

Bong bóng tài sản và một số vấn đề liên quan

THS. TRẦN MẠNH KIÊN

Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM

Các nhà kinh tế đã đưa ra nhiều mô hình để giải thích nguyên nhân bùng phát và sự tồn tại của bong bóng tài sản. Giải thích nguyên nhân bùng phát bong bóng không phải dễ dàng vì giả định căn bản của kinh tế là con người rất “duy lý”, tức là họ sẽ suy xét cẩn thận mọi thông tin trước khi bỏ tiền ra mua hàng hóa hay đầu tư. Do đó, nếu họ thấy giá một tài sản quá cao so với giá trị thực của nó (có dấu hiệu bong bóng) thì họ sẽ không bỏ tiền đầu tư vào tài sản đó nữa và bong bóng sẽ chấm dứt. Tuy nhiên, hiện tượng bong bóng vẫn xảy ra thường xuyên trong lịch sử cho thấy giả định đơn giản trên không phải lúc nào cũng đúng.

Từ khóa: *Bong bóng tài sản, giá trị chiết khấu, dòng tiền, khủng hoảng tài chính.*

1. Định nghĩa bong bóng tài sản

Tài sản được định nghĩa “là một nguồn lực có giá trị kinh tế mà cá nhân, công ty hoặc quốc gia sở hữu hoặc kiểm soát với kỳ vọng rằng nó sẽ đem lại lợi ích trong tương lai” [1]. Tài sản có thể thể hiện dưới nhiều hình thức khác nhau: cổ phiếu, trái phiếu, tiền, tín dụng, BDS, vốn sản xuất, vốn nhân lực (Human Resources), hàng hóa, nguyên liệu thô...

Theo Sheng (2009), thuật ngữ “bong bóng giá tài sản” (Asset Price Bubbles) dùng để mô tả hiện tượng giá tài sản bùng phát (Boom), tiếp sau đó là sự sụp đổ (Burst) và bất ổn hoặc khủng hoảng tài chính đã xảy ra và lặp đi lặp lại ở nhiều quốc gia mà khủng hoảng nợ dưới chuẩn năm 2007-08 là một ví dụ điển hình.

Một trong những định nghĩa “bong bóng” thông dụng nhất là

của Brunnermeier (2007): “Bong bóng xảy ra nếu giá cả vượt quá giá trị nền tảng của tài sản” (Bubbles arise if the price exceeds the asset’s fundamental value).

Một cách đơn giản theo định nghĩa trên thì có thể coi giá một loại tài sản là bong bóng giá giao dịch của nó vượt quá giá trị chiết khấu hiện tại của dòng tiền trong tương lai theo công thức Scherbina (2013):

$$P_t > E_t \left[\sum_{t=t+1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^{t-t}} \right]$$

Với r là tỷ lệ chiết khấu phù hợp. Nhưng do khó để ước lượng mức đền bù cho rủi ro theo yêu cầu nên có thể dùng lãi suất phi rủi ro r_f (risk free) thay cho r :

$$P_t > E_t \left[\sum_{t=t+1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r_f)^{t-t}} \right]$$

Theo Barlevy (2007), trong nhiều trường hợp, giá trị nền tảng của một tài sản có thể định nghĩa dễ dàng. Tuy nhiên, trong một số trường hợp thì không thể ấn định chính xác giá trị nền tảng cho một loại tài sản mặc dù vẫn có thể đánh giá rằng tài sản đó đang bị định giá quá cao. Lưu ý rằng định nghĩa này không hàm ý có sự tăng rất nhanh trong giá của các tài sản. Tuy nhiên, một sự tăng lên nhanh chóng của giá cả có thể là dấu hiệu biết nói rằng tài sản đó đang có giá quá cao, đặc biệt nếu không có sự thay đổi lớn trong cổ tức hiện tại hoặc tin tức về cổ tức tương lai.

Mặc dù định nghĩa này về bong bóng tài sản đủ đơn giản nhưng sử dụng nó để xác định bong bóng trong thực tiễn lại khó khăn. Đúng như Bhattacharya và Yu (2008) nhận xét thì vấn đề duy nhất của định nghĩa trên là không ai đồng ý với nhau rằng “giá trị nền tảng của



tài sản” là gì! Đó là bởi vì đo lường “giá trị nền tảng” của tài sản là khó khăn, đặc biệt khi nó phụ thuộc vào kỳ vọng của cổ tức là điều còn chưa xảy ra.

2. Một số mô hình về bong bóng tài sản

Các nhà kinh tế đã đưa ra nhiều mô hình để giải thích nguyên nhân bùng phát và sự tồn tại của bong bóng tài sản. Giải thích nguyên nhân bùng phát bong bóng không phải dễ dàng vì giả định căn bản của kinh tế là con người rất “duy lý”, tức là họ sẽ suy xét cẩn thận mọi thông tin trước khi bỏ tiền ra mua hàng hóa hay đầu tư. Do đó, nếu họ thấy giá một tài sản quá cao so với giá trị thực của nó (có dấu hiệu bong bóng) thì họ sẽ không bỏ tiền đầu tư vào tài sản đó nữa và bong bóng sẽ chấm dứt. Tuy nhiên, hiện tượng bong bóng vẫn xảy ra

thường xuyên trong lịch sử cho thấy giả định đơn giản trên không phải lúc nào cũng đúng.

