nhà xuất bản Đại học Kansas.

Fischer, Stanley. 1995. "Xem xét lại tính độc lập của Ngân hàng Trung ương." Tạp chí Kinh tế Mỹ 85 (2): 201–6.

Fisher, Irving. 1930. Lý thuyết lãi suất. New York: Công ty Macmillan

_____. 1973. "Tôi đã khám phá ra đường cong Phillips: Mối quan hệ thống kê giữa thất nghiệp và thay đổi giá cả." Tạp chí Kinh tế Chính trị 81 (2): 496–502.

Fleming, Sam. 2018. "Janet Yellen về Trump, Chính trị của Fed và Nuôi dưỡng sự phục hồi." Thời báo Tài chính, ngày 26 tháng 10.

Forbes, Kristen J. 2019. "Động lực lạm phát: Chết, không hoạt động hay được xác định ở nước ngoài?" Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa thu): 257–338.

Freund, James, Timothy Curry, Peter Hirsch và Theodore Kelley. 1997. "Bất động sản thương mại và các cuộc khủng hoảng ngân hàng những năm 1980 và đầu những năm 1990." Trong Lịch sử những năm tám mươi: Bài học cho tương lai, Tập. 1: Nghiên cứu các cuộc khủng hoảng ngân hàng những năm 1980 và đầu những năm 1990, Chương 3. Washington, DC: Tập đoàn Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang. https://www.fdic.gov/bank/histocal/history/137_165.pdf.

Friedman, Milton. 1968. "Vai trò của chính sách tiền tệ." Tạp chí Kinh tế Mỹ 58 (1): 1–17.

_____. 1969. Số lượng tiền tối ưu và các tiểu luận khác. Chicago: Công ty xuất bản Aldine.

Friedman, Milton và Anna Jacobson Schwartz. 1963. Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ: 1867–1960. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Furman, Jason. 2020. "Phản ứng tài chính đối với cuộc đại suy thoái: Các bước đã thực hiện, các con đường bị từ chối và Bài học cho lần tiếp theo." Trong Những người ứng phó đầu tiên: Bên trong Chiến lược chống khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009 của Hoa Kỳ, 451–88. New Haven, CT: Nhà xuất bản Đại học Yale.

Furman, Jason và Lawrence Summers. 2020. "Xem xét lại chính sách tài khóa trong kỷ nguyên lãi suất thấp." Dự thảo thảo luận. Washington, DC: Viện Brookings.

Gagnon, Joseph E. 2016. "Nới lỏng định lượng: Thành công bị đánh giá thấp." Tóm tắt chính sách PB16-4. Washington, DC: Viện Kinh tế Quốc tế Peterson.

_____. 2018. "Những người hoài nghi về QE đã phóng đại trường hợp của họ." Viện Kinh tế Quốc tế Peterson. Theo dõi các vấn đề kinh tế theo thời gian thực, ngày 5 tháng 7.

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache và Brian Sack. 2011. "Tác động thị trường tài chính của việc mua tài sản quy mô lớn của Cục Dự trữ Liên bang." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 7 (1): 3–43.

Ghebreyesus, Tedros Adhanom. 2020. "Phát biểu khai mạc tại buổi họp báo truyền thông về COVID-19." Tổ chức Y tế Thế giới. Ngày 11 tháng 3. https://www.who.int/dg/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march -2020.

Gilchrist, Simon và Egon Zakrajšek. 2012. "Chênh lệch tín dụng và biến động chu kỳ kinh doanh." Tạp chí Kinh tế Mỹ 102 (4): 1692–1720.

_____. 2013. "Tác động của các chương trình mua tài sản quy mô lớn của Cục Dự trữ Liên bang đối với rủi ro tín dụng doanh nghiệp." Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 45 (s2): 29–57.

_____. 2019. "Tác động thương mại và sự phát triển của động lực lạm phát." Giấy làm việc 2019-007. Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Glaeser, Edward L., Joshua D. Gottlieb và Joseph Gyourko. 2013. "Tín dụng giá rẻ có thể giải thích sự bùng nổ nhà ở?" Trong Nhà ở và Khủng hoảng Tài chính, do Edward L. Glaeser và Todd Sinai biên tập, 301–59. Chicago: Nhà xuất bản Đại học Chicago.

Bạn Tốt, Marvin và Robert G. King. 2005. "Sự giảm phát đáng kinh ngạc của Volcker." Tạp chí Kinh tế tiền tệ 52 (5): 981–1015.

Gordon, Robert J. 2013. "Đường cong Phillips vẫn tồn tại và phát triển: Lạm phát và NAIRU trong quá trình phục hồi chậm." Tài liệu làm việc 19390. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

_____. 2016. Sự thăng trầm trong tăng trưởng của Mỹ: Mức sống của Hoa Kỳ kể từ Nội chiến. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Gorton, Gary B. 2012. Hiểu lầm về khủng hoảng tài chính: Tại sao chúng ta không thấy chúng sắp xảy ra. New York: Nhà xuất bản Đại học Oxford.

Gorton, Gary và Andrew Metrick. 2012. "Ngân hàng chứng khoán hóa và cuộc chạy đua trên repo." Tạp chí Kinh tế Tài chính 104 (3): 425–51.

Gourio, François, Anil K. Kashyap và Jae Sim. 2018. "Sự đánh đổi trong việc Nghiêng Ngược Gió." Tạp chí Kinh tế IMF số 66 (tháng 3): 70–115.

Gramlich, Edward M. 2007. "Sự bùng nổ và phá sản, trường hợp thế chấp dưới chuẩn." Tạp chí Kinh tế của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas 109: 105–13.

Granville, Kevin. 2017. "Một Tổng thống xung đột với Giám đốc Fed của ông ấy, 5 thập kỷ trước Trump." Thời báo New York, ngày 13 tháng 6.

Greenlaw, David, James D. Hamilton, Ethan Harris và Kenneth D. West. 2018. "Một cái nhìn hoài nghi về tác động của Bảng cân đối kế toán của Fed." Tài liệu làm việc 24687. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Greenspan, Alan. 1996. "Thách thức của ngân hàng trung ương trong xã hội dân chủ." Washington, DC, ngày 5 tháng 12.

_____. 2005. "Ngân hàng thế chấp." Sa mạc Palm, California, ngày 26 tháng 9.

_____. 2007. Thời kỳ hỗn loạn: Những cuộc phiêu lưu trong một thế giới mới. New York: Nhà xuất bản Penguin.

Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, Joshua S. Rudolph và Lawrence H. Summers. 2015. "Xung đột quản lý nợ giữa Kho bạc Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang." Trong Câu hỏi trị giá 13 nghìn tỷ đô la: Nước Mỹ quản lý nợ như thế nào, 43–89. Washington, DC: Nhà xuất bản Viện Brookings.

Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, Andrei Shleifer và Jakob Ahm Sørensen. (sắp ra mắt). "Khủng hoảng tài chính có thể dự đoán được." Tạp chí Tài chính.

Greenwood, Robin và Dimitri Vayanos. 2014. "Cung trái phiếu và thu nhập trái phiếu vượt mức." Tạp chí Nghiên cứu Tài chính 27 (3): 663–713.

Grisse, Christian, Signe Krogstrup và Silvio Schumacher. 2017. "Niềm tin giới hạn thấp hơn và lãi suất dài hạn." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 13 (3): 165–202.

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack và Eric T. Swanson. 2005. "Hành động có mạnh mẽ hơn lời nói không? Phản ứng của Giá tài sản đối với các hành động và tuyên bố về chính sách tiền tệ." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 1 (1): 55–93.

Haltom, Renee. 2013. "Sự thất bại của Continental Illinois." Lịch sử Cục Dự trữ Liên bang, ngày 22 tháng 11. https://www.federalreservehistory.org/essays/failure-of-continental-illinois.

Hamilton, James D. và Jing Cynthia Wu. 2012. "Hiệu quả của các công cụ chính sách tiền tệ thay thế trong môi trường ràng buộc thấp hơn bằng không." Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 44 (1): 3–46.

Hansen, Alvin H. 1939. "Tiến bộ kinh tế và suy giảm tăng trưởng dân số." Tạp chí Kinh tế Mỹ 29 (1): 1–15.

Hanson, Samuel và Jeremy C. Stein. 2015. "Chính sách tiền tệ và lãi suất dài hạn." Tạp chí Kinh tế Tài chính 115 (3): 429–48.

Harker, Patrick T. 2017. "Triển vọng kinh tế: Thị trường lao động, tỷ giá và bảng cân đối kế toán." Trình bày tại Hội nghị bàn tròn kết nối Market News International (MNI), New York, ngày 23 tháng 5.

Heathcote, Jonathan, Fabrizio Perri và Giovanni L. Violante. 2020. "Sự gia tăng của bất bình đẳng về thu nhập ở Hoa Kỳ: Chu kỳ có thúc đẩy xu hướng không?" Đánh giá Động lực kinh tế 37 (s1): S181–204.

Hetzel, Robert L. 1998. "Arthur Burns và lạm phát." Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond Kinh tế hàng quý 84 (1): 21–44.

_____. 2008. Chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang: Lịch sử. Nghiên cứu Lịch sử Kinh tế. Cambridge: Nhà xuất bản Đại học Cambridge.

Hetzel, Robert L. và Ralph F. Leach. 2001. "Hiệp định Kho bạc-Fed: Một tài khoản tường thuật mới." Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond Kinh tế hàng quý 87 (1): 33–55.

Hodgson, Godfrey. 1998. "Cáo phó: William McChesney Martin." Báo Độc lập, ngày 20 tháng 8.

Holston, Kathryn, Thomas Laubach và John C. Williams. 2017. "Đo lường lãi suất tự nhiên: Xu hướng quốc tế và các yếu tố quyết định." Tạp chí Kinh tế Quốc tế 108 (S1): S59–75.

Hooker, Mark A. 2002. "Cú sốc dầu mỏ có gây lạm phát không? Thông số kỹ thuật bất đối xứng và phi tuyến tính so với những

thay đổi trong chế độ.” Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 34 (2): 540–61.

Hooper, Peter, Frederic S. Mishkin và Amir Sufi. 2020. “Triển vọng lạm phát trong nền kinh tế áp lực cao: Đường cong Phillips đã chết hay nó chỉ đang ngủ đông?” Nghiên cứu Kinh tế 74 (1): 26–62.

Hubbard, Glenn và Donald Kohn, biên tập. 2021. Báo cáo của Nhóm công tác về ổn định tài chính. Washington, DC: Viện Brookings.

Hubert, Paul và Fabien Labonance. 2018. “Tác động của Hướng dẫn chuyển tiếp của ECB đối với cấu trúc kỳ hạn của lãi suất.” Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 14 (5): 193–222.

Ihrig, Jane, Elizabeth Klee, Canlin Li, Min Wei và Joe Kachovec. 2018. “Kỳ vọng về Bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang và Cơ cấu kỳ hạn của Lãi suất.” Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 14 (2): 341–90.

Irwin, Neil. 2018. “Sự kiện kinh tế quan trọng nhất ít được chú ý nhất trong thập kỷ.” Thời báo New York, ngày 29 tháng 9.

Jamrisko, Michelle, Chloe Whiteaker và Jeremy Scott Diamond. 2018. “Bảng thông tin thị trường lao động của Yellen.” Bloomberg, ngày 2 tháng 2.

Jonung, Lars và Eoin Drea. 2009. “Đồng Euro: Nó không thể xảy ra, đó là một ý tưởng tồi, nó sẽ không tồn tại lâu dài. Các nhà kinh tế Hoa Kỳ tại EMU, 1989–2002.” Giấy tờ kinh tế 395. Brussels, Bỉ: Ủy ban Châu Âu.

Jordà, Òscar, Moritz Schularick và Alan M. Taylor. 2013. “Khi tín dụng quay trở lại.” Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 45 (s2): 3–28.

_____. 2015a. “Lãi suất và giá nhà: Viên thuốc hay thuốc độc?” Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco. Thư kinh tế FRBSF, ngày 3 tháng 8.

_____. 2015b. “Bong bóng đòn bẩy.” Tạp chí Kinh tế tiền tệ 76 (S): S1–20.

Joyce, Michael A. S., Ana Lasaosa, Ibrahim Stevens và Matthew Tong. 2011. "Tác động của chính sách nới lỏng định lượng đến thị trường tài chính ở Vương quốc Anh." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 7 (3): 113–61.

Joyce, Michael A.S., và Matthew Tong. 2012. "QE và thị trường mạ vàng: Phân tích chi tiết." Tạp chí Kinh tế 122 (564): 348–84.

Kacperczyk, Marcin và Philipp Schnabl. 2010. "Khi an toàn được chứng minh là có rủi ro: Giấy thương mại trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009." Tạp chí Quan điểm Kinh tế 24 (1): 29–50.

Kashyap, Anil K., và Caspar Siegert. 2019. "Những cân nhắc về ổn định tài chính và chính sách tiền tệ?" Trong các cân nhắc về ổn định tài chính và chính sách tiền tệ. Ngân hàng Dự trữ Liên bang Chicago.

Katz, Lawrence F. và Alan B. Krueger. 1999. "Thị trường lao động Mỹ áp lực cao những năm 1990." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 1–87.

Kiley, Michael T. 2014. "Tác động tổng cầu của lãi suất ngắn hạn và dài hạn." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 10 (4): 69–104.

_____. 2015. "Lạm phát thấp ở Hoa Kỳ: Tóm tắt nghiên cứu gần đây." Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 23 tháng 11.

_____. 2018. "Nới lỏng định lượng và 'Bình thường mới' trong Chính sách tiền tệ." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2018-004. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

_____. 2019. "Lãi suất thực cân bằng toàn cầu: Khái niệm, ước tính và thách thức." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2019-076. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Kim, Kyungmin, Thomas Laubach và Min Wei. 2020. "Tác động kinh tế vĩ mô của việc mua tài sản quy mô lớn: Bằng chứng mới." Chuỗi

thảo luận về tài chính và kinh tế 2020-047. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Kocherlakota, Narayana. 2016. "'Tiền trực thăng' sẽ không mang lại nhiều động lực hơn." Bloomberg, ngày 24 tháng 3.

Kohn, Donald và Brian Sack. 2020. "Chính sách tiền tệ trong cuộc khủng hoảng tài chính." Trong Những người ứng phó đầu tiên: Bên trong chiến lược chống khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009 của Hoa Kỳ, do Ben S. Bernanke, Timothy F. Geithner và Henry M. Paulson, Jr. biên tập, 421–50. New Haven, CT: Nhà xuất bản Đại học Yale.

Kopcke, Richard W., và Anthony Webb. 2013. "Khủng hoảng tài chính ảnh hưởng đến tài chính của các hộ gia đình lớn tuổi như thế nào?" Giấy làm việc. Boston, MA: Trung tâm Nghiên cứu Hưu trí tại Đại học Boston. https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.651.2278&rep=rep1&type=pdf.

Krishnamurthy, Arvind và Annette Vissing-Jorgensen. 2011. "Tác động của việc nới lỏng định lượng đối với lãi suất: Các kênh và ý nghĩa đối với chính sách." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa thu): 215–65.

Krugman, Paul R. 1998. "Đó là Baaack: Suy thoái của Nhật Bản và sự trở lại của bẫy thanh khoản." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa thu): 137–205.

Kurtzman, Robert, Stephan Luck và Tom Zimmermann. 2017. "QE có khiến các ngân hàng nới lỏng tiêu chuẩn cho vay của họ không? Bằng chứng từ LSAP của Cục Dự trữ Liên bang." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2017-093. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Kuttner, Kenneth N. 2012. "Lãi suất thấp và bong bóng nhà ở: Vẫn không có súng hút thuốc." Vai trò của Ngân hàng Trung ương trong ổn định tài chính: Nó đã thay đổi như thế nào? Ngân hàng Dự trữ Liên bang Chicago.

