

Mối quan hệ giữa chính sách tín dụng và thị trường bất động sản

PHẠM HỮU HỒNG THÁI

Trường Đại học Tài chính - Marketing - phh.thai@ufm.edu.vn

HỒ THỊ LAM

Trường Đại học Tài chính - Marketing - lamhothi@gmail.com

Ngày nhận:

07/07/2016

Ngày nhận lại:

28/09/2016

Ngày duyệt đăng:

29/09/2016

Mã số:

0716-G19-V01

Tóm tắt

Trong những thập kỉ qua, nhiều nghiên cứu trên thế giới được thực hiện nhằm chứng minh chính sách TD (CSTD) có tương quan chặt chẽ với thị trường bất động sản (TTBĐS) ở cả các nền kinh tế phát triển và đang phát triển. Để kiểm chứng mối quan hệ này tại thị trường VN, nghiên cứu sử dụng mô hình Panel VAR, đặc biệt tập trung vào hàm phản ứng xung trực giao (OIRF) với dữ liệu trong giai đoạn 2009–2015. Các kết quả chính của nghiên cứu cho thấy tồn tại mối quan hệ đa chiều giữa tín dụng ngân hàng (TDNH) đại diện cho CSTD, TTBĐS và hoạt động nền kinh tế. Trong đó, mối quan hệ giữa CSTD và TTBĐS là mối quan hệ củng cố lẫn nhau, khi có một sự biến động trên thị trường này sẽ dẫn đến biến động trên thị trường còn lại theo hướng tương tự.

Abstract

Từ khóa:

Chính sách tín dụng;
Panel VAR; Thị trường
bất động sản; tín dụng;
bất động sản.

Keywords:

Credit policy; Panel
VAR; Real estate market,
Real estate credit.

A close correlation, revealed by the studies of Hutchison and McDill (1999) and Hilbers et al. (2001), exists between credit policy and real estate market in developed and developing economies during past decades. In terms of the Vietnam's market, to examine this relation this study employs panel VAR model for the 2009–2015 dataset with a particular focus on orthogonal impulse response function (OIRF). The results demonstrate existence of multidimensional relations among bank credit, a proxy for credit policy, real estate market, and economic operations. Additionally, the linkage between credit policy and real estate market is found to be a supportive one, in which an increase in this market can make the other change in the same way.

1. Giới thiệu

Trong những thập kỉ gần đây, hầu hết các nước công nghiệp và nước đang phát triển đều trải qua các giai đoạn bùng nổ và sụp đổ thị trường tín dụng (TTTD). Những chu kì tín dụng (CKTD) này thường trùng với các chu kì hoạt động của nền kinh tế và giá tài sản (thường là bất động sản - BĐS) (Goodhart & Hofmann, 2004). Sự tái phát của chu kì bùng nổ và sụp đổ trong TT BĐS và TTTD, tiếp theo là suy yếu trong lĩnh vực tài chính và áp lực giảm phát giá hàng hóa dẫn đến sự quan tâm của cả giới học thuật và các nhà hoạch định chính sách trong nghiên cứu mối liên hệ giữa giá BĐS và tín dụng (TD), hay mối quan hệ giữa TT BĐS và CSTD trong nền kinh tế.

Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu tìm hiểu, xem xét đến mối quan hệ giữa TT BĐS và CSTD. Nhìn chung, phần lớn các nghiên cứu đều gặp phải một số vấn đề: Không thể phân biệt được hướng của quan hệ nhân quả giữa TD và giá BĐS (Lotfi, 2014), hoặc dường như tập trung hơn vào tác động của TT BĐS đến TD mà ít quan tâm chiều ngược lại (Goodhart, 1995; Hofmann, 2004). Ở VN cũng đã có một số nghiên cứu tương tự nhưng chỉ tập trung đánh giá thực trạng và phân tích chủ quan mà chưa đi sâu phân tích bằng chứng thực nghiệm của mối liên kết này (Đoàn Thanh Hà & Lê Thanh Ngọc, 2013). Nguồn vốn chủ yếu cho phát triển TT BĐS VN là từ TDNH, và những CSTD gần đây (ví dụ: gói TD 30.000 tỉ, hoặc giảm hệ số rủi ro đối với kinh doanh BĐS xuống 150% đi kèm với tăng tỉ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 30% đến 60% tại Thông tư 36/2014/TT-NHNN...) là những động lực nhất định để TT BĐS phục hồi sau giai đoạn đóng băng trước đó, vì vậy, hướng tác động có vẻ theo chiều từ CSTD đến TT BĐS hơn là ngược lại. Thêm vào đó là những lo lắng gần đây của các nhà đầu tư cũng như giới nghiên cứu chính sách về các tác động của việc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) ban hành Thông tư 06/2016/TT-NHNN đối với sự phát triển của thị trường này chưa được nghiên cứu một cách cụ thể và khoa học mà chủ yếu dựa trên những phân tích chủ quan. Trong nghiên cứu này, tác giả kiểm tra mối quan hệ nhân quả giữa TDNH và giá BĐS tại VN bằng cách sử dụng mô hình Panel VAR, đặc biệt tập trung vào hàm phản ứng xung trực giao (OIRF). Những biến động có tính chu kì trên TT BĐS và TDNH ở nước ta trong thời gian vừa qua (trải qua thời kì đóng băng trong giai đoạn 2009–2013 và giai đoạn phục hồi 2014–2015) cung cấp một trường hợp nghiên cứu hữu ích cho mối quan hệ giữa CSTD, TT BĐS và hoạt động kinh tế. Kết quả của nghiên cứu sẽ cung cấp cơ sở tin cậy cho các nhà hoạch định chính sách nhằm có những giải pháp thích hợp khi điều tiết

CSTD đối với TTBDS, đây cũng sẽ là những thông tin hữu ích đối với các nhà đầu tư trên thị trường trước những động thái của NHNN.

2. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

CSTD được điều hành thông qua điều chỉnh TDNH trong nền kinh tế. Theo lý thuyết giảm phát nợ của Fisher (1933), mối quan hệ giữa TDNH và giá BĐS được thúc đẩy bởi những vòng xoáy ốc trong giảm phát tại Mỹ và các nước khác trong thời kì đại suy thoái 1929–1932. Fisher (1933) phát triển một chuỗi các mối liên hệ giữa giá tài sản, giá cả hàng hóa, hoạt động kinh tế và các lĩnh vực tài chính, trong đó có thể khởi động một vòng xoáy giảm phát khi một cú sốc tiêu cực xảy ra. Trước làn sóng lạc quan và tự tin, dẫn đến đầu tư quá mức, nợ quá mức và giá tài sản tăng cao, bảng cân đối kế toán của công ty, hộ gia đình chịu tác động lớn từ giá tài sản và biến động lãi suất. Do đó, khi có một sự sụt giảm đột ngột lòng tin đã kéo theo mong muốn giảm nợ, tiếp theo là thanh lý tài sản, dẫn đến giảm giá tài sản và lãi suất thực tăng cao. Kết quả là giảm giá trị tài sản ròng của người đi vay gây nên một làn sóng phá sản, thu hẹp cho vay ngân hàng và giảm sản lượng (GDP). Những vấn đề này lại tiếp tục tạo nên một làn sóng suy yếu niềm tin, thị trường tiếp tục có những phản ứng thái quá hơn, càng làm giảm giá tài sản thêm nữa, giá tiêu dùng cũng tiếp tục giảm, dẫn đến giảm tiếp giá trị tài sản ròng của khách hàng vay, do đó giảm phát dần theo đường xoắn ốc. Quá trình này được gia tăng bởi ảnh hưởng tiêu cực lên bảng cân đối của các tổ chức tài chính do giá trị tài sản giảm và tỉ lệ nợ xấu gia tăng, càng làm cho tổ chức TD thu hẹp cho vay (dù tự giác hay bị bắt buộc bởi các nhà điều hành), và cá nhân người đi vay cũng mong muốn giảm nợ, thanh lý tài sản để bắt đầu lại một chu trình phát triển mới.

