

MỐI QUAN HỆ GIỮA TỶ GIÁ, LẠM PHÁT VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ Ở VIỆT NAM

Ths. Trần Thị Liễu* - PGS.TS. Hà Minh Sơn*

Tỷ giá hối đoái là một trong những biến số quan trọng ảnh hưởng đến sự cân bằng của nền kinh tế. Sự biến động của tỷ giá có thể dẫn đến những tác động trực tiếp và gián tiếp lên mức lạm phát và khả năng tăng trưởng kinh tế. Trong khi đó, lạm phát, với vai trò là một chỉ số đo lường sự tăng giá của hàng hóa và dịch vụ, lại có khả năng làm biến đổi sức mua của đồng tiền, ảnh hưởng đến tổng cầu và tổng cung của nền kinh tế. Giai đoạn 2006 - 2024, Việt Nam đã trải qua nhiều thách thức và biến động kinh tế đáng kể. Từ những cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, sự gia tăng của giá dầu và hàng hóa, cho đến các chính sách tiền tệ và tài khóa của Nhà nước, tất cả đều tác động đến mối quan hệ phức tạp giữa tỷ giá, lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Mục tiêu của bài báo này là phân tích các yếu tố kể trên, từ đó đưa ra những nhận định, đánh giá và khuyến nghị chính sách nhằm nâng cao hiệu quả quản lý kinh tế trong tương lai. Nghiên cứu mối quan hệ này không chỉ có ý nghĩa lý thuyết mà còn mang tính ứng dụng cao, hỗ trợ các nhà hoạch định chính sách, doanh nghiệp và nhà nghiên cứu trong việc ra quyết định kinh tế.

• Từ khóa: tỷ giá, lạm phát, tăng trưởng, mối quan hệ giữa tỷ giá, lạm phát và tăng trưởng.

Exchange rate is one of the important variables affecting the balance of the economy. Exchange rate fluctuations can lead to direct and indirect impacts on inflation levels and economic growth. Meanwhile, inflation, as an index measuring the increase in prices of goods and services, has the ability to change the purchasing power of money, affecting aggregate demand and aggregate supply of the economy. international. During the period 2006 - 2024, Vietnam experienced many challenges and significant economic fluctuations. From global financial crises, increases in oil and commodity prices, to state monetary and fiscal policies, all impact the complex relationship between exchange rates and inflation. economic development and growth. The goal of this article is to analyze the above factors, thereby providing comments, assessments and policy recommendations to improve economic management efficiency in the future. Researching this relationship not only has theoretical significance but is also highly applicable, supporting policymakers, businesses and researchers in making economic decisions.

• Key words: exchange rate, inflation, growth, relationship between exchange rate, inflation and growth.

JEL codes: B22, G21, E31, E52

Ngày gửi bài: 15/12/2024

Ngày gửi phản biện: 30/12/2024

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 02/01/2025

Ngày chấp nhận đăng: 24/01/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i282.02>

* Học viện Tài chính; email: haminhson@hvtc.edu.vn

1. Cơ sở lý luận

Trên thực tế có thể thấy các kênh truyền tải Chính sách tiền tệ (CSTT) như kênh lãi suất, kênh tài sản (kênh tỷ giá) kênh tín dụng... bài viết này xin đề cập sâu đến kênh tỷ giá và mối quan hệ giữa tỷ giá, lạm phát và tăng trưởng kinh tế, thực tế minh chứng bằng số liệu giai đoạn 2006 - 2024 ở Việt Nam. CSTT mở rộng làm lãi suất thực trong nước giảm. Do đó, tài sản được tính bằng nội tệ trở nên kém hấp dẫn hơn so với các tài sản bằng ngoại tệ, dẫn đến sự mất giá của đồng nội tệ (tỷ giá - E giảm). Sự mất giá của đồng nội tệ làm cho hàng hóa trong nước tương đối rẻ hơn so với hàng hóa nước ngoài, do đó kích thích xuất khẩu ròng tăng và dẫn đến sản lượng tăng. Ngoài ra, biến động tỷ giá hối đoái còn ảnh hưởng tới giá trị tài sản được xác định bằng ngoại tệ trên bảng cân đối kế toán của các chủ thể trong nền kinh tế như các ngân hàng, chính phủ, cá nhân, doanh nghiệp... Do đó, các chủ thể này sẽ dựa vào xu hướng biến động tỷ giá để ra quyết định chi tiêu. Ở những quốc gia theo chế độ tỷ giá cố định, CSTT có thể tác động lên tỷ giá thực thông qua biến động giá cả trong nước và quốc tế. Vì vậy nếu tỷ giá danh nghĩa cố định thì CSTT vẫn có thể tác động đến tỷ giá thực thông qua mức giá. Cơ chế truyền tải CSTT qua kênh tỷ giá như sau: M tăng → i giảm → E giảm → EX tăng → Y tăng.

