

CHÍNH SÁCH

# TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

**21ST CENTURY MONETARY POLICY:  
THE FEDERAL RESERVE FROM THE GREAT INFLATION TO COVID-19**

Copyright © 2022 by Ben S. Bernanke

First published by W. W. Norton & Company, Inc., 500 Fifth Avenue, New York, New York 10110

All rights reserved.

**CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21:  
CHIẾN LƯỢC ỨNG PHÓ CỦA CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG MỸ TỪ ĐẠI LẠM PHÁT ĐẾN NAY**

Tác giả: Ben S. Bernanke

Bản quyền tiếng Việt © Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam, 2023

Bản dịch tiếng Việt © Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam, 2023

Thiết kế bìa © Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam, 2023

Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam xuất bản, bìa mềm, tay gấp, 2023

**Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam - thành viên của Alpha Publishing Group.**

CÔNG TY CP SÁCH OMEGA VIỆT NAM (OMEGA PLUS) thành lập tháng 9/2016 với định hướng xuất bản tri thức nền tảng trong lĩnh vực Khoa học Nhân văn, Khoa học Tự nhiên, Chính trị - Xã hội, Triết học, Nghệ thuật... Đến nay, chúng tôi đã xuất bản gần 300 đầu sách thuộc 7 tủ sách, bao gồm: Kinh điển, Sử Việt, Khoa học, Nhân vật Vĩ đại, Nghệ thuật, Tủ sách Đời người và Tủ sách Y sinh. Thông qua việc xuất bản các ấn phẩm có giá trị, mang hàm lượng tri thức cao, qua các hoạt động nhằm đưa tri thức hữu ích đến cộng đồng; Omega Plus mong muốn đóng góp theo cách riêng vào sự phát triển đang ngày càng mạnh mẽ của xã hội.

Không phần nào thuộc sở hữu của Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam và được chủ sở hữu nhượng quyền trong xuất bản phẩm này được phép sao chép, lưu trữ trong hệ thống truy xuất hoặc truyền đi dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào gồm điện tử, cơ khí, sao chụp, ghi âm hoặc mọi hình thức và phương tiện khác mà không có sự cho phép trước bằng văn bản của Công ty Cổ phần Sách Omega Việt Nam. Chúng tôi luôn mong muốn nhận được những ý kiến đóng góp của quý vị độc giả để sách ngày càng hoàn thiện hơn.

---

**Biên mục trên xuất bản phẩm của Thư viện Quốc gia Việt Nam**

Bernanke, Ben S.

Chính sách tiền tệ thế kỷ 21 : Chiến lược ứng phó của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ từ Đại Lạm phát đến nay / Ben S. Bernanke ; Dịch: Vũ Hoàng Linh, Sơn Phạm. - H. : Thế giới ; Công ty Sách Omega Việt Nam, 2023. - 536 tr. ; 24 cm

ISBN 978-604-77-5876-0

1. Ngân hàng 2. Chính sách tiền tệ 3. Mỹ

332.110973 - dc23

TGH0193p-CIP

---

Góp ý về sách, liên hệ về bản thảo và bản dịch: [info@omegaplus.vn](mailto:info@omegaplus.vn)

Liên hệ ebooks, hợp tác xuất bản & truyền thông trên sách: [hoptac@omegaplus.vn](mailto:hoptac@omegaplus.vn)

Liên hệ dịch vụ bản quyền, xuất bản, ký gửi và phát hành: [dichvu@omegaplus.vn](mailto:dichvu@omegaplus.vn)

**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

⊕MEGA<sup>+</sup>



NHÀ XUẤT BẢN  
THẾ GIỚI

## **BAN CỐ VẤN TỦ SÁCH KINH TẾ - CHÍNH TRỊ - LUẬT QUỐC TẾ**

Tiến sĩ Vũ Thành Tụ Anh, Tiến sĩ Nguyễn Tuệ Anh, Nguyễn Cảnh Bình,  
Tiến sĩ Trần Kiên, Tiến sĩ Phạm Sỹ Thành, Đại sứ Hoàng Anh Tuấn

### **ĐỘI NGŨ TRIỂN KHAI OMEGA+**

Phụ trách xuất bản: Trần Hoài Phương

Điều phối sản xuất: Ngô Anh Tuấn

Biên tập viên: Duy Anh

Thiết kế bìa: Hoàng Duy Khánh

Trình bày: Vũ Lê Thư

Thư ký xuất bản: Giang Vũ

### **ĐƠN VỊ HỢP TÁC TRUYỀN THÔNG**



<https://www.facebook.com/tramdocvn>  
website: <http://tramdoc.vn/>

# Mục lục

Lời giới thiệu .....	7
Từ viết tắt .....	10
Dẫn nhập .....	11

## **PHẦN I. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 20**

### **Sự tăng giảm của lạm phát**

<b>Chương 1</b>	Đại Lạm phát .....	36
<b>Chương 2</b>	Burns và Volcker .....	60
<b>Chương 3</b>	Greenspan và sự bùng nổ của thập niên 1990 .....	86

## **PHẦN II. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21**

### **Khủng hoảng tài chính toàn cầu và Đại Suy thoái**

<b>Chương 4</b>	Thế kỷ mới, thách thức mới .....	132
<b>Chương 5</b>	Khủng hoảng tài chính toàn cầu.....	158
<b>Chương 6</b>	Một chế độ tiền tệ mới.....	197
<b>Chương 7</b>	Sự tiến hóa của tiền tệ.....	238

## **PHẦN III. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21**

### **Từ nâng lãi suất đến đại dịch Covid-19**

<b>Chương 8</b>	Nâng lãi suất .....	277
<b>Chương 9</b>	Powell và Trump.....	307
<b>Chương 10</b>	Đại dịch.....	335

## PHẦN IV. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THẾ KỶ 21

### Tương lai phía trước

<b>Chương 11</b>	Các công cụ hậu-2008 của Fed: .....	366
<b>Chương 12</b>	Bộ công cụ của Fed có thích hợp không?.....	399
<b>Chương 13</b>	Xây dựng chính sách mạnh mẽ hơn .....	425
<b>Chương 14</b>	Chính sách tiền tệ và ổn định tài chính .....	467
<b>Chương 15</b>	Tính độc lập và vai trò của Fed trong xã hội .....	512
	Lời mời góp ý.....	531
	Ben S. Bernanke .....	531
	Lời cảm ơn.....	532
	Lưu ý về nguồn tư liệu.....	533

## Lời giới thiệu

**T**rong các nhà kinh tế Mỹ đương đại, rất hiếm ai có được những thành công toàn diện như Ben S. Bernanke. Thông thường trong sự nghiệp, đa số các nhà kinh tế đều muốn đạt được hai điều: một là thành công trong học thuật, được đồng nghiệp và học trò nể phục, có những đóng góp khoa học trong chuyên môn; hai là trở thành những chuyên gia, cố vấn hay nhà hoạch định chính sách kinh tế, giải quyết được những vấn đề có tính thực tiễn cho quốc gia và nhân loại. Hầu hết không đạt được cả hai, một số ít may mắn làm được một và chỉ có rất rất ít người làm được cả hai điều này trong đời.

Ben Bernanke thuộc về nhóm hiếm có đó. Trên phương diện chuyên môn, ông là chuyên gia hàng đầu thế giới về các cuộc khủng hoảng ngân hàng và tài chính và ông đã vinh dự nhận được giải Nobel Kinh tế năm 2022 cho các công trình phân tích về Đại Khủng hoảng toàn cầu thập niên 1930. Hội đồng Giải thưởng Nobel nhận xét: "Ông đã cho thấy việc tháo chạy ở các ngân hàng là nhân tố chủ chốt khiến cho khủng hoảng trở nên sâu sắc và kéo dài. Khi các ngân hàng sụp đổ, những thông tin quý giá về người đi vay bị mất đi và không thể nhanh chóng được khôi phục. Năng lực của xã hội khi chuyển các khoản tiết kiệm tới các khoản đầu tư hữu ích do đó bị suy yếu nghiêm trọng."

Nhưng Bernanke may mắn hơn đa số các đồng nghiệp ở thập niên khoa học khi ông còn là nhà hoạch định và thực thi chính sách. Ông làm Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang (Fed) từ năm 2008 tới năm 2014. Chính trong giai đoạn này, Bernanke là người có vai trò quan trọng nhất trong việc điều hành nền kinh tế Mỹ, giúp nước này vượt qua khỏi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra vào năm 2008, cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất trong lịch sử nước Mỹ kể từ thập niên 1930. Ông cùng đồng nghiệp đã thành công. Nhờ các chính sách tiền tệ hợp lý, nước Mỹ và thế giới đều không rơi vào tình trạng suy thoái sâu (depression): Tỷ lệ thất nghiệp lên tới đỉnh điểm chỉ là 10% vào năm 2009, so với 25% của năm 1933.

