

# Khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ: Bài học và một số kiến nghị

Phạm Toàn Thiện \*

Phòng 1217, Tòa nhà Crystal, Số 2000 phố South Eads, Arlington, Virginia 22202, Hoa Kỳ

Nhận ngày 09 tháng 12 năm 2008

**Tóm tắt.** Hầu như không có bất kỳ dấu hiệu cảnh báo nào, khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ đã bất ngờ nổ ra vào giữa năm 2007. Cuộc khủng hoảng này có tác động mạnh đến cả hệ thống tài chính lẫn nền kinh tế thực. Các cơ quan điều tiết tài chính của Mỹ, từ Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED), Ủy ban Chứng khoán (SEC) cho tới Bộ Tài chính đều đã phải vào cuộc nhằm giải quyết khủng hoảng. Nguồn gốc ban đầu của cuộc khủng hoảng tồi tệ này là sự chứng khoán hoá các khoản cho vay mua nhà không đủ tiêu chuẩn. *Thứ nhất*, cơ chế cho vay đã bị đơn giản hoá, dựa hoàn toàn vào những đánh giá của các công ty đánh giá mức độ tín nhiệm, dẫn đến nhiều khoản vay không đủ chuẩn. *Thứ hai*, cơ chế chứng khoán hoá đã đánh đồng các khoản vay đủ chuẩn và không đủ chuẩn, gây ra cả bong bóng nhà đất lẫn chứng khoán. Kiến nghị của bài viết này là cần xem xét lại chức năng của chứng khoán hoá với tư cách là một công cụ tài chính, tránh việc đầu tư chủ yếu dựa vào đánh giá của các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm, tìm ra phương thức định giá tài sản trong điều kiện thiếu thanh khoản, tăng tính minh bạch về rủi ro ngân hàng và suy ngẫm về mô hình kinh doanh mới.

Bài viết sử dụng khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn trong hệ thống tài chính toàn cầu như một ví dụ về tầm quan trọng của quản trị rủi ro trong các tổ chức tài chính. Cũng như Oxy, quản trị rủi ro chỉ được quan tâm khi thiếu nó. Thông thường, khi quản trị rủi ro hoạt động, chúng ta xem nhẹ nó, song khi nó ngừng hoạt động thì hệ thống “chuyển động” chậm lại và dừng hẳn...

## 1. Giới thiệu

Tháng 8/2007, cuộc khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn đã nổ ra ở Mỹ mà không có bất kỳ dấu hiệu cảnh báo nào. Khủng hoảng đã lan đến các trung tâm tài chính lớn khác như: London, Tokyo, Paris, Frankfurt. Lần đầu tiên nhiều ngân hàng lớn rơi vào khủng hoảng cho vay thế chấp kiểu này.

Những diễn biến đầu tiên của khủng hoảng:

1. Bear Stearns, ngân hàng đầu tư lớn thứ 5 của Mỹ, đã thông báo hai trong nhiều quỹ bảo

hiểm của họ đã mất hơn 1/2 tài sản do sự sụt giảm mạnh giá trị danh mục đầu tư cho vay thế chấp. Khách hàng không thể rút tiền và điều duy nhất họ có thể làm là theo dõi một cách vô vọng sự mất giá của các khoản đầu tư.

2. Banque Nationale Paribas (BNP), ngân hàng lớn nhất của Pháp đã đình chỉ hoạt động các quỹ bảo hiểm của họ do thị trường chứng khoán thế chấp mất thanh khoản.

3. Hai ngân hàng lớn của Trung Quốc, Ngân hàng Công thương Trung Quốc và Ngân hàng Trung Quốc, đã thông báo khoản lỗ trị giá 11 tỷ USD vì những rủi ro liên quan đến cho vay thế chấp.

\* E-mail: ttpham25@aol.com



4. Ở Anh, lần đầu tiên kể từ sau cuộc Đại suy thoái, dân chúng đã xếp hàng trước cửa ngân hàng Northern Rock để rút tiền.

5. Tin tức về các sự kiện này đã lan toả và tạo ra cú sốc tài chính toàn cầu.

Khủng hoảng tài chính bắt nguồn từ lĩnh vực cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ. Vào tháng 8/2007, tỷ lệ thanh toán chậm đã tăng 36%, đạt kỷ lục cao nhất trong 16 năm qua. Năm 2007, vị thế tài sản của những người sở hữu nhà đã thay đổi từ “thanh toán chậm” đến “tích tụ tài sản” để thế nợ và tỷ lệ này đã tăng gấp đôi so với năm 2006. Các khoản vay thế chấp dưới chuẩn chỉ chiếm 16% tổng số vốn vay thế chấp, nhưng lại chiếm tới 50% các khoản vỡ nợ.

## 2. Nguồn gốc khủng hoảng

### 2.1. Môi trường lãi suất thấp

Cuối năm 2001, khi nền kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái, FED đã liên tục cắt giảm lãi suất. Chính sách tiền tệ mở rộng đã khuyến khích các hoạt động kinh tế. Đến giữa năm 2002, nền kinh tế đã thực sự phục hồi nhưng mối lo ngại về việc suy thoái có thể quay trở lại đã khiến Chủ tịch FED, Alan Greenspan, và đồng nghiệp quyết định giữ nguyên lãi suất chỉ đạo ở mức 1% trong suốt 2 năm 2003 và 2004.

Căn cứ vào “tín hiệu” của ngân hàng trung ương, lãi suất trên hầu khắp các thị trường tài chính đều đã giảm mạnh. Đặc biệt, lãi suất đối với khoản vay cố định 30 năm chỉ ở mức 4% đến 5%, thấp nhất trong vòng 40 năm qua.

### 2.2. Nguồn tiền mặt phong phú

Đáp lại chính sách tiền tệ nới lỏng của FED, lượng cung tiền trong nền kinh tế Mỹ đã tăng mạnh. Khối lượng cho vay của tất cả các loại hình tín dụng ngân hàng đã tăng liên tục, thúc đẩy quá trình mở rộng tiền tệ đang diễn ra.

Sự gia tăng của khối lượng tín dụng còn được thúc đẩy bởi dòng vốn nước ngoài chảy vào ổn định. FED không hề thực hiện bất kỳ một biện pháp nào để “trung hòa hóa” tác động của dòng

vốn vào đối với cung tiền vì họ tin rằng nền kinh tế vẫn đang trong quá trình phục hồi. Với sự tăng trưởng mạnh mẽ của nền kinh tế vào cuối năm 2002, thu nhập cá nhân và lợi nhuận của công ty đều tăng lên đáng kể.