Bắt nguồn từ lý thuyết giảm phát nợ của Fisher (1933), những nghiên cứu tiếp theo tiếp tục phát triển các lý thuyết mới nhằm tìm hiểu mối liên hệ giữa giá tài sản, hệ thống tài chính và nền kinh tế. Trong đó, mối liên hệ giữa TD và giá BĐS (hay CSTD và TTBDS) có thể bắt nguồn thông qua hiệu ứng tài sản nhà ở và hiệu ứng tài sản thế chấp trên cung và cầu TD, và thông qua ảnh hưởng của biến động nguồn cung TD đến giá BĐS.

Tác động của giá BĐS đến TDNH

Giá BĐS có thể ảnh hưởng đến TDNH thông qua các hiệu ứng tài sản khác nhau. Điều này chủ yếu liên quan đến vai trò của thông tin bất cân xứng trong TTTD làm phát

sinh rủi ro đạo đức hoặc các vấn đề lựa chọn đối nghịch (Bernanke & Gertler, 1989; Kiyotaki & Moore, 1997; Bernanke & Gertler, 1999).

Những tác động của giá BĐS đến TDNH đầu tiên được giải thích qua hiệu ứng tài sản nhà ở. Giá tài sản nhà ở có thể có một tác động trực tiếp đến nhu cầu TD. Giá tài sản ảnh hưởng đến nhận thức tài sản suốt đời của người tiêu dùng, lôi kéo họ thay đổi kế hoạch chi tiêu và vay mượn để điều hòa tiêu dùng trong vòng đời. Do đó, một sự thay đổi trong giá tài sản có thể gây ra một sự thay đổi trong nhu cầu TD theo cùng một hướng.

Hiệu ứng tài sản thế chấp của giá nhà bắt nguồn từ thực tế là tài sản nhà ở thường được sử dụng như tài sản thế chấp cho các khoản vay, do đó, giá BĐS là một yếu tố quyết định quan trọng của năng lực vay vốn của khu vực tư nhân. Như một hệ quả, giá nhà cao hơn không chỉ khiến chủ nhà chi tiêu và vay mượn nhiều hơn theo mô hình vòng đời tiêu dùng mà còn làm tăng năng lực vay vốn của họ (Goodhart & Hofmann, 2008). Ngoài ra, giá nhà tăng làm tăng giá trị của nhà ở liên quan đến chi phí xây dựng (tỉ số Tobin's Q cho đầu tư nhà ở). Việc xây dựng nhà ở mới có lợi nhuận khi giá nhà tăng cao hơn chi phí xây dựng. Do đó, đầu tư nhà ở là một hàm dương của giá nhà. Hơn nữa, giá trị của tài sản và đất được thế chấp cũng ảnh hưởng đến khả năng vay nợ và tài trợ cho đầu tư kinh doanh của các doanh nghiệp, điều này tạo ra một liên kết dương giữa giá nhà và đầu tư kinh doanh (Goodhart & Hofmann, 2008).

Các hiệu ứng tài sản và tài sản thế chấp của giá nhà đến tiêu dùng và đầu tư hàm ý điều chỉnh trong cung và cầu TD, do đó có khả năng dẫn đến mối quan hệ nhân quả giữa giá nhà và TD. Giá nhà ảnh hưởng đến cầu TD thông qua hiệu ứng tài sản đến tiêu dùng và hiệu ứng Tobin's Q về đầu tư, trong khi hiệu ứng tài sản thế chấp cũng có tác động đến nguồn cung TD. Các hiệu ứng cung TD có thể phát sinh thông qua ảnh hưởng của giá nhà đến bảng cân đối tài sản của các ngân hàng (Keynes, 1931). Giá tài sản ảnh hưởng đến giá trị vốn của ngân hàng trực tiếp thông qua sự giàu có tài sản BĐS của ngân hàng, và gián tiếp thông qua tác động đến giá trị của các khoản vay có bảo đảm bằng BĐS. Chen (2001) phát triển một mô hình cân bằng tổng thể, trong đó giá trị ròng của cả người vay nợ và ngân hàng đều ảnh hưởng đến nguồn cung TD: Giá trị ròng của người vay hoạt động như một cơ chế khuyến khích và tài sản thế chấp cho các ngân hàng; còn nguồn vốn ngân hàng như là một cơ chế khuyến khích và như tài sản thế chấp cho các nhà cung cấp vốn vay của ngân hàng. Vì vậy, sự sẵn có của vốn vay tại các ngân hàng phụ thuộc vào giá trị vốn hóa của họ. Vì khoản vay được đảm bảo thường bằng BĐS,

chứ không phải bằng vốn cổ phần (Borio, 1996), và vì BĐS chiếm một tỉ lệ lớn hơn đáng kể so với vốn cổ phần trong tài sản của khu vực tư nhân (OECD, 2000), do đó có thể kì vọng rằng giá BĐS có ảnh hưởng lớn hơn tới bảng cân đối tài sản của các hộ gia đình, các công ty và các ngân hàng so với giá cổ phiếu.

Tác động của TDNH đến TT BĐS

Kindleberger (1978) và Minsky (1982) lập luận rằng TD cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá tài sản, do đó mà củng cố lẫn nhau ở chu kì bùng nổ - sụp đổ trong TT BĐS và tài sản.

Một sự thay đổi ngoại sinh trong nguồn cung TD, ví dụ được thúc đẩy bởi tự do hóa tài chính, hay tác động của CSTD của chính phủ, có thể lần lượt ảnh hưởng đến giá nhà. Khi đó, giá BĐS có thể được xem như là giá tài sản, được xác định bởi việc chiết khấu các dòng tiền trong tương lai của suất sinh lợi BĐS. Tăng cung TD làm giảm lãi suất cho vay và kích thích hoạt động kinh tế được kì vọng ở hiện tại cũng như trong tương lai. Kết quả là, giá BĐS có thể tăng do suất sinh lợi kì vọng trên BĐS cao hơn cũng như tỉ lệ chiết khấu thấp hơn. Tuy nhiên, giá BĐS có thể không tuân theo công thức định giá tài sản như phương pháp thông thường mà đơn giản có thể chỉ là sự gia tăng tính sẵn có của TD làm tăng nhu cầu về nhà ở ở các hộ gia đình bị hạn chế vay mượn. Với nguồn cung cấp tạm thời cố định vì thời gian cần thiết để xây dựng các đơn vị nhà ở mới, mức tăng trong cầu nhà ở này sẽ được phản ánh trong giá BĐS cao hơn (Goodhart & Hofmann, 2008).