Trước công chúng, Bernanke trông giống một giáo sư hơn là một nhà lãnh đạo quyền lực. Ông để râu cằm, có chất giọng nhẹ nhàng và phong cách

nói năng chậm rãi, chùng mực. Tuy nhiên, phong cách của ông là thứ có thể gây hiểu nhầm. Ông đã chứng tỏ bản thân là một vị Chủ tịch Fed táo bạo, sẵn sàng thực hiện những bước đi chưa từng có khi khủng hoảng xảy ra, với những hành động dứt khoát và sáng tạo tại các vùng xám trong thẩm quyền của Fed.

*Chính sách tiền tệ thế kỷ 21* là cuốn sách mới nhất của Bernanke, được xuất bản ở Mỹ năm 2022, bảy năm sau cuốn hồi ký *Dám hành động* của ông. Trong cuốn sách mới này, ông điểm lại các chính sách tiền tệ của Mỹ trong 70 năm qua và đưa ra các nhận định về nhiệm kỳ của chính mình cũng như nhiệm kỳ của những người tiền nhiệm và kế nhiệm. Đây không phải là một cuốn sách dễ đọc với những giai thoại có tính cá nhân của một nhà lãnh đạo sau khi về hưu. Trái lại, cuốn sách này là một nỗ lực đánh giá nghiêm túc, có tính lịch sử về chính sách tiền tệ của Mỹ kể từ thập niên 1960 đến nay từ một nhân vật trung tâm, vừa là một nhà nghiên cứu rất kỹ lưỡng về lịch sử kinh tế Mỹ, vừa là người trực tiếp chịu trách nhiệm với các chính sách tiền tệ ở Mỹ trong giai đoạn khó khăn nhất về kinh tế của nước này kể từ sau Thế chiến II. Cuốn sách cho phép người đọc đưa ra những đánh giá cùng với Bernanke và suy nghĩ về những bài học mà các nhà hoạch định chính sách ngày nay có thể rút ra.

Khi đề cập tới những nhà lãnh đạo Fed tiền nhiệm hay kế nhiệm, Bernanke không ngần ngại đưa ra những phê bình. Ông cũng đưa ra một số lời tự phê bình, bao gồm cả việc thừa nhận rằng bản thân mình đã không nhận ra nền kinh tế ở trên đà thoát khỏi suy thoái vào giai đoạn cuối của Đại Suy thoái. Bernanke cho rằng, nếu ông đọc đúng tình hình thì sự phục hồi kinh tế Mỹ lẽ ra đã có thể mạnh mẽ hơn.

Mặc dù vậy, *Chính sách tiền tệ thế kỷ 21* là một câu chuyện thành công xứng đáng. Fed dưới thời Bernanke hoạt động tốt hơn nhiều so với trong các cuộc khủng hoảng kinh tế trước đây, như Đại Khủng hoảng thập niên 1930 và các cú sốc dầu mỏ thập niên 1970. Sở dĩ như vậy là vì Bernanke cùng đồng nghiệp đã học được từ những sai lầm của những người đi trước và sẵn sàng có những hành động mạnh mẽ, vượt qua những rào cản của sự trì trệ trong hệ thống. Khác với người tiền nhiệm Greenspan có xu hướng đóng kín trước công chúng, Bernanke đề cao sự minh bạch và rõ ràng trong các chính sách tiền tệ. Ông yêu cầu Fed phải có trách nhiệm giải trình hành động của mình rõ ràng hơn với công chúng. Ông tổ chức các cuộc họp báo thường xuyên và công bố rộng rãi thông tin về các cuộc thảo luận của Fed, kể cả các ý kiến bất đồng với các thay đổi chính sách trong nội bộ. Ông cũng yêu cầu sử dụng những từ ngữ đơn giản để công chúng có thể hiểu rõ vấn đề hơn.



Những đánh giá thành công hay thất bại và những bài học trong chính sách tiền tệ của Mỹ trong 70 năm qua từ một chuyên gia như Bernanke chắc chắn là những kiến thức quý báu cho các nhà hoạch định chính sách và các nhà nghiên cứu kinh tế trên thế giới. Hơn thế, người đọc còn học được từ trong cuốn sách này những bài học về lãnh đạo trong những tình huống khó khăn, về các lựa chọn mà những nhà làm chính sách phải đưa ra trong bối cảnh thông tin không đầy đủ. Trong bối cảnh hệ thống tài chính của Việt Nam đang đứng trước nhiều thách thức, những bài học trong kinh nghiệm phòng chống và xử lý khủng hoảng tài chính ở Mỹ lại càng hết sức quan trọng.

Tôi tin rằng cuốn sách này cũng sẽ rất hữu ích với các bạn sinh viên hay những người quan tâm tới các vấn đề kinh tế trong nước và thế giới, mang tới những kiến thức bổ ích cùng với niềm cảm hứng từ những người đi trước. Xin trân trọng giới thiệu cùng bạn đọc.

*Hà Nội, ngày 5 tháng 12 năm 2023*

TS VŨ HOÀNG LINH

*Giảng viên chương trình Swinburne Việt Nam, Đại học FPT*

# Từ viết tắt

<b>CBO</b>	Văn phòng Ngân sách Quốc hội
<b>CEA</b>	Hội đồng Cố vấn Kinh tế (của Tổng thống)
<b>FDIC</b>	Tổng công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang
<b>Fed</b>	Cục Dự trữ Liên bang
<b>FOMC</b>	Ủy ban Thị trường mở Liên bang
<b>FRB</b>	Hội đồng Thống đốc Hội đồng Dự trữ Liên bang
<b>GDP</b>	tổng sản phẩm quốc nội
<b>GSE</b>	doanh nghiệp được chính phủ bảo trợ
<b>LTCM</b>	quỹ Quản lý vốn dài hạn
<b>IMF</b>	Quỹ tiền tệ quốc tế
<b>MBS</b>	chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp
<b>PCE</b>	chỉ số giá cho chi tiêu tiêu dùng cá nhân
<b>QE</b>	nới lỏng định lượng
<b>TPKB</b>	Trái phiếu Kho bạc Mỹ
<b>S&amp;L</b>	tiết kiệm và cho vay

# Dẫn nhập

Ngày 29 tháng 1 năm 2020, Jay Powell nhanh nhẹn bước lên bục, bắt đầu cuộc họp báo đầu tiên trong năm thứ ba với tư cách là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang (Fed). Ông mở tập hồ sơ màu trắng, ngược nhìn lên một chút để chào đón các phóng viên, rồi nhìn xuống đọc tuyên bố đã chuẩn bị sẵn của mình. Thái độ của ông trầm lặng, gần như âm đạm. Nhưng thông điệp của ông rất lạc quan: Nền kinh tế Mỹ đã bước sang năm thứ 11 của quá trình mở rộng kéo dài kỷ lục, tỉ lệ thất nghiệp vẫn ở mức thấp nhất trong nửa thế kỷ và những người làm công việc được trả lương thấp đang được tăng lương sau nhiều năm trì trệ. Sự căng thẳng thương mại từng làm chao đảo thị trường tài chính trong hai năm qua đã giảm bớt và tình hình tăng trưởng toàn cầu dường như đang ổn định.

Nhân tiện, ông lưu ý “những bất định” ảnh hưởng đến triển vọng kinh tế, “bao gồm cả những bất định do virus corona mới gây ra”.<sup>1</sup> Câu hỏi tiếp theo về virus, từ phóng viên Donna Borak của CNN, chỉ đến tại phút thứ 21 trong buổi họp báo kéo dài 54 phút. Thời điểm đó, chỉ có vài ca nhiễm được báo cáo ở bên ngoài Trung Quốc. Powell thận trọng thừa nhận virus này là “vấn đề rất nghiêm trọng” có thể gây ra “một số gián đoạn đối với hoạt động ở Trung Quốc và khả năng là cả toàn cầu”.<sup>2</sup>

---

i. Ghi chú về Nguồn Tài liệu ở cuối cuốn sách cung cấp liên kết đến các tài liệu chính thức của Fed, 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 báo 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 tham chiếu trang cho các trích dẫn trực tiếp và tham chiếu đến các tài liệu cũ hơn hoặc ít truy cập hơn. Các bài phát biểu của các quan chức Fed được trích dẫn riêng.

Năm tuần sau, ngày 3 tháng 3, Powell bước lên bục phát biểu đó, cũng với giọng điệu bình tĩnh, đọc tuyên bố đen tối hơn nhiều trước các phóng viên. Ông bày tỏ sự cảm thông với những người chịu ảnh hưởng của virus 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 ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế ở cả trong và ngoài nước trong một thời gian.” Ông cho biết Fed đã cắt giảm lãi suất “để giúp nền kinh tế vững mạnh trước những rủi ro mới.”<sup>3</sup> Ông cũng ám chỉ rằng còn nhiều rủi ro hơn nữa sẽ đến. Tình hình thế giới đã thay đổi đáng kể – và chính sách của Fed cũng thay đổi theo.