_____. 2018. "Bên ngoài hộp: Chính sách tiền tệ độc đáo trong cuộc Đại suy thoái và hơn thế nữa." Tạp chí Quan điểm Kinh tế 32 (4): 121–46.

Laforte, Jean-Philippe. 2018. "Tổng quan về những thay đổi đối với Mô hình FRB/US (2018)." Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 7 tháng 12.

Lagarde, Christine. 2020a. "Phản ứng của chúng tôi đối với trường hợp khẩn cấp do virus Corona." Ngân hàng trung ương châu Âu. Blog ECB, ngày 19 tháng 3.

_____. 2020b. "Đánh giá chiến lược chính sách tiền tệ: Một số cân nhắc sơ bộ." Bài phát biểu tại hội nghị "ECB và những người theo dõi XXI", Frankfurt, Đức, ngày 30 tháng 9.

Laubach, Thomas và John C. Williams. 2003. "Đo lường lãi suất tự nhiên." Tạp chí Kinh tế và Thống kê 85 (4): 1063–70.

Leigh, Daniel. 2010. "Mục tiêu lạm phát 4%?" Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách. VoxEU, ngày 9 tháng 3.

Lewis, Michael. 2010. The Big Short: Bên trong cỗ máy ngày tận thế. New York: W. W. Norton.

Li, Canlin và Min Wei. 2013. "Mô hình cấu trúc kỳ hạn với các yếu tố cung và các chương trình mua tài sản quy mô lớn của Cục Dự trữ Liên bang." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 9 (1): 3–39.

Liang, J. Nellie và Rochelle M. Edge. 2019. "Cơ cấu quản trị ổn định tài chính mới và ngân hàng trung ương." Tài liệu làm việc của Trung tâm Hutchins 50. Washington, DC: Viện Brookings.

Lindsey, David E. 2003. "Lịch sử hiện đại về truyền thông FOMC: 1975–2002." Bản ghi nhớ của nhân viên. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Loomis, Carol J. 1998. "Một ngôi nhà xây trên cát." Fortune, ngày 26 tháng 10.

https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/10/26/250015/index.htm.

Lopez, Jose A., Andrew K. Rose và Mark M. Spiegel. 2020. "Tại sao lãi suất danh nghĩa âm lại có ảnh hưởng nhỏ như vậy đến hiệu quả hoạt động của ngân hàng? Bằng chứng xuyên quốc gia." Tạp chí Kinh tế Châu Âu số 124 (tháng 5).

Lu, Lina, Matthew Pritsker, Andrei Zlate, Kenechukwu Anadu và James Bohn. 2019. "Đạt được lợi nhuận của các quỹ hưu trí công của Hoa Kỳ." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2019-048. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Mahedy, Tim và Adam Shapiro. 2017. "Lạm phát có vấn đề gì?" Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco. Thư kinh tế FRBSF, ngày 27 tháng 11.

Mallaby, Sebastian. 2016. Người đàn ông biết: Cuộc đời và thời đại của Alan Greenspan. New York: Nhà xuất bản Penguin.

Mankiw, N. Gregory. 2020. "Hướng dẫn về lý thuyết tiền tệ hiện đại dành cho người hoài nghi." Trong Tài liệu và Kỷ yếu của AEA, 110:141–44.

Manski, Charles F. và John D. Straub. 2000. "Nhận thức của người lao động về tình trạng mất an ninh việc làm vào giữa những năm 1990: Bằng chứng từ Khảo sát về Kỳ vọng Kinh tế." Tạp chí Nhân sự 35 (3): 447–79.

Matthews, Dylan. 2019. "Giải thích lý thuyết tiền tệ hiện đại." Vox, ngày 16 tháng 4.

McGowan, Müge Adalet, Dan Andrews và Valentine Millot. 2018. "Xác sống? Các công ty xác sống và hiệu suất năng suất ở các nước OECD." Chính sách kinh tế 33 (96): 685–736.

McLaren, Nick, Ryan N. Banerjee và David Latto. 2014. "Sử dụng những thay đổi trong lĩnh vực đáo hạn đấu giá để giúp xác định tác động của QE đối với sản lượng mạ vàng." Tạp chí Kinh tế 124 (576): 453–79.

McLeay, Michael và Silvana Tenreyro. 2020. "Lạm phát tối ưu và xác định đường cong Phillips." Trong Kinh tế vĩ mô hàng năm của NBER. Tập. 34. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Meade, Ellen E., Nicholas A. Burk và Melanie Josselyn. 2015. "Biên bản họp FOMC: Đánh giá về việc đếm từ ngữ và sự đa dạng của các quan điểm." Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 16 tháng 5.

Ý nghĩa, Jack và Feng Zhu. 2011. "Tác động của các chương trình mua tài sản gần đây của Ngân hàng Trung ương." Đánh giá hàng quý của BIS (tháng 12): 73–83.

Metrick, Andrew và Daniel Tarullo. 2021. "Quy định tài chính thống nhất." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân).

Mian, Atif, Ludwig Straub và Amir Sufi. 2021. "Điều gì giải thích cho sự suy giảm của r*? Bất bình đẳng về thu nhập gia tăng so với những thay đổi về nhân khẩu học." Trong Kỷ yếu. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Mian, Atif, Amir Sufi và Emil Verner. 2017. "Nợ hộ gia đình và chu kỳ kinh doanh trên toàn thế giới." Tạp chí Kinh tế Quý 132 (4): 1755–1817.

Minsky, Hyman P. 1986. Ổn định một nền kinh tế không ổn định. New Haven, CT: Nhà xuất bản Đại học Yale.

Mishkin, Frederic S. 2007. "Động lực lạm phát." Tài chính Quốc tế 10 (3): 317–34.

Mishkin, Frederic S. và Eugene N. White. 2003. "Hoa Kỳ Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán và hậu quả của chúng: Ý nghĩa đối với chính sách tiền tệ." Trong Bong bóng giá tài sản: Ý nghĩa đối với các chính sách tiền tệ, quy định và quốc tế, do William B. Hunter, George G. Kaufman và Michael Pormerleano biên tập. Cambridge, MA: Nhà xuất bản MIT.

Mondale, Walter và David Hage. 2010. Cuộc chiến tốt đẹp: Một cuộc sống trong nền chính trị tự do. New York: Người ghi chép.

Mùi, Ylan Q. 2016. "Tại sao Cục Dự trữ Liên bang lại suy nghĩ lại mọi thứ." Washington Post, ngày 27 tháng 7.

Nakata, Taisuke. 2015. "Độ tin cậy của Hướng dẫn Chuyển tiếp Tối ưu ở Giới hạn Dưới Lãi suất." Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ghi chú của Fed, ngày 27 tháng 8.

Nechio, Fernanda và Glenn D. Rudebusch. 2016. "Có phải Fed đã tụt lại phía sau đường cong trong năm nay?" Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco. Thư kinh tế FRBSF, ngày 7 tháng 11.

Nelson, Edward. 2021. "Sự xuất hiện của Hướng dẫn chuyển tiếp như một công cụ chính sách tiền tệ." 2021–033. Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Nelson, Jack. 1990. "Các nguồn tin cho biết lãi suất có thể gây nguy hiểm cho công việc của Giám đốc Fed." Thời báo Los Angeles, ngày 9 tháng 3.

Okazaki, Yosuke và Nao Sudo. 2018. "Tỷ lệ lãi suất tự nhiên ở Nhật Bản: Đo lường quy mô và xác định các yếu tố thúc đẩy dựa trên mô hình DSGE." Tài liệu làm việc của Ngân hàng Nhật Bản 18-E-6. Tokyo: Ngân hàng Nhật Bản.

Trẻ mồ côi, Athanasios. 2003. "Cuộc tìm kiếm sự thịnh vượng mà không có lạm phát." Tạp chí Kinh tế tiền tệ 50 (3): 633–63.

Trẻ mồ côi, Athanasios và John Williams. 2013. "Những sai lầm trong chính sách tiền tệ và sự phát triển của kỳ vọng lạm phát." Trong Đại lạm phát: Sự tái sinh của ngân hàng trung ương hiện đại, do Michael D. Bordo và Athanasios Orphanides biên tập. Chicago: Nhà xuất bản Đại học Chicago.

Owyang, Michael T. và Tatevik Sekhposyan. 2012. "Định luật Okun trong chu kỳ kinh doanh: Cuộc đại suy thoái có khác biệt hoàn toàn không?" Tạp chí Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis (tháng 9): 399–418.

Paligorova, Teodora và Jesus A. Sierra Jimenez. 2012. "Chính sách tiền tệ và Kênh chấp nhận rủi ro: Những hiểu biết sâu sắc về hành vi cho vay của các ngân hàng." Tạp chí Ngân hàng Canada, 23–30.

Peek, Joe và Eric S. Rosengren. 1992. "Cuộc khủng hoảng thủ đô ở New England." Tạp chí Kinh tế New England (tháng 5): 21–31.

Phelps, Edmund S. 1968. "Động lực tiền lương và cân bằng thị trường lao động." Tạp chí Kinh tế Chính trị 76 (4): 678–711.

Phillips, A. W. 1958. "Mối quan hệ giữa thất nghiệp và tỷ lệ thay đổi mức lương tiền tệ ở Vương quốc Anh, 1861–1957." Kinh tế 25 (100): 283–99.

Potter, Simon và Frank Smets. 2019. "Các công cụ chính sách tiền tệ độc đáo: Phân tích xuyên quốc gia." Ủy ban về Hệ thống Tài chính Toàn cầu Tài liệu 63. Basel, Thụy Sĩ: Ngân hàng Thanh toán Quốc tế.

Powell, Jerome H. 2015. " 'Kiểm toán Fed' và các đề xuất khác." Washington, DC, ngày 9 tháng 2.

_____. 2018a. Phỏng vấn Kai Ryssdal, Marketplace, ngày 12 tháng 7. https://www.marketplace.org/2018/07/12/powell-transcript.

_____. 2018b. "Chính sách tiền tệ trong nền kinh tế đang thay đổi." Jackson Hole, WY, ngày 24 tháng 8.

_____. 2019a. "Phát biểu khai mạc." Trình bày tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang Chicago, Hội nghị về Chiến lược, Công cụ và Thực tiễn Truyền thông Chính sách Tiền tệ, Chicago, ngày 4 tháng 6.

_____. 2019b. "Những thách thức đối với chính sách tiền tệ." Jackson Hole, WY, ngày 23 tháng 8.

_____. 2020a. "Các vấn đề kinh tế hiện tại." Washington, DC, ngày 13 tháng 5.

_____. 2020b. "Hỏi đáp với Alan Blinder." Tạp chí Phố Wall, ngày 29 tháng 5. https://www.wsj.com/articles/transcript-fed-chief-jerome-powell-q-a-with-alan-blinder-11590779548.

_____. 2020c. "Những thách thức kinh tế mới và đánh giá chính sách tiền tệ của Fed." Jackson Hole, WY, ngày 27 tháng 8.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft và Hayley Boesky. 2010. "Ngân hàng ngầm." Báo cáo của Nhân viên 458. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Quarles, Randal K. 2020. "Chuyện gì đã xảy ra? Chúng ta đã học được gì từ nó? Bài học từ căng thẳng do đại dịch COVID-19 gây ra cho hệ thống tài chính." Washington, DC, ngày 15 tháng 10.

Rachel, Łukasz và Lawrence H. Summers. 2019. "Về sự trì trệ thế tục trong thế giới công nghiệp hóa." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 1–54.

Radelet, Steven và Jeffrey Sachs. 2000. "Sự khởi đầu của cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á." Trong Khủng hoảng tiền tệ, do Paul Krugman biên tập. Chicago: Nhà xuất bản Đại học Chicago.

Rajan, Raghuram G. 2005. "Phát triển tài chính có khiến thế giới trở nên rủi ro hơn không?" Trong Kỷ yếu. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Rankin, Jennifer. 2020. "Thỏa thuận cấp cao EU: Điều gì đã được thống nhất và tại sao nó lại khó khăn đến vậy?" The Guardian, ngày 21 tháng 7.

Raskin, Matthew D. 2013. "Tác động của Hướng dẫn chuyển tiếp dựa trên ngày của Cục Dự trữ Liên bang." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế 2013-37. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Rebucci, Alessandro, Jonathan S. Hartley và Daniel Jiménez. 2020. "Một nghiên cứu sự kiện về việc nới lỏng định lượng của Ngân hàng Trung ương trong đại dịch COVID-19 ở các nền kinh tế tiên tiến và mới nổi." Tài liệu làm việc 27339. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Reifschneider, David. 2016. "Đánh giá khả năng ứng phó với suy thoái trong tương lai của FOMC." Chuỗi thảo luận về tài chính và kinh tế

2016-068. Washington, DC: Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Reinhart, Carmen M., và Vincent R. Reinhart. 2011. "Giới hạn của chính sách tiền tệ trong lý thuyết và thực tiễn." Tạp chí Cato 31 (3): 427–39.

Reinhart, Carmen M. và Kenneth S. Rogoff. 2009. Lần này thật khác: Tám thế kỷ điên rồ về tài chính. Princeton và Oxford: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Rey, Hélène. 2013. "Dilemma Not Trilemma: Chu kỳ tài chính toàn cầu và sự độc lập của chính sách tiền tệ." Trong Kỷ yếu. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Richter, Björn, Moritz Schularick và Ilhyock Shim. 2019. "Cái giá của chính sách an toàn vĩ mô." Tạp chí Kinh tế Quốc tế 118 (tháng 5): 263–82.

Roberts, John M. 2006. "Chính sách tiền tệ và động lực lạm phát." Tạp chí Quốc tế Ngân hàng Trung ương 2 (3): 193–230.

Robinson, Kenneth J. 2013. "Đạo luật bãi bỏ quy định và kiểm soát tiền tệ của các tổ chức tiền gửi năm 1980." Lịch sử Cục Dự trữ Liên bang, ngày 22 tháng 11. https://www.federalreservehistory.org/essays/monetary-control-act-of-1980.

Rodnyansky, Alexander và Olivier M. Darmouni. 2017. "Tác động của việc nới lỏng định lượng đối với hành vi cho vay của ngân hàng." Tạp chí Nghiên cứu Tài chính 30 (11): 3858–87.

Rogoff, Kenneth S. 1985. "Mức độ cam kết tối ưu đối với mục tiêu tiền tệ trung gian." Tạp chí Kinh tế hàng quý 100 (4).

_____. 2017. Lời nguyền của tiền mặt: Các hóa đơn mệnh giá lớn hỗ trợ tội phạm, trốn thuế và hạn chế chính sách tiền tệ như thế nào. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Romer, Christina D. 2011. "Ben thân mến: Đã đến lúc dành cho khoảnh khắc Volcker của bạn." Thời báo New York, ngày 29 tháng

10.

Romer, Christina D. và David H. Romer. 2002. "Phục hồi chính sách tiền tệ vào những năm 1950." Tạp chí Kinh tế Mỹ 92 (2): 121–27.

Romero, Jessie. 2013. "Hiệp định Kho bạc-Fed." Lịch sử Cục Dự trữ Liên bang, ngày 22 tháng 11. https://www.federalreservehistory.org/essays/treasury-fed-accord.

Rosenfeld, Everett. 2015. "Fischer của Fed: Quá sớm để quyết định tăng lương vào tháng 9." CNBC, ngày 28 tháng 8.

Samuels, Brett. 2020. "Trump gọi Chủ tịch Fed Powell là 'Người chơi tiến bộ nhất.'" The Hill, ngày 13 tháng 5.