### 2.3. Giá nhà tăng liên tục

Cuối năm 2002, hoạt động của thị trường nhà ở diễn ra sôi động nhờ thu nhập cá nhân tăng, lãi suất cho vay thế chấp thấp và các khoản tín dụng dồi dào. Điều này đã khiến cho tất cả các chủ thể tham gia thị trường đều muốn tranh thủ kiếm lời.

Người dân đổ xô đi mua nhà nhằm kiếm lời bởi họ tin tưởng rằng giá nhà sẽ tăng cao hơn. Nhiều nhà đầu cơ đã thu được lợi lớn chỉ đơn giản bằng cách mua nhà và bán lại, thậm chí ngay cả khi những ngôi nhà đó chưa được xây xong và đưa vào sử dụng. Các nhà môi giới cho vay thế chấp nôn nóng đẩy nhanh và kết thúc các giao dịch nhằm thu về các khoản phí và chuyển sang các giao dịch kế tiếp. Về sau, người ta mới nhận ra rằng nhiều người mua nhà thế chấp đủ tiêu chuẩn lại bị hướng vào nhóm đối tượng vay nợ dưới chuẩn bởi vì những người bán trung gian được hưởng phí cao hơn từ loại này.

Những người cho vay cảm thấy an toàn vì rủi ro vỡ nợ đang giảm theo thời gian do giá nhà vẫn tiếp tục tăng. Giá trị tài sản của những người sở hữu nhà cũng tăng theo tương ứng.

Hầu hết các khoản vay dưới chuẩn đều theo hình thức vay thế chấp với lãi suất linh hoạt (ARM). Theo truyền thống, người mua thường muốn vay tiền mua nhà với lãi suất cố định hơn là lãi suất linh hoạt, theo đó, họ sẽ phải thanh toán hàng tháng tiền lãi với lãi suất cố định trong suốt 30 năm. Tuy nhiên, lãi suất ARM lại rất thấp với thời hạn từ 3 đến 5 năm. Chính vì vậy, nó đã thu hút được những người mua có thu nhập thấp. Tuy nhiên, các khoản tiền lãi phải trả hàng tháng đã tăng dần theo thời gian do lãi suất cho vay được điều chỉnh lên những mức cao hơn.

### 2.4. Nhận thức sai về rủi ro

Nhìn chung, tất cả các thành viên thị trường đã đánh giá sai về mức rủi ro thực và đến khi họ nhận ra thì rủi ro đã biến thành khủng hoảng.



Những người mua nhà không cảm nhận được rủi ro bởi vì sự gia tăng liên tục của giá nhà cho phép họ trả nợ rất dễ dàng bằng cách vay thêm. Những người cho vay cũng không duy trì các khoản nợ của họ trong sổ sách mà bán chúng cho các ngân hàng đầu tư để những ngân hàng này biến chúng thành những tài sản được chứng khoán hóa và bán cho các nhà đầu tư chứng khoán. Do vậy, những người cho vay thế chấp đã liên tục có được tiền mặt và tiếp tục tạo ra các khoản nợ trong tự, đẩy giá nhà lên cao hơn và một chu trình mới lại bắt đầu.

### 2.5. Rạn nứt xuất hiện

Tuy nhiên, vào đầu năm 2006, thị trường nhà đất bắt đầu có dấu hiệu suy giảm. Những ngôi nhà mới xây đã không bán được và hậu quả là sự tăng giá bắt đầu giảm mạnh. Nguyên nhân của tình trạng này là sự đảo ngược chính sách tiền tệ của FED. Nền kinh tế Mỹ đã bước vào năm thứ 4 tăng trưởng liên tục và những dấu hiệu lạm phát gia tăng mạnh đã xuất hiện. Một loạt các chỉ số giá khác cũng gia tăng. FED đã phản ứng lại bằng cách liên tục tăng lãi suất.

Chính sách tiền tệ thắt chặt của FED đã làm cho lãi suất ARM tăng cao. Lãi suất tăng gây bất ngờ đối với những người vay nợ dưới chuẩn. Do tình trạng tài chính eo hẹp, nhiều người đã không đủ khả năng thanh toán. Tỷ lệ nợ quá hạn và vỡ nợ bắt đầu tăng mạnh. Điều này đối ngược với việc các nền tảng cơ bản của nền kinh tế vẫn tốt bởi lãi suất mặc dù có khuynh hướng tăng nhưng vẫn ở mức thấp trong lịch sử.

## 3. Cơ chế cho vay thế chấp

**Cho vay thế chấp đúng chuẩn** là khoản cho vay mua bất động sản có chất lượng cao. Nó được quyết định một cách cẩn thận bởi một nhân viên tín dụng và được đảm bảo bằng những giấy tờ của người đi vay chứng minh khả năng thanh toán cho ngân hàng, bao gồm: thu nhập hàng năm, tiểu sử nghề nghiệp, hồ sơ vay mượn trước đây, tài sản và các khoản nợ.

**Cho vay thế chấp dưới chuẩn** là khoản cho vay chất lượng thấp với mức rủi ro cao. Các

khoản vay này không được xem xét kỹ lưỡng và thường được bảo đảm bởi rất ít hoặc không có giấy tờ chứng minh khả năng tài chính của người đi vay.

Theo truyền thống, một người đi vay phải trình ngân hàng đơn xin vay vốn. Đơn này được xem xét bởi một nhân viên tín dụng và việc xem xét này phải được thể hiện rõ ràng bằng văn bản. Đồng thời, người vay phải đưa ra các giấy tờ liên quan đến thu nhập, tiểu sử nghề nghiệp, tài sản và các khoản nợ. Ngân hàng có thể đồng ý cho vay thế chấp với lãi suất cố định trong suốt 30 năm hoặc cho vay thế chấp theo lãi suất có thể tự điều chỉnh ARM. Đa số người đi vay chọn hình thức vay theo lãi suất cố định.