Một số mô hình xem xét xem tại sao các hành vi duy lý của cá nhân lại có thể dẫn tới sự định giá sai một cách tập thể, và nó dẫn tới bong bóng. Một số khác thì dựa trên sự méo mó vì mô có thể dẫn tới định giá sai. Một số khác thì giả định là có sự “không duy lý” trong một bộ phận các nhà đầu tư. Mặc dù chúng xảy ra song song nhưng việc giải thích sự suy sụp giá tài sản lại đòi hỏi phải xét tới những yếu tố khác hơn là để giải thích bong bóng (Claessens và Kose, 2013).

Brunnermeier (2008) cho rằng đại thể có thể chia các mô hình về bong bóng tài sản thành 4 nhóm. Hai nhóm đầu phân tích bong bóng trong khuôn khổ kỳ vọng hợp lý (Rational Expectations Paradigm)

nhưng khác nhau trong giả định là liệu mọi nhà đầu tư có cùng một lượng thông tin hay thông tin khác nhau. Nhóm thứ ba nhấn mạnh vào sự tương tác giữa các nhà đầu tư duy lý và không duy lý (hay còn gọi là “tâm lý”, “hành vi”). Ở nhóm mô hình cuối cùng, các niềm tin ban đầu (Prior Belief) của các trader là không đồng nhất (Heterogeneous), có thể do sai lệch tâm lý (Psychological Biases) và kết quả là họ đồng ý hoặc không đồng ý với nhau về giá trị nền tảng của tài sản.

Scherbina (2013) chia các mô hình về bong bóng tài sản ra thành 3 loại chính:

- Các mô hình duy lý (Rational Models)
- Các mô hình thế hệ mới (New Generation Rational Models)
- Các mô hình hành vi (Behavioral Models)

2.1. Mô hình duy lý

Mô hình duy lý hay còn thường được gọi là mô hình cổ điển. Các tài liệu về mô hình thường giả định là bong bóng xảy ra khi mọi tác nhân là duy lý một cách hoàn hảo (Perfectly Rational). Một kết luận mạnh rút ra ở đây là khi mọi tác nhân là duy lý hoàn hảo và mọi thông tin là kiến thức chung, bong bóng có thể tồn tại cho một tài sản tồn tại mãi (Infinitely-Lived) nếu tốc độ tăng trưởng của bong bóng bằng với tỷ lệ chiết khấu.

2.2. Mô hình duy lý thế hệ mới

Mô hình duy lý thế hệ mới tìm hiểu xem làm cách nào mà các khuyến khích, những sự không hoàn hảo trên thị trường (Market Frictions) và sở thích phi tiêu chuẩn (Nonstandard Preferences) [2] có thể đóng vai trò trong việc tạo ra và duy trì bong bóng. Các sở thích phi tiêu chuẩn và cấu trúc

khuyến khích làm các tác nhân trên thị trường bắt chước nhau trong các quyết định đầu tư; tính trách nhiệm hữu hạn, là cái dẫn đến những sự thiên vị có thể tạo ra bong bóng; và những khuyến khích sai lầm đã làm những người chơi lớn trên thị trường, những người đáng lẽ có trách nhiệm công bố những thông tin chính xác nhưng lại không làm như vậy và đã góp phần tạo ra bong bóng.

Ví dụ các cuộc khủng hoảng thường làm lộ rõ ra các động cơ sai lệch của những người chơi quan trọng trên thị trường với vai trò là phải cung cấp thông tin trung thực và đưa ra những cảnh báo về bong bóng nhưng lại không thực hiện tốt chức năng của mình do những khuyến khích sai lầm (Perverse Incentives).. Các nhà phân tích cổ phiếu giấu đi các đánh giá tiêu cực về các doanh nghiệp, các cơ quan xếp hạng tín nhiệm chần chừ trong việc đưa ra xếp hạng tín nhiệm thấp cho trái phiếu, các công ty kiểm toán bỏ sót những lựa chọn gây tranh cãi. Các động cơ của các nhà phân tích cổ phiếu không hoàn toàn thích hợp với việc nói ra sự thật. Sau sự sụp đổ của bong bóng dot-com, người ta phát hiện ra rằng các nhà phân tích thường đưa ra các khuyến nghị “mua mạnh” trong khi giữ quan điểm cá nhân là bi quan về doanh nghiệp.

Các công ty xếp hạng tín nhiệm và các công ty kiểm toán nhận được nhiều tiền từ các doanh nghiệp hơn là từ các nhà đầu tư nên có thể hiểu được tại sao họ chần chừ khi đưa ra những đánh giá có thể gây rắc rối cho khách hàng của mình và qua đó sẽ ảnh hưởng tới công việc kinh doanh của chính họ.

2.3. Các mô hình hành vi

Đặc tính thống nhất nằm trong

loại mô hình này là ít nhất một nhóm các tác nhân được giả định là phi lý. Các mô hình hành vi có thể chia thành 4 nhóm.

Mô hình 1: Sự khác biệt trong ý kiến và các hạn chế bán khống.

