

Khủng hoảng tài chính ở Mỹ đã xảy ra như thế nào?

NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO * & VŨ ĐỨC HẢI

“Điều quái quỷ gì đã xảy ra vậy?” là câu hỏi hiện lên trong suy nghĩ của bất kỳ ai có quan tâm đến thị trường tài chính thế giới khi các chỉ số chứng khoán bắt đầu sụt giảm nghiêm trọng trong ngày 17.8 và suốt những ngày sau đó. Từ New York đến Hồng Kông, từ London đến Tokyo và khắp các thị trường tài chính khác trên thế giới đều được đặt trong tình trạng báo động và NHTW các nước luôn cảnh giác cao độ để sẵn sàng can thiệp bất cứ lúc nào cần thiết nhằm ngăn không cho thị trường rơi vào một cuộc khủng hoảng tài chính tương tự như những gì đã xảy ra cách đây đúng 10 năm.

Chắc hẳn bạn sẽ ngạc nhiên, sao lại có chuyện khủng hoảng tài chính vào lúc này khi mà tất cả các bản báo cáo, bài phân tích đăng nhan nhản trên các phương tiện truyền thông đều cho rằng nền kinh tế thế giới đang tăng trưởng ở mức cao nhất trong vòng 1 thập kỷ qua và các con số đều cho thấy các công ty đang ăn nên làm ra, còn mọi người thì dường như đang có nhiều tiền hơn và mức sống ngày một khá hơn. Điều này không có gì lạ cả bởi vì ngay cả những người vốn đã cố gắng hết sức để nghiên cứu về tài chính cũng đang tỏ ra bối rối trước diễn biến hiện nay. Vậy sự thật của câu chuyện là gì?

Mọi chuyện bắt đầu từ vốn rẻ

Câu chuyện xảy ra bắt nguồn từ việc lo ngại sự sụp đổ của các công ty dotcom sẽ ảnh hưởng mạnh đến nền kinh tế Mỹ hồi những năm 90, chủ

tịch Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) lúc bấy giờ, ông Alan Greenspan, đã tiến hành chiến dịch cắt giảm lãi suất xuống những mức thấp kỷ lục để thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Điều đó đã làm nảy sinh ra những dòng vốn vay giá rẻ và gia tăng một lớn người đi vay tiền. Trên thực tế, vốn vay rẻ sẽ làm gia tăng sự tự mãn và làm mất đi ý thức phòng ngừa rủi ro của người đi vay. Giả dụ rằng bạn đi vay tiền và sau đó lâm vào tình trạng khó khăn về tài chính, bạn sẽ dễ dàng trong việc định giá lại tài sản để tiếp tục một khoản vay mới nhằm chi trả cho các khoản vay mà bạn phải trả thanh toán trong nay mai. Thật dễ dàng!

Cũng chính điều này, chính sách tiền tệ của Alan Greenspan đã thổi lên một quả bong bóng to chưa từng có trên thị trường nhà đất Mỹ trong hơn một thập kỷ qua. Một khi quả bong bóng này nổ tung nó sẽ tạo ra một đợt sóng vỡ nợ trên khắp nước Mỹ do người đi vay không đủ khả năng để trả tiền cho các khoản nợ được hình thành từ tài sản thế chấp. Điều này sẽ ảnh hưởng mạnh đến các nhà cho vay cầm cố thế chấp. Và theo phản ứng dây chuyền, các nhà đầu tư đang mua trái phiếu và chứng khoán của các nhà cho vay này sẽ rút vốn hay thanh lý các khoản cho vay. Và như thế bóng ma khủng hoảng đã quay trở lại!

Có phải lỗi thuộc về ngài cựu Chủ tịch FED, Alan Greenspan?

Xin thưa rằng lãi suất, cũng như chính sách của ngài Greenspan, không phải là toàn bộ câu chuyện và

nó cũng không phải là phần quan trọng nhất dẫn đến tình trạng hiện nay. Có rất nhiều lý do để giải thích vì sao chủ của những ngôi nhà rơi vào cảnh khó khăn và thị trường chứng khoán sụt giảm nghiêm trọng. Trong đó có yếu tố chủ quan đến từ New York, nơi phố Wall đã tạo nên một hệ thống gây tranh cãi và hậu quả là những vấn đề bất ổn như hiện nay là không thể tránh khỏi.