Sự trùng hợp của chu kì phát triển trong TDNH và giá BĐS đã được ghi nhận và thảo luận rộng rãi trong các tài liệu định hướng chính sách (BIS, 2001; IMF, 2000). Bên cạnh đó, cũng có khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện xoay quanh chủ đề này, tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu chỉ giải thích mối quan hệ một chiều. Collins và Senhadji (2002) thấy rằng tăng trưởng TD có ảnh hưởng đáng kể đồng thời đến giá nhà ở tại một số nền kinh tế châu Á. Hofmann (2004) phân tích vai trò của giá BĐS trong việc giải thích tính năng động của TD ở các nước công nghiệp từ năm 1980 đã chứng minh giá BĐS là một yếu tố quyết định quan trọng của sự phát triển xu hướng dài hạn trong TD ở giai đoạn này và tăng giá BĐS có tác động dương cao đáng kể đến tính năng động của TD.

Một số nghiên cứu điều tra đặc tính hai chiều trong mối quan hệ giữa TD và TT BĐS. Hofmann (2003); Goodhart và cộng sự (2006); Goodhart và Hofmann (2004) phân tích mối quan hệ giữa TDNH và giá BĐS dựa trên khung phân tích thực nghiệm đa biến và

tìm thấy trên thực tế mối quan hệ nhân quả có vẻ đi theo cả hai hướng, nhưng ảnh hưởng của giá BĐS đến TD đường như lớn hơn ảnh hưởng của TD đến giá BĐS. Gerlach và Peng (2005) điều tra mối quan hệ dài hạn giữa TDNH và giá BĐS tại Hồng Kông và thấy rằng sự tương quan mạnh mẽ giữa giá BĐS và TDNH dường như là do giá BĐS ảnh hưởng đến TDNH hơn là ngược lại.

Tại VN, một số nghiên cứu cũng đã tập trung tìm hiểu mối quan hệ giữa CSTD và TTBDŜ trong nước, ví dụ Đoàn Thanh Hà và Lê Thanh Ngọc (2013) cho rằng trong dài hạn việc gia tăng TDNH có thể làm giảm giá BĐS do tăng cung, tuy nhiên trong ngắn hạn bằng việc tác động lên cầu TD, tăng trưởng TDNH sẽ kéo theo tăng trưởng TTBDŜ, đến lượt nó, giá BĐS tăng thúc đẩy cầu TD tăng. Tuy nhiên, các nghiên cứu chỉ dừng lại ở phân tích và đánh giá thực trạng mà chưa đánh giá độ lớn và chiều hướng tác động cụ thể của chúng.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Phân tích dựa trên dữ liệu theo quý trong giai đoạn 2009–2015. Để đại diện cho CSTD, tác giả sử dụng biến TD bất động sản (TD BĐS). Dữ liệu TD BĐS được thu thập từ báo cáo tài chính và thuyết minh báo cáo tài chính của các ngân hàng thương mại (NHTM) tương ứng. Tác giả đưa vào mẫu 18 NHTM¹, trong đó gồm có: 3 NHTM cổ phần nhà nước và 15 NHTM cổ phần vừa và nhỏ. Tuy nhiên, một số ngân hàng chỉ công bố số liệu hàng quý, số khác công bố theo năm hoặc định kỳ 6 tháng. Để đảm bảo tính thống nhất về tần suất dữ liệu, cũng như đảm bảo số quan sát cho nghiên cứu, theo Hofmann (2004) và Goodhart và cộng sự (2006), tác giả thực hiện nội suy tuyến tính dữ liệu năm hoặc 6 tháng thành dữ liệu quý trước khi đưa vào mô hình.

Chỉ số giá BĐS ở VN đại diện cho hoạt động của TTBDŜ là chỉ số giá nhà ở được tính toán và thống kê bởi Tập đoàn BĐS quốc tế Savills. Chỉ số này được Savills xây dựng dựa trên một mẫu gồm hơn 200 dự án nhà ở trên thị trường sơ cấp và thứ cấp tại TP.HCM và hơn 160 dự án trên thị trường sơ cấp và thứ cấp tại Hà Nội. Trong việc tính toán chỉ số, Savills sử dụng rổ dự án nhất quán và được cập nhật. Phương pháp này cho phép rổ dự án cố định được duy trì nhằm so sánh giá cả giữa các quý; tuy nhiên, dự án mới vẫn được cập nhật vào rổ để đảm bảo phản ánh kịp thời các chuyển động của thị trường. Ngoài ra, Savills áp dụng tỉ số thanh khoản để có thể điều chỉnh giữa giá chào bán thực tế và giá giao dịch ước tính của thị trường. Tỉ số thanh khoản khá nhạy cảm với

các biến động của thị trường và do đó tự thân tỉ số này có thể được sử dụng như một công cụ đánh giá thị trường khá hữu hiệu. Tác giả sử dụng chỉ số giá nhà ở trung bình để đại diện cho TT BĐS VN, trong đó, dữ liệu được cung cấp bởi Savills.

Ngoài ra, dựa theo kết quả nghiên cứu của Goodhart và Hofmann (2008), Iacoviello và Minetti (2008), nghiên cứu sử dụng các biến vĩ mô bao gồm tỉ lệ lạm phát (đại diện cho các yếu tố danh nghĩa trong nền kinh tế), GDP thực (đại diện cho hoạt động kinh tế tổng hợp thực) và lãi suất cho vay thực trên thị trường tiền tệ (đại diện cho chi phí tài chính tổng hợp) để kiểm soát nhằm nhận diện chính xác mối quan hệ giữa CSTĐ và TT BĐS trong nước. Các dữ liệu vĩ mô được thu thập từ IFS (IMF) và Datastream.