Lớp mô hình này được giả định có sự bất đồng của các nhà đầu tư và có hạn chế bán khống (Short Sale Constraints). Những mô hình này cho thấy rằng nếu các nhà đầu tư lạc quan là những người duy lý có giới hạn (Boundedly Rational) [3] hoặc đơn giản là quá giáo điều về niềm tin của họ, họ sẽ không tính tới việc các tác nhân khác của nền kinh tế cũng có thể có quan điểm bi quan về tài sản nhưng không thể bán được vì các hạn chế bán khống. Điều này dẫn tới việc giá thị trường của tài sản có thể ở mức quá cao so với giá trị đúng của nó.

Mô hình 2: Giao dịch phản hồi (Feedback Trading).

Lớp mô hình này tạo ra bong bóng bằng việc giả định rằng một nhóm các trader đặt căn bản giao dịch của họ chỉ dựa trên xu hướng vận động giá trong quá khứ. Một sự mô tả đơn giản như sau: Để đáp lại một tin tốt, một tài sản có một mức lợi nhuận khởi đầu cao. Điều này được nhận ra bởi một nhóm các trader phản hồi là những người giả định rằng lợi nhuận cao sẽ tiếp tục và do đó mua tài sản đó, đẩy giá lên cao hơn giá trị nền tảng. Mức giá tăng cao nữa như vậy sẽ thu hút thêm các trader phản hồi, là những người cũng mua tài sản và đẩy giá lên cao hơn nữa, do đó tiếp tục thu hút thêm những người khác. Giá sẽ tiếp tục tăng lên cho tới khi nhiều vốn được đầu tư. Tại thời điểm khi mà tỷ lệ của luồng vốn mới vào chậm đi, chỉ bằng với tốc độ tăng trưởng của giá thì vốn có thể bắt đầu chảy ra, làm bong

bóng bị xì hơi.

Mô hình 3: Sai lầm tự quy kết (Biased self-attribution) [4].

Trong mô hình này, nhà đầu tư có đặc tính sai lầm tự quy kết. Đây là một hiện tượng được nói tới nhiều trong các nghiên cứu tâm lý. Sai lầm tự quy kết làm con người chỉ quan tâm tới những tín hiệu khẳng định niềm tin của họ và bỏ qua những tín hiệu nhiễu trái ngược với niềm tin của mình dù có xác đáng đến mấy.

Do các nhà đầu tư bị sai lầm tự quy kết, họ trở nên quá tin tưởng vào niềm tin của họ sau khi tín hiệu công cộng khẳng định thông tin cá nhân của họ và sẽ đẩy xa hơn nữa sự định giá theo hướng tín hiệu cá nhân. Khi tín hiệu công cộng mâu thuẫn với thông tin cá nhân của các nhà đầu tư, họ sẽ bỏ qua chúng và giá vẫn không thay đổi quan điểm. Do đó, theo kỳ vọng thì tín hiệu công cộng sẽ dẫn giá cả đi theo cùng một hướng như sự đáp trả giá ban đầu với tín hiệu cá nhân. Xu hướng giá tiếp theo này không được biện minh bằng các yếu tố nền tảng và chính là bong bóng. Bong bóng sẽ bắt đầu xì hơi sau khi sự tích lũy các tín hiệu công cộng ép buộc các nhà đầu tư cuối cùng cũng phải bớt tin tưởng vào tín hiệu cá nhân của họ.

Mô hình 4: Sai lầm do tình huống điển hình (Representativeness Heuristic)

Mô hình 4 kết hợp cả hai hiện tượng tâm lý là sai lầm do tình huống điển hình [5] và sai lầm do bảo thủ (Conservatism Bias). Cả 2 hiện tượng tâm lý này làm việc xử lý thông tin đi chệch khỏi quá trình xử lý thông tin Bayesian tối ưu (Optimal Bayesian Information Processing). Sai lầm do tình huống điển hình dẫn nhà đầu tư tới việc

quá chú tâm vào những tin tức gây chú ý (strong news) và do đó gây ra sự phản ứng quá mức. Ngược lại, sai lệch bảo thủ mô tả khuynh hướng phản ứng chậm trễ và không đúng mức của nhà đầu tư vì họ xem nhẹ những thông tin xác đáng nhưng lại thiếu sức thu hút.

3. Tác động của chính sách tiền tệ tới bong bóng tài sản

Theo Bordo và Landon-Lane (2013), có 2 quan điểm chính về tác động của CSTT vào bong bóng tài sản. Quan điểm truyền thống và cũng được đại đa số các nhà kinh tế thừa nhận cho rằng “chế độ tiền tệ tạo ra sự ổn định giá cả nói chung thì sẽ có khuynh hướng tạo ra sự ổn định tài chính như là một sản phẩm phụ” (Bordo et al., 2000). Tức là theo quan điểm này, mục tiêu chính của CSTT là cần giữ ổn định giá cả ở mức thấp và tự điều đó sẽ tạo ra sự ổn định trong hệ thống tài chính, không còn có các sự bùng phát và suy sụp lớn trong giá tài sản nữa. Chính vì vậy, hầu hết các NHTW ở các nước đang phát triển trong thời gian gần đây không nhiều thì ít cũng thực thi CSTT có mục tiêu lạm phát với mục tiêu chính là giữ lạm phát thấp và ổn định. Họ cho rằng giữ lạm phát thấp và ổn định là yếu tố quan trọng nhất để tạo ra sự ổn định tài chính, tức là sẽ hạn chế tới mức tối đa các cuộc khủng hoảng tài chính hay các chu kỳ bùng phát – suy sụp giá tài sản.