Một trong số đó có thể trở thành câu chuyện kinh tế lớn nhất trong 10 năm qua, lớn hơn cả sự bùng nổ của thị trường nhà đất và các công ty dotcom hay sự sụp đổ của nó tại Mỹ, lớn hơn cả tốc độ tăng trưởng kinh tế chóng mặt của Trung Quốc và Ấn Độ, đó là các công cụ tài chính phái sinh, vốn đang trở thành một phần không thể thiếu của thị trường tài chính thế giới ngày nay.

Sản phẩm phái sinh đã tạo ra sự bất ổn như thế nào?

Sản phẩm phái sinh là một công cụ tài chính mà giá trị của nó được hình thành từ một tài sản khác, gọi là tài sản cơ sở. Các khoản cho vay cầm cố là một tài sản, sau đó tập trung tất cả các khoản vay cầm cố này lại để hình thành một loại chứng khoán có thể được giao dịch trên thị trường thì nó được gọi là sản phẩm phái sinh, còn các khoản cho vay cầm cố được gọi là tài sản cơ sở.

Chúng ta đã nghe nói nhiều về nền kinh tế thực, nơi mà người ta mua và bán những sản phẩm thực, làm những công việc thực tế như sản xuất và cung cấp các dịch vụ. Sản phẩm phái sinh là thứ thuộc về cái tạm gọi là nền kinh tế không có thực, nhưng nó không phải là ảo. Nghĩa là trong nền kinh tế đó người ta tiến hành một dạng như đánh cược trên những điều thực tế xảy ra tại nền kinh tế thực. Sản phẩm phái sinh là phương tiện để người ta thực hiện điều này. Nếu bạn nghĩ những người đi vay có thể thực hiện tốt

nghĩa vụ trả các món nợ, thì việc mua chứng khoán của các nhà cho vay được phát hành dựa trên các món vay này thì đó là một ý kiến hay. Nó sẽ là một khoản cá cược của bạn.

Lấy ví dụ đơn giản nó giống như một trận bóng đá, các cầu thủ và trận đấu ở đây là nền kinh tế thực, họ chơi ở các vị trí khác nhau như phòng thủ, phản công và có công việc cụ thể ở mỗi vị trí. Đội của họ sẽ liên kết lại để thi đấu với một đội bóng khác. Đội bóng nào ghi được nhiều bàn thắng sẽ là người thắng chung cuộc. Nhưng khi trận đấu đang diễn ra, có cả hàng triệu khán giả, những con người thực tế không liên qua đến trận đấu đang tiến hành cá cược trên kết quả của trận đấu. Họ không chỉ có cá cược về tỷ số mà còn cá cược về chênh lệch giữa bàn thắng và bàn thua của 2 đội. Cá xem đội A sẽ thua tối đa là bao nhiêu bàn, đội nào ghi bàn cuối cùng, cầu thủ nào nhận thẻ phạt đầu tiên v.v. Không thể đếm được có bao nhiêu kiểu cá cược và nội dung mà bạn có thể cá cược và điều đó cũng không quan trọng mà quan trọng là bạn có tìm được người chịu đánh cược với mình hay không.

Về lý thuyết thì sự cá cược tồn tại độc lập với trận bóng nhưng chúng ta đều biết nhiều khi sự thật không đúng như thế. Có rất nhiều tiền đã được đổ vào thị trường cá cược và nhiều khi kết quả trận đấu đã được dàn xếp an bài trước khi nó diễn ra. Cầu thủ, trọng tài có thể là những người đã nhận tiền hối lộ và tiến hành bán độ trong trận đấu mà họ tham gia. Điều này thực tế đang diễn ra ở rất nhiều lĩnh vực. Đã có rất nhiều tiền được đổ vào các sản phẩm phái sinh đánh cược trên thị trường nhà đất của Mỹ, và các nhà đầu cơ tại phố Wall đã dựng lên thị trường nhà đất để tạo sân chơi cho các nhà cá cược. Người cá cược ở đây là các nhà đầu tư cá nhân, các quỹ đầu tư, các ngân hàng đầu tư, công

ty bảo hiểm, nhà môi giới v.v.