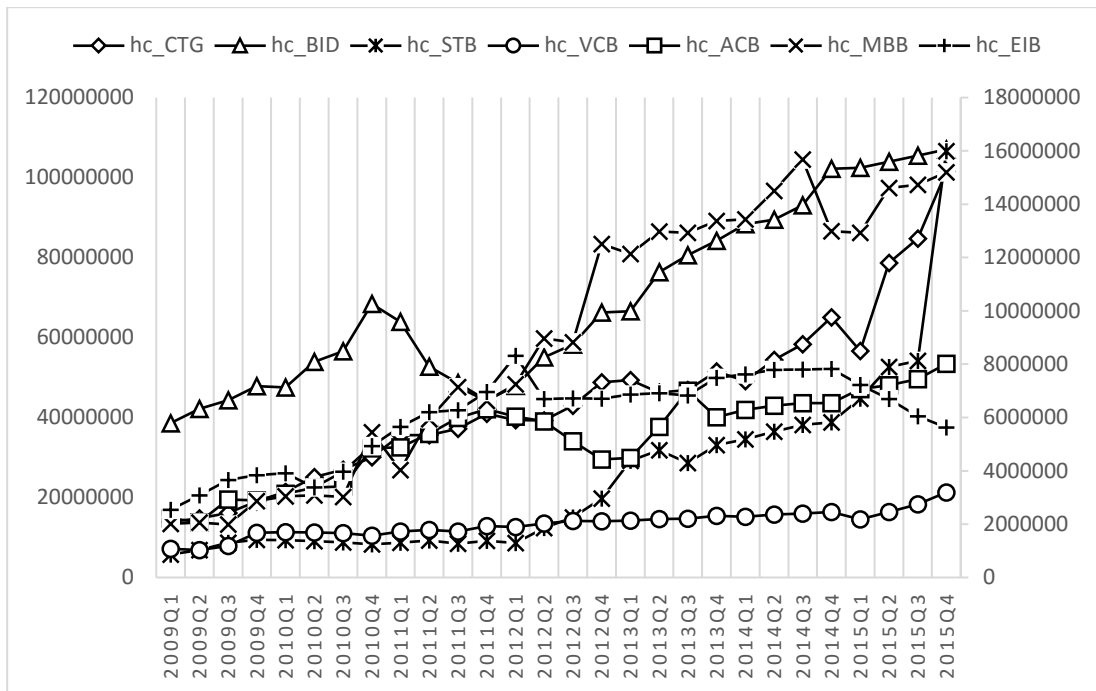
Các biến trong mô hình gồm: TD BĐS thực (hc), GDP thực (y), giá BĐS thực (hp), lãi suất cho vay ngắn hạn thực (r) và tỉ lệ lạm phát hàng năm theo quý (inf). TD BĐS danh nghĩa, giá BĐS được chuyển đổi sang chuỗi thực bằng cách chia cho chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Lãi suất cho vay ngắn hạn thực được đo bằng lãi suất cho vay danh nghĩa ngắn hạn trừ đi tỉ lệ lạm phát hàng quý. Ngoài trừ lãi suất và tỉ lệ lạm phát, tất cả các chuỗi dữ liệu được hiệu chỉnh mùa vụ sử dụng thủ tục Census X-12, sau đó, được chuyển sang Logarit tự nhiên để có chuỗi dữ liệu ổn định hơn. Biến lãi suất và lạm phát được giữ ở đơn vị %.

Bảng 1

Thống kê mô tả

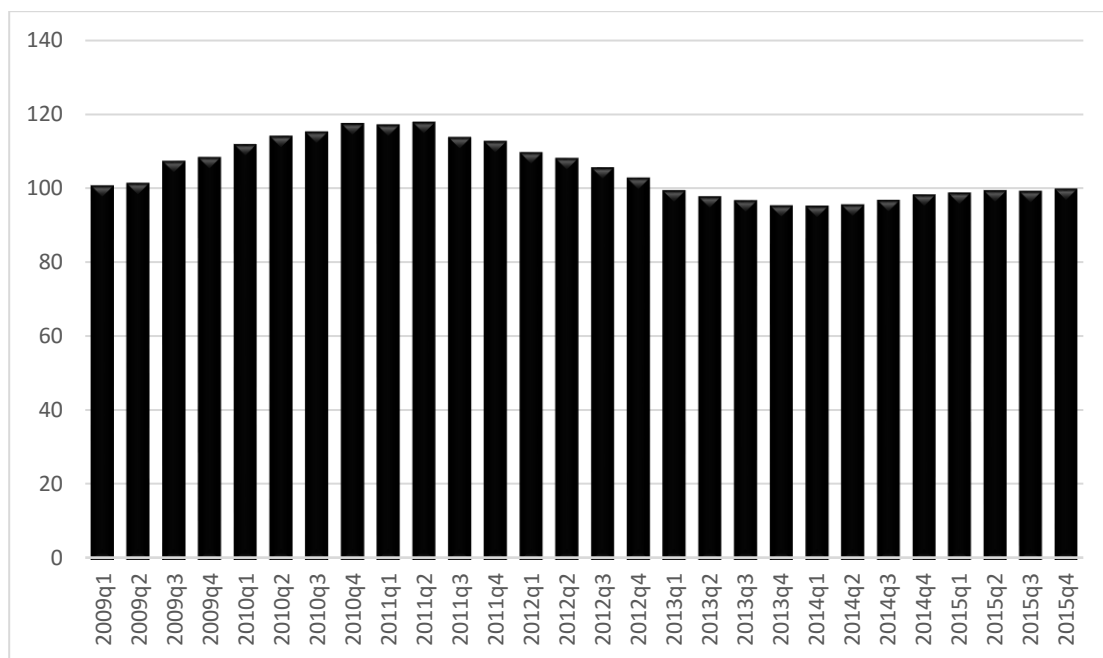
Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
y	504	29,391	0,173	29,110	29,665
inf	504	7,949	5,858	0,498	22,534
hc	412	10,750	1,452	4,259	13,513
hp	504	-0,263	0,223	-0,490	0,121
r	504	3,450	3,499	-5,991	7.768

Thống kê mô tả các biến được trình bày ở Bảng 1. Trong giai đoạn nghiên cứu, hầu hết các biến đều có trung bình dương, ngoại trừ chỉ số giá nhà. Lạm phát biến động mạnh nhất, thể hiện ở độ lệch chuẩn cao nhất (5,858), trong khi giá nhà được xem là khá ổn định trong các biến với độ lệch chuẩn rất nhỏ (0,223).



Hình 1. TD BĐS giai đoạn 2009–2015

Hình 1 cho thấy xu hướng chung tại các NHTM sau giai đoạn tăng trưởng đến trước năm 2010, các ngân hàng thận trọng hơn trong việc cho vay BĐS của giai đoạn 2011–2013, tuy nhiên những năm gần đây, hoạt động cho vay BĐS tại các NHTM lại tăng trưởng nhanh trở lại. Biến động chỉ số giá BĐS (Hình 2) cũng có chiều hướng tăng trưởng tương tự, thể hiện ở tăng nhanh trong giai đoạn trước 2011, sau đó suy giảm và bắt đầu tăng trưởng trở lại từ giữa năm 2013.



Hình 2. Chỉ số giá BĐS giai đoạn 2009–2015

TTBĐS bùng nổ vào giai đoạn 2007–2010, bong bóng BĐS xuất hiện khi TD tăng chóng mặt lên mức 40–50% nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế, trong đó phần lớn đổ vào lĩnh vực địa ốc. Điều này được cho là một trong những tác nhân gây ra lạm phát cao, bất ổn kinh tế.

Từ năm 2011, Chính phủ đã có những giải pháp quyết liệt, trong đó có việc thắt chặt TD đổ vào BĐS, và sau đó là những giải pháp tháo gỡ khó khăn, phục hồi thị trường thoát khỏi trạng thái đóng băng hậu khủng hoảng. Kể từ giữa năm 2013 đến nay, thị trường địa ốc sôi động hơn, dòng vốn TD chảy vào BĐS tăng cao. Năm 2015, TTBĐS phục hồi nhanh chóng nhờ một loạt các giải pháp, chính sách hỗ trợ, đặc biệt là các CSTĐ như: Triển khai gói TD 30.000 tỉ đồng; giảm tỉ lệ rủi ro các khoản cho vay đầu tư, kinh doanh bất động sản...; tạo điều kiện cho các ngân hàng mở rộng TD trung, dài hạn. Dư nợ TD trong lĩnh vực BĐS tính đến cuối năm 2015 đạt 393.000 tỉ đồng, tăng gần 26% so với cuối năm 2014. Nếu tính cả đầu tư trái phiếu doanh nghiệp cho lĩnh vực BĐS thì tổng dư nợ là 478.000 tỉ đồng, chiếm 10,3% tổng dư nợ và chiếm 22,2% tổng dư nợ trung, dài hạn.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng mô hình Panel VAR để phân tích mối quan hệ đồng thời giữa CSTD và TTBĐS. Lần đầu tiên được giới thiệu bởi Holtz-Eakin và cộng sự (1988), mô hình Panel VAR có cấu trúc tương tự các mô hình VAR nhưng có bổ sung thêm yếu tố chéo (Cross-Sectional). Việc bổ sung thêm các yếu tố chéo vào mô hình hồi quy theo chuỗi thời gian có một số ưu điểm nhất định: Thứ nhất, các giả định về tính dừng theo thời gian có thể được nói lỏng, cụ thể, sự hiện diện của một số lượng lớn các yếu tố chéo khiến cho mô hình có thể cho phép các hệ số trễ thay đổi theo thời gian; Thứ hai, lý thuyết phân bố tiệm cận cho một số lượng lớn các yếu tố chéo không yêu cầu vector tự hồi quy để thỏa mãn các điều kiện thông thường như loại trừ nghiệm đơn vị (Holtz-Eakin và cộng sự 1988). Chính vì vậy, mô hình Panel VAR đã được ứng dụng trong nhiều lĩnh vực nghiên cứu.

