



Độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam

LÝ ĐẠI HÙNG *

Viện Kinh tế Việt Nam

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<i>Ngày nhận: 16/01/2021</i> <i>Ngày nhận lại: 24/05/2021</i> <i>Duyệt đăng: 25/05/2021</i> Mã phân loại JEL: E52; F21; F41 Từ khóa: Nền tảng kinh tế vĩ mô; Vector tự hồi quy; Cú sốc bên ngoài. Keywords: Macroeconomic fundamentals; Vector autoregression; External shocks.	Mục tiêu của bài viết này nhằm đánh giá sự vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam. Dựa trên bộ dữ liệu theo quý, từ quý I/2007 đến quý IV/2020, thông qua phương pháp vector tự hồi quy cấu trúc với hệ số thay đổi theo thời gian (TVC-BSVAR), bằng chứng thực nghiệm ghi nhận ba nguyên lý căn bản gồm: (1) Lạm phát đánh đổi với tăng trưởng, (2) đồng nội tệ mất giá giúp hỗ trợ tăng trưởng, và (3) giảm lạm phát cải thiện tăng trưởng. Cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô quyết định mức tác động của các cú sốc từ nền kinh tế thế giới đối với nền kinh tế nội địa. Trong đó, lượng giải ngân vốn FDI có vai trò thay thế tăng trưởng kinh tế thế giới trong đóng góp cho tốc độ tăng trưởng, tỷ lệ lạm phát nội địa; và củng cố độ mạnh của đồng nội tệ. Dựa trên mức độ gắn kết chặt chẽ của các biến số kinh tế vĩ mô với mức tác động đáng kể của các cú sốc từ kinh tế thế giới, bài viết này đánh giá rằng nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam đang ở mức khá vững mạnh và gợi ý rằng việc cải thiện năng lực hấp thụ vốn FDI cần được ưu tiên để tạo thêm không gian chính sách cho việc trung hòa sự sụt giảm trong tăng trưởng kinh tế thế giới và ứng phó với cú sốc tiêu cực của giá dầu thô quốc tế. Abstract This paper investigates the soundness of macroeconomic fundamentals in Vietnam, by a time-varying coefficients bayesian structural vector autoregression (TVC-BSVAR) model over a quarterly sample over Q1/2007–Q4/2020 period. The evidence records three macroeconomic principles: The trade-off between output and inflation, domestic currency (VND) depreciation rate enhancing output growth

* Tác giả liên hệ.

Email: hunglydai@gmail.com (Lý Đại Hùng).

Trích dẫn bài viết: Lý Đại Hùng. (2020). Độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(10), 22–39.

rate, and lower inflation improving economic growth. The macroeconomic structure determines the macroeconomic resilience to world economy shocks. Especially, the disbursed FDI capital can substitute the world GDP growth rate on raising domestic GDP growth rate, inflation rate; and evaluating domestic currency. Based on a close linkage of macroeconomic variables combined with considerable impact induced by external shocks from the world economy, the paper uncovers that the soundness of macroeconomic fundamentals in Vietnam is quite strong and also suggests that the improvement of FDI absorption capacity needs to be a prioritised policy for the economy to have additional policy residency to self-insure against the negative shocks from world GDP growth rate and world raw oil price.

1. Giới thiệu

Độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô quyết định sự ổn định trong phát triển kinh tế, đặc biệt trước các diễn biến bất ngờ từ nền kinh tế thế giới. Về phương diện chính sách, dựa trên cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô, các nhà hoạch định chính sách lựa chọn đúng biến số để tác động nhằm điều hướng nền kinh tế phát triển với một nhịp độ hợp lý. Về phương diện học thuật, việc phân tích cấu trúc kinh tế vĩ mô tạo điều kiện cho các nghiên cứu chuyên sâu về mô hình và chất lượng tăng trưởng, cũng như cơ chế dẫn truyền tác động qua lại giữa các biến số vĩ mô. Những đóng góp này càng trở nên quan trọng trong giai đoạn mà Việt Nam đang bắt đầu thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2021–2025 và Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021–2030 (Báo Điện tử Cộng sản, 2020), với sự nhấn mạnh vào chuyển đổi mô hình tăng trưởng trong bối cảnh bất định của nền kinh tế thế giới. Như vậy, cả thực tiễn và lý thuyết đều đặt ra nhu cầu phân tích, đánh giá sự vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam.

Mục tiêu của bài viết nhằm đánh giá độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam thông qua phương pháp phân tích định lượng, bằng một mô hình vector tự hồi quy (VAR - Vector Autoregression) mang tính cấu trúc (S - Structural), với hệ số thay đổi theo thời gian (TVC - Time Varying Coefficients) dựa trên nền tảng thống kê Bayesian. Mô hình TVC - BSVAR này được áp dụng vào một bộ dữ liệu chuỗi thời gian theo quý, phản ánh nền kinh tế Việt Nam từ quý I/2007 đến quý IV/2020.

Cấu trúc của mô hình dựa trên sự tương tác của ba biến số cốt lõi, gồm: (1) Tăng trưởng kinh tế, (2) tỷ giá danh nghĩa (VND/USD), và (3) tỷ lệ lạm phát. Mô hình cũng tính đến vai trò điều tiết của Chính phủ đối với nền kinh tế (thông qua điều chỉnh tăng trưởng dư nợ tín dụng), và tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam (thể hiện qua: Tác động của tăng trưởng kinh tế thế giới, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), và giá dầu thô thế giới).

Độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô được thể hiện qua cấu trúc kinh tế vĩ mô và khả năng chống chịu của cấu trúc này trước các cú sốc bên ngoài từ nền kinh tế thế giới. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy cấu trúc kinh tế vĩ mô tuân theo ba nguyên lý căn bản gồm: Tỷ lệ lạm phát đánh đổi với tăng trưởng kinh tế, sự mất giá của đồng nội tệ hỗ trợ cải thiện tăng trưởng kinh tế, và tỷ lệ lạm phát thấp tạo môi trường ổn định giúp củng cố tăng trưởng kinh tế. Cấu trúc này quyết định khả năng

chống chịu của nền kinh tế trước các cú sốc từ kinh tế thế giới. Khi tăng trưởng kinh tế thế giới sụt giảm hoặc lượng giải ngân vốn FDI giảm, tăng trưởng kinh tế nội địa suy giảm, tỷ lệ lạm phát giảm và đồng nội tệ (VND) tăng giá. Còn khi giá dầu thô thế giới tăng lên, tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm xuống, tỷ lệ lạm phát nội địa tăng lên, và đồng nội tệ bị mất giá.

Vo và cộng sự (2000) sử dụng một mô hình VAR để phân tích tỷ giá hối đoái VND/USD tại Việt Nam. Cấu trúc của mô hình dựa trên ba biến số nội sinh, gồm: Tăng trưởng kinh tế, lạm phát và lượng cung tiền; biến số tỷ giá đóng vai trò của biến số ngoại sinh. Từ đó, độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô dựa trên sự tương tác của tăng trưởng, lạm phát và cung tiền, trước các cú sốc về tỷ giá hối đoái. Dựa trên mẫu số liệu theo tháng, từ tháng 2/1992 đến tháng 6/1999, kết quả nghiên cứu ghi nhận rằng tỷ giá có tác động thay đổi sự tương tác của bộ ba biến số kinh tế vĩ mô. So với Vo và cộng sự (2000), bài viết này bổ sung tỷ giá hối đoái (VND/USD) với vai trò của một biến số nội sinh. Từ đó, tỷ giá có sự tương tác, với tác động cả hai chiều đối với các biến số kinh tế vĩ mô khác. Như vậy, tỷ giá cũng sẽ giữ một vị trí quan trọng thuộc nền tảng vĩ mô của nền kinh tế, thay vì một biến số bên ngoài nền tảng như trong mô hình của Vo và cộng sự (2000). Cách tiếp cận tỷ giá của tác giả cũng phù hợp với bằng chứng thực nghiệm mà Goujon (2006) ghi nhận về vai trò quan trọng của tỷ giá đối với lạm phát, đặc biệt trong một nền kinh tế bị đô la hóa như Việt Nam. Chính vì vậy, tác giả cho rằng nội dung nghiên cứu này sẽ đóng góp một phần vào các nghiên cứu về nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam.