Samuelson, Paul và Robert Solow. 1960. "Các khía cạnh phân tích của chính sách chống lạm phát." Tạp chí Kinh tế Hoa Kỳ, Giấy tờ và Kỷ yếu 50 (2): 177–94.

Schreft, Stacey L. 1990. "Kiểm soát tín dụng: 1980." Tạp chí Kinh tế của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond 76 (Tháng 11): 25–55.

Schrimpf, Andreas, Hyun Song Shin và Vladyslav Sushko. 2020. "Vòng xoáy đòn bẩy và ký quỹ trong thị trường thu nhập cố định trong cuộc khủng hoảng Covid-19." Bản tin BIS 2. Basel, Thụy Sĩ: Ngân hàng Thanh toán Quốc tế.

Shiller, Robert J. 2000. Sự phấn khích phi lý. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

_____. 2007. "Tìm hiểu các xu hướng gần đây về giá nhà và quyền sở hữu nhà." Trong Kỷ yếu. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

_____. 2019. Kinh tế tường thuật: Câu chuyện lan truyền như thế nào và thúc đẩy các sự kiện kinh tế lớn. Princeton, NJ: Nhà xuất bản Đại học Princeton.

Silber, William L. 2012. Volcker: Chiến thắng của sự kiên trì. Luân Đôn: Nhà xuất bản Bloomsbury.

Slacalek, Jiri, Oreste Tristani và Giovanni L. Violante. 2020. "Các kênh chính sách tiền tệ trong bảng cân đối hộ gia đình: Mặt sau tính toán phong bì cho Khu vực đồng Euro." Tạp chí Động lực và Kiểm soát Kinh tế số 115 (tháng 6): 103879.

Cười lên nào, Jeanna. 2021. "Tại sao có quá ít nhà kinh tế da đen tại Fed?" Thời báo New York, ngày 2 tháng 2.

Spicer, Jonathan. 2015. "Tình trạng hỗn loạn của thị trường khiến việc tăng lãi suất vào tháng 9 trở nên 'kém thuyết phục hơn'—Dudley của Fed." Reuters, ngày 26 tháng 8.

Staiger, Douglas O., James H. Stock và Mark W. Watson. 1997. "Ước tính tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên chính xác đến mức nào." Trong Giảm lạm phát: Động lực và chiến lược, do Christina D. Romer và David H. Romer biên tập, 195–246. Chicago: Nhà xuất bản Đại học Chicago.

Người thép, Aaron. 2013. "Đạo luật Việc làm đầy đủ và Tăng trưởng Cân bằng năm 1978 (Humphrey-Hawkins)." Lịch sử Cục Dự trữ Liên bang, ngày 22 tháng 11. https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey-hawkins-act.

Stein, Jeremy C. 2013. "Thị trường tín dụng quá nóng: Nguồn gốc, Đo lường và Phản hồi Chính sách." Thánh Louis, ngày 7 tháng 2.

_____. 2014. "Kết hợp các cân nhắc về ổn định tài chính vào Khung chính sách tiền tệ." Washington, DC, ngày 21 tháng 3.

Stewart, Jay. 2000. "An ninh việc làm có suy giảm trong những năm 1990 không?" Tài liệu làm việc 330. Washington, DC: Cục Thống kê Lao động.

Stock, James H. và Mark W. Watson. 2007. "Tại sao lạm phát ở Mỹ trở nên khó dự báo hơn?" Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 39 (1): 3–33.

_____. 2020. "Lạm phát yếu và nhạy cảm theo chu kỳ." Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 52 (2): 393–428.

Summers, Lawrence H. 2014. "Hoa Kỳ. Triển vọng kinh tế: Trì trệ lâu dài, Độ trễ và Giới hạn dưới bằng 0." Kinh tế kinh doanh 49 (2).

Sumner, Scott B. 2014. "Mục tiêu GDP danh nghĩa: Một quy tắc đơn giản để cải thiện hiệu quả hoạt động của Fed." Tạp chí Cato 34 (2): 315–37.

Svensson, Lars E.O. 1999. "Nhắm mục tiêu theo mức giá so với nhắm mục tiêu theo lạm phát: Bữa trưa miễn phí?" Tạp chí Tiền tệ, Tín dụng và Ngân hàng 31 (3): 277–95.

_____. 2017a. "Nghiêng gió: Vai trò của các giả định khác nhau về chi phí." Tài liệu làm việc 23745. Cambridge, MA: Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

_____. 2017b. "Phân tích chi phí-lợi ích của việc nghiêng người theo chiều gió." Tạp chí Kinh tế tiền tệ số 90 (tháng 10): 193–213.

Swanson, Eric T. 2011. "Hãy cùng xoắn lại: Phân tích nghiên cứu sự kiện tần suất cao về Operation Twist và ý nghĩa của nó đối với QE2." Bài viết của Brookings về Hoạt động Kinh tế (Mùa xuân): 151–88.

_____. 2020. "Đo lường tác động của hướng dẫn chuyển tiếp của Cục Dự trữ Liên bang và việc mua tài sản trên thị trường tài chính." Tạp chí Kinh tế tiền tệ 118: 32–53.

Swanson, Eric T. và John C. Williams. 2014. "Đo lường tác động của giới hạn 0 đối với lãi suất trung và dài hạn." Tạp chí Kinh tế Mỹ 104 (10): 3154–85.

Tankersley, Jim. 2019. "Cơ hội Fed của Herman Cain giảm dần trong bối cảnh Thượng viện Đảng Cộng hòa phản đối." Thời báo New York, ngày 11 tháng 4.

Tankersley, Jim, Maggie Haberman và Emily Cochrane. 2019. "Trump sẽ không đề cử Stephen Moore vào Hội đồng quản trị Fed." Thời báo New York, ngày 2 tháng 5.

Taylor, Derrick Bryson. 2020. "Dòng thời gian của virus Corona." Thời báo New York, ngày 17 tháng 3.

Taylor, John B. 1993. "Quyền quyết định so với các quy tắc chính sách trong thực tế." Chuỗi hội nghị Carnegie-Rochester về Chính sách công 39 (tháng 12): 195–214.

Timiraos, Nick và Kate Davidson. 2017. "Các nhà lãnh đạo kỳ cựu ở Phố Wall tìm kiếm Giám đốc Fed tiếp theo." Tạp chí Phố Wall, ngày 13 tháng 6.

Uchitelle, Louis và N. R. Kleinfield. 1996. "Trên chiến trường kinh doanh, hàng triệu thương vong." New York Times, ngày 3 tháng 3. https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/specials/downsize/03down1.html.

Vayanos, Dimitri và Jean-Luc Vila. 2021. "Mô hình môi trường sống ưa thích về cấu trúc kỳ hạn của lãi suất." Kinh tế lượng 89 (1): 77–112.

Volcker, Paul A. 1990. "Chiến thắng của Ngân hàng Trung ương?" Bài giảng của Per Jacobsson, Washington, DC, ngày 23 tháng 9. http://www.perjacobsson.org/lectures/1990.pdf.

_____. 2018. Tiếp tục nỗ lực: Tìm kiếm nguồn tiền ổn định và Chính phủ tốt. New York: PublicAffairs: Nhóm sách Hachette.

Weinraub, Mark. 2020. "Các khoản thanh toán của Trump cho nông dân đạt mức cao nhất mọi thời đại trước cuộc bầu cử." Reuters, ngày 19 tháng 10.

Wells, Wyatt C. 1994. Nhà kinh tế học trong một thế giới không chắc chắn: Arthur F. Burns và Cục Dự trữ Liên bang, 1970–1978. New York: Nhà xuất bản Đại học Columbia.

Wessel, David, Louise Sheiner và Michael Ng. 2019. "Sự đa dạng về giới tính và chủng tộc của các nhà kinh tế thuộc Chính phủ Liên bang." Washington, DC: Viện Brookings: Trung tâm Hutchins về Chính sách tài chính và tiền tệ.

Wheatley, Jonathan và Peter Garnham. 2010. "Cảnh báo Brazil trong 'Chiến tranh tiền tệ'." Thời báo Tài chính, ngày 27 tháng 9.

Wicksell, Knut. 1936. Lãi suất và giá cả: Nghiên cứu về nguyên nhân điều chỉnh giá trị của tiền. R.S. Kahn, chuyển giới. New York: Báo chí Sentry.

Williams, John C. 2014. "Chính sách tiền tệ ở giới hạn dưới bằng 0: Đưa lý thuyết vào thực tiễn." Tài liệu làm việc của Trung tâm Hutchins. Washington, DC: Viện Brookings.

_____. 2017. "Giới hạn tốc độ và tốc độ dừng: Thúc đẩy tăng trưởng bền vững ở Hoa Kỳ." Sydney, Úc, ngày 26 tháng 6.

Willoughby, Jack. 2000. "Đốt cháy." Barron's, ngày 20 tháng 3.

Woodford, Michael. 2012. "Các phương pháp điều chỉnh chính sách ở giới hạn lãi suất thấp hơn." Trong Bối cảnh chính sách đang thay đổi, 185–288. Jackson Hole, WY: Ngân hàng Dự trữ Liên bang Thành phố Kansas.

Woodward, Bob. 2000. Maestro: Fed của Greenspan và sự bùng nổ của Mỹ. New York: Simon & Schuster.

Vũ, Đào. 2014. "Chính sách tiền tệ đặc biệt và lãi suất dài hạn." Tài liệu làm việc của IMF số 14/189. Washington, DC: Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

Yellen, Janet L. 2014. "Động lực thị trường lao động và chính sách tiền tệ." Jackson Hole, WY, ngày 22 tháng 8.

_____. 2015. "Động lực lạm phát và chính sách tiền tệ." Amherst, MA, ngày 24 tháng 9.

_____. 2017a. "Triển vọng kinh tế và việc thực hiện chính sách tiền tệ." Stanford CA, ngày 19 tháng 1.

_____. 2017b. "Ổn định tài chính một thập kỷ sau khi bắt đầu cuộc khủng hoảng." Jackson Hole, WY, ngày 25 tháng 8.

_____. 2017c. "Lạm phát, sự không chắc chắn và chính sách tiền tệ." Cleveland, Ohio, ngày 26 tháng 9.

_____. 2018. "Bài phát biểu quan trọng nhân kỷ niệm 10 năm cuộc khủng hoảng tài chính." Washington, DC, ngày 21 tháng 9.

Ɣilla, Kadija và Nellie Liang. 2020. "Công cụ an toàn vĩ mô là gì?" Washington, DC: Viện Brookings. Ngày 11 tháng 2.

MỤC LỤC

Lưu ý: Số trang in nghiêng là số bảng và hình. Chú thích cuối trang và chú thích cuối trang được biểu thị bằng n sau số trang.

Số trang liệt kê tương ứng với ấn bản in của cuốn sách này. Bạn có thể sử dụng chức năng tìm kiếm của thiết bị để tìm các thuật ngữ cụ thể trong văn bản.

Adrian, Tobias, 401
Gói cứu trợ AIG, 119, 127, 128, 129, 263
Akerlof, George, 201
Chuyên mục Alphaville (Financial Times), 368
các công cụ thay thế được các ngân hàng nước ngoài sử dụng
  các chương trình cấp vốn để cho vay, 335–38
  lãi suất âm, 338–41
  tổng quan, 330–31
  mua từ phạm vi tài sản rộng hơn, 332–35
  kiểm soát đường cong lợi suất, 341–43
  xem thêm khung chính sách
LATW luôn bật, 393–96, 442 n
Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư của Mỹ năm 2009, 147, 356
Kế hoạch giải cứu Mỹ, 274
khuôn khổ hoạt động dự trữ dồi dào, 248–51, 320
"Nỗi thống khổ của Ngân hàng Trung ương, Thế" (Burns), 29, 34
Mũi tên, Kenneth, 5
Arthur Andersen LLP, 86
trí tuệ nhân tạo, 410, 419
Khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997

nguyên nhân, 70–71, 110 n, 195–96, 430 n
Phản hồi của Greenspan, 45–46, 71–72, 73–75, 78, 245–46, 430 n
thương phiếu bảo đảm bằng tài sản, 112, 118
chứng khoán đảm bảo bằng tài sản (ABS), 116–17, 118, 125
Atlas nhún vai (Rand), 45
Đề xuất "Kiểm toán Fed", 164–65, 224–25
máy ổn định tự động, 365, 419

Châm ngôn của Bagehot, 121, 136, 366
Bagehot, Walter, 121
Baker, James, 38, 39
cân bằng rủi ro, 63, 75, 86, 400
bảng cân đối kế toán (Cục Dự trữ Liên bang)
hệ thống dự trữ dồi dào và, 248–52
dự trữ ngân hàng trên, 140
Chương trình kéo dài thời gian đáo hạn và 174
tổng quan, xxi–xxiii
Nhìn chung, tác động của QE là xxiii, 140–41, 203
QE1 và 149, 151, 155, 156, 157
QE2 và, 161
QE3 và, 186, 203
mức giảm trong năm 2017–2019, 222–23, 230, 234–35, 236, 237, 319–20
Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS), 58–59, 392, 401
Đạo luật Ngân hàng năm 1935, xvii–xviii
Ngân hàng Mỹ, 119, 126, 129, 146
Ngân hàng Canada, 133, 176, 246, 283, 305
Ngân hàng của nước Anh
biến đổi khí hậu và 414
trong đại dịch COVID-19, 261, 283, 331
sáng tạo, xiii, 59
hướng dẫn chuyển tiếp, 305, 331
chương trình tài trợ cho vay, 335
trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 123, 133, 148–49., 331

và bản vị vàng, xiii–xiv, xv
Báo cáo lạm phát, 300
người cho vay cuối cùng, xiv, 123, 331
trách nhiệm chính, xiii–xiv
mua hàng từ phạm vi tài sản rộng, 333
chương trình mua chứng khoán (QE), 148–49, 289–90, 320, 331, 437 n
Ngân hàng Nhật Bản (BOJ)
mua tài sản ("nới lỏng định lượng"), 141, 144, 282, 331, 332
trong đại dịch COVID-19, 261, 283, 331
hướng dẫn chuyển tiếp, 139–40, 144, 173, 190, 305, 331
đánh giá khung năm 2016, 246
các chương trình tài trợ cho vay, 336
trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 133, 331
người cho vay cuối cùng, 331
lãi suất âm, 338, 340
chính sách tăng lãi suất năm 2000, 140 n
kiểm soát đường cong lợi suất, 341
ZIRP (chính sách lãi suất 0), 140
dự trữ ngân hàng
hệ thống dự trữ dồi dào, 248–52, 320
ảnh hưởng đến lạm phát, 142
tác động của dự trữ mở rộng, 141
trên bảng cân đối của Fed, 140
lãi trả vào 132, 139, 187, 206, 249, 319
mức thoải mái thấp nhất, 250, 436 n
tổng quan, xxi–xxii
hệ thống dự trữ khan hiếm, 248, 249, 251
Barclays, 126–27
Basel III, 382
Bear Stearns, 73, 119, 120, 126, 128, 131, 386
Sách màu be, 233 n
Bernanke, Anna, 105
Bernanke, Ben S.
bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 105, 106, 179
kêu gọi chính sách tài khóa hỗ trợ, 357

