

Về sự liên thông các thị trường Bất động sản-Vốn-Tiền tệ Việt Nam:

Vấn đề, dấu hiệu và hướng nghiên cứu chính sách

GS.TS. Nguyễn Thanh Tuyên

Bất động sản là phần tài sản và ngành hoạt động kinh tế quan trọng của bất kỳ quốc gia nào trên thế giới. Tầm quan trọng của bất động sản cũng không phải tới hôm nay mới được nhận thức rõ, mà thực ra từ hàng ngàn năm lịch sử, giá trị này đã được khẳng định thông qua các hoạt động kinh tế, xã hội của con người, thậm chí cả chiến tranh. Cuộc chiến tranh của Vua Sargon II, vương quốc Akkad (thuộc I-rắc ngày nay) từ năm 5000 TCN cũng nhằm giành lấy những vùng đất và bất động sản có lợi cho hoạt động thương mại (Vương Quân Hoàng, 2007).

Kể từ khi Việt Nam bước vào quá trình đổi mới kinh tế toàn diện, năm 1987, thị trường bất động sản và tài chính liên tục tự khẳng định tầm quan trọng trong nền kinh tế. Tới năm 2000, một thể thức mới ở mức tinh vi cao độ của thị trường vốn Việt Nam ra đời: Thị trường chứng khoán (TTCK), nơi các tài sản tài chính là cổ phần doanh nghiệp được trao đổi. Sự ra đời TTCKVN đánh dấu bước tiến tới sự đầy đủ của dạng thức kinh doanh tài chính tại Việt Nam.

Năm 2007, nền kinh tế Việt Nam được chứng kiến một lần nữa giá bất động sản tăng lên nhanh chóng, theo dòng thông tin đầu năm về hoạt động kinh doanh chứng khoán có lãi của nhiều nhà đầu tư vào cuối năm tài chính 2006. Một phần lãi đáng kể được những nhà buôn chứng khoán Việt Nam và không loại trừ cả nước ngoài nhẩy bén chuyển thành tiền mặt, rồi đầu tư vào bất động sản đô thị. Sau đó, khi TTCKVN không thể quay trở lại mức đỉnh cao 1.173 của 18/3/2007, và liên tục trôi sụt, xu hướng đầu tư bất động sản trở nên rõ nét, với mức giá ngày càng cao hơn, theo các khảo sát liên tục của giới truyền thông. Hoạt động kinh doanh bất động sản rất nhộn nhịp, không chỉ trong giới đầu tư-đầu cơ kinh doanh bất động sản, mà cả các cơ quan cung cấp tài chính như quỹ đầu tư, ngân hàng thương mại và cả các doanh nghiệp có thặng dư vốn cổ phần.

Nền kinh tế Việt Nam đã bứt phá về tăng trưởng trong giai đoạn 2005-2007, với sự tinh vi và phức tạp gia tăng đáng kể nhờ các thị trường vốn hoạt động mạnh mẽ, các sản phẩm tài chính đa dạng hơn và nhu cầu đầu tư gia tăng đáng kể. Quá trình liên thông các thị trường bất động sản, thị trường vốn và thị trường tiền tệ cũng ngày càng rõ hơn. Tuy vậy, đó là sự hiểu biết trực giác, và cũng không ở mức sâu mong muốn.

Nhu cầu tự nhiên của công tác quy hoạch chính sách tài chính, tiền tệ đưa tới tình huống cần những nghiên cứu đủ sâu để có thể nhận biết các đặc tính, thậm chí dự báo các trạng thái kinh tế với các xác suất đủ tin cậy (state of the world). Nghiên cứu này mong muốn đóng góp một phần vào quá trình tìm hiểu kỹ hơn về sự liên thông giữa các thị trường rất quan trọng ở Việt Nam là bất động sản, vốn và tiền tệ. Những nhận thức có ích cho công việc lập chính sách kinh tế vĩ mô (nguồn lực nào, ảnh hưởng sao tới nhân dụng, tăng

trường, lạm phát...) và vi mô (cơ chế nào thúc đẩy giao dịch, hạn chế rủi ro, và tạo sự công bằng.) mà nghiên cứu này có thể trả lời là:

1. Những biểu hiện quan trọng và diễn biến ở các quốc gia khác liệu có thể là một dự báo với Việt Nam?
2. Sự liên thông đang xét tới về bản chất có cần sự can thiệp của chính phủ và cơ quan lập pháp? Mức độ hiệu quả được xem xét ra sao?
3. Mức độ liên thông các thị trường này ở Việt Nam qua các dấu hiệu quan sát được và nguồn gốc của nó?
4. Một số đặc tính phân tích hữu ích cho công tác chính sách và quy hoạch công cụ điều tiết
5. Hướng nghiên cứu và những công cụ cần thiết của mảng nghiên cứu quan trọng này

Trong một phạm vi nghiên cứu mang tính tổng quan, rõ ràng chúng tôi không có tham vọng tiến hành xem xét bao trùm, mà sẽ gạn lọc để tập trung vào những điểm trọng yếu. Mục tiêu tiếp theo là khai thác các khía cạnh nằm bên dưới bề mặt của sự việc, thông qua các liên kết lô-gich đủ tốt.

Chúng tôi tin rằng, một nghiên cứu tổng quan tốt sẽ tạo ra cơ hội để xây dựng một mô hình kinh tế đáng quan tâm về những mối quan hệ kinh tế đang ngày càng trở nên phức tạp giữa các hoạt động kinh tế này (bất động sản-vốn dài hạn-tiền tệ), trong bối cảnh xét riêng bản thân từng thị trường này cũng đã và đang ngày càng phức tạp, tinh vi hơn.

Một mô hình tốt sẽ tạo tiền đề cho việc kiểm định bằng phương pháp thống kê khoa học, đặt nền tảng cho những hoạt động nghiên cứu tác động ảnh hưởng của chính sách, và khả năng điều chỉnh các hiệu ứng hợp lý bằng tín hiệu kinh tế. Hiện nay, những công việc như thế ở Việt Nam vẫn còn thiếu thốn và việc tiến hành những nghiên cứu này từ nhiều năm đã trở thành một yêu cầu cấp bách, nhưng vẫn chưa được thỏa mãn.

Qua nghiên cứu này, chúng tôi cũng mong muốn nhận được sự chú ý tới tính liên thông ngày càng tăng lên giữa các thị trường lớn, phức tạp của nền kinh tế Việt Nam, ở đó tiềm tàng cả cơ hội thúc đẩy kinh tế lẫn rủi ro, do bản chất dao động mạnh của các tài sản tài chính và sự sụt giảm tính thanh khoản của những hàng hóa có tính đặc thù cao độ.

1. Bất động sản trong nền kinh tế tồn tại thị trường tài chính

Trong nền kinh tế, bất động sản luôn nằm trong nhóm lĩnh vực kinh doanh có tỷ lệ huy động vốn cao nhất, điều đó cũng khiến hoạt động này rất dễ tạo nên một cuộc khủng hoảng tài chính. Sử dụng các nguồn vốn vay, nhất là nguồn vốn ngắn hạn, cho các dự án bất động sản trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế nhanh khởi nguồn cho sự hình thành bong bóng bất động sản. Một khi bong bóng vỡ, dấu hiệu đầu tiên là sụt giảm mạnh về giá. Điều này đã từng xảy ra tại một số nước châu Á trong cuộc khủng hoảng tài chính 1997-98. Bất động sản mất giá trị dẫn tới nhiều khoản vay đã không thể thu hồi và tại những nền kinh tế chịu tác động của khủng hoảng, tính thanh khoản suy yếu nghiêm trọng.

Ngay tại Việt Nam, trong thời kỳ sau đó vài năm, những bất động sản thương mại ngày nay rất phát đạt như Melia (Hà Nội) đã phải dừng phát triển rất lâu. Nguyên nhân không gì khác ngoài việc suy kiệt nguồn đầu tư do chủ sở hữu mất năng lực tài chính để thực thi tiếp. Chúng ta cũng nhận thấy đây là thời kỳ cả các nước Đông Á, Đông Nam Á và Việt Nam đều cho thấy các biểu hiện vận hành kinh tế vĩ mô không đáng phấn khởi lắm. Hiển nhiên, không thể tách riêng bất động sản khỏi các câu trả lời quan trọng của toàn bộ kiến trúc kinh tế vĩ mô.

1.1. Quá trình hình thành bong bóng có liên quan đến tín dụng

Theo tác giả Franklin Allen & Douglas Gale (2000), hai trạng thái bong bóng có thể liên quan trực tiếp tới thị trường bất động sản do tác động của tín dụng như sau.

Thứ nhất, dịch chuyển rủi ro. Đây là khái niệm xuất hiện khoảng giữa những năm 1970, theo đó nhà đầu tư vay tiền để đầu tư vào các tài sản chưa tồn tại. Khi này dịch chuyển rủi ro khiến cho việc định giá vượt trội lên so với giá trị cơ bản của tài sản, sinh ra bong bóng. Thường bong bóng này làm cho khủng hoảng nếu xảy ra sau đó, thì sẽ trầm trọng hơn.

Thứ hai, sự tăng trưởng đột ngột tín dụng gây ra bong bóng. Tăng trưởng nhanh nguồn tín dụng giống như tín hiệu “động viên” người ta quảng tiền vào các vụ đầu tư rủi ro, ở hiện tại, tác động lên giá tài sản.

Những quá trình có nhiều thay đổi quan trọng, ở tầm cỡ chính sách vĩ mô, theo Allen và Gale, cũng thường gây những tác động rất khó dự báo lên hành vi các trung gian tài chính, quá trình tái tạo tiền và độ ổn định chung toàn hệ thống tài chính.

1.2. Mối quan hệ bất động sản và kinh tế vĩ mô

Nền kinh tế Hoa Kỳ hiện dẫn đầu thế giới về quy mô, mức độ phát triển và phức tạp-tinh vi trong các giao dịch. Những nghiên cứu xung quanh nó là gợi ý rất hữu ích cho nhận thức các quá trình thị trường.

Trong công trình công bố năm 2000, tác giả Karl E. Case nghiên cứu vai trò của hai nhóm bất động sản dân sinh và thương mại trong chu kỳ vận động kinh tế của Hoa Kỳ. Nội dung nghiên cứu tập trung vào: (1) vai trò của lĩnh vực bất động sản trong mở rộng tổng cầu của nền kinh tế, (2) các rủi ro của khu vực tài chính đối với việc chấp nhận tài sản thế chấp là bất động sản, và (3) các hệ quả của lạm phát bất động sản với nền kinh tế.

Thị trường nhà ở tại Hoa Kỳ có qui mô rất lớn, tăng giá nhanh chóng và mang lại thu nhập vốn đáng kể cho chủ sở hữu. Tuy vậy, lạm phát nhà ở chỉ đóng góp một tỷ lệ khiêm tốn trong tăng trưởng tiêu dùng của giai đoạn 1995-2000. Thêm nữa, mức tăng giá nhà ở trong những năm cuối thập kỷ 1990 dường như chịu sự điều khiển của các nhân tố cơ bản trong nền kinh tế chứ không phải do đầu cơ hay quán tính tăng giá (như đã diễn ra tại các thị trường trong khu vực). Mức tăng gộp của giá nhà ở đã thu hẹp tương ứng nguồn vốn dành cho thị trường chứng khoán trong 5 năm này. Và cuối cùng, do giá nhà ở rất khó đi xuống và có quán tính khá lớn, có vẻ như suy thoái kinh tế không tạo ra sụt giảm đáng kể

với giá nhà ở.

Thị trường bất động sản cầm cố dân sinh tại Hoa Kỳ vào năm 2000 có qui mô khoảng 6,2 nghìn tỷ đô-la và phát triển ngày một phức tạp. Giai đoạn 1995-2000 ghi nhận vận hành hiệu quả và lành mạnh của thị trường bất động sản cầm cố Hoa Kỳ. Rủi ro tài sản cầm cố được phân bổ rộng khắp các công ty bảo hiểm tài sản cầm cố, người sở hữu các chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản cầm cố, và những người cho vay theo danh mục. Mặc dù vậy, vẫn tồn tại những lo ngại về năng lực đa dạng hóa danh mục đầu tư của những người nắm giữ tài sản cầm cố, rủi ro của thị trường phòng hộ, và mức rủi ro ngày một cao hơn của thị trường nợ dưới chuẩn (chùng 5 năm sau, mối lo ngại này đã trở thành một cuộc khủng hoảng tài chính thực sự).

