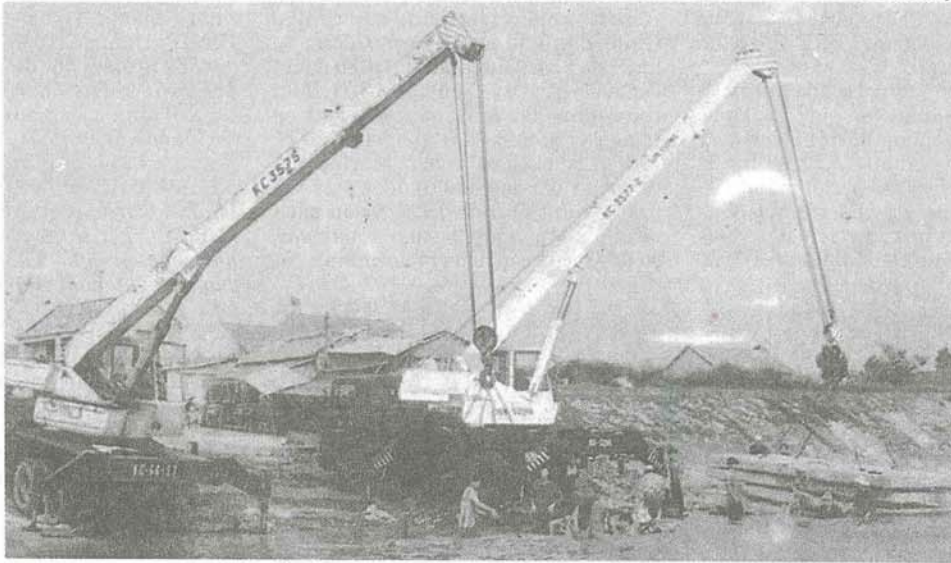


ĐỔ BỂ QUỸ ĐẦU CƠ QUẢN LÝ VỐN DÀI HẠN

ĐỔ BỂ CỦA HỌC THUYẾT TỰ DO?

VŨ NGỌC NHUNG



Tháng 6 năm 1998 vụ đổ bể quỹ đầu cơ Quản lý vốn dài hạn (Long terme capital management, LTCM) đã gây ra cuộc tranh cãi suốt 3 tháng ròng là có nên cứu giúp quỹ này cho khỏi tan rã không. Báo *Le Courier International* của Pháp số 415 có bài "Ở Wall Street, chủ nghĩa tư bản bỏ bịch (1) rất được việc", nói về quan hệ móc ngoặc để cứu với LTCM và cũng hé cho thấy hoạt động của quỹ đầu cơ rồi rầm nguy hiểm đến như thế nào? Bài báo viết: "Mối quan hệ qua lại giữa một bên là Fed (giống như ngân hàng trung ương các nước) và kho bạc Mỹ với một bên là phố Wall là thường xuyên. D.Mullins, quan chức Fed năm 1991 tham gia vào cuộc điều tra vụ bê bối của ngân hàng Salomon Brother, bị cáo buộc là gian lận trong các giấy tờ kèm theo các trái phiếu kho bạc. Chủ tịch ngân hàng này là M.Meriwether phải từ chức, nhưng chỉ 2 năm sau ông ta đã thành lập LTCM. Nhưng chính Mullins lại về với LTCM (khi ông ta rời Fed) làm mọi người kinh ngạc. Người ta cũng chỉ còn biết kinh ngạc khi Ngân hàng nước Ý đã đầu tư một phần dự trữ ngoại hối của họ vào LTCM, trong khi ngân hàng này là trọng tài của thị trường trái phiếu Ý".

Trong các thành viên tham gia vào việc cứu vớt có cả David Koman-

sky, chủ tịch của Merrill Lynch. Ông này đã góp 800.000 USD cổ phần cá nhân vào LTCM trong lúc bộ tham mưu của Merrill Lynch cũng tham gia vào đó 20 triệu USD (cổ phần). Rất nhiều ngân hàng thương mại lớn dưới sự bảo trợ của Fed đã cho LTCM vay mà chẳng cần một hạn mức tín dụng nào".