Chủ tịch Hội đồng Cố vấn Kinh tế, 106
"Giảm phát—Đảm bảo 'điều đó' không xảy ra ở đây," 95
sự nghiệp ban đầu, 105
kết thúc nhiệm kỳ chủ tịch Fed, 197
về Ủy ban Dự trữ Liên bang, 95, 102, 105, 179
bài phát biểu về ổn định tài chính (tháng 10 năm 2002), 390–92, 393, 396, 397, 399
George W. Bush và, 105–6
sự không chắc chắn của thị trường nhà đất và thế chấp, 106–7
tầm quan trọng của giao tiếp, 306, 409
tăng tính minh bạch tại Fed, 150, 175–83, 197
mục tiêu lạm phát và, 179–81, 246
phỏng vấn Irwin năm 2019, 235–36
di sản của những thay đổi đối với Cục Dự trữ Liên bang, 197–98, 417
cuộc gặp với Bush và Obama, 237
mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp, 135–38, 143, 148
và sự độc lập về chính sách của Fed, 132, 165, 407
họp báo, 167, 168, 193–94, 231, 404
Chiến lược truyền thông QE2, 167
tái bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 156, 226
các vấn đề dưới chuẩn "có khả năng được ngăn chặn," 107, 109
nhắm mục tiêu mức giá tạm thời (TPLT), 270 n, 348–49, 350
nghiên cứu về cuộc Đại suy thoái, 105, 154
xem thêm cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009; QE
Bernanke, Jonas và Lina, 23 tuổi
thiên vị (thiên vị chính sách FOMC), 63–64, 349–50
Biddle, Nicholas, xiii
Biden, Joseph, 202, 273, 274, 277–78, 358, 408
Big Short, The (Lewis), 106, 376
Binder, Sarah, 165–66
bitcoin, 412–13
Thứ Hai Đen Tối (tháng 10 năm 1987), 47–50, 75–76, 85–87, 121, 370
Người mù, Alan, 68, 98, 420
chuỗi khối, 412

BNP Paribas, 108, 118, 120, 121, 122, 125
Boehner, John, 162
vụ thảm sát trái phiếu năm 1994, 55, 76–77
mối quan hệ giữa lãi suất trái phiếu và giá cả, 55 n
Borio, Claudio, 392, 395
Bowman, Michelle, 233
Brady, Nicholas, 228
Brainard, Lael, 230, 233, 277–78, 349, 416
Hệ thống Bretton Woods, 30 n
Brexit, 213, 221, 244
Broaddus, Al, 64, 178
Brown, Gordon, 129
bong bóng, được xác định, 369 n
Bullard, James, 187, 243, 440 n
Bỏng, Arthur
  "Nỗi thống khổ của Ngân hàng Trung ương, The," 29, 34
  ngày làm chủ tịch Fed, 15, 23
  thời kỳ đầu sự nghiệp, 23–24
  không kiểm soát được tâm lý lạm phát, 29, 178
  và lạm phát, 22, 25–26, 29–30, 37, 103
  chính sách tiền tệ và, 24, 26
  ước tính tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, 29
  và sự độc lập về chính sách của Fed, 22, 406
  áp lực từ Nixon, 24–25, 26, 29
  chính sách dừng-đi của Burns Fed, 27, 29, 33
  hỗ trợ kiểm soát tiền lương-giá cả, 26–27
Bush, George H. W., 50, 51–52, 56, 228, 429 n
Bush, George W., 87, 105–6, 146, 184, 237
người mua cuối cùng, 136, 257, 282, 312, 367

Caballero, Ricardo, 321
Cahill, Michael, 294
Cain, Herman, 239
Campbell, Jeffrey, 301
Campbell, John, 77
Cantor, Eric, 162

vốn, được xác định, xix n
Đạo luật CARES (Đạo luật viện trợ, cứu trợ và an ninh kinh tế do vi-rút Corona)
hiệu quả mong đợi, 313
chính sách tài khóa và 355, 356, 358
cơ sở cho vay, 264–66, 273–74
Chương trình cho vay Main Street, 265–66, 336–37
tổng quan, 262–69
Chương trình bảo vệ tiền lương, 263, 265 n
mua từ phạm vi tài sản rộng, 333, 440 n
và Mục 13(3) cho vay khẩn cấp, 263–64, 273–74, 335, 389
thực hiện giao dịch, 322–23
Carter, Jimmy, 28, 31–33, 38, 41, 43, 429 n
Trung tâm Kiểm soát và Phòng ngừa Dịch bệnh, 254
Trung Quốc
những thay đổi sau cuộc họp G20 Thượng Hải, 212–13
COVID-19 và vii–viii, 253
chiến lược phát triển và tăng trưởng, 207–8
tỷ lệ tiết kiệm cao, 92, 100, 208
Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, 133, 209, 411
nhân dân tệ, 208–9, 212
chiến tranh thương mại và, 240–41, 244
Sự thừa nhận của Tổ chức Thương mại Thế giới, 208
Đạo luật LỰA CHỌN (Đạo luật LỰA CHỌN Tài chính), 224–25
Citibank, 129, 146
Clarida, Richard, 229, 233, 237, 238–39, 247, 277
biến đổi khí hậu, 414–15
Clinton, Bill, 52, 53, 55, 56, 58
Clinton, Hillary, 52, 226
Cohn, Gary, 226
giấy thương mại, 112, 118
xem thêm xe chuyên dùng; vốn bán buôn
Cơ sở tài trợ giấy thương mại, 124
Đạo luật tái đầu tư cộng đồng năm 1977, 415
Kiểm soát viên tiền tệ, xiv, xviii
Văn phòng Ngân sách Quốc hội, 19, 184, 310 n, 313

bị hạn chế quyền quyết định, 178, 345
Cục Bảo vệ Tài chính Người tiêu dùng, 165, 381, 385
chỉ số giá tiêu dùng (CPI), 3, 4, 7, 10–11, 20–22, 88 n
Lục địa Illinois, 40
Nấu ăn, Lisa, 278, 416
lạm phát cơ bản, được xác định, 12
Corker, Bob, 162
Corrigan, Gerry, 48, 50
Hội đồng cố vấn kinh tế (CEA)
  Bernanke làm chủ tịch, 106
  Bỏng như ghế, 24
  trong chính quyền Clinton, 201
  Greenspan làm chủ tịch, 44
  Heller làm ghế, 6
  trong chính quyền Johnson, 21–22
  trong chính quyền Kennedy, 6, 18, 28
  ước tính tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, 18, 19
  Romer làm chủ tịch, 151
  Yellen làm chủ tịch, 201
Tài chính toàn quốc, 101
Đại dịch covid-19
  lợi ích của QE và hướng dẫn chuyển tiếp, 312, 313–14, 320
  số ca mắc và tử vong vào đầu năm 2022, 255 n
  những ngày đầu và lây lan nhanh chóng, 253–55
  ảnh hưởng đến nền kinh tế Hoa Kỳ, viii–ix, 259, 266–69
  ảnh hưởng đến thị trường tài chính Hoa Kỳ, viii, 255–62
  thay đổi lãi suất quỹ liên bang trong năm 2020–2021, 254, 259, 312, 315
  Phản hồi của Fed, ix–x, 254–55, 258–59, 260–61, 267, 282–83, 312–13, 389
  chính sách tài khóa và gói hỗ trợ tài chính, 273, 330, 336
  lạm phát năm 2021, 275–76, 318 n, 319, 339, 350
  quyết định của mọi người không làm việc hoặc mua sắm, 312–13
  Phản ứng của Powell trong đại dịch COVID-19, 259, 283, 312–13, 334–35
  suy thoái trong, ix, 248, 258–59, 266–67, 313

phục hồi sau đại dịch suy thoái, 274–77
và Quyền hạn khẩn cấp theo Mục 13(3), 260, 263–64, 273–74, 312, 332, 334–35, 336–37
thất nghiệp, 259, 267, 268, 269
vắc xin và tiêm chủng, 273, 274, 312–13
xem thêm Đạo luật CARES
sự uy tín
hướng dẫn chuyển tiếp, 306–7
Độ tin cậy của Greenspan và Fed, xxiv, 45, 69
tầm quan trọng của việc chống lạm phát, 32, 69, 220–21
Độ tin cậy của Volcker và Fed, xxiv, 41–43, 69, 143, 220, 417
bùng nổ tín dụng và phá sản, 372–74
kiểm soát tín dụng tại Volcker Fed, 37
khủng hoảng tín dụng, 49, 109 n
chủ nghĩa tư bản thân hữu, 70
tiền điện tử, 412–13
tiền tệ đang lưu hành, xxi, 141 n, 288
đường hoán đổi tiền tệ, 124, 130, 135, 258, 312, 389
Lời nguyền của tiền mặt, The (Rogoff), 338 n
tấn công mạng và an ninh mạng, 368, 394 n, 410

D'Amico, Stefania, 294, 333
hướng dẫn ngày tháng, 303, 438 n
giảm phát, được xác định, 88
"Giảm phát—Đảm bảo 'điều đó' không xảy ra ở đây" (Bernanke), 95
nỗi lo giảm phát năm 2003, 95–98, 138, 139
Hướng dẫn Delphic, 301–2
Đạo luật bãi bỏ quy định và kiểm soát tiền tệ của các tổ chức nhận tiền gửi, 40–41, 429 n
bãi bỏ quy định
bãi bỏ quy định tài chính, ảnh hưởng của, 36, 49, 103, 367, 395
vào những năm 1980 và 1990, 36, 103
Powell và, 230
Chương trình nghị sự của Trump, 230, 384
De Santis, Roberto, 293
tiền kỹ thuật số, 410–12

Dimon, Jaime, 126
tỷ lệ chiết khấu, xix, xxii, 20 n, 60–61 n, 122 n
thời hạn giảm giá, 40, 122–23, 125, 260, 337
Ban Ổn định Tài chính (Dự trữ Liên bang), 381
Dodd, Christopher, 164
Đạo luật Dodd–Frank
  Quy định của Fed theo, 165, 229, 230, 233, 263, 388
  Đạo luật LỰA CHỌN Tài chính và, 224
  văn phòng và cơ quan được thành lập, 164, 381, 383–84, 385
  cơ quan thanh lý có trật tự, 164, 382–83, 385, 388
  yêu cầu đối với ngân hàng, 164, 382, 385
  và ngân hàng ngầm, 386
  xem thêm Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính; chính sách an toàn vĩ mô
bong bóng dot-com, 83–85
chim bồ câu, được xác định, 28, 152
Draghi, Mario, 184–85, 186, 265, 305, 335–36
Drexel Burnham Lambert, 74
nhiệm vụ kép của Cục Dự trữ Liên bang, xx–xxi, 27–28, 162, 176, 202, 270, 345
Dudley, Bill, 209, 229, 353
Công tước, Betsy, 180, 229

Tòa nhà Eccles, xviii, xx
Eccles, Marriner, xviii, 16
bất bình đẳng kinh tế, 93, 323–26, 439 n
chính sách tiền tệ và giới hạn dưới hiệu quả, 94, 138–46, 170, 354–56
học thuyết thị trường hiệu quả, 76
Eisenhower, Dwight D., 17, 23–24
Đạo luật Việc làm năm 1946, 16, 18
Engen, Eric, 310
Vụ bê bối Enron, 86
phí bảo hiểm rủi ro vốn cổ phần, 78, 430–31 n
Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB)
  áp dụng đồng euro, 157–58

nỗ lực kích thích nền kinh tế khu vực đồng euro, 244
biến đổi khí hậu và 414
trong đại dịch COVID-19, 261–62, 331, 336, 338
hướng dẫn chuyển tiếp về tỷ lệ, 173, 305, 331, 438 n
các chương trình cấp vốn để cho vay, 335–36
trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 123, 133, 265, 305, 335
mục tiêu lạm phát, 318
người cho vay cuối cùng, 123, 331, 335
hoạt động tái cấp vốn dài hạn (LTRO), 335
lãi suất âm, 338–39, 340
Giao dịch tiền tệ hoàn toàn, 265
Chương trình QE, 159, 261–62, 331
đánh giá chiến lược chính sách tiền tệ, 272 n
chương trình LTRO mục tiêu (TLTRO), 335–36, 358
mua hàng có mục tiêu trong cuộc khủng hoảng nợ có chủ quyền, 282
Liên minh Châu Âu
áp dụng đồng euro, 157–58
thắt lưng buộc bụng tài chính, 169, 185
cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và, 331
chính sách tiền tệ và tài chính, 158–59
khủng hoảng nợ có chủ quyền, 157–60, 169, 184–85, 282
Evans, Charles, 148, 152, 189, 270 n, 301
bằng chứng nghiên cứu sự kiện về hiệu quả của QE, 288–91, 292–93, 295, 296, 298, 437 n, 438 n
Quỹ Bình ổn Hối đoái của Kho bạc Hoa Kỳ, 58, 127
giá trị trao đổi của đồng đô la, 37, 175, 212, 287, 289, 374 n
ngoại tác, 378 n

Công bằng, Ray, 7
THẬT. xem mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt
Fannie Mae (Hiệp hội thế chấp quốc gia liên bang), xxii, 102, 116, 119, 126, 136, 332
Fauci, Anthony, 255

Tổng công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC), 40, 125, 165, 382, 388–89, 441 n
bảo hiểm tiền gửi liên bang, sáng tạo, 110–11
lãi suất liên bang
  những thay đổi sau vụ sụp đổ năm 1987, 48–49
  thay đổi năm 1997, 68, 71, 78
  những thay đổi vào năm 1998, 74–75, 245–46
  những thay đổi trong năm 1999–2000, 84–85
  thay đổi năm 2001, 85, 88
  thay đổi năm 2003, 85, 88, 134
  những thay đổi trong năm 2004–2006, 98, 106, 322
  những thay đổi trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2009, 131, 133–34, 135
  những thay đổi trong năm 2015–2016, 207, 209–12, 213, 221–22, 236
  thay đổi năm 2018, 233, 234, 235
  những thay đổi trong năm 2019, 242–46, 315
  những thay đổi trong năm 2020–2021 (đại dịch COVID-19), 254, 259, 312, 315
  được xác định, xxii, 34, 249
  Ảnh hưởng của Fed tới, xxii–xxiii, 34, 132
  hướng dẫn chuyển tiếp từ FOMC, 189, 204, 205, 301
  mức tương ứng với lãi suất chiết khấu, 122 n
  và lãi suất thế chấp, 106, 432 n
  các phép chiếu trong biểu đồ chấm SEP, 182–83, 207, 276, 302–3
  tỷ lệ quỹ liên bang thực tế vào năm 2021, 339
Đạo luật Dự trữ Liên bang, xiii, 27, 404
  xem thêm Phần 13(3) quyền hạn khẩn cấp
Cục Dự trữ Liên bang nói chung
  khuôn khổ hoạt động dự trữ dồi dào, 248–52, 320
  Đạo luật cải cách ngân hàng năm 1935, xvii–xviii
  Hội đồng Thống đốc, xiv–xv, xix
  sáng tạo năm 1913, xiii, 110, 366
  và tiền kỹ thuật số, 410–12
  ủy quyền kép, xx–xxi, 27–28, 162, 176, 202, 270, 345