2. Thực tiễn Việt Nam giai đoạn 2006 - 2024

2.1. Diễn biến tỷ giá

Giai đoạn 2006 - 2024, tỷ giá hối đoái của Việt Nam trải qua nhiều biến động do ảnh hưởng từ các

yếu tố kinh tế toàn cầu và trong nước. Trong những năm đầu, tỷ giá tăng nhanh, đặc biệt từ 2008 do khủng hoảng tài chính toàn cầu. Giai đoạn 2011-2015, tỷ giá ổn định hơn nhờ chính sách tiền tệ thận trọng. Từ 2016 đến 2024, tỷ giá tiếp tục biến động, phản ánh sự thay đổi của thị trường quốc tế và biến động của đồng USD. Tuy nhiên, chính sách tỷ giá linh hoạt và quản lý tốt của Nhà nước giúp duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. Cụ thể:

Giai đoạn 2006 - 2008, đồng VND chịu sức ép tăng giá do dòng vốn đầu tư nước ngoài tăng mạnh khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO. Đồng thời, USD mất giá mạnh trên thị trường quốc tế do Fed liên tục cắt giảm lãi suất, trong khi lãi suất VND trong nước tăng. Để hạn chế ảnh hưởng tiêu cực của việc VND tăng giá đối với xuất khẩu và giảm nhập siêu, NHNN đã thực hiện các biện pháp như: mua ngoại tệ để tăng dự trữ ngoại hối, điều chỉnh giảm tỷ giá và mở rộng biên độ tỷ giá từ +0,5% lên +3%. Đặc biệt, NHNN đã hai lần điều chỉnh giảm tỷ giá vào các ngày 10/3/2008 (giảm 0,55%) và 7/11/2008 (giảm 0,08%). Các biện pháp này đã giúp duy trì sự ổn định của thị trường ngoại hối và tạo ra cơ sở cho sự phát triển kinh tế bền vững trong giai đoạn này.

Giai đoạn 2009 - 2011: Do tác động của khủng hoảng tài chính toàn cầu, đồng VND chịu sức ép giảm giá mạnh. Các yếu tố như tâm lý nhà đầu tư bị ảnh hưởng, nhu cầu chuyển vốn ra nước ngoài tăng, vốn đầu tư nước ngoài và kiều hối giảm, cùng với lạm phát tăng cao đã làm tăng kỳ vọng VND mất giá. NHNN đã sử dụng đồng bộ nhiều giải pháp linh hoạt như bán ngoại tệ, thu hẹp biên độ tỷ giá và tăng tỷ giá BQLNH. Cụ thể, từ 11/2009 đến 2/2011, NHNN đã bốn lần điều chỉnh tăng tỷ giá BQLNH với tổng mức tăng 20,42%, đồng thời giảm biên độ từ +3% xuống +1%. Các biện pháp này đã giúp ổn định thị trường ngoại hối và hạn chế tác động tiêu cực đến lạm phát.

Giai đoạn 2012 - 2014: Trong giai đoạn này, tỷ giá và thị trường ngoại hối tương đối ổn định với tỷ giá tăng khoảng 1-2%/năm. Thanh khoản ngoại tệ được bảo đảm, tình trạng găm giữ ngoại tệ giảm đáng kể và niềm tin vào VND được cải thiện. NHNN đã mua được một lượng lớn ngoại tệ, tăng dự trữ ngoại hối nhà nước nhờ các biện pháp đồng bộ và chủ động. Thị trường ngoại tệ tự do không còn hoạt động mạnh mẽ như trước, giúp tình hình kinh tế ổn định hơn. Các biện pháp này đã góp phần quan trọng vào việc duy trì sự ổn định kinh tế vĩ mô và tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển kinh tế bền vững.

