

Khủng hoảng Toàn cầu 2008 và Bài học Chính sách Kinh tế Vĩ mô

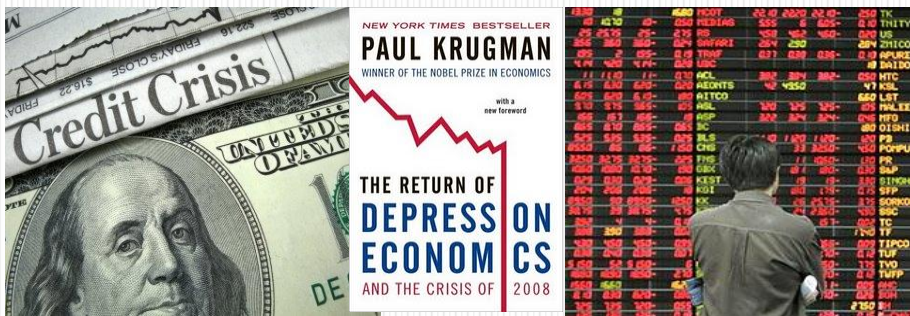
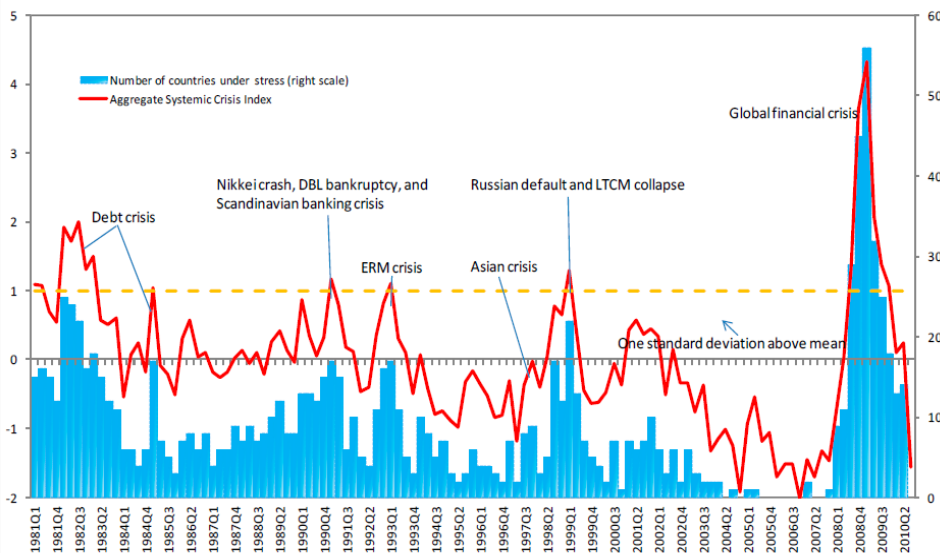


Figure 2. Systemic Crisis Index and Countries under Stress 1/



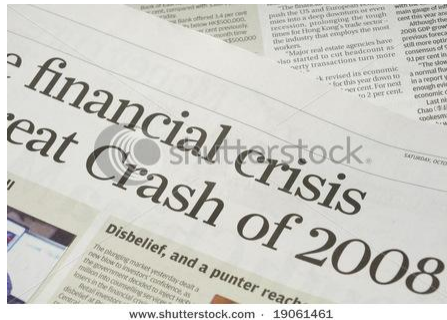
1/ The aggregate systemic crisis index is a simple average of each country's (normalized) systemic crisis index, defined as the simple average of normalized quarterly FSI (for advanced economies) or EMP (for emerging markets) and normalized quarterly real GDP growth (yoy). A country is under stress if its systemic crisis index is above one standard deviation from its mean.

Source: Forthcoming Board paper on the *Role of Global Financial Safety Nets in Systemic Crises*²

Gauti B. Eggertsson and Paul Krugman (2010)

– *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*

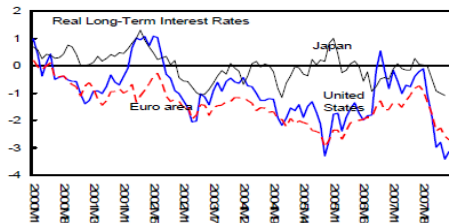
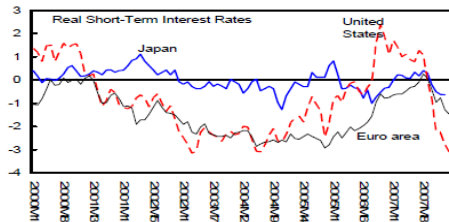
- Khủng hoảng 2008 = “Minsky Moment”+”Balance Sheet Recession”+”Debt-Deflation”.
- Cơ chế?
- Nguyên nhân khủng hoảng và bài học?