Cách tiếp cận này cũng được áp dụng trong nghiên cứu của Hang và Thanh (2010) khi đánh giá các yếu tố chi phối lạm phát tại Việt Nam. Cụ thể, Hang và Thanh (2010) sử dụng một mô hình VAR với 6 biến số, gồm: Lạm phát, tổng sản lượng nội địa (GDP – Gross Domestic Product), cung tiền, lãi suất, tỷ giá và giá dầu thô quốc tế. Dựa trên bộ số liệu theo tháng, từ tháng 1/2001 đến tháng 3/2010, Hang và Thanh (2010) ghi nhận rằng kinh nghiệm và kỳ vọng của công chúng đóng vai trò quan trọng đối với tỷ lệ lạm phát. Hơn nữa, lạm phát được quyết định chủ yếu bởi các yếu tố trong nước hơn là các yếu tố quốc tế. So với nghiên cứu của nhóm tác giả Hang và Thanh (2010), bài viết này khác ở sự lựa chọn các biến số nội sinh và ngoại sinh. Cụ thể, trong mô hình định lượng, giá dầu thô quốc tế đóng vai trò của biến ngoại sinh, cùng với tăng trưởng tổng sản lượng nội địa thế giới và vốn FDI thể hiện cho các cú sốc từ kinh tế thế giới. Do đó, bài viết này bổ sung cho kết quả nghiên cứu của Hang và Thanh (2010) bằng cách đánh giá được thêm nhiều cú sốc đối với nền kinh tế nội địa.

Các yếu tố chi phối lạm phát tại Việt Nam cũng được Bhattacharya (2014) đánh giá bằng mô hình VAR với bộ dữ liệu theo quý, từ quý I/1999 đến quý III/2012. Bhattacharya (2014) chỉ ra rằng lạm phát được quyết định bởi biến động của tỷ giá trong ngắn hạn, tăng trưởng của dư nợ tín dụng trong trung hạn và tốc độ tăng trưởng GDP trong dài hạn. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng có vai trò quan trọng hơn hẳn so với tốc độ gia tăng lượng cung tiền M2, thể hiện qua hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê và với mức tác động mạnh hơn đối với các biến số vĩ mô khác. Vai trò của dư nợ tín dụng đối với tăng trưởng và lạm phát cũng được khẳng định trong kết quả nghiên cứu quốc tế của Brunnermeier và cộng sự (2021), Hung và Pfau (2009) dựa trên bộ dữ liệu theo quý về Việt Nam giai đoạn 1996–2005. Các kết quả này cùng bổ sung cho bằng chứng thực nghiệm của Anwar và Nguyen (2018) dựa trên bộ số liệu theo quý về Việt Nam giai đoạn 1995–2010. Theo đó, lượng cung tiền M2, trong vai trò công cụ của chính sách tiền tệ, có tác động tích cực đối với tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Mô hình VAR trong bài viết cũng tương đồng với mô hình của Bhattacharya (2014), Hung và Pfau (2009) trong việc lựa chọn tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng làm biến số đại diện cho lượng

thanh khoản, và tỷ giá danh nghĩa VND/USD làm đại diện cho biến số tỷ giá trong danh sách các biến nội sinh. Tuy nhiên, bài viết này nhấn mạnh đến khía cạnh hội nhập quốc tế của nền kinh tế Việt Nam bằng cách thêm vào các biến số ngoại sinh, gồm: Vốn FDI, giá dầu thô thế giới, và tốc độ tăng trưởng GDP của thế giới. Hơn nữa, tác giả cũng sử dụng một bộ dữ liệu cập nhật hơn, đến cuối năm 2020. Vì vậy, bài viết đánh giá được cả sự gắn kết giữa các biến số vĩ mô nền tảng và ảnh hưởng của nền kinh tế thế giới đến mối gắn kết này.

Cũng tập trung vào sự liên kết giữa các biến số thuộc nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam, Nguyen và cộng sự (2017) đã sử dụng mô hình vector hiệu chỉnh sai số (VEC - Vector Error Correction) để đánh giá sự tương tác giữa sáu biến số gồm: Tổng sản lượng nội địa, vốn FDI, thương mại quốc tế (gồm xuất khẩu và nhập khẩu), lạm phát, và đầu tư công. Dựa trên bộ dữ liệu theo quý, từ quý I/2001 đến quý IV/2011, Nguyen và cộng sự (2017) chỉ ra sự tồn tại của mối liên hệ giữa các biến số nền tảng trong dài hạn. Còn trong ngắn hạn, vai trò của tổng sản lượng nội địa đối với FDI mang tính quan trọng hơn so với vai trò của FDI đối với tổng sản lượng nội địa. Ngoài ra, lạm phát đóng vai trò chủ yếu đối với biến động của một số biến số vĩ mô, gồm: Đầu tư công, vốn FDI và giá trị nhập khẩu.

So với Nguyen và cộng sự (2017), bài viết này khác biệt cả về danh sách biến số nền tảng vĩ mô và biến ngoại sinh. Trong đó, biến số tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) là biến nội sinh thuộc nền tảng kinh tế vĩ mô trong mô hình của tác giả, trong khi lại thiếu vắng trong mô hình của Nguyen và cộng sự (2017). Vì vậy, bài viết này tính được vai trò quan trọng của tỷ giá danh nghĩa (VND/USD), như đã được nhấn mạnh gần đây bởi nhóm tác giả Obstfeld và cộng sự (2019). Hơn nữa, lượng vốn FDI là biến ngoại sinh, cùng với tăng trưởng GDP và giá dầu thô quốc tế trong mô hình của tác giả, trong khi là biến nội sinh trong mô hình của Nguyen và cộng sự (2017). Theo đó, mô hình của tác giả giúp phản ánh thực tiễn của Việt Nam như một nền kinh tế nhỏ, mở cửa hội nhập trong nền kinh tế thế giới. Hơn nữa, vai trò của vốn FDI như một biến ngoại sinh cũng phù hợp với bằng chứng thực nghiệm mà nhóm tác giả Hansen và Rand (2006) ghi nhận cho các nước đang phát triển. Trong đó, vốn FDI có tác động đến tăng trưởng GDP thông qua chuyển giao tri thức và công nghệ, còn chiều tác động ngược lại từ tăng trưởng đến vốn FDI thì lại chưa có ý nghĩa thống kê.

Nguyễn Đức Trung và Nguyễn Hoàng Chung (2017) kết hợp một mô hình vector tự hồi quy với ước lượng theo phương pháp Bayesian (BVAR) bằng một mô hình cân bằng động ngẫu nhiên tổng quát (DSGE – Dynamic Stochastic General Equilibrium). Mục tiêu của nghiên cứu là dự báo năm biến số vĩ mô, gồm: (1) Tăng trưởng của tổng sản lượng nội địa, (2) lạm phát, (3) lãi suất chính sách, (4) biến động trong tỷ giá hối đoái, và (5) tỷ lệ trao đổi thương mại. Dựa trên một bộ dữ liệu theo quý, từ quý I/2000 đến quý IV/2014, Nguyễn Đức Trung và Nguyễn Hoàng Chung (2017) chứng minh rằng sự kết hợp giữa mô hình DSGE với BVAR giúp xây dựng một mô hình dự báo có ý nghĩa cho Việt Nam.

Mô hình của bài viết này chú trọng vào phân tích nền kinh tế, trong khi Nguyễn Đức Trung và Nguyễn Hoàng Chung (2017) chú trọng vào giá trị dự báo. Với cách tiếp cận khác nhau như vậy, tác giả sử dụng phương pháp TVC-VAR để mô hình khớp nhất với biến động trong quá khứ, còn Nguyễn Đức Trung và Nguyễn Hoàng Chung (2017) sử dụng một phương pháp khác (DSGE kết hợp BVAR) để dự báo tốt nhất cho tương lai.

Gần đây, Pham và Sala (2020) đánh giá ảnh hưởng của giá dầu thô quốc tế đối với nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam dựa vào một mô hình vector tự hồi quy mang tính cấu trúc (SVAR). Các biến số nền tảng vĩ mô gồm: Lạm phát, tỷ giá danh nghĩa (VND/USD), kết hợp với giá trị xuất khẩu hoặc

lãi suất kỳ hạn 3 tháng. Cấu trúc này chịu tác động của các biến số ngoại sinh phản ánh giá dầu thô quốc tế, gồm: Lượng cung của dầu thô, chỉ số hoạt động kinh tế toàn cầu, giá dầu thô quốc tế thực tế và lãi suất công bố bởi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ. Dựa vào bộ dữ liệu theo tháng, từ tháng 1/1998 đến tháng 12/2018, kết quả nghiên cứu của Pham và Sala (2020) chỉ ra ba yếu tố của giá dầu thô quốc tế quyết định mức lạm phát tại Việt Nam. Ba biến số này cũng đóng vai trò quan trọng đối với giá trị dài hạn của các biến số kinh tế vĩ mô gồm: Cán cân thương mại, lãi suất và lạm phát. Bổ sung cho nghiên cứu của Pham và Sala (2020), tác giả xây dựng một mô hình gồm nhiều biến số hơn, chú trọng đến tăng trưởng và lượng thanh khoản. Ngoài ra, bên cạnh giá dầu thô quốc tế như Pham và Sala (2020) tập trung phân tích, tác giả còn đánh giá được thêm tác động của nền kinh tế thế giới thông qua tổng sản lượng nội địa của thế giới, và vốn FDI.