Từ ngày 29 tháng 1 đến ngày 3 tháng 3, virus đã phát triển từ vấn đề cục bộ thành cuộc khủng hoảng toàn cầu. Các ca nhiễm COVID-19 tăng từ dưới 10.000, hầu hết ở Trung Quốc, lên hơn 90.000 trên toàn thế giới. Nước Ý cách ly các thị trấn ở khu vực Lombardy còn Iran thì báo cáo về sự gia tăng các ca nhiễm. Tại Mỹ, ca tử vong đầu tiên do virus được báo cáo là ngày 29 tháng 2 – một người đàn ông ngũ tuần sống gần Seattle. Các trường hợp mắc bệnh và tử vong ở Mỹ tăng theo cấp số nhân từ đó, đe dọa nhấn chìm hệ thống chăm sóc sức khỏe ở New York City và các điểm nóng khác.

Trong khi đó, nỗi sợ hãi về virus gây ra tuần tồi tệ nhất trên thị trường tài chính Mỹ từ cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, báo hiệu khó khăn sắp tới đối với nền kinh tế. Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones, đạt mức cao kỷ lục hồi đầu tháng, giảm hơn 12% trong tuần kết thúc ngày 28 tháng 2. Tháng 3, tình trạng hỗn loạn lan sang thị trường trái phiếu. Những người bán trái phiếu kho bạc Mỹ (TPKB), loại chứng khoán cực kỳ an toàn, cũng gặp khó khăn trong việc tìm kiếm người mua – những người này tỏ ra ít quan tâm đến việc nắm giữ bất kỳ thứ gì ngoài tiền mặt. Thị trường tín dụng tư nhân, nơi các tập đoàn, người mua nhà, chính quyền tiểu bang và địa phương vay, có nguy cơ đóng băng hoàn toàn khi người cho vay và nhà đầu tư vật lộn với sự bất định do virus corona gây ra.

Trên thực tế, cơn hoảng loạn của thị trường đã báo trước một sự “chấn thương” kinh tế. Với việc các doanh nghiệp và trường học đóng cửa, dù tự nguyện hay bị bắt buộc do yêu cầu của chính quyền địa phương, hoạt động kinh tế bị thu hẹp lại ở mức chưa từng thấy. Tháng 2 năm 2020, sau thời gian dài phục hồi từ Đại Suy thoái, chỉ có 3,5% lực lượng lao động thất nghiệp. Hai tháng sau, vào tháng 4, tỉ lệ thất nghiệp chính thức ở mức 14,8%, mức tăng đáng kinh ngạc dù chưa tính đủ thiệt hại đối với thị trường lao động. Hơn 20 triệu người mất việc trong tháng 4, cho đến nay là con số lớn nhất được ghi nhận từ khi chuỗi dữ liệu việc làm xuất phát từ năm 1939. Ủy ban Thị trường mở Liên bang (FOMC) Xác định Niên đại Chu kỳ Kinh doanh của Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, cơ quan có vai trò xác định các thời điểm nền kinh tế suy thoái và mở rộng, sau này đã xác định thời điểm bắt đầu cuộc suy thoái do đại dịch gây ra là vào tháng 2.

Từng giữ chức chủ tịch Fed trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, tôi có chút hiểu biết về sự căng thẳng mà Powell và đồng nghiệp tại Fed đang trải qua. Tuy nhiên, không giống như cuộc khủng hoảng chúng tôi phải đối mặt hàng chục năm trước đó – một cuộc khủng hoảng diễn ra trong gần hai năm – toàn bộ cuộc khủng hoảng này dường như ập đến cùng lúc. Dựa trên nguyên tắc rằng cần vượt qua khủng hoảng khi còn có thể, Fed dưới thời Powell 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. Cơ quan này đặt mục tiêu lãi suất ngắn hạn gần bằng 0 và cam kết giữ nguyên mức này chừng nào điều đó còn cần thiết. Để giúp khôi phục hoạt động bình thường trên thị trường tiền tệ và thị trường TPKB, Fed đã cho các công ty tài chính thiếu tiền mặt vay, đồng thời mua hàng trăm tỉ đô la TPKB và chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp (MBS) trên thị trường mở. Cơ quan này cũng thiết lập lại các chương trình từng có trong thời kỳ khủng hoảng tài chính nhằm hỗ trợ thị trường tín dụng cho tiêu dùng và kinh doanh. Bằng việc

hợp tác với các ngân hàng trung ương nước ngoài, Fed đảm bảo thị trường toàn cầu có đủ nguồn cung đô la – đồng tiền dự trữ của thế giới. Cuối cùng, Fed cam kết tiếp tục mua trái phiếu quy mô lớn – chính sách được gọi là “nới lỏng định lượng” (QE) – cho đến khi các điều kiện kinh tế được cải thiện đáng kể.

Tất cả biện pháp trên được rút ra từ cẩm nang chính sách được xây dựng trong cuộc khủng hoảng 2007-2009. Nhưng Fed dưới thời Powell không dừng lại ở đó. Nó 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, trái phiếu đô thị và tài trợ khoản vay ngân hàng cho các doanh nghiệp cỡ trung bình và các tổ chức phi lợi nhuận. Tháng 8 năm 2020, Fed công bố những thay đổi quan trọng trong khuôn khổ hoạch định chính sách tiền tệ – kết quả của quá trình bắt đầu từ trước khi đại dịch tấn công – nhằm khiến các chính sách trở nên mạnh mẽ hơn khi lãi suất đã ở mức thấp. Những tháng tiếp theo, họ củng cố cách tiếp cận tiền tệ của mình bằng cách đưa ra những lời hứa rõ ràng hơn về việc giữ lãi suất ở mức thấp chừng nào việc này còn cần thiết.

Tất nhiên, Fed không thể làm gì ảnh hưởng đến diễn biến của virus, nguồn gốc cuối cùng của cuộc khủng hoảng. Họ cũng không thể đánh thuế và thực hiện 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 có thể làm. Nhưng nó có thể sử dụng cả chính sách tiền tệ và quyền hạn cho vay để mang lại sự ổn định cho hệ thống tài chính, làm thông suốt dòng chảy tín dụng cho nền kinh tế, hỗ trợ chi tiêu của người tiêu dùng và doanh nghiệp, đồng thời thúc đẩy tạo thêm việc làm. Khi làm như vậy, nó sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc kết nối nền kinh tế với sự phục hồi sau đại dịch.

Như tôi thường nhận xét khi còn lãnh đạo Fed, chính sách tiền tệ không phải là thuốc chữa bách bệnh. Nhưng tiền thì quan trọng – rất quan trọng. Như phản ứng của Fed dưới thời Powell trước đại dịch đã minh họa, chính sách tiền tệ trong thế kỷ 21 – và hoạt động

ngân hàng trung ương nói chung – được định hình bởi những đổi mới và thay đổi đáng chú ý. Các hành động đa dạng và sâu rộng của Fed trong đại dịch, cũng như tốc độ chúng được quyết định và công bố, từng là điều không tưởng – không chỉ đối với Fed của thập niên 1950 và 1960, dưới sự chủ trì của nhà lãnh đạo hiện đại đầu tiên của Fed là William McChesney Martin Jr. mà còn cả với Fed của thập niên 1990, dưới sự lãnh đạo của một trong những chủ tịch ngân hàng trung ương có ảnh hưởng nhất trong lịch sử, Alan Greenspan. Chính Powell đã thừa nhận: “Chúng tôi đã vượt qua rất nhiều lần ranh đỏ mà trước đây chưa từng vượt qua.”<sup>4</sup>

Cuốn sách này nhằm giúp người đọc hiểu được Fed, cơ quan quản lý chính sách tiền tệ của Mỹ đã làm thế nào để đạt được vị trí như ngày nay, học được gì từ những thách thức đa dạng phải đối mặt và có thể phát triển như thế nào trong tương lai. Tuy tập trung vào Fed, ngân hàng trung ương mà tôi biết rõ nhất, nhưng tôi cũng rút ra kinh nghiệm từ các ngân hàng trung ương lớn khác, những ngân hàng đối mặt với nhiều thách thức tương tự và có những đổi mới quan trọng của riêng họ. Tôi hy vọng cuốn sách này hữu ích cho các nhà kinh tế đồng nghiệp của tôi và sinh viên của họ, nhưng tôi cũng cố gắng làm cho nó dễ tiếp cận với bất kỳ ai quan tâm đến chính sách kinh tế, tài chính hoặc hệ thống ngân hàng trung ương. Khi vai trò của Fed dưới thời Powell trong cuộc khủng hoảng do đại dịch trở nên rõ ràng, việc đánh giá các mục tiêu của Fed, cũng như các công cụ và chiến lược cơ quan này sử dụng để đáp ứng các mục tiêu đó, là điều thiết yếu để có thể hiểu nền kinh tế toàn cầu đương đại.