những năm đầu và bối cảnh, xii–xv, 416
vấn đề công bằng và đa dạng, 415–16
Ngân hàng Dự trữ Liên bang, địa điểm, xiv–xv
Đạo luật Cải cách Cục Dự trữ Liên bang năm 1977, xx–xxi, 27–28
Đại suy thoái và, xvii–xviii, 123, 198
ảnh hưởng đến nền kinh tế toàn cầu, 400–403
ngân hàng thành viên, xiv
Cục Dự trữ Liên bang nói chung (tiếp theo)
công nghệ mới và, 409–13
trách nhiệm chính, xiv, xx–xxi
cải cách pháp lý năm 2010, xix
ứng phó với đại dịch COVID-19, ix–x, 254–55, 258–59, 260–61, 267, 282–83, 312–13
vai trò trong hệ thống thanh toán, 410–12
khuôn khổ hoạt động dự trữ khan hiếm, 248, 249, 251
nắm giữ chứng khoán, 2007–2021, 286
và các vấn đề xã hội, 413–16
đánh giá chiến lược về khung chính sách, 246–48, 269–78, 311, 343, 344, 349, 400, 417
cơ cấu và tổ chức, xiv–xv, xviii–xxi
Hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951, xviii, xxiv, 15–16, 342, 379, 408
và các hoạt động cho vay "không công bằng hoặc lừa đảo", 102, 431 n
Chiến tranh thế giới thứ hai và, xii, xvii
xem thêm bảng cân đối kế toán; FOMC; sự độc lập của Cục Dự trữ Liên bang; ghế Fed cụ thể
Sự kiện Fed Listens, 247–48, 269, 277, 324
FedNow, 410
Ferguson, Roger, 86, 121, 415
máy gia tốc tài chính, 375
khủng hoảng tài chính 2007-2009. xem cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009
sự ổn định và bất ổn tài chính
lo ngại về lãi suất âm, 339–40
bùng nổ và phá sản tín dụng, 372–74, 396–97

hậu quả kinh tế của sự bất ổn, tổng quan, 368–69
xác định rủi ro theo thời gian thực, 396–97
sự lây lan tài chính quốc tế, 400–403
chính sách an toàn vĩ mô so với chính sách tiền tệ, 390–400
Chính sách tiền tệ của Martin và, 17
công cụ mới trong cuộc khủng hoảng thời đại dịch tháng 3 năm 2020, xxv
QE và hướng dẫn chuyển tiếp là những rủi ro có thể xảy ra, 320–23
rủi ro từ nợ Mexico và khủng hoảng tài chính, 39–40, 45–46, 56–59
kênh chấp nhận rủi ro của chính sách tiền tệ, 374–79, 401
khủng hoảng tiết kiệm và cho vay và, 40–41
giả thuyết ổn định-giống-không ổn định, 394–95
bong bóng thị trường chứng khoán, 369–72
công cụ truyền thống để hạn chế rủi ro, 46, 321
Ban Ổn định Tài chính, 184, 386, 402
Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính (FSOC), 381–82, 383–86
xem thêm chính sách an toàn vĩ mô
bán lửa, được xác định, 110
Ngân hàng đầu tiên của Hoa Kỳ, xiii
sự thống trị tài chính, 363
chính sách tài khóa
và Đạo luật CARES, 355, 356, 358
trong đại dịch COVID-19, 273, 330, 336
và "lấn át" đầu tư, 355
đã xác định, xxv, 5
và tăng trưởng nhu cầu, 5
"vách đá tài chính" năm 2012, 184
tiền trực thăng, 359–63
Chính quyền Johnson, 6–7, 14
Chính quyền Kennedy, 14, 20
và lý thuyết tiền tệ hiện đại, 363–65
phối hợp tài chính-tiền tệ, 356–59, 419
tổng quan, xxv, 5, 354–56
làm công cụ ổn định, 355, 440 n

Fischer, Stanley, xi, xxi, 184, 202, 210
Fisher, Irving, 89–90, 90 n
Fisher, Jonas, 301
Nguyên lý Fisher, 89–90, 94, 353
Fisher, Richard, 148, 152, 172
mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt (FAIT), 270–71, 277, 307, 312, 344, 349–51, 354
quan điểm dòng chảy của nới lỏng định lượng, 297
FOMC (Ủy ban Thị trường mở Liên bang)
công bố QE2, 161, 162
đánh giá "bình thường mới," 213–16, 217
và ngôn ngữ cân bằng rủi ro, 63, 75, 86, 400
thiên vị (thiên vị chính sách), 63–64, 349–50
rò rỉ thông tin mật năm 2012, 224
nỗi lo giảm phát năm 2003, 95–98, 138, 139
nới lỏng và thắt chặt các điều kiện tài chính, xxiii
ước tính về tỷ lệ thất nghiệp và lãi suất dài hạn, 216, 217
sự phát triển của các tuyên bố sau cuộc họp của FOMC, 60–64, 96–97
Khuôn khổ FAIT, 270–71, 277, 307, 312, 344, 349–51, 354
hướng dẫn chuyển tiếp trong đại dịch COVID-19, 272–73, 304–5
hướng dẫn chuyển tiếp trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 139, 140, 149, 303
hướng dẫn chuyển tiếp về lãi suất quỹ liên bang, 189, 204, 205, 301
mục tiêu lạm phát, 97, 106, 176–79, 180–82, 202, 219, 246
ảnh hưởng đến lãi suất quỹ liên bang, xxii–xxiii, 34, 132
họp vào ngày 6 tháng 10 năm 1979, 34–35, 36, 41
biên bản họp, công bố, 61–62, 63, 190–92, 430 n
chính sách tiền tệ, tháng 3 năm 2009–đầu năm 2010, 151–56
Tuyên bố về nguyên tắc chính sách tiền tệ (2012), 175–76, 181, 182, 197, 205–6, 272, 344–45, 417
chính sách tiền tệ do xix–xx quy định
thư ngỏ năm 2010, 162, 326
"Các nguyên tắc và kế hoạch bình thường hóa chính sách," 205–6

xoay trục chính sách năm 2019, 235–37
Lập kế hoạch chiến lược thoát khỏi QE, 155, 156, 175, 203, 205–6, 319
Chiến lược truyền thông QE2, 161, 167
ứng phó với đại dịch COVID-19, 254–55, 258–59, 260–61, 267, 282–83, 312–13, 336–37
và "hạ cánh mềm" vào năm 1994–96, 54–55, 61
nhắm mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, tổng quan, 344–46, 349
TALF (Quỹ cho vay chứng khoán bảo đảm bằng tài sản có kỳ hạn), 124, 149
sự không chắc chắn về QE3, 186–88, 190, 196, 229
xem thêm lãi suất quỹ liên bang; Cục Dự trữ Liên bang nói chung; QE; Tóm tắt các dự báo kinh tế; ghế Fed cụ thể
Ford, Gerald, 3, 44
hướng dẫn chuyển tiếp
công dân trung bình không bị ảnh hưởng bởi, 300, 438 n
Ngân hàng Anh, 305, 331
Ngân hàng Nhật Bản, 139–40, 144, 173, 190, 305, 331
độ tin cậy của, 306–7
hướng dẫn ngày tháng, 303, 438 n
và nỗi lo giảm phát năm 2003, 97–98
Hướng dẫn Delphic, 301–2
lợi ích kinh tế trong đại dịch COVID-19, 312, 314
lợi ích kinh tế trong cuộc Đại suy thoái, 309–11
và bất bình đẳng kinh tế, 323
Ngân hàng Trung ương Châu Âu, 173, 305, 331, 438 n
tỷ lệ quỹ liên bang, 189, 204, 205, 301
và rủi ro bất ổn tài chính, 322–23
FOMC trong đại dịch COVID-19, 272–73, 304–5, 312, 314
FOMC trong thời kỳ khủng hoảng tài chính toàn cầu, 139, 140, 149, 303
dự báo và hứa hẹn, 301–6
Phát biểu sau cuộc họp của Greenspan, 62–63, 139, 171, 301
hướng dẫn thấp hơn để dài hơn, 303, 306, 310, 316, 318, 319–20, 322–23
Hướng dẫn của Odyssean, 301, 302–3, 304–6

tổng quan, 97, 299–307
không gian chính sách được tạo bởi, 316–18
và QE nói chung là 287
và QE1, 149, 171
và QE2, 172–73
và QE3, 185, 189, 204
cam kết dự phòng của tiểu bang, 172–73, 186, 189, 303, 304 n, 316
cam kết phụ thuộc vào thời gian, 172–73, 179
và tính minh bạch tại Fed, 177
kiểm soát đường cong lợi suất như, 341–42, 343
Frank, Barney, 164, 180–81, 182
Model FRB/US, 310–11, 316, 317, 349, 374 n
Freddie Mac (Tập đoàn thế chấp cho vay mua nhà liên bang), xxii, 102, 116, 119, 126, 136, 332
Friedman, Milton, xi, xvii, 35, 142, 359–60
Lý thuyết Friedman–Phelps, 13
Sương giá, David, 52
Đạo luật Việc làm đầy đủ và Tăng trưởng Cân bằng, 28
các chương trình cấp vốn để cho vay, 335–38

Gauguin, Paul, 416
Geithner, Tim, 126, 145, 146, 164, 165
Gensler, Gary, 385 n
George, Esther, 190, 221, 244
Gingrich, Newt, 167, 433 n
khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009
cảm giác chống Fed, 163–66
nguyên nhân, 99 n
khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009 (tiếp theo)
khi sự bùng nổ tín dụng và nhà ở gặp trục trặc, 372–73
tổn hại đến danh tiếng của Fed, 408
những dấu hiệu và sự phát triển ban đầu, 108–11, 114
ảnh hưởng đến nền kinh tế, 120–21
ở Liên minh Châu Âu, 158–59
Vai trò của Fed là người cho vay cuối cùng, 121–29, 136

Fed đánh giá thấp rủi ro, 99 n, 120, 132, 134
các tổ chức tài chính lớn bị ảnh hưởng, 118–19
chính sách tiền tệ trong thời kỳ 130–34
suy thoái kinh tế, 134, 147
phản hồi của Quốc hội, 129–30
chứng khoán hóa và, 115–17
giai đoạn hoảng loạn, 117–21
tài trợ bán buôn và 111–14, 117, 120, 127, 372
xem thêm QE; ngân hàng ngầm; các khoản vay dưới chuẩn
chu kỳ tài chính toàn cầu, 401–2, 442 n
giả thuyết dư thừa tiết kiệm toàn cầu, 92–93, 100
GMAC, 150
mục tiêu độc lập, được xác định, xxi
Goldman Sachs, 129, 386
tiêu chuẩn vàng
Ngân hàng Anh và, xiii–xiv, xv
"đóng cửa sổ vàng," 30 n
kết thúc, xvi n, 30
và Đại suy thoái, xv–xvi, xvii, 105, 371, 379, 413
lãi suất và 327 n
Gomez, Selena, 441 n
Gonzalez, Henry B., 61–62
Bạn Tốt, Marvin, 233, 239
Gordon, Robert J., 214
Gore, Tipper, 52
Gorton, Gary, 111, 118
Văn phòng Trách nhiệm Chính phủ (GAO), 164, 225
Đạo luật Gramm-Leach-Bliley, 101 n
Đại khủng hoảng
nguyên nhân, xi, xv–xvii, 371–72
giảm phát trong thời gian, 4
Tính thụ động của Cục Dự trữ Liên bang, xvii–xviii
bản vị vàng và, xv–xvi, xvii, 105, 371, 379, 413
Lạm phát lớn
chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong ngày 4, 10–11
ngày, 3

ảnh hưởng của, xii, 3–4, 417
kết thúc, xii, 42
Phản ứng sớm do dự của Fed, 3
tâm lý lạm phát và, xxiv
bài học từ, 43
cú sốc giá dầu những năm 1970, 9–11, 12, 14, 26–27
tổng quan, 4–11, 232
lạm phát đình trệ, 11–12, 13–14, 27, 63
Cuộc chiến của Volcker tiếp tục, 36–41
Điều độ tuyệt vời, 42, 395
Đại suy thoái
lợi ích của QE và hướng dẫn chuyển tiếp, 309–11
ngày, 3, 120
bằng chứng nghiên cứu sự kiện về hiệu quả của QE, 288
và lạm phát, 218, 270, 309
và lãi suất, 285
phục hồi chậm, 213–14, 268, 309–10, 352
thất nghiệp, 3, 210, 215, 259
xem thêm cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009
Chương trình Great Society, 6, 12
Hy Lạp, khủng hoảng nợ có chủ quyền, 159–60
Greenspan, Alan
bổ nhiệm làm chủ tịch Fed bởi Reagan, 44 tuổi
cách tiếp cận lạm phát năm 1996–97, 64–69, 77, 78
và Burns tại Đại học Columbia, 23
thách thức để đảm bảo sự ổn định tài chính, 45–46
mối quan hệ thân thiết với Clinton, 52, 72, 408
lời chỉ trích của Fannie Mae và Freddie Mac, 102
giáo dục và sự nghiệp ban đầu, 44–45
và uy tín của Fed, xxiv, 45, 69
chống lạm phát đồng thời duy trì tăng trưởng, 45, 89, 203, 417
và chính quyền George H. W. Bush, 50
và George W. Bush, 87 tuổi
tăng tính minh bạch tại Fed, 60–64
mục tiêu lạm phát và, 178–79

tham gia vào các vấn đề ngoài chính sách tiền tệ, 51–52, 72, 87, 184, 357
và "sự hưng phấn phi lý" trên thị trường chứng khoán, 75–79, 83–84
thời gian làm chủ tịch, 44
và cuộc khủng hoảng tài chính Mexico, 56–59
chính sách tiền tệ, 43
Tháng 10 năm 1987 thị trường chứng khoán sụp đổ, 47–50, 75–76, 121, 370
phản đối đề xuất giám sát ngân hàng, 51, 165
và sự độc lập về chính sách của Fed, 45, 56
khen ngợi, năm 2005, 98
chiến lược tấn công phủ đầu chống lạm phát, 55, 65, 207, 210, 221–22
về năng suất và cải tiến công nghệ, 65–66, 69, 77
cắt giảm lãi suất năm 1998, 74–75, 245–46
tái bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 50, 52, 53, 226, 429 n
ứng phó với cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997, 45–46, 71–72, 73–75, 78, 245–46, 430 n
phương pháp quản lý rủi ro, 75, 222, 232, 243, 344
và Nga vỡ nợ năm 1998, 45–46, 72–73, 74
"hạ cánh mềm" năm 1994–96, 45, 53–56, 61, 64–65, 76, 245
và rủi ro thị trường chứng khoán tới sự ổn định tài chính, 46
hỗ trợ giảm thâm hụt, 51–52, 55
giả thuyết về sự bất an của người lao động, 66, 68, 430 n
Gregg, Judd, 165
Kịch bản Ngày con rắn, 187, 188
Nhóm Hai mươi (G20), 163, 212, 402
GSE (doanh nghiệp được chính phủ tài trợ)
Fannie Mae và Freddie Mac, xxii, 102, 116, 119, 126, 136, 332
Số lượng chứng khoán GSE của Cục Dự trữ Liên bang nắm giữ, 2007–2021, 286
Các giao dịch mua MBS của Fed, 135–38, 143, 148–49, 185, 260–61, 295, 312
Việc mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp của Fed, 135–38, 143, 148–49, 185, 260–61, 295, 312

chính phủ tiếp quản, 119, 126, 128, 136
chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp được phát hành bởi, xxii, 136–37, 332
tổng quan, xxii
vai trò trong việc điều chỉnh các quy tắc thế chấp, 385 n
Gürkaynak, Refet, 301

cắt tóc, 113
Hamilton, Alexander, xiii
Hansen, Alvin, 91
Hanson, Samuel, 375, 397
Harker, Patrick, 223
Hawkins, Augustus, 27
diều hâu, được xác định, 28, 152
tiền trực thăng, 359–63
Heller, Walter, 5–6
Hensarling, Jeb, 223–25
Hetzel, Robert, 25
Hoenig, Thomas, 152, 157, 161
Holston, Kathryn, 90 n
Hoskins, Lee, 178
bong bóng nhà ở
nguyên nhân, 98–102
Thất bại của Cục Dự trữ Liên bang, 102–4, 391
giá nhà đất giảm năm 2006, 106–7, 120
lãi suất và 99, 391
tâm lý đại chúng và, 99–100
ủng hộ chính trị cho quyền sở hữu nhà, 101–2
thất bại về quy định và, 100–103
nhà chưa bán và bị tịch thu năm 2011, 170
Đạo luật Humphrey–Hawkins, 28
Humphrey, Hubert, 27, 28
Bão Katrina, 106
Hutchison, Kay Bailey, 165
siêu lạm phát, 159, 362–63