Bối cảnh

1. **Bức tranh lạc quan** những năm trước khủng hoảng, tăng trưởng toàn cầu cao, lạm phát thấp, lãi suất thấp, dòng vốn đổ vào Hoa Kỳ.
2. **Rủi ro ẩn ngầm** có tính hệ thống (lãi suất thấp, lạc quan tương lai quá mức, giá tài sản tăng mạnh).
3. Giới học thuật và các nhà chính sách đều ủng hộ “**Lạm phát mục tiêu**”.
4. “**Chính sách kinh tế có nên xem xét sự bùng giá tài sản và gia tăng đòn bẩy**” – Chỉ là vấn đề đang tranh luận

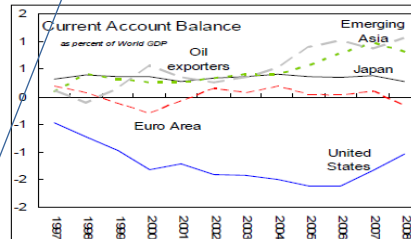
Lãi suất thấp và mất cân bằng toàn cầu



* Relative to headline inflation. Measured as deviations from 1990-2007 averages. Source: WEO.

Lãi suất thấp những năm ngay trước khủng hoảng:

- Lãi suất ngắn hạn thấp: do chính sách tiền tệ thuận chu kỳ.
- Lãi suất dài hạn thấp: do S cao ở châu Á và nước xuất khẩu dầu.

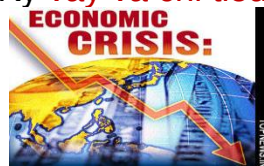


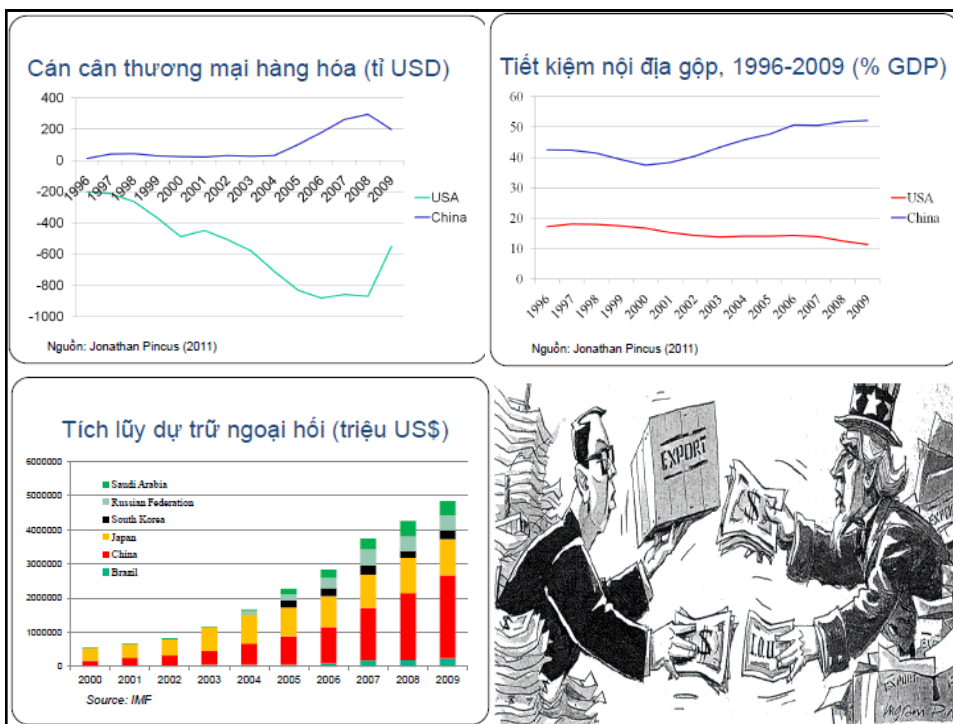
Mất cân bằng toàn cầu

- CA < 0 ở Hoa Kỳ và CA > 0 ở ROW
- S cao ở châu Á và nước xuất khẩu dầu và S thấp ở Hoa Kỳ
- Đầu tư vào tài sản Hoa Kỳ (rủi ro thấp, thanh khoản cao)
- Dòng vốn lớn đổ vào Hoa Kỳ

Mất cân đối kinh tế vĩ mô toàn cầu

- Mức **tiết kiệm cao** từ **châu Á**, nước xuất khẩu dầu và **thặng dư thương mại** chuyển thành **dòng vốn** đổ vào Hoa Kỳ.
- Dòng vốn vào Hoa Kỳ chuyển vào BĐS, **bong bóng**, đầu tư và đầu cơ nhiều và rủi ro gia tăng.
- Lãi suất thấp kết hợp **lạc quan quá mức** kéo theo tăng giá tài sản tài chính và bong bóng BĐS, các gia đình Hoa Kỳ **vay và chi tiêu** nhiều.