### **LĂNG KÍNH LỊCH SỬ**

Cuốn sách này xem xét Fed của ngày hôm nay (và ngày mai) chủ yếu thông qua lăng kính lịch sử. Đó là lý do tôi đến với chủ đề này và tôi không có cách nào khác để hiểu được hoàn toàn cách thức mà các công cụ, chiến lược và hoạt động truyền thông của Fed đã biến đổi để đạt được vị trí như ngày nay.

Chính cuộc trò chuyện tôi từng có khi còn là sinh viên sau đại học tại Viện Công nghệ Massachusetts (MIT) cuối thập niên 1970 đã khiến tôi quan tâm đến chính sách tiền tệ. Tôi đến gặp giáo sư trẻ, Stanley Fischer – khi đó là ngôi sao học thuật đang lên, sau này là thống đốc Ngân hàng Israel và phó chủ tịch Fed – để xin lời khuyên về đề tài luận án. Stan, người sau này trở thành giáo sư hướng dẫn luận án và là người dẫn dắt (mentor) tôi, đưa cho tôi cuốn sách dày 860 trang có tên *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Lịch sử tiền tệ Mỹ 1867-1960), của Milton Friedman và Anna Schwartz<sup>5</sup>.

“Hãy đọc cái này,” Stan nói. “Nó có thể khiến cậu thấy chán chết. Nhưng nếu nó khiến cậu hứng thú, cậu có thể cân nhắc học môn kinh tế tiền tệ.”

Cuốn sách này mê hoặc tôi. Nó khiến tôi không chỉ quan tâm đến kinh tế học tiền tệ mà còn cả nguyên nhân của cuộc Đại Khủng hoảng thập niên 1930, chủ đề tôi sẽ thường xuyên quay lại trong các bài viết học thuật của mình. Như Friedman và Schwartz chỉ ra, những học thuyết lỗi thời của các ngân hàng trung ương và sự thiếu sót trong hiểu biết về nền kinh tế đóng vai trò quan trọng trong thập kỷ thảm khốc đó, và điều này thể hiện sức mạnh của các ý tưởng trong việc định hình các sự kiện. Theo tinh thần của Friedman và Schwartz, cuốn sách này dùng lịch sử để giải thích sự phát triển của các chính sách và vai trò của Fed trong nền kinh tế. Và bởi Friedman và Schwartz không thuật lại lịch sử những thập kỷ sau Thế chiến II, nên thời kỳ hậu chiến dường như là thời điểm thích hợp để bắt đầu câu chuyện này. Biết được những bài học về lịch sử của Fed cũng giúp chuẩn bị cho chúng ta khả năng suy đoán tương lai, như tôi sẽ làm cuối sách.

Thật vậy, theo nhiều cách, những năm 1950 và đầu những năm 1960 đánh dấu sự khởi đầu của ngân hàng trung ương hiện đại. Thời điểm đó, Fed không còn bị hạn chế bởi chế độ bản vị vàng của các



thập niên 1920 và 1930, hoặc bởi trách nhiệm, được đảm nhận trong Thế chiến II, là tài trợ cho các khoản nợ thời chiến bằng cách giữ lãi suất thấp. Đó cũng là thời điểm mà những ý tưởng của nhà kinh tế người Anh John Maynard Keynes đang ngày càng có ảnh hưởng ở Mỹ. Keynes qua đời năm 1946, nhưng những người ủng hộ đã phát triển một trường phái kinh tế dựa trên các bài viết của ông về thời kỳ Khủng hoảng để làm nổi bật tiềm năng của các chính sách kinh tế vĩ mô, bao gồm cả chính sách tiền tệ, trong việc chống lại suy thoái kinh tế và kiểm soát lạm phát. Được gọi là trường phái kinh tế học Keynes, ở dạng hiện đại hóa, đây 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 Mỹ thời hậu chiến, cũng như một trong những thất bại hiển hiện nhất của việc hoạch định chính sách kinh tế – cái mà ngày nay chúng ta gọi là Đại Lạm phát. Cho đến khi bị Fed dưới thời Paul Volcker chinh phục trong thập niên 1980 (với cái giá đắt phải trả là tình trạng mất việc làm), Đại Lạm phát đã đe dọa sự ổn định kinh tế và thậm chí cả sự ổn định chính trị của Mỹ. Những gì mà các nhà hoạch định chính sách đã học được, hoặc nghĩ rằng mình đã học được, từ Đại Lạm phát đã định hình sự phát triển của chính sách tiền tệ, và vẫn tiếp tục định hình nó, thậm chí cho đến tận ngày nay.

### **CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG: MỘT SỐ KIẾN THỨC NỀN TẢNG**

Để cung cấp thông tin cơ bản, tôi phác thảo ở đây lịch sử ban đầu của ngân hàng trung ương Mỹ và cung cấp các thông tin cơ bản về Fed: cấu trúc của nó, cách nó được quản lý và cách nó thực hiện các quyết định về chính sách tiền tệ. Sau đó, tôi nêu trước các yếu tố quan trọng cuốn sách này sẽ lập luận là các yếu tố định hình Fed hiện đại, cũng như thúc đẩy những thay đổi đáng chú ý trong các công cụ và chính sách của nó trong những thập kỷ gần đây.

### Những năm đầu tiên

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 phong trào Chiếm Phố Wall – luôn thù địch với ý tưởng tập trung quyền lực trong lĩnh vực tài chính và chính phủ. Ảnh hưởng của chủ nghĩa dân túy giúp giải thích vì sao nước Mỹ thiếu một ngân hàng trung ương có uy tín cho đến khi Fed được thành lập năm 1913, muộn hơn so với nhiều nền kinh tế tiên tiến khác (Ngân hàng Anh ra đời từ năm 1694, ngân hàng trung ương Thụy Điển thậm chí còn sớm hơn). Alexander Hamilton – Bộ trưởng Bộ Tài chính đầu tiên của Mỹ và là người theo chủ nghĩa hiện đại, người hiểu rằng một ngày nào đó nước Mỹ sẽ trở thành một cường quốc công nghiệp và tài chính – đã thành lập một ngân hàng trung ương vào năm 1791, cho dù vấp phải sự phản đối gay gắt của Thomas Jefferson và James Madison, những người có tầm nhìn theo hướng nông nghiệp hơn về nền kinh tế Mỹ. Điều lệ của Ngân hàng Mỹ Đầu tiên (First Bank of the United States) mà Hamilton thành lập hết hiệu lực năm 1811, sau một cuộc bỏ phiếu có kết quả suýt soát tại Quốc hội. Một nỗ lực khác nhằm tái thành lập ngân hàng trung ương ở Mỹ mang tên Ngân hàng Mỹ thứ Hai (Second Bank of the United States), cũng thất bại vào năm 1832 khi Tổng thống Jackson – người không tin tưởng các ngân hàng nói chung và có mối hiềm khích với lãnh đạo Ngân hàng thứ Hai, Nicholas Biddle – phủ quyết việc Quốc hội phục hồi điều lệ. (Thật mỉa mai khi chân dung của Jackson vẫn còn trên tờ 20 đô la của Fed. Ông ấy hẳn phản đối việc này).

Môi trường chính trị của Kỷ nguyên Tiến bộ, giai đoạn từ khoảng những năm 1890 đến những năm 1920, tạo thuận lợi hơn cho việc thành lập một ngân hàng trung ương. Tổng thống Woodrow Wilson làm điều này bằng cách ký Đạo luật Cục Dự trữ liên bang ngày 23 tháng 12 năm 1913. Kiên định với quan điểm tiến bộ của thời đại, ủng hộ các chính sách khoa học, hợp lý để cải

thiện nền kinh tế, Fed mới ra đời được thiết kế để giám sát và giúp ổn định hệ thống ngân hàng thường xuyên bị rối loạn chức năng và được quản lý một cách nhẹ nhàng ở Mỹ. Hệ thống ngân hàng Mỹ trong thế kỷ 19 đã bị ảnh hưởng từ những cuộc tháo chạy và những cơn hoảng loạn thường xuyên xảy ra, và chúng hầu như luôn liên quan đến các cuộc suy thoái, một số khá nghiêm trọng. Cơn hoảng loạn năm 1907, kết thúc nhờ sự can thiệp của nhà tài chính nổi tiếng J. Pierpont Morgan và đồng minh của ông chứ không phải bởi chính phủ, chính là giọt nước làm tràn ly. Quốc hội trở nên quyết tâm trong việc xem xét lại ý tưởng về một ngân hàng trung ương.