Trong khi đó, giá trị cộng gộp của thị trường bất động sản thương mại vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao. Bản chất biến động nhanh chóng của nhóm hàng hóa này trên thị trường bất

động sản khiến chúng dễ bị tổn thương trong các thời kỳ sụt giảm của thị trường. Tuy nhiên, thiệt hại với các bất động sản thương mại có thể được giảm bớt dựa trên cơ sở: tốc độ chậm tương đối của các hoạt động xây dựng, cơ chế sở hữu được đa dạng và phân bổ tốt về cấu trúc vốn đầu tư. Những quan sát trên thị trường này cũng chỉ ra rằng các khoản thua lỗ tiềm năng có một tỷ lệ nhỏ tương đối so với mức tăng qui mô vốn hóa của thị trường chứng khoán, thời kỳ từ 1995 đến 2000.

Kết quả nghiên cứu của K. E. Case cũng cho thấy tăng giá nhà ở, tăng tiền thuê nhà (giá thực) và phân khu thu nhập thấp (trong phân bố thu nhập của nền kinh tế) là các tác nhân đáng kể nói rộng khoảng cách thu nhập thực tế giữa nhóm người sở hữu bất động sản và những người thuê sử dụng.

Một câu hỏi quan trọng khác, chưa được Case giải quyết, đó là, sức khỏe của thị trường bất động sản và tài sản cầm cố có thể có tác động thế nào, trực tiếp và gián

Thị trường nhà ở toàn cầu lo ngại lãi suất tăng

Ông Dato Alan_ Tong, Chủ tịch Ban Thư ký FIABCI khu vực châu Á - Thái Bình Dương kiêm Chủ tịch FIABCI thế giới 2005-06, nhận định hiện nay đối với bộ phận dân cư có thu nhập thấp, một trong những mối quan tâm chính của họ là làm thế nào có được một căn nhà để ở, đặc biệt là khi lạm phát đang đẩy giá lên quá cao. “Tôi biết VN cũng đang đối diện với vấn đề này.”

Thị trường nhà ở của Úc cũng không ngoại lệ. Tính đến tháng 9-2007, giá nhà ở tăng đều đặn, với mức tăng khoảng 3,4% tại Sydney và Perth cho đến 16,2% tại Brisbane. Lãi suất tăng cao nên hoạt động giao dịch và khả năng thanh toán sụt giảm dẫn đến việc nhiều người sở hữu nhà đang tái đầu tư nhà ở của họ để cho thuê. Giá cho thuê vì thế có khuynh hướng tăng lên. Trong tình huống người thuê phải tìm kiếm lựa chọn thanh toán ở mức thấp hơn, thì mức cầu mới sẽ tiếp tục đẩy thị trường phân khúc dưới tăng giá. Đây là vấn đề mà thị trường Việt Nam cũng sẽ gặp phải trong thời kỳ trung hạn.

tiếp, tới những vận động của thị trường chứng khoán (TTCK). Nếu một quan hệ chặt chẽ được kiểm chứng thì một sự sụt giảm mạnh trên TTCK sẽ khai hỏa những khoản thiệt hại trầm trọng với bất động sản và tài sản cầm cố.

Đề cập tới chủ đề này, Edward L. Glaeser (2000) cho rằng không giống như chứng

khoán, bất động sản, đặc biệt là nhà ở, vừa là tài sản vừa là tiêu dùng thiết yếu. Đặt giả thiết rằng người ta không có bất kỳ kế hoạch nào về việc thay đổi chỗ ở và cộng đồng đang sinh sống, thì các biến động giá bất động sản có tác động hầu như không đáng kể tới lợi ích ròng của cá nhân. Khi giá bất động sản tăng lên gấp đôi có thể thấy gia tài cũng tăng lên gấp đôi. Nhưng đồng thời, cũng xuất hiện một hiệu ứng ngược chiều. Đó là chi phí để sống trong ngôi nhà cũng đã tăng lên một khoản tương ứng. Giá nhà tăng chỉ mang lại cảm giác về sự giàu có hơn. Trên thực tế, do người sở hữu nhà vẫn cần tiếp tục sinh sống tại đó nên họ không hề giàu lên. Và bởi giá nhà chiếm một tỷ trọng đáng kể trong chi phí sinh hoạt, không thể xem xét biến động giá nhà ở, rộng hơn là giá bất động sản, cùng cách với các thay đổi giá trị của danh mục đầu tư trên TTCK.

Cách tiếp cận kinh tế cổ điển gợi ý rằng độ thỏa dụng cá nhân tăng lên không chỉ trong trường hợp giá bất động sản tăng mà cả khi giá giảm nữa. Lập luận này cho rằng dù giá tăng hay giảm thì người sở hữu bất động sản vẫn có thể sử dụng tài sản đó. Đây là điểm khác biệt rất rõ ràng với nhiều loại tài sản tài chính. Khi giá bất động sản đi xuống, người nắm giữ nó có điều kiện để sử dụng cùng một tài sản với chi phí thấp hơn, và do đó, có độ thỏa dụng cao hơn. Trong trường hợp giá tăng, đáng lý ra người sở hữu phải trả thêm chi phí để sử dụng bất động sản nhưng điều này hiếm khi xảy ra, và như thế, độ thỏa dụng của họ cũng tăng lên. Tuy nhiên, lợi ích có được từ việc sử dụng bất động sản đang tăng giá thường không đáng kể gì so với khoản tiền mặt mà người sở hữu bất động sản có thể nhận thêm khi chuyển nhượng tài sản trong giai đoạn cao giá. Người sở hữu bất động sản, có lẽ, thực sự ghi nhận gia tăng lợi ích từ việc tăng giá bất động sản thông qua khả năng tối ưu lại nhu cầu tiêu dùng bất động sản của chính họ tại các mức giá khác nhau. Tăng giá trên thị trường chứng khoán không có tính chất này.

Mức độ vay nợ trong cơ cấu nguồn vốn hình thành sở hữu bất động sản quyết định mức độ thể hiện rõ ràng tới đâu các hiệu ứng trên. Tỷ lệ nợ càng cao thì các tác động càng mạnh và hệ thống ngân hàng là cầu nối giữa vận động của giá bất động sản với các biến động của chỉ số kinh tế vĩ mô. Phần đông các ngân hàng thương mại đều có danh mục bất động sản trong đó các khoản cho vay có thể chấp (bằng bất động sản) thường chiếm tỷ trọng cao. Có một thực tế được chấp nhận phổ biến như một quan điểm ước lệ (dù rằng có thể không hoàn toàn đúng) rằng các cuộc khủng hoảng ngân hàng luôn kết nối tới việc cho vay quá nhiều vào thị trường bất động sản. Xin lưu ý rằng bất động sản chứ không phải chứng khoán hay ngoại hối. Khả năng chứng khoán hóa các bất động sản cầm cố và thế chấp, giúp các ngân hàng xử lý tốt hơn rất nhiều vấn đề này.

Một hình thức khủng hoảng ngân hàng phổ biến khác có nguồn gốc từ việc tăng lãi suất. Lãi suất cao hơn thực sự tạo ra biến cố tại các ngân hàng do phần nhiều tài sản thế chấp và cầm cố có tính chất dài hạn và lãi suất không đổi, trong khi đó, các nguồn vốn của ngân hàng (các khoản huy động vốn như tiền gửi, tiền tiết kiệm) lại có tính ngắn hạn và có lãi suất điều chỉnh. Với nhiều tài sản cầm cố được chứng khoán hóa hơn, sự sai lệch này được giảm nhẹ và thậm chí là biến mất. Các ngân hàng thương mại trở lại chính xác với vai trò một người trung gian trên thị trường tài chính.

1.3. Bất động sản trong các cuộc khủng hoảng tài chính

Hoạt động kinh doanh bất động sản trong khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998 có vai trò khác nhau ở mỗi quốc gia. Vấn đề và giải pháp đối phó với khủng hoảng ở mỗi nước cũng rất khác nhau.

Tại bốn nền kinh tế- Hàn Quốc, Đài Loan, Hồng Kông và Thượng Hải- bất động sản không gây ra nhiều vấn đề do bong bóng chưa được hình thành. Tại Hàn Quốc, các ngân hàng bị cấm thực hiện các khoản vay dành cho dự án phát triển bất động sản. Khu vực này, trên thực tế, đã suy giảm ngay trước thời kỳ khủng hoảng. Do vậy, khi các rắc rối tài chính nảy sinh, quả bóng bất động sản không thực sự căng. Gốc rễ của khủng hoảng 1997-1998 tại Hàn Quốc là hệ thống tín dụng đặc thù dành cho các tập đoàn của quốc gia khổng lồ này.

Ở Đài Loan, trong suốt thời kỳ khủng hoảng, nhà đất lên giá và sau đó ổn định trở lại. Giá bất động sản không hề sụt giảm như tại nhiều nền kinh tế châu Á khác. Điều này có được một phần nhờ vào thành công của chính phủ trong việc điều hành hệ thống tài chính. Với tỷ lệ huy động nợ thấp, bong bóng tín dụng đã không xuất hiện.

Giá bất động tại Hồng Kông có suy giảm nhưng chỉ tạo ra tác động khiêm tốn với phần còn lại của nền kinh tế. Trong trường hợp Thượng Hải, số khu văn phòng được xây dựng là quá nhiều nhưng nền kinh tế mạnh tại đây đã giúp mức giá không bị sụp đổ.

Tại ba nền kinh tế châu Á khác, thị trường bất động sản thực sự đã đổ vỡ và làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng tài chính. Giai đoạn 1984-91, Nhật Bản chứng kiến giá bất động sản tăng lên nhanh chóng bắt nguồn từ tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao và khan hiếm đất đai. Chất lượng thấp của các khoản vay bảo lãnh dành cho những dự án bất động sản dân sinh và thương mại đóng vai trò quan trọng trong quá trình sụt giá. Tình hình càng xấu hơn với việc cho phép ghi nhận giá thị trường của bất động sản trong dự trữ của ngân hàng thương mại. Tỷ lệ huy động vốn cao đồng nghĩa với việc suy giảm nhỏ của giá trị bất động sản cũng đủ tạo ra tác động suy giảm đáng kể dự trữ ngân hàng. Thậm chí, tại một số ngân hàng, điều này còn khiến phần vốn chủ sở hữu bị âm. Do việc lập kế hoạch cho vay dài hạn và năng lực quản lý tín dụng không đáp ứng được quy mô kinh doanh, cộng với sự xuống dốc của thị trường bất động sản, tổng số nợ khê đọng của 7 ngân hàng tín thác bất động sản lớn nhất Nhật Bản (*jusen*) đã đạt kỷ lục là 685 tỷ yên (6,3 tỷ đô-la Mỹ). Để giải quyết gánh nặng này nền tài chính Nhật đã cần một sự hỗ trợ vĩ mô khoảng 900 tỷ yên (8,3 tỷ đô-la Mỹ) để có thể cải thiện được chỉ số cân bằng vốn (Vương Quân Hoàng, 1996).

Tại Indonesia, sụp đổ bất động sản cộng hưởng với sụp đổ tiền tệ. Do rất nhiều bất động sản được bán bằng đồng đô-la Mỹ, giá trị bất động sản giảm theo tốc độ mất giá nhanh chóng của đồng rupiah. Cùng lúc đó, tỷ giá sụt giảm, tương ứng với việc các khoản nợ bằng đô-la Mỹ trở nên đắt hơn rất nhiều và các con nợ vô cùng khó khăn trong việc thanh toán.

Trong trường hợp của Thái Lan, sụp đổ đồng nội tệ cộng hưởng với suy giảm bất động

sản. Đầu tư nước ngoài (đặc biệt từ Nhật Bản) vội vã rời bỏ thị trường và tạo nên áp lực tiền tệ mạnh mẽ. Thái Lan đã có khả năng hồi phục nhanh hơn các quốc gia khác nhờ biện pháp tịch biên và bán các tài sản thế chấp là bất động sản. Mặc dù các giao dịch này khiến chính phủ Thái Lan phải gánh những khoản lỗ không nhỏ, nhưng chúng nhanh chóng giúp khôi phục tính thanh khoản cho hệ thống tài chính. Thái Lan quay lại mức tăng trưởng vững chắc vào năm 1999, dẫn đầu trong nhóm các nước chịu thiệt hại của khủng hoảng tài chính 1997-98.