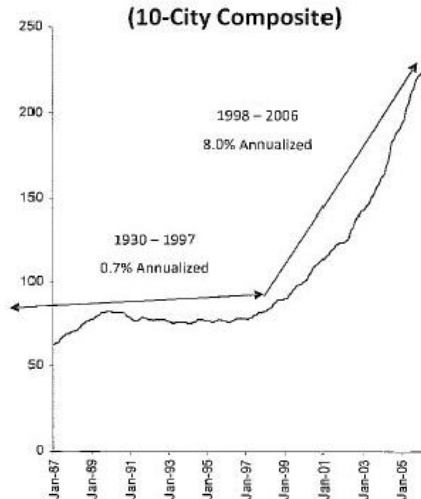
Tác động của dòng vốn vào quá lớn

- Lên giá nội tệ
- Bùng giá tài sản (BĐS và TSTC)
- Tăng rủi ro lên hệ thống tài chính nội địa
- Ngân hàng, hộ gia đình và doanh nghiệp hướng đến tín dụng, đòn bẩy, vấn đề BCDTS,...
- Áp lực lên cầu và sản lượng
- Chính sách tiền tệ gặp khó (nếu tăng lãi suất để kìm hoạt động kinh tế càng hấp dẫn dòng vốn vào)

US house prices doubled in five years



Case-Shiller Home Price Index (2000 Q1 = 100), Jan 1987 - 2005

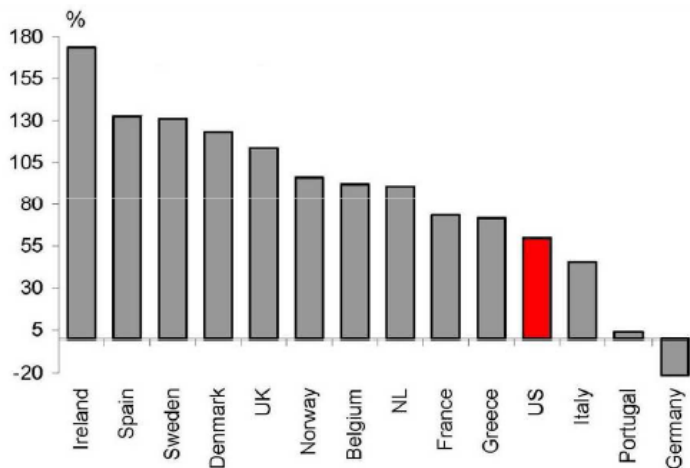


Source: Silverlake, Case-Shiller Price Index.

House prices rose rapidly in much of Europe also



Real house price changes (%), 1996-2006



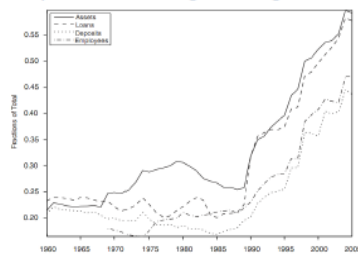
Source: ECB, National Statistical Offices, IMF, EMF, Italian Ministry of Infrastructure, Morgan Stanley Research.

Bùng nổ giá tài sản, nới lỏng tài chính và mất ổn định kinh tế vĩ mô

- Giá tài sản và **chu kỳ bùng phát-đổ vỡ** tín dụng là đặc trưng của các cuộc khủng hoảng tài chính nhưng **không phải tất cả** các cuộc bùng phát đều kết thúc **thành thảm họa** (bong bóng dot.com 1990s).
- Thị trường tài chính và **công cụ phái sinh** Hoa Kỳ vượt tầm kiểm soát và gia tăng rủi ro.
- Các ngân hàng lớn Hoa Kỳ tạo ra “**siêu thị tài chính**”.
- Các ngân hàng tham gia hoạt động **đầu tư** thu lợi cao, nhưng **rủi ro cao** hơn.
- **Quy mô ngân hàng quá lớn** nên sự sụp đổ có thể kéo cả hệ thống tài chính đi theo.