Ngân hàng Anh, cơ quan ngân hàng trung ương quan trọng nhất thế giới tại thời điểm đó, là mô hình để học theo. Ngân hàng này có hai trách nhiệm chính. Thứ nhất, họ quản lý nguồn cung tiền ở Anh phù hợp với chế độ bản vị vàng. Đồng bảng Anh, tương tự các loại tiền tệ chính khác, có giá trị cố định tính theo vàng và ngân hàng này điều chỉnh lãi suất ngắn hạn để đảm bảo giá trị đồng bảng Anh ổn định. Thứ hai, và đặc biệt phù hợp với trường hợp nước Mỹ, họ đóng vai trò là người cho vay cuối cùng trong thời kỳ diễn ra sự tháo chạy và hoảng loạn. Nếu người gửi tiền mất niềm tin vào ngân hàng hoặc công ty tài chính khác ở Anh và xếp hàng để rút tiền gửi, thì Ngân hàng Anh sẵn sàng cho các ngân hàng kia vay số tiền cần để trả cho người gửi tiền, và lấy các khoản vay của ngân hàng cùng tài sản khác làm tài sản thế chấp. Miễn là một ngân hàng về cơ bản có khả năng thanh toán thì khoản vay từ Ngân hàng Anh sẽ cho phép ngân hàng đó tiếp tục mở cửa và không phải bán tháo tài sản với giá bèo. Nhờ đó, Vương quốc Anh tránh được vòng lặp của các cuộc khủng hoảng tài chính và bất ổn kinh tế, những thứ gây khó khăn cho Mỹ thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20.

Giống như Ngân hàng Anh, Fed khi mới thành lập được giao các vai trò quan trọng trong việc quản lý lượng cung tiền (theo quy định của chế độ bản vị vàng) và đóng vai trò là người cho vay cuối cùng đối với các ngân hàng chọn tham gia hệ thống Cục Dự trữ Liên

bang – và khi đó các ngân hàng này được gọi là ngân hàng thành viên<sup>i</sup>. Vì chỉ những ngân hàng có khả năng thanh toán mới đủ điều kiện vay từ Fed, nên ngân hàng trung ương mới này cũng được trao quyền kiểm tra sổ sách của ngân hàng thành viên; thẩm quyền này được nó chia sẻ với Cơ quan Kiểm soát tiền tệ (được thành lập trong thời kỳ Nội chiến để giám sát các ngân hàng đặc quyền của tiểu bang) và cơ quan quản lý ngân hàng cấp bang (cơ quan giám sát các ngân hàng được thành lập theo luật của bang). Đến nay, chính sách tiền tệ, giám sát ngân hàng và ứng phó các mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính là những miêu tả khá tốt về trách nhiệm chính của Fed.

Đã có tranh luận diễn ra về việc ngân hàng trung ương mới thành lập này được quản lý từ Washington (như hầu hết các chủ ngân hàng ủng hộ) hay theo cách phi tập trung hơn, nhằm 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 lo ngại sự tập trung quyền lực của các nhóm lợi ích tài chính ở miền đông ưa chuộng). Wilson ủng hộ một sự thỏa hiệp: Fed sẽ bao gồm cả Hội đồng Thống đốc (FRB) ở Washington với quyền giám sát chung và tối đa 12 Fed khu vực, mỗi ngân hàng có đáng kể quyền tự chủ, có trụ sở tại các thành phố lớn ở khắp cả nước. Các thành phố vận động để trở thành địa điểm đặt các Fed khu vực, và cuối cùng, những ngân hàng này đã được thành lập ở Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas và San Francisco. Những thành phố này tới nay vẫn là địa điểm của các Fed khu vực, bất chấp sự dịch chuyển các hoạt động kinh tế về phía tây từ khi Fed được thành lập.

---

i. Các ngân hàng được thành lập theo luật liên bang được yêu cầu tham gia Hệ thống trong khi các ngân hàng được thành lập theo luật của bang có thể chọn có tham gia hay không. Hệ thống ngân hàng Mỹ ngày nay vẫn gồm ba loại ngân hàng: ngân hàng quốc gia, ngân hàng tiểu bang là thành viên của Fed và ngân hàng tiểu bang không phải là thành viên; mỗi ngân hàng lại có sự kết hợp của các cơ quan quản lý khác nhau.

(Khu vực hoạt động của ngân hàng Fed tại San Francisco hiện bao gồm hơn 1/5 hoạt động kinh tế của cả nước Mỹ.)

### **Cuộc Đại Khủng hoảng**

Nền kinh tế Mỹ nhìn chung thịnh vượng trong suốt 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 Khủng hoảng rất phức tạp, nhưng chế độ bản vị vàng quốc tế, được khôi phục sau khi bị hầu hết các quốc gia đình chỉ trong Thế chiến I, là nguyên nhân chính. Đồng hành với chiến tranh là tình trạng lạm phát đáng kể, khi nền tài chính của chính phủ của các quốc gia tham chiến sụp đổ và tình trạng thiếu hàng hóa thiết yếu tăng lên gấp bội. Khi các quốc gia trở lại chế độ bản vị vàng sau chiến tranh, và thiết lập lại mối liên hệ giữa lượng cung tiền và số lượng vàng sẵn có, thì rõ ràng là không có đủ số lượng vàng trên thế giới, và vàng cũng không được phân phối đồng đều giữa các quốc gia, để duy trì giá hàng hóa và dịch vụ ở các mức mới cao hơn.

Một giải pháp có thể là giảm giá trị chính thức của tiền tệ so với vàng, cho phép lượng vàng sẵn có hỗ trợ cho cung tiền và mức giá cao hơn, nhưng ở nhiều quốc gia, 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 làm giảm giá trị thực của trái phiếu.) Thay vào đó, các thỏa thuận mang tính tình thế được đề ra để bù đắp cho sự thiếu hụt vàng. Ví dụ, một số quốc gia đồng ý giữ các loại tiền được đảm bảo bằng vàng, như đồng bảng Anh, thay cho vàng thực tế. Bản thân Ngân hàng Anh, theo thông lệ từ lâu, nắm giữ lượng vàng dự trữ nhỏ khi so với số lượng bảng Anh đang lưu hành, dựa trên niềm tin của nhà đầu tư vào cam kết của nước Anh đối với bản vị vàng chứ không phải số lượng 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, và càng trở nên trầm trọng hơn do những

bất đồng về số tiền nước Đức phải bồi thường chiến tranh và yêu cầu của Mỹ về việc hoàn trả đầy đủ các khoản cho vay thời chiến của nước này cho Anh và Pháp. Rồi chính những xung đột này lại làm lung lay niềm tin vào hệ thống tiền tệ toàn cầu được tái thiết, vốn chủ yếu dựa vào sự tin tưởng và hợp tác lẫn nhau. Khi nỗi sợ hãi và sự bất định gia tăng, các chính phủ và nhà đầu tư ngừng giữ bằng Anh và các công cụ thay thế vàng khác, và thay vào đó cố gắng mua vàng thật, dẫn đến cuộc “tranh giành vàng” trên toàn cầu, bao gồm cả việc tháo chạy đối với lượng vàng do các ngân hàng trung ương nắm giữ. Khi tình trạng thiếu vàng toàn cầu bắt đầu tái xuất, các khoản cung tiền và giá cả sụp đổ ở các quốc gia theo bản vị vàng. Chẳng hạn, giá hàng hóa và dịch vụ của Mỹ giảm 30% trong giai đoạn 1931-1933.

Rồi đến lượt sự giảm phát của mức giá làm nhiều con nợ phá sản – hãy nghĩ đến những nông dân đang cố gắng trả các khoản thế chấp của họ khi giá nông sản giảm mạnh – và điều này góp phần làm suy sụp hệ thống tài chính, và cùng với nó là nền kinh tế<sup>6</sup>. Người gửi tiền sợ hãi tháo chạy dẫn đến những làn sóng phá sản ngân hàng ngày càng nghiêm trọng. Tại Mỹ, hàng nghìn ngân hàng, chủ yếu là ngân hàng nhỏ đã đóng cửa và điều này làm trầm trọng thêm tình trạng kiệt quệ tài chính, làm giảm thêm lượng cung tiền và thắt chặt tín dụng đối với doanh nghiệp và nông dân. Trừ một vài ngoại lệ, cuộc Khủng hoảng diễn ra trên toàn cầu; tuy nhiên, nhất quán với quan điểm rằng chế độ bản vị vàng là nguyên nhân chính dẫn đến suy thoái, nền kinh tế của các quốc gia đã lựa chọn hoặc buộc phải từ bỏ chế độ bản vị vàng từ sớm cũng sẽ phục hồi nhanh hơn.<sup>7</sup>

Năm 1933, Tổng thống mới đắc cử Franklin Roosevelt đưa ra một loạt chính sách mới nhằm chấm dứt Đại Khủng hoảng. Có hai điều đặc biệt quan trọng: Đầu tiên, Roosevelt phá vỡ mối liên hệ giữa đồng đô la và vàng, điều này giúp chấm dứt tình trạng giảm phát của Mỹ và tạo điều kiện cho một sự phục hồi mới, cho đến khi việc thắt chặt tài khóa và tiền tệ quá sớm dẫn đến cuộc suy thoái mới

vào năm 1937.<sup>i</sup> Thứ hai, Roosevelt tuyên bố một ngày “nghỉ lễ” của ngành ngân hàng, đóng cửa tất cả ngân hàng và cam kết chỉ mở lại những ngân hàng có khả năng thanh toán. Cùng với việc tạo ra cơ quan bảo hiểm tiền gửi liên bang của Quốc hội, nhằm bảo vệ người gửi tiền nhỏ khỏi tổn thất do ngân hàng đổ vỡ, kỳ nghỉ lễ đã chấm dứt hoàn toàn cơn hoảng loạn của hệ thống ngân hàng.

