



PHẢN ỨNG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA VIỆT NAM TRƯỚC BẤT ỔN KINH TẾ TOÀN CẦU VÀ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN

VÕ THỊ HUYỀN TRANG, NGUYỄN TRÀ MY

Nghiên cứu xem xét phản ứng chính sách của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong bối cảnh kinh tế toàn cầu giai đoạn 2014-2024 và các tác động đến thị trường bất động sản. Kết quả nghiên cứu hiệu quả các công cụ chính sách như lãi suất, tín dụng và tỷ giá thông qua phương pháp định lượng và định tính cho thấy tác động của hoạt động điều hành chính sách đến thị trường bất động sản. Từ đó, nghiên cứu đề xuất các giải pháp chính sách tiền tệ nhằm thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển bền vững.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, bất động sản, bất ổn kinh tế

MONETARY POLICY RESPONSE OF VIETNAM TO GLOBAL ECONOMIC INSTABILITY AND IMPACT ON THE REAL ESTATE MARKET

Vo Thi Huyen Trang, Nguyen Tra My

This study analyzes the impact of the State Bank of Vietnam's monetary policy on the real estate market during the period 2019-2024 in the context of global economic instability. The study examines the response of the State Bank of Vietnam and the effectiveness of policy instruments such as interest rates, credit, and exchange rates through quantitative and qualitative methods. The results show the impact of policy management activities on the real estate market. The article also proposes monetary policy solutions to promote the sustainable development of the real estate market.

Keywords: Monetary policy, State Bank of Vietnam, real estate, economic instability

Ngày nhận bài: 10/02/2025

Ngày hoàn thiện biên tập: 24/02/2025

Ngày duyệt đăng: 3/3/2025

Đặt vấn đề

Giai đoạn 2019-2024 chứng kiến những biến động kinh tế toàn cầu chưa từng có, từ đại dịch COVID-19 đến xung đột Nga-Ukraine, gây bất ổn thị trường năng lượng và lương thực, dẫn đến sự sụp đổ của nhiều ngân hàng và tổ chức tài chính lớn. Lạm phát toàn cầu đạt mức cao nhất trong 40 năm (trên 8% tại Mỹ, 10% tại châu Âu và hai con số tại hơn 80 quốc gia). Năm 2022, lạm phát đạt 8,73% buộc Cục Dự trữ

Liên bang Mỹ (Fed) tăng lãi suất 11 lần (tổng 5,25%) trong 14 tháng. Đồng USD của Mỹ tăng mạnh nhất trong 20 năm gây ra dòng vốn chảy ra khỏi các thị trường mới nổi như Việt Nam.

Với độ mở kinh tế trên 200% GDP, Việt Nam chịu ảnh hưởng nghiêm trọng, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản - ngành đóng góp 11-12% GDP, thu hút 4,45 tỷ USD vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) năm 2023 và liên kết nhiều ngành quan trọng như xây dựng, tài chính, du lịch... Các thị trường tài sản bộc lộ nhiều rủi ro, trong khi tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm và các rào cản pháp lý vẫn là thách thức lớn. Nhiều nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra mối tương quan mạnh mẽ giữa chính sách tiền tệ (CSTT) và thị trường bất động sản, được minh chứng qua các cuộc khủng hoảng tại Mỹ giai đoạn 2007-2008, Nhật Bản thập niên 1990 và Evergrande từ năm 2021. Tại Việt Nam, khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) tăng lãi suất cuối năm 2022, hơn 50% công ty bất động sản gặp khó khăn thanh khoản, dẫn đến cắt giảm nhân sự, hoãn dự án, và giao dịch quý IV/2022 giảm 20%.

Nghiên cứu này phân tích phản ứng của NHNN trước bất ổn kinh tế toàn cầu giai đoạn 2019-2024 và tác động đến thị trường bất động sản Việt Nam, đồng thời đánh giá hiệu quả chính sách trong việc ổn định và thúc đẩy tăng trưởng thị trường, từ đó, đề xuất giải pháp cân bằng giữa ổn định kinh tế vĩ mô và phát triển thị trường bất động sản bền vững.

Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu chính được sử dụng là



nghiên cứu tại bàn (desk research), kết hợp tham vấn chuyên gia. Dữ liệu thu thập từ báo cáo của NHNN, văn bản pháp luật, nghiên cứu khoa học trong và ngoài nước, cùng tài liệu từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), Ngân hàng Thế giới (WB).