Với một danh sách gồm nhiều biến ngoại sinh phản ánh nền kinh tế thế giới, bài viết của tác giả đóng góp thêm các đánh giá định lượng so với mô hình của Hung (2021). Cụ thể, Hung (2021) ghi nhận rằng sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát tại Việt Nam đã yếu đi trong thời gian gần đây. Tốc độ tăng trưởng GDP được chi phối bởi lượng giải ngân của vốn FDI, trong khi tỷ lệ lạm phát được quyết định bởi tăng trưởng của dư nợ tín dụng. So với mô hình này, tác giả bổ sung các biến số khác phản ánh nền kinh tế thế giới, gồm: Tăng trưởng GDP và giá dầu thô quốc tế. Với bối cảnh toàn diện hơn, kết quả của tác giả chỉ ra rằng vẫn tồn tại sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát tại Việt Nam. Vì vậy, việc tính đến tăng trưởng GDP và giá dầu thô quốc tế đóng vai trò quan trọng đối với phân tích nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam.

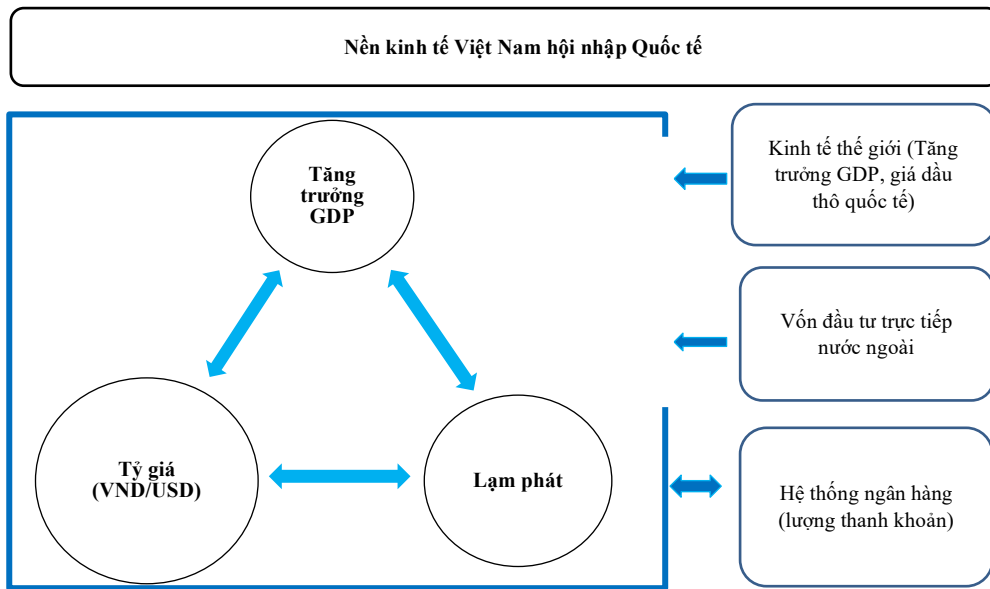
Sau phần giới thiệu, bài viết có cấu trúc như sau: Phần 2 trình bày về khung phân tích mô hình, phương pháp và số liệu; phần 3 đánh giá sự vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô, gồm cấu trúc kinh tế vĩ mô và tác động của cú sốc từ thế giới; và cuối cùng là phần 4, kết luận và thảo luận chính sách.

2. Khung phân tích

2.1. Mô hình

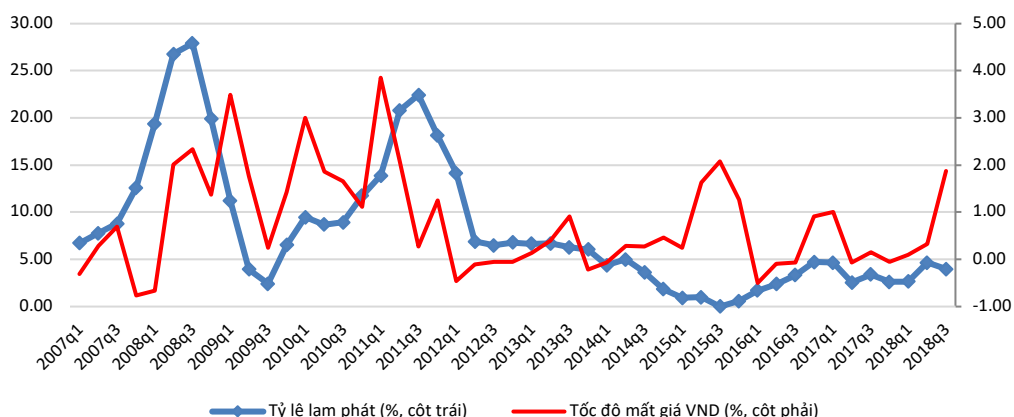
Mô hình định lượng về nền kinh tế Việt Nam, thể hiện trong Hình 1, được xây dựng dựa trên ba đặc điểm chính sau:

Thứ nhất, tỷ giá hối đoái có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế. Trong khuôn khổ bộ ba bất khả thi (Obstfeld và cộng sự, 2005), một nền kinh tế chỉ sử dụng được hai trong ba lựa chọn, gồm: Tự do hóa dòng vốn, quản lý tỷ giá và độc lập về chính sách tiền tệ. Hiện nay, Việt Nam đang kết hợp quản lý tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) với chính sách tiền tệ độc lập và kiểm soát dòng vốn. Trên bình diện quốc tế, sự dao động của tỷ giá danh nghĩa giúp các nền kinh tế hấp thụ các cú sốc từ nền kinh tế thế giới (Farhi & Werning, 2014; Obstfeld và cộng sự, 2019); tỷ giá thực cũng có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế (Aghion và cộng sự, 2009) và chi phối các biến số kinh tế vĩ mô khác (Obstfeld & Rogoff, 1995). Còn tại Việt Nam, tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) được chứng minh như một biến số kinh tế vĩ mô quan trọng, đặc biệt trước các cú sốc của giá dầu thô quốc tế (Pham & Sala, 2020).



Hình 1. Mô hình định lượng về nền kinh tế Việt Nam hội nhập quốc tế

Thứ hai, ngân hàng nhà nước điều tiết nền kinh tế thông qua lượng thanh khoản của hệ thống ngân hàng, thể hiện qua lượng cung tiền M2 và tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng. Lượng thanh khoản giúp duy trì ổn định kinh tế vĩ mô (Brunnermeier, 2009), chi phối sự dao động của tỷ giá danh nghĩa và tổng sản lượng nội địa (Gabaix & Maggiori, 2015), và giúp các doanh nghiệp tài trợ cho các cơ hội đầu tư mới (Woodford, 1990). Trong giai đoạn suy thoái, lượng thanh khoản còn giúp củng cố khả năng phục hồi của nền kinh tế (Bernanke, 1981; Geithner, 2007). Thiếu hụt thanh khoản có thể dẫn đến sự khuếch tán của các cú sốc tiêu cực trong nền kinh tế (Brunnermeier & Sannikov, 2014). Một số mô hình định lượng về nền tảng kinh tế vĩ mô của Việt Nam sử dụng biến số về lượng cung tiền M2 như: Vo và cộng sự (2000), Hang và Thanh (2010); một số mô hình khác lại sử dụng dư nợ tín dụng, và chỉ ra rằng biến số này cũng tác động đến tăng trưởng và lạm phát (Hung & Pfau, 2009), thậm chí có ảnh hưởng mạnh hơn so với lượng cung tiền (Bhattacharya, 2014).



Hình 2. Sự thay đổi về hình thái kinh tế vĩ mô tại Việt Nam

Nguồn: Tổng cục Thống kê (2020) và Bloomberg (2020).