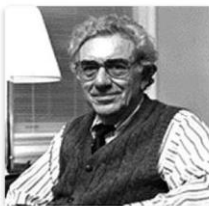


Thị phần của 10 ngân hàng lớn nhất



Nguồn: Jonathan Pinous (2011)

Hyman Minsky



"Hyman Minsky spent much of his career advocating the idea that financial systems are inherently unstable in the face of speculation. It's not too long ago, and it is true. Indeed, the Minsky Moment has become a catch phrase on Wall Street."



HYMAN P. MINSKY

STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY

Foreword by HERBY KAUFMAN

Mức tập trung vào hệ thống ngân hàng Mỹ

Concentration of US banking system
Total assets of top three US banks as % of total commercial banking sector assets



Source: Financial Times

Too big to fail

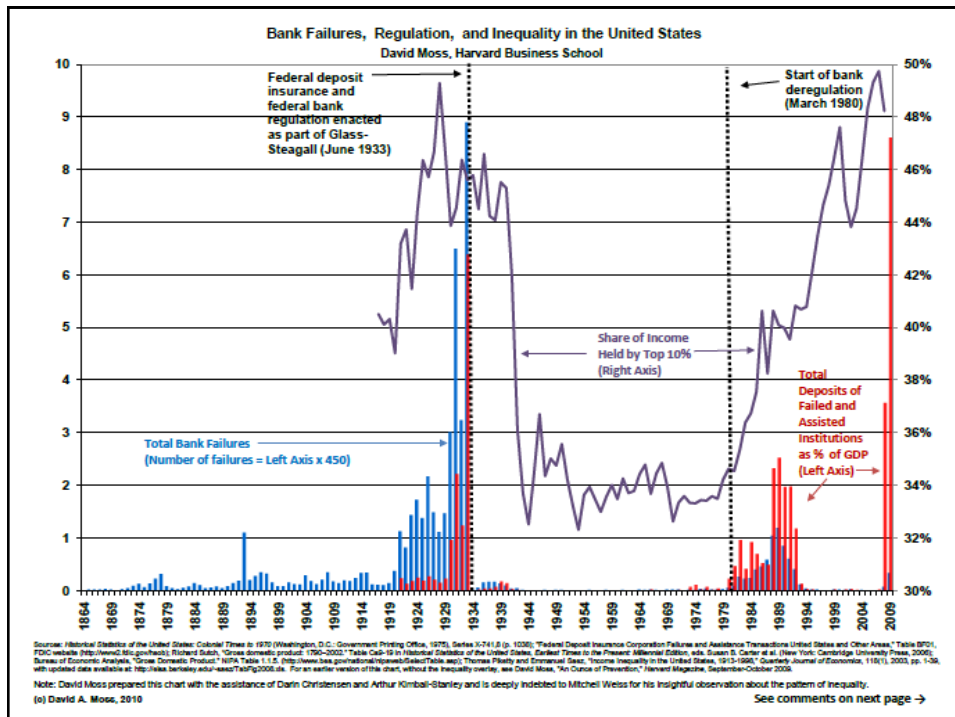
"If some banks are thought too big to fail... then they are too big. It is not sensible to allow large banks to combine high street retail banking with risky investment banking or funding strategies, and then provide an implicit state guarantee against failure."



Mervyn King, Governor of the Bank of England, June 2009

Bất bình đẳng kinh tế ở Hoa Kỳ

- Hoa Kỳ - “*người tiêu dùng cứu cánh*” sau khủng hoảng tài chính Đông Á.
- Người tiêu dùng Hoa Kỳ giảm tiết kiệm và tăng nợ để duy trì mức tiêu dùng cao, *kỳ vọng sẽ thu lợi cao khi giá nhà tiếp tục tăng*.



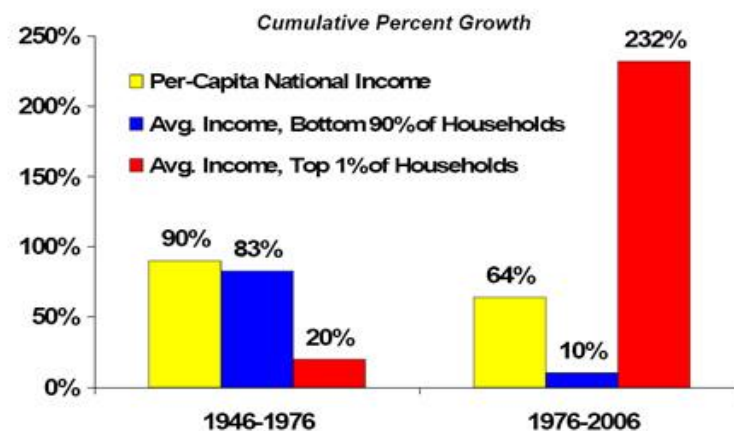
Bất bình đẳng kinh tế ở Hoa Kỳ

Nguyên nhân gây BBD thu nhập và của cải:

- Gia tăng các ngành *dịch vụ thu nhập thấp* và không ổn định.
- Giảm quyền lực *công đoàn*.
- Nổi lên của *ngành tài chính và ngân hàng*.
- Các gia đình nghèo bị hút vào thị trường nợ dưới chuẩn (*NINJA*).

