

## MỐI QUAN HỆ GIỮA LẠM PHÁT VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

TS. NGUYỄN VĂN PHÚC \*

### Đặt vấn đề

Nền kinh tế Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong nhiều năm. Tuy nhiên, gắn liền với tăng trưởng cao là lạm phát cao trong giai đoạn 2007-2008. Trong năm 2007, lạm phát là 12,6%, năm 2008 lạm phát là 19,9%. Trong năm 2009, tình hình lạm phát đã lắng dịu (chín tháng đầu năm 2009, CPI tăng 4,1% so với tháng 12/2008). Lý do lạm phát giảm là do khủng hoảng kinh tế thế giới. Khủng hoảng làm cho nhu cầu về nguyên nhiên vật liệu và rất nhiều hàng hóa giảm rất mạnh, kéo theo giá trong nước giảm xuống. Vấn đề lạm phát không còn là mối bận tâm của các nhà hoạch định chính sách mà thay vào đó là các chính sách kích cầu để chống suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, với chính sách mở rộng tổng cầu rất lớn như hiện nay thì nhiều ý kiến đã cảnh báo về sự quay trở lại của lạm phát khi kinh tế phục hồi trở lại. Tác giả bài viết này cho rằng trong những năm tới một trong các vấn đề kinh tế vĩ mô quan trọng nhất của Việt Nam là sự quay trở lại của lạm phát. Trong khuôn khổ bài viết này, tác giả chỉ đặt ra hai câu hỏi chính liên quan đến lạm phát và tăng trưởng là: i) Lạm phát cao có ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng kinh tế không? ii) Sự đánh đổi giữa mục tiêu kiềm chế lạm phát và tốc độ tăng trưởng kinh tế như thế nào? Bài viết này cố gắng làm sáng tỏ các câu hỏi nghiên cứu trên bằng cách tổng lược lý thuyết và các nghiên cứu kiểm nghiệm về mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng trên thế giới.

### Lý thuyết về mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế

Về mặt lý thuyết, lạm phát có thể tác động tiêu cực lẫn tích cực lên tăng trưởng kinh tế. Về mặt dữ liệu lịch sử, thì quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng xảy ra ở tất cả các chiều quan hệ: i) nền kinh tế đạt tăng trưởng cao với lạm phát thấp; ii) nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng cao với lạm phát cao, iii) nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng thấp với lạm phát thấp, iv) nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng thấp với lạm phát cao.

Mundell (1965) và Tobin (1965) mô tả mối quan hệ tỉ lệ thuận giữa lạm phát và tăng trưởng. Theo các nhà kinh tế này, lạm phát sẽ làm giảm động lực giữ tiền mặt mà mọi người sẽ chuyển sang nắm giữ các tài sản thực. Điều này làm gia tăng đầu tư trong nền kinh tế và vì thế thúc đẩy tăng trưởng. Cả hai trường phái Keynes và trường phái tiền tệ đều cho rằng trong ngắn hạn, chính sách nới lỏng tiền tệ kích thích tăng trưởng, đồng thời làm gia tăng lạm phát. Hay nói cách khác, trong ngắn hạn, mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng là mối quan hệ tỉ lệ thuận. Đây là nội dung chính của đường cong Phillips nổi tiếng về sự đánh đổi giữa mục tiêu lạm phát và thất nghiệp. Chính sách nới lỏng tiền tệ kích thích đầu tư và tiêu dùng, tăng tổng cầu, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, giảm thất nghiệp. Chính sách thắt chặt tiền tệ giúp kiềm chế lạm phát, nhưng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến đầu tư và tiêu dùng, làm giảm tốc độ tăng trưởng, làm gia tăng thất nghiệp. Tuy nhiên, về dài hạn, trường phái tiền tệ cho rằng tăng trưởng là do các yếu tố thực của nền kinh tế tạo ra, chứ không phải các yếu tố tiền tệ. Sự kích thích tiền tệ ngắn hạn chỉ tạo ra lạm phát về dài hạn, chứ không tạo ra tăng trưởng. Hay nói cách khác, lạm phát không đi liền với tăng trưởng cao hơn. Trong dài hạn, tăng trưởng của nền kinh tế do các yếu tố thực thuộc tổng cung quyết định (vốn, lao động, tiến bộ kỹ thuật).