Tuy nhiên, từ những năm 1920, một số tác giả trường phái Áo/BIS như Hayek, von Mises, Robbins lại cho rằng sự bùng phát giá tài sản có nhiều khả năng xảy ra trong một môi trường lạm phát thấp và ổn định. Họ cho rằng sự bùng phát giá tài sản, bắt kể từ nguyên nhân nền tảng của nó, có thể biến

thành bong bóng nếu CSTT thích nghi (Accommodative Monetary Policy) cho phép tín dụng ngân hàng tăng lên để tiếp nhiên liệu cho sự bùng phát đó. Theo quan điểm này, chính sách tiền tệ có thể khuyến khích bong bóng tài sản bằng cách ổn định niềm tin về mức giá.

Một kết luận rút ra từ điểm này là trong khi lạm phát thấp và ổn định kích thích ổn định tài chính, sự mất cân bằng tài chính có thể tích tụ mà không có sự tăng lên đáng chú ý nào của lạm phát.

Theo Borio và Lowe (2002), một ví dụ tốt về việc sự mất cân bằng tài chính phát triển trong môi trường lạm phát thấp là Nhật vào cuối những năm 1980. Vào năm 1986, 1987 và 1988, CPI ở Nhật gần như bằng 0. Cho tới tận giữa năm 1989 khi có bằng chứng về sự tăng lên của lạm phát và khi tỷ lệ lạm phát tính theo CPI tăng lên chỉ 3,9% vào cuối năm 1990 (nếu đo bằng chỉ số GDP deflator thì chỉ 3%). Ngược lại, giá cổ phiếu tăng gần 3 lần giữa cuối những năm 1985 và giữa năm 1989, với giá BĐS thương mại ở Tokyo tăng còn nhiều hơn.

Dù cho trường hợp Nhật ở trên là bất thường thì vẫn có những ví dụ khác. Chẳng hạn, ở Hàn Quốc, lạm phát nói chung giảm xuống trong những năm 1990, từ mức đỉnh 11% trong thập kỷ trước xuống dưới 4% trước khủng hoảng tài chính-tiền tệ Đông Á. Ở các nước châu Á khác, lạm phát cũng xuống tương đối thấp và có khuynh hướng giảm xuống trước khủng hoảng 1997 khi giá tài sản và tín dụng tăng lên mạnh. Trở lại quá khứ, CPI thực sự giảm đi 10% từ giữa những năm 1925-30 trong khi tín dụng và giá cổ phiếu bùng phát. Vào thế kỷ 19,

các cuộc khủng hoảng ngân hàng thường phát triển trong môi trường lạm phát thấp.

Sự cùng tồn tại giữa bùng phát không bền vững của tín dụng và thị trường tài sản và một môi trường lạm phát giảm và thấp có thể được giải thích bằng một loạt các yếu tố và sự kiện. Đầu tiên là sự thành công trong việc thi hành những chương trình ổn định hóa. Đây là yếu tố quan trọng dẫn tới sự phát triển của các sự mất cân bằng tài chính trong các nước đang phát triển, đặc biệt là các nước Mỹ Latinh vào cuối những năm 1970. Việc thi hành những chương trình ổn định hóa đáng tin cậy chính là cái neo để giữ cho kỳ vọng giá cả (thông qua nó có thể là việc kiểm soát được mức độ phá giá đồng nội tệ) có thể dẫn đến việc làm giảm ngay lập tức và có ý nghĩa lạm phát. Sự giảm xuống này có thể tạo ra lạc quan về triển vọng kinh tế tương lai, cùng với tự do hóa tài chính có thể làm trụ đỡ cho sự bùng phát tiêu dùng và tín dụng (thường được tài trợ bằng các luồng vốn từ nước ngoài). Để đáp lại, giá tài sản, đặc biệt là giá BĐS tăng lên và tự tăng cường cho sự bùng phát tín dụng. Mặc dù lạm phát vẫn ở mức thấp, các quyết định cho vay kém cỏi trong giai đoạn bùng phát tín dụng đã gieo mầm cho những vấn đề trong tương lai. Những vấn đề này có thể được nhân lên nếu quá trình giảm lạm phát dẫn tới việc dần nâng cao giá của đồng nội tệ.

Nhân tố thứ hai có thể gây ra lạm phát thấp và sự phát triển của các mất cân bằng tài chính là sự cải thiện khía cạnh cung của nền kinh tế. Ví dụ, sự gia tăng trong tiến bộ khoa học công nghệ hoặc cải cách thị trường lao động. Sự phát triển như vậy có thể làm tăng áp lực lên

giá tài sản, không chỉ bởi vì tác động tích cực của nó trên mức độ lợi nhuận hiện tại của công ty mà còn bởi vì cảm giác về sự lạc quan nói chung về tương lai mà nó tạo ra. Đồng thời, nó sẽ tạo ra áp lực giảm giá hàng hóa và dịch vụ, đặc biệt là chi phí lao động. NHTW Nhật đã cho rằng tăng trưởng năng suất cao hơn có trách nhiệm dẫn tới lạm phát thấp vào những năm 1980. Một thập kỷ sau đó, sự tăng trưởng năng suất ở một số quốc gia, nhất là ở Mỹ cũng được dùng để giải thích cho kết quả lạm phát thấp ở nước này vào cuối những năm 90 và sức mạnh của nhiều thị trường cổ phiếu.