Cuốn *A Monetary History of the United States 1867-1960* của Friedman và Schwartz nhấn mạnh vai trò của sự sụp đổ về tiền tệ và giá cả trong việc tạo ra cuộc Đại Khủng hoảng. Ngay sau khi gia nhập Fed, với tư cách là thành viên của FRB, tôi 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 Fed trong thảm họa: “Tôi muốn nói với Milton và Anna: Về cuộc Đại Khủng hoảng. Ông bà đã đúng, chúng tôi gây ra nó. Chúng tôi rất xin lỗi. Nhưng nhờ có ông bà, chúng tôi sẽ không làm điều đó thêm lần nào nữa.”<sup>8</sup>

Đổ lỗi hoàn toàn cho Fed về cuộc Khủng hoảng là một sự phóng đại, nhưng ngân hàng trung ương tương đối mới và thiếu kinh nghiệm này đã hoạt động kém hiệu quả. Việc tăng lãi suất trong thập niên 1920, nhằm mục đích hạ nhiệt đầu cơ trên thị trường chứng khoán, góp phần gây ra cả vụ sụp đổ chứng khoán năm 1929 và cơn suy thoái toàn cầu ban đầu. Việc bám sát tiêu chuẩn bản vị vàng ngăn cản Fed phản ứng thích đáng với tình trạng giảm phát tàn khốc đầu thập niên 1930. Và họ đã làm quá ít trong việc ngăn chặn làn sóng hoảng loạn của giới ngân hàng, dù việc chấm dứt hoảng loạn là một trong những động lực thành lập tổ chức này<sup>ii</sup>. Thất bại của Fed trong việc duy trì sự

---

i. Dấu tích của chế độ bản vị vàng quốc tế vẫn còn cho đến những năm 1970, nhưng sau năm 1933, bản vị vàng về cơ bản không còn ràng buộc đối với các chính sách của Fed.

ii. Những lý do khiến Fed không thể ngăn chặn cơn hoảng loạn ngân hàng của những năm 1930 đang được tranh luận. Hầu hết các ngân hàng vào thời điểm đó đều nhỏ, không được đa dạng hóa và nhanh chóng mất khả năng thanh toán; do đó chúng thiếu tài sản thế chấp để vay từ Fed. Nhiều ngân hàng khác không phải là thành viên của Fed và do đó không đủ điều kiện để nhận các khoản vay từ Fed. Tuy nhiên, hầu hết các nhà sử học đều đồng ý rằng Fed lẽ ra có thể làm nhiều hơn để ổn định hệ thống ngân hàng.

ổn định tiền tệ hoặc tài chính khiến cuộc Đại Khủng hoảng trở nên tồi tệ hơn nhiều so với những gì nó có thể đã diễn ra.

Một hệ quy chiếu thiếu sót – bao gồm cả việc tuân thủ chế độ bản vị vàng vượt quá khả năng tồn tại của chế độ này – là lý do chính khiến Fed và các nhà hoạch định chính sách khác không ngăn chặn được Đại Khủng hoảng. Nhưng vẫn còn lời giải thích khác cho sự thụ động tương đối của Fed trong cuộc khủng hoảng thập niên 1930, được Friedman và Schwartz nhấn mạnh, là cấu trúc phi tập trung và việc thiếu đi sự lãnh đạo hiệu quả của nó. (Benjamin Strong, vị thống đốc có ảnh hưởng của Fed New York (Ngân hàng Dự trữ New York), và là nhà lãnh đạo trên thực tế của hệ thống Fed, đã qua đời vì bệnh lao năm 1928.) Quốc hội giải quyết điểm yếu này bằng cách cải tổ tổ chức của ngân hàng trung ương. Như một phần của Đạo luật Ngân hàng năm 1935, Quốc hội gia tăng quyền lực của FRB ở Washington và giảm quyền tự chủ của Fed khu vực, tạo nên cơ cấu ra quyết định cơ bản của Fed liên bang ngày nay.

Các cải cách này cũng làm tăng tính độc lập của Fed đối với cơ quan hành pháp bằng cách loại bỏ Bộ trưởng Bộ Tài chính và Cơ quan Kiểm soát Tiền tệ (cơ quan quản lý các ngân hàng đặc quyền toàn quốc) khỏi FRB và, trong một bước có tính biểu tượng quan trọng, chuyển FRB ra khỏi vị trí cũ trong Bộ Tài chính đến trụ sở mới hoành tráng hơn, một dự án của Cơ quan Quản lý Tiến độ Công việc Mỹ trên Đại lộ Constitution ở Washington, đối diện với Trung tâm thương mại. Tòa nhà này sau đó được đặt theo tên của Marriner Eccles, Chủ tịch FRB 1934-1948. Eccles là nhân vật quan trọng trong việc xây dựng Đạo luật Ngân hàng năm 1935 và là người cuối cùng lấp đầy khoảng trống lãnh đạo do Strong qua đời để lại. Trái ngược với nhiều người tiền nhiệm tại Fed, Eccles nhận ra rằng hành động mạnh mẽ của chính phủ là cần thiết để chống Đại Khủng hoảng, và ý tưởng của ông – mà một số trong đó dự báo các lý thuyết của Keynes – giúp hình thành cơ sở cho Chính sách Kinh tế mới (New Deal) của Roosevelt.



Đại Khủng hoảng kéo dài cho đến khi nỗ lực chiến tranh quy mô lớn năm 1941-1945 đẩy nền kinh tế Mỹ đến tình trạng toàn dụng lao động (full employment) và hơn thế nữa. Trong và ngay sau chiến tranh, theo yêu cầu của Bộ Tài chính, Fed giữ lãi suất ở mức thấp để giảm chi phí tài trợ cho chiến tranh của chính phủ. Sau chiến tranh, trước những hành động thù địch mới, Tổng thống Truman ép Fed giữ lãi suất ở mức thấp. Nhưng các nhà lãnh đạo của Fed lo ngại lãi suất quá thấp sẽ gây ra lạm phát, vốn đã tăng lên khi sự kết thúc chế độ phân phối thời chiến thúc đẩy nhu cầu đối với hàng tiêu dùng. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 1, Fed phản đối, và tháng 3 năm 1951, Bộ Tài chính và Fed đã đồng ý rằng Fed sẽ loại bỏ dần việc cố định lãi suất, cho phép tổ chức này tự do sử dụng chính sách tiền tệ để thúc đẩy các mục tiêu kinh tế vĩ mô, bao gồm cả việc ổn định lạm phát. Thỏa thuận lịch sử này, được gọi là Hiệp định Kho bạc-Fed năm 1951, giúp tạo ra nền tảng cho chính sách tiền tệ hiện đại.

### **Cấu trúc của Cục Dự trữ Liên bang**

Cấu trúc của Fed ngày nay phần lớn phản ánh các lựa chọn của Quốc hội được đưa ra khi cơ quan này được thành lập năm 1913 và trong cuộc cải cách vào năm 1935.

Khi mới được thành lập, Fed bao gồm FRB ở Washington và 12 Ngân hàng Dự trữ. Bảy thành viên của FRB được Tổng thống đề cử và Thượng viện xác nhận với nhiệm kỳ 14 năm, so le nhau. Chủ tịch và phó chủ tịch FRB – và, từ khi thông qua cải cách quy định vào năm 2010, có thêm phó chủ tịch thứ hai chịu trách nhiệm giám sát chính hoạt động giám sát ngân hàng – cũng được Tổng thống đề cử và được Thượng viện xác nhận với nhiệm kỳ bốn năm. Không giống như các Bộ trưởng trong Nội các, theo luật, các thành viên FRB không thể bị Tổng thống sa thải vì những khác biệt về chính sách, mà chỉ có thể vì hành vi sai trái hoặc thông qua việc luận tội của Quốc hội.