Giai đoạn 2015 - 2024: Thị trường tài chính quốc tế và trong nước trong giai đoạn này có nhiều diễn biến phức tạp khiến tỷ giá USD/VND chịu nhiều áp lực tăng. NHNN đã can thiệp kịp thời bằng cách tăng tỷ giá BQLNH, mở rộng biên độ và bán ngoại tệ để ổn định thị trường. Đặc biệt, từ đầu năm 2016, NHNN áp dụng cơ chế tỷ giá trung tâm, cho phép tỷ giá USD/VND linh hoạt hơn trước các cú sốc từ thị trường quốc tế. Các biện pháp này bao gồm mua/bán ngoại tệ kỳ hạn và phối hợp đồng bộ các công cụ chính sách tiền tệ để điều tiết thanh khoản và lãi suất VND hợp lý. Nhờ đó, tỷ giá và thị trường ngoại tệ trong giai đoạn này tương đối ổn định với tỷ giá tăng khoảng 1% và thanh khoản thị trường được đảm bảo, giúp tăng dự trữ ngoại hối lên mức kỷ lục.

2.2. Mối quan hệ giữa tỷ giá, lạm phát và tăng trưởng kinh tế

Giai đoạn 2006 - 2010: Tỷ giá USD/VND có xu hướng tăng từ khoảng 15.000 VND xuống còn khoảng 18.000 VND vào năm 2010. 2011 - 2015: Tỷ giá duy trì ổn định trong khoảng 18.000 - 20.000 VND cho đến năm 2015. 2016 - 2020: Tỷ giá có xu hướng tăng lên, đạt khoảng 23.000 VND vào năm 2020. 2021 - 2024: Tỷ giá tiếp tục biến động do ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế toàn cầu, đặc biệt là sự biến động của đồng USD và các cuộc xung đột địa chính trị.

Phần lớn giai đoạn tỷ giá giao dịch trên thị trường và tỷ giá NHNN công bố biến động cùng chiều cho thấy tỷ giá điều hành phản ánh diễn biến trên thị trường mặc dù có sự chênh lệch về mức độ biến động từng giai đoạn. Trong giai đoạn thị trường ổn định tương đối dài 2012 - 2014, tốc độ tăng của tỷ giá thị trường theo sát tốc độ tăng của tỷ giá điều hành của NHNN.

Tuy nhiên, trong một số giai đoạn tỷ giá BQLNH/tỷ giá trung tâm và tỷ giá VCB giảm biên độ trái chiều; cụ thể: giai đoạn từ 11 - 12/2007, 3 - 4/2012, 10/2012 - 5/2013; 9 - 10/2016. Đây là những giai đoạn nguồn cung thị trường dồi dào, NHNN chủ động điều chỉnh tăng tỷ giá điều hành để ngăn cho tỷ giá không giảm quá sâu, tác động bất lợi tới xuất khẩu. Ngoài ra, trong giai đoạn từ 4 - 5/2008, tỷ giá BQLNH giảm trong khi tỷ giá VCB tăng chủ yếu do giai đoạn này thị trường chịu áp lực giảm giá từ dòng vốn đầu tư gián tiếp đảo chiều, nhu cầu ngoại tệ nhập khẩu tăng đột biến nên khả năng thị trường phản ứng nhanh hơn so với động thái điều hành của NHNN.

Giai đoạn 2006 - 2014: Lạm phát ở mức trung bình khoảng 10,2%/năm. Đây là giai đoạn lạm phát cao do nhiều yếu tố như tăng giá dầu, giá nguyên vật liệu và các dịch vụ y tế, giáo dục do Nhà nước kiểm soát năm 2015: Lạm phát ở mức thấp kỷ lục chỉ 0,6%, chủ yếu do giá dầu giảm sâu; năm 2021 Lạm phát ở mức 1,8% do ảnh hưởng từ đại dịch Covid-19. 2015 - 2024: Lạm phát dao động quanh ngưỡng 3%, ngoại trừ hai năm 2015 và 2021. Trung bình lạm phát trong giai đoạn này là 2,8%/năm. 2024: CPI tăng 3,63% so với năm 2023, dưới mức mục tiêu Quốc hội. Đây là năm thứ 10 liên tiếp Việt Nam kiểm soát lạm phát ở mức dưới 4%.