Mô hình Panel VAR có dạng như sau:

$$Y_{it} = A_i + A(L)Y_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

Y_{it} : Vector các biến nội sinh;

ε_{it} : Vector sai số;

A_i : Ma trận hiệu ứng cố định công ty;

$A(L)$: Ma trận toán tử trễ với độ trễ được chọn theo tiêu chuẩn thông tin Akaike.

Công thức tính vector của các biến nội sinh là:

$$Y = [y, inf, hc, hp, r]' \quad (2)$$

Ưu điểm của việc sử dụng một khung phân tích mô hình dạng bảng là làm tăng đáng kể hiệu quả và sức mạnh của phân tích. Ước tính một mô hình VAR năm chiều ở cấp quốc gia sẽ có quá ít bậc tự do, đặc biệt là với thời gian chưa đủ dài (7 năm).

Theo Goodhart và Hofmann (2004, 2008), tác giả giả định rằng GDP thực không phản ứng đồng thời với những thay đổi ngoài kì vọng của bất kì biến nào, nhưng có thể tác động đến tất cả các biến khác trong cùng một quý. Tiếp theo, tác giả giả định lãi suất thị trường tiền tệ khá linh hoạt, do đó có thể phản ứng đồng thời trong cùng một quý với những thay đổi ngoài kì vọng trong hoạt động kinh tế, giá BĐS và TD. Trật tự biến cũng phản ánh giả định rằng sự thay đổi lãi suất truyền dẫn đến nền kinh tế với một độ trễ nhất định.²

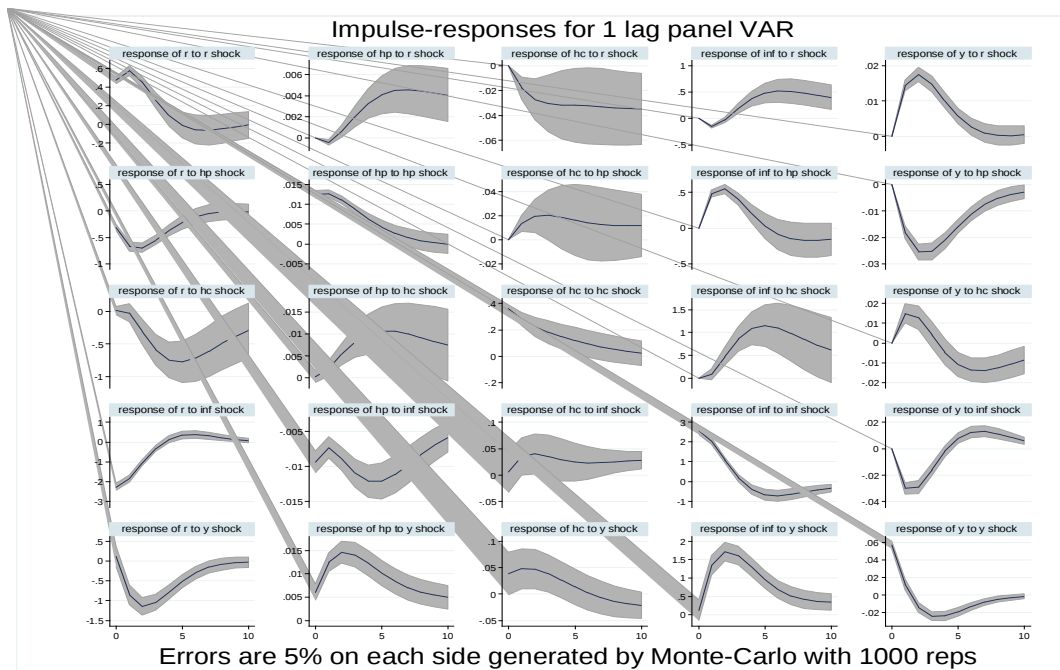
Tác giả tập trung vào các hàm phản ứng xung trực giao. Bằng việc trực giao hóa phản ứng của các biến, tác giả có thể nhận diện tác động của một cú sốc tại một thời điểm trong khi giữ các cú sốc khác không đổi. Để phân tích các hàm phản ứng xung, cần ước lượng khoảng tin cậy của chúng bởi vì ma trận của các hàm phản ứng xung được xây dựng từ các hệ số VAR được ước lượng, sai số chuẩn của chúng cũng cần được tính đến. Tác giả tính toán sai số chuẩn của các hàm phản ứng xung và tạo ra khoảng tin cậy với các mô phỏng Monte Carlo 1.000 vòng lặp.

Cuối cùng, tác giả trình bày phân rã phương sai sai số dự báo của TDBĐS và giá BDS. Phân rã phương sai chỉ ra độ lớn của tác động tổng hợp. Tác giả báo cáo tác động tổng hợp tích lũy trong 10 kì, những khoảng thời gian khác cho kết quả tương đương.

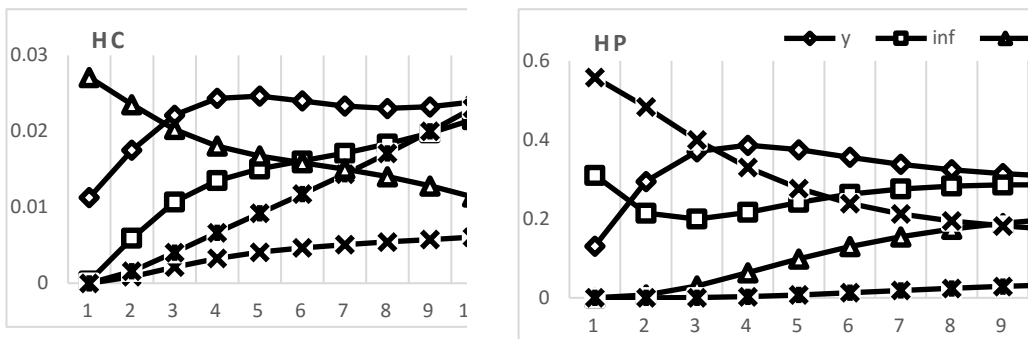
4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Mô hình Panel VAR như được miêu tả ở phần trên được ước lượng với độ trễ 1 và được lựa chọn dựa trên tiêu chuẩn AIC bằng GMM. Kết quả phân tích hàm phản ứng xung và phân rã phương sai sai số dự báo được trình bày ở Hình 3 và Hình 4 tương ứng³.