\* Phó Hiệu trưởng Trường Đại học Mở TP.HCM

Tuy nhiên, trong những thập niên gần đây, các nhà kinh tế đều nhìn nhận là lạm phát ở mức cao có thể tác động tiêu cực đến tăng trưởng. Quan điểm này trở nên phổ biến khi mà nhiều nền kinh tế chịu cảnh trì trệ và lạm phát cao (stagflation) của những năm cuối 1970 và 1980. Về mặt lý thuyết, lạm phát cao tác động tiêu cực đến tăng trưởng không chỉ thông qua giảm đầu tư mà còn thông qua giảm hiệu quả đầu tư. Lạm phát tác động tiêu cực lên tăng trưởng qua các kênh sau:

Lạm phát làm tăng sự không chắc chắn của các hoạt động đầu tư. Renshaw và Richards (1996) lập luận rằng hầu hết các khoản đầu tư vào sản xuất là không quay ngược lại được (irreversible). Tức là, khi có các diễn biến bất lợi sau đầu tư thì các nhà đầu tư cũng khó lòng mà đảo ngược lại quyết định đầu tư của mình vì đã bỏ vốn đầu tư vào dự án rồi. Lạm phát làm cho việc tính toán đầu tư trở nên khó khăn do giá cả tương đối thay đổi nhanh chóng. Sự không chắc chắn này có thể làm lợi nhuận giảm đi đáng kể do nhà đầu tư tính toán sai lầm. Lợi nhuận giảm sẽ làm giảm động lực đầu tư. Trong tình hình bất ổn, thái độ “chờ và xem” (wait and see) thường thấy của các nhà đầu tư có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến mức độ đầu tư trong nền kinh tế.

Lạm phát là chỉ số quan trọng nhất phản ánh ổn định kinh tế vĩ mô (Fischer, 1993). Lạm phát cao phát đi tín hiệu rằng nền kinh tế vĩ mô đang có vấn đề. Điều này làm cho các nhà đầu tư dè dặt hơn khi đầu tư vào nền kinh tế. Lạm phát làm gia tăng chi phí cơ hội của việc giữ tiền mặt. Điều này làm gia tăng chi phí của các giao dịch kinh tế. Từ đó làm cho quy mô và hiệu quả của nền kinh tế giảm xuống.

Theo Bruno và Easterly (1995), Romer (2001), lạm phát làm thay đổi giá cả tương đối, làm méo mó quá trình phân bổ nguồn lực. Giá cả là tín hiệu cơ bản để phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế thị trường. Lạm phát cao làm cho giá cả tương đối giữa các hàng hóa và dịch vụ thay đổi nhanh chóng, tạo ra chi phí điều chỉnh tổn kém trong quá trình phân bổ nguồn lực của thị trường, làm giảm hiệu quả của nền kinh tế. Lạm phát còn được xem như là một loại thuế đánh vào nền kinh tế.

Vì các lý do trên, lạm phát cao được xem là tác động tiêu cực tới tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, một câu hỏi thực nghiệm là lạm phát bao nhiêu là cao? Và mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng có lẽ là mối quan hệ phi tuyến tính. Các vấn đề này được các nghiên cứu kiểm nghiệm tập trung giải quyết.

