

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ CHU KỲ KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

Nội dung chính

- Chu kỳ kinh tế thế giới
- Chu kỳ kinh tế Việt nam
- Bài học cho kinh tế Việt Nam

Hoàng Công Tuấn

Trưởng bộ phận nghiên cứu kinh tế

E: Tuan.hoangcong@mbs.com.vn

Trần Trà My

Chuyên viên nghiên cứu kinh tế

E: Tuan.hoangcong@mbs.com.vn

MBS Vietnam Research

Website: www.mbs.com.vn

Bloomberg: MBSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

Tóm tắt nội dung:

- *Tình trạng tăng trưởng ghi nhận ở hầu hết các nhóm quốc gia chỉ ở mức bình thường đặc biệt là nhóm quốc gia có nền kinh tế phát triển chiếm tỷ trọng lớn trong nền kinh tế toàn cầu như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc và Nhật Bản*
- *Lạm phát giai đoạn 2016 – 2018 cũng đang ghi nhận những chuyển biến khá hài hòa và tích cực. Xu hướng lạm phát đã giảm dần tại các nhóm nước kinh tế phát triển. Đối với nhóm nước đang phát triển và mới nổi, xu hướng lạm phát cũng có chiều hướng tăng nhẹ song vẫn thấp hơn đáng kể trong các giai đoạn trước.*
- *Thị trường chứng khoán là một trong các chỉ báo sớm cho các giai đoạn của chu kỳ kinh tế. Nếu xét trên mặt bằng định giá cổ phiếu, TTCK toàn cầu tại một số quốc gia đúng là đã xuất hiện tình trạng định giá cao vào thời điểm cuối tháng 3 2018.*
- *Khảo sát các thị trường bất động sản của nhóm quốc gia phát triển có quy mô kinh tế lớn cho thấy có sự phục hồi từ đáy song chưa xuất hiện tình trạng bong bóng như thời điểm trước khủng hoảng 2007 – 2008.*
- *Nền kinh tế Việt Nam hiện nay đang đi đúng hướng với các giải pháp điều hành rất đúng đắn của Chính Phủ và NHNN. Bài học trong quá khứ cho thấy các cú sốc từ bên ngoài có thể làm nền kinh tế giảm tốc song các yếu kém từ bên trong của cơ cấu nền kinh tế mới thực sự là điều đáng lo ngại. Việt Nam hoàn toàn có thể vượt qua được những chu kỳ kinh tế xảy ra trong tương lai.*

1. Chu kỳ kinh tế toàn cầu

Sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008, nền kinh tế thế giới đã trải qua giai đoạn phục hồi chậm chạp tự đáy trước khi có những tín hiệu khả quan vào năm 2016, 2017 và những tháng đầu năm 2018.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế dần phục hồi hoặc duy trì trạng thái ổn định tại các nền kinh tế lớn (Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc và Nhật Bản), tỷ lệ thất nghiệp giảm, hoạt động thương mại sôi động trở lại, nợ công ổn định sau thời kỳ tăng mạnh.

Nền kinh tế thế giới hồi phục và lấy lại phong độ trong hơn trong gần 3 năm qua kéo theo các thị trường tài sản như chứng khoán, bất động sản toàn cầu tăng trưởng tốt cộng thêm xu hướng bình thường hóa tiền tệ của các NHTU trên thế giới khiến mặt bằng lãi suất gia tăng. Những nhân tố trên có điểm tương đồng với giai đoạn kinh tế toàn cầu cất cánh 2005-2007 trước khủng hoảng 2008 do đó có nhiều ý kiến lo ngại rằng 2019 – 2020 nền kinh tế thế giới có thể rơi vào giai đoạn suy giảm của một chu kỳ kinh tế 10 năm.

Mặc dù các quan ngại trên là có cơ sở song nếu tham chiếu quy luật của chu kỳ kinh tế với 4 giai đoạn gọi là: khủng hoảng – tiêu điều – phục hồi – hưng thịnh thì chưa đủ căn cứ để khẳng định nền kinh tế thế giới đang trong điểm cuối của giai đoạn hưng thịnh để cấu thành nên nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu diễn ra trong 2018.

Thông thường một giai đoạn tăng trưởng hưng thịnh của nền kinh tế (tạo ra nhân tố xảy ra khủng hoảng hoặc suy thoái tiếp theo) thường có các đặc điểm cơ bản sau:

Nền kinh tế tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng GDP đạt đỉnh nhiều năm, tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp do nhu cầu lao động tăng cao.

Tổng cầu gia tăng khiến lạm phát tăng lên ở mức cao, lạm phát tăng khiến lãi suất tăng lên ở mức cao.

Thị trường tài sản như chứng khoán, bất động sản tăng mạnh mẽ và đạt trạng thái bong bóng.

Tăng trưởng thực tế mới chỉ phục hồi chưa tạo đỉnh

Kinh tế thế giới mặc dù đã lấy lại đà tăng trưởng vào năm 2017 và các tháng đầu năm 2018 song mới chỉ đạt mức 3.9%. Mức tăng trưởng GDP hiện tại vẫn đang ở mức thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng GDP trung bình đạt xấp xỉ 5% của giai đoạn trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008.

Tình trạng tăng trưởng ghi nhận ở hầu hết các nhóm quốc gia chỉ ở mức bình thường đặc biệt là nhóm quốc gia có nền kinh tế phát triển chiếm tỷ trọng lớn trong nền kinh tế toàn cầu như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc và Nhật Bản. Ngoại trừ Mỹ có tốc độ tăng trưởng tương đối khả quan (mặc dù chỉ xấp xỉ thời kỳ đỉnh cao) các quốc gia khác như Trung Quốc, Châu Âu và Nhật Bản chỉ ghi nhận sự phục hồi nhẹ.

Đối với các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi, tăng trưởng kinh tế cũng chỉ ở mức tương đối hài hòa và không phải ở mức nóng ngoại trừ Ấn Độ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kinh tế khá mạnh mẽ.