Để hiểu rõ hơn, chúng ta sẽ đi tìm hiểu một dạng sản phẩm phái sinh đang rất được thịnh hành, đó là CDO (Collateralized Debt Obligation) và xem sự tai tiếng mà nó đang gánh chịu là như thế nào?

Sau khi nhà cho vay cầm cố thể chấp cho người mua nhà vay tiền, tất cả các khoản cho vay ấy được thu gom lại thành một chứng khoán, hay là một công cụ tài chính có thể được mua bán trên thị trường. Các chứng khoán này được phân hạng rủi ro bởi các tổ chức định mức tín nhiệm như Standard & Poor's, Fitch hay Moody's, họ đánh giá rủi ro dựa trên xác suất có thể xảy ra việc các người đi vay sẽ không trả được nợ hay không. Ví dụ như trái phiếu chính phủ Mỹ được xếp hạng là AAA+, nghĩa là phi rủi ro, do xác suất chính phủ Mỹ bị vỡ nợ và mất khả năng thanh toán dường như là không thể xảy ra.

Các chứng khoán được hình thành từ các khoản cho vay cầm cố thể chấp trên thị trường thứ cấp thường không được xếp hạng là AAA+. Các khoản cho vay thứ cấp luôn dành cho những người có "lý lịch" thường không hoàn thành tốt nghĩa vụ trả nợ hoặc không thể trả nợ, họ không chứng minh được việc làm hiện tại của họ đủ để trả nợ hay không. Các khoản cho vay này vì thế mà có độ rủi ro rất cao. Nhưng ai cũng biết là rủi ro càng cao thì lợi nhuận càng cao.

Có rất nhiều nhà đầu tư, như các quỹ hưu bổng hay quỹ phát triển đô thị bị cấm đầu tư vào các chứng khoán không có mức xếp hạng tín nhiệm cao. Các quỹ phòng ngừa và các ngân hàng đầu tư sẽ đầu tư vào loại tài sản rủi ro này, xếp hạng dưới mức BBB-. Nhưng có một điều ai cũng biết đó là các ngân hàng là những tổ chức rất thông thái và hoạt động có tổ chức. Họ sẽ móc ngoặc với các tổ chức định mức tín nhiệm và chuyển các chứng khoán

được định mức rủi ro cao thành các tài sản có mức rủi ro thấp. Bạn cứ liên tưởng những tổ chức xếp hạng tín nhiệm như những trọng tài đã nhận hối lộ trước trận đấu thì mọi thứ sẽ dễ hiểu hơn.

Các chứng khoán được hình thành từ các khoản cho vay cầm cố thể chấp đầy rủi ro này bị chia ra làm hai phần khi nó được chuyển thành CDO, gồm phần chính và phần phụ. Giả sử rằng phần chính sẽ được xếp hạng là AAA+ và phần phụ là BBB-. Khi có sự bất ổn, người chủ căn nhà có dấu hiệu không thể trả các khoản tiền mà họ đã vay trước đó, các nhà đầu tư CDO phần phụ sẽ mất tất cả tiền của họ trước khi các nhà đầu tư ở phần chính cảm thấy họ thực sự bị đe dọa. Đây là một kế hoạch và mưu đồ rất hoàn hảo. Họ đã mang về một lượng tài sản là các khoản nợ xấu đầy rủi ro và chuyển chúng thành hai loại tài sản hoàn toàn khác nhau, một tài sản có ít rủi ro và tài sản rất nhiều rủi ro. Phần ít rủi ro bán cho các nhà đầu tư khó tính và an toàn, phần còn lại cho các nhà đầu tư mạo hiểm. Nếu một bộ phận các khoản cho vay không đòi được nợ, các nhà đầu tư mạo hiểm sẽ bị thiệt hại. Nếu tất cả các khoản cho vay đều như thế thì tất cả mọi người đều thiệt hại. Vậy là tất cả "khẩu vị rủi ro" đều được thỏa mãn và mọi người vui vẻ kiếm tiền trừ khi có một sự bất ổn nghiêm trọng xảy ra trên thị trường. Kết quả là càng có nhiều người đến sân thì ban tổ chức càng hốt bạc, tiền chảy vào túi các ngân hàng, các quỹ cho vay cầm cố thể chấp ngày càng nhiều.

