

# PHÂN TÍCH ĐỊNH LƯỢNG TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH KÍCH CẦU ĐỐI VỚI TĂNG TRƯỞNG VÀ LẠM PHÁT

**Phạm Thế Anh**

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: [pham.theanh@yahoo.com](mailto:pham.theanh@yahoo.com)

## **Tóm tắt:**

*Bài viết này cố gắng định lượng tác động của các chính sách quản lý tổng cầu đối với tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam trong hơn một thập kỉ vừa qua. Các chính sách quản lý tổng cầu được xem xét ở đây bao gồm chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ. Trong đó, chính sách tài khoá được thể hiện qua biến đầu tư công còn chính sách tiền tệ được thể hiện qua biến cung tiền. Kết quả phân tích cho thấy sự gia tăng các biến số này ít có tác động đến tăng trưởng kinh tế mà chủ yếu gây ra lạm phát cao và bất ổn. Điều này giúp đưa ra một số gợi ý về định hướng chính sách kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong thời gian tới trong việc theo đuổi tăng trưởng bền vững trong dài hạn.*

**Từ khoá:** *Quản lý tổng cầu, tăng trưởng, lạm phát và bất ổn*

## **1. Dẫn nhập**

Trong những năm gần đây, Việt Nam thường xuyên tìm đến các chính sách quản lý tổng cầu, bao gồm kích thích tài khoá và tiền tệ, như là những phương thuốc hữu hiệu nhằm ngăn chặn sự suy giảm tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, các phân tích thực nghiệm ở Việt Nam cho thấy việc lạm dụng các biện pháp kích cầu, thay vì giúp nền kinh tế hồi phục từ những cú sốc tạm thời trong ngắn hạn, lại tạo ra những bất ổn lâu dài. Thêm vào đó, việc xem nhẹ hay bỏ qua những biện pháp tập trung cải thiện tổng cung tiềm năng đã khiến cho tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình ngày càng thấp đi. Các lý thuyết kinh tế đã chỉ ra rằng, các chính sách kích thích tổng cầu chỉ thực sự phát huy tác dụng khi nền kinh tế đang ở sâu trong suy thoái hoặc chúng được đi kèm cùng sự cải thiện của tổng cung tiềm năng nhờ các yếu tố như năng suất, cạnh tranh, tiến bộ công nghệ, v.v.

Trong bài viết này, chúng tôi thực hiện đánh giá tác động của các chính sách quản lý tổng cầu đối với tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam trong hơn một thập kỉ vừa qua thông qua ba phương pháp: (i) thống kê mô tả; (ii) phân rã chuỗi thời gian và; (iii) phân tích hồi quy. Các chính sách quản lý tổng cầu được xem xét ở đây bao gồm chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ. Trong đó, chính sách tài khoá được thể hiện qua biến đầu tư công còn chính sách tiền tệ được thể hiện qua biến cung tiền. Các phân tích định lượng của chúng tôi cho thấy sự gia tăng các biến số này ít có tác động đến tăng trưởng kinh tế mà chủ yếu gây ra lạm phát cao và bất ổn, đặc biệt là trong những năm gần đây. Những kết quả này gợi ý rằng, việc thực hiện các chính sách

kích thích tổng cầu, nếu có, trong thời gian tới của Việt Nam cần hết sức thận trọng từ khâu thiết kế, thực thi đến giám sát. Hơn nữa, trong bối cảnh dư địa hạn chế của các chính sách quản lý tổng cầu hiện nay, chúng tôi cho rằng thay vì chú trọng vào kích thích tổng cầu, Việt Nam cần hướng trọng tâm của các chính sách vĩ mô vào việc nâng cao tổng cung tiềm năng và cải thiện môi trường vĩ mô của nền kinh tế.