Tăng trưởng GDP của kinh tế thế giới giai đoạn 2010 – 2018 (%)

Tăng trưởng GDP	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
Thế giới	5.1	5.0	2.8	-0.6	5,1	3,9	3,2	3,2	3,6	3,9	3.2	3.8	3.9
Các nền kinh tế phát triển	3.0	2.7	0.2	-3.2	3,1	1,6	1,3	1,3	1,8	2,4	1.7	2.5	2.2
Mỹ	2.9	2.2	0.0	-2.6	3	1,8	2,8	1,9	2,8	3	1.5	2.9	2.7
EU	2.8	2.6	0.5	-4.1	1,8	1,7	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1.8	2.4	2.0

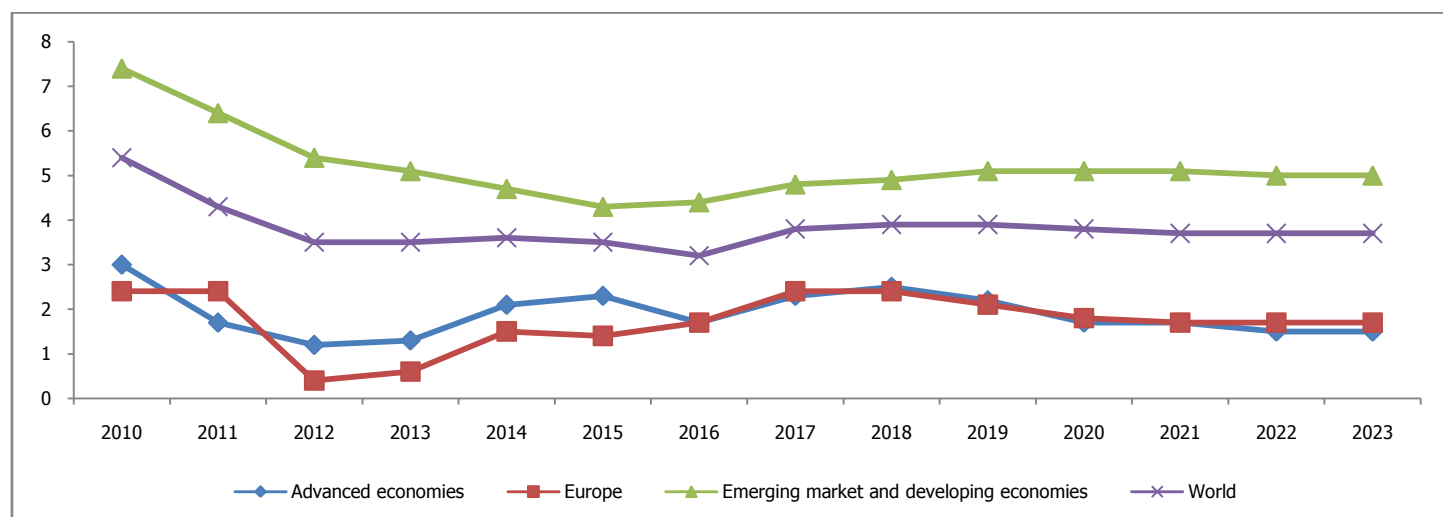
Nhật Bản	2.4	2.1	-1.2	-5.2	4	-0,5	1,4	1,5	1,4	1	1	1.2	0.9
Các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi	7.9	8.0	2.5	2.5	7,3	6,2	5,0	4,7	4,9	5,3	4.3	4.9	5.1
Trung Quốc	11.6	11.9	9.6	9.1	10,3	9,3	7,7	7,7	7,5	7,3	6.7	6.6	6.4
Ấn độ	9.8	9.3	6.4	5.7	10,1	6,3	4,7	4,4	5,4	6,4	7.1	7.4	7.8
ASEAN	5.7	6.3	4.7	1.7	-	4,5	6,2	5	4,8	5,2	4.9	5.3	5.4
Khu vực Đông Âu	6.6	5.6	5.3	-6.5	4.8	4.9	-0,9	2,4	0,7	2,7	3.1	4.3	3.7
Khu vực Châu Mỹ La tinh Caribe	5.5	5.6	4.3	-1.7	6.2	4.5	2,7	2,6	1,3	2,4	-0.9	1.2	1.9

Nguồn: World Economic Outlook, IMF

Bên cạnh mức độ tăng trưởng GDP, hoạt động thương mại toàn cầu cũng đang phản ánh một giai đoạn phát triển kinh tế khá hài hòa. Tăng trưởng thương mại toàn cầu giai đoạn 2010 – 2017 thường xuyên giao động quanh mức 5% thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng trung bình đạt 15% giai đoạn 2005 – 2007.

Bên cạnh đó, hoạt động sản xuất công nghiệp toàn cầu mặc dù đã phục hồi song còn cách khá xa mức kỷ lục của giai đoạn 2005 -2007.

Tăng trưởng GDP toàn cầu



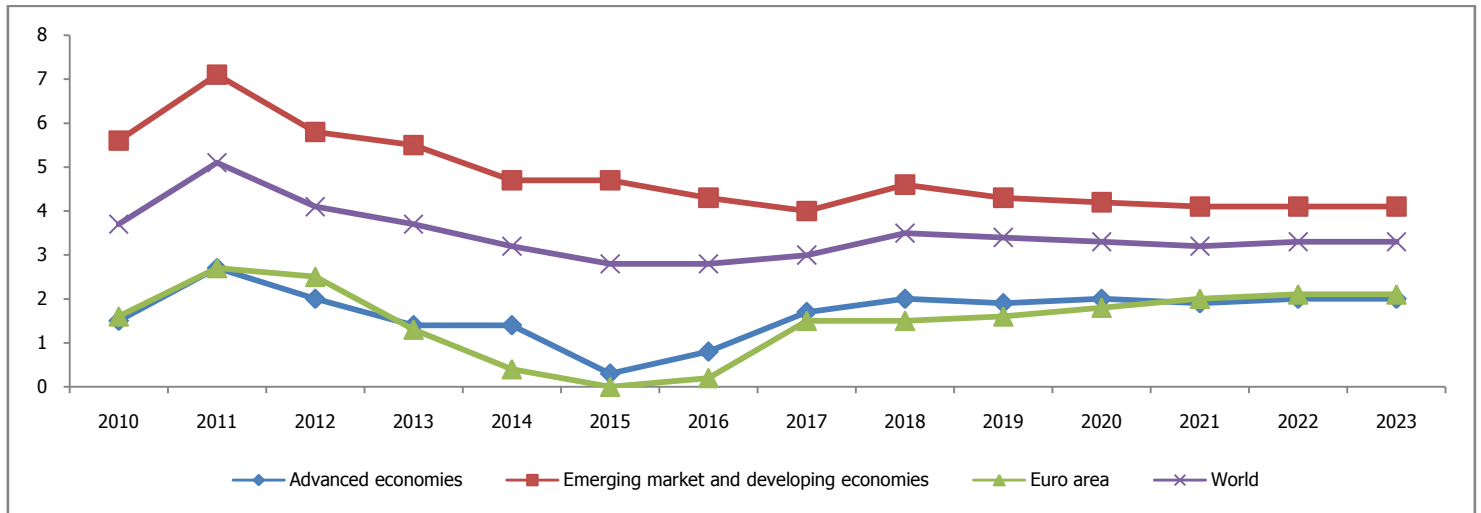
Nguồn: World Economic Outlook, IMF

Áp lực lạm phát có gia tăng song vẫn ở mức thấp

Lạm phát giai đoạn 2016 – 2018 cũng đang ghi nhận những chuyển biến khá hài hòa và tích cực. So với thời kỳ tăng trưởng nóng của kinh tế thế giới 2005 – 2007, lạm phát luôn là một thách thức đối với việc duy trì sự ổn định của kinh tế toàn cầu, sức ép lạm phát giai đoạn 2016 – 2018 không quá lớn. Thậm chí tại các quốc gia phát triển lạm phát mới tăng trở lại từ mức rất thấp. Trong các năm 2015 và 2016 các quốc gia phát triển vẫn còn đang đối mặt với rủi ro giảm phát trên diện rộng.