Sự kết hợp trong việc nâng giá tài sản, tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và lạm phát thấp có thể dẫn tới những kỳ vọng quá lạc quan về tương lai theo cùng một cách với kỳ vọng quá lạc quan theo sau bởi chương trình ổn định hóa. Đến lượt nó, những kỳ vọng này làm tăng giá tài sản và thị trường tín dụng một cách có ý nghĩa vượt ra ngoài những gì có thể được giải thích bằng những sự cải thiện ban đầu trong năng suất. Sự bùng phát có thể nảy sinh với giá tài sản tăng lên hỗ trợ cho nhu cầu mạnh hơn và duy trì ít nhất một thời gian, kỳ vọng lạc quan trong tương lai. Trong khi nhu cầu mạnh hơn có thể tạo ra áp lực cao hơn tới lạm phát, áp lực này được che đậy bởi sự cải thiện phía cung của nền kinh tế.

4. Tác động của bong bóng tài sản tới nền kinh tế

Theo Chakraborty et al. (2013), một sự tăng lên trong hoạt động và giá tài sản ở một lĩnh vực nào đó, như là cho vay có thể chấp có thể hút nguồn lực từ những khu vực và hoạt động khác, như cho vay và đầu tư bởi các doanh nghiệp

Bảng 1: Suy sụp giá nhà đất và cổ phiếu và tác động tới nền kinh tế

	Toàn bộ mẫu		Trước năm 1985		1985-2008	
	Giá nhà	Giá cổ phiếu	Giá nhà	Giá cổ phiếu	Giá nhà	Giá cổ phiếu
Số lần suy sụp	47	98	22	41	25	57
Số lần suy sụp ở mỗi quốc gia	2.76	4.67	1.29	1.95	1.47	2.71
Tích lũy sụt giảm của giá (%) ¹	-17.71	-37.38	-19.43	-35.27	-15.58	-38.90
Thời gian kéo dài (quý)	10.02	6.98	11.22	7.92	9.74	6.29
Tích lũy sụt giảm của sản lượng (% so với xu hướng) ²	-4.27	-1.31	-5.41	-1.33	-3.27	-1.29

Ghi chú: Giá trị là giá trị trung bình

¹Tích lũy sụt giảm của giá được đo lường trong toàn bộ thời gian của giai đoạn suy sụp

²Tích lũy sụt giảm của sản lượng được đo lường bởi tích lũy độ lệch một phía của phép lọc Hodrick-Prescott với trị số làm trơn là 1600 cho 4 quý đầu tiên của sự suy sụp.

Nguồn: IMF (2009), Bảng 3.1

thương mại. Lý thuyết cổ điển về bong bóng duy lý (Tirole, 1985) cho rằng bong bóng sẽ hút mất nguồn vốn đầu tư khỏi khu vực thực. Hơn nữa, theo Farhi và Tirole (2012) [6], tác động này còn mạnh hơn khi các doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính. Các ngân hàng có thể thay thế việc cho các doanh nghiệp thương mại vay và tập trung đầu tư vào bong bóng tài sản (ví dụ như BĐS và thế chấp).

Nghiên cứu của Crowe et al. (2011) với 40 quốc gia, trong giai đoạn 2003-07 nhận thấy ở hầu hết các quốc gia có “sự bùng phát kép” (Twin Booms) ở khu vực BĐS và tín dụng (21 trong 23 quốc gia) đã phải chịu hoặc khủng hoảng hoặc sự giảm xuống rất mạnh trong tăng trưởng GDP so với bình thường. 11 quốc gia trong nhóm này thực sự phải chịu đổ vỡ trong khu vực tài chính và sụt giảm lớn trong hoạt động kinh tế.

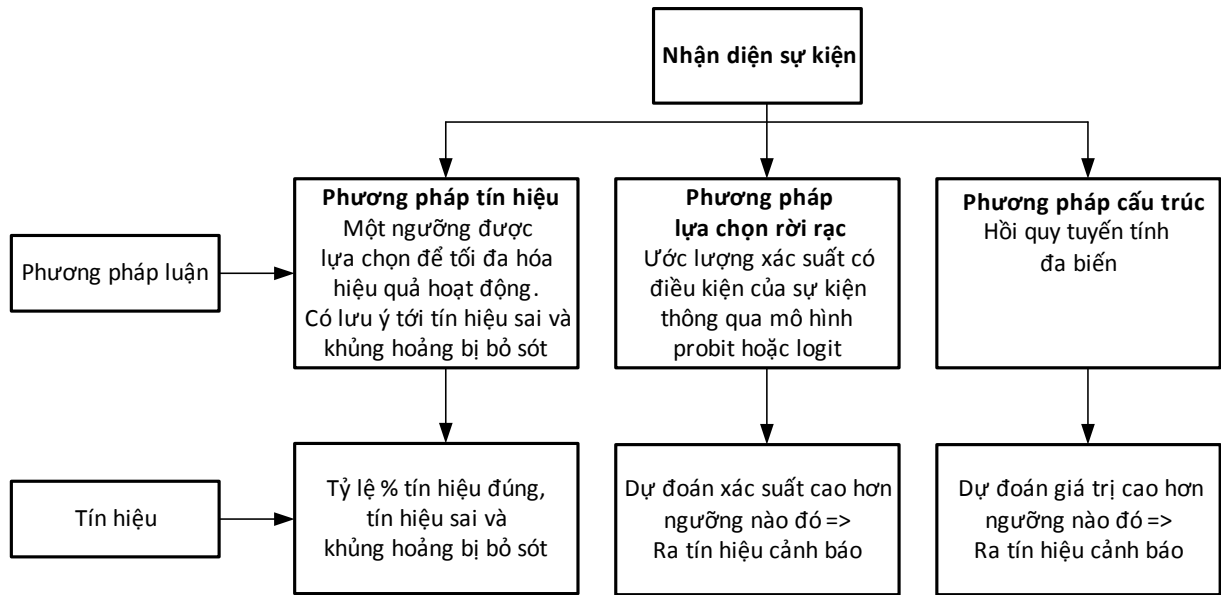
IMF (2009) nghiên cứu về bong bóng tài sản ở 21 quốc gia công nghiệp phát triển trong giai đoạn 1970-2008 và xác định được