## 2. Thống kê mô tả

Các số liệu tính toán từ Tổng cục Thống kê (TCTK) cho thấy, thành tựu của kinh tế của Việt Nam, thông qua hai chỉ tiêu là lạm phát và tăng trưởng kinh tế, đã xấu đi đáng kể trong giai đoạn 2007–2012 so với giai đoạn 2001–2006 trước đó. Cụ thể, tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng kinh tế trung bình lần lượt là 12,6% và 6,2% trong giai đoạn 2007–2012, so với các con số tương ứng 4,9% và 7,6% của giai đoạn 2001–2006. Không chỉ có vậy, giai đoạn 2007–2012 cũng chứng kiến sự bất ổn, đo lường theo độ lệch chuẩn của các biến, tăng nhanh. Độ lệch chuẩn của cả lạm phát và tăng trưởng trong giai đoạn này đã tăng gấp đôi so với các con số tương ứng của giai đoạn trước đó. Điều này hàm ý, doanh nghiệp và người dân Việt Nam những năm gần đây đang sống trong một môi trường kinh tế bất ổn/tăng giảm thất thường hơn so với khoảng chục năm trước đây.

**Bảng 1:** Trung bình và độ lệch chuẩn của lạm phát, tăng trưởng và chính sách vĩ mô (%)

	2001–2006		2007–2012		2001–2012	
	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Lạm phát	4,9	3,6	12,6	7,1	8,8	6,8
Tăng trưởng GDP	7,6	0,8	6,2	1,5	6,9	1,4
Tăng trưởng M2	23,5	3,0	26,4	9,3	24,9	7,0
Tăng trưởng đầu tư công	18,6	16,2	19,6	52,4	19,1	38,4

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của TCTK và NHNN*

Đi cùng với sự suy giảm kinh tế và bất ổn gia tăng này có lẽ có sự góp phần không nhỏ của các chính sách quản lý tổng cầu. Trong hơn một thập kỉ qua, Việt Nam liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao của tổng phương tiện thanh toán (M2), xấp xỉ 24,9%, và của đầu tư công, khoảng 19,1%, mỗi năm. Đây là các chính sách nói lỏng thái quá so với mục tiêu tăng trưởng kinh tế khoảng xấp xỉ 6–7% và tỷ lệ lạm phát một con số. Điều này khiến cho Việt Nam ngày càng sử dụng nhiều hơn các biện pháp hành chính cưỡng ép kiểm soát các loại giá cả. Đặc biệt, trong những năm gần đây, các chính sách vĩ mô của Việt Nam cũng thay đổi khó lường hơn. Cụ thể, độ lệch chuẩn của tốc độ tăng cung tiền đã tăng từ 3,0% trong giai đoạn 2001–2006 lên 9,3% trong giai đoạn 2007–2012. Trong khi đó, độ lệch chuẩn của của tốc độ tăng đầu tư công đã tăng từ 16,2% trong giai đoạn 2001–2006 lên tới 52,4% trong giai đoạn 2007–2012. Sự gia tăng bất ổn của các biến số này thể hiện sự thất thường của Chính phủ Việt Nam khi liên tục chuyển hướng mục tiêu ưu tiên từ kích thích tăng trưởng sang kiềm chế lạm phát và ngược lại

trong các năm gần đây.