Ihrig, Jane, 298
tài sản kém thanh khoản, 109, 113, 129, 256, 387
tính thanh khoản kém, 48, 125
sự độc lập của Cục Dự trữ Liên bang
  Bernanke Fed, 132, 165, 407
  Burns Fed, 22, 406
  Clinton và, 56
  mục tiêu độc lập, được xác định, xxi
  Fed Greenspan, 45, 56
  Nixon và, 24–25, 406
  Obama và 56
  tổng quan, 404–9
  độc lập về chính sách, được xác định, xxi, 16
  Fed Powell, 229, 231, 238
  Trump, không hài lòng với Fed, 231, 235, 237–38, 243, 244–45, 405–6, 408
  Volcker Fed, 43, 406
chỉ số các chỉ số kinh tế hàng đầu, 23
Ấn Độ, 196
lạm phát
  khung chính sách thay thế, tổng quan, 343–44
  thay đổi hành vi liên quan đến việc làm, xxiv, 69, 218–19
  lạm phát cơ bản, được xác định, 12
  giảm theo Volcker, 36, 41, 89, 417
  mục tiêu lạm phát trung bình linh hoạt (FAIT), 270–71, 277, 307, 312, 344, 349–51, 354
  Mục tiêu lạm phát của FOMC, 97, 106, 176–79, 180–82, 202, 218, 246
  trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 131
  Đại suy thoái và 218, 270
  chính sách tiền tệ và động lực lạm phát đang thay đổi, 220–21, 417
  giữa năm 1950 và 1990, 11
  và lãi suất trung lập danh nghĩa, 89 n, 315, 317, 352, 439 n
  chiến lược tấn công phủ đầu chống lại, 55, 65, 207, 210, 221–22, 271–72, 396

chỉ số giá PCE, 88, 90, 176, 275
nhắm mục tiêu theo mức giá, 346–48, 350, 440 n
tăng trưởng năng suất và 66, 68, 69, 77
Hiệu ứng QE trên, 142, 143
nâng mục tiêu lạm phát, 353–54
trong Chiến tranh Cách mạng, 4
ổn định theo thời gian, 219–20
lạm phát đình trệ, 11–12, 13–14, 27, 63, 218, 352
nhắm mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, tổng quan, 344–46, 349
chính sách dừng-đi của Burns Fed, 27, 29, 33
nhắm mục tiêu mức giá tạm thời (TPLT), 270 n, 348–49, 350
lạm phát quá thấp, FOMC lo ngại về, 96–97, 179, 272, 281, 297, 319, 349
vào năm 2021, 275–76, 318 n, 319, 339, 350
các biến thể của lạm phát mục tiêu, 344–51
Cuộc chiến của Volcker tiếp tục, 36–41, 49, 103, 163, 202–3
kiểm soát tiền lương-giá cả và 7–9, 14, 24, 26–27
xem thêm chỉ số giá tiêu dùng; đường cong Phillips
tâm lý lạm phát
Burns không kiểm soát được, 29
giảm kỳ vọng lạm phát dưới thời Volcker, 41–42
tác động gây bất ổn của, xxiv, 9–11
Độ tin cậy của Fed và, 32, 69, 220–21
Đường cong Phillips và 13, 14, 63, 65, 218
lãi suất
ảnh hưởng đến thu nhập cá nhân, 326 n
ảnh hưởng đến người về hưu và người tiết kiệm, 324–25
quan điểm dòng chảy của nới lỏng định lượng, 297
giả thuyết dư thừa tiết kiệm toàn cầu, 92–93, 100
trong cuộc Đại suy thoái, 285
và bong bóng nhà đất, 99, 391
mức giảm bình thường trong thời gian dài, xxv, 89–94, 203, 214–16, 217, 269, 367
lãi suất âm, 94, 244, 338–41
tỷ lệ mua lại đảo ngược qua đêm (ONRRP), 249
tỷ giá cố định sau năm 1942, 15–16, 342–43

QE và lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn, 143–44, 148, 149–50, 174–75, 296–99, 437 n
tỷ giá thực (đã điều chỉnh theo lạm phát), được xác định, 90
giả thuyết trì trệ thế tục, 91, 92–93, 214
và thiếu tài sản an toàn, 93
quan điểm chứng khoán về nới lỏng định lượng, 297
Lợi tức trái phiếu kho bạc 10 năm, 1980–2021, 89, 90
Lợi tức trái phiếu kho bạc và thâm hụt liên bang, 93 n
xem thêm giới hạn dưới có hiệu lực; lãi suất trung lập
sự lây lan tài chính quốc tế, 400–403
Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), 34, 40, 46, 58–59, 71–72, 394–95, 402
đường cong lợi suất đảo ngược, 242, 245
Cuộc xâm lược Iraq năm 2003, 86
Irwin, Neil, 211, 212, 236
Ý, đại dịch COVID-19, 254

Jackson, Alphonso, 107
Jackson, Andrew, xii, xiii
Hiệu ứng tháng giêng, 368 n
Động đất và sóng thần Nhật Bản, 2011, 168
Bẫy Nhật Bản, 94–95
Jefferson, Philip, 278, 416
Jefferson, Thomas, xiii
Gioan Phaolô II, giáo hoàng, 34 tuổi
Johnson, Lyndon B., 6–7, 12, 14, 20–22, 22
Jordà, Òscar, 372, 391
JPMorgan Chase, 119, 126
Justiniano, Alejandro, 301

Kachovec, Joe, 298
Kamber, Gunes, 321
Katz, Larry, 69
Kennedy, John F., 5–6, 14, 17–18, 20, 202
Cắt giảm thuế Kennedy–Johnson, 6, 20
Kennedy, Robert F., 21
Kinh tế học Keynes, xii, 5–6, 16, 20, 25, 202, 440 n

Keynes, John Maynard, xii, 5–6, 440 n
Kiley, Michael, 270 n, 348, 349, 439 n
Vua, Martin Luther, Jr., 21
Vua, Mervyn, 133
Klee, Elizabeth, 298
Kocherlakota, Narayana, 172
Kohn, Don, 64, 181
Krishnamurthy, Arvind, 290, 295
Krueger, Alan, 69
Kudlow, Larry, 238
Kuttner, Kenneth, 375, 441 n
Kyl, Jon, 162

Thiếuer, Jeffrey, 141, 152, 173, 186, 190, 224
Lagarde, Christine, 160, 261, 336
mua tài sản quy mô lớn (LSAP). xem QE (nới lỏng định lượng)
Khủng hoảng nợ Mỹ Latinh, 39–40
Laubach, Thomas, 90 n, 310, 399 n
chính sách dựa vào gió (LATW)
  LATW luôn bật, 393–96, 442 n
  tổng quan, 392–93, 402
  LATW tình huống, 393, 396–400, 442 n
  xem thêm chính sách tiền tệ
Anh em nhà Lehman, 119, 120, 126–27, 128–30, 160, 386
người cho vay cuối cùng
  Ngân hàng Anh, xiv, 123, 331
  Ngân hàng Nhật Bản, 331
  Ngân hàng Trung ương Châu Âu, 123, 331, 335
  Ngân hàng Dự trữ Liên bang như, xxi n
  Vai trò của Fed trong đại dịch COVID-19, 257–58
  Vai trò của Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 121–29, 136
  đối với chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp, 136
  đối với người vay phi tài chính, 124
  các quy tắc do Hội đồng thiết lập, xix

vai trò truyền thống của Cục Dự trữ Liên bang, xiv, xix, xxii, 46–47, 51, 110, 124, 366–67
Hoa Kỳ trong cuộc khủng hoảng tài chính Mexico, 58
Lewis, Michael, 106, 376, 441 n
Liang, Nellie, 198, 233–34, 239
Lý, Canlin, 294, 298
Liesman, Steve, 210
Phố Lombard: Mô tả về thị trường tiền tệ (Bagehot), 121
Long, Heather, 243
Quản lý vốn dài hạn (LTCM), 72–74
giới hạn dưới của lãi suất. xem giới hạn dưới hiệu quả
hướng dẫn thấp hơn để dài hơn, 303, 306, 310, 316, 318, 319–20, 322–23
chính sách giảm giá dài hạn, 271, 303, 316, 347–48, 378

chính sách an toàn vĩ mô
công cụ chống khủng hoảng, 388–90, 420, 441 n
chính sách mang tính chu kỳ, 381, 383
chính sách tiền tệ so với 390–400
ở các quốc gia khác, 380, 385–86, 388, 398, 402, 419
tổng quan, 379–80, 419–20
ngân hàng ngầm, 386–88
những thiếu sót trong chính sách an toàn vĩ mô của Hoa Kỳ, 380, 383–90
chính sách cơ cấu, 381
ở Hoa Kỳ, 380–83, 388–90
xem thêm Đạo luật Dodd–Frank; Hội đồng giám sát ổn định tài chính; chính sách tiền tệ
Madison, James, xiii
Maestro: Fed của Greenspan và Sự bùng nổ của Mỹ (Woodward), 65, 68
Chương trình cho vay Main Street, 265–66, 336–37
Mallaby, Sebastian, 46
Mantega, Guido, 163
Người đàn ông biết, The (Mallaby), 46
Martin, William McCesney Jr.

sự bổ nhiệm của Truman, 16–17
cách tiếp cận chính sách tiền tệ, 17, 428 n
ngày làm chủ tịch Fed, 15, 22
sự nghiệp ban đầu, 15
là nhà lãnh đạo Fed hiện đại đầu tiên, x, 17
phản ứng sớm do dự trước Đại lạm phát, 3, 7, 20–22
thời gian làm chủ tịch, 44
Chiến dịch Twist, 175
thắt chặt chính sách tiền tệ, 20–22, 24, 271
Martin, William McChesney, Sr., 15
tâm lý đại chúng, 99–100, 379
Chương trình kéo dài kỳ hạn (MEP), 174–75, 185, 285 n, 294–95, 298
xem thêm QE
MBS. xem chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp
McCabe, Thomas, 16
McConnell, Mitch, 162
McDonough, William, 73, 86
Trợ cấp y tế, 6
Medicare, 6, 219, 324, 427 n
ngân hàng thành viên, xiv
thành viên tại cuộc họp FOMC, xx
Meriwether, John, 73
Merrill Lynch, 119, 129, 386
Merton, Robert, 73
Mester, Loretta, 221
MetLife, 384
Số liệu, Andrew, 118, 441 n
México
khủng hoảng nợ năm 1982, 39–40, 56
nợ liên kết với đồng đô la (tesobonos), 57
khủng hoảng tài chính năm 1994, 45–46, 56–59, 71, 110 n, 195–96
dòng vốn đầu tư chảy ra năm 1994, 57–58
vấn đề rủi ro đạo đức trong gói cứu trợ năm 1994, 58–59, 73
tái chế petrodollars, 39

chính sách an toàn vi mô, 379–80
Miller, G. William, 31–32, 33, 34
Minsky, Hyman, 376, 395
Khoảnh khắc Minsky, 376
Mishkin, Frederic (Rick), 176–77, 178, 345, 370–71, 372 n
Mitchell, Wesley C., 23
Mnuchin, Steven, 237, 238, 273, 337, 384
lý thuyết tiền tệ hiện đại (MMT), 363–65
Mondale, Walter, 32, 33
chủ nghĩa tiền tệ, 35–36, 141, 142, 282
Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ, 1867–1960, A (Friedman và Schwartz), xi, xvii
chính sách tiền tệ
và những thay đổi trong động lực lạm phát, 220–21, 417
bị hạn chế quyền quyết định, 178, 345
được xác định, xix–xx
ở giới hạn dưới hiệu quả, 94, 138–46, 170, 354–56
và bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang, xxi–xxiii
FOMC, tháng 3 năm 2009–đầu năm 2010, 151–56
Tuyên bố của FOMC về các nguyên tắc chính sách tiền tệ, 175–76, 181, 182, 197, 205–6, 272, 344–45, 417
trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 130–34
chính sách giảm giá dài hạn, 271, 303, 316, 347–48, 378
chính sách an toàn vĩ mô so với 390–400
lý thuyết tiền tệ hiện đại, 363–65
phối hợp tài chính-tiền tệ, 356–59, 419
quy tắc chính sách so với quyền quyết định chính sách, 177–78, 225
kênh chấp nhận rủi ro của chính sách tiền tệ, 374–79, 401
do Ủy ban Thị trường Mở Liên bang quy định, xix–xx
khử trùng, 132
và giá cổ phiếu, 369–70, 441 n
xem thêm các chính sách chống gió (LATW); chính sách an toàn vĩ mô
Báo cáo chính sách tiền tệ trước Quốc hội, 28, 180, 223, 225, 299–300

quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ
lãi suất và, 61, 94 n
quy định của SEC, 384–85
chấp nhận rủi ro bởi, 377
chạy tiếp, 119, 127, 257, 384–85, 387
như ngân hàng ngầm, 111, 114, 387–88
cung tiền
khó xác định, 35–36
ảnh hưởng đến lạm phát, 141, 142, 282
Số đo M2 bằng 288
Dịch vụ Nhà đầu tư Moody's, 117
Moore, Stephen, 239
rủi ro đạo đức, 58–59, 73–74, 387
thuyết phục đạo đức, 48, 108, 125
Morgan, J. Pierpont, xiii
Morgan Stanley, 129, 386
chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp (MBS)
ảnh hưởng của việc mua hàng lên lãi suất, 143, 295
Số lượng chứng khoán GSE của Cục Dự trữ Liên bang nắm giữ, 2007–2021, 286
bong bóng nhà ở và, 100
do GSE phát hành, xxii, 136–37, 332
mua hàng trong đại dịch COVID-19, 258, 259, 260–61, 273, 312, 320, 322
mua hàng bằng QE, xi, 135–38, 143, 148–49, 185, 285, 295
chứng khoán hóa, 116–17
Mũi, Ylan, 213
Mullins, David, 73

ngân hàng quốc gia, xiv n
Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia (NBER), ix, 23, 37, 120, 151, 266
giới hạn nợ quốc gia, 169, 184
tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (u*)
Bỏng và, 29
những thay đổi giữa những năm 1980 và giữa những năm 1990, 69, 430 n

ước tính của 19, 29, 65, 180, 206, 216, 217
các yếu tố ảnh hưởng, 19, 181–82, 215–16
sự không chắc chắn về, 19, 216, 232, 272, 276, 428 n
xem thêm tỷ lệ thất nghiệp
lãi suất âm, 94, 244, 338–41
lãi suất trung lập (R*)
được xác định, 89
ảnh hưởng của lãi suất trung tính thấp, 93–94, 176, 214–15, 269, 281
lạm phát và lãi suất trung lập danh nghĩa, 89 n, 315, 317, 352, 439 n
suy giảm dài hạn, 89–94, 203, 214–15, 317, 367, 418
và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, 216, 217
vai trò trong việc xác định không gian chính sách, 315–18, 330, 353
xem thêm lãi suất
Khuyến Mãi Mới, xviii, 111
công cụ chính sách mới. xem hướng dẫn tiếp theo; QE
Khoản vay NINJA, 101
Nixon, Richard, 7–9, 14, 23, 24–25, 26–27, 30, 406
neo danh nghĩa, 418 n
Mục tiêu GDP danh nghĩa, 351–53
Ngân hàng Norges (Na Uy), 397–98
Norman, Montagu, 59
Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ, 57, 124 n
ghi chú về nguồn, 3 n, 423–25 n