Phương pháp phân tích dữ liệu thứ cấp giúp hệ thống hóa công cụ CSTT đánh giá tác động đến thị trường bất động sản. Tham vấn chuyên gia thu thập ý kiến từ các nhà kinh tế, chuyên gia bất động sản nhằm đánh giá chính sách và đề xuất giải pháp như đa dạng hóa nguồn vốn, nâng cao tính linh hoạt CSTT.

Phương pháp phân tích và so sánh được áp dụng để đối chiếu chính sách của Việt Nam với quốc tế và so sánh tác động theo khu vực trọng điểm như Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh.

Thách thức kinh tế toàn cầu và các chính sách ứng phó của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Chính sách tín dụng trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu

Trong giai đoạn 2019-2024, NHNN đã thực hiện các biện pháp kiểm soát tín dụng ở những lĩnh vực rủi ro như bất động sản và chứng khoán để đảm bảo an toàn cho hệ thống tài chính, với tỷ lệ tăng trưởng tín dụng trung bình duy trì ở mức 12-15%.

Năm 2019, căng thẳng Mỹ-Trung và chính sách thắt chặt của Fed tác động đến xuất khẩu và dòng vốn FDI. NHNN đã giảm tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho các khoản vay trung-dài hạn từ 45% xuống 40%, tăng hệ số rủi ro tín dụng bất động sản lên 200%. Theo PGS.TS. Trần Kim Chung, vốn ngân hàng vẫn đóng vai trò chủ đạo trong thị trường bất động sản, chiếm hơn 70% tổng vốn.

Năm 2020, kinh tế trong nước gặp khó khăn do tác động từ đại dịch COVID-19, NHNN đã 3 lần cắt giảm lãi suất và tái cấu trúc nợ. Tín dụng tăng 7,39%, tỷ lệ nợ xấu bất động sản chỉ tăng nhẹ lên 1,73%, cho thấy hiệu quả quản lý rủi ro. Giai đoạn 2021-2022, NHNN hỗ trợ giảm lãi suất, tái cấp vốn, thắt chặt tín dụng những lĩnh vực rủi ro cao như bất động sản trước áp lực lạm phát và giá cả tăng do xung đột Nga-Ukraine và việc Fed tăng lãi suất mạnh, làm cho USD mạnh lên.

Năm 2023, NHNN giảm 4 lần lãi suất điều hành (0,5-2%/năm), triển khai gói tín dụng nhà ở xã hội 15.000 tỷ VND (lãi suất 4%/năm). Các tổ chức tín dụng cũng được yêu cầu nâng cao chất lượng và kiểm soát rủi ro. NHNN khuyến khích các ngân hàng mở rộng hạn mức tín dụng theo xếp hạng.

Đến 2024, tăng trưởng tín dụng vượt cùng kỳ

năm trước, đạt trên 15%, góp phần tích cực vào việc phục hồi kinh tế. NHNN tiếp tục điều chỉnh linh hoạt để đáp ứng nhu cầu vốn và đảm bảo chất lượng tín dụng.

Chính sách lãi suất trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu

Chính sách lãi suất trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu đã trở thành một công cụ quan trọng trong việc ổn định nền kinh tế, hỗ trợ tăng trưởng bền vững và ứng phó với những thách thức lớn.

Năm 2019, nhiều ngân hàng trung ương giảm lãi suất để kích thích kinh tế. FED hạ lãi suất 3 lần, xuống còn 1,5%-1,75%. Ngân hàng Trung ương châu Âu hạ lãi suất tiền gửi xuống -0,5%. NHNN Việt Nam cũng giảm lãi suất điều hành và cho vay ngắn hạn, hỗ trợ doanh nghiệp.

Giai đoạn 2020-2021, NHNN linh hoạt điều hành CSTT để ứng phó với tác động của đại dịch COVID-19, giữ lạm phát cơ bản ở mức 2,31%, giảm lãi suất điều hành 1,5%-2%/năm, đồng thời ban hành Thông tư số 01/2020/TT-NHNN hỗ trợ tái cấu trúc nợ và ổn định tăng trưởng tín dụng.

Đến năm 2022, NHNN tăng lãi suất lần đầu sau 2 năm để ứng phó áp lực tỷ giá và lạm phát do biến động quốc tế. Lãi suất tái cấp vốn tăng từ 4% lên 5%/năm, trong khi lãi suất chiết khấu tăng từ 2,5% lên 3,5%/năm, giúp bảo vệ giá trị VND nhưng làm tăng chi phí vay, ảnh hưởng đến doanh nghiệp bất động sản.