### **Các nghiên cứu kiểm nghiệm về mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng**

Những nghiên cứu kiểm nghiệm đầu tiên về mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng được thực hiện vào những năm 60 thế kỷ trước và nhìn chung là không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê nào (các nghiên cứu như Wai, 1959; Dorrance, 1966; Johanson, 1967). Chi phối bởi trường phái kinh tế học Keynes vào thời đấy, nhìn chung, lạm phát vừa phải do kích thích tài khóa và tiền tệ được cho là cần thiết để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Ở giai đoạn này, giá dầu hỏa còn ở mức thấp và nền kinh tế thế giới nói chung không bị lạm phát cao. Tuy nhiên, kể từ những năm 1970, đặc biệt là sau khủng hoảng dầu hỏa năm 1973 và 1979, giá dầu hỏa tăng cao và nhiều nền kinh tế bị lạm phát cao và đi liền với nó là sự trì trệ của nhiều nền kinh tế (giai đoạn stagflation). Các nghiên cứu kiểm nghiệm bắt đầu cho các kết quả khác trước. Theo đó, nhiều nghiên cứu cho thấy lạm phát có tác động tiêu cực lên tăng trưởng (như nghiên cứu của Fischer, 1993; Bruno và Easterly, 1995; Barro, 1998).

Số liệu thống kê giữa lạm phát và tăng trưởng trong hơn bốn thập niên qua (1960-2002) trên thế giới cho thấy là, nhìn chung, *những thập niên lạm phát thấp gắn liền với tăng trưởng cao*. Xét theo số trung vị, giai đoạn 1960-69, lạm phát trung bình là 2.6%/năm và tăng trưởng là 8.8%/năm; giai đoạn 1970-79, lạm phát trung bình là 9.2%/năm và tăng trưởng là 2.3%/năm; giai đoạn 1980-89, lạm phát trung bình là 10.3%/năm và tăng trưởng là 1.1%/năm; giai đoạn 1990-99, lạm phát trung bình là 9.0%/năm và tăng trưởng là 1.4%/năm và giai đoạn 2000-2002, lạm phát trung bình

là 4.2%/năm và tăng trưởng trung bình là 2.0%/năm.

Phản ánh xu hướng số liệu trên về mối quan hệ tỉ lệ nghịch giữa lạm phát và tăng trưởng, các nghiên cứu của Fischer (1993) và Barro (1998) tìm thấy mối quan hệ âm giữa lạm phát và tăng trưởng dài hạn. Fischer ước lượng hàm hồi qui tăng trưởng, trong đó lạm phát là một biến giải thích, cho 101 nước trong giai đoạn 1960-89. Kết quả hàm hồi qui cho thấy lạm phát tác động lên tăng trưởng và mối quan hệ này có ý nghĩa thống kê. Phương pháp của Barro cũng tương tự và biến lạm phát cũng tác động âm lên tăng trưởng và có ý nghĩa thống kê. Mặc dù, kết quả nghiên cứu của Fischer và Barro là quan trọng, tuy nhiên các nghiên cứu này có giới hạn là chưa xử lý được mối quan hệ phi tuyến tính giữa lạm phát và tăng trưởng. Có thể ở mức lạm phát cao, lạm phát tác động tiêu cực lên tăng trưởng, nhưng ở mức lạm phát thấp, lạm phát không nhất thiết tác động tiêu cực lên tăng trưởng, thậm chí có thể tác động dương như lý thuyết Kyenes đề cập. Một số nghiên cứu kiểm nghiệm phản biện lại kết quả nghiên cứu trên bằng cách cho thấy là tác động của biến lạm phát lên tăng trưởng không có ý nghĩa thống kê (như nghiên cứu của Paul, Kearney và Chowdhury, 1997; Garrison và Lee, 1995; Bleaney, 1996). Vấn đề này đặt ra cho các nhà nghiên cứu kiểm nghiệm là phải xử lý nghiêm túc mối quan hệ phi tuyến tính giữa lạm phát và tăng trưởng.

Cách mà các nhà nghiên cứu chứng minh mối quan hệ phi tuyến tính giữa lạm phát và tăng trưởng là tìm ra *ảnh hưởng ngưỡng* (threshold effect) của lạm phát lên tăng trưởng. Tức là, lạm phát chỉ ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng khi đạt đến một ngưỡng nhất định nào đó.