Bên ngoài khu vực châu Á, có thể xét thêm khủng hoảng nợ và tiết kiệm (S&L) tại Mỹ trong thập kỷ 1980 có nguyên nhân từ các khoản vay được định giá thấp và chứa nhiều rủi ro ẩn. Các khoản vay nợ và tiết kiệm bất động sản không nhận được yêu cầu ghi giảm theo giá thị trường hiện tại. Bởi vậy, nhiều khoản nợ xấu đã không được ghi nhận cho tới khi mất hoàn toàn khả năng trả nợ.

Người gửi tiền và các bên liên quan khác không có nhiều động lực để tìm hiểu rõ về các khoản cho vay và tiết kiệm hay yêu cầu mức lãi suất cao hơn với những khoản tín dụng này, dẫn tới nhiều món vay có rủi ro cao, bởi chính phủ đã bảo lãnh cho các khoản này. Người gửi tiền biết rõ rằng tiền của họ an toàn bất chấp tình hình tài chính của các hoạt động tín dụng. Điều này hình thành một tâm lý nguy hiểm. Những người thực hiện tín dụng tìm được động lực để cho phép thực hiện các khoản vay và trả góp bất động sản có rủi ro cao, tất nhiên, mang lại lợi nhuận cao. Nếu khoản tín dụng rủi ro trở thành nợ xấu, phần lỗ sẽ nhận được bảo lãnh từ chính phủ. Nếu không thế, mức lợi nhuận cao sẽ biến thành khoản thu hấp dẫn với các tổ chức cho vay. Sau khi khủng hoảng xảy ra, Resolution Trust Corporation (RTC) đã mua các khoản nợ khó đòi, thực hiện nghiệp vụ chứng khoán hóa với các sản phẩm chứng khoán được đảm bảo bởi tài sản cầm cố và bán lại cho các nhà đầu tư. Trong quá trình này, RTC đã phải chịu nhiều khoản lỗ lớn.

1.4. Vấn đề định giá thấp các khoản tín dụng bất động sản

Các nhà nghiên cứu Richard Green (George Washington University), Roberto S. Mariano (Singapore Management University), Andrey Palov (University of Pennsylvania và Simon Fraser University), và Susan Wachter (Wharton School) (Richard Green et al., 2007) đã cùng nhau phát triển một mô hình xem xét việc ngân hàng định giá các khoản cho vay bất động sản dưới mức thị trường, đặc biệt vào những giai đoạn kinh tế tăng trưởng mạnh. Các số liệu thống kê đều phù hợp với mô hình và chỉ rõ trong giai đoạn tăng trưởng bùng nổ, chỉ ngay trước khi giá bất động sản sụp đổ, rủi ro cho vay tăng vọt. Tuy thế, lãi suất cho vay lại không tăng kịp với tốc độ tăng rủi ro, vì vậy, mà có chuyện định giá thấp các khoản tín dụng bất động sản. Hiện tượng này được miêu tả là "*quan hệ nghịch giữa thay đổi diện cho vay và lợi tức từ tài sản trước khủng hoảng.*"

Hiển nhiên, có thể giải thích rằng người cho vay không thể dự báo trước sự sụp đổ sắp xảy ra. Cũng giống như những người khác, họ bị rơi vào trạng thái tâm lý hưng phấn của nền kinh tế bùng nổ và không kịp nhận thấy giá trị ngày một leo cao của bất động sản đang tạo ra rủi ro cho vay lớn hơn. Và thế là, họ cũng không nhận thấy mức lãi suất đang

áp dụng là quá thấp. Một kết luận quan trọng từ công trình nghiên cứu của nhóm giáo sư: nhân tố cơ bản giải thích lý do tại sao ngân hàng đánh giá thấp rủi ro của các khoản tín dụng bất động sản thường có một kết cục bi thảm chính là các cổ đông của ngân hàng không có khả năng nhận diện kết cục đó một cách đầy đủ, chính xác, và đúng lúc.

Trong rất nhiều tình huống, việc sử dụng các sản phẩm chứng khoán được đảm bảo bởi tài sản thế chấp có thể được áp dụng, và nhờ đó, năng lực dự báo khủng hoảng được tăng cường, cũng như dẫn tới việc định giá chính xác các tài sản và mức độ rủi ro. Việc định giá sai càng trở nên tồi tệ hơn khi ngân hàng tìm cách che giấu các khoản thua lỗ bằng các nghiệp vụ kế toán và cách thức ghi nhận thua lỗ trong kinh doanh. Với mô hình của mình, nhóm giáo sư này giả định rằng “với việc chứng khoán hóa các khoản tín dụng bất động sản, ngân hàng không thể cất giấu các khoản thua lỗ và cả khu vực ngân hàng và bất động sản đều được bảo vệ.” Điều này xảy ra nhờ người mua và thị trường có đầy đủ thông tin về chất lượng các khoản tín dụng trong danh mục tài sản được chứng khoán hóa.

Lợi ích lớn nhất từ việc chứng khoán hóa các khoản tín dụng bất động sản là giao dịch được thực hiện dựa trên thông tin đầy đủ và tính minh bạch cao được hình thành một cách tự nhiên trong nền kinh tế. Việc quan sát kỹ lưỡng và cân trọng các số liệu thống kê không quá khó khăn hay phức tạp và, trong nhiều trường hợp, rất hữu ích để nhận diện những sai lầm đang diễn ra trên thị trường. Thông thường, đó là những lầm lẫn đáng kể trong đánh giá mức độ rủi ro với thị trường bất động sản.

1.5. Vay mua nhà ở dưới chuẩn tại Hoa Kỳ

Các khoản vay mua nhà ở dưới chuẩn tại Hoa Kỳ là nguồn số liệu cập nhật nhất về chứng khoán hóa tín dụng nhà ở. Sau khi chứng kiến những hậu quả nghiêm trọng mà chương trình này tạo ra với nền kinh tế Mỹ, rồi tiếp tục lây lan nhanh chóng sang các nền kinh tế toàn cầu, có thể đưa ra lập luận rằng việc định giá sẽ chính xác hơn nếu các khoản vay này không bị nằm kẹt tại danh mục tín dụng của ngân hàng.

Các khoản nợ do tín dụng bất động sản xáo trộn thực sự là nỗi lo. Nền kinh tế Hoa Kỳ phụ thuộc rất nhiều vào sức mua và mức độ ổn định của tín dụng bất động sản, một phần chi tiêu lớn và thiết yếu của dân cư. Vấn đề nằm ở chỗ người mua bất động sản bằng tín dụng dưới chuẩn phần đông có thu nhập thấp. Hỗ trợ trực tiếp nhất là tín dụng bậc cao với lãi suất thấp, ổn định. Thứ này luôn khó kiếm! Hệ quả quan sát được là FED (Cục dự trữ liên bang Mỹ) liên tiếp phải đưa ra quyết định cắt giảm mức lãi suất cơ bản (Vương Quân Hoàng *et al.*, 2008). Thực tế buồn là những nỗ lực của Fed và cả Nhà Trắng vẫn chưa đảm bảo chắc chắn cho sự hồi phục nền kinh tế Mỹ, ít nhất là cho tới thời điểm

Nợ dưới chuẩn là một dạng cho vay thế chấp được thực hiện đối với người vay có xếp hạng tín dụng thấp. Do người vay có xếp hạng tín dụng dưới tiêu chuẩn, nên họ không được vay những khoản vay thông thường. Việc này cũng dễ hiểu bởi vì bên cho vay cho rằng bên đi vay có rủi ro vỡ nợ cao hơn mức trung bình. Những tổ chức cho vay thường yêu cầu mức lãi suất cao hơn thông thường để bù lại việc họ phải gánh rủi ro cao hơn.

tháng 3/2008.

Trong nhiều tháng, nguồn lợi từ các quyết định cho vay mua nhà dưới chuẩn với hình thức các nghĩa vụ nợ có thể chấp (*Collateralised Debt Obligations* - CDOs) sụt giảm nghiêm trọng do tình trạng vỡ nợ và buộc phải tịch thu tài sản thế chấp tăng cao vượt mức dự báo. Các khoản nợ bỗng chốc có giá thấp hơn rất nhiều do rủi ro thực tế đã vượt xa mức tính toán ban đầu. Không chỉ vậy, giá trị của các CDOs trở nên mơ hồ. Chỉ tới khi bán được các nghĩa vụ nợ này trên thị trường, người ta mới có thể biết chắc giá trị thực của chúng.

Điển hình của nỗ lực nhằm giảm bớt áp lực phải bán đi các CDOs là trường hợp của hai quỹ phòng hộ do Bear Sterns điều hành: Enhanced Leverage và Credit Strategies. Hai quỹ này đã từ chối yêu cầu bán đi nghĩa vụ nợ thế chấp từ Merrill Lynch trong tháng 6/2008. Hành động này có lẽ đã khởi động cho một quá trình điều chỉnh rộng khắp mức giá của các sản phẩm chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp, dẫn tới thua lỗ và yêu cầu tăng đặt cọc tại các quỹ phòng hộ.

Khi không có tình huống vỡ nợ, định giá các khoản nợ có tài sản thế chấp càng trở nên khó khăn hơn. Tháng 4/2007, Bear Stern đã ghi giảm giá trị của quỹ Enhanced Leverage 6,75%. Hai tuần sau, quỹ này đã buộc phải xác định khoản lỗ 18% mặc dù không hề có những thay đổi đáng kể nào trong thời gian đó. Chính điều này đã dấy lên nhiều tranh cãi quanh việc chứng khoán hóa các khoản tín dụng có thực sự khiến việc định giá chính xác các tài sản rủi ro trở nên dễ dàng hơn hay không. Và chủ đề này vẫn đang tiếp tục được bàn cãi. Dải dự báo vẫn rất rộng bởi xác định chuẩn xác giá trị các khoản nợ có thể chấp tại các mức rủi ro khác nhau thực sự là một công việc rất phức tạp.

Bất ổn là đặc tính sắc bén nhất của các khoản vốn sở hữu rủi ro cao đối với các nghĩa vụ nợ có thể chấp, thường được gọi là “chất độc hóa học.” (Khi các khoản nợ có độ rủi ro rất cao, chúng thường được xem như khoản vốn chủ sở hữu.) Bài học từ CDOs và vay dưới chuẩn cho thấy, chứng khoán hóa không đảm bảo thông tin hoàn hảo về các khoản thua lỗ tín dụng.

Tuy nhiên, chứng khoán hóa tài sản thế chấp có khả năng khai thác các tài sản thế chấp chuẩn hóa, góp phần cải thiện tính thanh khoản và mang lại khả năng định giá tốt hơn. Rủi ro được đánh giá thông qua chứng khoán hóa tốt hơn so với việc chỉ dựa vào thẩm định của cơ quan có thẩm quyền và các cổ đông của ngân hàng. Cơ quan chức năng vẫn là những người ngoài cuộc và khó lòng quan sát chuẩn xác rủi ro trong các hoạt động cho vay của ngân hàng. Hơn nữa, các bằng chứng thực nghiệm từ khủng hoảng tài chính châu Á cũng cho thấy sở hữu nhà nước tại các ngân hàng thương mại không có nhiều tác động tới việc ngăn chặn các khoản vay có độ rủi ro cao và được xác định dưới giá trị.