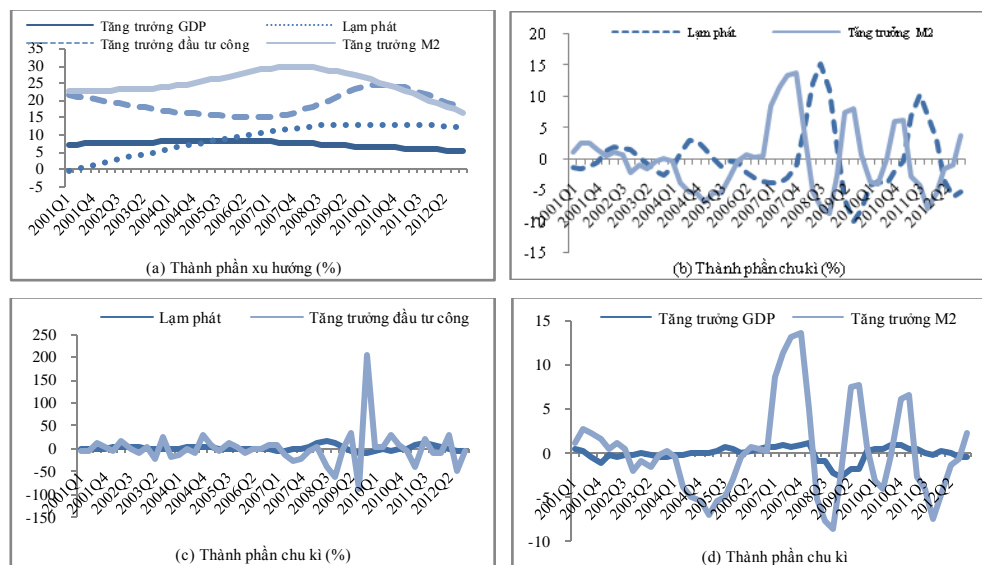
### 3. Phân rã các chuỗi số

Để lượng hoá mối quan hệ giữa các biến chính sách với lạm phát và tăng trưởng kinh tế, trước tiên chúng tôi thực hiện hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ sau đó phân rã các biến này thành các yếu tố dài hạn (trend) và chu kỳ (cycle). Các chuỗi số có tần suất theo quý trong giai đoạn 2001–2012, được hiệu chỉnh mùa vụ theo phương pháp X12 Census và được phân rã theo phương pháp lọc Hodrick–Prescott (HP Filter).<sup>1</sup>

Kết quả phân rã trong Hình 1 cho thấy xu hướng dài hạn của lạm phát đã tăng, còn xu hướng dài hạn của tăng trưởng kinh tế lại giảm xuống một mức mới kể từ sau năm 2006. Xu hướng dài hạn của tăng trưởng cung tiền đang giảm dần, trong khi đó xu hướng tăng trưởng đầu tư công lại có sự biến động đáng kể do các chính sách kích thích tổng cầu của Việt Nam trong những năm gần đây.

Đáng chú ý hơn, biến động chu kỳ của các biến tăng trưởng cung tiền, tăng trưởng đầu tư công và lạm phát đã tăng mạnh trong giai đoạn 2007–2012. Điều này hoàn toàn nhất quán với các thống kê mô tả trong Bảng 1. Bên cạnh đó, tính toán các hệ số tương quan đơn giản cho thấy các biến động chu kỳ của tăng trưởng cung tiền có mối quan hệ chặt với các biến động chu kỳ của lạm phát. Kiểm định nhân quả Granger giữa hai chuỗi số này cho thấy tăng trưởng cung tiền là biến gây ra sự biến động của lạm phát chứ không có chiều ngược lại. Biến động của tăng trưởng cung tiền bắt đầu tác động đến lạm phát sau khoảng từ 4–6 tháng. Ngoài ra, chúng tôi cũng tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ chu kỳ giữa tốc độ tăng đầu tư công và lạm phát.

**Hình 1:** Phân rã chuỗi thời gian theo xu hướng dài hạn và biến động chu kỳ



*Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của TCTK và NHNN*

<sup>1</sup> Xem thêm chi tiết các phương pháp này trong Eviews 7 User's Guide.

Kiểm định nhân quả Granger cũng cho thấy thành phần chu kỳ của cung tiền có ảnh hưởng đến thành phần chu kỳ của tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên đầu tư công thì không.

#### 4. Phân tích hồi quy

Để ước tính chính xác hơn mối quan hệ biến động chu kỳ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế với các biến chính sách vĩ mô chúng tôi thực hiện hai phương trình hồi quy đơn giản có dạng sau:

$$p_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_{1i} p_{t-i} + \sum_{i=0}^k \alpha_{2i} y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \alpha_{3i} m_{t-i} + \sum_{i=0}^k \alpha_{4i} i_{t-i} + u_t^p \quad (1)$$

$$y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta_{2i} p_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta_{3i} m_{t-i} + \sum_{i=0}^k \beta_{4i} i_{t-i} + u_t^y \quad (2)$$

trong đó:  $p$ ,  $y$ ,  $m$  và  $i$  lần lượt là các thành phần chu kỳ của lạm phát, tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng cung tiền và tăng trưởng đầu tư công.<sup>2</sup> Ngoài ra, độ lệch chuẩn của các biến có thể được đưa vào mô hình dưới dạng biến giải thích nhằm tìm kiếm mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng với sự bất ổn của môi trường vĩ mô. Chúng tôi giới hạn độ trễ tối đa của các biến ở độ trễ 8 (tương đương với 2 năm) và thực hiện ước lượng phương trình (1) và (2) theo phương pháp OLS truyền thống. Những tham số không có ý nghĩa thống kê sẽ được loại bỏ dần khỏi mô hình. Độ trễ của các biến trong mỗi phương trình phải đủ lớn để đảm bảo sai số  $u_t^p$  và  $u_t^y$  không có tự tương quan và không có phương sai thay đổi. Một số kết quả chính được trình bày trong Bảng 2.