Obama, Barack
Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư của Mỹ, 147, 356
Bernanke được tái bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 156
Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính, 383
Geithner được bổ nhiệm làm Bộ trưởng Tài chính, 146
tại hội nghị thượng đỉnh G20 ở Seoul, 163
khánh thành, 146
mục tiêu lạm phát và, 180
và sự độc lập về chính sách của Fed, 56

Powell được bổ nhiệm vào Hội đồng quản trị của Fed, 228
cắt giảm thuế và tăng chi tiêu, 151, 297
Yellen tái đắc cử chức Chủ tịch Fed năm 201
Ocasio-Cortez, Alexandria, 363
Chiếm Phố Wall, xii, 163
Tháng 10 năm 1987 thị trường chứng khoán sụp đổ, 47–50, 75–76, 85–87, 121, 370
Hướng dẫn của Odyssean, 301, 302–3, 304–6
Phòng Nghiên cứu Tài chính (Cục Kho bạc), 381
Văn phòng Ổn định Tài chính tại Fed, 198
Văn phòng Giám sát Tiết kiệm (Cục Kho bạc), 101
cú sốc giá dầu những năm 1970, 9–11, 12, 14, 26–27
Okun, Arthur, 18, 19, 42
Luật Okun, 18, 428 n
Chiến dịch Twist, 175, 294
xem thêm Chương trình kéo dài thời gian đáo hạn
khoảng cách đầu ra, 18, 19, 20
tỷ lệ mua lại đảo ngược qua đêm (ONRRP), 249

Papandreou, George, 159
người tham gia cuộc họp FOMC, xx
Paul, Rand, 164, 224, 233
Paul, Ron, 164
Paulson, Hank, 107, 126, 129–30, 146
Chương trình bảo vệ tiền lương (PPP), 263, 265 n
Pence, Mike, 162
Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, 133, 209, 411
QE của người dân, 362
Perot, H. Ross, 52
Perry, Rick, 166, 433 n
Phelps, Edmund, 13
Phillips, A. W., 4–5
đường cong Phillips
các giả định được đưa ra, 13–14, 217–18
và ngôn ngữ cân bằng rủi ro, 63
cú sốc cầu và cú sốc cung, 12, 13–14, 217–18, 220

sự phát triển của, 11–14, 217–20
san phẳng, 218, 219–20, 272, 434 nn
kỳ vọng lạm phát và, 13, 14, 63, 65, 218
tổng quan, 5–7, 28, 217–18, 427 n
giá đường cong Phillips, 5
và thị trường lao động trì trệ năm 2003, 88
và "hạ cánh mềm" vào năm 1994–96, 53
đường cong Phillips tiền lương, 5
xem thêm lạm phát; tỷ lệ thất nghiệp
Hiệp định Plaza, 39, 212
Plosser, Charles, 172–73
khung chính sách
khung chính sách thay thế, tổng quan, 343–44
Đánh giá khuôn khổ BOJ năm 2016, 246
Khuôn khổ FAIT, 270–71, 277, 307, 312, 344, 349–51, 354
Nguyên tắc chính sách tiền tệ của FOMC (2012), 175–76, 181, 182, 197, 205–6, 272, 344–45, 417
Mục tiêu GDP danh nghĩa, 351–53
nhắm mục tiêu theo mức giá, 346–48, 350, 440 n
nâng mục tiêu lạm phát, 353–54
nhắm mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, tổng quan, 344–46, 349
đánh giá chiến lược về khung chính sách, 246–48, 269–78, 311, 343, 344, 349, 400, 417
nhắm mục tiêu mức giá tạm thời (TPLT), 270 n, 348–49, 350
các biến thể của lạm phát mục tiêu, 344–51
xem thêm các công cụ thay thế được ngân hàng nước ngoài sử dụng
độc lập về chính sách, được xác định, xxi, 16
quy tắc chính sách so với quyền quyết định chính sách, 177–78, 225
không gian chính sách
và lãi suất âm, 339
và lãi suất trung lập, 315–18, 330, 353
QE và tạo hướng dẫn chuyển tiếp, 316–18, 438–39 n
Quy tắc ngón tay cái 3 điểm phần trăm, 316–18, 330, 418
xem thêm lãi suất

phản ứng dữ dội và chỉ trích chính trị, 161, 162–67, 223–26
những câu chuyện phổ biến, 84, 100
những người theo chủ nghĩa dân túy và chủ nghĩa dân túy, xii–xiii, 408
lý thuyết kênh cân bằng danh mục đầu tư, 284–85, 288, 293–95, 297–98
Powell, Jerome (Jay)
  bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 223, 226–27, 229, 231, 237
  bổ nhiệm vào Hội đồng Fed, 228–29
  giảm bảng cân đối kế toán, 223, 230, 234–35, 236, 237
  kêu gọi hỗ trợ tài chính trong thời kỳ đại dịch, 267–68, 357
  sự nghiệp, 228–29
  nhận xét ban đầu về COVID-19, vii–viii, 253–54
  khi kết thúc các cơ sở của Đạo luật CARES, 273
  Khuôn khổ FAIT, 270–71, 277, 307, 312, 344, 349–51, 354
  và các mục tiêu cũng như hạn chế của Fed, xxiv–xxvi, 230, 232–33, 420
  và sự độc lập của Fed, 229, 231, 238
  phỏng vấn Irwin năm 2019, 235–36
  chính sách tiền tệ, 230, 232–33, 236
  Văn phòng Ổn định Tài chính và, 198
  có kế hoạch giảm dần việc mua hàng vào năm 2021 và 2022, 276–77
  xoay trục chính sách năm 2019, 235–37
  họp báo, 245
  cắt giảm lãi suất vào năm 2019, 242–46, 315
  cắt giảm lãi suất vào năm 2020, 254, 259, 312, 315
  tỷ lệ tăng, 233, 234, 235
  tái bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 277–78, 408
  mối quan hệ với Quốc hội, 231–32, 408
  ứng phó trong đại dịch COVID-19, 259, 283, 312–13, 334–35
  phương pháp quản lý rủi ro, 232, 236, 243
  đánh giá chiến lược về khung chính sách, 246–48, 269–78, 344, 417
  chiến lược đối phó với Trump, 231, 243

Trump không hài lòng với, 231, 235, 237–38, 243, 244–45, 405–6
cho vay nặng lãi, 102 n
chiến lược tấn công phủ đầu chống lạm phát, 55, 65, 207, 210, 221–22, 271–72, 396
môi trường sống ưa thích, 284
Prell, Mike, 66
chỉ số giá chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE), 88, 90, 176, 275
nhắm mục tiêu theo mức giá, 346–48, 350, 440 n
đại lý chính
đã xác định, xxiii
Cơ sở tín dụng đại lý chính, 260
cơ sở repo cho, 252 n
khảo sát 162, 192, 194, 292, 293, 294, 304
năng suất
ảnh hưởng đến lạm phát, 66, 68, 69, 77
năng suất lao động, được xác định, 214
số đo 67, 68, 430 n
tăng trưởng chậm sau khủng hoảng tài chính, 170, 214
Thời đại tiến bộ, xiii
Puzzanghera, Jim, 237

QE (nới lỏng định lượng)
chi phí và rủi ro, 187–88, 319–29
được xác định, 282
lợi ích kinh tế trong đại dịch COVID-19, 312–15, 320
lợi ích kinh tế trong cuộc Đại suy thoái, 309–11, 320
và bất bình đẳng kinh tế, 323–26
hiệu ứng của chênh lệch giá, 284 n
ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang, xxiii, 140–41, 203
ảnh hưởng đến lạm phát, 142, 143, 146
ảnh hưởng đến lợi tức Kho bạc, 298–99, 437 n
hiệu ứng của các vòng sau, 290, 291–96, 298
ảnh hưởng của kỳ vọng thị trường, 162, 292–93, 295, 297, 298
Chương trình Ngân hàng Trung ương Châu Âu, 159, 261–62, 331

nghiên cứu sự kiện, bằng chứng từ, 288–91, 292–93, 295, 296, 298, 437 n, 438 n
lập kế hoạch chiến lược rút lui, 155, 156, 175, 203, 205–6, 319
và rủi ro bất ổn tài chính, 320–23
xem dòng chảy, 297
FOMC coi đó là công cụ chính sách, 140
và chuyển tiếp hướng dẫn từ FOMC, 287
những cơn gió ngược làm chậm quá trình phục hồi kinh tế, 153, 169–70, 195, 213
QE hoạt động như thế nào, 140–41, 283–88
lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn và, 143–44, 148, 149–50, 174–75, 296–99, 437 n
biến dạng thị trường gây ra bởi, 326–27
và Chương trình kéo dài kỳ hạn (MEP), 174–75, 185, 285 n, 294–95, 298
Mua MBS, xi, 135–38, 143, 148–49, 185, 285, 295
chính sách tiền tệ, tháng 3 năm 2009–đầu năm 2010, 151–56
mua chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp (MBS), xi, 135–38, 143, 148–49, 185, 285, 295
QE của người dân, 362
không gian chính sách được tạo bởi, 316–18, 438–39 n
kênh cân bằng danh mục đầu tư, 284–85, 288, 293–95, 297–98
và tái cân bằng danh mục đầu tư, 321
và mua hàng từ phạm vi tài sản rộng hơn, 332–35, 440 n
nới lỏng định lượng tập trung vào dự trữ, 141–42
kênh báo hiệu, 285–87, 295–96, 307
lượt xem chứng khoán, 297
phê bình tác dụng tạm thời của, 290–91, 296–99
sự không chắc chắn về hiệu quả của, 144–46, 283, 311, 319
QE không phải là gì, 282, 287–88
và các công ty zombie, 328–29
QE1
những thay đổi trong bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang, 149, 151, 155, 156, 157
ảnh hưởng đến giá và lợi suất tài sản quan trọng, 288–90, 289, 296–97, 298, 437 n

nghiên cứu sự kiện, bằng chứng về hiệu quả của QE1, 288–91, 289, 295, 437 n
hướng dẫn chuyển tiếp từ FOMC, 149, 171
lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn và 143–44, 149–50, 174–75
hiệu ứng thị trường của, 149–51, 168
Mua chứng khoán kho bạc, 149, 171
QE2
thông báo của FOMC, 161, 162, 168, 204, 290, 292
ảnh hưởng của kỳ vọng thị trường, 162, 168, 292, 294, 297
ảnh hưởng đến lợi tức Kho bạc, 298
nghiên cứu sự kiện, bằng chứng về hiệu quả của QE2, 290
và bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang, 161
hướng dẫn chuyển tiếp từ FOMC, 172–73
những cơn gió ngược làm chậm quá trình phục hồi kinh tế, 169–70
phản ứng dữ dội và chỉ trích chính trị, 161, 162–67
mua chứng khoán, 161, 168, 290, 295
tín hiệu kích thích liên tục, 161, 171–72
thay đổi tỷ lệ thất nghiệp, 168–69
QE3
thông báo của FOMC, 185, 189
chi phí và rủi ro, 187–88
ảnh hưởng đến lợi tức Kho bạc, 298
kết thúc mua hàng, 195, 203, 222, 285
điều khoản thoát khỏi thông báo, 188, 305
và bảng cân đối kế toán của Cục Dự trữ Liên bang, 186, 203
hướng dẫn chuyển tiếp từ FOMC, 185, 189, 204
Kịch bản Ngày con rắn, 187, 188
những cơn gió ngược làm chậm quá trình phục hồi kinh tế, 195
mua chứng khoán mở, 185–86, 187–88, 189, 196–97, 229
kế hoạch giảm (giảm dần) việc mua hàng, 190–93, 194–95, 203, 204
đặt chỗ trong FOMC, 186–88, 190, 196, 229
tín hiệu tiếp tục kích thích, 185, 186, 189
cơn giận dữ giảm dần, 194–97, 223, 229, 273, 295–96, 401
tổng số mua chứng khoán ròng, 285

thay đổi tỷ lệ thất nghiệp, 183–84, 191, 195, 204
tỷ lệ thất nghiệp được sử dụng làm chỉ báo, 188, 189, 192–93, 195, 204
Quarles, Randal (Randy), 229, 230, 233, 239, 256

Rachel, Łukasz, 92
Rajan, Raghuram, 196
Rand, Ayn, 45
Raskin, Sarah Bloom, 278
hành vi đạt được lợi nhuận, 187, 377–78
Reagan, Ronald, 37, 38–39, 43, 44
suy thoái
trong đại dịch COVID-19, ix, 248, 258–59, 266–67, 313
hẹn hò của, ix, 23, 50, 85 n, 120, 266
và sự gián đoạn tài chính kể từ năm 1990, 49
trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009, 134, 147
cuộc suy thoái nhỏ 2015–16, 211–12, 213, 221, 235, 236
hoảng loạn và rút tiền hàng loạt vào thế kỷ 19, xiii, 379
phục hồi sau đại dịch suy thoái, 274–77, 313–14
và chính sách thắt chặt tiền tệ, xvi, 24, 49
cắt giảm lãi suất điển hình, 315
thất nghiệp sau cuộc suy thoái 1973–75, 11
thất nghiệp sau cuộc suy thoái năm 1990, 50
1937, xvi
1957–58, 5
1960, 5
1969–70, 12, 49
1970, 5, 24
1973–75, 11, 12, 27, 49
1980, 12, 37, 42
1981–82, 37, 42, 49–50
1990, 49–50
2001, 85–88, 390, 431 n
xem thêm cuộc Đại suy thoái
Reid, Harry, 87 n
Reifschneider, David, 310

Reinhart, Carmen, 153, 170
Reinhart, Vincent, 144, 145
repos (hợp đồng mua lại)
  tổng quan, 112–13, 118
  tỷ lệ tăng đột biến vào năm 2019, 250–51, 319
  cơ sở repo do FOMC thiết lập, 252 n, 258
  hoạt động "reverse repo", 155
  chạy trên thị trường repo, 118
  hỗn loạn trong đại dịch, 257, 389
  xem thêm tài trợ bán buôn
Ngân hàng Dự trữ Úc, 176, 283
Ngân hàng Dự trữ New Zealand, 59, 176, 398
tài trợ bán lẻ, 112
người về hưu và ảnh hưởng của lãi suất, 324–25
hoạt động "reverse repo", 155
Rey, Hélène, 401
Ricardo, David, 240 n
Rickey, Chi nhánh, 69
Đạo luật Riegle–Neal, 116 n
Riksbank (Thụy Điển), xiii, 133, 176, 338, 397, 398
Sự thăng trầm của tăng trưởng Mỹ, The (Gordon), 214
kênh chấp nhận rủi ro của chính sách tiền tệ, 317, 374–79, 392, 401
Rivlin, Alice, 415
Roberts, John, 270 n, 348, 349
Rogoff, Kenneth, 153, 170, 338 n
Romer, Christina, 17, 151, 440 n
Romer, David, 17
Roosevelt, Franklin, xvi–xvii
Rosengren, Eric, 152, 221, 244, 246
Rubin, Robert, 55–56, 58, 71, 72
Khủng hoảng tài chính Nga năm 1998, 45–46, 72–73, 74, 75, 78, 84–85, 110 n