Phản ánh những thỏa hiệp được đưa ra khi thành lập Fed, 12 Ngân hàng Dự trữ về mặt kỹ thuật là các tổ chức tư nhân, mặc dù được thành lập với mục đích công. Mỗi ngân hàng này có một hội đồng quản trị, gồm các chủ ngân hàng địa phương, doanh nhân và lãnh đạo cộng đồng. Hội đồng này giúp giám sát hoạt động của Ngân hàng Dự trữ tương ứng, và điều quan trọng là các thành viên (không bao gồm các chủ ngân hàng từ năm 2010) sẽ chọn ra chủ tịch của ngân hàng này, với điều kiện phải được FRB ở Washington chấp thuận.

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

Có ngoại lệ rất quan trọng đối với nguyên tắc mà Hội đồng dựa vào để thiết lập các chính sách của Fed: *chính sách tiền tệ*, bao gồm việc thiết lập lãi suất ngắn hạn và các biện pháp khác nhằm tác động đến các điều kiện tài chính tổng thể và thông qua đó là sự ổn định của nền kinh tế. Theo luật, chính sách tiền tệ được đưa ra bởi

---

i. Vốn của một ngân hàng, đại khái là phần tài sản vượt trội so với nợ phải trả, do đó bằng với vốn chủ sở hữu của các cổ đông. Vốn sẵn có để bù đắp 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 lượng vốn lớn sẽ ít có nguy cơ phá sản hơn.

nhóm lớn hơn có tên là Ủy ban Thị trường mở Liên bang (viết tắt là FOMC hoặc Ủy ban). Các cuộc họp của FOMC có sự tham dự của 19 nhà hoạch định chính sách (khi không có vị trí nào trống), bao gồm bảy thành viên FRB và 12 chủ tịch Ngân hàng Dự trữ, cùng với các nhân viên của Hội đồng và tất cả các Ngân hàng Dự trữ. Theo truyền thống, FOMC mỗi năm lại bầu chủ tịch Hội đồng làm chủ tịch của ủy ban. FOMC họp tám lần mỗi năm xung quanh chiếc bàn lớn bằng gỗ gụ và đá granit đen trong phòng họp của tòa nhà Eccles ở Washington. Chủ tịch cũng có thể triệu tập các cuộc họp đột xuất, trước đây được tổ chức qua điện thoại và giờ là hội nghị video.

Các quy tắc bỏ phiếu của FOMC rất phức tạp. Trong 19 thống đốc và chủ tịch tham gia, chỉ có 12 người được bỏ phiếu tại bất kỳ cuộc họp nào. Bảy thành viên FRB và chủ tịch Fed New York (người cũng theo truyền thống là phó chủ tịch của FOMC) bỏ phiếu tại tất cả các cuộc họp. Bốn phiếu bầu còn lại luân phiên hàng năm thuộc về 11 vị chủ tịch của các Ngân hàng Dự trữ còn lại. Thiết kế phức tạp này cho phép các chủ tịch Fed khu vực có tiếng nói nhưng trao quyền đa số (tùy thuộc vào việc FRB có chỗ trống không) cho các thành viên FRB được chỉ định về mặt chính trị<sup>i</sup>. Theo 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 những người bỏ phiếu sẽ được gọi là thành viên.

Chủ tịch Fed, với quyền hạn của chủ tịch của FOMC, chỉ có một phiếu bầu về chính sách tiền tệ, nhưng khả năng thiết lập chương trình nghị sự và đề xuất các hành động chính sách, cùng với truyền thống ra quyết định đồng thuận của FOMC, khiến chủ tịch trở thành người đứng đầu có nhiều ảnh hưởng nhất trong số những người ngang hàng. Phó chủ tịch FRB và chủ tịch Fed New York cũng thường có ảnh hưởng khá lớn và làm việc chặt chẽ với chủ tịch.

---

i. Các vị trí do Tổng thống bổ nhiệm. (ND)

Tất nhiên, cuối cùng thì 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 đưa ra trong Đạo luật Cải cách Cục Dự trữ Liên bang năm 1977, được gọi là *nhiệm vụ kép* (dual mandate): Chỉ thị của Quốc hội dành cho FOMC là theo đuổi các mục tiêu kinh tế về việc làm tối đa và giá cả ổn định. Mặc dù các mục tiêu chính sách tiền tệ của Fed được quy định trong luật, các nhà hoạch định chính sách của Fed chịu trách nhiệm quản lý lãi suất và các công cụ chính sách khác để đạt được các mục tiêu đó. Theo cách phân biệt do Stanley Fischer phổ biến, Fed không có mục tiêu độc lập – các mục tiêu đều do Tổng thống và Quốc hội đặt ra, thông qua luật – nhưng lại có, ít nhất về nguyên tắc, cái mà tôi gọi là sự độc lập về mặt chính sách, tức là khả năng sử dụng các công cụ chính sách của mình khi họ cảm thấy phù hợp để đạt được những mục tiêu bắt buộc đó một cách tốt nhất<sup>9</sup>. Các khía cạnh khác nhau trong cơ cấu của Fed – bao gồm nhiệm kỳ thống đốc dài hạn, chồng chéo; quy định rằng Tổng thống không thể sa thải thống đốc 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 Fed chi trả cho các hoạt động của mình từ tiền lãi từ chứng khoán mà mình sở hữu thay vì dựa vào nguồn vốn phân bổ của Quốc hội cũng giúp bảo vệ tổ chức này khỏi những áp lực chính trị ngắn hạn, cho phép họ hành động độc lập hơn so với các cơ quan nội các và tập trung nhiều hơn vào kết quả có tính lâu dài hơn.

### **Bảng cân đối kế toán và chính sách tiền tệ của Fed**

Giống như bất kỳ ngân hàng nào, Fed có bảng cân đối tài sản và nợ phải trả<sup>1</sup>. Họ có hai khoản nợ chính: tiền tệ – tiền mặt, được gọi

---

i. Chính xác hơn, mỗi Fed khu vực có bảng cân đối kế toán riêng, một di sản của thời gian khi mỗi Fed khu vực đóng vai trò là người cho vay cuối cùng độc lập đối với các ngân hàng trong khu vực của mình. Tổng hợp lại, các bảng cân đối của Fed khu vực tạo thành bảng cân đối chung của Fed.

là giấy bạc của Fed và các khoản dự trữ ngân hàng. Một lượng lớn đáng kể tiền tệ của Mỹ đang được lưu hành – khoảng 2,15 nghìn tỉ đô la năm 2021, tương đương hơn 6.000 đô la cho mỗi người Mỹ. (Tất nhiên, rất ít người Mỹ nắm giữ nhiều tiền mặt như vậy; một lượng lớn đô la được nắm giữ ở nước ngoài, thường như lá chắn để chống lại lạm phát hoặc sự bất ổn của đồng nội tệ.)

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

Một ngân hàng muốn có thêm dự trữ có thể vay từ một ngân hàng khác, thường là qua đêm. Lãi suất các ngân hàng tính cho nhau để vay dự trữ được gọi là lãi suất quỹ liên bang. Tuy có tên gọi này nhưng lãi suất quỹ liên bang lại do thị trường quyết định. Mặc dù vậy, nói ngắn gọn, lãi suất quỹ là một loại lãi suất quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ. Trong phần lớn lịch sử hiện đại của mình, FOMC 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, các khoản nắm giữ chính của Fed là chứng khoán Kho bạc Mỹ (nợ của chính phủ liên bang) với các kỳ hạn khác nhau, và chứng khoán được đảm bảo bằng thế chấp (mortgage-backed securities – MBS, chứng khoán kết hợp một số lượng lớn các khoản thế chấp riêng lẻ). MBS do Fed nắm giữ được các doanh nghiệp do chính phủ tài trợ (government-sponsored

enterprises) gọi tắt là GSE phát hành. GSE, bao gồm các tổ chức có biệt danh Fannie Mae, Freddie Mac và Ginnie Mae, là những doanh nghiệp được chính phủ liên bang thành lập để tạo điều kiện thuận lợi cho dòng tín dụng chảy vào thị trường nhà đất. Toàn bộ chứng khoán do các 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 cho một ngân hàng vay, với vai trò là người cho vay cuối cùng – sẽ được coi là tài sản.

Bảng cân đối kế toán của Fed thường cung cấp thông tin về các khoản thu nhập đáng kể. Về mặt tài sản, Fed nhận được tiền lãi từ chứng khoán mà họ nắm giữ. Về trách nhiệm pháp lý, họ trả lãi cho các khoản dự trữ ngân hàng chứ không phải tiền tệ. Họ sử dụng một phần thu nhập để chi trả cho các hoạt động của chính mình nhưng sẽ gửi phần lớn số tiền này 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 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, FOMC sẽ tăng mức lãi suất mục tiêu (hoặc gần đây hơn là phạm vi lãi suất mục tiêu) cho lãi suất quỹ liên bang.