Lạm phát toàn cầu duy trì ở mức khá thấp trong giai đoạn 2015 – 2016 và mặc dù đã tăng lại trong năm 2018 song cũng chỉ kỳ vọng duy trì ở mức 3,8%.

Lạm phát toàn cầu



Nguồn: World Economic Outlook, IMF

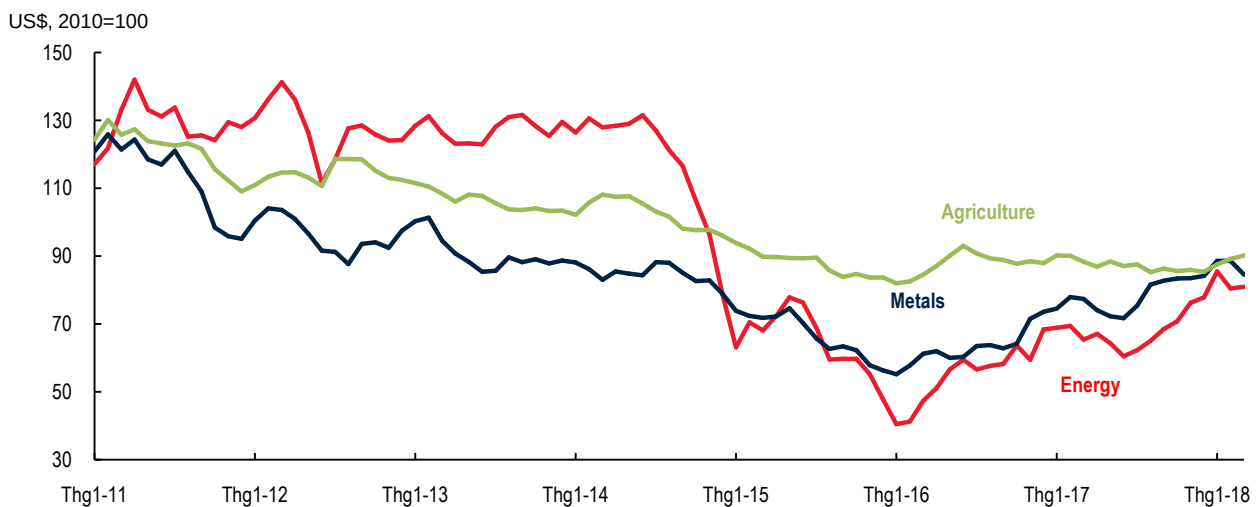
Xu hướng lạm phát đã giảm dần tại các nhóm nước kinh tế phát triển. Đối với nhóm nước này, lạm phát đã có dấu hiệu chạm đáy và đi lên nhờ sức cầu gia tăng khi tăng trưởng kinh tế khả quan song không hề ở mức cao mà vẫn giao động quanh mức mục tiêu 2%.

Đối với nhóm nước đang phát triển và mới nổi, xu hướng lạm phát cũng có chiều hướng tăng nhẹ song vẫn thấp hơn đáng kể trong các giai đoạn trước. Yếu tố lạm phát phân hóa khá rõ giữa các quốc gia mới nổi. Trong khi một số nền kinh tế như Brazil, Indonesia, Ấn Độ đang đối mặt với áp lực lạm phát tăng lên thì ngược lại một số nền kinh tế như Trung Quốc, Thái Lan, lạm phát lại đang duy trì ở mức thấp.

Đặc biệt là Trung Quốc đang trong giai đoạn chuyển đổi của nền kinh tế với định hướng điều hành hạ nhiệt tăng trưởng, giảm đòn bẩy qua đó hướng tới một mô hình tăng trưởng cân bằng hơn.

Lạm phát không có nhiều biến động trong giai đoạn 2011 – 2017 và vẫn ở mức thấp nếu so với thời kì kinh tế thế giới tăng trưởng cao vào các năm 2006 và 2007 do các áp lực đối với lạm phát từ phía cung cũng như phía cầu là không quá lớn.

Mặt bằng giá hàng hóa cơ bản thế giới



Nguồn: World bank

Về phía cung, giai đoạn 2011 – 2017 giá cả các yếu tố đầu vào bao gồm các loại hàng hóa cơ bản không có sự biến động quá mạnh, thậm chí còn có xu hướng giảm từ năm 2011 – 2015 do nhu cầu tụt giảm từ Trung Quốc (là quốc gia có nhu cầu hàng hóa cơ bản lớn) khi nền

kinh tế của quốc gia này hạ nhiệt. Mặc dù giá các hàng hóa cơ bản đã tăng lại từ cuối năm 2015 song mức tăng cũng không nhiều và còn cách khá xa mức giá của những năm trước khủng hoảng toàn cầu.

Về phía cầu, sức ép lạm phát cũng không thực sự rõ ràng. Kinh tế thế giới chậm phục hồi thể hiện ở cả hoạt động thương mại phục hồi chậm và sản xuất công nghiệp tăng trưởng nhẹ cho thấy tổng cầu thế giới ở mức thấp trong giai đoạn vừa qua. Sức ép lạm phát từ phía cầu chỉ đến trong một số thời điểm nhất định khi các nền kinh tế lớn liên tục tung ra các gói kích thích kinh tế, đồng nghĩa với việc một lượng tiền lớn được bơm ra toàn cầu đã tạo áp lực dịch chuyển các dòng vốn nóng, đặc biệt vào các thị trường mới nổi.

Các thị trường tài sản như chứng khoán và bất động sản có bong bóng hay không

Thị trường chứng khoán là một thị trường dễ phát sinh bong bóng nhất trong các thị trường tài sản do yếu tố thanh khoản cao và dễ tiếp cận với các dòng vốn nóng. Do đó thị trường chứng khoán là một trong các chỉ báo sớm cho các giai đoạn của chu kỳ kinh tế.

Nếu xét trên mặt bằng định giá cổ phiếu, TTCK toàn cầu tại một số quốc gia đúng là đã xuất hiện tình trạng định giá cao vào thời điểm cuối tháng 3 2018. Nguyên nhân là do dòng tiền đầu tư có chi phí thấp từ các gói kích thích tiền tệ của các NHTU Mỹ, EU trong các năm trước. Tuy nhiên tính đến thời điểm này, tình trạng định giá cao của các thị trường đã không còn.

Mặt bằng định giá của các thị trường hiện tại mặc dù có sự gia tăng so với thời điểm đáy là năm 2014, 2015 (lúc nền kinh tế toàn cầu vẫn đang trong giai đoạn phục hồi khó khăn) song không có thị trường nào cao đến mức bong bóng. Tham chiếu các bong bóng chứng khoán trong quá khứ như thị trường chứng khoán Trung Quốc năm 2015 (PE sàn Thâm Quyển ở mức 73) hay bong bóng dotcom tại Mỹ năm 2000 (PE lên tới mức 100) thì TTCK toàn cầu hiện nay vẫn ở trạng thái bình thường.