Sản phẩm tài chính phái sinh này vì vậy mà trở nên rất phổ biến tại thị trường Mỹ, trở thành một loại hàng hóa rất được các nhà đầu tư trên toàn thế giới ưa chuộng. Thậm chí các nhà đầu tư mạo hiểm đánh cược toàn bộ tài sản để đầu tư vào các CDO nhiều rủi ro này.

(Xem tiếp trang 36)

khá mới mẻ, do vậy họ tin tưởng vào các thông tin từ bên ngoài nhiều hơn là tin tưởng ở chính mình. (2) Các nguồn thông tin không chính thức được các nhà đầu tư cá nhân dựa vào mạnh hơn so với những nguồn thông tin khác như thông tin nội gián, các thông tin về hành vi đầu tư chứng khoán từ các nhà đầu tư dẫn đầu.

Kết luận và gợi ý chính sách

Từ kết quả nghiên cứu chúng ta có thể nhận định rằng các nhà đầu tư cá nhân vẫn còn ít chú trọng đến phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản mà trái lại chủ yếu dựa vào hành vi các nhà đầu tư dẫn đầu và cố gắng khai thác các thông tin mang tính nội gián để khai thác nhằm nâng cao hiệu quả cho quyết định đầu tư của mình, ngoài ra các nguồn thông tin chính thức từ các tổ chức chính phủ liên quan đến thị trường và các công ty chứng khoán chuyên nghiệp vẫn được chú trọng chưa đúng mức đối với quyết định đầu tư cá nhân.

Với kết quả nêu trên thì các gợi ý chính sách chủ yếu liên quan đến việc cung cấp và xử lý thông tin trên thị trường chứng khoán. Gợi ý từ kết quả nghiên cứu này khẳng định rằng cần nâng cao mức độ ảnh hưởng của các nguồn thông tin chính thức từ các cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán. Các cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán nên hoàn thành tốt hai nhiệm vụ là giáo dục thông tin và cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư cá nhân. Nhiệm vụ thứ nhất được thực hiện bằng cách tổ chức thường xuyên hơn các lớp học về chứng khoán và TTCK (tập trung về các khía cạnh luật và kỹ năng phân tích), tăng cường các nội dung học mới phù hợp với sự thay đổi của thị trường. Nhiệm vụ thứ hai được thực hiện bằng cách củng cố qui chế công bố thông tin của các công ty niêm yết và xác lập trách nhiệm công bố thông tin của các công ty chứng khoán, nghiêm

cấm việc cung cấp các thông tin mang tính thao túng thị trường, lời kéo hành vi mua/bán của nhà đầu tư, phục vụ lợi ích riêng của các công ty chứng khoán, nghiêm cấm bằng luật và các biện pháp chế tài thích đáng các giao dịch mang tính nội gián. Ngoài ra các đại diện của Chính phủ trên thị trường chứng khoán nên thường xuyên có những đối thoại trực tiếp trên công luận nhằm kịp thời giảm thiểu những tiêu cực xuất phát từ các hành vi đầu tư theo tâm lý đám đông. Hành vi đầu tư theo đám đông là một hiện tượng cần các nhà hoạch định chính sách quan tâm bởi vì thực tế thị trường chứng khoán VN chưa thực sự dao động ngẫu nhiên (theo từ thông dụng là dao động ngẫu nhiên) mà nó chủ yếu bị tác động bởi các nhà đầu tư dẫn đầu, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài, xu thế điều chỉnh trước đây và hiện nay chủ yếu là một chiều hoặc lên hoặc xuống, điều này thì không có lợi cho việc ổn định thị trường và dễ làm cho các nhà đầu tư cá nhân đi từ cực này sang cực khác.