Vào những năm 1980, khi số lượng doanh nghiệp tăng lên nhanh chóng, các ngân hàng cho rằng thủ tục cho vay theo kiểu truyền thống quá cồng kềnh và kém hiệu quả. Do vậy, họ bắt đầu áp dụng cơ chế tính điểm tín dụng cho khách hàng. Mỗi công dân Mỹ đều có một mức điểm tín dụng từ 300 đến 850, nhằm phản ánh lịch sử thanh toán cá nhân. Có ba tổ chức tín dụng thu thập thông tin về hồ sơ thanh toán của từng khách hàng. Các ngân hàng lấy điểm trung bình của ba tổ chức này để quyết định mức tín nhiệm tín dụng phù hợp. Mặc dù người đi vay vẫn phải đưa ra những giấy tờ về thu nhập, tiểu sử nghề nghiệp, tài sản nhưng có thể đơn giản hơn. Các nhân viên tín dụng thực hiện các quyết định cho vay chủ yếu dựa trên điểm tín dụng.

Trong những năm đầu của thế kỷ XXI, khi sự bùng nổ của giá nhà đất trở nên đỉnh điểm, số lượng các giấy tờ đã được giảm thiểu tới mức thấp nhất. Các khoản vay này còn được gọi là “không giấy tờ” bởi vì chúng hầu như không được bảo đảm bằng bất kỳ giấy tờ nào. Điểm tín dụng trở thành tiêu chuẩn duy nhất. Nếu điểm tín dụng của một cá nhân thấp thì khoản vay mang hình thức dưới chuẩn (Đây là khoản vay với chất lượng thấp hơn so với khoản vay đạt chuẩn, vốn được cho vay với đầy đủ các giấy tờ cần thiết). Để bù đắp lại rủi ro cao, những khoản vay này là những khoản vay với lãi suất cao hoặc người đi vay phải vay theo lãi suất ARM với lãi suất ban đầu thấp sau đó được điều chỉnh dần lên những mức cao hơn.



Các nhà môi giới khi dàn xếp các khoản vay rủi ro này cũng yêu cầu khoản phí cao. Như vậy, hoạt động của toàn hệ thống được thúc đẩy bởi khối lượng tín dụng cao, tiêu chuẩn tín dụng thấp, lãi suất và phí cao. Hầu hết những người cho vay không nhận ra cái bẫy họ đang bước vào. Đồng thời, nhiều người đi vay đã lợi dụng sự dễ dãi của môi trường cho vay để đầu cơ. Họ không mua nhà để ở mà chỉ để giữ một thời gian rồi bán lại cho người khác nhằm kiếm lời.

#### 4. Sức mạnh thần bí của tài chính

##### 4.1. Mô hình kinh doanh “Tạo ra và nắm giữ” (The originate-and-hold business model)

Theo truyền thống, ngân hàng ghi nhớ các khoản vay trong sổ sách để thu lãi hàng tháng và vốn gốc khi đến hạn thanh toán. Trong trường hợp khách hàng gặp khó khăn về tài chính, họ có thể đến ngân hàng gia hạn nhằm tránh sự vỡ nợ hoặc tịch thu tài sản. Sự đồng thuận này mang lại lợi ích cho cả hai bên. Người đi vay tránh được việc mất nhà. Ngân hàng cũng không muốn trở thành chủ nhà trong bất kỳ tình huống nào vì đây không phải là hình thức kinh doanh của họ. Hầu hết các ngân hàng bán một phần xác định danh mục cho vay của họ cho Hiệp hội Thế chấp Quốc gia Liên bang (Fannie Mae) hoặc Hiệp hội Thế chấp Quốc gia Chính phủ (Ginnie Mae). Đây là hai cơ quan được bảo trợ bởi chính phủ Mỹ (GSE) và có nhiệm vụ làm tăng tính thanh khoản của thị trường cho vay thế chấp. Bằng cách bán lại này, các ngân hàng có thể có thêm vốn để cho vay nhiều hơn và do đó đáp ứng được mục đích của chính phủ khuyến khích người dân sở hữu nhà.

##### Mô hình “Tạo ra và phân phối” (The originate-and-distribute model)

Vào những năm 1990, một công cụ tài chính chủ yếu mới đã xuất hiện. Đó là Cổ phiếu được đảm bảo bởi các khoản cho vay thế chấp (The Mortgage Backed Securities, MBS). Một nhóm ngân hàng đầu tư đã tạo ra công cụ tài chính này theo đề nghị của FNMA.

Cơ chế tạo ra công cụ tài chính này như sau: Một số lượng lớn các khoản vay thế chấp được

kết hợp lại và chuyển giao cho một công ty tài chính quản lý. Các ngân hàng sử dụng các khoản vay thế chấp để bảo đảm cho việc phát hành MBS. Mỗi cổ phiếu MBS có giá trị phát hành bằng tổng số tiền mặt được tạo ra bởi các khoản vay thế chấp hay còn gọi là tổng quỹ chia cho số cổ phiếu MBS được phát hành. Hầu hết các khoản vay thế chấp như vậy được xếp vào loại có chất lượng tốt. Và các chứng khoán này được bán cho các nhà đầu tư toàn cầu.

##### Trái phiếu được đảm bảo bằng nợ thế chấp (The Collateral Mortgage Obligations, CMO)

Các MBS đã gây ra bùng nổ trên thị trường nhà ở khi các khoản nợ có tính thanh khoản thấp trong bảng cân đối kế toán ngân hàng được chứng khoán hóa để giao dịch trên thị trường vốn. Không thể đánh giá thấp tầm quan trọng lịch sử của phát minh này. Một công cụ tài chính khác tương tự như trái phiếu “cấp thấp” (junk bonds - Loại trái phiếu có độ rủi ro cao và tỷ suất lợi tức cao) của Michael Milken vào những năm 1980 cũng đã xuất hiện.

+ Khi số lượng các khoản vay thế chấp được kết hợp lại (packaged) tăng theo hàm số mũ, thì nhiều trong số các khoản cho vay đó là cho vay dưới chuẩn. Do vậy, tổng quỹ cho vay bao gồm các cấu phần có chất lượng không đồng đều. Có những phần an toàn tuyệt đối, vài phần chất lượng trung bình, còn lại thì đầy rủi ro.