Trong giai đoạn 2006-2024, tỷ giá và lạm phát diễn biến cùng chiều, tuy nhiên cũng có nhiều giai đoạn diễn biến trái chiều. Cụ thể: (i) Một số giai đoạn tỷ giá diễn biến cùng chiều với lạm phát: do độ mở nền kinh tế lớn, khối lượng hàng hóa nhập khẩu lớn, việc tỷ giá tăng/giảm tác động trực tiếp đến chi phí nhập khẩu hàng hóa, từ đó tác động đến giá cả hàng hóa trong nước. Giai đoạn 3/2008 - 7/2008 và 8/2009 - 8/2011: tỷ giá tăng, lạm phát tăng. Giai đoạn từ cuối năm 2011 đến cuối 2014: tỷ giá giảm, lạm phát giảm. (ii) Một số giai đoạn tỷ giá và lạm phát có diễn biến trái chiều: do lạm phát chịu tác động nhiều yếu tố ngoài tỷ giá. Từ 2007 - 3/2008: tỷ giá giảm, lạm phát tăng: lạm phát tăng cao do yếu kém nội tại của nền kinh tế dẫn tới bất ổn kinh tế vĩ mô như đã phân tích ở trên. Từ 9/2008 - 9/2009: tỷ giá tăng, lạm phát giảm: lạm phát giai đoạn này giảm do kết quả của CSTT thắt chặt từ nửa cuối năm 2007 đến nửa đầu năm 2008. Năm 2015: tỷ giá tăng, lạm phát giảm: Mặc dù tỷ giá tăng nhưng giá cả hàng hóa thế giới ở mức thấp nên áp lực tăng giá trong nước được hạn chế.

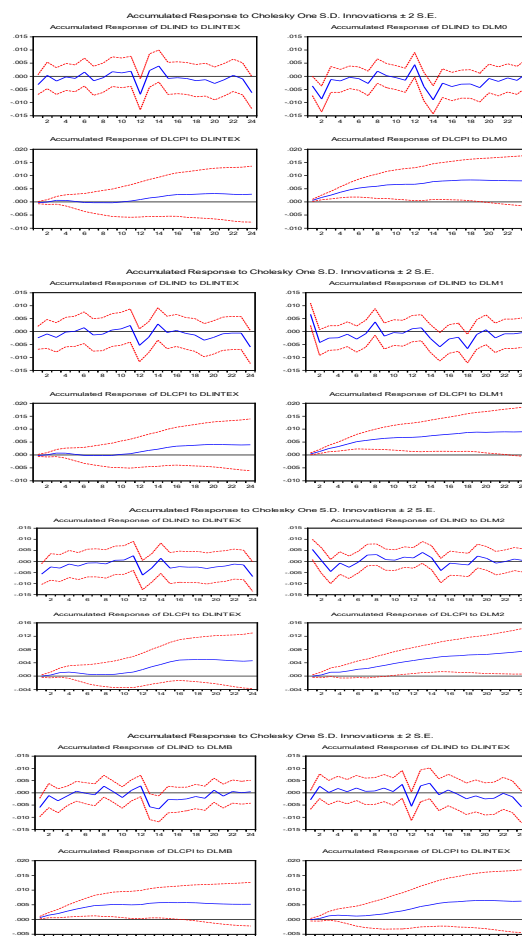
Tỷ giá và sản lượng gần như không có mối tương quan với nhau qua nhiều giai đoạn sản lượng tăng cao trong khi tỷ giá giảm và ngược lại. Việt Nam xuất khẩu lượng lớn các sản phẩm thô và các sản phẩm phục vụ tiêu dùng thiết yếu là những mặt hàng có độ co giãn của cầu với giá thấp. Đồng thời, do hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu là sản phẩm gia công, chế biến, chế tạo có hàm lượng nhập khẩu đầu vào cao nên việc giảm giá VND sẽ làm tăng chi phí nhập khẩu, từ đó làm tăng giá thành sản phẩm và tác động ngược lại tới sức cạnh tranh của hàng hóa.