	INDU Index	NKY Index	DAX Index	CAC Index	SET Index	JCI Index	PCOMP Index
30/12/2005	19.2696	26.7241	14.5916	12.8808	11.031	16.5306	11.3335
29/12/2006	15.9315	23.0353	13.9245	14.2231	11.1119	16.6509	12.8208
31/12/2007	16.4133	17.6006	13.676	14.4226	17.8193	19.0421	15.9768
31/12/2008	16.0354	27.3824	19.8754	13.4368	11.8146	16.9749	12.2582
31/12/2009	16.0959	27.3824	21.2456	21.1639	13.4569	17.1232	13.9804
31/12/2010	13.4716	18.4204	12.4389	11.8582	14.0528	18.533	13.4618
30/12/2011	12.8168	22.0549	11.0287	11.0408	13.2282	17.3102	15.7442
31/12/2012	12.7896	20.7525	17.3315	9.3613	16.3479	18.245	18.0998
31/12/2013	15.8766	22.1256	18.3657	24.7858	14.6837	19.8638	17.3104
31/12/2014	16.2434	19.8547	16.6342	21.7442	19.8538	22.1075	20.4834
31/12/2015	15.9731	21.2161	22.0491	23.873	17.5849	27.9007	20.7042
30/12/2016	18.2279	22.4666	19.3542	18.7324	16.4723	23.2526	19.5626
29/12/2017	19.9431	16.7455	15.1147	16.6025	17.625	22.1698	22.0978
30/04/2018	18.2251	17.192	14.3485	17.4987	17.9919	20.6818	19.9662
31/05/2018	18.4071	16.8591	14.0252	17.0747	17.4218	20.5504	19.144
29/06/2018	18.0583	16.9488	13.7007	16.7728	16.0796	20.0684	18.3706

Nguồn: Bloomberg

Chú thích: INDU Index chỉ số chứng khoán Mỹ; NKY Index: Chỉ số chứng khoán Nhật; DAX Index: chỉ số chứng khoán Đức; CAC Index: Chỉ số chứng khoán Pháp; SET Index: Chỉ số chứng khoán Thái Lan; JCI Index: Chỉ số chứng khoán Indonesia; PCOMP Index: Chỉ số chứng khoán Philippines.

Trong các năm từ 2005 đến 2018 các thị trường chứng khoán của các quốc gia trên thế giới có xảy ra tình trạng định giá cao cục bộ chủ yếu là do tác dụng phụ của các gói kích thích tiền tệ của các NHTU trên thế giới khiến dòng tiền rẻ tìm kiếm cơ hội trên các thị trường tài sản ví dụ như TTCK Nhật Bản những năm 2008, 2009, 2015, 2016; TTCK Đức và Pháp năm 2015; TTCK Indonesia năm 2015; TTCK Philipin năm 2015 và 2017.

Tuy nhiên vào thời điểm hiện tại khi xu hướng bình thường hóa chính sách tiền tệ của các NHTU trên thế giới đã tương đối rõ ràng, các TTCK toàn cầu không được hỗ trợ bởi dòng tiền rẻ đã tiến hành định giá lại trong gần 3 tháng vừa qua và mặt bằng định giá của các TTCK hầu hết đã giảm đáng kể so với mức đỉnh.

Sự điều chỉnh của TTCK toàn cầu trong hơn 3 tháng qua đã không gây một xáo trộn đáng kể nào đến các nền kinh tế của các quốc gia. Điều này cho thấy các TTCK kể trên đều trong trạng thái bình thường không ở tình trạng bong bóng.

Trong suốt giai đoạn từ 2008 đến 2018, TTCK các quốc gia mới nổi như Thái Lan, Indonesia và Philipin có sự gia tăng đáng kể về mặt bằng định giá một phần nhờ dòng tiền rẻ từ các gói kích thích tiền tệ của Mỹ, EU và Nhật Bản đổ vào tìm kiếm lợi suất cao hơn. Tuy nhiên TTCK của các quốc gia này cũng có sự tăng trưởng đáng kể về quy mô vào khối lượng giao dịch trong suốt 10 năm vừa qua.

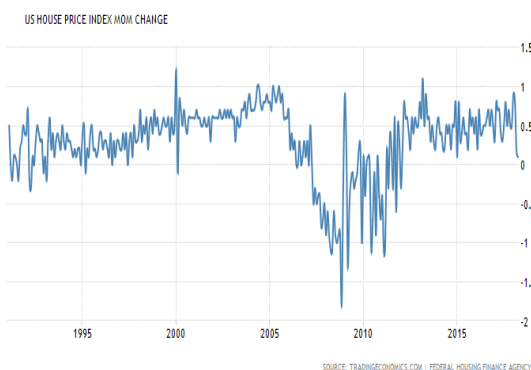
Đôi với thị trường bất động sản

Thị trường bất động sản cũng là một chỉ báo đáng tin cậy đối với chu kỳ kinh tế. Thông thường khi nền kinh tế tăng trưởng nóng thì thị trường bất động sản cũng rất sôi động. Ngoài ra yếu tố tín dụng lỏng và kỳ vọng đầu cơ cũng sẽ khiến thị trường bất động sản rơi vào trạng thái bong bóng đe dọa gây bất ổn kinh tế vĩ mô khi bong bóng này vỡ.

Khảo sát các thị trường bất động sản của nhóm quốc gia phát triển có quy mô kinh tế lớn cho thấy có sự phục hồi từ đáy song chưa xuất hiện tình trạng bong bóng như thời điểm trước khủng hoảng 2007 – 2008.

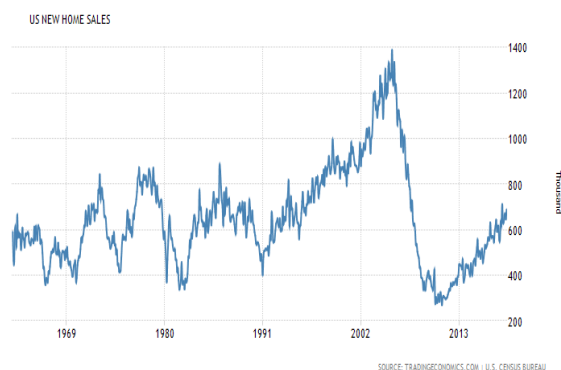
Thị trường bất động sản Mỹ

Mức tăng giá nhà tại Mỹ theo tháng



Nguồn: Tradingeconomics

Số lượng nhà mới bán tại Mỹ



Nguồn: Tradingeconomics

Mức tăng giá theo tháng trên thị trường bất động sản Mỹ đã phục hồi lại mức trước khủng hoảng năm 2007, tuy nhiên lượng nhà mới mở bán vẫn còn khá thấp và còn cách khá xa mức nóng của năm 2008. Điều này cho thấy thị trường bất động sản Mỹ vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng khá bình thường dựa trên sự phục hồi của nền kinh tế.

