

Kinh nghiệm của Thụy Điển trong việc điều hành chính sách tiền tệ Để kiểm soát lạm phát

TS. Hà Minh Sơn
Nguyễn Thị Thương Giang

Ngân hàng trung ương (NHTW) Thụy Điển là một trong những NHTW phát triển bậc nhất thế giới và được thế giới đánh giá cao trong việc điều hành Chính sách tiền tệ (CSTT) thành công để kiểm soát lạm phát và tăng trưởng kinh tế bền vững. Trong phạm vi bài viết này, chúng tôi xin đề cập những kinh nghiệm mà NHTW Thụy Điển đã thực hiện trong thời gian qua.

Thứ nhất, Lãi suất Repo:

Hiện nay công cụ chính mà NHTW Thụy Điển sử dụng để



thực thi CSTT là lãi suất Repo. Thông qua lãi suất Repo, NHTW Thụy Điển thực hiện cung ứng thanh khoản cho các ngân hàng thương mại để điều tiết lãi suất thị trường theo hai phương thức sau: (1) Tiến hành nghiệp vụ đấu thầu Repo một tuần một lần với mức lãi suất Repo do NHTW Thụy Điển ấn định; và (2) Tiến hành nghiệp vụ điều tiết thanh khoản vào cuối mỗi ngày (cho vay hoặc nhận tiền gửi đối với

các NHTM) với mức lãi suất gần với lãi suất Repo (lãi suất cho vay cao hơn và lãi suất tiền gửi thấp hơn chút ít so với lãi suất Repo) (Hiện nay NHTW Thụy Điển đang áp dụng mức lãi suất điều tiết thanh khoản là $\text{Repo} + 0.1\%$ đối với lãi suất cho vay và $\text{Repo} - 0.1\%$ đối với lãi suất tiền gửi.). Quy định này nhằm khuyến khích các NHTM tham gia vào nghiệp vụ đấu thầu Repo. Chúng ta sẽ xem xét cụ thể về hai nghiệp vụ này của NHTW Thụy Điển:

Nghiệp vụ đấu thầu Repo:

Một tuần trước phiên đấu thầu, NHTW Thụy Điển căn cứ vào (i) mức lạm phát hiện hành; (ii) mức lạm phát dự báo; (iii) khối lượng thanh khoản cần cung ứng cho hệ thống ngân hàng; và (iv) và các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô khác để quyết định mức *Lãi suất Repo* và sẽ công bố mức lãi suất trước các phiên đấu thầu vào thứ ba hàng tuần, lúc 9h30 sáng. Sau đó, trên thị trường mở, nghiệp vụ này được thực hiện một tuần một lần. Ngay sau khi NHTW Thụy Điển công bố lãi

suất Repo (Về nguyên tắc, có thể lựa chọn một tần suất khác cho nghiệp vụ đấu thầu Repo, nhưng tần suất đó nhất thiết phải ngắn hơn tần suất đưa ra các quyết định đối với lãi suất Repo), để cung ứng cho toàn hệ thống một khối lượng vốn dựa trên cơ sở dự báo mức thanh khoản của toàn hệ thống ngân hàng (Sự thiếu hụt về thanh khoản trên góc độ toàn hệ thống có nghĩa là số vốn thừa ở một số ngân hàng không đủ để bù đắp cho số vốn thiếu hụt ở một số ngân hàng khác.) thông qua hệ thống theo dõi trực tuyến (online). Nghiệp vụ đấu thầu Repo là đấu thầu về khối lượng với mức lãi suất ấn định (Repo) nhằm mục đích phân bổ khối lượng cần cung ứng cho toàn hệ thống ngân hàng (mà NHTW Thụy Điển đã dự báo) cho các NHTM tham gia dự thầu. Trong giai đoạn hiện nay, NHTW Thụy Điển chỉ cung ứng thanh khoản cho hệ thống thông qua việc đấu thầu đối với các hợp đồng mua lại với lãi suất Repo. Tuy nhiên, khi cần rút bớt tiền trong lưu thông, NHTW Thụy Điển có thể phát hành giấy tờ có giá với tên

gọi “Chứng chỉ tiền gửi NHTW Thụy Điển” và bán cho các NHTM thông qua các hoạt động đấu thầu tương tự.