Đối với nền kinh tế nhỏ, mở như Việt Nam, kênh quan trọng mà CSTT có thể tác động tới nền kinh tế thực là kênh tỷ giá. Độ lớn về khả năng tác động của kênh tỷ giá phụ thuộc vào phản ứng của tỷ giá với các cú sốc tiền tệ, độ mở của nền kinh tế và độ nhạy

của xuất khẩu ròng đối với sự thay đổi của tỷ giá. Để kiểm tra vai trò của kênh tỷ giá trong cơ chế truyền dẫn CSTT ở Việt Nam, tác giả đưa thêm biến tỷ giá danh nghĩa với hai phương án là tỷ giá bình quân trên thị trường LNH (INTEX) và tỷ giá danh nghĩa bình quân mua và bán của VCB (VIETEX) vào các mô hình VAR cơ bản. Tác giả phân tích hiệu quả của kênh truyền dẫn tỷ giá thông qua việc đánh giá tác động của các biến số tỷ giá (INTEX và VIETEX) tới mục tiêu sản lượng và mục tiêu cuối cùng là lạm phát.

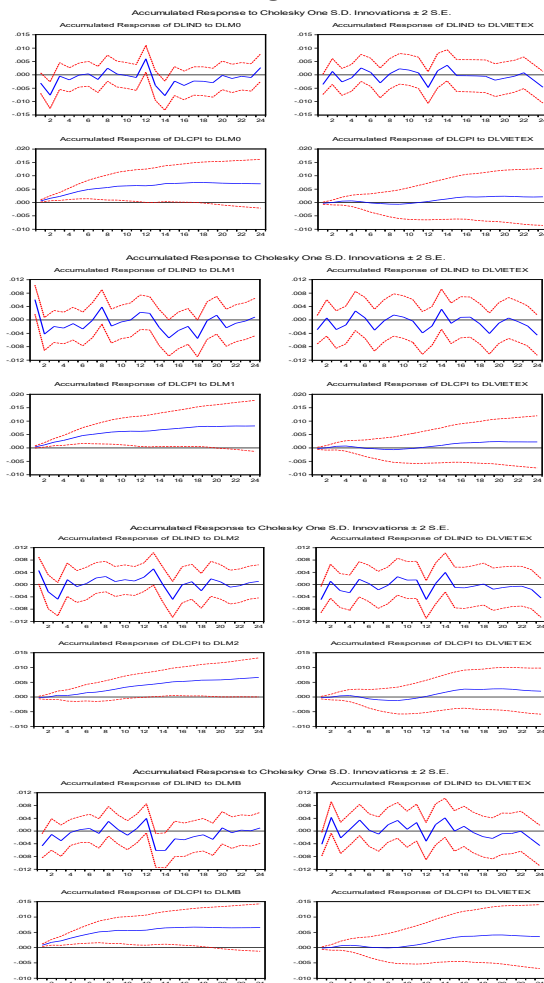
Kết quả hàm phản ứng tích lũy (Biểu đồ 1 và 2) của các mô hình cho thấy ảnh hưởng của các cú sốc tổng tiền và tỷ giá tới sản lượng công nghiệp (LIND) là không rõ ràng. Các cú sốc tổng tiền có tác động cùng chiều tới lạm phát CPI và có tác động rõ ràng trong khoảng từ 12 - 14 tháng đầu. Các cú sốc tỷ giá có tác động cùng chiều tới lạm phát CPI nhưng chỉ thực sự rõ ràng trong khoảng từ tháng thứ 10 đến tháng thứ 15.

Biểu đồ 1: Hàm phản ứng tích lũy của sản lượng và lạm phát đối với biến tỷ giá INTEX và các biến tổng tiền



Nguồn: Phạm Chí Quang (2019), Cơ chế truyền tải CSTT giai đoạn 2006 - 2016: Cơ sở thiết lập khung khổ điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, Đề tài NCKH cấp Bộ năm 2018.

Biểu đồ 2: Hàm phản ứng tích lũy của sản lượng và lạm phát đối với biến tỷ giá VIETEX và các biến tổng tiền



Nguồn: Phạm Chí Quang (2019), Cơ chế truyền tải CSTT giai đoạn 2006 - 2016: Cơ sở thiết lập khung khổ điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, Đề tài NCKH cấp Bộ năm 2018.