2. Mô hình quan hệ giữa các thị trường bất động sản-vốn-tiền tệ

2.1. Quan điểm về các nhân tố tác động và quan hệ ảnh hưởng

Theo Robert Gordon, xem xét vận động của thị trường bất động sản trong các khoảng

thời gian đủ dài từ 20 đến 50 năm sẽ mang lại nhiều kiến giải quý báu và có chuẩn xác hơn việc chỉ xem xét trong từng giai đoạn ngắn. Chính sách thuế bất động sản được điều chỉnh vào năm 1986 tại Hoa Kỳ đã có tác động quan trọng tới thị trường bất động sản. Nhưng các điều chỉnh trước đó và cơ chế thả lỏng tài chính cũng đóng góp hiệu ứng tương tự. Lạm phát cao về giá nhà ở tại Hoa Kỳ trong thập kỷ 1970 đã bắt nguồn từ các vấn đề tài chính nghiêm trọng của những người đi vay mua nhà và/hoặc đầu tư cho bất động sản. Việc cho phép mua bán các tài sản cầm cố-thế chấp và các khoản tín dụng nhà ở cùng lúc tạo tính thanh khoản, gia tăng cạnh tranh và đem lại nhiều lựa chọn hơn cho những người đang sở hữu hoặc mong muốn sẽ sở hữu bất động sản.

Henry Aaron quan sát được rằng trong thập kỷ 1970, quan hệ tương tác giữa lạm phát cao và hệ thống thuế đã mang lại nhiều lợi ích cho những người sở hữu nhà ở: phần giá trị danh nghĩa tăng lên của nhà ở và lãi suất trả nợ cầm cố tài sản đều được miễn thuế. Nhờ vậy, giá nhà ở càng tăng lên nhanh chóng và giá trị bất động sản được nhân lên nhiều lần. Theo thống kê của Aaron, trong thập kỷ 1970 tại Hoa Kỳ, phần tài sản tăng lên trên thị trường bất động sản lớn hơn nhiều so với khoản tương tự trên thị trường chứng khoán.

Xu hướng tiêu dùng cận biên (Marginal Propensity to Consume-MPC) của Hoa Kỳ trong giai đoạn 1996-2000 được Alan Greenspan ước lượng là khoảng 5% (với mỗi 100 đồng thu nhập tăng thêm, sẽ có 5 đồng được sử dụng cho mục đích tiêu dùng). Con số này được nhiều nhà phân tích và nghiên cứu sử dụng.

George Mankiw thì đề xuất mức MPC 0%. Lý do là vì phần của cải tăng thêm từ giá bất động sản cao hơn và mức chi phí nhà ở lớn hơn sẽ triệt tiêu nhau. Robert Hall cũng quan sát giai đoạn này và cho rằng khả năng tiêu dùng của những người chủ sở hữu bất động sản xoay quanh nguồn lực sẵn có và không chịu tác động của việc gia tăng giá trị tài sản hay thu nhập.

Mark Gertler trong một nghiên cứu về Ngân hàng Anh quốc (Bank of England) đã chứng minh được với số liệu thống kê, quan hệ đồng biến giữa biến động giá nhà ở với số dư vay nợ với mục đích bất động sản. Khi quan sát các nền kinh tế Hồng Kông và Nhật Bản, Shang-Jin Wei cũng nhận thấy các khoản vay dựa trên giá trị bất động sản là nguồn chủ yếu tạo ra mở rộng tín dụng và các món vay cũng phục vụ chủ yếu cho mục đích kinh doanh chứ không phải tiêu dùng bất động sản. George Akerlof cho rằng giá trị dương của MPC là hoàn toàn hiểu được khi xem xét mối liên hệ với hoạt động xây dựng dân dụng. Với chi phí xây dựng được xác định bằng tổng chi phí thay thế và chi phí cải thiện ngôi nhà, giá trị thị trường cao hơn của nhà ở hiện tại sẽ khuyến khích việc xây dựng mới hoặc nâng cấp nhà ở. Matthew Shapiro nhấn mạnh rằng thậm chí ngay trong tình huống bất động sản không phải là nguồn gốc của các xáo trộn kinh tế, lĩnh vực này vẫn góp phần cổ vũ tích cực cho tác động có nguồn gốc từ các khu vực kinh tế khác. Giả sử giá cổ phiếu bất động sản suy giảm do sự suy giảm chung của thị trường chứng khoán. Khi đó, điều chỉnh giảm của giá cổ phiếu bất động sản sẽ làm trầm trọng thêm mức độ giảm sút trong ngành xây dựng.

Michael Palmer (1968) khảo sát các nhân tố tác động tới biến động cho vay bất động sản dân sinh thông qua việc xem xét bảng cân đối kế toán của tất cả các ngân hàng thương mại tham gia chương trình bảo hiểm của Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) trong 12 năm từ 1953 đến 1965. Việc phân tích định tính và kiểm nghiệm bằng mô hình thống kê với số liệu tập hợp được cho phép Palmer đưa ra một số kết luận có ý nghĩa:

- **Về cấu trúc nợ của ngân hàng thương mại.** Các ngân hàng thương mại sử dụng phương pháp tiếp cận phân bổ tài sản để tài trợ các khoản tín dụng bất động sản dân sinh. Về cơ bản, phương pháp phân bổ tài sản đảm bảo sao cho tài sản và nguồn vốn của ngân hàng luôn phù hợp với nhau. Các nguồn dài hạn được sử dụng để mua các tài sản dài hạn. Do tiền gửi có kỳ hạn được công nhận phổ biến như một nguồn dài hạn và các khoản vay bất động sản dân sinh là những khoản đầu tư dài hạn, hai yếu tố này được kỳ vọng có quan hệ đồng biến.
- **Cấu trúc hoạt động ngân hàng địa phương.** Các ngân hàng hoạt động với hình thức chi nhánh có xu hướng thực hiện nhiều khoản tín dụng bán lẻ hơn các đơn vị độc lập. Nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ được đặc trưng bởi chức năng cho vay hướng vào nhu cầu của các cá nhân.
- **Thu nhập khả dụng hiện tại.** Tiêu dùng cho nhà ở và bất động sản có độ co giãn dương. Mức thu nhập bình quân đầu người cao hơn gắn liền với mức cầu lớn hơn về tín dụng bất động sản dân sinh tại các ngân hàng thương mại.
- **Chi phí tín dụng cầm cố.** Những người mua nhà nhạy cảm với chi phí tín dụng cầm cố. Trong tập hợp các điều khoản tín dụng như thời hạn, lãi suất, chiết khấu thanh toán... các qui định liên quan tới thế chấp và cầm cố tài sản nhận được quan tâm nhiều nhất của người vay.

Các yếu tố vừa xét của Palmer có tầm quan trọng không thể bỏ qua. Thậm chí ngay cả khi chưa chắc việc kiểm định mô hình với các biến trên có xác định được quan hệ tương quan với các mức ý nghĩa thống kê, hay quan hệ kinh tế đủ tốt đi chăng nữa, thì việc khảo sát các số liệu đó với từng cặp đã rất có ý nghĩa với hiểu biết của xã hội.

Vấn đề ở chỗ, những dữ kiện này chắc chắn là thách thức nếu cần khảo sát tại hệ thống giao dịch thương mại của Việt Nam.

2.2. Mô hình định lượng tham khảo

Nhiều mô hình khác nhau được các nhà nghiên cứu và phân tích phát triển và vận dụng để khảo sát ảnh hưởng và tác động qua lại giữa các hoạt động trên thị trường bất động, ngân hàng-tiền tệ và thị trường chứng khoán. Chúng tôi nỗ lực tập hợp, chọn lọc và giới thiệu mô hình mà việc điều chỉnh và vận dụng cho điều kiện kinh tế Việt Nam là khả thi.

2.2.1. Mô hình của Michael Palmer

Sử dụng lại mô hình của Michael Palmer cần lưu ý tới biến động về thời gian cùng với sự xuất hiện, cũng như mất đi của các biến giải thích. Phân tích tương quan sẽ có ý nghĩa chỉ khi các điều kiện cơ sở cho mỗi quan hệ giữa các biến số tiếp tục được duy trì và có thể

quan sát. Phát triển của thị trường tài chính và xuất hiện của các công cụ tài chính mới gợi ý sẽ có những biến số bổ sung. Tuy nhiên, khi xem xét tương đối về mức độ phát triển thị trường tài chính Hoa Kỳ và Việt Nam, một mô hình rõ ràng với cách thức đo lường định lượng cụ thể như của Palmer là rất đáng giá.

Michael Palmer sử dụng phương pháp phân tích tương quan bội để ước lượng mối quan hệ giữa các khoản vay bất động sản dân sinh- đo lường bằng đơn vị phần trăm tổng tài sản sinh lợi của ngân hàng với bảy biến giải thích. Các biến giải thích liên quan tới cung và cầu tín dụng bất động sản dân sinh gồm:

- (1) Tăng trưởng dân số trưởng thành
- (2) Thu nhập cá nhân khả dụng hiện tại
- (3) Chi phí tín dụng cầm cố
- (4) Số dư các khoản vay dành cho doanh nghiệp tại ngân hàng
- (5) Cạnh tranh của các tổ chức tài chính phi ngân hàng có xu hướng cung cấp tín dụng cho hoạt động bất động sản dân sinh
- (6) Cấu trúc của hoạt động ngân hàng (ngân hàng chi nhánh và ngân hàng độc lập)
- (7) Cấu trúc nợ (nguồn vốn) của ngân hàng thương mại.

Các thủ tục thống kê bao gồm việc tính toán hệ số tương quan gộp của các nhân tố và hệ số tương quan riêng với mỗi biến giải thích.

2.2.2. Mô hình của Richard Green, Robert Mariano, Andrey Pavlov và Susan Wachter

Nhóm giáo sư Richard Green (George Washington University), Roberto S. Mariano (Singapore Management University), Andrey Palov (University of Pennsylvania và Simon Fraser University), và Susan Wachter (Wharton School) đã cùng nhau xây dựng mô hình để trình bày hoạt động và hành vi của các tác nhân liên quan tới quá trình ra quyết định tài trợ tín dụng bất động sản dưới giá trị của ngân hàng nhưng vẫn có thể tránh được các khoản thua lỗ lớn do các cú sốc suy giảm cầu bất động sản.

Mô hình được xây dựng bắt đầu với một người phát triển tài sản bất động sản đầu giá được đất trong giai đoạn 1 và cung cấp bất động sản đã phát triển trong giai đoạn 2. Những người phát triển bất động sản như vậy phải đối mặt với đường cung dốc lên của đất đai trong giai đoạn 1 và đường cầu bất động sản dốc xuống trong giai đoạn 2. Họ biết các tham số của hàm cầu và lựa chọn mức độ phát triển tối ưu trong giai đoạn 1.

Tính bất định của mô hình được thể hiện bằng hệ số cắt của hàm cầu bất động sản trong giai đoạn và giả định rằng có thể nhận một trong ba giá trị: cao (H), thấp (L) và thảm họa (D) với các mức xác suất tương ứng là \tilde{O}_H , \tilde{O}_L , \tilde{O}_D .

Có hai dạng người phát triển bất động sản: an toàn và rủi ro, với các đặc tính hoàn toàn giống nhau ngoại trừ việc nhóm an toàn chỉ phá sản trong trường hợp thảm họa (D) còn nhóm rủi ro phá sản trong các trường hợp thấp (L) và thảm họa (D).

Người cho vay có thể xác định chính xác người phát triển đang tiếp cận nguồn tín dụng

thuộc vào nhóm nào (an toàn hay rủi ro) và trên cơ sở đó xác định mức giá của khoản vay bất động sản. Nếu người cho vay xác định giá đúng, các khoản vay sẽ có mức lợi nhuận kỳ vọng bằng 0 và hoạt động cho vay không có bất kỳ tác động nào tới quá trình định giá hay phát triển bất động sản là đối tượng của khoản tín dụng.

Để giành thị phần (và nhận được nhiều phí ngắn hạn hơn), người cho vay có thể định giá thấp một số khoản vay qua việc cho những người phát triển ở nhóm rủi ro sử dụng nguồn tín dụng ở mức lãi suất dành cho nhóm an toàn. Nếu điều này xảy ra, những người vay rủi ro cao đã được hưởng lợi từ nguồn tín dụng rẻ, do vậy, có xu hướng đặt giá đất cao hơn trong giai đoạn 1 và phát triển quá nhiều bất động sản. Kết quả là giá bất động sản trong giai đoạn 2 sẽ giảm đi (do cung lớn hơn và cầu không tăng), người cho vay có mức lợi nhuận kỳ vọng âm, nhóm phát triển an toàn có lợi nhuận kỳ vọng âm và nhóm phát triển rủi ro có kỳ vọng bằng 0.