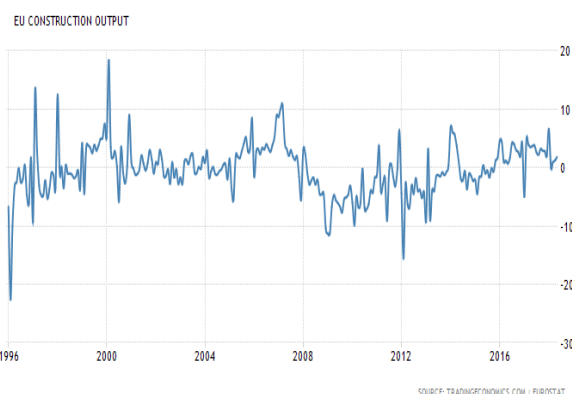
Thị trường bất động sản khu vực Euro zone

Chỉ số giá nhà khu vực Eurozone



Nguồn: Tradingeconomics

Chỉ số tăng trưởng ngành xây dựng

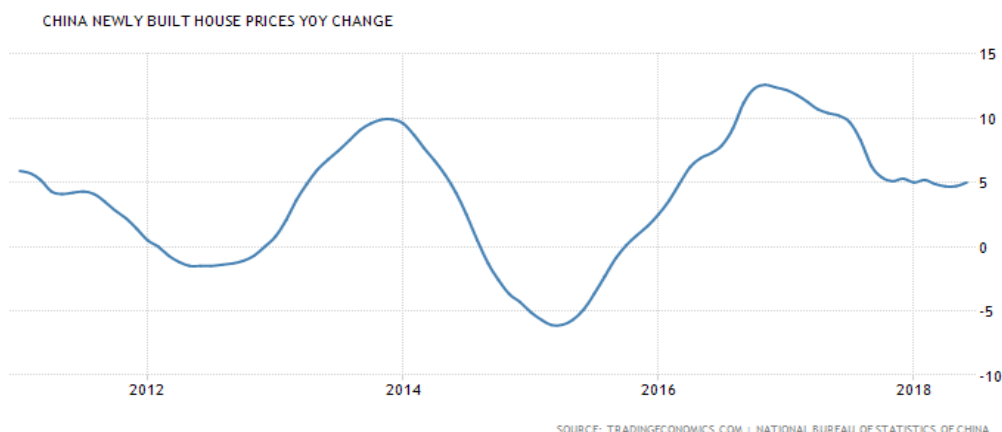


Nguồn: Tradingeconomics

Thị trường bất động sản khu vực Eurozone mặc dù đã phục hồi tuy nhiên mức tăng giá không cao. Chỉ số giá nhà của khu vực mới chỉ tăng khoảng 5% so với mức trước khủng hoảng năm 2008, trong khi tăng trưởng công trình xây dựng khá thấp chỉ khoảng 3% trong các tháng gần đây thấp hơn đáng kể so với mức 10% trước khủng hoảng 2008.

Thị trường bất động sản Trung Quốc

Mức tăng giá nhà trung bình tại 70 thành phố lớn của Trung Quốc



Nguồn: Tradingeconomics

Mức tăng giá nhà của Trung Quốc tại 70 thành phố lớn hiện tại tăng khoảng 5% so với cùng kỳ. Mặc dù mức tăng giá đã khá cao trong năm 2017 (khoảng 15%) tuy nhiên do thị trường cũng trải qua hai năm khá trầm lắng và giảm giá vào năm 2015 và 2016 do đó chưa thể kết luận thị trường đang tồn tại bong bóng.

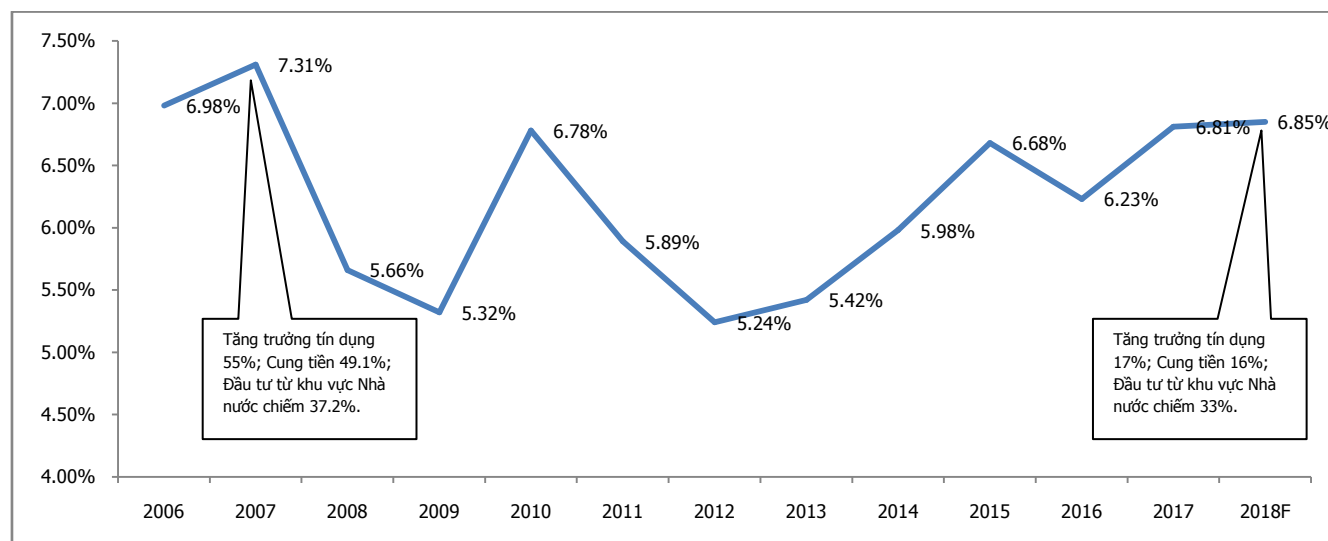
2. Chu kỳ kinh tế Việt Nam

Kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2016 đến các tháng đầu năm 2018 đã tận dụng được đà phục hồi của kinh tế thế giới và các cải cách cơ cấu nên đã có tốc độ tăng trưởng khả quan với mức tăng GDP trung bình 6,7% trong 3 năm qua.

Từ dữ liệu tăng trưởng GDP trong quá khứ có thể thấy rằng nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2006 – 2018 đã trải qua các giai đoạn điển hình của chu kỳ kinh tế đó là giai đoạn kinh tế đạt đỉnh của chu kỳ trước 2006 – 2007; giai đoạn suy giảm và tạo đáy 2008- 2012 (bao gồm một nhịp phục hồi ngắn ngủi năm 2010 nhờ các gói kích cầu mạnh tay của Chính Phủ và NHNN); giai đoạn phục hồi chậm 2013 – 2016; giai đoạn phục hồi mạnh 2017 – 2018.