Một trong những nét đáng chú ý của việc toàn cầu hóa thị trường tài chính là doanh số hoạt động khổng lồ không thể tưởng tượng được mà một quỹ đầu cơ có thể sản sinh ra. Chỉ một vài quỹ có thể chế định những chiến lược sử dụng những chứng khoán phái sinh (produits dérivés) để kích động lên giá một cách tàn bạo".

Đến đây, chúng ta phải nghiên cứu qua những chứng khoán phái sinh (còn gọi là derivatives) để hiểu sự đổ bể của LTCM. Cuối thập niên 70, người Mỹ đẻ ra những công cụ tài chính mới gồm các quyền chọn lựa (options), các hợp đồng tương lai (futures) các hợp đồng kỳ hạn (futures contracts). Giữa thập niên 80, châu Âu mới du nhập, ví dụ Pháp ngày 10 tháng 9 năm 1986 mới thành lập thị trường các quyền lựa chọn khả nhượng ở Paris, MONEP (Marché des options négociables à Paris) (2). Xin dùng vài ví dụ cụ thể trong cuốn sách trên (3) để tiếp cận lĩnh vực khó hiểu

này.

Ví dụ một nhà nhập khẩu Y, sau khi ký hợp đồng nhập khẩu từ Mỹ trị giá 1.000.000 USD, tìm cách bảo vệ rủi ro ngắn hạn về USD (khi giá USD tăng lên sẽ lỗ). Ngày 3.7 ông Y mua của ngân hàng B:

- Một Call USD/FRF (quyền được mua USD bằng FRF)
- Thời hạn: 30.12.1998
- Tỷ giá sử dụng (strike price): 5,7 FRF, lệ phí 0,03 FRF cho một USD

- Doanh số: 1 triệu USD
- Loại quyền chọn lựa: châu Âu

ông Y trả vào ngày 3.7 một lệ phí bảo hiểm là 30.000 FRF (0,03 x 1.000.000). Ông ta có quyền khi đến thời hạn, mua 1.000.000 USD bằng FRF của ngân hàng B theo tỷ giá đã chọn là 5,7 FRF, dù tỷ lệ giá USD/FRF ngày 30.12 như thế nào. Như vậy ông Y đã tự bảo vệ với một tỷ giá mua USD tối đa là $5,7 + 0,03 = 5,73$ FRF.

Nếu đến hạn, tỷ giá là 6,2 FRF/USD, Ông Y sẽ dùng quyền chọn lựa của mình, ngân hàng B có nghĩa vụ bán 1 triệu USD theo giá 5,7 FRF và ông Y chỉ phải trả 5.700.000 FRF. Như vậy ngân hàng B đã phải bù lỗ cho ông Y: $(6,2 \text{ FRF} - 5,7 \text{ FRF}) \times 1.000.000 \text{ USD} = 500.000 \text{ FRF}$.

Nhận tiền bán một call chỉ có

30.000 FRF mà ngân hàng B bù lỗ tới 500.000 FRF. Vậy họ lấy đâu ra tiền để bù lỗ như vậy? Theo lý thuyết, ngân hàng B sẽ bù trừ rủi ro bằng cách bán một Put (quyền bán USD) cũng khoảng 1.000.000 USD cho một nhà xuất khẩu. Như thế là, theo sách, có thể bù trừ rủi ro giữa nhà nhập khẩu (lo giá USD tăng) và nhà xuất khẩu (lo giá USD giảm).

Nếu đến hạn, một USD ăn có 5 FRF, ông Y không dùng quyền của mình mà mua USD ngoài thị trường thì chỉ mất 5.000.000 FRF để thanh toán hàng nhập.

Nhưng các công cụ tài chính mới chả có gì hấp dẫn các quỹ đầu cơ về phương diện chống đỡ rủi ro cho các nhà xuất nhập khẩu. Cái hấp dẫn là dùng các công cụ tài chính mới đó để đầu cơ; các quỹ đó chả có một đồng hàng xuất nhập khẩu nào cũng mua bán những công cụ đó để đầu cơ. Thử

lung lay hệ thống ngân hàng Mỹ. Ở Pháp, Ngân hàng BNP, Société Générale cũng có liên quan và "những chuyện tham gia chéo đang được phanh phui. Ông Jean Yves Haberer, nguyên chủ tịch ngân hàng Credit Lyonnais vừa bị thẩm vấn". (những chỗ in nghiêng là trích từ bài báo trên).