Hình 3. Phản ứng xung với các cú sốc trực giao



Hình 4. Phân rã phương sai sai số dự báo

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Đồ thị của các hàm phản ứng xung và dải rộng sai số 5% được tạo ra bởi mô phỏng Monte Carlo 1.000 vòng lặp ở Hình 3 cho thấy: Các tác động của một cú sốc GDP chủ yếu nằm bất cứ sốc tổng cầu theo lý thuyết Keynes (Keynes, 1936): Lạm phát gia tăng và lãi suất thực giảm⁴. Ngoài ra, giá nhà ở và TD BĐS cũng phản ứng tăng lên nhanh chóng trước khi đi vào ổn định khoảng 2 năm sau khi cú sốc xảy ra. Phát hiện này được củng cố bởi Goodhart và cộng sự (2006), Gerlach và Peng (2005), Goodhart (2008), và Hofmann (2004). GDP tăng là dấu hiệu hoạt động tốt hơn trong nền kinh tế thực, thu nhập thực tăng lên và sự gia tăng đồng thời trong tổng cầu.

Trong khi nhà đất được xem là tài sản có giá trị khá ổn định, đầu tư vào nhà đất trở thành kênh đầu tư khá hấp dẫn. Không chỉ thu hút dòng vốn nội mà dòng vốn ngoại cũng chảy mạnh vào lĩnh vực này. Do đó, tác động làm giá cả tăng lên và TT BĐS hoạt động sôi động hơn. Tổng cầu tăng, TT BĐS tăng trưởng khiến cho sức hấp thụ của nền kinh tế tốt hơn, từ đó nhu cầu vốn cho đầu tư cao hơn, là cơ sở để tác động tăng TDNH nói chung và TDBĐ nói riêng. Thực tế cũng cho thấy, trong giai đoạn 2011–2013, thời kì hậu khủng hoảng, nền kinh tế đình trệ, tăng trưởng GDP luôn thấp hơn 6% và ngày càng đi xuống, tổng cầu và sức mua trong nền kinh tế giảm sút, TT BĐS trầm lắng và tăng trưởng TD trì trệ. Từ 2014, những chính sách kinh tế mới được áp dụng, GDP tăng trở lại, năm 2015 ở mức 6,68% (An Ngọc, 2015), là mức tăng cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Sản lượng của nền kinh tế gia tăng, thu nhập được cải thiện là điều kiện để kích thích nhu cầu đối với TT BĐS, cùng với nhiều chính sách có lợi, TT BĐS năm 2015 tiếp tục phục hồi tích cực.

Một cú sốc lạm phát đường như chủ yếu nắm bắt các rối loạn về phía cung: GDP thực giảm, lãi suất thực tăng nhưng ở mức âm, giá nhà tăng ở mức âm và TD thực tăng trong vòng 1 quý đầu, sau đó, trở về trạng thái ổn định từ quý thứ 2. Liên quan đến chức năng kép của BĐS như hàng hóa tiêu dùng và phương tiện đầu tư, BĐS thường được các hộ gia đình sử dụng như hàng rào chính chống lại nguy cơ lạm phát có thể làm xói mòn tài sản của họ. Thực tế là việc mua BĐS thường được tài trợ bằng các khoản nợ danh nghĩa làm cho nó hấp dẫn hơn trong khía cạnh này. Vì vậy, lạm phát càng cao càng khiến BĐS hấp dẫn hơn và do đó gây áp lực tăng giá. Tuy nhiên, xem xét tác động của lạm phát vào chi phí tài trợ thế chấp, thường cho rằng lạm phát cao hơn sẽ khiến giá nhà thực âm. Lạm phát và lãi suất danh nghĩa cao tác động đến các khoản thanh toán vay thế chấp và tăng giá trị thực của các khoản thanh toán này trong những năm đầu của thời hạn trả nợ, do đó làm giảm nhu cầu về nhà ở. Do vậy, có thể thấy một cú sốc lạm phát làm giá nhà thực giảm (thể hiện trong phản ứng ở mức âm), tuy nhiên những tác động này giảm dần theo thời gian bởi nhận thức của hộ gia đình về vai trò phòng ngừa rủi ro lạm phát của BĐS nhà ở tăng lên, kéo giá BĐS tăng trở lại về vị trí cân bằng.

Các phản ứng với một cú sốc lãi suất thực phù hợp với kì vọng lí thuyết và thực tế, tăng lãi suất thực dẫn đến một sự suy giảm đáng kể trong TDNH và giá BĐS, phù hợp với những phát hiện từ các nghiên cứu trước đây như: Hancock và Wilcox (1997), Hofmann (2003), Goodhart và Hofmann (2004)... Một môi trường lãi suất giảm, giữ cho chi phí của bất kì khoản vay nợ thế chấp lớn hơn nằm trong giới hạn ngân sách gia đình bị ràng buộc bởi thu nhập hiện tại, thường làm tăng nhu cầu về BĐS nhà ở và đẩy giá BĐS nhà ở tăng lên. Tương tự, lãi suất tăng cao khiến cho việc tiếp cận TDNH của các cá nhân và chủ đầu tư khó khăn hơn, do tăng chi phí tài chính cho nhà ở, điều này tạo áp lực giảm TDBĐS. Mối quan hệ ngược chiều giữa lãi suất và TD cũng như giá BĐS được hỗ trợ trong thực tế. Xét riêng trong năm 2015, khi lãi suất được điều chỉnh giảm, trung bình khoảng 3%/năm, BĐS trở thành kênh đầu tư có lợi suất cao, do đó giá BĐS tăng 5%–6% so với năm 2014, cùng với đó là số lượng giao dịch cũng tăng vọt (Hà Nội tăng 70%, TP.HCM tăng 220% lần), TDNH nói chung và TD BĐS nói riêng cũng được thúc đẩy tăng mạnh trong giai đoạn này (17,5% đối với TDNH và TD BĐS tăng mạnh gần 20% đạt hơn 374.000 tỉ đồng).

Cuối cùng, phân tích mối quan hệ trực giao giữa CSTD và TTBĐS cho thấy sự gia tăng giá BĐS dẫn đến một sự gia tăng đáng kể trong TDBĐS của ngân hàng và sự gia tăng trong nguồn cung TDBĐS của ngân hàng lần lượt dẫn đến một sự gia tăng đáng kể trong giá BĐS. Những phát hiện này đã chứng minh quan hệ nhân quả hai chiều dương

đáng kể giữa giá BĐS và TD BĐS trong nền kinh tế, hay giữa CSTD và TTBĐS. Kết quả này phù hợp với những phát hiện được tìm thấy bởi Goodhart và cộng sự (2006), Gerlach và Peng (2005), và Goodhart (2008).