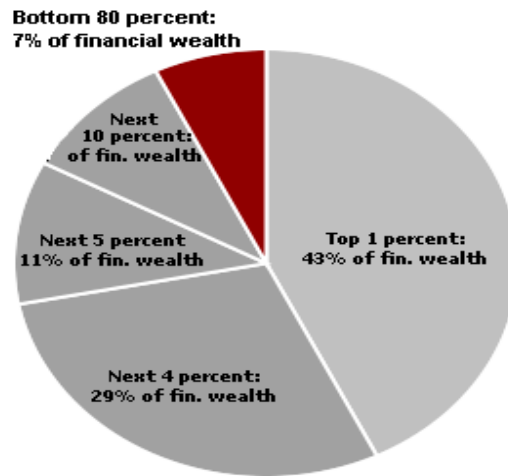


Tăng trưởng thu nhập ở US đã tích tụ vào người giàu



Nguồn: Trích từ Jonathan Pincus (2012)

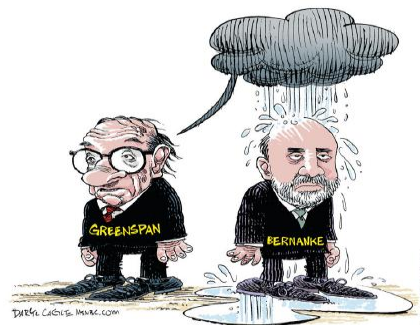
Phân phối tài sản tài chính ở US, 2004



Nguồn: Trích từ Jonathan Pincus (2012)

Nguyên nhân cuộc khủng hoảng 2008

- Mất cân đối kinh tế vĩ mô toàn cầu.
- Nới lỏng các quy định tài chính.
- Bất bình đẳng kinh tế ở Hoa Kỳ (?).



Vấn đề chính sách

Rất ít sự chú ý vào rủi ro từ giá tài sản gia tăng và công cụ đòn bẩy, do:

- Niềm tin vào “Lạm phát mục tiêu” và thành quả kinh tế thực tế.
- Ước tính quá thấp rủi ro tiềm ẩn.
- Quá tin vào các quy định thận trọng có thể kiểm soát tình hình.
- Tin rằng nếu hiện tượng bùng giá tài sản bị đảo ngược thì sẽ được trung hòa bởi mức lãi suất thấp

Vấn đề chính sách

- Thâm hụt và nợ công không được chú ý cắt giảm lúc kinh tế tăng trưởng thuận lợi, doanh thu thuế cao (đến khi khủng hoảng sẽ làm hạn chế không gian chính sách tài khóa).
- Cấu trúc thuế bị bóp méo bởi việc ngân sách được tài trợ bằng vay với lãi suất thấp.

Câu hỏi vẫn còn nghi vấn

- Hoa Kỳ cứu các ngân hàng có tạo tâm lý ỷ lại hay xa hơn là hiểm họa đối với sự ổn định tài chính tương lai?
- Các ngân hàng lớn có còn kỳ vọng sẽ được cứu bất kể hành vi của họ rủi ro thế nào?



Câu hỏi vẫn còn nghi vấn

Bất bình đẳng có là nguyên nhân dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính?

Comments on Bank Failure/Regulation/Inequality Chart

David Moss
Harvard Business School
August 2010

- There are remarkable correlations between bank failures (and financial crises), financial regulation/deregulation, and income inequality across U.S. history.
- Bank failures and financial crises were common in the U.S. until 1933. Then federal financial regulation was dramatically strengthened (starting in 1933). Bank failures and financial crises virtually disappeared after that, for nearly 50 years, but reappeared after financial deregulation commenced beginning in the 1980s.*
- Income inequality followed a remarkably similar pattern: rising in the lead up to the Great Depression, falling sharply after that, remaining at a historically low level from the 1940s through the 1970s, and then rising sharply after that.
- It is also striking that the two peaks in inequality occurred in 1928 and 2007 – in each case immediately before a major financial crisis.
- Of course, correlation is not causation. We do not yet know if there are meaningful connections between financial crises, financial regulation or deregulation, and income inequality. But the patterns across American history are sufficiently striking that further investigation of possible connections seems merited.