Thứ ba, sự thay đổi về hình thái của các biến số kinh tế vĩ mô tại Việt Nam trong vài năm gần đây. Theo Hình 2, tốc độ mất giá của VND và tỷ lệ lạm phát đều đã giảm hẳn biên độ dao động và giá trị trung bình từ năm 2015 đến nay. Trong đó, tỷ lệ lạm phát mỗi quý so với cùng kỳ năm trước luôn dưới 5%, và tốc độ mất giá VND mỗi quý so với cùng kỳ năm trước cũng luôn dưới 2%. Đặc điểm này lại kéo theo sự lựa chọn mô hình vector tự hồi quy với hệ số thay đổi theo thời gian.

Phương trình hồi quy, với t tương ứng với các mốc thời gian theo Quý, từ Quý I/2007 đến Quý IV/2020, phương trình được viết dưới dạng rút gọn, như sau:

$$Y_t = A_{1t} \cdot Y_{t-1} + A_{2t} \cdot Y_{t-2} + A_{3t} \cdot Y_{t-3} + C \cdot X_t + \varepsilon_t$$

Trong đó,

$Y_t = (y_{1t}, y_{2t}, y_{3t}, y_{4t})$: Là một vector (4x1) của 4 biến nội sinh, gồm: Sai phân của tỷ lệ lạm phát (ΔCPI), tốc độ tăng trưởng của Việt Nam (GDP_{VN}), tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) (G_{VND}), và tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng (G_{CREDIT});

A_{1t}, A_{2t}, A_{3t} : Các ma trận (4x4) chứa các hệ số ước lượng, thay đổi theo thời gian, vì vậy, mỗi hệ số phụ thuộc vào thời điểm (t);

X_t : Là một vector (4x1) chứa 1 hệ số cố định, và 3 biến ngoại sinh, gồm: Tăng trưởng của thế giới (GDP_W), vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và sai phân của giá dầu thô quốc tế (ΔOIL);

C : Là một ma trận (4x4) chứa hệ số ước lượng của hệ số cố định và các biến ngoại sinh;

ε_t : Là một vector (4x4) của các phần dư (Residuals), được giả định có phân bố đa biến chuẩn (Multivariate Normal Distribution) như sau:

$$\varepsilon_t \sim \mathcal{N}(0, \Sigma)$$

và ε_t được giả sử mang tính chất không tự tương quan (Non-Autocorrelated), theo đó, giá trị kỳ vọng vô điều kiện $E(\varepsilon_t, \varepsilon'_s) = \Sigma$, và $E(\varepsilon_t, \varepsilon'_s) = 0$, nếu $t \neq s$. Ngoài ra, Σ là một ma trận phương sai (4x4) đối xứng xác định dương (Symmetric Positive Definite Variance-Covariance Matrix), với các thành phần phương sai (Variance) tại hàng chéo, và hiệp phương sai (Covariance) nằm ngoài hàng chéo.

Mô hình định lượng trong bài viết này thuộc nhóm mô hình vector tự hồi quy với hệ số thay đổi thời gian (TVC-BSVAR). Trong đó, mô hình vector tự hồi quy (Vector Autoregression – VAR) tính đến sự tương tác của các biến số nội sinh, để phản ánh cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô, và tính thêm tác động của các biến ngoại sinh để phản ánh nền kinh tế thế giới. Mô hình này mang tính cấu trúc (Structural – S) để nắm bắt tầm ảnh hưởng của các cú sốc từ mỗi biến nội sinh. Cụ thể, tác giả sử dụng phân tách Cholesky cho ma trận hiệp phương sai (Σ). Theo đó, các biến nội sinh được sắp xếp theo giả thuyết về thứ tự tầm ảnh hưởng giảm dần, gồm: Lạm phát, tăng trưởng, tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) rồi đến dư nợ tín dụng. Cuối cùng, mô hình BSVAR còn có hệ số thay đổi theo thời gian (Time Varying Coefficients – TVC) để phản ánh sự thay đổi hình thái tương tác của các biến số theo thời gian, như được thể hiện trong Hình 2.

Mô hình hồi quy với hệ số thay đổi theo thời gian được phát triển bởi Cogley và Sargent (2001), dựa trên sự kế thừa mô hình vector tự hồi quy mang tính cấu trúc (SVAR) do Blanchard và Quah (1989) phát triển từ mô hình VAR được đề xuất bởi Sims (1980). Các bài viết gần đây đã ứng dụng phương pháp này, như: Trong phân tích ảnh hưởng của cú sốc tiền tệ tại Mỹ bởi Primiceri (2005), trong dự báo kinh tế vĩ mô cho khu vực đồng tiền chung Euro bởi D'Agostino và cộng sự (2013). Tóm lại, mô hình TVC-BSVAR phù hợp để phản ánh các đặc điểm riêng biệt của nền kinh tế Việt Nam hiện nay.

Mỗi biến số được lựa chọn dựa trên các kết quả nghiên cứu về Việt Nam. Trong đó, biến nội sinh gồm các biến số thể hiện cấu trúc nền tảng vĩ mô của nền kinh tế, được xếp theo thứ tự lần lượt, gồm: Sai phân của tỷ lệ lạm phát (ΔCPI), tốc độ tăng trưởng của Việt Nam (GDP_{VN}), tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) (G_{VND}), và tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng (G_{CREDIT}). Vai trò của mỗi biến số đối với nền kinh tế đều đã được ghi nhận như bằng chứng của Hang và Thanh (2010) về lạm phát, của Nguyen và cộng sự (2017) về tăng trưởng, của Bhattacharya (2014) về tỷ giá danh nghĩa (VND/USD), và của Hung và Pfau (2009) về dư nợ tín dụng. Các biến ngoại sinh, thể hiện sự hội nhập của nền kinh tế Việt Nam trong nền kinh tế thế giới, gồm có: Tăng trưởng trung bình của thế giới (GDP_W), lượng giải ngân vốn FDI (FDI), và sai phân của giá dầu thô quốc tế (ΔOIL). Một số mô hình gần đây cũng tính đến các biến số này, như: Vo và cộng sự (2000) về tăng trưởng thế giới, Anwar và Nguyen (2018) về vốn FDI, Pham và Sala (2020) về giá dầu thô quốc tế. Trong vai trò của biến số ngoại sinh, các biến số này chỉ có tác động một chiều đến nền kinh tế Việt Nam. Điều này phù hợp để phản ánh trường hợp của Việt Nam như một nền kinh tế nhỏ và mở cửa nằm trong nền kinh tế thế giới.

2.2. Phương pháp

Cấu trúc của phương trình hồi quy đa biến yêu cầu có tổng thể $15=4 \times 3 + 3$ hệ số cần ước lượng cho mỗi một phương trình của một biến nội sinh. Trong đó, tác động của ba biến nội sinh còn lại thể hiện qua 4×3 hệ số, và tác động của ba biến ngoại sinh thể hiện qua 3 hệ số thêm nữa. Như vậy, tổng cộng sẽ có $60=4 \times 15$ hệ số ước lượng cho mô hình TVC-BSVAR đầy đủ với 4 biến nội sinh và 3 biến ngoại sinh.

Các hệ số này được ước lượng với phương pháp Bayesian. Phương pháp này coi mẫu số liệu mang tính cố định, còn hệ số hồi quy mang tính ngẫu nhiên và là giá trị cần được ước lượng. Do vậy, sử dụng phương pháp này sẽ phù hợp với các mẫu số liệu có kích thước nhỏ. Ở nghiên cứu này, tác giả chỉ có 55 quan sát theo chuỗi thời gian cho nền kinh tế Việt Nam. So với phương pháp Bayesian,

phương pháp truyền thống coi mẫu số liệu là ngẫu nhiên, còn hệ số ước lượng là cố định, được quyết định trong tổng mẫu. Do vậy, theo phương pháp truyền thống, mẫu số liệu càng lớn thì hệ số ước lượng càng sát với giá trị trong mẫu. Với lợi thế trong xử lý các mẫu số liệu nhỏ và một số lợi thế khác, phương pháp Bayesian đang ngày càng được sử dụng phổ biến trong nghiên cứu kinh tế vĩ mô hiện nay (Sims, 2007).