47 lần suy sụp giá nhà và 98 lần suy sụp giá cổ phiếu. Suy sụp giá nhà nói chung kéo dài lâu hơn và đi kèm với sự sụt giảm sản lượng lớn hơn. Suy sụp giá nhà trung bình kéo dài 2,5 năm, suy sụp giá cổ phiếu là 1,5 năm.

5. Khả năng dự báo bong bóng

Theo ECB (2010), có nhiều phương pháp được nghiên cứu để dự báo bong bóng tài sản. Phương pháp đầu tiên được gọi là phương pháp “tín hiệu” (Signalling Method). Phương pháp này xác định một ngưỡng cụ thể cho mỗi biến chỉ số. Một tín hiệu cảnh báo cho khả năng xảy ra bùng phát hoặc suy sụp trong một khoảng thời gian nhất định sẽ được đưa ra khi những biến chỉ số này đạt tới một ngưỡng nhất định. Việc lựa chọn giá trị ngưỡng rất quan trọng vì nó tác động tới số lượng tín hiệu cảnh báo được đưa ra. Ví dụ, nếu ngưỡng được đặt quá cao sẽ có quá ít tín hiệu do đó có thể bỏ sót một số cuộc khủng hoảng. Ngược lại, nếu được đặt quá thấp, sự biến

Hình 1: Các phương pháp dự báo sớm bong bóng tài sản



Nguồn: Dựa trên ECB (2010)

động trong các biến chỉ số sẽ làm phát sinh nhiều cảnh báo sai (False Alarms). Để thiết lập được ngưỡng tối ưu, cần quan tâm tới mức độ chấp nhận các tín hiệu cảnh báo sai và khủng hoảng bị bỏ sót (Missed Crises) của các nhà làm chính sách.

Phương pháp thứ hai là “lựa chọn rời rạc” (Discrete Choice). Đây là phương pháp sử dụng kỹ thuật hồi quy để ước lượng các chỉ số có khả năng dự đoán sự bùng phát hoặc suy sụp. Cụ thể hơn, phương pháp này nhấn mạnh vào việc chạy các hồi quy logit/probit đơn biến hoặc đa biến và ước lượng xác suất xảy ra bùng phát/suy sụp trong một khoảng thời gian nhất định. Một tín hiệu cảnh báo được đưa ra khi xác suất này vượt quá một ngưỡng nào đó. Trong khi phương pháp lựa chọn rời rạc có một số lợi thế (chẳng hạn có thể kiểm định ý nghĩa thống kê của các biến cá nhân và đưa ra xác suất của một sự kiện nào đó), thì lại không có chứng cứ rõ ràng cho thấy nó

vượt trội hơn phương pháp tín hiệu, như đã được thấy trong bối cảnh của cuộc khủng hoảng năm 2008. Vì lý do này, những phương pháp này có thể được coi như mang tính bổ sung lẫn nhau và thường được áp dụng song song.

Cũng có một số phương pháp khác ít phổ biến hơn nhưng đang dần được áp dụng nhiều hơn. Ví dụ như phương pháp “cấu trúc” (Structural Method). Nó nhấn mạnh vào việc xây dựng một mô hình cảnh báo sớm dựa trên các hồi quy tuyến tính đa biến.

Theo ECB (2010), mặc dù việc sử dụng các chỉ số cảnh báo sớm đang tăng lên trong thời gian gần đây, các nhà kinh tế vẫn còn chia rẽ trong việc tin cậy ở mức độ nào các loại mô hình này trong việc cảnh báo cuộc khủng hoảng tiếp theo.