* See David Moss, "An Ounce of Prevention: Financial Regulation, Moral Hazard, and the End of 'Too Big to Fail,'" *Harvard Magazine*, September-October 2009 (<http://harvardmagazine.com/2009/09/financial-risk-management-plan>).

Does Inequality Lead to a Financial Crisis?

- The recent global crisis has sparked **interest in the relationship between income inequality, credit booms, and financial crises**. Rajan (2010) and Kumhof and Rancière (2011) propose that rising inequality led to a credit boom and eventually to a financial crisis in the US in the first decade of the 21st century as it did in the 1920s. Data from 14 advanced countries between 1920 and 2000 suggest these are not general relationships. Credit booms heighten the probability of a banking crisis, but we find **no evidence that a rise in top income shares leads to credit booms**. Instead, low interest rates and economic expansions are the only two robust determinants of credit booms in our data set. Anecdotal evidence from US experience in the 1920s and in the years up to 2007 and from other countries does not support the inequality, credit, crisis nexus. Rather, **it points back to a familiar boom-bust pattern of declines in interest rates, strong growth, rising credit, asset price booms and crises**.

• Michael D. Bordo

• Christopher M. Meissner

<http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/17896.html>

Bài học 1

- Thứ nhất, bảo hiểm thông qua tích lũy dự trữ ngoại hối hậu khủng hoảng Đông Á không bền vững, giảm sức cầu thế giới.

Hàm ý chính sách:

- **Cần phối hợp toàn cầu để quản lý rủi ro tỷ giá mà không phải duy trì mức dự trữ quá lớn. Cách nào?**

Bài học 2

- Thứ hai, các nước cần quy định và giám sát hoạt động cho vay và đầu tư rủi ro, quản lý quy trình phát triển công cụ và hợp đồng phái sinh, và hoạt động bảo hiểm vỡ nợ tín dụng .

Hàm ý chính sách:

- *Chính sách tiền tệ có nên bao gồm giám sát các chỉ báo: tăng trưởng tín dụng, giá tài sản tài chính và bất động sản và hoạt động trung gian tài chính?*

Bài học 3

- Thứ ba, tăng cường kiểm soát quản lý các ngân hàng, nhất là khi các ngân hàng ngày càng lớn hơn.

Hàm ý chính sách:

- *Liệu quản lý nhiều hơn có đủ để khuyến khích họ thôi không tăng trưởng “Quá lớn để có thể thất bại” hay “Quá quan trọng đến nỗi không thể thất bại”? Làm thế nào để có một hệ thống đánh giá tín dụng thực sự độc lập và không thiên lệch?*

Bài học 4

Olivier Blanchard (2009)

Khủng hoảng 2008 tái hiện tranh luận “*Chính sách kinh tế có nên xem xét sự bùng giá tài sản và gia tăng đòn bẩy*”

- Không phải tất cả cuộc bùng giá tài sản đều giống nhau.
 - Phụ thuộc mức độ liên quan của khu vực tài chính.
 - Sự bùng giá và mức độ đòn bẩy
- Can thiệp chính sách phụ thuộc vào cuộc bùng giá được tài trợ và rủi ro như thế nào.
- Chính sách tiền tệ nên bao gồm bình ổn tài chính-vĩ mô chứ không chỉ ổn định giá cả.
- Hai bài học chính sách tài khóa: thâm hụt-bùng phát và cấu trúc thuế.