Bao, Brian, 144, 145, 301
Sanders, Bernie, 164, 363

Luật Sarbanes-Oxley, 55, 86
Sarbanes, Paul, 55
khủng hoảng tiết kiệm và cho vay (S&L), 40–41, 49, 103, 109 n
Lý thuyết "vật tế thần" về luận điệu chống Fed, 165–66
khuôn khổ hoạt động dự trữ khan hiếm, 248, 249, 251
Scholes, Myron, 73
Schularick, Moritz, 372, 391
Schwartz, Anna, xi, xvii
Sears, John, 294
Ngân hàng thứ hai của Hoa Kỳ, xiii
bí mật và minh bạch của ngân hàng trung ương, 59–60, 103
Mục 13(3) quyền hạn khẩn cấp
  Đạo luật CARES, 263–64, 273–74, 335, 389
  trong đại dịch COVID-19, 260, 263–64, 273–74, 312, 332, 334–35, 336–37
  Các hạn chế của Đạo luật Dodd–Frank, 388
  trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 123, 125, 198, 332
  trong cuộc Đại suy thoái, 123, 198
  tổng quan, 123, 263, 264, 332, 389
  xem thêm Đạo luật Dự trữ Liên bang
giả thuyết trì trệ thế tục, 91, 92–93, 214
Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch, 113 n
chứng khoán hóa, tổng quan, 115–17
ngân hàng bóng tối
  ưu điểm và nhược điểm, 113–15
  Đạo luật Dodd–Frank và, 386
  điều chỉnh ánh sáng của, 113, 386, 387–88
  chính sách an toàn vĩ mô và, 386–88
  quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ như 111, 114, 387–88
  tổng quan, 111–15
  Mục 13(3) cho vay khẩn cấp, 123
"Hiệp ước Thượng Hải," 212
Tờ giấy, Nathan, 150
Shelton, Judy, 239
Shiller, Robert, 77, 84, 100
Shin, Hyun, 401

đóng cửa chính phủ liên bang, 195, 235
lý thuyết kênh tín hiệu, 285–87, 295–96, 307
LATW tình huống, 393, 396–400, 442 n
Smialek, Jeanna, 416
Smith, Michelle, 409
Snyder, John, 15
An Sinh Xã Hội, 51, 324
"hạ cánh mềm" năm 1994–96, 45, 53–56, 61, 64–65, 76, 245
Solow, Robert, 5
nguồn, ghi chú trên, 3 n, 423–25 n
xe chuyên dùng, 112, 118, 125
Spindel, Mark, 165–66
sự ổn định sinh ra sự bất ổn, 394–95
lạm phát đình trệ, 11–12, 13–14, 27, 63, 218, 352
Standard and Poor's, 117, 169
nhắm mục tiêu lạm phát tiêu chuẩn, tổng quan, 344–46, 349
ngân hàng được nhà nước điều lệ, xiv
cam kết dự phòng của tiểu bang, 172–73, 186, 189, 303, 304 n, 316
ngân hàng nhà nước không phải thành viên, xiv n
Stein, Jeremy, 187, 228–29, 375, 393–94, 442 n
khử trùng, 132
thị trường chứng khoán
  thị trường tăng trưởng sau cuộc khủng hoảng tài chính, 149
  Hiệu ứng của COVID-19 trên thị trường tài chính, 255–62
  vụ tai nạn năm 1929, xvii, 369, 370, 371–72, 390
  giảm trong năm 2018–2019, 235, 241
  bong bóng dot-com, 83–85
  suy thoái bắt đầu từ năm 2000, 79
  ảnh hưởng kinh tế của sự bùng nổ và sụp đổ, 370–72
  trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, 131, 147, 149
  "sự hưng phấn phi lý" trong, 75–79, 83–84
  tác động của chính sách tiền tệ lên, 369–70, 441 n
  Vụ tai nạn tháng 10 năm 1987, 47–50, 75–76, 85–87, 121, 370
  bong bóng thị trường chứng khoán, 369–72, 390–91, 393, 399
quan điểm chứng khoán về nới lỏng định lượng, 297

kiểm tra sức chịu đựng của ngân hàng, 146–47, 150–51, 164, 170, 297, 382–83, 385
Mạnh mẽ, Benjamin, xvii, xviii, 391
các khoản vay dưới chuẩn
  được xác định, 101
  tỷ lệ nợ quá hạn và vỡ nợ, 107
  công cụ tài chính phái sinh gắn liền với, 106
  hoảng loạn tài chính gây ra bởi, 108–10
  chương trình sửa đổi khoản vay và, 107–8
  các vấn đề "có thể được ngăn chặn," 107, 109
  thất bại về quy định, 101–2
  chứng khoán hóa, 117
  một phần nhỏ các khoản thế chấp, 107, 109, 432 n
  xem thêm cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009
trợ cấp cho nông dân, 241
Tóm tắt các dự báo kinh tế (SEP)
  như hướng dẫn của Delphic, 302–3
  dự báo lãi suất quỹ liên bang, 182–83, 207, 222, 276, 302–3
  tỷ lệ thất nghiệp dài hạn, 182, 189 n, 192, 217, 304
  các biến bao gồm, 180, 197, 216
  xem thêm FOMC
Mùa hè, Larry, 58, 71, 72, 91–92, 214, 275
chuỗi cung ứng, 208, 241, 275–76, 313, 348, 418
Khảo sát Tài chính Tiêu dùng, 325 n, 415
Svensson, Lars, 398–99, 440 n
Swanson, Eric, 301, 322
swap line với ngân hàng trung ương nước ngoài, 124, 130, 135, 258, 312, 389

TALF (Quỹ cho vay chứng khoán bảo đảm bằng tài sản có kỳ hạn), 124, 149
cơn giận dữ giảm dần, 194–97, 223, 229, 273, 295–96, 401
TARP (Chương trình cứu trợ tài sản gặp khó khăn), 129–30, 135, 146–47, 150
Tarullo, Daniel, 152, 441 n
Taylor, Alan, 372, 391

Taylor, John, 177, 225, 226
Tiệc Trà, xii, 163
nhắm mục tiêu mức giá tạm thời (TPLT), 270 n, 348–49, 350
Cơ sở đấu giá có kỳ hạn, 122–23
cấu trúc thuật ngữ, 298, 437 n, 438 n
vụ khủng bố ngày 11, 85, 86, 121 tháng 9
Thaler, Richard, 441 n
Thatcher, Margaret, 35
lý thuyết về lợi thế so sánh, 240 n
Tiberius, hoàng đế, 109
cam kết phụ thuộc vào thời gian, 172–73, 179
Tobin, James, 5, 202
"quá lớn để thất bại," 40
các đợt chứng khoán, 116–17
minh bạch
  hướng dẫn chuyển tiếp, 177
  tăng dưới thời Bernanke, 150, 175–83, 197
  tăng theo Greenspan, 60–64
  mục tiêu lạm phát và, 106, 176–79
  bí mật và minh bạch của ngân hàng trung ương, 59–60, 103
  xem thêm hướng dẫn chuyển tiếp
Hiệp định Kho bạc-Dự trữ Liên bang năm 1951, xviii, xxiv, 15–16, 342, 379, 408
chứng khoán kho bạc
  và đại dịch COVID-19, 254, 256–58, 260–61, 273, 282
  thâm hụt liên bang ảnh hưởng đến nguồn cung, 93 n, 100, 285
  Tỷ lệ nắm giữ của Cục Dự trữ Liên bang, 2007–2021, 286
  Chương trình kéo dài thời gian đáo hạn và, 174, 185
  mua hàng trong đại dịch COVID-19, 312, 320
  QE và lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn, 143–44, 148, 149–50, 174–75, 296–99, 437 n
  Tác động của QE đến lãi suất Kho bạc, 298–99, 437 n
  QE1 và lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn, 143–44, 148, 149–50, 174–75
  QE2 và chứng khoán kho bạc dài hạn, 161, 168, 290, 295
  Mua QE3, 161, 204

bán, khử trùng, 132
cơn giận dữ và, 194
Lợi tức trái phiếu kho bạc 10 năm, 1980–2021, 89, 90
cấu trúc kỳ hạn của lợi suất, 298, 437 n, 438 n
lợi suất trong vụ thảm sát trái phiếu năm 1994, 55
Trichet, Jean-Claude, 133, 184
Truman, Harry, 15–17
Trump, Donald
Đạo luật CARES đã ký, 262, 356
chương trình nghị sự bãi bỏ quy định, 230, 384
không hài lòng với Powell và Fed, 231, 235, 237–38, 243, 244–45, 405–6, 408
chính sách tiền tệ ôn hòa, 227
chính phủ liên bang đóng cửa, 235
và FSOC, 384
cuộc gặp với Powell, 237–38
đề cử vào Hội đồng Fed, 229, 233–34, 238–39
Powell được bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 226–27, 229, 231, 237
ứng phó với đại dịch COVID-19, 255, 262, 268
cắt giảm thuế, 230, 234
chiến tranh thương mại và thuế quan, 230–31, 239–42, 244, 245
và Yellen, 226–27, 435 n

tỷ lệ thất nghiệp
trong đại dịch COVID-19, 259, 267, 268, 269, 274–75
giảm sau QE3, 206–7, 210, 211, 216, 222, 253
trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007–2009, 147
trong cuộc Đại suy thoái, 3, 210, 215, 259
làm chỉ báo trong QE3, 188, 189, 192–93, 195, 204
mối quan hệ thay đổi của lạm phát với, xxiv, 69
dưới thời chính quyền Kennedy, 18
trong QE2, 168–69, 183–84
trong QE3, 183–84, 191, 195, 204
ngưỡng so với điều kiện kích hoạt, 189, 204
trong thời gian Volcker làm việc tại Fed, 37, 38
xem thêm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên; đường cong Phillips

Chiến tranh Việt Nam, 6–7, 12, 20
Vissing-Jorgensen, Annette, 290, 295
Vitter, David, 224
Volcker, Paul
  được bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 31–33, 41
  tính nhất quán và kiên trì trong chính sách, 33
  thời kỳ đầu sự nghiệp, 30–31
  kết thúc Đại lạm phát, xii, 42, 417
  và uy tín của Fed, xxiv, 41–43, 69, 143, 220, 417
  những năm cuối đời và qua đời, 43
  Cuộc họp FOMC ngày 6 tháng 10 năm 1979, 34–35, 36, 41
  lạm phát giảm, 36, 41, 89
  Khủng hoảng nợ Mỹ Latinh, 39–40
  trên Martin, 17
  chủ nghĩa tiền tệ, 35–36, 141
  Hiệp định Plaza, 39, 212
  và sự độc lập về chính sách của Fed, 43, 406
  được tái bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 226
  suy thoái trong thời gian Volcker làm việc tại Fed, 37, 42
  đồng đô la mạnh dưới thời Volcker, 39
  chính sách tiền tệ thắt chặt hoặc diều hâu, 32, 33–34, 36, 37, 56, 218
  "Chiến thắng của Ngân hàng Trung ương?", 43
  thất nghiệp trong thời gian Volcker làm việc tại Fed, 37, 38
  cuộc chiến chống lạm phát, 36–41, 49, 103, 163, 202–3

kiểm soát tiền lương và giá cả, 7–9, 14, 24, 26–27
vòng xoáy lương-giá, 10, 69, 143, 178
Waller, Christopher, 239
Wallich, Henry, 35
Warren, Elizabeth, 224, 277
Warsh, Kevin, 226
hiệu ứng giàu có, 287, 373, 374 n, 437 n
Các nút Whip Lạm Phát Ngay (WIN), 3
Trắng, Eugene, 370–71, 372 n
Trắng, William, 392, 395

tài trợ bán buôn, 111–14, 117, 120, 127, 372
  xem thêm repos
Wicksell, Knut, 89, 431 n
Williams, John, 90 n, 207, 229, 322
Wilson, Woodrow, xiii, xiv
Woodford, Michael, 171
Woodruff, Judy, 234
Woodward, Bob, 65, 68
giả thuyết về sự bất an của người lao động, 66, 68, 430 n
Vụ bê bối WorldCom, 86
Tổ chức Y tế Thế giới, 255, 256
Trung tâm Thương mại Thế giới, 86

Tập Cận Bình, 209, 244

Yellen, Janet
  bổ nhiệm làm chủ tịch Fed, 201, 203
  đánh giá "bình thường mới," 213–16, 217, 232
  giảm bảng cân đối kế toán, 222–23, 230, 319–20
  và bỏ phiếu Brexit, 213
  nghề nghiệp và kinh nghiệm liên quan, 152, 201–2, 415
  chính sách tiền tệ ôn hòa, 152, 202, 222, 227
  kết thúc mua hàng QE3, 203
  cảnh báo "bình minh giả", 205, 207
  về lạm phát và tăng trưởng năng suất, 68
  và mục tiêu lạm phát, 178–79, 181, 202, 219
  phỏng vấn Irwin năm 2019, 235–36
  bảng thông tin thị trường lao động, 216
  cuộc suy thoái nhỏ 2015–16, 211–12, 213, 221, 235, 236
  về các quy định chính sách, 225
  phản ứng dữ dội và chỉ trích chính trị, 223–26, 435 n
  họp báo, 205, 210, 215, 222, 231
  nhiệm vụ chính với tư cách là chủ tịch Fed, 203–4
  Lập kế hoạch chiến lược thoát khỏi QE, 203, 205–6, 319
  việc tăng lãi suất bắt đầu vào năm 2016, 221–22, 233, 234, 319
  giảm mua chứng khoán, 204, 205

trở lại điều kiện bình thường hơn, 203, 204, 205–6, 209–10
Ngân hàng Dự trữ San Francisco, 152, 201–2
và tin đồn về "Hiệp ước Thượng Hải", 212–13
làm Bộ trưởng Tài chính, 202, 274
Trump và, 226–27, 435 n
kiểm soát đường cong lợi suất, 246, 330, 332, 341–43, 419
đường cong lợi suất, đảo ngược, 242, 245
đường cong lợi suất xoắn, 175
Chiến tranh Yom Kippur, 9
Vấn đề Y2K (năm 2000), 83

công ty zombie, 328–29

Bản quyền © 2022 của Ben S. Bernanke

Đã đăng ký Bản quyền
Ấn bản đầu tiên

Để biết thông tin về quyền sao chép các lựa chọn từ cuốn sách này, hãy viết thư tới
Permissions, W. W. Norton & Company, Inc., 500 Fifth Avenue, New York, NY 10110

Để biết thông tin về chiết khấu đặc biệt khi mua số lượng lớn, vui lòng liên hệ
W. W. Norton Bán hàng đặc biệt tại Specialsale@wwnorton.com hoặc 800-233-4830

Thiết kế áo khoác: Ingsu Liu
Thiết kế sách của Ellen Cipriano
Giám đốc sản xuất: Anna Oler

Thư viện Quốc hội đã phân loại ấn bản in như sau:

Tên: Bernanke, Ben, tác giả.
Tiêu đề: Chính sách tiền tệ thế kỷ 21: Cục Dự trữ Liên bang từ lạm phát lớn đến COVID-19 / Ben S. Bernanke.
Nhan đề khác: Chính sách tiền tệ thế kỷ XXI
Mô tả: Ấn bản đầu tiên. | New York, NY : W. W. Norton & Company, [2022] | Bao gồm tài liệu tham khảo và chỉ mục.
Số nhận dạng: LCCN 2021055322 | ISBN 9781324020462 (bìa cứng) | ISBN 9781324020479 (epub)
Đối tượng: LCSH: Hoa Kỳ. Hội đồng Dự trữ Liên bang. | Chính sách tiền tệ—Hoa Kỳ. | Hoa Kỳ--Chính sách kinh tế—2009–
Phân loại: LCC HG2563 .B419 2022 | DDC 332.1/10973—dc23/eng/20211201
Hồ sơ LC có sẵn tại https://lccn.loc.gov/2021055322

W. W. Norton & Company, Inc., 500 Đại lộ số 5, New York, NY 10110
www.wwnorton.com

W. W. Norton & Company Ltd., 15 Carlisle Street, London W1D 3BS