Thiết kế một hệ thống cảnh báo

sớm cho sự mất cân bằng giá tài sản có thể được chia thành 3 bước. Bước đầu tiên là định nghĩa thế nào là sự mất cân bằng/sai lệch của giá tài sản (ví dụ đó là sự đi lệch khỏi xu hướng lịch sử (Historical Trends) hoặc có thể gây ra các hậu quả kinh tế nghiêm trọng). Bước thứ hai bao gồm việc lựa chọn các chỉ số thích hợp và thiết kế một mô hình để kết nối các chỉ số tới sự sai lệch. Khi các biến phụ thuộc (sự sai lệch) là nhị phân, phương pháp lựa chọn rời rạc (logit/probit) và tín hiệu có thể được sử dụng để xác định các chỉ số dự báo sớm. Bước thứ ba và cuối cùng là đánh giá hiệu quả của các chỉ số dự báo sớm trong cả một khoảng thời gian nào đó và/hoặc với một loạt (panel) các quốc gia. Bước thứ ba thường được tiến hành dựa trên căn bản ma trận dưới đây:

	Khủng hoảng	Không khủng hoảng
Có tín hiệu	A	B
Không có tín hiệu	C	D



A là số lần mà một chỉ số đưa ra tín hiệu báo động đúng – có nghĩa là khủng hoảng thực sự xảy ra sau khi tín hiệu cảnh báo được phát ra sau một khoảng thời gian đã được định trước. B là số lần mà tín hiệu cảnh báo sai được phát ra (có cảnh báo nhưng khủng hoảng không xảy ra) trong khi ngược lại, C biểu thị số lần chỉ số thất bại trong việc đưa ra cảnh báo khủng hoảng (có khủng hoảng xảy ra nhưng không có cảnh báo). Cuối cùng D là số lần mà chỉ số này đúng trong việc không đưa ra cảnh báo nào cả (không có khủng hoảng xảy ra). Một cách điển hình thì sự hữu dụng của chỉ số này được đánh giá bằng việc tính toán tỷ trọng nhiễu/tín hiệu (Noise-to-Signal Ratio) – có nghĩa là số lần cảnh báo sai chia cho số lượng cảnh báo đúng.

6. Sử dụng chính sách tiền tệ để chống lại bong bóng tài sản

Bong bóng tài sản có thể gây ra nhiều tổn thất cho nền kinh tế nên theo Mishkin (2011a), có sự tranh luận rất gay gắt là NHTW nên làm gì khi có nguy cơ xảy ra bong bóng tài sản. Do giá tài sản là một yếu tố trung tâm trong cơ chế truyền dẫn của chính sách tiền tệ nên lý thuyết về chính sách tiền tệ tối ưu đòi hỏi rằng chính sách tiền tệ cần đáp trả lại sự biến động trong giá tài sản để thu được kết quả tốt đối với lạm phát và sản lượng. Một số người cho rằng cần dùng các công cụ của CSTT để làm xi hơi hoặc chậm lại quá trình hình thành bong bóng tài sản để tối thiểu hóa những nguy hại cho nền kinh tế khi bong bóng vỡ. Đây là những người theo trường phái chủ động. Những người khác lại cho rằng CSTT không nên can thiệp trực tiếp vào bong bóng giá tài sản mà thay vào đó chỉ nên can

thiệp khi giá tài sản sụt giảm sau khi bong bóng vỡ để ổn định sản lượng và lạm phát. Đây là trường phái thụ động.

Miskin (2011b) tóm tắt lại những lý do chính để phản đối chính sách chủ động như sau:

Đầu tiên, rất khó để nhận dạng (xác định) được bong bóng. Để thực hiện chính sách chủ động thì trước tiên NHTW phải giả định là nó có thể xác định được khi nào giá tài sản đi lệch khỏi các giá trị nền tảng. Giả định này rất bị nghi ngờ bởi vì khó có thể tin rằng NHTW lại có lợi thế thông tin hơn những người tham gia thị trường khác. Nếu NHTW không có lợi thế thông tin và nếu nó biết được rằng bong bóng đã phát triển, thị trường sẽ gần như chắc chắn cũng biết điều đó và bong bóng sẽ suy sụp. Như vậy, bất cứ bong bóng nào có thể được nhận dạng với sự chắc chắn bởi NHTW thì cũng không có khả năng phát triển hơn nữa;

Thứ hai là tăng lãi suất có thể rất thiếu hiệu quả trong việc hạn chế bong bóng bởi vì những người tham gia thị trường mong đợi rằng sẽ thu được lợi tức cao từ việc mua các tài sản bong bóng nên việc tăng lãi suất chưa chắc đã ảnh hưởng tới hành vi của họ;

Thứ ba là có nhiều loại giá tài sản và trong một thời điểm, bong bóng có thể chỉ xảy ra chỉ ở một phần nhỏ của tài sản. CSTT là một công cụ rất cùn trong những trường hợp thế này khi những hành động như tăng lãi suất có khả năng tác động tới giá tài sản nói chung hơn là một loại tài sản nhất định đang xảy ra bong bóng;

Thứ tư, mặc dù một số mô hình lý thuyết đề nghị rằng tăng lãi suất có thể làm giảm sự tăng tốc của giá tài sản, một số khác cho rằng tăng

lãi suất có thể gây ra hậu quả lớn hơn cho nền kinh tế. Quan điểm này nhận được nhiều sự hỗ trợ từ các ví dụ lịch sử, chẳng hạn việc siết chặt chính sách tiền tệ xảy ra vào năm 1928-29 ở Mỹ và 1989 ở Nhật, cho thấy tăng lãi suất có thể là nguyên nhân làm bong bóng đổ vỡ nặng nề hơn do đó làm tăng tổn hại tới nền kinh tế. Một cách khác để nói là đây là bong bóng đã đi lệch khỏi hành vi bình thường và không thực tế để mong đợi rằng các công cụ bình thường của chính sách tiền tệ có thể có hiệu quả trong những điều kiện không bình thường. Các cố gắng làm xì hơi bong bóng như vậy có thể được coi là vi phạm nguyên tắc của Hyppocrat trong y khoa là: “Đừng làm hại” (Do No Harm)