Một số bài học khác





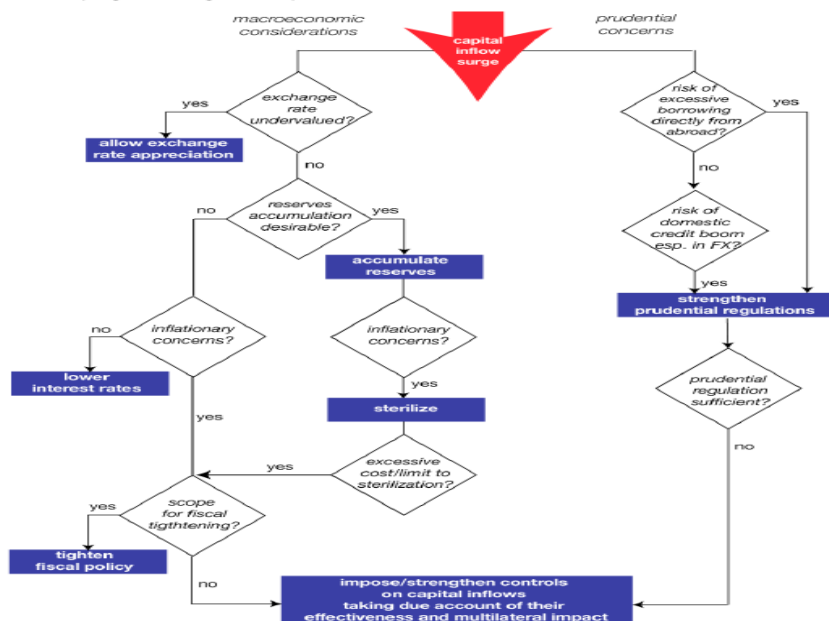
IMF STAFF POSITION NOTE

February 19, 2010
SPN/10/04

Capital Inflows: The Role of Controls

Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier,
Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt

Figure 1. Coping with Surges in Capital Inflows: Macroeconomic and Prudential Considerations 1/



1/ From the perspective of an individual country, without taking account of multilateral considerations; on the effectiveness of controls, see Section III.

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Asia and Pacific Department

Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets

Prepared by Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan,
Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth

Authorized for distribution by Anoop Singh

April 21, 2011

Table 3. Capital Flow Management Measures in Asian Economies

Policy Tool	Recent Country Examples	Motivation/Objective
Limits to direct and indirect FX exposure	Korea (June 2010): Capped FX forward positions of banks relative to their equity capital. Reduce corporate FX hedging limit from 125% to 100% of export receipts.	By limiting derivatives positions, the measure indirectly targets a reduction in external borrowing by the private sector, particularly the banking sector. This exposure was also associated with carry trades onshore, including through "over hedging" of dollar receivables by Korean exporters.
Increase restrictions on external borrowing	India (Dec. 2009): Re-instated interest rate cap on eligible external commercial borrowing that was eliminated during the crisis.	To limit access to foreign credit to best corporate credits and prevent high cost borrowing.
Minimum holding period on central bank bills	Indonesia (June 2010): One month holding period on central bank bills (SBBs) instated for both domestic and foreign investors	To limit volatility of flows. SBBs had been subject to sharp shifts in positions relative to global risk appetite, as they were used as a carry trade vehicle. Holding period limits the volatility of flows on exit from positions.
Limited foreign access to central bank instruments	Indonesia (June 2010- present): Phased out one- and three-month SBBs in favor of nine- and 12-months SBBs, and expanded supply of nontradeable term deposits up to six months tenor, which are only available to banks operating in Indonesia.	To reduce volatility of inflows, and address concerns that central bank sterilization was attracting further inflows. Short-term SBBs, largely used to sterilize FX intervention, were a favored vehicle for carry trades.
Other restrictions on foreign access	Taiwan Province of China (Nov. 2009): Financial Supervisory Commission (FSC) barred access to time deposit accounts for foreign investors. Taiwan Province of China (Nov. 2010) FSC extended existing investment of nonresident inbound remittances in domestic securities to 30 percent, to include government securities of remaining maturity greater than one year.	To dampen speculative flows. Time deposits are one avenue for carry trades/ currency speculation. Reduced access of nonresidents to government bonds.
Measures to encourage outbound investment by residents	Malaysia (Oct. 2010): Announced that the overseas investment limit of the Employee Provident Fund would be raised from 7 percent to 20 percent. Philippines (November 2010): Increased ceilings on residents' purchase of FX and foreign assets from authorized agent banks. Prepayment of private sector FX loans allowed. Thailand (February, September 2010): Raised ceilings on residents' outward direct investment, lending abroad, and foreign currency holdings.	
Reserve requirements on foreign currency and nonresident accounts	Taiwan Province of China (Jan. 2011): Raised reserve requirement on local currency accounts held by non-residents to 90 percent on balances exceeding the outstanding balance on December 30, 2010. Balances below end-2010 levels subject to 25 percent reserve requirement. Require reserves for such accounts are no longer remunerated. Indonesia (March 2011): Raised reserve requirement on foreign currency accounts from 1 to 5 percent. A further increase to 8 percent is scheduled for June 2011.	To effectively bar banks from offering interest-bearing accounts to nonresidents. To limit bank vulnerabilities to inflow volatility, and to reduce incentives for banks to intermediate short-term inflows.
Withholding tax on foreign holdings of government bonds	Thailand (Oct. 2010): Reimposed 15 percent withholding tax (withdrawn in 2005) for state bonds on foreign investors. Korea (Jan. 2011): Reintroduced 14 percent withholding tax on foreign holdings of government bonds and central bank securities. In both cases, the impact has been limited due to wide coverage of double taxation treaties.	To slow inflows into government bond markets.

