

**Michael Kokalari, CFA**

**Giám đốc phòng Phân tích kinh tế vĩ mô và Nghiên cứu thị trường**

## **VẤN ĐỀ THANH KHOẢN CỦA CÁC NHÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN TRONG BỐI CẢNH NHU CẦU NHÀ Ở TẠI VIỆT NAM VẪN TĂNG CAO**

Trong năm qua, các vấn đề thanh khoản càng trầm trọng đối với các nhà phát triển bất động sản của Việt Nam. Đỉnh điểm là vào tuần trước, Novaland, một trong những nhà phát triển bất động sản lớn nhất tại Việt Nam, đã chậm thanh toán một trong những lô trái phiếu đang lưu hành<sup>1</sup>. Các chu kỳ bùng nổ và suy thoái bất động sản thường xảy ở các thị trường mới nổi, đặc trưng chung là do việc xây dựng quá nhiều nhà ở mới, nhưng thị trường nhà ở Việt Nam *lại thiếu nguồn cung*; do đó các vấn đề dòng tiền hiện tại của các nhà phát triển bất động sản không phải là do thị trường thiếu nhu cầu. Nhu cầu sở hữu nhà ở mới tại Việt Nam vượt xa nguồn cung hàng năm của các đơn vị cung cấp<sup>2</sup>, và mức cho vay mua nhà tại Việt Nam còn khiêm tốn chiếm khoảng 20%/GDP.

Vì vậy, vấn đề chủ yếu mà các nhà phát triển bất động sản đang thực sự gặp phải là những khó khăn trong việc đáo nợ, điều họ cần phải làm để hoàn thành các dự án còn tồn đọng và trả các khoản vay. Vấn đề “lỗ hổng thanh khoản” này có thể sẽ được giải quyết bằng các chính sách của Chính phủ chứ không phải bằng tiền ngân sách. Ngoài ra, chúng tôi không cho rằng nợ xấu của các ngân hàng sẽ tăng đáng kể, bởi vì khả năng giảm giá nhà ở là (rất) hạn chế khi có sự chênh lệch lớn giữa cung và cầu đối với nhà ở mới tại Việt Nam.

### Thấu hiểu vấn đề và Giải pháp tiềm năng

Các nhà phát triển bất động sản tại Việt Nam đang gặp khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng trong nhiều tháng qua và một số đang gặp khó khăn trong việc đáo hạn trái phiếu. Phần lớn vấn đề bắt nguồn từ những khó khăn họ đang phải đối mặt để được phê duyệt dự án – bởi vì các ngân hàng

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-23/vietnam-property-woes-deepen-as-no-2-firm-delays-bond-payment>

<sup>2</sup> Chúng tôi (và những bên khác) tin rằng số lượng nhà ở mới chỉ đáp ứng chưa đủ một nửa nhu cầu về nhà ở của người Việt hàng năm – với nhu cầu dồi dào đến từ đô thị hóa, dân số và tăng trưởng GDP bình quân đầu người

yêu cầu phê duyệt/cung cấp tài liệu thích hợp để gia hạn các khoản vay được thế chấp bởi các dự án đó. Thêm vào đó: 1) một số nhà phát triển bất động sản đã xây dựng quá nhiều dự án “cao cấp” không phù hợp với người mua nhà thuộc tầng lớp trung lưu mới nổi, 2) tính thanh khoản trong hệ thống ngân hàng của Việt Nam hiện đang đặc biệt eo hẹp, và 3) các nhà phát triển bất động sản cũng phải đổi mới với các vấn đề cơ cấu khi tiếp cận thanh khoản mà chúng tôi đã đề cập trong báo cáo này.

Các nhà phát triển bất động sản Việt Nam không có đủ nguồn vốn dài hạn để hỗ trợ các hoạt động tạo lập “quỹ đất”. Nói cách khác, các miếng đất thô đó không thể dùng đi vay vốn cho đến khi đã được chuyển đổi sang đất ở và dự án đã được phê duyệt. Trong những năm gần đây, các nhà phát triển bất động sản đáp ứng nhu cầu huy động vốn bằng việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp kỳ hạn hai năm, phần lớn được mua bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ như giải pháp thay thế tiền gửi ngân hàng. Tuy nhiên, một số nhà phát triển đã sử dụng số tiền huy động được bằng cách phát hành trái phiếu cho các mục đích khác với mục đích được nêu trong bản cáo bạch trái phiếu, dẫn đến một số vụ bắt giữ lãnh đạo doanh nghiệp, cũng như tăng cường kiểm soát phát hành trái phiếu doanh nghiệp theo cơ chế mới với Nghị định 65.