Tiếp theo, hàm phản ứng đẩy (Impulse Response Function – IRF) cũng sẽ được ước lượng từ mô hình định lượng, dựa vào phân tích Cholesky đối với ma trận phương sai (Σ). Hàm số này thể hiện tác động của cú sốc đến từ sự gia tăng 1 đơn vị (có thể là 1% tốc độ tăng trưởng GDP, hoặc 1 tỷ USD lượng vốn FDI) trong một biến số nội sinh đến mỗi biến số khác. Khi mô hình đạt được đặc tính ổn định, tác động của cú sốc này sẽ giảm dần theo thời gian, và sẽ hết hiệu lực sau một khoảng thời gian. Với các ý nghĩa này, hàm phản ứng đẩy giúp phản ánh sự gắn kết, ràng buộc lẫn nhau giữa các biến số nội sinh theo thời gian, đồng thời, cả mức độ phản ứng của mỗi biến số này đối với cú sốc thay đổi của mỗi biến số khác.

2.3. Số liệu

Bộ số liệu sử dụng được thu thập theo quý, gồm 55 quan sát từ quý I/2007 đến quý IV/2020 (quan sát đầu tiên được dùng để tính sai phân thứ nhất). Các số liệu về tăng trưởng GDP hàng quý so với cùng kỳ năm trước, lạm phát hàng quý so với cùng kỳ năm trước được lấy từ cơ sở dữ liệu của Tổng Cục Thống kê Việt Nam; dư nợ tín dụng được lấy từ cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam; tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) liên ngân hàng và giá dầu thô quốc tế lấy từ cơ sở dữ liệu của Bloomberg. Số liệu về tăng trưởng GDP hàng quý so với cùng kỳ năm trước của 8 nền kinh tế có giao thương lớn nhất với Việt Nam (gồm: Mỹ, Khu vực đồng tiền chung Euro, Trung Quốc, Nhật, Hàn Quốc, Thái Lan, Singapore và Đài Loan) được lấy từ Cơ sở dữ liệu của St. Louis Fed¹ (2020) (là một trong 12 ngân hàng khu vực của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ), và bổ sung từ các Cục thống kê của mỗi nước. Lượng giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài được lấy từ các báo cáo kinh tế – xã hội hàng quý của Tổng cục Thống kê Việt Nam.

Mỗi biến số đều được xử lý từ số liệu gốc để thuận tiện khi đưa vào mô hình định lượng. Các biến số được xử lý để đạt được tính dừng bằng cách lấy tốc độ tăng trưởng của mỗi quý so với cùng kỳ năm trước (Year on Year – yoy), gồm: Dư nợ tín dụng, tỷ giá danh nghĩa (VND/USD); hoặc lấy sai phân như: Tỷ lệ lạm phát, giá dầu thô quốc tế. Trong đó, tỷ lệ lạm phát (y_{CPI}) là sự thay đổi của chỉ số giá tiêu dùng (Consumer Price Index – CPI) của mỗi quý so với cùng kỳ năm trước, theo đơn vị %, biến số này được lấy sai phân thứ nhất để đạt được tính dừng (dy_{CPI}). Tốc độ tăng trưởng kinh tế (GDP_{VN}) là tốc độ gia tăng tổng sản lượng nội địa của Việt Nam (Gross Domestic Product – GDP) của mỗi quý so với cùng kỳ năm trước, theo đơn vị %. Tương tự, tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng (G_{CREDIT}) là tốc độ gia tăng dư nợ tín dụng của mỗi quý so với cùng kỳ năm trước, tính theo đơn vị %. Còn giá dầu thô quốc tế (OIL) là giá dầu thô thế giới Brent², theo đơn vị USD; biến số này được tính sai phân thứ nhất để đạt được tính dừng ($dOIL$). Cuối cùng, tốc độ thay đổi của tỷ giá (G_{VND}) là tốc độ gia tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) của mỗi quý so với cùng kỳ năm trước, theo đơn vị %; biến số này được sử dụng làm đại diện cho tỷ giá hối đoái giữa đồng nội tệ (VND) và đồng USD bởi

¹ St. Louis Fed: Cục Dự trữ Liên bang St. Louis Fed. Website: <https://fred.stlouisfed.org/>

² Giá dầu thô thế giới Brent: Giá của dầu thô Brent, là loại dầu thô ngọt nhẹ được khai thác tại vùng biển Bắc (Đông Bắc Âu). Website: <https://bloomberg.com/>

độ dao động cao, phản ánh sát diễn biến của thị trường tài chính, từ đó, hữu ích cho việc đánh giá khả năng hấp thụ các cú sốc từ nền kinh tế thế giới (Bhattacharya (2014) cũng sử dụng tỷ giá danh nghĩa VND/USD trong một mô hình VAR để phân tích tác động của chính sách tiền tệ đối với lạm phát tại Việt Nam).

Bảng 1.

Thống kê mô tả các biến số

Biến số	Đơn vị	Giá trị Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tỷ lệ lạm phát (y_{CPI})	yoy, %	7,30	6,74	0,00	27,89
Tốc độ tăng trưởng của Việt Nam (GDP_{VN})	yoy, %	5,97	1,42	0,39	9,11
Tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) (G_{VND})	yoy, %	2,78	3,09	-0,65	9,92
Tốc độ tăng trưởng của thế giới (GDP_W)	yoy, %	4,23	2,96	-5,62	9,27
Vốn FDI giải ngân (FDI)	Tỷ USD	3,59	1,25	1,68	8,03
Giá dầu thô thế giới (OIL)	USD	77,27	26,06	33,39	122,78

Ghi chú: Số quan sát là 55.

Bảng 1 thể hiện thống kê mô tả của các biến số. Tăng trưởng kinh tế hàng quý có giá trị trung bình đạt 5,97% với độ lệch chuẩn là 1,42%. So với tăng trưởng kinh tế, lạm phát hàng quý có giá trị cao hơn, trung bình đạt 7,30% và độ lệch chuẩn là 6,74%; tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) hàng quý có giá trị trung bình thấp hơn, đạt 2,78% và độ lệch chuẩn cao hơn, là 3,09%. Các biến số khác đều có độ lệch chuẩn khá cao, như: Tăng trưởng thế giới đạt 2,96%, vốn FDI giải ngân đạt 1,25 tỷ USD, và giá dầu thô quốc tế đạt 26,06 USD. Như vậy, các biến số đều có dải biến động rộng, tạo thuận lợi để phân tích nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam.

3. Độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô

Ở nội dung này, tác giả sẽ trình bày khung đánh giá độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô, sau đó, phân tích cấu trúc nền tảng vĩ mô và tác động của các cú sốc bên ngoài từ kinh tế thế giới.

3.1. Khung đánh giá

Trong bài viết này, nội hàm sự vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô được hiểu là khả năng gắn kết giữa các biến số kinh tế vĩ mô cốt lõi của nền kinh tế nội địa, trong tương quan với các biến số thể hiện hội nhập kinh tế với thế giới. Độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô được thể hiện qua cấu trúc tương tác của các biến số kinh tế vĩ mô và đồng thời, qua khả năng chống chịu của cấu trúc này trước các cú sốc bên ngoài (External Shocks) từ nền kinh tế thế giới. Các đặc điểm này đều được tích lũy theo thời gian, và chịu sự tác động của chính sách điều tiết của Chính phủ đối với nền kinh tế và bối cảnh của nền kinh tế thế giới và trong nước.

Về tiêu chí đánh giá, cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô được thể hiện qua quan hệ gắn kết chặt chẽ hay lỏng lẻo giữa các biến số phản ánh nền tảng kinh tế vĩ mô; khả năng chống chịu của cấu trúc kinh tế vĩ mô trước các cú sốc bên ngoài thể hiện qua mức độ tác động của các cú sốc kinh tế thế giới đối với nền kinh tế Việt Nam. Với việc lấy sự gắn kết giữa các biến số vĩ mô làm trọng tâm, bài viết này chia độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô làm ba mức: Cao, khá và thấp. Theo đó, một nền tảng kinh tế vĩ mô có độ vững mạnh ở mức cao sẽ dựa trên sự gắn kết chặt chẽ giữa các biến số vĩ mô, và đồng thời, chịu tác động nhẹ từ các cú sốc tiêu cực của nền kinh tế thế giới; nền tảng kinh tế vĩ mô có độ vững mạnh ở mức thấp sẽ dựa trên sự gắn kết lỏng lẻo giữa các biến số vĩ mô, và chịu tác động đáng kể từ các cú sốc của kinh tế thế giới; nền tảng kinh tế vĩ mô có độ vững mạnh ở mức khá sẽ dựa trên sự gắn kết chặt chẽ giữa các biến số vĩ mô và có thể chịu tác động đáng kể hoặc nhẹ nhàng từ các cú sốc của nền kinh tế thế giới.