+ Trong khi đó, các nhà đầu tư trên thị trường lại có xu hướng chấp nhận mức độ rủi ro không giống nhau. Các quỹ tương hỗ (mutual funds), quỹ lương (pension funds) chỉ được phép mua những tài sản có chất lượng cao. Các nhà đầu tư khác, trong đó chủ yếu là các quỹ đầu cơ (hedge funds) lại được phép linh hoạt tài chính nhiều hơn. Do vậy, một quỹ các khoản cho vay thế chấp được cấu trúc thành các trái phiếu được đảm bảo bằng các khoản nợ có thể chấp CMO với 03 gói khác nhau:

+ **Gói siêu hạng (The super tranche):** Loại này được xếp vào loại AAA và có vị trí cao nhất trong thứ tự ưu tiên để nhận tiền mặt từ các khoản thanh toán thế chấp.



+ **Gói Cấp trung (The mezzanine tranche):** Gói này có điểm tín dụng thấp hơn, nằm ở vị trí tiếp theo để nhận các khoản thanh toán.

+ **Gói Sở hữu (The equity tranche):** Đây là gói có rủi ro cao nhất và xếp vị trí cuối cùng trong chuỗi thanh toán, sau hai gói trên.

Do có mức rủi ro khác nhau nên mỗi gói có mức tỷ suất lợi tức khác nhau. Gói Sở hữu có rủi ro cao nhất nên tỷ suất lợi tức là lớn nhất và ngược lại, gói Siêu hạng có mức rủi ro thấp nhất, nên có tỷ suất lợi tức là thấp nhất.

#### 4.2. Trái phiếu được đảm bảo bằng nợ có bảo đảm (The Collateralized Debt Obligations, CDO)

CMO thỏa mãn được nhu cầu đầu tư của các nhóm nhà đầu tư với những khả năng chịu đựng rủi ro khác nhau. Trong cùng thời gian này, “khoa học tài chính” (financial engineering) lại ngày càng trở nên phức tạp và tinh vi hơn. Cùng với các khoản nợ thế chấp, nhóm tài sản bảo đảm còn bao gồm thêm một số lượng lớn những khoản vay công ty, vay mua ô tô, thế tín dụng, thậm chí là cả các khoản nợ LBO. “Con quái vật giống người” (hybrid monster) này được gọi là trái phiếu được đảm bảo bằng nợ có bảo đảm CDO. Cấu trúc của nó hết sức phức tạp. Các khoản bảo đảm không đồng nhất. Các gói được chia nhỏ theo nhiều tiêu chuẩn thanh toán. Mỗi gói có những đặc điểm và rủi ro khác nhau.

Cấu trúc của các công cụ tài chính mới này phức tạp đến mức mà chúng được tạo ra không phải bởi các chuyên gia ngân hàng mà bởi những nhóm các tiến sỹ toán học, thống kê học và khoa học tài chính. Quá trình cấu trúc này được thực hiện trên máy tính chủ trong các kỳ nghỉ cuối tuần.

### 5. Bùng nổ khủng hoảng cho vay dưới chuẩn

Các ngân hàng thương mại và các nhà môi giới cho vay dưới chuẩn đã thực hiện các khoản cho vay ban đầu, sau đó những khoản nợ này được đưa đến các ngân hàng đầu tư để chuyển hóa thành MBS, CMO, CDO.

Các ngân hàng thương mại cảm thấy nhẹ nhõm khi đưa được các tài sản ra ngoài bảng cân

đối kế toán bằng cách bán các khoản cho vay này. Bằng cách đó, họ tránh được gánh nặng nắm giữ dự trữ bắt buộc theo Hiệp ước Basel I. Khoản tiền ngân hàng thu lại được có thể tiếp tục hành trình cho vay hay đầu tư. Một số ngân hàng giữ lại quyền trả cổ tức cho các chứng khoán cho vay thế chấp, do vậy có thể thu được những khoản phí dịch vụ đáng kể.

Phần lớn các CMO và CDO được bán cho các quỹ đầu cơ - một loại công cụ đầu tư tư nhân phục vụ cho các nhà đầu tư giàu có. Nhờ đội ngũ khách hàng tinh xảo nên các quỹ đầu cơ này không bị điều tiết quá ngặt nghèo, họ không phải đưa ra các báo cáo tài chính và ít người biết về chiến lược đầu tư của họ. Khách hàng của hình thức tài chính kỳ lạ này trải rộng khắp toàn cầu, từ Châu Âu, Châu Á (đặc biệt là Trung Quốc) đến Trung Đông.

Vào tháng 8/2007, giá nhà đã ngừng tăng, thậm chí bắt đầu giảm. Nguyên nhân chính của tình trạng này là chính sách tiền tệ thắt chặt đã đẩy lãi suất lên cao.

Theo quy luật của tài chính doanh nghiệp, khi lãi suất thị trường tăng, giá trị của các chứng khoán có thu nhập cố định sẽ giảm. Do danh mục đầu tư của các quỹ đầu cơ bao gồm một tỷ trọng lớn các CMO và CDO nên giá trị của chúng cũng bắt đầu giảm. Điều này khiến các nhà đầu tư rút vốn. Các quỹ đầu cơ trở nên thiếu thanh khoản và phải tạm ngưng việc trả tiền. Tâm lý hoang mang bao trùm khắp thị trường. Giá trị của những danh mục đầu tư này lại càng giảm mạnh hơn.

Các ngân hàng đầu tư nhận thấy việc kinh doanh chứng khoán hóa đang ngày càng giảm sút do khối lượng các khoản vay thế chấp mới ngày càng giảm. Chính bản thân các ngân hàng này cũng đã có những khoản đầu tư lớn vào các chứng khoán thế chấp trong suốt thời kỳ bùng nổ của thị trường với những mức lợi tức rất hấp dẫn. Sự giảm sút trong giá trị các danh mục đầu tư đã dẫn đến những khoản lỗ trong bảng cân đối kế toán của ngân hàng.

Khi thị trường trở nên ngày càng yếu đi, nhiều tổ chức đã cố gắng vực nó dậy. Nhưng một nguyên tắc sống còn trong tài chính là không thể



bán hàng trong một thị trường thiếu thanh khoản. Thiếu thanh khoản đồng nghĩa với việc có ít hoặc không có người mua. Theo ngôn ngữ thương mại thì đó là thị trường thưa thớt (thin market). Trong một thị trường như vậy sẽ có rất ít giao dịch được thực hiện và giá trị thị trường của nhiều chứng khoán sẽ không được xác định một cách khách quan. Và đây chính là “điểm gãy” (breakdown) trong quá trình xác định giá cả. Tính bất ổn và không chắc chắn của quá trình xác định giá sẽ khiến cho các giao dịch bị đóng băng và thị trường bị tê liệt.