Quan điểm chủ động được khởi đầu chủ yếu bởi Cecchetti et al. (2000) và (2003) lại đưa ra quan điểm rằng NHTW nên tăng lãi suất theo cách thức chủ động để ngăn chặn bong bóng phát triển. Sử dụng mô hình của Bernanke và Gertler có bổ sung, Cecchetti et al. (2000) cho thấy việc bao gồm cả giá tài sản vào quy tắc Taylor có thể nâng cao chất lượng vĩ mô. Cecchetti et al. (2003) cũng phân đôi cách tiếp cận thụ động đối với sự thay đổi trong giá tài sản. Họ xem xét NHTW theo đuổi chính sách lạm phát mục tiêu và nhấn mạnh rằng sự phản ứng nên khác nhau và phụ thuộc vào việc liệu sự thay đổi trong giá tài sản là do bởi các yếu tố nền tảng hay không. Những luận điểm chính của chiến lược chủ động đáp lại chiến lược thụ động là:

- Về việc nhận dạng bong bóng khó khăn: Việc xác định các biến số khác được sử dụng trong điều hành CSTT như khoảng cách sản

lượng cũng khó khăn như vậy;

- Về cái giá phải trả cho nền kinh tế khi thắt chặt tiền tệ: Cái giá phải trả của nền kinh tế khi thắt chặt CSTT trong giai đoạn bong bóng đang tích tụ có thể sẽ thấp hơn so với việc để mặc cho bong bóng sụp đổ, cho dù NHTW có thất bại trong việc đạt được mục tiêu ngắn hạn;

- Về vấn đề rủi ro đạo đức: nếu những người tham gia thị trường biết rằng CSTT sẽ bù đắp hậu quả của bong bóng khi bị vỡ thì họ còn có thể bị kích thích đầu tư nhiều hơn nữa trong giai đoạn bong bóng đang phình lên;

- Về trách nhiệm của NHTW: NHTW có trách nhiệm để duy trì ổn định tài chính và điều đó bị đe dọa bởi bong bóng tài sản nên NHTW phải có nghĩa vụ can thiệp bằng việc sử dụng CSTT theo kiểu ngăn chặn trước để ngăn cản bong bóng xảy ra ●

CHÚ THÍCH

- [1] <http://www.investopedia.com/terms/a/asset.asp>
- [2] Kinh tế học cổ điển thường giả định sở thích của con người là “tiêu chuẩn” (standard), tức là đồng nhất theo thời gian (time-consistent) và độc lập (independent) tức là không bị phụ thuộc vào người khác. Tuy nhiên, các nhà kinh tế học hành vi cho rằng những giả định này là không đúng.
- [3] Kinh tế học cổ điển giả định rằng con người là “duy lý” (rational) tức là luôn đưa ra các quyết định để tối ưu hóa lợi ích của mình. Tuy nhiên, trong thực tiễn thì một số nhà kinh tế cho rằng con người bị giới hạn bởi các thông tin mình có được hay bởi khả năng nhận thức, thời gian... nên các quyết định của họ đưa ra không thể hoàn toàn “tối ưu hóa lợi ích” theo nghĩa cổ điển.
- [4] Một thuật ngữ của tâm lý học, mô tả một người cho rằng những thành công của họ đến từ trình độ kỹ năng của mình nhưng khi gặp thất bại thì họ lại cho rằng đó là do không gặp may
- [5] Chỉ loại sai lầm xảy ra bởi vì khi đánh

giá về một sự kiện nào đó thì con người thường sử dụng kinh nghiệm trong quá khứ của mình về những sự kiện khá “trung đồng”. Cách tư duy như vậy có thể giúp ra quyết định nhanh với lượng thông tin hạn chế nhưng có thể dẫn đến quyết định sai vì 2 sự kiện có thể có nhiều đặc điểm khác nhau.

- [6] Farhi, Emmanuel, and Jean Tirole, 2012, “Bubbly Liquidity”, Review of Economic Studies, 79, 678–706. Dẫn lại từ Chakraborty et al. (2013).

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Alessi, Lucia and Carsten Detken (2009), *Real Time' Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles: A Role For Global Liquidity*, Working Paper Series No 1039. Frankfurt am Main: ECB.
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta and David Marqués-Ibáñez (2010), *Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?* Working Paper Series No 1166 / March 2010, European Central Bank.
- Barlevy, G. (2007), “Economic theory and asset bubbles”, *Economic Perspectives*, pp. 44-59. Federal Reserve Bank of Chicago.
- Bean, C. (2003), *Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?* BIS Working Paper No 140, Bank for International Settlements.
- Borio, Claudio and Philip Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers No 114. Bank for International Settlements.
- IMF (2009), “Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations”, *World Economic Outlook*, October 2009, pp. 93-120, International Monetary Fund.
- Sheng, Y. (2009), “A Macro and Rational Approach to Asset Price Bubbles: Definition and Early Identification in Real Time”, Paper for *Conference on Credit Risk, Financial Crises, and the Macroeconomy*, Venice, Italy, 24 - 25 September 2009.
- Thompson, Earl A and Charles R. Hickson. (2006), “Predicting bubbles”, *Global Business and Economics Review*, Vol. 8, Nos. 3/4, pp.217-246.