Bảng 2 cho thấy các biến số quyết định đến sự biến động của lạm phát hiện tại là lạm phát, tăng trưởng cung tiền và tăng trưởng đầu tư công trong quá khứ. Biến  $p(-1)$  có thể được hiểu là biến phản ánh kỳ vọng lạm phát. Kết quả ước lượng cho thấy 1 điểm phần trăm tăng thêm của kỳ vọng lạm phát có thể khiến lạm phát hiện tại tăng tới 1,43 điểm phần trăm. Biến số quan trọng thứ hai quyết định đến lạm phát hiện tại đó là sự thay đổi của cung tiền 2 quý trước,  $m(-2)$ . Điều này hàm ý độ trễ tác động của chính sách tiền tệ đến lạm phát là khoảng từ 4–6 tháng. Nếu tốc độ tăng cung tiền tăng thêm 1 điểm phần trăm sẽ làm cho lạm phát của 2 quý sau tăng thêm khoảng 0,14 điểm phần trăm. Ngoài ra, mô hình hồi quy cũng cho thấy tăng trưởng đầu tư công có tác động dương đối với lạm phát, tuy nhiên ở độ trễ khá lớn.

**Bảng 2:** Kết quả hồi quy

<b>Phương trình xác định lạm phát (p)</b>			<b>Phương trình xác định tăng trưởng (y)</b>		
<i>Biến giải thích</i>	<i>Tham số</i>	<i>Giá trị p</i>	<i>Biến giải thích</i>	<i>Tham số</i>	<i>Giá trị p</i>
c	0.063	0.753	c	-0.014	0.808
p(-1)	1.425	0.000	y(-1)	0.733	0.000
p(-2)	-0.847	0.000	p(-1)	-0.051	0.000

<sup>2</sup> Kiểm định ADF đối với các chuỗi số này đều cho kết quả có tính dừng ở các mức ý nghĩa truyền thống.

p(-7)	-0.230	0.001	i	0.004	0.008
p(-12)	-0.148	0.024			
m2(-2)	0.143	0.006			
i(-6)	0.019	0.001			
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh: 0,945			R <sup>2</sup> hiệu chỉnh: 0,767		
Kiểm định tự tương quan (LM): Thống kê F = 1,31; Giá trị p-F(4,25) = 0,29			Kiểm định tự tương quan (LM): Thống kê F = 0,94; Giá trị p-F(4,39) = 0,45		
Thống kê kiểm định phương sai sai số thay đổi (ARCH): Thống kê F = 0,10; Giá trị p-F(4,27) = 0,98			Thống kê kiểm định phương sai sai số thay đổi (ARCH): Thống kê F = 0,17; Giá trị p-F(4,38) = 0,95		

*Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của TCTK và NHNN*

Trong khi đó, biến động chu kỳ của tăng trưởng kinh tế lại phụ thuộc chủ yếu vào tăng trưởng kinh tế và lạm phát của quý liền kề trước đó. Tác động dương của biến trễ  $y(-1)$  có thể bao hàm các tác động tích cực của đầu tư tư nhân, tác động tràn của tiến bộ công nghệ hay bất kỳ biến nào khác đối với tăng trưởng kinh tế mà phương trình (2) không tính đến. Ngược lại, dấu âm của hệ số hồi quy của  $p(-1)$  phản ánh tác động tiêu cực của lạm phát, thông qua việc làm tăng lãi suất và làm giảm đầu tư tư nhân hoặc thông qua tác động chi phí đẩy, đối với tăng trưởng kinh tế. Đặc biệt, chúng tôi hầu như không tìm thấy bằng chứng ảnh hưởng tích cực của tăng trưởng đầu tư công hay tăng trưởng cung tiền đối với biến động chu kỳ của tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, 1 điểm phần trăm tăng thêm của tăng trưởng đầu tư công chỉ tức thời làm tăng trưởng kinh tế tăng thêm 0,004 điểm phần trăm, trong khi đó tăng trưởng cung tiền lại không có tác động. Nói cách khác, duy trì tốc độ tăng cao của các biến số này chủ yếu khiến lạm phát gia tăng và bất ổn, hơn là giúp ích cho tăng trưởng kinh tế.