Thời điểm hiện tại nền kinh tế cũng đang xuất hiện nhiều dấu hiệu tương đồng với thời kỳ 2005 – 2007 như tăng trưởng GDP khá cao, TTCK và thị trường bất động sản sôi động và tăng trưởng tín dụng khá cao. Điều này dẫn tới những quan ngại nhất định về triển vọng năm 2019, liệu kinh tế Việt Nam có lặp lại sự suy giảm theo chu kỳ hay không.

Chu kỳ kinh tế Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

Nhìn lại năm 2007 là đỉnh của chu kỳ kinh tế lần trước có thể nhận thấy sự khác biệt cơ bản giữa động lực tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2005 – 2007 và giai đoạn 2015 -2017.

Trước khi xảy ra sự suy giảm kinh tế vào năm 2008 với tăng trưởng giảm mạnh và lạm phát cao Việt Nam đã trải qua một thời kì bùng nổ kinh tế với các chính sách tài khoá và tiền tệ được nới lỏng kéo dài. Tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2005-2008 thường xuyên duy trì ở mức rất cao và tạo đỉnh vào năm 2007 ở mức 55%. Đầu tư từ khu vực nhà nước (khu vực có giá trị gia tăng và hiệu quả thấp) chiếm tỷ trọng rất cao do các biện pháp đẩy mạnh đầu tư công và đầu tư tại các tập đoàn kinh tế với chiếm lần lượt 47%, 45% và 37,2% tổng đầu tư toàn xã hội trong các năm 2005, 2006 và 2007. Tăng trưởng chủ yếu dựa trên gia tăng về vốn nên rất kém hiệu quả với tỷ lệ đầu tư toàn xã hội chiếm trên 41% GDP trong giai đoạn 2005 -2007 trong khi hệ số ICOR rất cao với mức trung bình giai đoạn 2005 – 2007 khoảng trên 7 lần. Yếu tố năng suất tổng hợp chỉ đóng góp khoảng 19% vào tăng trưởng GDP trong giai đoạn này.

Như vậy có thể thấy nguyên nhân cơ bản của những bất ổn kinh tế Việt Nam giai đoạn 2008 – 2009 đến từ sự tăng trưởng nóng của dòng vốn đầu tư kém hiệu quả do chính sách tiền tệ và tài khoá nới lỏng kéo dài. Sự kém hiệu quả của nền kinh tế còn bị gia tăng thêm bởi đầu tư tại khu vực nhà nước chiếm tỷ trọng cao song lại có hiệu quả thấp nhất.

Tốc độ tăng năng suất lao động		Đóng góp của nhân tố năng suất tổng hợp vào GDP
2005	4.20%	19.90%
2006	4.05%	19.30%
2007	4.22%	19.60%
2015	6.45%	47.30%
2016	5.29%	35.50%
2017	6.05%	39.50%

Nguồn: Báo cáo năng suất lao động Việt Nam

Giai đoạn 2017 – 2018, mặc dù tăng trưởng GDP đã tiệm cận mức tăng trưởng của thời kỳ 2006 – 2007 khiến nhiều ý kiến quan ngại song một điểm đáng lưu ý là chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế đã có những chuyển biến đáng ghi nhận. Từ năm 2012 đến nay, Chính Phủ và NHNN vẫn luôn kiên định quan điểm điều hành lấy ổn định kinh tế vĩ mô làm trụ cột, cải thiện môi trường kinh doanh, gia tăng năng lực cạnh tranh của nền kinh tế từ đó hướng tới sự tăng trưởng bền vững. Các biện pháp kích thích tăng trưởng dựa trên chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng đã không còn được chú trọng thay vào đó là các giải pháp mang tính cải thiện cơ cấu nền kinh tế.

Trong suốt giai đoạn từ 2012 đến 2018, Chính phủ và NHNN tập trung chủ yếu vào các giải pháp tái cơ cấu nền kinh tế và đã đạt được một số thành quả nhất định với ba mũi nhọn chính là tái cơ cấu đầu tư công, tái cơ cấu hệ thống ngân hàng và tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước.

Các biện pháp tái cơ cấu nền kinh tế của Chính Phủ và NHNN trong giai đoạn 2012 – 2018 có thể tóm lược như sau:

Giai đoạn 2012- 2013: Kiên định chính sách ổn định kinh tế vĩ mô, không đặt nặng mục tiêu tăng trưởng kinh tế; Duy trì chính sách tiền tệ và tài khóa thận trọng, hỗ trợ giảm lãi suất; Bắt đầu quá trình hỗ trợ và xử lý các tổ chức tín dụng yếu kém.

Giai đoạn 2014 – 2016: Bắt đầu đẩy mạnh tái cơ cấu nền kinh tế vĩ mô (tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, tái cơ cấu đầu tư công, tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước.); Thông qua Luật đầu tư công, luật doanh nghiệp sửa đổi, luật thuế thu nhập doanh nghiệp sửa đổi; Giảm số lượng ngân hàng thương mại thông qua sáp nhập và mua lại bắt buộc; xử lý nợ xấu và sở hữu chéo.

Giai đoạn 2017- 2018: Tập trung cải thiện cơ cấu nền kinh tế thông qua cải thiện môi trường kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh; Đẩy mạnh cổ phần hóa và thoái vốn khỏi các doanh nghiệp nhà nước; xử lý các dự án đầu tư yếu kém thua lỗ tại các tập đoàn nhà nước lớn; Cắt giảm mạnh các điều kiện kinh doanh (dự kiến cắt giảm 50%); giảm biên chế nhà nước, kiện toàn bộ máy quản lý hành chính. Phấn đấu giảm 10% biên chế nhà nước đến 2021.

Các kết quả ban đầu của quá trình cải cách trên đã giúp chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế cải thiện rõ rệt.

Tăng trưởng GDP tương đối cao song dựa nhiều hơn vào sự cải thiện năng suất tổng hợp. Nhân tố năng suất tổng hợp đã đóng góp nhiều hơn hẳn vào tăng trưởng GDP (trung bình trên 40%, so với mức trên 19% của giai đoạn trước). Năng suất lao động tăng cao hơn đáng kể trong giai đoạn 2015 – 2017.

Yếu tố gia tăng vốn đầu tư giảm dần vai trò trong tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Tăng trưởng tín dụng (17- 18%) và cung tiền (16-17%) trong giai đoạn 2015 - 2017 mức khá hài hòa nên không gây ra áp lực lên các cân đối vĩ mô như lạm phát và tỷ giá.