Bức tranh đã hoàn toàn rõ ràng khi các sự kiện được kết nối lại. Toàn bộ quá trình từ việc cho vay thế chấp ban đầu đến đóng gói, phân phối và thu lời chỉ có thể được thực hiện trong một môi trường lãi suất thấp, tính thanh khoản cao và một lòng tin mãnh liệt vào thị trường. Lúc đó, sẽ có một dòng người mua không ngớt đổ vào thúc đẩy thị trường tăng liên tục. Tiếp theo, người bán có thể kết thúc giao dịch với một khoản lợi nhuận để lập lại một chu trình giao dịch khác tương tự.

Giống như trong trò chơi “những chiếc ghế âm nhạc” “*music chairs*”, nhạc dừng là khoảng thời gian nguy hiểm. Vào tháng 8/2007, nhạc đã dừng (hoặc ít nhất đã yếu hơn) trên thị trường nhà ở. Những nghi ngờ về giá trị của tất cả các khoản bảo đảm bắt đầu xuất hiện. Quá trình định giá tài sản sụp đổ. Thị trường mất phương hướng và khả năng vận hành.

## 6. Những tác động bất lợi trên thị trường tài chính

### 6.1. Các quỹ đầu cơ (Hedge Funds)

Các quỹ đầu cơ bị ảnh hưởng của sự thất bại tín dụng sớm nhất. Những quỹ này nắm giữ một lượng lớn các CMO, CDO, vốn là những công cụ tài chính có tính đòn bẩy cao. Với mỗi đôla Mỹ nhận được từ các nhà đầu tư, quỹ đầu cơ có thể vay thêm 29 USD để đầu tư, với kết quả là tỷ lệ “đòn bẩy” đạt mức 30 lần. Những khoản vay mượn này (hầu hết là từ các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư) được đảm bảo bằng các danh mục đầu tư chứng khoán của họ. Khi giá trị

của các khoản bảo đảm này bắt đầu giảm, các quỹ đầu cơ phải thực hiện việc ký quỹ bổ sung (bổ sung thế chấp). Đó là lý do tại sao vào đầu tháng 8/2007, hai quỹ bảo hiểm của Bear Stearns đã gặp phải vấn đề thanh khoản. Những khó khăn tương tự cũng đã xảy ra với các quỹ của BNP hay Lehman Brothers.

Đầu năm 2008, nhiều quỹ ở Mỹ và Liên minh Châu Âu (EU) đã phá sản, “cuốn theo” vốn của các nhà đầu tư. Sự sụp đổ “ngọan mục” nhất là của công ty Carlyle Capital, một công ty con của tập đoàn Carlyle và cựu Tổng thống Mỹ G.W.H. Bush được coi là một trong những đối tác của công ty cổ phần tư nhân đặc biệt này.

### 6.2. Các ngân hàng

Nhiều tổ chức tài chính (như Citigroup, Goldman Sachs, Bank of America) đã thiết lập các chi nhánh (affiliates) có tên gọi là Các Phương tiện Cấu trúc Đầu tư (Structured Investment Vehicles, SIV). Những tài sản rủi ro cao (hầu hết liên quan đến vay thế chấp) được chuyển giao đến các SIV, sau đó SIV thâm nhập vào thị trường thương phiếu tìm nguồn tài chính. Khi các chứng khoán thế chấp “roi tự do”, thị trường thương phiếu đã mất 300 tỷ USD vào cuối năm 2007. Nhiều SIV đã không thể đảo hạn được các thương phiếu của họ (nợ ngắn hạn, được gia hạn hàng ngày hoặc hàng tuần).

Vào tháng 11/2007, với sự ủng hộ của FED một tổ hợp các ngân hàng lớn đã đưa ra kế hoạch giải cứu thị trường. Theo đó, một quỹ với số vốn 80 tỷ USD sẽ được thiết lập. Quỹ này sẽ mua các chứng khoán nợ từ SIV với mức giá thấp nhằm tăng tính thanh khoản và giảm thiểu rủi ro trong bảng cân đối kế toán của họ. Bằng cách đó, thị trường thương phiếu có thể được hồi sinh. Tuy nhiên, đàm phán giữa các ngân hàng này đã kéo dài hàng tháng trong khi thị trường lại ngày càng trở nên xấu hơn. Cuối cùng, kế hoạch cứu nguy này đã bị hủy bỏ vào cuối năm 2007 và mỗi ngân hàng tự giải quyết vấn đề theo cách riêng của mình. Đã không có sự lựa chọn nào khác ngoài việc chuyển các tài sản ở SIV về lại bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Hậu quả là các ngân hàng

Formatted: Bullets and Numberin

Formatted: Bullets and Numberin



đã nối đuôi nhau thông báo sự thua lỗ nặng nề sau khi định giá lại danh mục đầu tư của họ.

Các ngân hàng đầu tư đã sử dụng các mô hình máy tính để tính toán giá trị của những chứng khoán vốn rất phức tạp hoặc không được giao dịch thường xuyên. Những mô hình như thế này đã không thể điều chỉnh được trong điều kiện thị trường đang ngày càng trở nên tồi tệ hơn.

Một câu hỏi được đặt ra là tổng giá trị thua lỗ cuối cùng là bao nhiêu sau khi sự đánh giá lại kết thúc. Nhiều phỏng đoán khác nhau đã được đưa ra. Theo IMF, giá trị thua lỗ của tất cả các khoản cho vay thế chấp ở mức 495 tỷ USD. Nếu tính thêm cả những thua lỗ có liên quan đến các hình thức nợ khác (vay kinh doanh bất động sản, nợ công ty, những khoản vay LBO) thì con số này có thể sẽ đạt tới mức 945 tỷ USD.

Với mức độ khác nhau, các ngân hàng trên khắp thế giới đều bị ảnh hưởng. Báo chí đã tập trung đưa tin về những ngân hàng lớn bị thua lỗ nặng nhất như Citigroup, BOFA, Lehman Brothers. Ở Châu Âu, UBS là ngân hàng bị thua lỗ nhiều nhất. Điều này đã dẫn đến những thay đổi trong quản lý ở một số ngân hàng. Giám đốc điều hành của Merrill Lynch (Stanley O'Neil), Citigroup (Chuck Prince) và UBS (Marcel Ospel) đã phải "rời ghế" ra đi. Ở cấp độ thấp hơn, những nhân viên chịu trách nhiệm về quản trị rủi ro hay chứng khoán được đảm bảo bởi các khoản cho vay thế chấp cũng bị sa thải hay "được" đề nghị nghỉ hưu sớm.