Trong những năm gần đây, Fed tác động đến lãi suất quỹ bằng cách thay đổi hai loại lãi suất được quản lý, bao gồm cả lãi suất trả cho các ngân hàng đối với khoản dự trữ mà họ nắm giữ tại Fed. Tuy nhiên, trong suốt phần lớn lịch sử hiện đại của mình, Fed tăng lãi suất quỹ bằng cách tạo ra sự thiếu hụt dự trữ ngân hàng, từ đó khiến chính các ngân hàng phải tăng lãi suất quỹ. Để giảm nguồn cung dự trữ ngân hàng, Fed, thông qua Bàn Thị trường Mở tại Fed New York, bán chứng khoán Kho bạc cho nhà đầu tư tư nhân, sử dụng một nhóm các công ty tài chính tư nhân được chỉ định gọi là *đại lý chính* (primary dealer). Khi nhà đầu tư trả tiền mua chứng khoán, dự trữ trong hệ thống ngân hàng cũng giảm tương đương. (Hãy coi như thể người mua chứng khoán đang viết séc cho Fed; để thanh toán những séc đó,

ngân hàng của người mua phải rút dự trữ của họ.) Với ít khoản dự trữ khả dụng hơn, mức lãi suất (giá) mà các ngân hàng phải trả để vay dự trữ của nhau sẽ tăng lên một cách tự nhiên, như dự định của FOMC. Tương tự, để hạ thấp lãi suất quỹ liên bang (giá của khoản dự trữ đi vay), Bàn Thị trường Mở 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 cả việc mua chứng khoán quy mô lớn cấu thành QE, cũng sử dụng những thay đổi trong bảng cân đối kế toán của Fed.

Bởi 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 tác động đến các điều kiện tài chính trên phạm vi rộng 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 cho lãi suất quỹ, và điều này sẽ ảnh hưởng đến các biến số tài chính khác. Ví dụ: lãi suất quỹ thấp hơn thường đi kèm với lãi suất thấp hơn đối với chứng khoán thế chấp và trái phiếu doanh nghiệp (các khoản hỗ trợ chi tiêu cho nhà ở và đầu tư vốn), giá cổ phiếu cao hơn (làm tăng chi tiêu bằng cách tăng của cải) và đồng đô la yếu hơn (điều sẽ khuyến khích xuất khẩu bằng cách làm giá cả hàng hóa Mỹ rẻ hơn). Để thắt chặt các điều kiện tài chính, FOMC sẽ nâng mục tiêu của lãi suất quỹ và đảo ngược những tác động của chính sách nới lỏng.

## **LUẬN ĐỀ CỦA SÁCH**

Như phản ứng của Fed dưới thời Powell đối với đại dịch cho thấy, các công cụ, khung chính sách và cách truyền thông của Fed đã thay đổi hoàn toàn từ năm 1951, khi Hiệp định Kho bạc-Fed giải phóng ngân hàng trung ương khỏi việc theo đuổi các mục tiêu kinh tế vĩ mô. Luận đề thống nhất của sách 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 kết quả của ba diễn biến kinh tế

rộng lớn mà khi kết hợp lại – định hình cách thức ngân hàng trung ương xem xét các mục tiêu và hạn chế của mình.

Diễn biến đầu tiên trong số này là *sự thay đổi liên tục về hành vi của lạm phát và cụ thể là mối quan hệ của tình trạng này với việc làm*. Từ thập niên 1950, chính sách tiền tệ của Mỹ bị ảnh hưởng nặng nề bởi quan điểm của các nhà kinh tế và hoạch định chính sách về mối quan hệ giữa lạm phát và thị trường lao động. Các nhà hoạch định chính sách của thập niên 1960 và 1970 đều đánh giá sai mối quan hệ này và không xem xét các tác động gây bất ổn của cái mà các nhà kinh tế gọi là “tâm lý lạm phát”, đó là hai sai lầm góp phần vào sự gia tăng giá cả nhanh chóng trong một thập kỷ rưỡi – thời kỳ Đại Lạm phát (Great Inflation).

Việc khôi phục uy tín chống lạm phát của Fed trong các thập niên 1980 và 1990 dưới thời chủ tịch Volcker và Greenspan mang lại những lợi ích quan trọng, và việc kiểm soát lạm phát trở thành trọng tâm trong chiến lược chính sách của Fed thời gian đó. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy, những năm tiếp theo chứng kiến những thay đổi đáng kể trong hành vi của lạm phát, bao gồm cả sự yếu đi rõ rệt trong mối quan hệ giữa lạm phát và thất nghiệp. Các nhà hoạch định chính sách tiền tệ cũng nhận ra rằng sau năm 2000, lạm phát có thể ở mức quá thấp hoặc quá cao. Những thay đổi này dẫn đến các chiến lược và chiến thuật mới về chính sách, trong đó có một khung mới từ Fed của Chủ tịch Powell vào tháng 8 năm 2020. Sau đó, năm 2021, tình trạng thiếu hụt và tắc nghẽn liên quan đến việc mở cửa trở lại sau đại dịch khiến lạm phát gia tăng mạnh, dù thực tế là việc làm vẫn ở dưới mức trước đại dịch. Vì 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 trong 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, mức lãi suất chung ngay cả khi chính sách tiền tệ không bổ sung các biện pháp kích thích



nền kinh tế cũng thấp hơn nhiều so với trước đây. Quan trọng hơn, điều đó làm giảm phạm vi cắt giảm lãi suất của Fed và các ngân hàng trung ương khác 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 ngừng hoạt động vì đại dịch, lãi suất quỹ liên bang về 0, nhưng nền kinh tế vẫn cần nhiều biện pháp kích thích hơn nữa. Làm thế nào Fed và các ngân hàng trung ương khác có thể hỗ trợ nền kinh tế khi mà lãi suất ngắn hạn ở mức gần như 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 chính phủ và thuế – đóng vai trò gì trong việc ổn định nền kinh tế?

Diễn biến thứ ba và là diễn biến dài hạn cuối cùng là *sự gia tăng rủi ro bất ổn tài chính hệ thống*. Fed được thành lập để giúp giữ cho hệ thống tài chính ổn định, tránh sự hoảng loạn và sụp đổ gây nguy hiểm cho nền kinh tế. Nó không đạt được điều đó trong thời kỳ Khủng hoảng. Trong khoảng thời gian giữa Thế chiến II cho tới cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009, nước Mỹ phải đối mặt với các mối đe dọa định kỳ, nhưng cuối cùng chỉ có tính hạn chế, đối với sự ổn định tài chính. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cho thấy sự bất ổn tài chính nghiêm trọng không phải là hiện tượng hiếm gặp trong lịch sử hay là 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 cả những nền kinh tế tiên tiến nhất và những hệ thống tài chính phức tạp nhất. Cuộc khủng hoảng 2007-2009 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 mở rộng hơn nữa bộ công cụ chống khủng hoảng của mình trong cuộc khủng hoảng do đại dịch gây ra vào tháng 3 năm 2020. Sự bất ổn gia tăng cũng thúc đẩy những cải cách pháp lý quan trọng và việc giám sát chặt chẽ hơn hệ thống tài chính. Những biện pháp đó liệu đủ chưa? Còn những gì khác có thể được thực hiện? Ở mức độ nào, nếu có, chính sách tiền tệ nên tính đến rủi ro ổn định tài chính?

Ba yếu tố này chủ yếu có tính kinh tế, nhưng để hiểu được các lựa chọn chính sách của Fed, cũng cần chú ý đến môi trường chính trị và xã hội. Trong các yếu tố quyết định chính trị quan trọng nhất đối với việc ra quyết định của Fed, cần nói tới mức độ độc lập mà tổ chức này được hưởng. Như chúng ta đã thấy, các khía cạnh trong cấu trúc của Fed, như nhiệm kỳ dài hạn của các thống đốc và quyền tự chủ ngân sách, thúc đẩy sự độc lập về chính sách của nó. Mặt khác, Quốc hội có thể thay đổi cấu trúc và quyền hạn của Fed bất kỳ 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. Lý do có tính hiện đại để lý giải cho sự độc lập của ngân hàng trung ương là gì? Khi nào ngân hàng trung ương nên hợp tác với Bộ Tài chính hoặc các bộ phận khác của chính phủ? Chính sách tiền tệ và tài khóa có nên được phối hợp nhiều hơn không? Fed có nên đóng vai trò trong việc theo đuổi các mục tiêu xã hội rộng lớn hơn, như giảm bất bình đẳng kinh tế hoặc giảm thiểu biến đổi khí hậu?

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