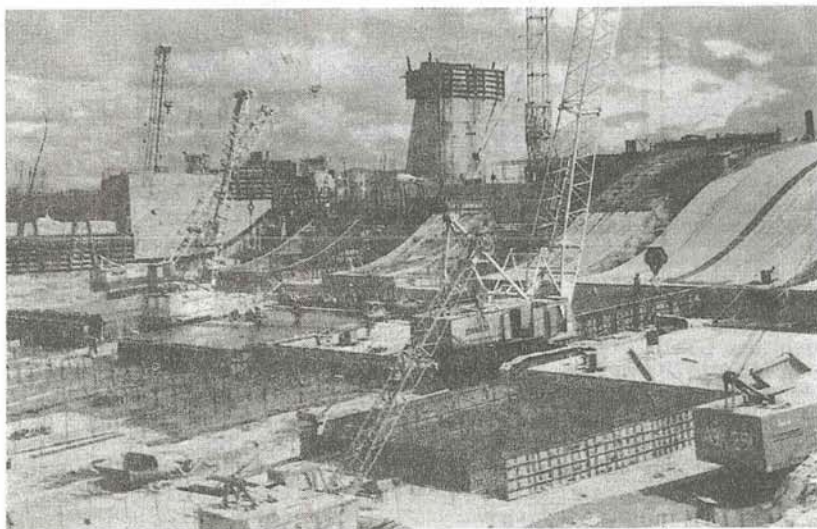
Năm 1998, Hồng Kông và Nga đã không theo luật chơi TBCN, chống đầu cơ mạnh mẽ, các nước châu Mỹ Latinh rút kinh nghiệm ở Thái Lan cũng tìm mọi cách chống đầu cơ như Chile đánh thuế 0,1% vào dòng tư bản chảy ra. Tất cả những điều đó đã làm cho bộ máy điều hành LTCM bị thua đậm. Bộ máy này vào loại cực phách vì gồm có hai giáo sư kinh tế Myron Scholes và Robert Merton vừa có cuốn sách dạy đầu cơ được giải Nobel về kinh tế năm 1997. Cuốn sách của họ không giúp họ thắng mãi trên sự đổ vỡ của các nước bị họ chằm ngòi

quả là từ trên ý định, nó đang kéo thế giới tư bản trở lại thời kỳ vô chính phủ. Các quỹ đầu cơ là điển hình của sự tự do vô chính phủ này vì trong khi các nhà kinh tế nói thị trường tài chính đòi hỏi sự công khai trong sáng thì các quỹ này chỉ gửi cho cổ đông bản thông báo hàng tháng. Chúng đứng ngoài sự kiểm soát của ngân hàng trung ương, của chính phủ.

Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) là người truyền bá thuyết tự do mạnh nhất, nhưng trong báo cáo trước HĐQT, tháng 2.1998, ông Camdessus, Tổng giám đốc điều hành IMF đã phải nói không thể tự do hóa hoàn toàn. Trong cuộc phỏng vấn của báo Le Monde ngày 27.10.1998 ông Camdessus đã thốt lên "Tự do hóa đôi khi đã được dẫn dắt bất chấp lương tri" (4). Bài báo đã nhận xét: Ông chủ của IMF bị chỉ trích từ phía đã nói cách nhìn của mình về "cuộc khủng hoảng của toàn cầu hóa" và phân tích những hậu quả của nó.

Thế là sự đổ bể LTCM đã kéo theo sự đổ bể của học thuyết tự do về mặt khoa học, nhưng liệu Mỹ có chịu từ bỏ nó hay không lại là một chuyện khác. Nếu từ bỏ, đó là sự tự điều chỉnh của CNTB để vươn lên.