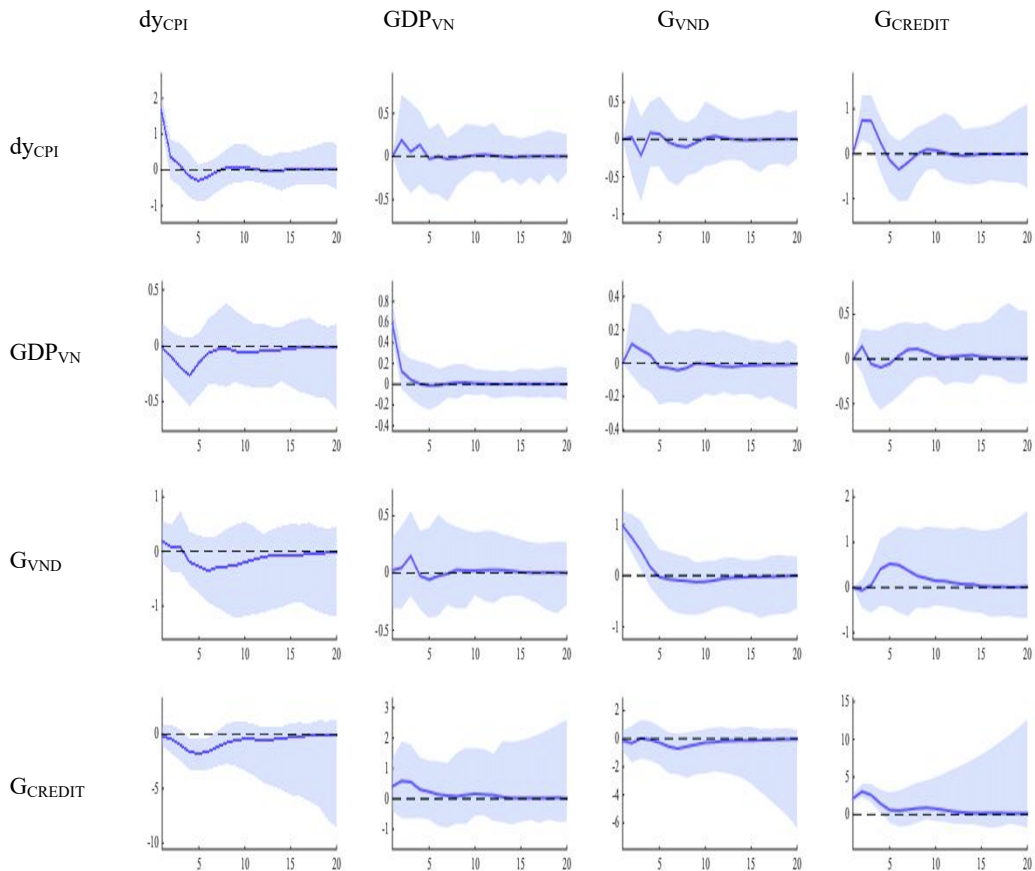
Về ý nghĩa, độ vững mạnh cao của nền tảng kinh tế vĩ mô giúp nền kinh tế duy trì tăng trưởng cao, tỷ lệ lạm phát thấp và tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) ổn định, kể cả trước các cú sốc tiêu cực bên ngoài từ nền kinh tế thế giới; độ vững mạnh thấp sẽ đặt nền kinh tế ở vị thế khó duy trì được các kết quả về tăng trưởng, lạm phát và tỷ giá danh nghĩa (VND/USD), thậm chí tiềm ẩn nguy cơ gia tăng bất ổn kinh tế vĩ mô, đặc biệt trước các cú sốc bên ngoài từ nền kinh tế thế giới.

3.2. Cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô

Cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô thể hiện qua sự tương tác của các biến số nền tảng, gồm: Lạm phát, tăng trưởng, tỷ giá danh nghĩa (VND/USD), và dư nợ tín dụng.

- *Thứ nhất*, tồn tại sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát trong nền kinh tế Việt Nam. Kết quả này được thể hiện tại các hàng 1 và hàng 2 của Hình 3. Cụ thể, khi một cú sốc tích cực xảy ra (tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng tăng 1%), cả lạm phát và tăng trưởng GDP đều gia tăng. Trong đó, lạm phát có xu hướng tăng mạnh hơn, với mức cao nhất đạt gần 0,5%, còn tăng trưởng GDP tăng với mức thấp hơn, chỉ khoảng 0,2%. Cũng từ đó, các hệ số này hàm ý rằng để tốc độ tăng trưởng GDP tăng thêm 1%, thì dư nợ tín dụng cần tăng thêm 5%, và kéo theo sự gia tăng này, tỷ lệ lạm phát tăng thêm 2,5%. Ngoài ra, tác động của các cú sốc trong tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng đến các biến số kinh tế vĩ mô đều kéo dài 10 quý hoặc hơn. Do vậy, lượng cung tiền, thể hiện qua tăng trưởng dư nợ tín dụng, có tầm ảnh hưởng mang tính dài hạn tới nền kinh tế, đặc biệt đối với mối quan hệ đánh đổi giữa tăng trưởng GDP và lạm phát.

Bằng chứng thực nghiệm về đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát tại Việt Nam cũng phù hợp với các kết quả nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm gần đây. Về lý thuyết, sự mở rộng lượng cung tiền sẽ thúc đẩy tăng trưởng tổng sản lượng trong ngắn hạn thông qua gia tăng tổng cầu, nhưng đồng thời, kích hoạt lạm phát thông qua tăng lượng tiền danh nghĩa trong khi sản lượng thực và vòng quay tiền không đổi (Lucas, 1980), hoặc do kỳ vọng lạm phát trong tương lai nâng lên (Friedman & Schwartz, 2008). Về thực nghiệm, Lucas (1973) đã ghi nhận sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát ở nhiều nền kinh tế trên thế giới. Gần đây, dựa vào số liệu của 91 nước, Badinger (2009) cũng chỉ ra rằng toàn cầu hóa góp phần gia tăng sự đánh đổi giữa lạm phát và tăng trưởng.



Hình 3. Hàm phản ứng đầy của từng biến số trước các cú sốc gia tăng 1% của từng biến số theo từng cột tương ứng

Ghi chú: Các biến số gồm: Sai phân của tỷ lệ lạm phát (dy_{CPI}), tốc độ tăng trưởng của Việt Nam (GDP_{VN}), tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) ($GVND$), và tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng ($GCREDIT$);

Nét thẳng thể hiện giá trị của mỗi biến số ở cột trái thay đổi theo thời gian khi có cú sốc gia tăng 1% giá trị của mỗi biến số ở các cột tương ứng; nét đứt thể hiện giá trị tương ứng với 0; phần bao quanh thể hiện khoảng dao động của giá trị phản ứng của mỗi biến số;

Nguồn số liệu từ kết quả ước lượng của mô hình hồi quy.

- *Thứ hai*, tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) có tác động tích cực đối đến tăng trưởng GDP. Kết quả này được thể hiện tại cột 3, hàng 2 của Hình 3, và phù hợp với lý thuyết về thương mại quốc tế. Cụ thể, khi tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) tăng, đồng nội tệ mất giá. Khi đó, giá cả của hàng hóa xuất khẩu trở nên rẻ hơn, lượng xuất khẩu gia tăng; đồng thời, giá cả của hàng hóa nhập khẩu đắt lên, lượng nhập khẩu suy giảm. Do đó, tổng giá trị, bằng giá cả nhân với sản lượng của xuất khẩu và nhập khẩu lại có sự thay đổi không rõ ràng dưới tác động của sự mất giá của đồng nội tệ (VND). Chỉ khi điều kiện Marshall - Lerner thỏa mãn, tức là tổng độ co giãn của giá trị xuất khẩu và nhập khẩu theo tỷ giá danh nghĩa lớn hơn 1, sự gia tăng tỷ giá danh nghĩa sẽ dẫn đến giá trị của xuất khẩu ròng tăng (Bahmani-Oskooee & Ratha, 2004). Từ đó, tổng cầu nội địa được mở rộng, và tốc độ tăng trưởng

kinh tế gia tăng. Ngoài ra, bằng chứng thực nghiệm cũng ghi nhận rằng tác động của sự gia tăng tỷ giá đối với tăng trưởng cũng mang tính dài hạn khi chỉ hết hiệu lực sau khoảng 10 quý.