Kết quả phân rã phương sai (Bảng 1) cho thấy kênh truyền dẫn qua tỷ giá bình quân trên thị trường LNH (tỷ giá trung tâm) do NHNN công bố có hiệu quả cao hơn so với kênh truyền dẫn qua tỷ giá của NHTM (đại diện bởi VCB). Trong các mô hình truyền dẫn qua tỷ giá bình quân trên thị trường LNH (tỷ giá trung tâm) do NHNN công bố thì mô hình tốt nhất giải thích sự truyền dẫn của CSTT là mô hình bao gồm biến tổng lượng tiền DLM1 có tổng tỷ lệ giải thích cho sự biến động của DLCPI sau 12 tháng là 38,74% (trong đó riêng tỷ giá bình quân trên thị trường LNH/tỷ giá trung tâm do NHNN công bố giải thích 8,65%) và tổng tỷ lệ giải thích cho sự biến động của DLIND sau 12 tháng là 21,81%. Do đó trên cơ sở kết quả phân tích thực chứng này, Tác giả lựa chọn sự kết hợp giữa tỷ giá bình quân trên thị trường LNH (tỷ giá trung tâm) do NHNN công bố và tổng lượng tiền M1 khi tiếp tục mở rộng, xây dựng mô hình phân tích các kênh truyền dẫn khác của CSTT.

Bảng 1: Kết quả tổng hợp phân rã phương sai sau 12 tháng từ các mô hình riêng lẻ về tỷ giá

Kênh truyền dẫn/biến giải thích	Biến phân rã		
	DLCPI	DLIND	Tổng
1. Kênh tỷ giá LNH			
DLMO	26,88	12,14	39,02
DLINTEX	7,18	9,84	17,02
Tổng (DLM0+DLINTEX)	34,06	21,98	56,04
DLM1	30,09	15,83	45,92
DLINTEX	8,65	5,98	14,63
Tổng (DLM1+DLINTEX)	38,74	21,81	60,55
DLM2	14,82	7,69	22,51
DLINTEX	10,47	8,46	18,93
Tổng (DLM2+DLINTEX)	25,29	16,15	41,44
DLMB	17,58	8,49	26,07
DLINTEX	11,95	11,43	23,38
Tổng (DLMB+DLINTEX)	29,53	19,92	49,45
2. Kênh tỷ giá thị trường			
DLMO	22,80	11,80	34,60
DLVIETEX	6,20	9,60	15,80
Tổng (DLM0+DLVIETEX)	29,00	21,40	50,40
DLM1	24,44	14,17	38,61
DLVIETEX	6,06	6,31	12,37
Tổng (DLM1+DLVIETEX)	30,50	20,48	50,98
DLM2	12,12	8,44	20,56
DLVIETEX	10,25	9,57	19,82
Tổng (DLM2+DLVIETEX)	22,37	18,01	40,38
DLMB	20,87	6,65	27,52
DLVIETEX	6,89	16,32	23,21
Tổng (DLMB+DLVIETEX)	27,76	22,97	50,73

Nguồn: Phạm Chí Quang (2019), Cơ chế truyền tải CSTT giai đoạn 2006 - 2016: Cơ sở thiết lập khung khổ điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, Đề tài NCKH cấp Bộ năm 2018.

3. Đề xuất kiến nghị

Dựa trên các kết quả nghiên cứu giai đoạn 2006 - 2024, Tác giả đề xuất một số khuyến nghị:

Một là, kênh tỷ giá là kênh truyền dẫn quan trọng nhất đối với cơ chế truyền tải CSTT, tiếp theo là kênh tín dụng, kênh tổng cung tiền là không đáng kể trong mô hình VARX tổng hợp. Tuy vậy, bằng chứng về việc kênh tín dụng không có tác động mạnh đến tăng trưởng kinh tế, lạm phát cũng cần được kiểm chứng thêm bằng các mô hình khác theo hướng xem xét kỹ tác động của tín dụng tới từng cấu phần của tăng trưởng kinh tế và lạm phát để rút ra các kết luận chính xác hơn. Vì vậy, NHNN nên xem xét, cân nhắc xây dựng, tính toán điều hành các công cụ CSTT để đảm bảo tiếp tục phát huy được hiệu quả, hiệu lực của các cơ chế truyền tải CSTT mà đã được chỉ ra tại nghiên cứu này, làm cơ sở cho việc điều hành CSTT trong thời gian tới và đặc biệt sử dụng phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT để chú trọng phát huy được vai trò tác động của kênh tỷ giá và tín dụng đối với nền kinh tế.