Mô hình còn tiếp tục được phát triển để xem xét lợi nhuận của những người cho vay và khả năng che giấu các khoản thua lỗ nhỏ của họ nhờ việc cung cấp tín dụng cho các lĩnh vực khác ngoài bất động sản. Nếu như vậy, người cho vay sẽ tiếp tục thực hiện các khoản tín dụng giá rẻ cho nhóm phát triển rủi ro và hưởng trọn những kết cục xấu nhất có thể xảy ra.

3. Sự liên thông bất động sản-vốn-tiền tệ

2007 là năm sôi động với nền kinh tế Việt Nam. Các thị trường trọng yếu, tập trung nhiều nguồn lực và thu hút sự chú ý của công chúng: bất động sản, vốn, tiền tệ không phải ngoại lệ. Nhiều dấu hiệu thể hiện quan hệ liên thông tương tác mạnh giữa các thị trường này được ghi nhận từ thực tế vận động và các sự kiện kinh tế.

3.1. Tương tác giữa bất động sản và chứng khoán

Bất động sản gần như mỗi quan tâm thường trực của cá nhân mỗi khi tiềm lực tài chính được cải thiện hoặc vào lúc cần sắp xếp lại cơ cấu tài sản nắm giữ. Đặc tính này càng thể hiện rõ hơn khi nền kinh tế Việt Nam có những bước tiến tích cực, của cải tích lũy của người dân nhiều hơn. Ngay trong thập kỷ 1990, đã có thể ghi nhận việc xã hội xem bất động sản như một phương tiện lưu trữ giá trị ưu thích bên cạnh vàng và ngoại tệ mạnh (phổ biến là đô-la Mỹ). Xu hướng tăng giá bất động sản cũng là động lực quan trọng khiến thị trường này ngày một sôi động và lấn át các hình thức đầu tư và tiết kiệm truyền thống.

Ra đời từ giữa năm 2000, thị trường chứng khoán mang lại một phương thức mới để sử dụng nguồn vốn thặng dư trong xã hội, không chỉ lưu trữ giá trị mà còn có khả năng mang lại nguồn lợi đáng kể trong thời gian ngắn. Trong khoảng 6 năm hoạt động đầu tiên, thị trường này không nhận được nhiều sự quan tâm của các tác nhân trong nền kinh tế. Tuy nhiên, với sự thăng hoa của thị trường chứng khoán từ nửa cuối 2006 và trong năm 2007, đầu tư trên thị trường chứng khoán thực sự trở thành lựa chọn luôn được đưa ra cân nhắc cùng với bất động sản. Thậm chí, tại nhiều thời điểm cao trào, tập trung tài lực cho kinh doanh chứng khoán còn là lý do để rời bỏ tài sản nhà đất đang nắm giữ (đặc

biệt với các quyết định cá nhân).

Quý 1/2007 ghi nhận mức cầu bắt động sản tăng vọt của những nhà đầu tư thắng lợi trên mặt trận chứng khoán. Lượng tiền mặt thu được từ các khoản lợi nhuận đầu tư chứng khoán không chỉ góp phần gia tăng số lượng giao dịch bắt động sản mà còn tạo tính thanh khoản rất cao cho thị trường này. Chính điều này, có lẽ, là lý do trực tiếp nhất dẫn tới cơn sốt bắt động sản trong quãng thời gian còn lại của năm 2007.

Giá nhà đất trong quý II/2007 tăng chóng mặt. Giá trị bình quân một giao dịch bắt động sản tăng từ 2 tỷ đồng lên 5 đến 6 tỷ đồng, tức là gấp tới hai lần. Giá nhà đất ở nhiều nơi đạt tới mức tăng 30%, 50% hay thậm chí cả 80% và 100% so với đầu năm. Tại TP.HCM, nội trong vòng 3 tuần, giá nhà ở khu dân cư Thái Sơn (huyện Nhà Bè) đã tăng từ 5,5-6 triệu đồng/1 m² lên tới 10-11 triệu đồng/m². Tác động tâm lý thể hiện khá rõ trong hành vi của vôi vã tham gia thị trường bắt động sản. Những người thực sự có nhu cầu sử dụng cố gắng tìm và sở hữu món bắt động sản phù hợp với nguyện vọng và khả năng tài chính trước khi giá leo thang. Một nhóm khác, chiếm từ 50%-60% người mua vào bắt động sản, nhanh chân thực hiện các giao dịch để đầu cơ, chờ giá lên.

Sụt giảm của thị trường chứng khoán từ sau tháng 4/2008 phần nào buộc công chúng điều chỉnh mức kỳ vọng lợi nhuận đầu tư và xem xét lại tiềm lực tài chính, cân nhắc một trong hai lựa chọn: bắt động sản hay chứng khoán. Sang đầu quý III/2008, giá nhà đất bình ổn hơn. Và rồi, trước những biến động khó lường của tài sản tài chính, nguồn lực đầu tư một lần nữa được quả quyết tập trung vào bắt động sản với những tài sản thực. Giá bắt động sản không tăng đột ngột những duy trì liên tục xu thế đi lên, tập trung vào khu vực căn hộ chung cư cao cấp.

Tới thời điểm cuối năm 2007, đầu 2008, những kết quả thất vọng trên thị trường chứng khoán càng như cổ vũ nhiều tay chơi chứng khoán tìm đến bắt động sản. Giá nhà đất bước vào vòng xoay tăng cao mới.

Những cơn sốt kinh hoàng về giá bắt động sản TP.HCM có thể khiến nhiều người không tin. Nhưng bài báo của Tiền Phong (24/12/2007) có tiêu đề: "1m² đất đòi giá hơn 1,7 tỷ đồng!" sẽ buộc chúng ta phải tin! Căn nhà mặt tiền đường Đồng Khởi (TP.HCM) có chiều ngang 4m, dài 8 m (32m²), một trệt một lầu nhưng giá bán lên tới 55 tỷ đồng, hơn 1,7 tỷ đồng/m²! Một lô đất mặt đường Lê Đức Thọ (khu vực gần sân vận động quốc gia Mỹ Đình, Hà Nội) được đấu giá ở mức 40 triệu đồng/m² sau gần 1 năm đã được chuyển sang chủ mới với giá 120 triệu đồng/m².

Sau Tết Nguyên Đán, thị trường chứng khoán quay trở về vạch xuất phát của năm 2006. Mức thiệt hại của những người đầu tư chứng khoán là đáng kể. VNIndex trong tháng 2/2008 giảm liên tiếp từ 841 điểm- ngày 12/2/2008 (ngày giao dịch đầu tiên sau Tết), xuống 663 điểm sau hai tuần giao dịch (ngày 29/2/2008). Nguồn tiền rút ra từ thị trường chứng khoán không còn những dòng lợi nhuận. Điều này gần như được phản ánh ngay trên thị trường bắt động sản. Số lượng giao dịch giảm rõ rệt. Mức giá cũng vận động cùng xu thế. Trước thông tin chính thức về việc sáp nhập vào địa bàn hành chính Hà Nội,

một tin rất tốt với cho bất động sản thuộc địa phận Hà Tây, mức giá giao dịch tại khu đô thị Văn Phú (cách trung tâm Hà Nội chừng 20-25km) vẫn giảm 2 đến 2,5 triệu so với trước Tết (thời điểm thông tin trên chưa được xác nhận chính thức). Đầu tháng 2/2008, đất ở khu vực này được bán với giá từ 20 đến 21 triệu đồng/m¹. Đến đầu tháng 3/2008, mức giá giao động 18,5 đến 19 triệu đồng/m².

Quan hệ tương quan giữa bất động sản và chứng khoán rất rõ ràng. Các tác động có khi cùng chiều, lúc lại ngược chiều do chịu nhiều ảnh hưởng của yếu tố tâm lý. Khi thị trường chứng khoán rơi vào trạng thái giảm sâu như thời gian vừa qua, cả lượng giao dịch và mức giá trên thị trường bất động sản đều suy giảm mạnh. Hiện tượng này phần nào phản ánh tính bầy đàn của công chúng đầu tư Việt Nam, đặc biệt trong tình huống bất lợi của thị trường, đã được chứng minh bằng dữ liệu thống kê của TTCK Việt Nam (Vương Quân Hoàng, 2004).

2.2. Tính đa dạng của các sản phẩm tín dụng và tỷ trọng tăng lên của dư nợ bất động sản tại ngân hàng thương mại

Các giao dịch bất động sản có qui mô chiếm tỷ trọng lớn tương đối so với nguồn thu nhập và năng lực đầu tư. Nhu cầu tín dụng của các hoạt động tiêu dùng và đầu tư với thị trường bất động sản rất lớn. Các ngân hàng thương mại rõ ràng không thể bỏ qua thị trường quá tiềm năng này. Thêm vào đó, hệ thống ngân hàng cũng chịu áp lực mở rộng dư nợ tín dụng để đảm bảo tỷ lệ cho vay chứng khoán theo Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước. 1 Ngay trong năm 2007, nhiều chương trình tín dụng bất động sản hấp dẫn đã được giới thiệu, nổi bật có: 2

Eximbank tung ra hai sản phẩm cho vay mua nhà, đất trả góp tại các dự án căn hộ cao cấp khu vực Tp.HCM chỉ trong vòng 1 tháng. Mức vốn Eximbank cho vay mua căn hộ Sky Garden 3 lên đến 100% giá trị bất động sản (nếu có thêm tài sản đảm bảo khác) và 80% giá trị bất động sản (nếu thế chấp bằng bất động sản mua). Khách hàng được trả góp trong vòng 20 năm thời gian ân hạn tương ứng với thời gian nhận nhà (tối đa 3 năm). Lãi suất áp dụng cho loại hình tín dụng này là dưới 1%/tháng, phương thức trả nợ linh hoạt.

ABBank mua bảo hiểm cho sản phẩm YOUhousePlus - cho vay trả góp mua nhà, đất 30 năm, với hạn mức 90% tổng nhu cầu vốn và 80% tổng giá trị của tài sản đảm bảo. Khi có sự cố xảy ra, công ty bảo hiểm Prevoir (Pháp) tại Việt Nam - đơn vị mà ABBank đã liên kết sẽ thanh toán khoản nợ còn lại của khách hàng cho ngân hàng.

Techcombank chính thức công bố tài trợ khách hàng vay tiền mua sản phẩm Sky Garden 3, đồng thời cung cấp gói dịch vụ tiện ích về nhà ở, trang thiết bị gia đình, ô tô vào đầu tháng 11/2007. Đối với các khách hàng mua sản phẩm Sky Garden 3, ưu đãi thời hạn cho vay tối đa là 20 năm, thay vì chỉ có 10 năm như trước. Tỷ lệ vốn vay tối đa cho 80%. Phương thức thanh toán gốc, lãi sẽ được dựa trên cơ sở có tính đến việc thu nhập sẽ có xu hướng tăng lên theo thời gian và khả năng trả nợ của khách hàng. Ngoài lãi, khách hàng chỉ thanh toán 15% vốn gốc trong 1/4 thời gian đầu. 25%, 30% và 30% trong các 1/4 thời

¹ Thống kê của Hệ thống nghiên cứu phân tích Saga (www.saga.vn) ngày 15/11/2007.

gian còn lại. Tài sản đảm bảo chính là ngôi nhà đã và định mua của khách hàng.

Ngân hàng Phương Đông cho vay mua nhà ở, nền nhà với mức vay không quá 70% trị giá căn nhà đã thỏa thuận mua bán, không vượt quá 70% trị giá nhà mua dùng làm tài sản thế chấp, không vượt quá 80% trị giá bất động sản khác dùng làm thế chấp hay bảo lãnh, không quá 80% trị giá chứng từ có giá dùng để cầm cố đảm bảo khoản vay, và nhỏ hơn 100% tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn do OCB phát hành để đảm bảo khoản vay.

Habubank cũng có chương trình mua nhà đất trả góp dành cho các cá nhân có nhu cầu mua nhà ở thực sự và có hồ khẩu thường trú tại địa phương Habubank có trụ sở giao dịch. Đối tượng là nhà đất và các tài sản trên đất, các căn hộ mua mới của các công ty kinh doanh nhà. Chương trình này hỗ trợ tối đa 70% giá trị của nhà/đất là đối tượng giao dịch và thời hạn vay dài nhất là 15 năm.