### 6.3. Cơ quan điều tiết tiền tệ

FED hoàn toàn ủng hộ kế hoạch giải cứu thị trường đề cập ở trên vì đó là giải pháp của khu vực tư nhân tự giải quyết vấn đề của mình. Tuy nhiên, khi kế hoạch đó thất bại, FED đành phải hành động. FED đã tiến hành cắt giảm lãi suất nhiều lần, từ mức 5,25% vào tháng 8/2007 xuống còn 2% vào tháng 4/2008. Sau đó, FED đã tuyên bố tạm dừng giảm lãi suất và thực hiện việc đánh giá những tác động của chính sách tới thị trường.

FED cũng đã bơm một lượng tiền lớn vào lưu thông qua kênh nghiệp vụ thị trường mở bằng cách mua trái phiếu kho bạc và tổ chức các

chương trình đấu giá cho vay kỳ hạn để các ngân hàng có thể có được nguồn tiền mặt cần thiết, tránh thiếu hụt thanh khoản.

Điều này đã khuyến khích các ngân hàng thương mại vay mượn tự do thông qua cửa sổ chiết khấu bằng cách mở rộng danh mục tài sản đảm bảo. Việc mở rộng danh mục tài sản đảm bảo được chấp nhận giống như một hình thức hỗ trợ. Đặc biệt, các chứng khoán được đảm bảo bởi các khoản cho vay thế chấp cũng được chấp nhận vào danh mục tài sản đảm bảo.

Vào tháng 3/2008, FED đã cứu Bear Stearns (một ngân hàng đầu tư lớn) khỏi phá sản và thu xếp để J.P. Morgan Chase (một ngân hàng với bảng cân đối kế toán lành mạnh) mua lại. Để giao dịch này diễn ra thuận lợi, FED cùng với Bộ trưởng Bộ Tài chính Henry Paulson đã đứng ra đảm bảo cho khoản nợ tương đương 29 tỷ USD chứng khoán của Bear Stearns. Như vậy, lần đầu tiên, việc cứu một ngân hàng tư nhân đã khiến bảng cân đối kế toán của FED cũng như tiền thuế của người dân bị rủi ro. Trong khuôn khổ của khoản cứu trợ cả gói, FED cũng đã mở cửa sổ chiết khấu cho các ngân hàng đầu tư và các công ty môi giới chứng khoán. Đây là một quyết định chưa từng có trong lịch sử bởi vì điều lệ chỉ cho phép FED cho các ngân hàng thành viên (chủ yếu là các ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng khác) vay. Các ngân hàng đầu tư chưa bao giờ là thành viên của FED kể từ khi Cục này được thành lập vào năm 1913. Sự thay đổi trong điều lệ như vậy đòi hỏi một cuộc bỏ phiếu tán thành của Hội đồng quản trị FED. Một cuộc họp khẩn cấp đã được triệu tập vào một ngày cuối tuần và chỉ có 5/7 thành viên có mặt, trong đó có 3 phiếu thuận.

Sự cứu nguy bất ngờ của FED đối với Bear Stearns và việc can thiệp sâu của FED và Bộ Tài chính đã ngay lập tức khiến cho thị trường "bình tĩnh" lại.

Một mạng lưới an toàn đang được thiết lập lại. Rõ ràng rằng Chính phủ Mỹ sẽ thực hiện những bước đi cần thiết nhằm ngăn ngừa sự sụp đổ của hệ thống tài chính Mỹ - "một sự sụp đổ có thể làm đổ vỡ cả hệ thống tài chính toàn cầu. Bài học từ cuộc Đại khủng hoảng năm 1933 đã không

Formatted: Bullets and Numbering



bị quên lãng. Nguyên nhân của thảm họa đó chính là do sự sụp đổ của toàn hệ thống.

#### 6.4. Ủy ban Chứng khoán

Các tổ chức điều tiết, trước hết là SEC đã bị chỉ trích gay gắt vì bỏ qua nhiều dấu hiệu cảnh báo về tình trạng nguy hiểm của các tổ chức tài chính.

Nhiệm vụ của SEC là giám sát các ngân hàng đầu tư, công ty môi giới và các quỹ đầu cơ. Song những điều tồi tệ nhất lại đã xảy ra trong các tổ chức này mà SEC đã không nắm bắt được. Các ngân hàng đầu tư đã sử dụng những mô hình toán học để cấu trúc các sản phẩm tín dụng thành những sản phẩm ngày càng phức tạp và tinh vi hơn. Đội ngũ các tiến sĩ toán học của họ đã nhanh hơn các nhân viên của SEC trong việc bắt kịp với sự phát triển mới nhất trên thị trường tài chính.

Trái ngược với FED, vốn có đội ngũ nhân viên kiểm soát ngay tại mỗi ngân hàng lớn (như tại J.P. Morgan, Citigroup) và giám sát các hoạt động thường nhật của những ngân hàng này, SEC chỉ tiến hành các đợt kiểm tra định kỳ.

Để biện hộ cho mình, SEC đã đưa ra lý do là tổ chức này được thành lập từ cuộc Đại suy thoái năm 1929 nhằm bảo vệ các nhà đầu tư thị trường chống lại những thủ đoạn không công bằng của các nhà giao dịch chứng khoán, chẳng hạn như giao dịch nội bộ, giao dịch ngầm, báo cáo tài chính sai lệch, thao túng giá cổ phiếu... Vai trò chính của SEC là bảo vệ các nhà đầu tư, không phải là bảo vệ các ngân hàng đầu tư bởi vì các ngân hàng này được giả định là họ biết họ đang làm gì.