Đầu tư khu vực tư nhân (khu vực năng động và hiệu quả) ngày càng được động viên khuyến khích và đầu tư từ khu vực nhà nước (khu vực kém hiệu quả) ngày càng giảm. Giai đoạn trước 2007, đầu tư từ khu vực nhà nước luôn chiếm trên 40% thì hiện tại đến hết quý 2/2018, đầu tư từ khu vực nhà nước chỉ còn 33.2%. Xu hướng này trong tương lai sẽ tiếp tục diễn ra và do đó nền kinh tế được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện hiệu quả trong thời gian tới.

Năm	Kinh tế Nhà nước	Kinh tế ngoài nhà nước	Nước ngoài
2009	40,5	33,9	25,6
2010	38,1	36,1	25,8
2011	37,0	38,5	24,5

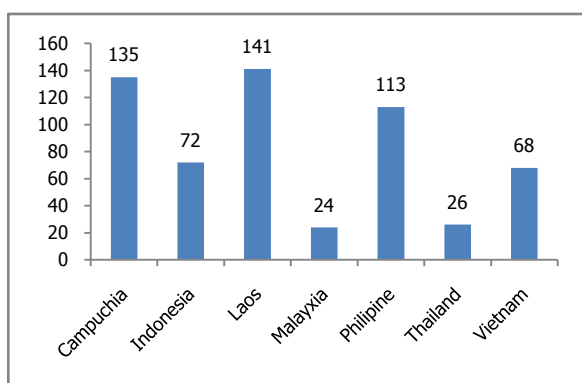
2012	40,3	38,1	21,6
2013	40,4	37,7	21,9
2014	39,9	38,4	21,7
2015	38,0	38,7	23,3
2016	37,6	39,0	23,9
2017	35,2	40,5	24,3
2018F	33,4	41,3	25,3

Nguồn: Tổng cục thống kê

Nhờ các nỗ lực cải cách và ổn định kinh tế vĩ mô của Chính Phủ Môi trường kinh doanh và năng lực cạnh tranh của Việt nam đã có sự cải thiện rõ rệt. Môi trường kinh doanh của Việt Nam ngày càng được cải thiện, đứng thứ 5 trong ASEAN. Việt Nam đã có các tiến bộ đáng kể trong các tiêu chí tiếp cận điện năng, bảo vệ nhà đầu tư, và nộp thuế.

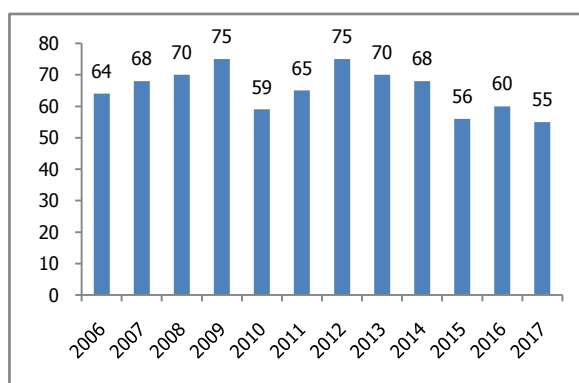
Trong 6 tháng đầu năm 2018 Chính phủ thúc đẩy các bộ cần khẩn trương hoàn thiện dự thảo nghị định về cắt giảm 50% điều kiện kinh doanh trình Thủ tướng Chính phủ, Chính phủ trước ngày 15/8/2018. Tính đến hết quý II/2018, có 378 điều kiện kinh doanh trên hơn 5.700 điều kiện kinh doanh được thực sự bãi bỏ, sửa đổi, đơn giản hóa.

Xếp hạng môi trường kinh doanh của Việt Nam



Nguồn: World Bank

Năng lực cạnh tranh của Việt Nam



Nguồn: World Bank

Như vậy có thể nhìn nhận với những cải cách tạo động lực tăng trưởng mới của nền kinh tế, mức tăng trưởng cũng không quá nóng và môi trường kinh tế thế giới tiếp tục thuận lợi. Việt Nam vẫn được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt trong các năm tới. Chưa có căn cứ vững chắc nếu cho rằng kinh tế Việt Nam đã tạo đỉnh và sẽ đi xuống trong năm 2019.

Bài học của Việt Nam từ các chu kỳ kinh tế trong quá khứ

Suy giảm kinh tế có tính chu kỳ đối với một nền kinh tế mở như Việt Nam là yếu tố không thể tránh khỏi. Do đó tham khảo kinh nghiệm trong quá khứ cũng rất hữu ích cho Việt Nam trong việc đối phó với những bất ổn kinh tế có tính chu kỳ trong tương lai.

Trong quá khứ từ khi áp dụng nền kinh tế thị trường một cách rộng rãi vào đầu những năm 1990 tới nay, kinh tế Việt Nam đã trải qua hai giai đoạn khó khăn.

	Giai đoạn 1998-1999		Giai đoạn 2008 - 2012				
	1998	1999	2008	2009	2010	2011	2012
GDP	5.765	4.774	5.662	5.398	6.423	6.24	5.03%
Lạm phát	8.11	4.11	23.12	6.72	9.21	18.669	6.81%
Tỷ giá	VND giảm 25% so với USD		VND giảm giá 40% so với USD				

Nguồn: tổng cục thống kê

Giai đoạn thứ nhất (1998–1999): Tăng trưởng GDP suy giảm xuống mức thấp nhất là 4.77% vào năm 1999. Tuy nhiên thời gian diễn ra đợt suy giảm ngắn và các cân đối vĩ mô tương đối được giữ vững. Lạm phát chỉ tăng trong một năm 1998 và cũng ở mức không quá cao là 8.1%. Mặc dù khủng hoảng tài chính xảy ra đồng loạt tại các quốc gia Đông Nam Á và đồng nội tệ của các quốc gia này giảm mạnh cộng thêm dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam giảm mạnh song Chính phủ cũng chỉ phải thực hiện hai lần tăng giá từ 11.113đ/ 1 USD năm 1996 lên 13.908đ/1USD năm 1998. Tổng cộng VNĐ giảm 25% giá trị so với USD. Cân đối vĩ mô cơ bản được giữ vững và Việt Nam nhẹ nhàng vượt qua khủng hoảng tài chính khu vực chỉ trong 2 năm mà không chịu hậu quả đáng kể nào.

Giai đoạn thứ hai (2008 – 2012): Tăng trưởng GDP giảm xuống mức thấp nhất là 5.03% vào năm 2012. Thời gian diễn ra đợt suy giảm kéo dài cộng thêm bất ổn kinh tế vĩ mô thường xuyên diễn ra với tình trạng lạm phát phi mã và căng thẳng tỷ giá. Xen giữa giai đoạn suy thoái thứ hai là một nhịp phục hồi nhẹ năm 2009, 2010 khi Chính Phủ triển khai gói kích thích kinh tế mạnh tay. Về bản chất, gói kích thích kinh tế năm 2009 vẫn dựa trên việc nới lỏng cả chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, bao gồm cả tăng tín dụng, giảm lãi suất, tăng chi tiêu NSNN và giảm thuế.