Các chương trình tín dụng bất động sản có chung một số đặc điểm đáng chú ý:

- Bất động sản hình thành từ nguồn tín dụng đi vay được sử dụng làm tài sản thế chấp
- Thời hạn cho vay 10 hay 15 năm, cá biệt có khoản vay tới 30 năm
- Lãi suất được điều chỉnh theo từng kỳ ngắn hạn, thường là 3 tháng
- Mức lãi suất được áp dụng thống nhất cho các khách hàng theo qui định của mỗi ngân hàng. Phân loại tín dụng chỉ duy nhất phục vụ quyết định cấp hoặc không cấp tín dụng

Qui trình thực hiện tín dụng bất động sản tại hệ thống ngân hàng thương mại hiện tại khá chặt chẽ và an toàn. Khả năng vỡ nợ hầu như không thể xảy ra. Trên thực tế, hạn mức tín dụng được các ngân hàng cung cấp thường không quá 50% của 70% giá trị thị trường bất động sản thế chấp. Nghĩa là tỷ lệ tài trợ của ngân hàng với một khoản đầu tư bất động sản của cá nhân thông thường dừng ở mức 35% giá trị tài sản. Điều này là động lực thúc đẩy người sử dụng tín dụng thanh toán đầy đủ phần lãi thường xuyên do thiệt hại của họ có thể lên tới 65% giá trị tài sản. Trường hợp hi hữu phải phát mãi tài sản thì tính thanh khoản cũng được đảm bảo hầu chắc chắn.

Với các dự án phát triển bất động sản kinh doanh, phần thẩm định của ngân hàng sẽ rất chặt chẽ và tập trung vào tính khả thi, mức độ sinh lời của dự án, tiềm lực tài chính, kế hoạch bán hàng... của đơn vị chủ dự án.

Mặc dù chính sách tín dụng được áp dụng khá chặt chẽ, tỉ trọng dư nợ tín dụng trên tổng số dư nợ của hệ thống ngân hàng thương mại đã tăng lên đáng kể trong thời gian qua. Khảo sát nhanh của www.asset.vn, tính tới đầu tháng 3/2008, tỉ lệ này trong hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam dao động ở mức từ 20%-40%. Theo khuyến cáo của Ngân hàng Nhà nước, các ngân hàng thương mại có tỷ lệ cấp tín dụng bất động sản cao khi vượt mức 30% tổng dư nợ. Ngân hàng Nhà nước có kế hoạch sớm tiến hành thanh tra những ngân hàng vượt quá mức trên.

2.3. Cấu trúc nguồn vốn của các tổ chức kinh doanh phát triển bất động sản

Không chỉ các cá nhân tham gia thị trường bất động sản có nhu cầu tín dụng cao. Các đơn vị kinh doanh bất động sản cũng rất nỗ lực trong việc tạo nguồn và huy động vốn triển

khai hoạt kinh doanh. Nguồn vốn đầu tư và phát triển bất động sản cơ bản được hình thành từ: (1) vốn góp của các chủ sở hữu; (2) Vốn vay dài hạn, thường là các chương trình tài trợ tín dụng từ các tổ chức tài chính; (3) Phần chiếm dụng của các đơn vị cung cấp, nhà thầu; và (4) Phần ứng trước của khách hàng. Vốn vay và chiếm dụng thường cũng chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp bất động sản.

Ngoài phần vốn góp của chủ sở hữu thể hiện tiềm lực tài chính của tổ chức kinh doanh bất động sản, các cam kết tài trợ tín dụng và phần ứng trước từ khách hàng có vị trí quan trọng trong cấu trúc nguồn vốn.

Cam kết của các tổ chức tài chính mang lại sự đảm bảo về nguồn lực khả dụng lâu dài. Nhưng phần ứng trước của khách hàng mới thực sự hấp dẫn. Xét thử cấu trúc nguồn vốn của Tập đoàn Tân Tạo. Tỷ lệ giữa Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu là xấp xỉ 1:1. Phần ứng trước của khách hàng (ngắn hạn) chiếm 8% và vay nợ dài hạn chiếm 12% tổng nguồn vốn. Như vậy, về số tuyệt đối, khoản ứng trước không nhỏ. Ý nghĩa lớn hơn của khoản này chính là bảo đảm gần như chắc chắn về doanh thu trong tương lai. Ngoài ra, doanh nghiệp bất động sản còn hưởng lợi từ chi phí thấp hoặc không đáng kể khi sử dụng lượng tiền này.

Khoản thu trước từ khách hàng rất hấp dẫn. Bởi vậy, các tổ chức kinh doanh bất động sản đã khai thác và giới thiệu nhiều công cụ tài chính và cách thức sáng tạo để tối đa dòng vốn này. Qui mô đáng chú ý của các khoản ứng trước từ khách hàng còn được thể hiện qua qui định của Chính phủ không cho phép bán “sớm” bất động sản trên giấy.

Nhưng như vậy không có nghĩa các doanh nghiệp từ bỏ nguồn thu này. Khu căn hộ cao cấp The Vista, dự kiến hoàn thành vào năm 2011, đã gây ra cảnh chen lấn đóng tiền đặt mua căn hộ với giá khoảng 200.000 USD/căn vào giữa tháng 10/2007 tại TP. HCM.3 Cũng trong tháng 10/2007, khách hàng có nhu cầu sử dụng căn hộ Sky Garden 3, thuộc khu Phú Mỹ Hưng phải giành nhau đóng tiền “thành ý” để có quyền bốc thăm mua nhà trong dự án trên 1.700 căn hộ sẽ khởi công đầu năm 2008 và giao nhà trong quý III/2010. Khoản tiền 200 triệu đồng “thành ý” không phải phí đặt cọc mua, sẽ được hoàn lại cho khách hàng và được trả lãi suất ngân hàng. 1.000 người đóng tiền đầu tiên sẽ được chọn tham gia bốc thăm mua 350 căn hộ Sky Garden 3 của Công ty Phú Mỹ Hưng. Như vậy, với dự án của Phú Mỹ Hưng, số tiền “thành ý” tạm giữ hộ khách hàng có thể tính được là từ 70 đến 200 tỷ đồng trong thời hạn tối thiểu 3 năm.

Tóm lược nguồn vốn ITA - Đơn vị: VNĐ			% Tổng nguồn vốn
A	Nợ phải trả	1,143,795,163,235	51%
1	Nợ ngắn hạn	866,834,831,543	38%
1.1	Vay nợ ngắn hạn	75,428,981,212	3%

1.2	Phải trả người bán	2,546,350,488	0.1%
1.3	Người mua trả tiền trước	172,138,122,583	8%
1.4	Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	75,449,752,987	3%
1.6	Chi phí phải trả	462,369,109,029	21%
1.7	Phải trả nội bộ	190,788	0%
1.9	Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác	78,902,324,456	4%
2	Nợ dài hạn	276,960,331,692	12%
2.3	Phải trả dài hạn khác	4,077,000,096	0%
2.4	Vay và nợ dài hạn	272,883,331,596	12%
B	Nguồn vốn chủ sở hữu	1,106,920,911,419	49%
1	Vốn chủ sở hữu	1,106,920,911,419	49%
1.1	Vốn đầu tư của chủ sở hữu	573,800,000,000	25%
1.2	Thặng dư vốn cổ phần	335,000,000,000	15%
1.1	Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	198,120,911,419	9%
1.11	Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản		0%
2	Nguồn kinh phí và quỹ khác		0%
C	Lợi ích của cổ đông thiểu số	3,480,108,816	0%
	Nguồn vốn	2,254,196,183,470	100%
Nguồn: Bảng cân đối kế toán hợp nhất Tập đoàn Tân Tao - Quý I/2007			

Mới tháng 2/2008, Sacomreal- công ty địa ốc thuộc sở hữu của Sacombank, đã phát hành 100 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp kèm theo quyền mua căn hộ chung cư trong dự án dự kiến khởi công tháng 8/2008. Mỗi trái phiếu có mệnh giá 500 triệu đồng, lãi suất 4,4% trong vòng sáu tháng. Khách hàng mua một trái phiếu được quyền ưu tiên mua một căn hộ tại dự án chung cư cao cấp Phú Lợi, quận 8, Tp. HCM và được giảm 5% trên giá bán tại thời điểm công bố.

Dấu hiệu của sự liên thông giữa các thị trường bất động sản-vốn-tiền tệ còn có thể ghi nhận qua sự tham gia của đông đảo các công ty có dư tiền vốn hoặc năng lực tín dụng (có phần đóng góp quan trọng của các khoản thặng dư vốn cổ phần) vào lĩnh vực bất động sản mặc dù đó không phải là ngành nghề kinh doanh chính. Tiềm năng tăng trưởng của thị trường này cũng là yếu tố hấp dẫn quan tâm của nhiều nhà đầu tư tài chính với cổ phiếu của nhóm doanh nghiệp bất động sản.

4. Những vấn đề trọng yếu và gợi mở hướng nghiên cứu chính sách

4.1. Chứng khoán hóa có giúp giải quyết rủi ro vay nợ bất động sản?

Các chính phủ trên thế giới thường áp dụng ba giải pháp cơ bản để xử lý xung đột trong hoạt động cho vay của ngân hàng: ban hành các qui định về nghiệp vụ, đại chúng sở hữu ngân hàng, và chứng khoán hóa tài sản cầm cố.

Một giải pháp thứ tư, theo cách tiếp cận không có sự can thiệp của chính phủ, trong định

giá nợ và chuyển giao rủi ro là bán bảo hiểm với tình huống vỡ nợ tín dụng. Thị trường phái sinh thực hiện chức năng này. Hoán đổi vỡ nợ tín dụng là sản phẩm được sử dụng với tỷ trọng nổi bật trong nhóm sản phẩm tài chính phái sinh với mục tiêu này. Một thị trường bảo hiểm vỡ nợ tín dụng đã được hình thành tại Hoa Kỳ. Cuối năm 2006, thị trường này tăng trưởng đến mức kinh ngạc với giá trị đạt 20.000 tỷ đô-la. Hoàn toàn tương phản, giá trị của thị trường các nghĩa vụ nợ có đảm bảo (CDO), cùng thời điểm đó, ước tính vào khoảng 2.000 tỷ đô-la. Khoảng cách là rất lớn và sản phẩm hoán đổi thống lĩnh thị trường. Bởi vậy, có thể cho rằng các sản phẩm phái sinh rất hữu ích trong việc cung cấp thông tin hỗ trợ giải quyết vấn đề định giá rủi ro.

Các ngân hàng châu Á không làm theo cách này. Họ bằng lòng với việc lằng lằng nắm giữ các khoản tín dụng nhà ở có lãi suất biến động. Ưu điểm của phương pháp này là dễ dàng hạch toán tài sản phù hợp với nguồn vốn. Tài sản thế chấp của ngân hàng phần đông là các công cụ cho phép điều chỉnh lãi suất ngắn hạn, rất hoàn hảo để phòng ngừa rủi ro trong trường hợp lãi suất tăng, trong hoàn cảnh, nguồn vốn, với các ngân hàng, là các khoản tiền gửi. Tuy nhiên, những người đi vay không được bảo vệ trước những thay đổi lãi suất.

Tại Singapore, các tài sản thế chấp có thể điều chỉnh lãi suất ngắn hạn được coi là “ngỗng đẻ trứng vàng”- một trong các tài sản sinh lợi nhiều nhất và rủi ro thấp nhất trong bảng cân đối kế toán của các ngân hàng thương mại và công ty tài chính. Ngân hàng không có nhu cầu chứng khoán hóa các khoản vay này bởi rủi ro, trên thực tế, đã được chuyển sang những người đi vay. Thậm chí, cách làm này còn được áp dụng với các khoản vay nhà ở có lãi suất cố định, khi mà mức lãi suất chỉ được duy trì với các thời hạn ba năm. Sau thời hạn đó, lãi suất sẽ được điều chỉnh. Các khoản thế chấp ngắn hạn không những mang lại ít rủi ro cho ngân hàng mà còn có lợi nhuận cao. Chúng không tạo ra chi phí cho việc phòng hộ rủi ro hay chứng khoán hóa. Đây là một lý do quan trọng để các ngân hàng châu Á đặt câu hỏi “hệ thống của chúng tôi an toàn, vậy tại sao phải điều chỉnh?”