Hành động đúng đắn nhất của SEC là hợp tác với FED và Bộ Tài chính để cứu nguy cho Bear Stearns vào ngày 19/3/2008. Nhân viên kế toán của SEC đã làm việc ở Bear Stearns cả những ngày cuối tuần, nghiên cứu hàng trăm hồ sơ chứng khoán. Họ đã tính được con số 30 tỷ USD tài sản rủi ro (sau đó giảm xuống còn 29 tỷ USD) mà J.P. Morgan Chase không muốn đưa vào bảng cân đối kế toán của họ. FED và Bộ Tài chính đã bảo đảm đền bù cho bất kỳ sự thua lỗ nào của Bear Stearns và đây là lần đầu tiên FED đã đưa

rủi ro vào bảng cân đối kế toán của mình. Tuy nhiên, rủi ro này nhỏ hơn nhiều so với 900 tỷ USD trái phiếu kho bạc trong tài khoản của FED.

#### 6.5. Bộ Tài chính Mỹ

Theo truyền thống, Bộ trưởng Bộ Tài chính thay mặt Tổng thống Mỹ giải quyết tất cả các vấn đề liên quan đến kinh tế và tài chính. Ông đồng thời là người chịu trách nhiệm về chính sách tài khóa.

Đối mặt với khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn xảy ra vào tháng 8/2007, Bộ trưởng Paulson đã chấp thuận các chính sách của FED với vai trò là tổ chức giám sát cao nhất của hệ thống ngân hàng. Ông đã ủng hộ các biện pháp chính sách của FED nhằm tăng tính thanh khoản và cắt giảm lãi suất. Paulson là người hiểu biết sâu về Phố Wall và cũng là người khá quen thuộc với nơi này. Ông đã từng là Chủ tịch của Goldman Sachs trước khi đến làm việc tại Bộ Tài chính. Ngược lại, trong con mắt của những người quan sát thị trường, việc xuất thân từ giới học thuật (giáo sư kinh tế tại Đại học Princeton) của Chủ tịch FED, Ben Bernanke đã khiến ông rơi vào thế bất lợi. Khả năng trực giác của ông về hoạt động của thị trường tài chính không thể so được với Paulson.

Là một đảng viên của Đảng Cộng hòa cầm quyền, Paulson coi cuộc khủng hoảng là vấn đề của khu vực tư nhân và kỳ vọng rằng chính quyền của Đảng Cộng hòa chỉ có vai trò rất nhỏ trong việc giải quyết khủng hoảng. Vào tháng 11/2007, ông đã ủng hộ phương án gói cứu nguy 80 tỷ USD của nhóm các ngân hàng lớn. Nhưng cuối cùng kế hoạch này đã thất bại. Sau đó, Paulson đã nhường lại cho FED vai trò lãnh đạo và cung cấp sự ủng hộ chính trị khi cần thiết.

Vào tháng 3/2008, Paulson đã có một quyết định quan trọng khi đồng ý với Bernanke về việc cứu nguy Bear Stearns. Ông tin rằng can thiệp là hết sức cần thiết khi đối mặt với nguy cơ sự sụp đổ mang tính hệ thống, một sự sụp đổ có thể nhấn chìm hệ thống kinh tế toàn cầu.

Formatted: Bullets and Numbering

Formatted: Bullets and Numbering





Tạp chí Wall Street đã miễn cưỡng tán thành với việc cứu nguy Bear Stearns và thừa nhận những tác động sâu sắc của hành động này bằng việc đưa ra một tuyên bố ở đồng tít “*Năm ngày đã thay đổi chủ nghĩa tư bản*”.

Để đối phó với những gì đang xảy ra, Ngài Paulson đã thông báo một kế hoạch cải tổ lớn để tái cơ cấu và củng cố việc giám sát tất cả các thể chế thị trường. Các ngân hàng đầu tư và các nhà môi giới được đưa vào khuôn khổ giám sát bởi vì giờ đây họ đã có quyền vay mượn thông qua cửa sổ chiết khấu, một đặc quyền mà trước kia chỉ giành cho các tổ chức tín dụng. Căn cứ vào kế hoạch đã đưa ra, FED đảm nhận thêm trách nhiệm không chỉ bảo vệ sự ổn định của hệ thống tài chính Mỹ mà còn của toàn thế giới. SEC sẽ bị mất một phần quyền lực khi các ngân hàng đầu tư và các công ty chứng khoán hoạt động dưới sự giám sát trực tiếp của FED. Cuộc khủng hoảng đã “bóc trần” một sự thật “đau thương” rằng đội ngũ nhân viên cũng như nguồn lực tài chính của SEC yếu hơn so với FED. Chính điều này khiến SEC không thể đảm nhận vai trò chính trong việc ổn định thị trường.

#### 6.6. Hiệu ứng lây lan (*The Contagion Effect*)

Bắt đầu từ khu vực nhà ở của Mỹ, khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn đã nhanh chóng tác động tới tất cả các “ngóc ngách” của thị trường tài chính, đặc biệt là tới các khoản cho vay đúng chuẩn và chứng khoán được đảm bảo bằng những khoản cho vay này. Sự lây lan diễn ra nhanh chóng khiến các khu vực này bắt đầu rơi vào tình trạng căng thẳng:

(a) **Bất động sản thương mại (Commercial Real Estates):** Đó là các tòa nhà văn phòng, trung tâm mua sắm và khu căn hộ cao tầng. Con số 8 tỷ USD doanh thu xây dựng của General Motors tại New York hầu như đã mất bởi vì các nhà đầu tư không thể vay tiền từ các ngân hàng.

(b) **Những khoản vay để mua lại cổ phần (LBO):** Trong suốt thời kỳ bùng nổ của thị trường, các công ty tư nhân đã vay của các tổ hợp ngân hàng hàng nghìn tỷ USD. Những ngân hàng này đã kỳ vọng vào việc cấu trúc các khoản vay

này thành các CDO và bán chúng cho các nhà đầu tư để kết thúc giao dịch. Tuy nhiên, trong bối cảnh khủng hoảng của thị trường tài chính, cầu về CDO đã giảm mạnh, khiến cho các khoản vay này vẫn nằm trên tài khoản của rất nhiều ngân hàng, và chính họ cũng đã nhận ra rằng họ đang bị “vướng lầy” với hàng nghìn tỷ USD tài sản không thể bán được.

(c) **Thị trường cho vay liên ngân hàng (The Interbank Lending Market):** Cho đến quý 2 năm 2008, thị trường LIBOR vẫn không thể hoạt động như bình thường. Lãi suất LIBOR mà các ngân hàng đưa ra cho các khoản vay ngắn hạn vẫn ở mức cao so với lãi suất của FED. Có hai nguồn mà các ngân hàng có thể vay là: Thị trường các quỹ của FED và thị trường liên ngân hàng London. Lãi suất phổ biến trên cả hai thị trường này chỉ chênh lệch nhau khi các điều kiện thị trường không bình thường.