## 5. Kết luận và khuyến nghị chính sách

Các phân tích định lượng của chúng tôi chỉ ra rằng tăng trưởng đầu tư công và tăng trưởng cung tiền của Việt Nam trong những năm gần đây thay vì giúp nền kinh tế tăng trưởng nhanh lại gây lạm phát cao và bất ổn. Việc lạm dụng vai trò của đầu tư công hoặc cung tiền trong thời kỳ suy giảm kinh tế đã dẫn đến sự phản tác dụng. Có thể nói, chính sách kích thích tổng cầu của Việt Nam trong những năm vừa qua đã không phù hợp từ khâu thiết kế, đến thực thi, giám sát và thời điểm cần kết thúc. Thay vì phải hướng trọng tâm chính sách vào kích thích đầu tư tư nhân và xuất khẩu thì nó lại thiên về mở rộng đầu tư công thông qua hệ thống các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) và chi tiêu ngân sách. Mỗi năm có hàng trăm ngàn tỉ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và TPCP bảo lãnh được phát hành (Theo HNX năm 2012 là 167 ngàn tỉ đồng) để tài trợ cho chi tiêu của khu vực công. Các tổ chức tín dụng, thay vì hướng nguồn vốn nhàn rỗi đến các doanh nghiệp tư nhân bằng cách hạ lãi suất thì lại đổ tiền vào TPCP với lãi suất cao (và gần đây là cả vào vàng).

Ngoài ra, hậu quả của các chính sách kích thích tổng cầu hướng vào hệ thống DNNN kém hiệu quả và thiếu giám sát đã để lại cả một núi nợ xấu của khu vực này cho hệ thống ngân hàng.

Quy mô kích cầu thái quá và kéo dài cũng đã khiến sản xuất của nền kinh tế lệch lạc vào những ngành nghề mang tính đầu cơ cao kém bền vững. Hậu quả là, gánh nặng nợ công, nếu tính cả nợ của hệ thống DNNN, đã xấp xỉ bằng với quy mô GDP của cả nền kinh tế.

Trong bối cảnh nợ công tăng cao và môi trường vĩ mô mới ổn định trở lại, chúng tôi cho rằng, các chính sách quản lý tổng cầu, nếu cần chú trọng, phải là những chính sách theo định hướng thay đổi cấu phần của tổng cầu chứ dứt khoát không phải là kích thích chi tiêu công hay tăng trưởng cung tiền thêm nữa. Chi tiêu công cần phải được cắt giảm để tạo cơ hội cho lãi suất giảm, từ đó đầu tư tư nhân sẽ tăng. Thuế phí phải được hạn chế, đồng thời tăng trưởng cung tiền phải được giữ ở mức thấp nhằm kiềm chế lạm phát, tạo tiền đề cho sức mua của khu vực tư nhân tăng trở lại.

Đã 5 năm đã trôi qua kể từ khi kinh tế bắt đầu suy giảm, các chương trình tái cơ cấu luôn được nhắc đến trong các chương trình nghị sự của Quốc hội cũng như Chính phủ. Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhận thấy một chính sách cụ thể nào được thực hiện để cải thiện năng lực sản xuất của nền kinh tế. Năng suất của nền kinh tế và các điều kiện để cải thiện nó vẫn giảm chân tại chỗ và ngày càng tụt hậu so với các nước trong khu vực. Chính vì thế, chúng tôi cho rằng thay vì mãi loay hoay với các chính sách kích thích rồi lại thắt chặt tổng cầu, đã tới thời điểm Việt Nam cần phải chú trọng hơn tới các chính sách trọng cung, nâng cao năng suất và cải thiện môi trường vĩ mô của nền kinh tế.

### **Tài liệu tham khảo**

1. EViews 7 User's Guide, 1994–2009 Quantitative Micro Software, LLC;
2. Phạm Thế Anh (2009). Bình ổn kinh tế vĩ mô và hiệu quả của các chính sách quản lý tổng cầu. Tạp chí Tài chính số 5 (535) năm 2009;
3. Phạm Thế Anh (2011). Lạm phát và các quy tắc chính sách tiền tệ ở Việt Nam. Tạp chí Tài chính, số 2 (556);