Năm 2023, NHNN giảm lãi suất điều hành 4 lần, từ 0,5%-2%/năm, tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng tiếp cận vốn rẻ hơn và duy trì ổn định tài chính. Đến năm 2024, NHNN giảm lãi suất OMO xuống 4% để giảm chi phí vốn và hỗ trợ tín dụng cho các lĩnh vực ưu tiên, bao gồm bất động sản. Lãi suất cho vay trung bình giảm còn 6,33%/năm, góp phần duy trì thanh khoản và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Chính sách lãi suất của NHNN giúp giảm chi phí vay, hỗ trợ doanh nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản. Tuy nhiên, việc tăng lãi suất ở các nước phát triển vẫn tạo áp lực lên thị trường và doanh nghiệp trong việc huy động vốn.

Tỷ giá hối đoái trước bất ổn kinh tế toàn cầu và phản ứng của Ngân hàng Nhà nước

Năm 2019, do chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, NHNN tăng tỷ giá trung tâm 1,5% lên 23.164 VND/USD, nhưng tỷ giá tại các ngân hàng thương mại vẫn ổn định quanh 23.100-23.250 VND/USD, giúp ổn định thị trường tiền tệ và giảm tình trạng đô la hóa.



Năm 2020, mặc dù đại dịch COVID-19 ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế toàn cầu, tỷ giá VND/USD vẫn giữ ổn định nhờ các biện pháp điều hành linh hoạt của NHNN. Năm 2021, tỷ giá VND/USD biến động mạnh, do ảnh hưởng của các yếu tố toàn cầu và chính sách của Mỹ. NHNN đã thực hiện 3 lần điều chỉnh giảm giá mua USD xuống còn 22.650 VND/USD. Những điều chỉnh này phản ánh sự cung vượt cầu ngoại tệ trong nước, nhờ vào thặng dư cán cân thương mại và kiều hối cao. Mặc dù bị Mỹ nghi ngờ là thao túng tiền tệ, NHNN khẳng định đây là một chiến lược để ngăn chặn khủng hoảng và bảo vệ nền kinh tế. Vào tháng 12/2021, NHNN giảm giá bán USD còn 23.150 VND/USD để giảm áp lực lên thị trường ngoại hối và hỗ trợ đầu tư bất động sản.

Năm 2024, Ngân hàng Nhà nước giảm lãi suất OMO xuống 4% để giảm chi phí vốn và hỗ trợ tín dụng cho các lĩnh vực ưu tiên, bao gồm bất động sản. Lãi suất cho vay trung bình giảm còn 6,33%/năm, góp phần duy trì thanh khoản và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Chính sách lãi suất của Ngân hàng Nhà nước giúp giảm chi phí vay, hỗ trợ doanh nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản.

Năm 2022, kinh tế toàn cầu đối mặt với lạm phát, gián đoạn chuỗi cung ứng và xung đột Nga-Ukraine, Việt Nam chịu ảnh hưởng từ CSTT thắt chặt và sự tăng giá USD. NHNN đã thực hiện nhiều biện pháp can thiệp kịp thời: điều chỉnh biên độ tỷ giá USD/VND từ 3% lên 5% vào tháng 10/2022, chủ động bán ngoại tệ và khôi phục kênh phát hành trái phiếu. Vì vậy, mặc dù VND giảm 4,35% so với USD, ảnh hưởng đến chi phí vay ngoại tệ và giá vật liệu xây dựng nhập khẩu, thị trường bất động sản vẫn duy trì tính ổn định, đảm bảo thanh khoản và chi phí vay hợp lý cho doanh nghiệp.

Năm 2023, mặc dù VND mất giá khoảng 4,25% so với USD nhưng NHNN tăng cường dự trữ ngoại hối và cải thiện thanh khoản, giúp doanh nghiệp bất động sản duy trì vốn và niềm tin. Đến năm 2024, áp lực tỷ giá giảm đáng kể nhờ USD suy yếu (chỉ số DXY thấp nhất trong hơn một năm) và các chính sách của NHNN. Tỷ giá USD/VND cuối tháng 8 ở mức 25.000, giảm gần 500 đồng so với tháng 7. Thặng dư thương mại, dòng vốn FDI tích cực cùng với việc NHNN tăng dự trữ ngoại hối và quản lý thanh khoản hiệu quả đã tạo nền tảng vững chắc cho ổn định kinh tế vĩ mô.