Mối quan hệ củng cố lẫn nhau giữa TD và TTBĐS cũng được hỗ trợ trong thực tế. Sau bong bóng BĐS vào giai đoạn 2007–2008, do tác động của khủng hoảng kinh tế thế giới, TT BĐS gặp khó khăn về thanh khoản, nhà đầu cơ rút khỏi thị trường, khiến cho ngân hàng cùng các doanh nghiệp lao đao, đứng trên bờ vực phá sản. Trước áp lực đó, Ngân hàng nhà nước đã phải áp dụng CSTT thắt chặt, NHTM kiểm soát chặt TD BĐS. Giai đoạn 2009–2013, hàng tồn kho tăng cao và một lần nữa thị trường lại rơi vào trạng thái đóng băng. Từ 2013, để tháo gỡ khó khăn cho thị trường nói chung và TTBĐS nói riêng, Chính phủ và các cơ quan chủ quản đã ban hành nhiều chính sách tích cực như Nghị quyết số 02/NQ-CP ngày 07/01/2013, chính sách giảm thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập doanh nghiệp đối với một số dự án nhà ở xã hội và thương mại... Sau khi các giải pháp trên được triển khai, NHTM cũng đã hạ lãi suất huy động và cởi mở hơn trong việc cho vay mua nhà ở, TD BĐS tăng lên, tình hình TTBĐS đã có những chuyển biến tích cực. Cơ cấu nguồn cung hàng hóa bắt đầu có sự điều chỉnh phù hợp hơn với nhu cầu của thị trường; tâm lý nhà đầu tư, người mua trên thị trường bước đầu được giải tỏa, niềm tin vào thị trường dần được hồi phục.

Tiếp theo, tác giả xem xét kết quả phân rã phương sai sai số dự báo TDBĐS và giá BĐS ở Hình 5 để dự báo những thay đổi của các biến này từ đóng góp của các biến khác trong mô hình. GDP là biến có đóng góp quan trọng nhất trong biến động giá BĐS. Bên cạnh giải thích bởi biến động GDP, phương sai sai số dự báo của giá nhà còn được giải thích bởi những biến động trong TD BĐS. Mặc dù tỉ lệ đóng góp giải thích tương đối nhỏ, tuy nhiên, ngày càng tăng lên theo thời gian. Trong kì đầu tiên, TD BĐS chỉ giải thích 0,03% phương sai sai số dự báo của giá nhà, nhưng sau đó tăng lên nhanh chóng tới 19,97% sau 10 quý. Điều này là phù hợp với thực tế, do tính chất dài hạn của khoản đầu tư cho nhà ở, thường là 3–5 năm và hơn nữa, chính vì vậy, cung cấp TD BĐS vào nền kinh tế thường chưa có tác động ngay đến giá nhà, song về dài hạn, khi công trình hoàn thành và có giá trị sử dụng, chúng đóng góp đáng kể vào biến động giá nhà. Phát hiện này hỗ trợ về những tác động tích cực của CSTD mà Chính phủ đang thực hiện đến việc phá vỡ tình trạng đóng băng của TTBĐS và khôi phục sự phát triển thị trường này trong thời gian vừa qua.

Phân rã phương sai sai số dự báo của TD BĐS thực cho thấy, vai trò giải thích đáng kể nhất trong tăng trưởng TD là GDP. Tiếp theo đó là lạm phát, lãi suất và giá BĐS. Như vậy, những điều kiện vĩ mô trong nền kinh tế là nhân tố quan trọng để kích thích thúc đẩy sự phát triển của TTBĐS, cùng với đó là kích thích tăng trưởng TD đối với thị trường này. Đến lượt nó, TDBĐS tác động ngược trở lại hoạt động nền kinh tế. Điều này ủng hộ cho mối quan hệ cùng củng cố giữa các biến vĩ mô, TTBĐS và CSTD.

5. Kết luận kèm theo gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp

5.1. Kết luận

Qua nghiên cứu mối quan hệ giữa CSTD và TTBĐS, tác giả đã phát hiện và chỉ ra giá BĐS là một động lực quan trọng đối với TDNH (đặc biệt là TD BĐS) và ngược lại, TD BĐS là nhân tố đóng góp tích cực (tác động dương) đến biến động giá cả trên TTBĐS. Nghiên cứu cũng cho thấy mức độ truyền động đáng kể từ CSTD đến TTBĐS, cụ thể là các CSTD của Chính phủ trong thời gian vừa qua đã tạo ra những chuyển biến tích cực đến sự phát triển của TTBĐS. Đồng thời, phản ứng âm của giá BĐS và TDBĐS với lãi suất thực được hỗ trợ trong nghiên cứu này.

Gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp

Những phát hiện này hàm ý rằng các chu kỳ bùng nổ - sụp đổ trong TTBĐS cũng có thể lan truyền sang TTTD, có thể gây ra sự mất cân bằng tài chính nặng nề và ảnh hưởng nghiêm trọng đến hệ thống ngân hàng, sự ổn định kinh tế vĩ mô; cũng như những chu kỳ tăng trưởng hay suy thoái trên TTTD có thể gây ra bong bóng hay đóng băng giá BĐS. Điều này đòi hỏi cần có các chính sách tiền tệ phù hợp nhằm phản ứng chủ động với những biến động trong TTTD và tài sản, cả vì lợi ích của sự ổn định tài chính và ổn định giá cả dài hạn.

Bên cạnh đó, để chống đỡ ảnh hưởng của các “cú sốc” bên trong và bên ngoài nền kinh tế, cụ thể như cú sốc lãi suất thì các cơ quan chức năng có thể cân nhắc sử dụng đòn bẩy tài chính về lãi suất ngắn hạn để có thể điều hòa hoặc thậm chí ngăn ngừa sự xuất hiện của chu kỳ tài chính bằng cách đối phó chủ động với những biến động giá tài sản và TD.

Từ kết quả nghiên cứu, tác giả đưa ra một số gợi ý chính sách như sau:

Thứ nhất, gợi ý về cấu trúc nguồn vốn cho TTBĐS VN

Ở các nước phát triển, cấu trúc nguồn vốn cho TTBĐS khá đa dạng, từ các định chế tài chính, các quỹ đầu tư, quỹ tín thác (REITs), quỹ tiết kiệm, quỹ hưu trí cho đến các dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài... Còn tại VN, nguồn vốn cho BĐS hiện nay vẫn chủ yếu dựa vào 2 nguồn chính, đó là từ ngân hàng và huy động từ trong dân. Cho đến nay, luồng tiền từ hệ thống NHTM vẫn là nguồn vốn quan trọng nhất đối với TTBĐS VN.

Phát hiện từ nghiên cứu cho thấy sự phụ thuộc mạnh mẽ lẫn nhau giữa TDNH và TTBĐS, điều này có thể có những tác động tiêu cực nhất định: Khi TD tăng trưởng nóng có thể dẫn đến sự phát triển quá nóng trên TTBĐS dẫn đến “bong bóng giá nhà” và ngược lại. Vì vậy, đa dạng các dòng vốn đầu tư vào TTBĐS là việc làm cần thiết hiện nay thay vì chỉ tập trung vào nguồn vốn TD tại các NHTM, ví dụ từ Quỹ tiết kiệm nhà ở, Quỹ đầu tư BĐS, cơ quan tái cho vay thế chấp nhà ở, tạo kênh huy động vốn dài hạn cho TTBĐS.

Thứ hai, gợi ý về điều hành CSTD

Số liệu từ các dự án đang triển khai cho thấy có trung bình khoảng 7.000 căn hộ/quý tại Hà Nội, và 5.000 căn hộ/quý tại TP.HCM sẽ được bổ sung vào nguồn cung sơ cấp. Nếu tiếp tục duy trì được tỉ lệ hấp thụ cao như nửa cuối năm 2015 (khoảng 40% ở Hà Nội và 20% tại TP.HCM), TTBĐS có thể tương đối cân bằng về quan hệ cung - cầu trong năm 2016 (VEPR, 2016).