Khía cạnh thông tin trên thị trường chứng khoán hết sức quan trọng. Chất lượng thông tin được thể hiện ở tính minh bạch và kịp thời của nó. Để có thông tin cân xứng thì đòi hỏi các thể chế cung cấp thông tin của Chính phủ về thị trường phải mạnh trong khuôn khổ luật và các qui định đòi hỏi chặt chẽ nhưng phải đảm bảo thoáng về thị trường chứng khoán. Do tính chất non trẻ của thị trường chứng khoán VN thì với kỳ vọng về một nguồn thông tin hữu ích có lợi cho các nhà đầu tư cá nhân sẽ là một quá trình nỗ lực và lâu dài từ các nhà hoạch định và điều hành chính sách ■

Tài liệu tham khảo

Jagdish N. Sheth, Banwari Mittal, Bruce I. Newman (1999), "Customer Behavior", The Dryden Press.
Nhu, N. L. Q (2007), "The factors affect retail investors' behaviour / Actions in Vietnam Securities Market, Maastricht MBA. Luận văn do tác giả trực tiếp hướng dẫn.
Orlean (1995), "Noise", Journal of Finance.

* Phó giáo sư, Tiến sĩ, ĐH Kinh Tế TP.HCM

(Tiếp theo trang 33)

Khủng hoảng tài chính ...

Và điều cuối cùng là đòn cân nợ. Archimedes, nhà khoa học Hy Lạp cổ đại đã nói rằng "hãy cho tôi một điểm tựa và một đòn bẩy đủ dài, tôi sẽ nhấc cả trái đất này lên". Các nhà đầu cơ trên thị trường tài chính thế giới rất thích đòn cân nợ, nhưng họ không dùng nó để nâng một vật gì lên cả mà để tạo ra các món nợ lớn hơn. Điều này sẽ tốt cho đến khi mọi chuyện được thu xếp ổn thỏa và tốt đẹp. Còn ngược lại, người cho bạn vay tiền sẽ muốn đòi nó lại.

Điều gì sẽ xảy ra?

Sẽ thật chính xác khi người ta nói thị trường cầm cố thế chấp chỉ là một phần nhỏ của nền kinh tế. Tuy nhiên, họ

lại quên một điều rằng là có phải các trò chơi mà phố Wall đang chơi với thị trường cho vay cầm cố thế chấp thứ cấp cũng tương tự như các trò chơi khác đang được chơi tại các phần khác của nền kinh tế hay không? Nó không chỉ đơn giản là một trận đấu bị hỏng do kết quả đã được dàn xếp trước mà nó còn cho thấy cả một hệ thống tổ chức nên trận đấu đó đang có vấn đề. Nó như vụ bê bối của Liên đoàn bóng đá Italia tại giải Seri A, vụ scandal của Giải đua xe vòng quanh nước Pháp mới đây, các nhà kiến tạo sân chơi đang bị nghi vấn.

Điều gì xảy ra khi người ta mất niềm tin? Khán giả sẽ bỏ về cũng giống như người ta đổ xô đến ngân hàng để lấy lại tiền của mình. Khi điều đó xảy ra thì ngay cả những ngân hàng khỏe mạnh nhất cũng sụp đổ, vụ phá sản của ngân

hàng Baring Anh quốc hồi năm 1995 là một ví dụ điển hình. Một ngân hàng này phá sản sẽ càng làm trầm trọng thêm tình trạng mất lòng tin vào hệ thống tài chính vốn đang bị xói mòn và khi đó nó sẽ kéo theo hàng loạt những vấn đề tồi tệ khác mà ắt hẳn bạn đã biết quá rõ nó là gì. Vậy vấn đề đặt ra là mọi chuyện đã thực sự kết thúc hay chưa và đó có phải là những điều tồi tệ nhất chưa. Paul Krugman, một nhà kinh tế học lão làng, tác giả của quyển sách Kinh tế quốc tế được tái bản nhiều lần và có nhiều công trình nghiên cứu nổi tiếng về khủng hoảng tài chính khi được hỏi "Liệu chúng ta có thể làm được gì nếu những điều tồi tệ nhất xảy ra", ông đã trả lời "lúc đó chúng ta chỉ còn cách cầu nguyện mà thôi!" ■

* Thạc sĩ, ĐH Kinh tế TP.HCM