Sources: Country authorities.

Table 4. Recent Property Market Measures in Asian Countries

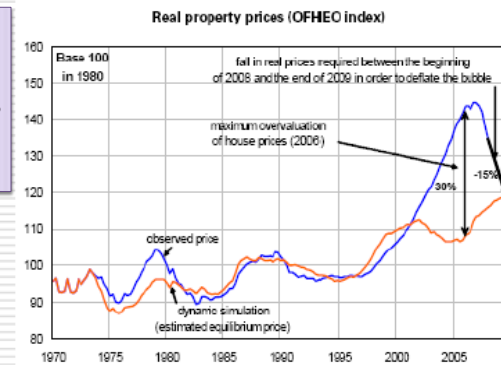
Property Market Measure	Recent Country Examples	Motivation/Objective
Reductions in LTV ceilings	Hong Kong SAR (Oct. 2009): Mortgages for luxury property capped at 60 percent LTV ratio. Korea (2009): Ceiling on LTV ratios lowered in Seoul. India (Jan. 2011): Imposed cap on LTV ratios for lower end of housing market. Thailand (Jan. 2011): Cap on LTV ratio for certain types of residential housing at 90 percent. China (2010): Lower LTV ratios for second and third homes Singapore (Jan 2011): Cap on LTV ratio for mortgage lending lowered from 70% to 60% for individuals with one or more outstanding housing loans at the time of the new housing purchase; LTV ratios for non-individuals lowered to 50%.	To curb real estate speculation, in part due to inflows from mainland, particularly at top end of market. To dampen real estate prices. To preempt a surge in mortgage lending. Series of incremental measures target residential property speculation amid signs of overheating.
Other real estate lending restrictions	Hong Kong SAR (Oct. 2009): Loan amount for non-luxury property capped at US\$1.5 million. Guidance on mortgage rates. India (Oct 2009): Increase in provisioning requirements for real estate credit. (Jan, Mar. April 2010) incrementally increased required reserves for banks. (Jan. 2011) further increased provisioning requirement and risk weights on real estate loans. China (2010): Greater administrative guidance on financing including higher down payments requirements for mortgages. There was a mandated increase in mortgage rates for second homes, third mortgages were officially discouraged.	To address potential risks in banking sector from recovery of credit growth. To lessen speculative activity by lowering transaction volumes and leveling off prices.
Real estate taxes	China (2010): Taxes on resale of properties within five years increased. Hong Kong SAR: Stamp duty increased Singapore (Aug 2010): Holding period for the imposition of Seller's Stamp Duty (SSD) was lengthened from 1 year to 3 years; (Jan 2011): SSD rates raised and holding period increased to 4 years.	

Sources: Country authorities.

Detecting bubbles in the housing Market – Econometric models

Evaluating the size of the American housing bubble

Có thể quản lý và kiểm soát bong bóng đầu cơ không? (có/không)



Source : Stéphane Sorbe, « The busting of the US house price bubble », Tresor Economics, DGTPE, 2008

Before bust / after bust

Table 2.2. Relative Contributions to Output Growth Before and After Asset Price Busts

	Equity Price Busts		Housing Price Busts	
	Before ¹	After ²	Before ¹	After ²
Average contribution to GDP growth (percent of GDP growth)				
Private consumption	57.4	55.2	61.5	36.5
Private fixed investment in machinery and equipment	18.5	3.6	19.8	-19.1
Private investment in construction	7.7	-1.4	10.4	-32.7
Other ³	16.4	42.7	8.2	115.3
<i>Memorandum</i>				
Average annual growth in GDP (percent) ⁴	4.0	2.6	3.4	0.8

Source: IMF staff calculations.

source : "WHEN BUBBLES BURST", IMF, WEO, April 2003

5 tổng kết quan trọng từ thực tế

Anne Epaulard (2009)

Sụp đổ giá nhà:

1. Có tác động hiệu ứng của cải đối với tiêu dùng lớn hơn biến động giá tài sản khác.
2. Thường đi sau một hiện tượng bùng giá.
3. Kéo theo/xảy ra cùng với sự sụp đổ giá của tài sản khác.
4. Đi cùng với những tác động nhanh/mạnh đối với hệ thống ngân hàng so với tác động sụp đổ giá của các tài sản khác:
5. Có sự liên kết với chính sách tiền tệ thắt chặt hơn là sự sụp đổ giá của tài sản khác.