- *Thứ ba*, ổn định kinh tế vĩ mô, thể hiện trực tiếp qua tác động của lạm phát (cột 1 của Hình 3), giúp tạo môi trường thuận lợi cho tăng trưởng kinh tế. Theo hàng 2 của cột 1, khi tỷ lệ lạm phát gia tăng 1%, tốc độ tăng trưởng GDP giảm sâu, và phải sau 4 quý, tức là 1 năm, mới có thể phục hồi. Kết quả này khẳng định vai trò quan trọng của mức tỷ lệ lạm phát thấp đối với việc duy trì một môi trường ổn định, tạo điều kiện cho tăng trưởng GDP tại Việt Nam. Bằng chứng này cũng phù hợp với các kết quả thực nghiệm tại nhiều nước, điển hình như nghiên cứu của Fisher (1993). Về thực tiễn, tỷ lệ lạm phát hàng quý so với cùng kỳ năm trước của Việt Nam liên tục được duy trì dưới 5% kể từ quý I/2014 đến nay. Như vậy, theo bằng chứng thực nghiệm, tỷ lệ lạm phát thấp đang tạo ra một môi trường thuận lợi, hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam.

3.3. Tác động của các cú sốc từ kinh tế thế giới

Bên cạnh cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô, độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô còn được thể hiện qua khả năng chống chịu của cấu trúc kinh tế vĩ mô trước các cú sốc từ kinh tế thế giới, như: Tăng trưởng sụt giảm, giá dầu thô quốc tế tăng mạnh, hoặc dòng vốn quốc tế đảo chiều. Các kết quả thực nghiệm được thể hiện qua Bảng 1.

Tăng trưởng kinh tế thế giới giúp củng cố tăng trưởng GDP, gia tăng tỷ lệ lạm phát, và giảm tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) của nền kinh tế nội địa. Cụ thể, 1% gia tăng trong tăng trưởng GDP của thế giới diễn ra kèm với sự gia tăng 0,482% của tăng trưởng GDP nội địa, với sự gia tăng 0,069% trong lạm phát hàng quý, và với sự sụt giảm 0,101% của tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) (tức là tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) giảm, và đồng nội tệ (VND) lên giá). Đặc biệt, tác động của tăng trưởng kinh tế thế giới đối với nền kinh tế Việt Nam đạt giá trị đáng kể, ở mức 0,482%. Do vậy, nếu nền kinh tế thế giới suy giảm, GDP của Việt Nam cũng sẽ gặp khó khăn và suy giảm theo với mức độ khá cao. Theo số liệu mới cập nhật thu thập được từ cơ sở dữ liệu của St. Louis Fed (2020), tốc độ tăng trưởng GDP của 8 nền kinh tế có giao thương lớn nhất với Việt Nam giảm 2,2% trong năm 2020. Theo kết quả của mô hình, sự sụt giảm này dẫn tới tăng trưởng GDP mỗi quý của Việt Nam sẽ giảm bình quân (−1,06%) trong năm 2020.

Bảng 2.

Tác động của các cú sốc từ thế giới đến Việt Nam

Biến số	Tốc độ tăng trưởng thế giới tăng 1%	Giá dầu thô quốc tế tăng 1 USD	Lượng vốn FDI giải ngân tăng 1 tỷ USD
Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam (%)	0,482	−0,005	0,493
Lạm phát của tháng cuối quý (%)	0,069	0,063	0,128
Tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) (%)	−0,101	0,008	−0,006

Cú sốc về giá dầu thô quốc tế kéo theo sự sụt giảm trong tốc độ tăng trưởng GDP nội địa, sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát và tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD). Cụ thể, khi giá dầu thô quốc tế tăng thêm 1 USD, tốc độ tăng trưởng GDP giảm 0,005%, tỷ lệ lạm phát tăng thêm 0,063%, và tốc độ mất giá của đồng nội tệ tăng thêm 0,008%. Trong đó, tác động của giá dầu thô quốc tế đối với lạm phát có giá trị khá lớn tại Việt Nam. Bằng chứng này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của: Choi và cộng sự (2018) ghi nhận tại cả các nước phát triển và đang phát triển, Cunado và cộng sự (2015) ghi nhận tại các nước châu Á, của Nguyen và cộng sự (2017) ghi nhận tại Việt Nam. Theo kết quả nghiên cứu, giá dầu thô quốc tế giảm trung bình 4,29 USD mỗi quý trong năm 2020, sự sụt giảm này dẫn đến tỷ lệ lạm phát hàng quý so với cùng kỳ năm trước giảm 0,27% tại Việt Nam.

Sự gia tăng của lượng giải ngân vốn FDI dẫn đến cải thiện tốc độ tăng trưởng GDP, sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát và sự suy giảm của tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD). Nếu lượng giải ngân vốn FDI gia tăng 1 tỷ USD, thì so với cùng kỳ năm trước, tốc độ tăng trưởng GDP hàng quý tăng 0,493%, tỷ lệ lạm phát hàng quý tăng 0,128%, và tốc độ tăng tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) hàng quý giảm 0,006%, tức là tỷ giá giảm, và đồng nội tệ (VND) mạnh lên. Trong đó, tác động của 1 tỷ USD vốn FDI giải ngân khá mạnh, gần tương đương với tác động của 1% gia tăng trong tăng trưởng GDP thế giới. Trong thực tiễn, kể từ năm 2017 đến năm 2020, trung bình mỗi tháng, lượng giải ngân vốn FDI đạt 4,8 tỷ USD. Theo kết quả của mô hình, lượng giải ngân này đóng góp vào 2,366% tăng trưởng GDP hàng quý của Việt Nam – đây là một con số khá lớn so với tốc độ tăng trưởng GDP hàng quý (đạt bình quân 5,8% trong giai đoạn 2017–2020).

Tựu trung lại, các bằng chứng thực nghiệm cùng tạo nên cơ sở để đánh giá độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam. Thứ nhất, về cấu trúc kinh tế vĩ mô, các biến số nền tảng kinh tế vĩ mô đang gắn kết với nhau một cách chặt chẽ. Cụ thể, tăng trưởng kinh tế đánh đổi với tỷ lệ lạm phát; tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) tăng giúp củng cố tăng trưởng kinh tế; tỷ lệ lạm phát giảm tạo cơ sở cho tăng trưởng kinh tế cải thiện và tỷ giá danh nghĩa (VND/USD) giảm, tức là đồng nội tệ (VND) mạnh lên. Thứ hai, về khả năng chống chịu của cấu trúc kinh tế vĩ mô trước các cú sốc bên ngoài từ nền kinh tế thế giới, kết quả phân tích ghi nhận mức tác động đáng kể của các cú sốc này đối với nền kinh tế Việt Nam. Trong đó, tăng trưởng kinh tế thế giới và lượng giải ngân vốn FDI có tác động tích cực, trong khi giá dầu thô quốc tế lại có ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế nội địa. Như vậy, nền kinh tế Việt Nam có mức độ gắn kết khá chặt chẽ với các biến số vĩ mô, cùng với tác động đáng kể của các cú sốc ngoại sinh từ kinh tế thế giới. Theo khung đánh giá trong bài viết này, nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam thuộc mức khá vững mạnh nhưng chưa thuộc nhóm vững mạnh cao vì vẫn còn chịu tác động đáng kể của các cú sốc ngoại sinh, nhưng cũng chưa rơi vào nhóm vững mạnh thấp, vì kết cấu của các biến số vĩ mô gắn kết chặt chẽ với nhau.

4. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài viết này sử dụng mô hình phân tích định lượng, dựa trên bộ dữ liệu theo quý từ quý I/2007 đến quý IV/2020, để đánh giá mức độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô tại Việt Nam. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy cấu trúc vĩ mô tuân theo ba nguyên lý cơ bản, gồm: (1) Tỷ lệ lạm phát đánh đổi với tốc độ tăng trưởng, (2) sự mất giá của đồng nội tệ hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế, và (3) sự sụt giảm của lạm phát tạo điều kiện gia tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế. Cấu trúc này chi phối khả năng chống chịu của nền kinh tế trước các cú sốc từ kinh tế thế giới. Cụ thể, sự cải thiện trong tăng

trường kinh tế thế giới dẫn tới sự gia tăng của cả tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ lạm phát nội địa, đồng thời, củng cố sức mạnh của đồng nội tệ. Các ảnh hưởng này có thể được thay thế bởi sự gia tăng của lượng giải ngân vốn FDI, còn cú sốc tăng của giá dầu thô quốc tế dẫn đến suy giảm tăng trưởng kinh tế và gia tăng lạm phát nội địa.