Tuy nhiên, sự bền vững của TTBĐS có thể bị ảnh hưởng nếu CSTD không được định hướng đúng. Do những đặc thù về tài sản bảo đảm và khả năng cho vay theo món lớn một cách thuận lợi, các NHTM thường có xu hướng ưu tiên phát triển TTBĐS hơn cho vay sản xuất kinh doanh thông thường. Do đó, tác giả khuyến nghị cơ quan điều hành cần có biện pháp kiểm soát chặt chẽ TTBĐS và định hướng dòng vốn vào khu vực tạo ra tiến bộ về năng suất cao hơn cho nền kinh tế■

Chú thích

- ¹ Tính đến 31/12/2015, Việt Nam có tổng cộng 46 ngân hàng trong đó có 35 NHTM trong nước (theo NHNN). Tuy nhiên, một số ngân hàng không công bố số liệu TD BDS hoặc công bố không đầy đủ, các ngân hàng như vậy bị loại bỏ ra khỏi mẫu nghiên cứu và còn lại trong mẫu 18 ngân hàng.
- ² Kết quả kiểm định tính vững cho thấy, khi thay đổi trật tự các biến, kết quả hầu như không thay đổi.
- ³ Kết quả ước lượng mô hình Panel VAR không được trình bày đầy đủ do giới hạn khuôn khổ của bài báo.

⁴ Lí thuyết Keynes cho thấy phản ứng của lạm phát và lãi suất danh nghĩa là theo cùng một hướng. Có nghĩa lạm phát phản ứng tăng thì lãi suất danh nghĩa phản ứng tăng. Song, phản ứng của lãi suất thực và lạm phát là trái ngược nhau do mối quan hệ nghịch giữa chúng: $r = ir - inf$.

Tài liệu tham khảo

- An Ngọc. (2015). GDP năm 2015 tăng 6,68%, cao nhất trong 5 năm. Truy cập từ <http://cafef.vn/vi-mo-dau-tu/gdp-nam-2015-tang-6-68-cao-nhat-trong-5-nam-2015-20151226390352057.chn>
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency costs, net worth, and business fluctuations. *The American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1999). Monetary policy and asset price volatility. *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City* (4th Qtr), 17-51.
- BIS. (2001). *71st Annual Report*. Retrieved from <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2001e.pdf>
- Borio, C. E. V. (1996). *Credit characteristics and the monetary policy transmission mechanism in fourteen industrial countries: Facts, conjectures and some econometric evidence*. In J. A. J. K. Alders, K. G. K. Koedijk, C. J. M. C. Kool, & C. C. M. C. Winder (Eds.), *Monetary policy in a converging Europe*, 31, 77-115. US: Springer.
- Chen, N.-K. (2001). Bank net worth, asset prices and economic activity. *Journal of Monetary Economics*, 48(2), 415-436.
- Chính phủ nước CHXHCN VN. (2016). *Nghị quyết của Chính phủ số 02/NQ-CP về giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh*, ban hành ngày 07/01/2013.
- Collyns, C., & Senhadji, A. (2002). Lending booms, real estate bubbles, and the Asian crisis. *IMF Working Paper*, No. 02/20, Washington, D.C: International Monetary Fund.
- Debelle, G. (2004). Household debt and the macroeconomy. *BIS Quarterly Review of Finance*, March 2004, 51-64.
- Đoàn Thanh Hà, & Lê Thanh Ngọc (2013). Mối quan hệ giữa TD ngân hàng và giá nhà đất. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 11(21), 51-54.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4), 337-357.
- Gerlach, S., & Peng, W. (2005). Bank lending and property prices in Hong Kong. *SSRN electronic Journal*, 29(2), 461-481.
- Goodhart, C. A. E., Basurto, M. A. S., & Hofmann, B. (2006). Default, credit growth, and asset prices. *IMF Working Paper*, No. 06/223, Washington, D.C: International Monetary Fund.
- Goodhart, C., & Hofmann, B. (2004). *Deflation, credit and asset Prices*. In R. C. K. Burdekin & P. L. Siklos (Eds.), *Deflation: Current and historical perspectives* (166-188). Cambridge: Cambridge University Press.
- Goodhart, C., & Hofmann, B. (2008). House prices, money, credit, and the macroeconomy. *Oxford Review of Economic Policy*, 24(1), 180-205.

- Goodhart, C. A. E. (1995). *Price stability and financial fragility*. In E. A. C. Goodhart (Eds.), *The central bank and the financial system*. Cambridge: MIT Press.
- Hancock, D., & Wilcox, J. A. (1997). Bank capital, nonbank finance, and real estate activity. *Journal of Housing Research*, 8(1), 75-105.
- Hilbers, P. L. C., Zacho, L., & Lei, Q. (2001). Real estate market developments and financial sector soundness. *IMF Working Paper*, No. 01/129, Washington, D.C: International Monetary Fund.
- Hofmann, B. (2003). Bank lending and property prices: Some international evidence. *HKIMR Working Paper*, No. 22/2.
- Hofmann, B. (2004). The determinants of bank credit in industrialized countries: Do property prices matter? *International Finance*, 7(2), 203-234.
- Holtz-Eakin, D., Newey, W., & Rosen, H. S. (1988). Estimating vector autoregressions with panel data. *Econometrica*, 56(6), 1371-1395.
- Hutchison, M. M., & Mcdill, K. (1999). Are all banking crises alike? The Japanese experience in international comparison. *Journal of the Japanese and International Economies*, 13(3), 155-180.
- Iacoviello, M., & Minetti, R. (2008). The credit channel of monetary policy: Evidence from the housing market. *Journal of Macroeconomics*, 30(1), 69-96.
- IMF. (2000). *World economic outlook, May 2000: Asset prices and the business cycle*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Keynes, J. M. (1931). The Consequences to the banks of the collapse of money values. In M. J. Keynes (Eds.), *Essays in persuasion*. London: Palgrave Macmillan.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London: Palgrave Macmillan.
- Kindleberger, C. P. (1978). Manias, panics, and crashes: A history of financial crises. In C. Kindleberger & J. Laffarge (Eds.), *Financial crises: Theory, history and policy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Ngân hàng nhà nước VN. (2014). *Thông tư số 36/2014/TT-NHNN của Ngân hàng nhà nước VN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức TD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 20/11/2014.
- Ngân hàng nhà nước VN. (2016). *Thông tư số 06/2016/TT-NHNN của Ngân hàng nhà nước VN sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư số 36/2014/TT-NHNN của Ngân hàng nhà nước Việt Nam quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức TD, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 27/5/2016.
- Lotfi, A. A. (2014). The Study of relationship between credit channel of monetary policy and real estate price in Iran. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 3(1), 88-94.

- Minsky, H. P. (1982). *Can "It" happen again?: Essays on Instability and Finance*. New York: M. E. Sharpe.
- OECD. (2000). *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* (2000/2 ed. Vol. 68). Paris, France.
- VEPR. (2016). Báo cáo kinh tế vĩ mô Việt Nam, Quý 4 - 2015.