Hiệu quả của các biện pháp chính sách đối với thị trường bất động sản Việt Nam

Sự thay đổi trong giá bất động sản

Trước đại dịch COVID-19, năm 2019 thị trường bất động sản ổn định với mức tăng giá khoảng 20% cả về giá trị danh nghĩa và thực tế. Tuy nhiên, năm 2020 đánh dấu sự thay đổi mạnh mẽ khi giá bất động sản tăng vọt. Năm 2022, hàng loạt vụ việc như thao túng cổ phiếu, vay trái phép của các ông trùm trong ngành bất động sản Việt Nam xảy ra liên tiếp đã tác động không nhỏ cả trong và ngoài ngành. Đồng thời, xuất khẩu sang Trung Quốc giảm, khiến cho nền kinh tế trì trệ. Suy thoái kinh tế và tăng lãi suất thế chấp đã tạo ra những cơn gió ngược. Để ứng phó, NHNN đã thắt chặt CSTT, giúp thị trường bất động sản “hạ cánh mềm” với mức giảm giá 10% cuối năm 2021 và ổn định ở mức tăng 10-15% năm 2022. Giai đoạn 2023-2024, thị trường tiếp tục bình thường hóa với mức tăng giá 0-5%, đồng thời sự hội tụ giữa giá danh nghĩa và giá thực tế cho thấy việc kiểm soát lạm phát đã thành công.

Lượng giao dịch bất động sản

Để ứng phó với những thách thức toàn cầu như đại dịch COVID-19, gián đoạn chuỗi cung ứng và biến động của thị trường tài chính quốc tế, NHNN đã triển khai nhiều biện pháp thắt chặt tiền tệ, đặc biệt là hạn chế tín dụng trong lĩnh vực bất động sản. Tác động của các chính sách này được phản ánh rõ ràng qua sự suy giảm liên tục của cả nguồn cung và giao dịch nhà ở, với lượng cung giảm từ khoảng 170.000 căn năm 2018 xuống dưới 20.000 căn vào quý 3/2023. Tương tự với lượng giao dịch giảm từ khoảng 120.000 căn xuống dưới 5.000 căn trong cùng kỳ.

Hiệu quả của các biện pháp tiền tệ này có thể được đánh giá thông qua 2 khía cạnh chính. Về mặt tích cực, các chính sách đã ngăn chặn thành công việc hình thành “bong bóng” bất động sản và kiểm soát hiệu quả các hoạt động đầu cơ, thể hiện qua sự suy giảm đều đặn về khối lượng giao dịch. Tuy nhiên, việc tỷ lệ hấp thụ giảm xuống dưới 30% từ quý I/2023 cho thấy, chính sách có thể đã quá hạn chế, ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường và tài chính của các doanh nghiệp bất động sản.

Tăng trưởng tín dụng bất động sản và tỷ lệ nợ xấu trong lĩnh vực bất động sản

Tín dụng bất động sản Việt Nam giai đoạn 2019-2024 trải qua nhiều biến động đáng kể. Năm 2019, dù



NHNN thắt chặt tín dụng với lĩnh vực rủi ro cao, tín dụng bất động sản vẫn tăng 21,53%, đạt 1.583.788 tỷ đồng. Trong giai đoạn COVID-19 (2020-2021), nhờ CSTT nói lỏng, tốc độ tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức 12,06% và 15,37%. Đến cuối 2022, tổng dư nợ tín dụng bất động sản đạt 2,58 triệu tỷ đồng, tăng mạnh 24% so với 2021, trở thành một trong những lĩnh vực tăng trưởng cao nhất và chiếm tỷ trọng 21,2% tổng dư nợ (mức cao nhất trong 5 năm). Năm 2023, NHNN thắt chặt CSTT, tăng cường kiểm soát tín dụng bất động sản dẫn đến sự sụt giảm của giá bất động sản và khối lượng giao dịch, đặc biệt là phân khúc đầu tư và đầu cơ. Tăng trưởng tín dụng 2023 chỉ đạt 13,71%. Đáng chú ý, tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1,72% (cuối 2022) lên 2,89% (9/2023). Các biện pháp tái cấu trúc cũng giúp giảm nợ xấu từ 5,7% (cuối 2022) xuống 4,56% (giữa 2024). Đến quý III/2024, dư nợ tiếp tục tăng lên 3,15 triệu tỷ đồng với tốc độ tăng 9,15%. Những biến động này phản ánh tác động của CSTT qua các giai đoạn, từ hỗ trợ trong đại dịch đến thắt chặt kiểm soát thị trường. Tuy nhiên, tỷ trọng tín dụng bất động sản vẫn ở mức cao (20% tổng dư nợ), gây lo ngại về rủi ro hệ thống và ảnh hưởng đến ngân hàng khi thị trường trầm lắng.

Chính sách tiền tệ nhằm ổn định, phát triển thị trường bất động sản Việt Nam

Trước tình hình của thị trường bất động sản hiện nay, việc đề ra các giải pháp CSTT phù hợp là vô cùng cấp thiết. Dưới đây là các giải pháp được đề xuất nhằm ổn định và thúc đẩy thị trường bất động sản Việt Nam.