4.2. Vấn đề đặt cọc

Việc bất động sản được xem như tài sản lớn, khiến người ta có quy chế đặt cọc trong quá trình giao dịch. Khảo sát tiền cọc là bài toán có ý nghĩa lớn, vì nó chiếm dụng vốn của nhau.

Để tạo sự công bằng giao dịch, mức đặt cọc này rất có ý nghĩa. Nếu được định giá đúng, nó là một dạng “quyền chọn thực” một công cụ tài chính rất đặc lực ra đời khoảng những năm 1980. Quyền chọn thực được thiết kế như một hợp đồng bảo hiểm cho người nắm nó “quyền được mua” về sau này, trong một thời hạn nhất định. Với nghĩa này người nhận tiền cọc có nghĩa vụ phải thực hiện việc bán với mức giá xác định và tại khoảng thời gian xác định (giao nhà).

Do chưa trở thành kỹ thuật có tính ứng dụng rộng rãi, không ai đánh giá giá trị này. Một mặt khác, do hệ thống thống kê và công cụ tài chính thực hành không tốt, việc tiến hành các tham số cho đánh giá này cũng không thấy thực hiện. Do vậy, có thể ngờ rằng, người

ta có xu hướng ra giá cọc cao hơn, hay nói cách khác, quyền chọn có giá cao và có lợi cho người bán. Nếu trong một chu trình đầu cơ, giá cọc còn có thể tiếp tục bị đẩy cao hơn nữa. Khả năng chiếm dụng không có căn cứ giao dịch công bằng vì thế mà tăng lên đáng kể.

Một cách thức khác, khi người bán ẩn giá trị cọc vào trong các khoản thanh toán của bất động sản bán trên giấy phép, ngay cả với trường hợp đã thực hiện đúng yêu cầu chính sách. Giá trị quyền chọn thực này được tính như một phần của thanh toán hợp đồng. Chỉ có điều, khi tranh chấp, người ta có thể lấy lại. Trường hợp The Manor TP.HCM của bà Trần Thị Mận, người mua và đã nhận bàn giao căn hộ AE307, TP HCM vào ngày 20/8/2006 chính là trường hợp như vậy. Bà Mận đã mua căn hộ của Bitexco với giá 136.000 USD cùng thời hạn giao nhà dự kiến là tháng 12/2005, hoặc chậm nhất là 3 tháng sau đó. Trên thực tế, do việc chậm tiến độ của Bitexco, tới tháng 8/2006 căn hộ mới được bàn giao cho bà Mận. Một tháng sau khi nhận nhà, căn hộ của bà Mận xảy ra sự cố tràn nước thải và nước vệ sinh khiến bà không thể tiếp tục sinh hoạt tại đây. Bà Mận đã yêu cầu được bồi thường 5% cho việc giao chậm nhà và 10% giá trị đầu tư tài chính để mua căn hộ trong một năm, cùng toàn bộ giá trị tài sản hỏng do sự cố tràn chất bẩn. Bitexco đã từ chối các yêu cầu này và chỉ đồng ý đổi cho bà Mận một căn hộ khác.

Lúc này, ta tính hai chi phí: Chi phí cơ hội để mua một BDS khác tương đương đã tăng giá, và chi phí vốn bỏ ra, thấp nhất là bằng lãi suất ngân hàng cùng thời gian đáo hạn hoặc cơ hội kinh doanh thuận tiện nhất của người đi mua bất động sản.

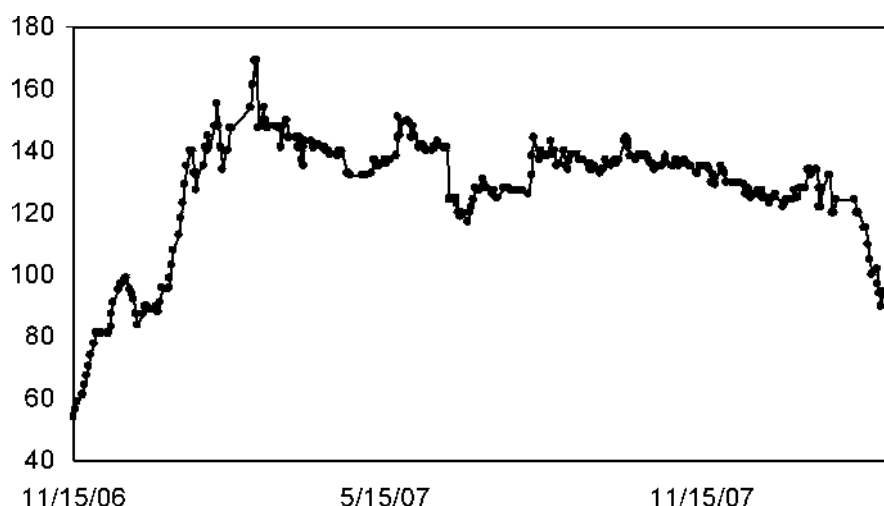
4.3. Quá trình tái tạo bất động sản

Ví dụ thứ nhất. Bất động sản sinh ra bất động sản. Giả sử ta có bất động sản A, với giá trị 10 tỷ VNĐ, được cho thuê với giá 100 triệu/tháng cho chủ kinh doanh nào đó. Giả sử hợp đồng thuê cho phép lấy trước tiền của 3 năm, ấn định giá tới 5 năm. Nguồn thu ngay lập tức là: 36×100 , và một khoản chiết khấu $a\%$ của 24×100 . Phần hoa lợi gia tăng này có thể được sử dụng để tái đầu tư bất động sản mới. Và quá trình này tiếp diễn...

Ví dụ thứ hai. Các công ty kinh doanh có bất động sản kinh doanh, tạo ra lãi. Việc niêm yết TTCK giúp giá có thể tăng so với mệnh giá 500% ($P/B=5$). Bất động sản được đánh giá cao lên 5 lần. Năng lực vay vốn của DN tăng lên với ngân hàng, có thể giúp họ vay một mức X. Mức này có thể giúp họ tiếp tục tái tạo bất động sản. Nếu họ lại sử dụng vốn vay này để tạo dựng một công ty KD BDS mới, với suất vay nào đó, thì một chu trình mới tạo ra 5 lần giá trị lại được bắt đầu. Quá trình tạo ra tiền vô tận này sẽ không dừng lại về mặt lý thuyết, và trong thực tế cũng đã có giai đoạn xảy ra gần như vậy. Nó chỉ dừng lại khi bị giới hạn tín dụng, và nguồn đầu tư bổ sung.

Biến động giá cổ phiếu ITA

ITA



Đây là dạng khác của rent-seeking. Tìm kiếm đặc lợi (tiền thuê), rent-seeking, là khái niệm kinh tế học do Anne Krugger (từng giữ vị trí Phó giám đốc quỹ tiền tệ quốc tế IMF) đưa ra. Bà Krugger cho rằng khi được ưu đãi và bảo vệ, các doanh nghiệp trong nước sẽ không chịu cải cách để nâng cao tính cạnh tranh mà chỉ tìm cách xoay xở để giữ lại bổng lộc từ những ưu đãi và trợ giúp của nhà nước.

Tình huống thường xuất hiện rent-seeking là nỗ lực vận động chính phủ tạo ra các rào cản gia nhập mới trong lĩnh vực kinh doanh đang hưởng đặc quyền. Qua đó, mức lợi nhuận siêu ngạch tiếp tục được duy trì cho tới khi cân bằng chi phí-lợi ích không còn nữa.

Vận động của thị trường cùng với một chính phủ không tư lợi sẽ dần xóa bỏ động lực tìm kiếm đặc lợi. Mức lợi nhuận cao vượt trội là động lực mạnh mẽ để ngày càng có nhiều hơn đối thủ tham gia cạnh tranh và tìm kiếm quyền khai thác lợi ích đặc biệt. Điều này dẫn tới sự suy giảm dần lợi nhuận biên. Kết cục, lợi thế đặc quyền bị xóa bỏ.

Vấn đề gây tranh cãi là những cơ hội trở nên giàu có từ việc tìm kiếm đặc lợi có thể đúng là không mang lại lợi ích cho bất kỳ ai trong nền kinh tế (đặc biệt khi xét trong dài hạn) bởi nó khuyến khích việc sử dụng lãng phí các nguồn lực².

4.4. Yêu cầu quản lý thị trường bất động sản và các phương pháp tham khảo

Tiền vay khế ước bất động sản ngày càng quan trọng với phần đông các gia đình ở quốc gia công nghiệp phát triển Hoa Kỳ. Bảng số liệu dưới đây minh họa rõ mức quan trọng tăng lên nhanh chóng này chưa đầy một thế kỷ vừa qua:

	1949	1979	2001
Nợ mua BĐS/Tổng thu nhập hộ gia đình	20%	46%	73%
Nợ mua BĐS/Tổng tài sản hộ gia đình	15%	28%	41%

Nguồn: Green & Watcher (2005)

Bản chất các công cụ tài chính nhằm hỗ trợ thanh toán bất động sản cũng thay đổi theo chiều hướng đa dạng và phức tạp hơn rất nhiều. Đó không phải vì người ta muốn tạo ra phức tạp (trên thực tế, cả thực hành lẫn quản lý đều muốn các mô hình đơn giản nhất), mà là do các tính chất phát sinh.

Trước năm 1930, tín dụng bất động sản Hoa Kỳ có các tính chất lãi suất linh hoạt, tỷ lệ thanh toán lần đầu rất cao, và khoản tín dụng có thời hạn ngắn. Điều này khá tương tự tình trạng Việt Nam hiện nay, qua nhận thức của chúng tôi với công cụ vay mua bất động sản của Techcombank, Sacombank... Lãi suất bám theo thị trường (mức dao động), thời hạn khá ngắn (trung bình 10-15 năm) và phần tỷ lệ trả lần đầu thuộc về trách nhiệm người đi vay rất lớn: 60-65% (tùy theo giá trị được thẩm định của bất động sản).

Thời kỳ dài phát triển các thị trường tài chính, vượt qua các khủng hoảng đã khiến cho các dòng sản phẩm tài chính cho bất động sản cũng linh hoạt đa dạng hơn, cung cấp thêm lựa chọn tín dụng (theo các chi tiết kỹ thuật khác nhau) cho người vay:

- Lãi suất cố định hay linh hoạt;
- Lựa chọn các kỳ hạn đáo hạn của khoản tài chính;
- Phần trả ban đầu nhỏ không gây ra gánh nặng tài chính trước mắt

Sự can thiệp của các cơ quan lập pháp và chính phủ Hoa Kỳ đã có tác dụng đáng kể làm phát triển thị trường bất động sản và sự liên thông mạnh mẽ các thị trường bất động sản-vốn-tiền tệ ở Hoa Kỳ kể từ nửa cuối thế kỷ 20.

Khủng hoảng 1929-33 dẫn tới giai đoạn giá trị bất động sản sụt giảm mạnh, chỉ còn khoảng 50% của thời kỳ đỉnh cao trước khủng hoảng. Người mua nhà thấy tình trạng bất trắc đã chấp nhận tuyên bố mất khả năng thanh toán với các ngân hàng, chấm dứt nghĩa vụ tài chính cá nhân. Làn sóng phát mại tài sản diễn hình lên tới 250.000 vụ mỗi năm trong giai đoạn 1931-35. Vào lúc xấu nhất, 10% số bất động sản bị siết nợ. Các tổ chức tín dụng phải bán tổng các tài sản này để thu tiền về, và gây ra một áp lực sụt giá lớn trên thị trường nhà ở.

Sự can thiệp của lập pháp và chính phủ Hoa Kỳ là thành lập các tổ chức đặc biệt quan trọng: HOLC (Home Owner's Loan Corporation), Fed Housing Admin (FHA) và Fed National Mortgage Association (FNMA).