Nghiên cứu của Ghosh và Phillips (1998) tìm thấy ảnh hưởng ngưỡng của lạm phát lên tăng trưởng. Mẫu nghiên cứu bao gồm 145 nước, giai đoạn 1960-96. Ở mức lạm phát thấp (2-3%/năm) lạm phát và tăng trưởng có mối quan hệ dương. Tức là, ở mức lạm phát thấp này, gia tăng lạm phát đi liền với tăng trưởng cao hơn (như đường con Phillips mô tả). Ở mức lạm phát từ hai con số trở lên, lạm phát có tác động âm lên tăng trưởng. Tuy nhiên, tác động này là không tuyến tính. Ví dụ, lạm phát tăng từ 10% lên 20% sẽ tác động nghiêm trọng hơn nhiều khi lạm phát tăng từ 40% lên 50%. Tức là ảnh hưởng biên của lạm phát ngày càng giảm dần.

Bruno và Easterly (1995) đưa ra khái niệm là khủng hoảng lạm phát (inflation crisis) khi mà lạm phát đạt đến 40%/năm trong 2 năm liên tục. Khi mà loại trừ các nước bị khủng hoảng lạm phát ra khỏi mẫu nghiên cứu, các tác giả không tìm thấy tương quan giữa lạm phát và tăng trưởng. Tuy nhiên, ở mức lạm phát rất thấp (2-3%/năm) thì lạm phát và tăng trưởng có mối quan hệ dương.

Nghiên cứu của Khan và Senhadji (2001) tìm ra ảnh hưởng ngưỡng của lạm phát. Số liệu cho 140 nước, giai đoạn 1960-98. Đối với các nước đang phát triển, lạm phát từ 11-12% mới có tác động tiêu cực tới tăng trưởng kinh tế. Lạm phát dưới mức này không có tác động tiêu cực tới tăng trưởng.

Nghiên cứu của Christoffersen và Doyle (1998) tìm ra ngưỡng là 13% cho các nền kinh tế chuyển đổi.

Như vậy, các nghiên cứu kiểm nghiệm gần đây về mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát đều có kết quả nhấn mạnh mối quan hệ phi tuyến tính giữa lạm phát và tăng trưởng. Ở mức lạm phát thấp (thường là 1 con số) thì lạm phát không có tác động tiêu cực lên tăng trưởng. Thậm chí ở mức lạm phát thấp, gia tăng lạm phát thường gắn liền với tăng trưởng cao hơn. Tuy nhiên, khi lạm phát đạt đến một ngưỡng cao nhất định, thì lạm phát bắt đầu tác động tiêu cực lên tăng trưởng. Các nghiên cứu khác nhau tìm thấy các ngưỡng khác nhau. Nhìn chung, ngưỡng đối với các nước đang phát triển và các nền kinh tế chuyển đổi là dao động từ 11% đến 14%/năm. Nói cách khác, đối với các nền kinh tế đang phát triển và chuyển đổi như Việt Nam thì lạm phát từ khoảng 11%-14% trở lên thì lạm phát bắt đầu tác động tiêu cực lên tăng trưởng kinh tế.

**Lạm phát và tăng trưởng ở Việt Nam****BẢNG 1: LẠM PHÁT VÀ TĂNG TRƯỞNG Ở VIỆT NAM**

<b>Năm</b>	<b>Tốc độ tăng GDP (%)</b>	<b>Lạm phát (%)</b>
1987	3.6	223.1
1988	6.0	349.4
1989	4.7	36.0
1990	5.1	67.1
1991	5.8	67.5
1992	8.7	17.5
1993	8.1	5.2
1994	8.8	14.4
1995	9.5	12.7
1996	9.3	4.5
1997	8.2	3.6
1998	5.8	9.2
1999	4.8	0.1
2000	6.8	-0.6
2001	6.9	0.8
2002	7.1	4.0
2003	7.3	3.0
2004	7.8	9.5
2005	8.4	8.4
2006	8.2	6.6
2007	8.5	12.6
2008	6.2	19.9

Nguồn: Niên giám Thống kê Việt Nam qua các năm.