Vài tuần qua, các cơ quan nhà nước và lãnh đạo ngành bất động sản đã tăng cường thảo luận nhằm giải quyết các vấn đề với thị trường bất động sản Việt Nam, đưa ra một loạt các sáng kiến và đề xuất như sau:

Sáng kiến và đề xuất	Chi tiết
Tháo gỡ vướng mắc cho 7 dự án bất động sản tại TP.HCM	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sáng kiến sơ bộ để giải quyết các vướng mắc liên quan đến phê duyệt dự án (ví dụ: đấu giá quyền sử dụng đất, nộp tiền sử dụng đất, điều kiện bán căn hộ).</li> </ul>
Gói tín dụng trị giá ~10 tỷ USD được Chính phủ hỗ trợ dành cho nhà phát triển bất động sản và người mua nhà	<ul style="list-style-type: none"> <li>Các khoản vay trợ cấp cho người mua nhà và nhà phát triển bất động sản.</li> <li>Tập trung vào nhà ở giá rẻ.</li> <li>Nguồn vốn từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, khoảng 2-3%/GDP.</li> </ul>
Giảm bớt những biện pháp kiểm soát mới trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sửa đổi Nghị định 65 để bỏ một số hạn chế mới đã được thảo luận trong 3 tháng nay.</li> <li>Các đề xuất hiện tại bao gồm cho các nhà phát hành trái phiếu trì hoãn việc thanh toán lại sau 2 năm và thanh toán bằng tài sản thay vì bằng tiền mặt (nghĩa là các nhà đầu tư</li> </ul>

	trái phiếu có thể được hoàn trả bằng cổ phiếu hoặc bất động sản).
--	---

Hai tuần trước, Thủ tướng Chính phủ đã tổ chức hội nghị về lĩnh vực bất động sản, tập trung giải quyết các vấn đề đang cản trở ngành bất động sản Việt Nam. Hội nghị này có sự tham dự của các viên chức từ các bộ ngành Chính phủ, chính quyền địa phương cũng như giám đốc điều hành từ các nhà phát triển bất động sản lớn và các ngân hàng. Bên cạnh đó, Phó Chủ tịch UBND TP.HCM đã có buổi họp được công bố rộng rãi để rà soát 7 dự án của TP.HCM bị chậm triển khai do vướng pháp lý/quy hoạch – trong đó có 2 dự án do Novaland làm chủ đầu tư.

Trong buổi họp đầu tiên, Thủ tướng Phạm Minh Chính nhận xét các chủ đầu tư đã quá tập trung phát triển nhà ở cao cấp, thay vì cung cấp nhà ở với giá cả hợp lý cho thị trường và yêu cầu các cơ quan Chính phủ “các cấp” tháo gỡ những vướng mắc cản trở quá trình phê duyệt dự án. Hầu hết các chuyên gia bất động sản Việt Nam (bao gồm các chuyên gia bất động sản của VinaLiving ở VinaCapital) tin rằng quy trình phê duyệt chậm là vấn đề lớn nhất mà ngành này hiện đang phải đối mặt, nhưng nhiều cơ quan hiện đang thận trọng trong việc ký duyệt các dự án mới<sup>3</sup>, theo Bloomberg và những trang báo khác.

### Giải quyết các vấn đề thanh khoản

Tại hội nghị do Thủ tướng chủ trì, khả năng về việc có hai gói cho vay mới do Chính phủ hỗ trợ, mỗi gói sẽ cung cấp khoảng 5 tỷ USD tín dụng mới cho cả nhà phát triển bất động sản và người mua nhà đã được đề xuất. Theo hiểu biết của VinaCapital, chi tiết của các gói tín dụng mới vẫn đang được thảo luận, nhưng trọng tâm sẽ là tài trợ cho việc phát triển và mua nhà ở giá rẻ và các chương trình này có thể sẽ được quản lý thông qua các Ngân hàng Thương mại Nhà nước với nguồn tiền được rót trực tiếp từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Thêm vào đó, các quy định mới của Chính phủ về thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam vào năm ngoái đã tác động đến khả năng tái cấp vốn/dảo hạn trái phiếu doanh nghiệp của các nhà phát triển bất động sản. Tuy nhiên, các thảo luận về việc sửa đổi Nghị định 65 có thể giúp giảm bớt một số hạn chế mới, như các nhà phát triển bất động sản sẽ có thể hoàn trả một tỷ lệ đáng kể trong số trái phiếu doanh nghiệp sắp đáo hạn dưới hình thức bất động sản và/hoặc cổ phiếu mới phát

---

<sup>3</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-22/do-nothing-bureaucrats-are-imperiling-vietnam-s-economic-boom>

hành. Ngoài ra, việc thực hiện các hạn chế đối với các nhà đầu tư nhỏ lẻ (chiếm tỷ lệ lớn những người mua trái phiếu doanh nghiệp) mua trái phiếu mới phát hành có thể sẽ được hoãn lại một năm.