Hai là, do vai trò rất quan trọng của kênh tỷ giá trong cơ chế truyền tải CSTT nên cần tập trung các nguồn lực nghiên cứu, tiếp tục không ngừng cải cách phương thức điều hành, quản lý tỷ giá linh hoạt, để một mặt giúp hấp thụ các cú sốc bên ngoài đối với kinh tế vĩ mô trong nước, một mặt tạo hành lang pháp lý khuyến khích thị trường làm quen và sử dụng các

công cụ bảo hiểm tỷ giá, phát triển thị trường phái sinh để dần từng bước đưa thị trường hoạt động theo đúng các nguyên lý kinh tế thị trường.

Bà là, thành lập tổ/nhóm nghiên cứu chuyên sâu trong và ngoài ngành ngân hàng được đào tạo chuyên nghiệp, có trình độ, năng lực phân tích, dự báo kinh tế vĩ mô và CSTT ở mức độ cao để tiến tới thành lập các nhóm tư vấn và phản biện chính sách độc lập tư vấn cho NHNN trong việc điều hành CSTT.

Bốn là, NHNN nên kết hợp các vụ, cục trong nội bộ để có được sự kết nối thông tin tốt nhất, đảm bảo tính chính xác, kịp thời phục vụ cho công tác phân tích, dự báo và điều hành CSTT. Hiện tại, NHNN có rất nhiều báo cáo có liên quan đến công tác dự báo, lập và điều hành CSTT do rất nhiều Vụ, Cục phát triển theo các hướng và mục đích khác nhau. Tuy nhiên, tồn tại một vấn đề lớn đó là tất cả các báo cáo này đều thiếu sự kết nối, chưa có khuyến nghị thực sự bài bản cho định hướng và lộ trình điều hành CSTT cả trong ngắn hạn lẫn dài hạn. Do đó, dẫn đến nguồn lực chưa được sử dụng hiệu quả và công tác điều hành CSTT chưa được sự hậu thuẫn, hỗ trợ từ các phân tích, dự báo trong nội bộ này.

Năm là, NHNN nên xây dựng lộ trình điều hành CSTT từ lượng chuyển sang giá vì mục tiêu tổng cung tiền không phải là một mục tiêu trung gian tốt cho cơ chế truyền tải CSTT trong bối cảnh mà nền kinh tế ngày càng hội nhập và mức độ mở của nền kinh tế ngày càng lớn. Trong khi đó, kênh lãi suất hiện nay khá mờ nhạt trong việc tác động đến các biến số vĩ mô trong nền kinh tế, đặc biệt là đến mục tiêu cuối cùng của CSTT là lạm phát. Với các lý do đã đề cập rất chi tiết ở trên, việc thiết kế, xây dựng một lộ trình để triển khai cơ chế điều hành lãi suất hiện đại đặc biệt là theo định hướng lạm phát mục tiêu tại Việt Nam là rất cần thiết để củng cố, tăng cường tính liên thông lãi suất trên thị trường cũng như vai trò của kênh lãi suất trong toàn bộ cơ chế truyền tải CSTT ở Việt Nam.

Sáu là, NHNN nghiên cứu xem xét có lộ trình để gỡ bỏ việc sử dụng các công cụ điều hành CSTT phi truyền thống, đặc biệt là công cụ điều hành hạn mức tín dụng vì trong chừng mực nào đó nếu sử dụng công cụ này kéo dài có thể bóp méo các cơ chế vận hành của thị trường. Việc này có thể thực hiện từ từ và bám sát lộ trình tái cơ cấu và xử lý nợ xấu của các TCTD, cũng như bám sát lộ trình triển khai chuẩn mực Basel II của hệ thống ngân hàng.