Trên cơ sở lý thuyết và kết quả nghiên cứu kiểm nghiệm trên thế giới, chúng ta đi lý giải mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng ở Việt Nam. Bảng 1 là số liệu tăng trưởng và lạm phát qua các năm trong giai đoạn 1987-2008. Câu hỏi đặt ra là giữa lạm phát và tăng trưởng tương quan âm hay dương trong một giai đoạn dài như vậy. Kiểm nghiệm bằng hệ số tương quan (correlation) cho thấy là lạm phát và tăng trưởng của Việt Nam trong giai đoạn 1987-2008 có hệ số tương quan âm  $-0.51$  và mối tương quan này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này cho thấy là trong những năm lạm phát cao, đặc biệt là giai đoạn trước 1992, thì nền kinh tế Việt Nam có tốc độ tăng trưởng thấp. Kết quả này phù hợp với kết quả kiểm nghiệm ở các nước là lạm phát cao tác động tiêu cực đến tăng trưởng.

Tuy nhiên, kết quả trên có thể bị ảnh hưởng chủ yếu của giai đoạn lạm phát cao trước năm 1992. Đây là giai đoạn mà nền kinh tế Việt Nam chịu tác động của lạm phát phi mã sau khi đổi tiền vào giữa những năm 80. Lạm phát đạt đỉnh điểm là 775% vào năm 1986. Năm 1987 là 223% và năm 1988 là 349%. Năm 1989, 1990 và 1991 lạm phát đã giảm đáng kể nhưng cũng còn rất cao từ 36% đến 67%. Xét theo ảnh hưởng ngưỡng ở trên, thì ở các mức lạm phát này, tăng trưởng kinh tế

bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Ngoài tác động tiêu cực của lạm phát cáo, các nỗ lực chống lạm phát sẽ phải thắt chặt tài khóa và tiền tệ, làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến tăng trưởng. Thật vậy, đây là giai đoạn mà tăng trưởng kinh tế Việt Nam gặp nhiều khó khăn. Từ năm 1992 trở đi, lạm phát ở Việt Nam đã được kiềm chế. Trong giai đoạn 1992-2008, chỉ có năm năm là nền kinh tế Việt Nam có lạm phát 2 con số. Sau khi loại trừ các quan sát trước năm 1992, kết quả tương quan giữa tăng trưởng và lạm phát cho hệ số dương là 0.58 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này ngược lại với giai đoạn trước 1992. Nghĩa là, trong giai đoạn 1992-2007, những năm lạm phát cao gắn liền với xu hướng tăng trưởng cao hơn.

Từ các kết quả trên có thể rút ra nhận xét là mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam cũng phù hợp với lý thuyết và kết quả kiểm nghiệm trên thế giới. Ở mức lạm phát thấp (thường là 1 con số) thì lạm phát không có tác động tiêu cực lên tăng trưởng. Ở mức lạm phát thấp, gia tăng lạm phát thường gắn liền với tăng trưởng cao hơn (giai đoạn 1992-2007). Tuy nhiên, khi lạm phát đạt đến một ngưỡng cao nhất định, thì lạm phát bắt đầu tác động tiêu cực lên tăng trưởng (giai đoạn trước 1992 và năm 2008).

Khi lạm phát thấp, việc dùng chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng là cần thiết để kích thích tăng trưởng. Trong thực tế, Việt Nam đã áp dụng chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng trong nhiều năm để kích thích tăng trưởng. Thâm hụt ngân sách/GDP trong những năm qua đều ở mức cao, hơn 5%. Tăng cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng đều ở mức 30%-40%/năm trong nhiều năm thể hiện chính sách tiền tệ nới lỏng mạnh. Chính sách này được áp dụng mạnh trong bối cảnh kinh tế Việt Nam chịu tác động từ khủng hoảng châu Á 1997-98 và sự giảm phát nói chung của nền kinh tế thế giới giai đoạn 1999-2001. Lạm phát giai đoạn này rất thấp. Chính sách các nước áp dụng trong giai đoạn này, trong đó có Việt Nam, là kích cầu. Kích cầu làm gia tăng lạm phát, nhưng là chính sách phù hợp khi lạm phát còn thấp, để thúc đẩy tăng trưởng. Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng trong những điều kiện như vậy là quan hệ dương như lý thuyết Keynes dự đoán. Tuy nhiên, nền kinh tế đã đạt mức lạm phát cao trong hai năm gần đây (12.6% năm 2007 và 19,9% năm 2008). Với chính sách kích cầu trong năm 2009-2010 thì vấn đề lạm phát chắc chắn sẽ quay trở lại.