Còn nếu không, sẽ có khả năng khủng hoảng ở Mỹ vì cái bong bóng tài chính ở Mỹ đang lớn nhất thế giới. Dòng chảy tư bản từ các nước bị khủng hoảng đổ về Mỹ đẩy chỉ số thị giá/lợi nhuận (Price/Earning ratio) trong tháng 8 ở đây tăng tới 27 có nghĩa là bỏ ra 27 đồng mới hy vọng được lãi 1 đồng hay 3,7%, thấp hơn lãi gửi ngân hàng. Ở Amsterdam, Zurich, chỉ số P/E lên tới 19 - 21, người ta đã đánh giá là những bong bóng tài chính còn lớn hơn cả những năm 1924 - 1929. Với tình hình như vậy, tiến sĩ Vũ Quang Việt đã đánh giá "khả năng khủng hoảng ở thị trường Mỹ là có thật" (5). Khi đó mới từ bỏ thì cái giá phải trả sẽ cực lớn ■



hình dung họ mua một call 1.000.000 USD như trên, chỉ tốn 30.000 FRF (bằng 0,52% của 1.000.000 USD) nhưng đến hạn họ ung dung đòi ngân hàng B bán cho họ 1.000.000 USD giá 5,7 FRF để bán ra thị trường với giá 6,2 FRF ăn lãi 500.000 FRF - 30.000 FRF = 470.000 FRF, kiếm một siêu lợi nhuận: $470.000/30.000 = 15,6$ lần số vốn bỏ ra.

Vì thế ta không lạ gì khi tỷ suất lợi nhuận của LTCM năm 1994 đạt 20%, 1995: 43%, 1996: 41%, 1997 vẫn còn 17%. Nhưng năm 1998 họ đã lỗ sạt nghiệp. Cuối năm 1997, LTCM còn vốn tồn quỹ là 4,7 tỷ USD nhưng họ đã cam kết với 75 ngân hàng cơ bị trên thế giới đến 1.000 tỷ USD. Nếu để họ phá sản là đi tiêu 110 tỷ USD của các cổ đông tham cổ tức cao, góp vốn, của các ngân hàng đã cho vay. Hơn thế nữa như ông Alan Greenspan giải thích không cứu LTCM sẽ làm

cho khủng hoảng tiền tệ nổ ra. Còn có một sự trùng hợp lý thú, ông Soros bị lỗ nặng trong cuộc chiến tiền tệ ở Hồng Kông và ở Nga đã phải tính đến việc đóng cửa quỹ đầu cơ Quantum Emerging Growth Fund vì trị giá sụt giảm đến 31%.

Tất cả bắt nguồn từ học thuyết tự do (liberalism) đòi thả nổi tất cả cho thị trường quyết định. Điều này không có gì mới vì CNTB các thế kỷ trước và ba thập niên đầu của thế kỷ này đã thả nổi thị trường như vậy. Vì thế khi nó mới ra đời đã có ý kiến cho nó là phản động vì định kéo lùi CNTB trở về thời kỳ vô chính phủ của các thế kỷ trước. Lập luận cơ bản của nó là "con người không thể khôn hơn thị trường". Gán cho thị trường, một vật vô tri vô giác, cái trí khôn động vật rồi lại nói trí khôn loài người không bằng. Nhưng Mỹ đã chọn học thuyết này như một mốt thời thượng. Hậu

(1) *Le capitalisme de copinage*. Câu "chủ nghĩa tư bản bóc lột" xuất xứ từ Diễn đàn Kinh tế thế giới Davos - Thụy Sĩ do giáo sư kinh tế Borndhaus, người Mỹ, phát biểu đập lại câu "khủng hoảng tiền tệ là khủng hoảng chu kỳ của chủ nghĩa tư bản" của Bộ trưởng tài chính Nhật. Đầu đề bài báo muốn nói ở nước ông cũng có.

(2) B.Beaufils, J.P.Guimbert, G.PY, B.Richard, Ch.H.Tauffieb, *Les nouveaux instruments financiers*, Nxb Tạp chí Ngân hàng 1988, tr.24.

(3) Sách đã dẫn, trang 372

(4) Bài "Le libéralisation a parfois été conduite en dépit du bon sens", báo *Le Monde* 27.10.1998.

(5) Vũ Quang Việt, "Tự do hóa dòng chảy tư bản: các nước phát triển đang bị đe dọa" từ New York gửi đăng trên tờ *Thời báo Kinh tế Sài Gòn* ngày 29.10.1998.