Thứ nhất, NHNN duy trì CSTT nói lỏng, giữ lãi suất thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và giảm chi phí vay vốn cho các doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên, cần thận trọng để tránh tín dụng đổ vào bất động sản quá mức, gây đầu cơ và tăng giá. Cần tăng cường giám sát tín dụng bất động sản, đặc biệt là các dự án không khả thi.

Thứ hai, kiểm soát dòng vốn tín dụng vào thị trường bất động sản để giải quyết mất cân đối cung cầu. Chính sách cần hạn chế vốn vào các kênh đầu cơ như bất động sản nghỉ dưỡng và dự án xa trung tâm, đồng thời ưu tiên các dự án nhà ở thực tế, đặc biệt là nhà ở xã hội và nhà ở thương mại giá thấp. NHNN nên thiết lập tiêu chí cho vay riêng biệt đối với từng phân khúc. Hiện nay, theo thống kê, có tới 22% tín dụng bất động sản tập trung vào phân khúc quyền sử dụng đất và trên 60% là tín dụng cho nhà ở và tự sử dụng, trong đó chủ yếu là phân khúc giá trị cao - đây là tình trạng cần được điều chỉnh.

Thứ ba, đối với các doanh nghiệp bất động sản

lớn gặp khó khăn, có thể áp dụng kinh nghiệm từ Trung Quốc để nói lỏng các điều khoản cấp tín dụng một cách có chọn lọc. NHNN chỉ nên hỗ trợ các doanh nghiệp có dự án nhà ở thực tế, giúp đảm bảo tiến độ giao nhà. Điều này đặc biệt quan trọng khi xem xét rằng trong cơ cấu tín dụng hiện nay, trên 60% là tín dụng phục vụ nhu cầu nhà ở và tự sử dụng.

Thứ tư, thực hiện đồng bộ các chính sách an toàn vĩ mô song song với CSTT. Theo kinh nghiệm từ các nước phát triển như Thụy Điển, Canada, Đan Mạch, Australia, New Zealand, Hà Lan, Đức và Mỹ, việc kiểm soát bong bóng tài sản cần có các chính sách riêng biệt, không chỉ phụ thuộc vào công cụ tiền tệ. Điều này đòi hỏi sự phối hợp chặt chẽ giữa NHNN và các cơ quan hoạch định chính sách khác.

Thứ năm, đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp bất động sản, cần tăng cường tính minh bạch, yêu cầu xếp hạng tín nhiệm và giám sát các doanh nghiệp phát hành trái phiếu lớn. Cần hoàn thiện khung pháp lý cho thị trường trái phiếu và bất động sản, tránh thả nổi quá mức hoặc thắt chặt đột ngột.

Thứ sáu, về phía doanh nghiệp bất động sản, cần chủ động trong việc tái cấu trúc, đa dạng hóa nguồn vốn và tập trung vào phân khúc nhà ở phù hợp với nhu cầu thực tế của người dân, thay vì chạy theo phân khúc cao cấp và đầu cơ.

Tài liệu tham khảo

1. Anh, H.T.P. & Phương, N.H. (2022). Điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong bối cảnh đại dịch COVID-19. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*;
2. Ngọc, T. & Lan, Q. (2023). Bất động sản trong mối liên hệ với chính sách tiền tệ. *Kinh tế Sài Gòn Online*;
3. Trang, P. (2022). Tác động tràn của chính sách tiền tệ Mỹ đến thị trường tài chính Việt Nam. *Tạp chí Ngân hàng*;
4. Hằng, P. (2022). Giai đoạn chuỗi cung ứng kéo dài, thị trường nhà ở "gập khúc". *Tạp chí Diễn đàn Doanh nghiệp*;
5. Tú, H. N., & Lan, P. Q. (2023). Chính sách tiền tệ tác động đến thị trường bất động sản tại các quốc gia trên thế giới và một số khuyến nghị đối với Việt Nam. *Tạp chí Ngân hàng*;
6. Tuấn, Đ. H. (2023). FED tăng lãi suất và tác động đến Việt Nam trong bối cảnh hiện nay. *Tạp chí Ngân hàng*;
7. Lalaine C. Delmendo (2024). Vietnam's Residential Property Market Analysis 2024. *Global Property Guide*.

Thông tin tác giả:

Võ Thị Huyền Trang - Sinh viên Viện Quản trị Kinh doanh

- Đại học Kinh tế Quốc dân

Nguyễn Trà My - Sinh viên Viện Kế toán và Kiểm toán - Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: tracyvojjob@gmail.com