Nghị vụ điều tiết thanh khoản:

Vì nghiệp vụ đấu thầu Repo chỉ thực hiện một tuần 1 lần nên hàng ngày, khi có sự thiếu hụt về thanh khoản trên góc độ toàn bộ hệ thống thì NHTW Thụy Điển sẽ xác định số vốn cần tiếp ứng và chủ động đề nghị cho vay cầm cố giấy tờ có giá đối với ngân hàng nào thiếu vốn, với lãi suất Repo+0.1% (lãi suất này tương tự như lãi suất chiết khấu cho NHNN VN quy định và vốn được coi là “mức sàn”). Trường hợp có dư thừa thanh khoản trên góc độ toàn bộ hệ thống thì NHTM có thể gửi tại NHTW Thụy Điển và được hưởng mức lãi suất Repo - 0.1%. (Mức lãi suất cho vay hoặc lãi suất tiền gửi này vẫn chênh lệch 0.1% so với lãi suất Repo là nhằm mục đích khuyến khích các NHTM tham gia vào nghiệp vụ đấu thầu Repo)

Một điểm cần đặc biệt lưu ý là, khi không có sự thiếu hụt thanh khoản trên góc độ toàn bộ hệ thống (tức là số vốn thừa ở một số ngân hàng vẫn đủ để bù đắp được sự thiếu hụt về vốn ở một số ngân hàng khác) nhưng một ngân hàng đơn lẻ thiếu vốn mà vì một lý do nào đó không thể vay được từ các ngân hàng khác thì ngân hàng đó có thể đề nghị vay vốn từ NHTW Thụy Điển nhưng phải chịu lãi suất Repo+0.75%. Đây có thể coi là “mức lãi suất trần”, tương tự như mức lãi suất

tái cấp vốn do NHNN Việt Nam quy định. Trường hợp ngược lại thì ngân hàng đó có thể gửi tại NHTW Thụy Điển, nhưng chỉ được hưởng mức lãi suất Repo-0.75%.

Như vậy, chính sách của NHTW Thụy Điển là khuyến khích các NHTM cho vay lẫn nhau khi không có sự thiếu hụt hay dư thừa thanh khoản trên góc độ toàn bộ hệ thống. Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi Repo $\pm 0.75\%$ tạo ra động cơ làm cân bằng sự thiếu hụt hoặc dư thừa thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng. Các NHTM luôn thấy rằng họ có khả năng giải quyết nhu cầu vốn của mình trên thị trường liên ngân hàng với mức lãi suất xoay quanh lãi suất Repo do NHTW Thụy Điển quy định. Do đó mức lãi suất Repo luôn là cơ sở để các NHTM định ra lãi suất cho vay của mình. Đây chính là phương pháp điều hành lãi suất của NHTW Thụy Điển để hướng tới mục tiêu cuối cùng là kiểm soát lạm phát.

Có thể thấy rằng chính vì lý do mục tiêu trung gian là lãi suất thị trường và mục tiêu cuối cùng chỉ là kiểm soát lạm phát nên (như đã nêu trong phần trình bày về quá trình điều hành công cụ CSTT của NHTW Thụy Điển) việc dự báo vốn khả dụng của hệ thống NHTM đối với NHTW Thụy Điển là cực kỳ quan trọng để làm cơ sở cho việc ấn định lãi suất Repo và dự báo được khối lượng thanh khoản cần thiết để đưa ra đấu thầu cũng như điều

tiết thanh khoản.

Điểm giống nhau giữa *Nghị vụ điều tiết thanh khoản* và *Nghị vụ đấu thầu Repo* là ở chỗ hai nghiệp vụ này đều căn cứ vào dự báo về tình hình vốn khả dụng của toàn hệ thống từ hệ thống thanh toán trực tuyến. Tuy nhiên, hai nghiệp vụ nêu trên cũng có những điểm khác nhau về: (i) tần suất thực hiện (hàng ngày đối với nghiệp vụ điều tiết thanh khoản và hàng tuần đối với nghiệp vụ đấu thầu Repo); (ii) nghiệp vụ đấu thầu Repo được tiến hành trên cơ sở dự báo tình hình thanh khoản của một tuần trước khi đấu thầu; còn nghiệp vụ điều tiết thanh khoản thì bù đắp về chênh lệch thanh khoản thực tế xảy ra trong toàn hệ thống ngân hàng sau khi đã kết thúc phiên đấu thầu Repo; và (iii) lãi suất áp dụng cũng khác nhau (nghiệp vụ đấu thầu Repo là lãi suất Repo còn nghiệp vụ điều tiết thanh khoản là Repo $\pm 0.1\%$).

Các loại giấy tờ có giá được NHTW Thụy Điển nhận cầm cố:

Việc cho vay của NHTW Thụy Điển đối với NHTM theo các nghiệp vụ nêu trên luôn kèm theo yêu cầu về cầm cố giấy tờ có giá. Các giấy tờ cầm cố được NHTW Thụy Điển chấp nhận khá đa dạng, bao gồm: (i) Chứng khoán nợ của Chính phủ (tín phiếu kho bạc, trái phiếu Chính phủ); (ii) Các giấy tờ có giá do các công ty (tư nhân) và chính quyền địa phương phát hành có xếp hạng từ A trở lên; và (iii) Một số giấy tờ có giá do các tổ chức,

cá nhân nước ngoài phát hành.