Gói kích thích kinh tế năm 2009 công bố tháng 5-2009		
TT	Danh mục	Giá trị (tỷ đồng)
1	Hỗ trợ lãi suất 4%	17000
2	Tạm hoãn thu hồi vốn đối ứng trước năm 2009	3400
3	các khoản vốn ứng trước	37200
	(1)Ứng trước ngân sách một số dự án cấp bách	26700
	(2)ứng vốn chương trình 61 huyện nghèo	1525
	(3)ứng trước khác	9000
4	Chuyển vốn đầu tư 2008 sang năm 2009	30200
5	Phát hành bổ sung trái phiếu chính phủ 2009	20000
6	thực hiện chính sách miễn, giảm thuế	28000
7	các khoản kích cầu khác	7200
8	bảo lãnh tín dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa	17000
	Tổng	160000 tỷ đồng (9 tỷ đô la Mỹ)

Nguồn: MBS tổng hợp

Gói kích thích kinh tế 2009 chỉ giúp cho nền kinh tế phục hồi nhẹ trong năm 2010 song để lại hậu quả trầm trọng trong các năm sau với tình trạng bất ổn kinh tế kéo dài. Thực tế, trước năm 2008 Việt Nam đã trải qua một thời kì bùng nổ về đầu tư với các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng kéo dài gây nên tình trạng đầu tư tràn lan kém hiệu quả từ cả khu vực nhà nước và khu vực tư nhân. Nguồn lực kinh tế bị hút mạnh vào các kênh đầu cơ như Bất động sản và Chứng khoán không gia tăng năng lực sản xuất cho nền kinh tế. Gói kích cầu 2009 đã góp phần khiến các yếu kém cố hữu của nền kinh tế trở nên trầm trọng thêm. Tình hình kinh

tế xã hội đã xấu đi rất nhanh từ cuối năm 2010. Kinh tế bất ổn nghiêm trọng với tình trạng tăng trưởng sụt giảm, lạm phát cao, tỷ giá căng thẳng và nhập siêu cao.

Như vậy, sự khác biệt giữa hai giai đoạn khó khăn của kinh tế Việt Nam 1998-1999 và 2008-2012 đó chính là cách thức và quan điểm điều hành kinh tế của Chính Phủ và NHNN trước các cú sốc từ bên ngoài cũng như động lực tăng trưởng chính yếu của giai đoạn trước khủng hoảng.

Động lực tăng trưởng của giai đoạn trước năm 1998 chủ yếu là các giải pháp cải cách cơ cấu nền kinh tế. Chính sách khoán hộ trong nông nghiệp được triển khai rộng rãi từ năm 1988 đã giải phóng tiềm năng của lĩnh vực nông nghiệp. Xóa bỏ cơ chế bao cấp tại khối doanh nghiệp nhà nước và các doanh nghiệp nhà nước yếu kém bị giải thể và sáp nhập đã nâng cao hiệu quả sản xuất lên đáng kể.

Hành lang pháp lý khuyến khích hoạt động kinh doanh được kiện toàn với hàng loạt các bộ luật được ra đời đã giải phóng năng lực và khuyến khích khu vực tư nhân phát triển như: Luật doanh nghiệp tư nhân và Luật Công ty (1990) và Luật đầu tư nước ngoài (1996). Sở hữu tư nhân chính thức được công nhận thông qua hiến pháp năm 1992 đã khuyến khích đầu tư từ khu vực này một cách mạnh mẽ. Tỷ trọng đầu tư từ khu vực tư nhân đã tăng rất nhanh lên đến mức 23.2% tổng nguồn vốn đầu tư toàn xã hội trong năm 1998.

Động lực tăng trưởng của giai đoạn trước 2008 chủ yếu là sự gia tăng hoạt động đầu tư đặc biệt là giai đoạn 2005 – 2007. Ngoài Luật Doanh nghiệp (2000) được coi là một cải cách mạnh mẽ giai đoạn này không có một cải cách kinh tế đáng kể nào nữa. Nền kinh tế tăng trưởng chủ yếu bằng sự gia tăng vốn đầu tư như phần trên chúng tôi đã phân tích.

Cách điều hành kinh tế của Chính phủ trước các cú sốc 1997 và 2008 cũng khác nhau khá rõ nét.

Sau năm 1997, Chính phủ vẫn kiên định mục tiêu cải cách cơ cấu nền kinh tế, giải phóng các nguồn lực sản xuất trong xã hội. Không có một gói kích thích tiền tệ hay tài khóa đáng kể nào được tung ra thay vào đó là các chính sách khuyến khích doanh nghiệp tư nhân, cổ phần hóa DNNN và các hiệp định thương mại được ký kết giúp tạo cơ hội cho các doanh nghiệp.

Trái lại sau cú sốc năm 2008, Chính phủ Việt Nam loay hoay với các giải pháp mang tính tình thế với các gói kích thích mạnh tay khi nới lỏng cả chính sách tiền tệ lẫn tài khóa để rồi sau đó lại phải vội vã áp dụng biện pháp thắt chặt tiền tệ khắc nghiệt khi lạm phát leo thang và tỷ giá căng thẳng. Khối Doanh nghiệp Nhà nước, đặc biệt là các tập đoàn lớn đã được ưu ái tiếp cận nguồn lực thông qua các gói kích cầu và khu vực này đã chèn lấn khu vực tư khiến động lực khu vực tư nhân giảm hẳn trong giai đoạn 2008 – 2012 giảm hẳn khi tỷ trọng đầu tư từ khu vực tư gần như không tăng.

Kết luận: Nền kinh tế Việt Nam hiện nay đang đi đúng hướng với các giải pháp điều hành rất đúng đắn của Chính Phủ và NHNN. Trong thời gian tới nền kinh tế thế giới vẫn sẽ có xu hướng ổn định tạo điều kiện cho Việt Nam tiếp tục kiên định quá trình cải cách kinh tế. Bài học trong quá khứ cho thấy các cú sốc từ bên ngoài có thể làm nền kinh tế giảm tốc song các yếu kém từ bên trong của cơ cấu nền kinh tế mới thực sự là điều đáng lo ngại. Nếu trong thời gian tới, Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh quá trình cải cách thể chế, khuyến khích khu vực tư nhân phát triển, tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước và kiện toàn hệ thống ngân hàng, Việt Nam hoàn toàn có thể vượt qua được những chu kỳ kinh tế xảy ra trong tương lai.

Liên hệ:

Trịnh Xuân Sơn
P.GD TT Nghiên cứu

Email:
son.trinhxuan@mbs.com.vn

Hoàng Công Tuấn- Trưởng
BP NC Kinh tế

Email:
tuan.hoangcong@mbs.com.vn

Phạm Thiên Quang
GĐ Khối nghiên cứu cổ phiếu

Email:
quang.phamthien@mbs.com.vn

Trần Hoàng Sơn
GĐ Khối CLTT

Email:
son.tranhoang@mbs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land) và Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.