Kết quả từ nghiên cứu này gợi ý các hàm ý chính sách quan trọng. Về cấu trúc kinh tế vĩ mô, khi tỷ lệ lạm phát tăng 1%, tốc độ tăng trưởng giảm sâu và phục hồi chỉ sau 1 năm. Vì vậy, việc ưu tiên giảm và ổn định lạm phát là quan trọng để duy trì môi trường kinh tế vĩ mô hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, về tác động của các cú sốc, lượng giải ngân vốn FDI gia tăng thêm 1 tỷ USD sẽ giúp tốc độ tăng trưởng GDP của mỗi quý tăng thêm 0,493%, vừa đủ để trung hòa sự sụt giảm 0,492% tăng trưởng GDP do 1% suy giảm của tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới. Vì vậy, việc cải thiện năng lực hấp thụ vốn FDI, như thông qua nâng cao chất lượng thể chế, cần được xem là giải pháp hàng đầu để ứng phó với cú sốc từ kinh tế thế giới.

Các nghiên cứu trong tương lai có thể phát triển theo các nhánh khác nhau. Chủ đề về độ vững mạnh của nền tảng kinh tế vĩ mô có thể được mở rộng thêm theo hướng xây dựng một bộ chỉ số thống kê hàng năm. Nhánh nghiên cứu này hứa hẹn có thể đóng góp quan trọng về hoạch định chính sách kinh tế trong thời gian tới, đặc biệt liên quan đến việc thực hiện Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm giai đoạn 2021–2030. Ngoài ra, mô hình định lượng trong bài viết này cũng có thể được ứng dụng vào công tác dự báo tăng trưởng kinh tế, tính đến bối cảnh của kinh tế thế giới và cú sốc về giá dầu thô thế giới. Về hướng mở rộng mô hình định lượng, có thể xem xét đưa lượng vốn FDI trở thành một biến nội sinh để tính đến vai trò của biến số này trong cấu trúc nền tảng kinh tế vĩ mô, thay vì vai trò thể hiện tác động một chiều từ nền kinh tế thế giới như mô hình hiện tại ■

Tài liệu tham khảo

- Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R., & Rogoff, K. (2009). Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. *Journal of Monetary Economics*, 56(4), 494–513.
- Anwar, S., & Nguyen, L. P. (2018). Channels of monetary policy transmission in Vietnam. *Journal of Policy Modeling*, 40(4), 709–729.
- Badinger, H. (2009). Globalization, the output–inflation tradeoff and inflation. *European Economic Review*, 53(8), 888–907.
- Bhattacharya, R. (2014). Inflation dynamics and monetary policy transmission in Vietnam and emerging Asia. *Journal of Asian Economics*, 34, 16–26.
- Bahmani-Oskooee, M., & Ratha, A. (2004). The J-curve: A literature review. *Applied Economics*, 36(13), 1377–1398.
- Bernanke, B. S. (1981). Bankruptcy, liquidity, and recession. *The American Economic Review*, 71(2), 155–159.
- Blanchard, O. J., & Quah, D. (1989). The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances. *The American Economic Review*, 79(4), 655–673.

- Bloomberg. (2020). *Market Data: Content and Data*. Retrieved January 15, 2021, from <https://www.bloomberg.com/professional/product/market-data/>
- Brunnermeier, M. K., Palia, D., Sastry, K. A., & Sims, C. A. (2021). Feedbacks: Financial markets and economic activity. *The American Economic Review*, 111(6), 1845–1879.
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100.
- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2014). A macroeconomic model with a financial sector. *The American Economic Review*, 104(2), 379–421.
- Choi, S., Furceri, D., Loungani, P., Mishra, S., & Poplawski-Ribeiro, M. (2018). Oil prices and inflation dynamics: Evidence from advanced and developing economies. *Journal of International Money and Finance*, 82, 71–96.
- Cunado, J., Jo, S., & de Gracia, F. P. (2015). Macroeconomic impacts of oil price shocks in Asian economies. *Energy Policy*, 86, 867–879.
- Cogley, T., & Sargent, T. J. (2001). Evolving post-world war II US inflation dynamics. *NBER Macroeconomics Annual*, 16, 331–373.
- D'Agostino, A., Gambetti, L., & Giannone, D. (2013). Macroeconomic forecasting and structural change. *Journal of Applied Econometrics*, 28(1), 82–101. doi: 10.1002/jae.1257
- Farhi, E., & Werning, I. (2014). Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, 62(4), 569–605.
- Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485–512.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (2008). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ.: Princeton University Press.
- Gabaix, X., & Maggiori, M. (2015). International liquidity and exchange rate dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, 130(3), 1369–1420.
- Geithner, T. F. (2007). Liquidity risk and the global economy. *International Finance*, 10(2), 183–189.
- Goujon, M. (2006). Fighting inflation in a dollarized economy: The case of Vietnam. *Journal of Comparative Economics*, 34(3), 564–581.
- Hang, N. T. T., & Thanh, N. D. (2010). *Macroeconomic Determinants of Vietnam's Inflation 2000–2010: Evidence and Analysis* (VEPR Working Paper, No.wp-09). Vietnam Centre for Economic and Policy Research (VEPR).
- Hansen, H., & Rand, J. (2006). On the causal links between FDI and growth in developing countries. *World Economy*, 29(1), 21–41.
- Hung, L. V., & Pfau, W. D. (2009). VAR analysis of the monetary transmission mechanism in Vietnam. *Applied Econometrics and International Development*, 9(1), 165–179.

- Hung, L. D. (2021). Output-inflation trade-off in the presence of foreign capital: Evidence for Vietnam. *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, 10(2), 179–192. doi: 10.1177/2277978720979890
- Lucas, R. E. (1973). Some international evidence on output-inflation tradeoffs. *The American Economic Review*, 63(3), 326–334.
- Lucas, R. E. (1980). Two illustrations of the quantity theory of money. *The American Economic Review*, 70(5), 1005–1014.
- Nguyen, D. T. H., Sun, S., & Anwar, S. (2017). A long-run and short-run analysis of the macroeconomic interrelationships in Vietnam. *Economic Analysis and Policy*, 54, 15–25. doi: 10.1016/j.eap.2017.01.006
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 423–438.
- Obstfeld, M., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2019). A tie that binds: Revisiting the trilemma in emerging market economies. *Review of Economics and Statistics*, 101(2), 279–293.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy*, 103(3), 624–660.
- Primiceri, G. E. (2005). Time varying structural vector autoregressions and monetary policy. *Review of Economic Studies*, 72(3), 821–852. doi: 10.1111/j.1467-937X.2005.00353.x
- Pham, B. T., & Sala, H. (2020). The macroeconomic effects of oil price shocks on Vietnam: Evidence from an over-identifying SVAR analysis. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 29(8), 907–933. doi: 10.1080/09638199.2020.1762710
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48. doi: 10.2307/1912017
- Sims, C. A. (2007). Bayesian methods in applied econometrics, or, why econometrics should always and everywhere be Bayesian. *Hotelling Lecture*, presented June 29, 2007. Retrieved from <http://sims.princeton.edu/yftp/EmetSoc607/AppliedBayes.pdf>
- St. Louis Fed. (2020). *Quarterly economic growth rates of 8 economies, including United States, Euro area, Japan, Republic of Korea, China, Singapore, Thailand and Taiwan*. Retrieved January 15, 2021, from <https://fred.stlouisfed.org/>
- Nguyễn Đức Trung, & Nguyễn Hoàng Chung (2017). Mô hình dự báo cho nền kinh tế nhỏ và mở của Việt Nam Phương pháp tiếp cận: BVAR-DSGE. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28(11), 5–38.
- Vo, T. T., Dinh, H. M., Do, X. T., Hoang, V. T., & Pham, C. Q. (2000). *Exchange rate arrangement in Vietnam: Information content and policy options*. East Asian Development Network (EADN), Individual Research Project.
- Tổng cục Thống kê. (2020). *Cơ sở dữ liệu trực tuyến về tốc độ tăng trưởng, tỷ lệ lạm phát hàng quý*. Truy cập ngày 15/01/2021, từ <http://gso.gov.vn>

- Nguyen, T. N. T., Tran, N. T., & Dinh, T. T. H. (2017). The impact of oil price on the growth, inflation, unemployment and budget deficit of Vietnam. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 7(3), 42–49.
- Woodford, M. (1990). Public debt as private liquidity. *The American Economic Review*, 80(2), 382–388.