Thứ hai, Chính sách tỉ lệ dự trữ bắt buộc bằng 0:

Theo quy định của Luật, NHTW Thụy Điển có thể quyết định mức dự trữ bắt buộc tối thiểu đối với các tổ chức tín dụng. Tỉ lệ này trong khoảng từ 0 đến 15%. Tuy nhiên, hiện nay NHTW Thụy Điển đang áp dụng tỉ lệ dự trữ bắt buộc = 0). Đây cũng là điểm khác đối với NHNN VN xuất phát từ hai lý do chính sau:

- Mục tiêu trung gian của NHTW Thụy Điển là kiểm soát lãi suất thị trường, NHTW Thụy Điển không có ý định, cũng như không sử dụng các công cụ để tác động tới cung về tiền tệ, dù là khối tiền mở rộng hay khối tiền thu hẹp, nên NHTW Thụy Điển không sử dụng công cụ dự trữ bắt buộc nhằm kiểm soát mức ứng tiền. Còn ở Việt Nam, do sử dụng M2 làm mục tiêu trung gian nên đương nhiên công cụ dự trữ bắt buộc vẫn phải được duy trì để kiểm soát M2.

- Thụy Điển có một thị trường liên ngân hàng hoạt động hiệu quả và một hệ thống thanh toán hiện đại, an toàn; NHTW Thụy Điển có khả năng giải quyết sự mất cân đối kịp thời của hệ thống ngân hàng thông qua nghiệp vụ điều tiết thanh khoản. Mặt khác, ngay bản thân hệ thống NHTM của Thụy Điển, sau bề dày của nhiều năm phát triển cũng đã đảm bảo được sự an toàn của chính họ trước công chúng (khi không có những đột biến bất thường xảy ra) như giai đoạn

hiện nay. Vì vậy, vai trò đảm bảo an toàn của dự trữ bắt buộc đối với các NHTM trở lên không thực sự cần thiết.

Thứ ba, Chính sách tỉ giá thả nổi hoàn toàn:

Kể từ năm 1999 Thụy Điển thực hiện chính sách tỉ giá thả nổi theo thị trường. Theo luật, các vấn đề quan trọng về chính sách tỉ giá thuộc trách nhiệm của Chính phủ Thụy Điển (sau khi tham khảo ý kiến của NHTW Thụy Điển), sau đó được NHTW Thụy Điển triển khai thực hiện. Vì chính sách tỉ giá là thả nổi nên NHTW Thụy Điển không can thiệp trên thị trường hối đoái. Chính vì vậy, trên bảng cân đối tài sản của NHTW Thụy Điển, dự trữ ngoại hối gần như cố định, không biến động nhiều theo thời gian. Về phía các NHTM và các doanh nghiệp, tình trạng dư thừa hoặc thiếu hụt ngoại hối cũng được giải quyết nhanh chóng bằng hoạt động cho vay hoặc đi vay thông qua một thị trường hoạt động hiệu quả.

Thứ tư, Chính sách kiểm soát tăng trưởng tín dụng:

Trên thực tế, một số NHTW có thể sử dụng mục tiêu trung gian là kiểm soát tăng trưởng tín dụng qua đó kiểm soát lạm phát, thay vì sử dụng mức cung tiền làm mục tiêu trung gian. Nhưng NHTW Thụy Điển cho rằng ở các nước đang phát triển (ví dụ như Việt Nam), do quy mô và khả năng tài chính của các doanh nghiệp còn hạn chế, đồng thời các kênh huy động vốn khác như thị trường chứng khoán cũng

chưa phát triển nên ở các nước này nguồn vốn hoạt động của các doanh nghiệp phụ thuộc hầu hết vào hệ thống ngân hàng. Chính vì vậy mà chính sách lãi suất có thể tác động mạnh hơn đến đầu tư thông qua kênh tín dụng. Do đó, khi lãi suất ngân hàng tăng lên, các doanh nghiệp vừa và nhỏ với độ tín nhiệm trên thị trường còn thấp không thể tự phát hành cổ phiếu, trái phiếu nhằm thu hút vốn từ công chúng, do đó sẽ phải thu hẹp sản xuất và đầu tư. Vì vậy tổng mức tín dụng có thể giảm xuống rõ rệt, qua đó tác động làm giảm tổng cầu trong nền kinh tế, lạm phát vì vậy mà giảm theo.

Trong khi đó, ở các nước phát triển, cụ thể là Thụy Điển, khi lãi suất ngân hàng tăng lên, doanh nghiệp có thể sử dụng các hình thức huy động vốn khác như: huy động trực tiếp thông qua việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu (Tất nhiên điều này có thể không phải lúc nào cũng đúng. Lãi suất ngân hàng và tình hình thị trường cổ phiếu, trái phiếu cũng có sự tác động qua lại lẫn nhau) (do thị trường vốn đã phát triển và nhiều doanh nghiệp có độ tín nhiệm cao); hoặc vay vốn từ nước ngoài.v.v. Chính vì vậy mà việc thay đổi lãi suất của ngân hàng tác động không thật nhiều đến tăng trưởng tín dụng do đó tác động đến lạm phát nên NHTW Thụy Điển không dùng mục tiêu tăng trưởng tín dụng để kiểm soát lạm phát./.