### *Thiếu hụt thanh khoản trong hệ thống Ngân hàng Việt Nam*

Lãi suất cho vay mua nhà ở Việt Nam hiện đang trên 12% là quá cao đối với một số người mua nhà tiềm năng, trong khi lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng tư nhân ở Việt Nam hiện là trên 8% đối với tiền gửi 1 năm. Vì vậy, các nhà đầu tư thường mua căn hộ để kiếm lời giờ đây gửi tiền vào ngân hàng. Chúng tôi tin rằng lãi suất tiền gửi 6-12 tháng giảm khoảng 2% xuống còn ~6%, cùng với sự mất giá 1-2% của giá trị đồng Việt Nam có thể sẽ thúc đẩy những người gửi tiết kiệm chuyển tiền từ tiền gửi ngân hàng sang bất động sản cho thuê và cổ phiếu. Nhưng lượng tiền gửi có thể khó giảm nhiều vào năm 2023 vì tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng tiền gửi khoảng 3% mỗi năm trong ba năm qua, khiến tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) trên toàn hệ thống tại Việt Nam (như được tính ở hầu hết các quốc gia) gần 100% vào cuối năm 2022.

Chính phủ có thể giúp đẩy nhanh quá trình hạ hố số LDR trên toàn hệ thống bằng cách bơm thêm thanh khoản vào thị trường bằng cách: 1) xây dựng lại dự trữ ngoại hối của NHNN<sup>4</sup>, điều này có thể bơm khoảng 20 tỷ USD vào nền kinh tế trong năm nay, 2) tài trợ cho các gói cho vay khoảng 10 tỷ USD do Chính phủ hỗ trợ như đề cập ở trên thông qua Ngân hàng Nhà nước, và 3) Chính phủ hiện có hơn 20 tỷ USD để đầu tư cho cơ sở hạ tầng chưa được giải ngân ở Ngân hàng Nhà nước và có thể sử dụng một phần trong số đó để đáp ứng mục tiêu chi 30 tỷ USD cho phát triển cơ sở hạ tầng trong năm nay.

Cuối cùng, VinaCapital kỳ vọng GDP danh nghĩa của Việt Nam (nghĩa là bao gồm cả lạm phát) sẽ tăng khoảng 10% trong năm nay. Điều này có thể thu hút khoảng 40 tỷ USD tiền gửi ngân hàng trong năm nay. Nếu Chính phủ bơm 40-50 tỷ USD thanh khoản vào nền kinh tế, điều này dẫn đến tăng trưởng tiền gửi ngân hàng có thể vượt tăng trưởng cho vay toàn hệ thống khoảng 3%, và làm cho lãi suất huy động giảm nhẹ ở Việt Nam (tức là tăng trưởng cho vay đạt 13% so với tăng trưởng tiền gửi đạt 16%).

### Kết luận

Triển vọng dài hạn cho thị trường bất động sản Việt Nam vẫn vững mạnh. Tăng trưởng kinh tế cao đang thúc đẩy nhu cầu nhà ở mới của nhóm người tiêu dùng trung lưu mới nổi ngày càng đông đảo, nhưng số lượng nhà ở mới phù hợp với những người mua nhà tiềm năng này lại thấp hơn nhiều so

<sup>4</sup> Chỉ số LDR được các Ngân hàng Việt Nam báo cáo thấp hơn 99%, nhưng các ngân hàng dựa sự tăng trưởng tiền gửi trên các tính toán tiêu chuẩn quốc tế

với nhu cầu. Bất chấp những động lực cung và cầu thuận lợi đó, một số nhà phát triển bất động sản Việt Nam đang phải đối mặt với những thách thức về thanh khoản, chủ yếu là do quá trình phê duyệt dự án chậm. Vì vậy, VinaCapital thấy một số tín hiệu lạc quan khi Chính phủ có hành động để hỗ trợ tháo gỡ khó khăn cho các nhà phát triển bất động sản.

**Tuyên bố từ chối trách nhiệm**

© 2022 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã đăng ký Bản quyền. Báo cáo này đã được chuẩn bị và đang được VCFM hoặc một trong các chi nhánh của VCFM phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không tuyên bố về tính chính xác của thông tin đó. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày xuất bản. Chúng không phản ánh rõ ràng ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi hoặc theo bất kỳ cách nào để sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dữ báo hoặc ước tính nào trong báo cáo thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Thông tin cũng như bất kỳ ý kiến nào được thể hiện trong báo cáo này đều không phải là lời đề nghị hoặc lời mời đưa ra để nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền chọn, hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ chứng khoán nào. Nó cũng không nên được hiểu là một quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành chung và chỉ cung cấp thông tin chung. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể lên xuống. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra các quyết định tài chính của riêng mình dựa trên các cổ vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của họ. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản của VCFM. Vui lòng trích dẫn nguồn khi trích dẫn.