Bảy là, từ các khuyến nghị cơ bản nêu trên cũng như từ các phân tích trên, khuyến nghị tiếp tục áp dụng và cập nhật, vì chính, hoàn thiện các phương pháp phân tích của nghiên cứu này để xây dựng mô

hình dự báo và ma trận (matrix) phân tích tác động của các kênh truyền dẫn CSTT, cụ thể như sau:

Bảng 2: Ma trận dự báo và đánh giá CSTT

	Độ lệch tiêu chuẩn của giá trị bình quân sai số	Khoảng tin cậy của giá trị bình quân sai số	
		2,5%	97,5%
Cú sốc lãi suất tái cấp vốn	0,00154836	- 0,003793814	0,0021628510
Cú sốc tỷ giá	0,00025499	- 0,000588157	0,0002459014
Cú sốc cung tiền M1	0,00091281	- 0,001318940	0,0016734470
Cú sốc tín dụng	0,00015524	- 0,000352089	0,0003555034
Cú sốc giá (VNI)	0,00096148	- 0,001659616	0,0020715350
Cú sốc sản lượng công nghiệp	0,00074138	- 0,001677861	0,0014663420
Cú sốc lạm phát	0,00007683	- 0,000148498	0,0001244674

Nguồn: Phạm Chí Quang (2019), Cơ chế truyền tải CSTT giai đoạn 2006 - 2016: Cơ sở thiết lập khung khổ điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, Đề tài NCKH cấp Bộ năm 2018.

Theo đó, dựa trên Ma trận nêu trên, cho phép nhà điều hành lường trước được mức độ biến động mà các tác động của từng công cụ/kênh truyền dẫn CSTT có thể tác động lên các biến mục tiêu. Với sự chệch hướng có thể xảy ra trong biên độ được tính toán trong Ma trận nêu trên. Tuy nhiên, như đã chỉ ra tại nghiên cứu này, do các hàm phân phối mật độ xác suất của các cú sốc nêu trong ma trận nêu trên đều không phải là hàm phân phối chuẩn nên việc tiếp tục hoàn thiện mô hình để đưa thêm các biến/công cụ điều hành CSTT đặc biệt là các công cụ phi truyền thống là rất cần thiết để bổ sung vào mô hình VARX, từ đó bổ sung, cập nhật Ma trận nêu trên để có thể đảm bảo tính chính xác của dự báo và nâng cao được hiệu quả điều hành CSTT trong tương lai.

Kết luận: Từ giai đoạn 2006 đến 2024, Việt Nam đã chứng kiến mối quan hệ phức tạp giữa tỷ giá hối đoái, lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu này đã làm rõ rằng biến động tỷ giá và mức lạm phát cao đều có ảnh hưởng trực tiếp và sâu sắc đến tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Qua đó, việc điều chỉnh chính sách tỷ giá và kiểm soát lạm phát là những yếu tố quan trọng để duy trì và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững. Những nghiên cứu này cung cấp cơ sở quan trọng cho các nhà hoạch định chính sách trong việc định hướng chiến lược phát triển kinh tế của Việt Nam đến năm 2030.

Tài liệu tham khảo:

- Nguyễn Ngọc Bảo (2010), "Một số vấn đề về vai trò của chính sách tiền tệ trong ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế", Tạp chí ngân hàng số 04/2010.
- Lê Thị Mận (2016), Mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng ngân hàng và tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam, Phát triển hội nhập, Số 32 (42) - Tháng 01-02/2017.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2007 - 2024), Báo cáo thường niên các năm 2006 - 2023, Hà Nội.
- Phạm Chí Quang (2019), Cơ chế truyền tải CSTT giai đoạn 2006 - 2016: Cơ sở thiết lập khung khổ điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam, Đề tài NCKH cấp Bộ năm 2018
- Trần Ngọc Thơ và Nguyễn Hữu Tuấn (2013), Cơ chế truyền dẫn CSTT ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR, Tạp chí Phát triển và hội nhập Số 10 (20), 8-16.
- Trương Minh Tuấn (2013), Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế: Nghiên cứu thực nghiệm ở Việt Nam, Tạp chí Phát triển kinh tế 278 (12/2013) 02-12.
- Mishkin, F. S. (2010), The economics of money, banking and financial markets. 9th. Addison-Wesley edition.