### Kết luận và kiến nghị

Qua bài khảo luận ngắn này, xin có một số kết luận và kiến nghị bước đầu như sau:

Mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng là mối quan hệ phi tuyến tính.

Ở mức lạm phát thấp (thường là 1 con số) thì lạm phát không có tác động tiêu cực lên tăng trưởng. Thậm chí ở mức lạm phát thấp, gia tăng lạm phát thường gắn liền với tăng trưởng cao hơn.

Khi lạm phát đạt đến một ngưỡng cao nhất định, thì lạm phát bắt đầu tác động tiêu cực lên tăng trưởng. Các nghiên cứu khác nhau tìm thấy các ngưỡng khác nhau. Nhìn chung, ngưỡng đối với các nước đang phát triển và các nền kinh tế chuyển đổi là dao động từ 11% đến 14%/năm.

Qua phân tích số liệu trong hơn 20 năm qua, dường như mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam cũng tuân theo quy luật trên.

Việc Việt Nam thực thi chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng trong điều kiện kinh tế suy giảm để thúc đẩy tăng trưởng có thể là phù hợp, **nhưng khi mà lạm phát tăng cao trở lại, việc thắt chặt tiền tệ và tài khóa là cần thiết để kiềm chế lạm phát**. Về lâu dài, **cần chấp nhận đánh đổi giữa mục tiêu kiềm chế lạm phát và tăng trưởng kinh tế**. Việc xác định ưu tiên nào là tùy vào từng thời kỳ.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Barro, R. J. (1998), *Determinants of Economic Growth*, Cambridge, Massachusetts and London: MIT Press.
- Bleaney, M. F. (1996), 'Macroeconomic Stability, Investment and Growth in Developing Countries', *Journal of Development Economics*, Vol. 48, pp. 461-77.
- Bruno, M. and Easterly, W. (1995), 'Inflation Crises and Long-Run Growth', *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 5209, Cambridge, Massachusetts.
- Christoffersen, P. and Doyle, P. (1998), 'From Inflation to Growth: Eight Years of Transition', *IMF Working Paper* No. WP/98/100.
- Dorrance, G. S. (1966), 'Inflation and Growth', *IMF Staff Papers*, Vol. 13.
- Fischer, S. (1993), 'The Role of Macroeconomic Factors in Growth', *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 4565, Cambridge, Massachusetts.
- Garrison, C. B. and Lee, F. Y. (1995), 'The Effect of Macroeconomic Variables on Economic Growth Rates: A Cross-Country Study', *Journal of Macroeconomics*, Vol. 17, No. 2, pp. 303-17.
- Ghosh, A. and Phillips, S. (1998), 'Inflation, Disinflation, and Growth', *IMF Working Paper*, No. WP/98/68, Washington D.C.
- Johanson, H. G. (1967), 'Is Inflation a Retarding Factor in Economic Growth?', in *fiscal and monetary problems in developing states*, ed. by David Krivine (New York: Praeger, 1967).
- Khan, M. S. and Senhadji, A. S. (2001), 'Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth', *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No. 1, Washington D.C..
- Mundell, R. A. (1965), 'Growth, Stability and Inflationary Finance', *Journal of Political Economy*, Vol. 73, April, pp. 97-109.
- Renshaw, G. and Richards, P. (1996), *Economic Growth and Investment*, Geneva: International Labour Office.
- Romer, D. (2001), *Advanced Macroeconomics*, Second Edition, New York: McGraw-Hill.
- Tobin, J. (1965), 'Money and Economic Growth', *Econometrica*, Vol. 33, No. 4, October, pp. 671-84.
- Wai, T. U. (1959), 'The Relation between Inflation and Economic Development: a Statistical Inductive Study', *IMF Staff Papers*, Vol. 7.