- **HOLC**: Huy động vốn từ trái phiếu được chính phủ bảo lãnh. Dùng vốn mua các bất động sản vỡ nợ. Phục hồi trạng thái. Đổi kỳ hạn khoản nợ. Đổi từ lãi suất biến động, ngắn hạn và không khấu trừ dần sang loại tài chính lãi suất cố định, dài hạn (20 năm trở lên) và khấu trừ dần tới khi hoàn thành nghĩa vụ tài chính. HOLC trong vụ này đã mua lại và xử lý khoảng 1 triệu hợp đồng vay.
- **FHA** được thành lập để bảo hiểm cho các hợp đồng vay tài trợ bất động sản. Các hợp đồng bảo hiểm rất cần để đảm bảo cho những khế ước của HOLC có thể được giao dịch. HOLC không phải cơ quan kinh doanh bất động sản, nên cần tính thanh khoản để thu hồi tài chính. HOLC và FHA hợp sức thành một cơ cấu kỹ thuật tài chính cho phép các tổ

chức tài chính không còn thanh khoản trở nên thanh khoản. Mặc dù không phải thần dược nhưng quả nhiên tác dụng rất tích cực, nó giúp phục hồi thị trường tài chính. Tới năm 1936, HOLC hoàn thành sứ mệnh và dừng hoạt động.

- Tiếp tục sứ mệnh là **FNMA** ra đời 1938. Nó hỗ trợ tiếp sức FHA qua thị trường thứ cấp giao dịch các khế ước FHA. FNMA phát hành trái phiếu mua các hợp đồng tín dụng ở mệnh giá.

Những thay đổi này dẫn tới năm 1948, kỳ hạn vay dài nhất tăng lên 30 năm (so với 20 năm trước đó). Năm 1956, FHA tăng tỷ lệ vay trên giá trị bất động sản lên tối đa 95% (so với trước đó 80%) với xây dựng mới và 90% với nhà đang có.

Từ giai đoạn đó, Hoa Kỳ được ví là chuyển từ “quốc gia của những người thuê nhà trong phố sang những người sở hữu nhà ở các vùng ven, lân cận.”

Như vậy, bài học của Hoa Kỳ là việc triệt để thiết kế các công cụ và định chế quản lý sử dụng các phương tiện thị trường để điều tiết. Không phải trường hợp nào cũng có thể dự báo hết, như trường hợp 1966, lãi suất Trái phiếu tăng cao làm lượng tiền chảy mạnh từ S&L sang trái phiếu, khiến cơ cấu định chế phải thay đổi để xử lý khó khăn tài chính.

Các tổ chức được thành lập theo thời gian

1933	FDIC và HOLC
1936	FHA
1938	Fannie Mae (FNMA) giám sát thứ cấp cho vay FHA
1968	HUD và Ginnie Mae
1970	Freddie Mac

Một chuỗi các thay đổi làm cho thị trường hoạt động tốt hơn, việc quản lý hiệu quả hơn. Bản chất của quản lý tốt hơn cho vận hành thị trường là tổng hợp của 3 tính chất: (i) Đa dạng lựa chọn tài chính cho người sử dụng; (ii) Quản trị rủi ro tốt hơn; và (iii) Tính thanh khoản cao.

Tới năm 1980 thì chứng khoán hóa đã trở thành nguồn tài chính chủ yếu tài trợ cho hoạt động vay bất động sản nhà ở. Sự liên thông này khá toàn diện. Nó giúp đẩy toàn thị trường bất động sản Hoa Kỳ lên mức giá trị 8.370 tỷ USD năm 2003.

Hiện ở Việt Nam cũng xuất hiện sự liên thông, nhưng mới ở trạng thái một chiều, tức là tạo là nguồn cho việc hình thành bất động sản. Nói cách khác, quá trình chứng khoán hóa để tái tạo lại tính thanh khoản cho hệ thống tài chính chưa có. Quá trình phân bổ rủi ro rất hẹp, trong phạm vi giữa số ít đối tượng tham gia giao dịch. Thanh khoản vì thế ở Việt Nam chỉ đảm bảo được, khi giá bất động sản tăng. Ngược lại khi giảm thì hoàn toàn không thanh khoản, do đó cũng không có mức cân bằng giá mới. Nên hiện tượng dễ thấy là giá thì vẫn đứng ở mức cao, nhưng không có giao dịch. Sau các chu kỳ trầm lắng, mức cao “kẹt giao dịch” đó tiếp tục là mặt bằng để đẩy tiếp giá thị trường sang điểm mất cân bằng trong một cơn sốt mới. Đó là lý do mà bất động sản Việt Nam VN có khi còn cao hơn những đô thị rất đắt đỏ của thế giới. Đây là “bong bong” tự tồn tại do không xì được.

Hệ thống chính sách và định chế tốt sẽ cần xử lý hai việc kỹ thuật quan trọng: (a) Cung cấp công cụ tài chính có lãi suất cố định cho người sử dụng mua BDS để phòng rủi ro lãi suất tăng; và (b) Cung cấp cơ hội/khả năng cho người vay tái cấp tài chính (refinancing) để mua tài sản khi lãi suất giảm.

Trường hợp các quốc gia phát triển, đặc biệt Hoa Kỳ cho thấy rõ kể từ thập niên 1980 rằng chứng khoán hóa giúp bắc cầu kết nối thị trường tài sản vay dài hạn thông qua các công cụ của thị trường vốn, có quy mô ngày càng tăng trên toàn thế giới.

Thời kỳ khủng hoảng 1933 cũng là kết cục của một quá trình đầu cơ, có sự đóng góp lớn của đầu cơ bất động sản do quá trình tăng trưởng nóng của dân số đô thị cũng như tài sản tích lũy của các công dân thành phố. Herbert Simpson (1933) cho biết sự chênh lệch đời sống đô thị-nông thôn ở Hoa Kỳ thời đó rất đáng kể, đây hàng triệu người trong cảnh suy thoái nông nghiệp tìm đến các thành phố, làm phình chúng ra đáng kể.

Giáo sư Fisher có nghiên cứu thời kỳ đó, và có thống kê mức độ đầu cơ như ở Cook County của Chicago. Năm 1928 có 151.000 lô nhà đất được nâng cấp sử dụng và 335.000 bị bỏ trống. Nếu để phát triển tự nhiên, thì phải tới 1960 số lô trống này mới sử dụng đến. Ở Niles Township, dân số có 9.000 nhưng có số lô bỏ trống là 190.000.

Thời kỳ đó, hệ thống cho vay bất động sản Hoa Kỳ đã hoạt động và được giám sát kỹ. Bảo hiểm khoản vay cũng đã hoạt động. Tuy nhiên, do sự đầu cơ rất mạnh, hầu như toàn bộ nguồn tài chính các ngân hàng đều dồn vào lĩnh vực này, gây ra rủi ro rất nguy hiểm. Do đó, nền kinh tế phát triển tới giai đoạn sinh ra ngành S&L riêng phục vụ nhu cầu phát triển và xúc tiến thương mại bất động sản nhà ở, và thậm chí hình thành cả các liên minh rất nguy hiểm cho tài sản của người gửi tiền.

Cuối cùng tới thời kỳ 1929, các ngân hàng bị lèn chặt các khoản vay bất động sản. Không hẳn tất cả đều xấu, nhưng một tỷ trọng quá lớn bị phụ thuộc vào các vòng quay bất động sản, vào tiền ứng trước liên tục, giá tăng, và tốc độ tiêu thụ... Chỉ cần một mắt xích đứt, chẳng hạn tốc độ tiêu thụ dừng lại hoặc giá không tăng nữa, ngân hàng thấy các bảng tổng kết tài sản chứa toàn “tài sản đóng băng”.

Thực tế là bất động sản và chứng khoán liên quan bất động sản là nguyên nhân duy nhất gây ra sự phá sản của 4.800 ngân hàng trong giai đoạn 1931-1933. Với các cấu trúc chi tiêu, hàng trăm thành phố và chính quyền địa phương của Hoa Kỳ đã bị vỡ nợ mất khả năng chi trả vào năm 1933 cũng chỉ vì dự báo khả năng nguồn thu dựa chủ yếu vào hoạt động kinh doanh bất động sản, và giả định căn cứ vào lúc tăng trưởng trông có vẻ khả quan nhất.

Thời kỳ này, các ngân hàng khi gặp vấn đề phá sản với hàng đống tài sản đóng băng do vung quá vào bất động sản cũng thường đổ lỗi gán cho tình trạng: “Đầu cơ quá mức.” Thực ra theo tác giả Simpson là cách nói đánh trống lảng, và ngân hàng là người trong cuộc.

4.5. Định hướng nghiên cứu chính sách

Định hướng nghiên cứu có xem xét tới tính hữu dụng và khả thi triển khai được đề xuất:

- Thiết kế và phát triển cơ sở dữ liệu thống kê cho thị trường bất động sản phục nhu cầu của công tác quản lý, điều tiết thị trường và nghiên cứu, đánh giá, dự báo tác động chính sách liên quan tới bất động sản.
- Bất động sản cần đi kèm hệ thống sản phẩm và định chế quản lý tín dụng liên quan bất động sản, các dạng tổ chức như Finnie Mae, Freddie Mac.
- Việc tính điểm tín dụng chắc chắn phải cải thiện với hệ thống ngân hàng thương mại, làm cơ sở để xây dựng và giới thiệu với công chúng tiêu dùng nhiều loại sản phẩm tài chính linh hoạt và đa dạng.

Chứng khoán hóa các tài sản có nguồn gốc bất động sản là một xu hướng và sử dụng nó là khoogn thể tránh khỏi bởi nó tạo ra thanh khoản. Tính chất liên thông giữa các thị trường bất động sản-vốn-tiền tệ có thể hình thành một cơ chế lây lan và khuếch tán nhanh chóng các hiệu ứng biến động. Do vậy, cần sớm nghiên cứu các kỹ thuật xử lý rủi ro và tìm hiểu các công cụ tài chính phù hợp với điều kiện và mức độ phát triển của Việt Nam.

5. Tài liệu tham khảo

- Frankline Allen and Douglas Gale (2000). “Bubbles and Crisis,” *The Economic Journal*, Vol. 110(460), pp. 236-255.
- CBRE (2007). “Rediscovering Vietnam's real estate potential.” Business report.
- Karl E. Case, Edward L. Glaeser, Jonathan A. Parker (2000). “Real Estate and the Macroeconomy,” *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 20(2), pp. 119-162.
- Richard K. Green, Roberto S. Mariano, Andrey Palov and Susan Wachter (2007). “Mortgage Securitisation in Asia: Gains and Barriers,” *East Asian Seminar on Economics (EASE)*, by the National Bureau of Economic Research (NBER).
- Richard K. Green and Susan M. Watcher (2005). “The American mortgage in historical and international context,” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19(4), pp. 93-114.
- George N. Mankiw and David N. Neil (1989). “The baby boom, the baby bust, and the housing market,” *Regional Science and Urban Economics*, 19(2): 235-58.
- Michael Palmer (1968). “An investigation of factors associated with variations in the relative importance of commercial bank residential real estate loans,” *The Journal of Finance*, Vol. 23(4), pp. 687-688.
- Jonathan A. Parker (1999). “Spend thrift in America? On two decades decline in the U.S. saving rate,” *NBER Macroeconomic Annual 1999*, edited by Ben S. Bernanke and Julio Rotemberg. MIT Press.
- Herbert Simpson (1933). “Real estate speculation and the Depression,” *The American Economic Review*, Vol. 23(1), pp. 163-171.

- Vương Quân Hoàng (1996). “Bài học từ biến động nền tài chính Nhật Bản,” *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, Đại học Kinh tế Quốc dân, tháng 10/1996.
- Vương Quân Hoàng (2007). *Văn minh làm giàu & Nguồn gốc của cải*. NXB Chính trị Quốc gia Sự thật, Hà Nội.
- Vương Quân Hoàng, Nguyễn Hồng Sơn và Trần Trí Dũng (2008). “Những quan sát về triển vọng kinh tế toàn cầu 2008, sau vãn nạn tín dụng bất động sản và chính sách tiền tệ phòng ngừa cho Việt Nam,” *Tạp chí Cộng sản*, số 784 (2-2008), tr. 123-127
- Vương Quân Hoàng (2004). *Some new results on anomalies and herd behavior: Vietnam Stock Market*. *Economic Studies Review* 44(9), Viện Kinh tế học.
- Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN của Thống đốc NHNN về kiểm soát quy mô, chất lượng tín dụng và cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán được ban hành ngày 28/5/2007 và được điều chỉnh từ tháng 2/2008.