Lãi suất LIBOR cao phản ánh trạng thái căng thẳng của thị trường khi các ngân hàng cần nhiều tiền mặt trong một thời gian ngắn. Rủi ro đối tác cũng ở mức cao do sự không chắc chắn về các khoản lỗ của ngân hàng vốn chưa được thông báo song có thể “bị lộ” ra vào bất kỳ thời điểm nào.

Formatted: Bullets and Numbering

## 7. Tác động tới nền kinh tế thực

Thị trường nhà ở Mỹ tiếp tục suy yếu. Tỷ lệ bán các căn nhà mới giảm sau mỗi tháng trong đầu năm 2008. Con số hơn 800.000 ngôi nhà chưa bán được đã “đề nặng” lên thị trường, gây sức ép tới giá nhà. Hầu hết các nhà quan sát đều cho rằng giá nhà sẽ tiếp tục giảm trong năm 2008 và kéo dài tới năm 2009. Chỉ có rất ít các nhà phân tích cho rằng giá nhà ở sẽ chạm đáy trong tương lai gần.

Sự khan hiếm tín dụng cho các hoạt động kinh doanh đã cho thấy thị trường đang suy giảm. Nhiều công ty cắt giảm dự án đầu tư, một số khác buộc phải từ bỏ kế hoạch kinh doanh hiệu quả do không tìm kiếm được nguồn tài trợ từ ngân hàng. Một khảo sát điều tra các nhân viên cho vay cấp cao tại các ngân hàng Mỹ đã cho thấy các tiêu chuẩn cho vay đang được thắt chặt, lãi suất cao và điều kiện cho vay nghiêm ngặt.



Sự thiếu hụt tài chính đang gây áp lực lên các hoạt động kinh tế. GDP của Mỹ chỉ tăng 0,6% trong quý IV năm 2007 và quý I năm 2008, so với mức 4% năm 2006. Với việc con số thất nghiệp tháng gia tăng liên tục kể từ tháng 4/2008 nhiều nhà kinh tế đã tuyên bố rằng kinh tế Mỹ đang trong tình trạng suy thoái cho dù NBER đã không đồng tình, vì theo định nghĩa của cơ quan này suy thoái là tình trạng mà nền kinh tế đạt mức tăng trưởng âm trong 2 quý liên tiếp.

Sự kiện đáng chú ý nhất là việc Giáo sư Martin Feldstein của Trường Đại học Harvard đã rời khỏi vị trí Chủ tịch NBER vào năm 2007 và giờ đây ông đã có thể tự do nói ra tất cả những suy nghĩ của riêng mình. Trong một bài báo đăng trên tạp chí Wall Street, ông đã tuyên bố rằng nền kinh tế Mỹ đang trong thời kỳ suy thoái, cho dù NBER không thừa nhận điều này.

Ở Châu Âu, các nền kinh tế đều đã tăng trưởng chậm lại nhưng chưa đến mức rơi vào suy thoái. Tuy nhiên, IMF đã phải hạ dự đoán gần đây nhất về tốc độ tăng trưởng toàn cầu do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính.

Các nền kinh tế đang phát triển (đặc biệt là các nước ở Châu Á) có khả năng chịu đựng rất tốt và vẫn đang đứng vững. Tuy nhiên, những tác động không đáng mong đợi từ cuộc suy thoái kéo dài của Mỹ sẽ ảnh hưởng đến các nước phụ thuộc vào xuất khẩu như: Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan và Việt Nam.

## 8. Bài học từ khủng hoảng

### 8.1. Các tổ chức tài chính

#### a) Sự thất bại của quản trị rủi ro

Ngẫm lại những gì đã xảy ra, có thể thấy rằng sự thất bại của hệ thống quản trị rủi ro ở các ngân hàng lớn thật đáng ngạc nhiên. Rủi ro của nợ thế chấp dưới chuẩn tưởng như đã được phòng ngừa bằng cách những khoản nợ này được cấu trúc lại thành vô số chứng khoán và được phân phối tới mọi góc ngách trên thế giới. Nhưng, khi tín dụng bị thắt chặt, rủi ro đã xuất hiện trở lại ngay trên bảng cân đối kế toán của các ngân hàng hoặc tại

các chi nhánh của chúng như của SIV và các tổ chức trung gian. Rủi ro mất danh tiếng đã khiến cho những ngân hàng này không thể để các công ty con của họ sụp đổ mà không có bất kỳ trách nhiệm nào.

Theo Hiệp ước Basel I, một khi khoản vay đã được đưa ra ngoài bảng cân đối kế toán thì khoản dự trữ bắt buộc sẽ ít hơn. Điều này đã khuyến khích các ngân hàng xây dựng các phương tiện (vehicles) đưa các khoản vay ra ngoài bảng cân đối kế toán. Bằng cách làm như vậy ngân hàng có thể thu được lời từ sự chênh lệch giữa giá trị tài sản có (các khoản cho vay thế chấp dài hạn) và các khoản nợ (thương phiếu ngắn hạn). Trên thực tế, lợi nhuận biên dương chỉ được duy trì trong một môi trường kinh tế ổn định và thị trường ít biến động. Bất cứ sự không chắc chắn nào đối với các tài sản bảo đảm sẽ dẫn đến việc thị trường các thương phiếu bị đóng băng và các thương phiếu sẽ mất tính thanh khoản. Tình trạng này đã xảy ra đúng như vậy vào tháng 8/2007.

Các chỉ số rủi ro của hầu hết các ngân hàng đã bị thu hẹp lại bởi vì họ đã loại trừ các khoản nợ tiềm năng của SIV. Hậu quả là các nhà đầu tư đã không được cung cấp đầy đủ thông tin về toàn bộ rủi ro của mỗi ngân hàng.

#### b) Đòn bẩy quá mức

Môi trường kinh tế Mỹ đầu những năm 2000 khá ổn định, đặc biệt sau cuộc suy thoái ngắn năm 2002, với mức lãi suất thấp, tính thanh khoản cao và các thị trường tài chính ít biến động. Các ngân hàng đã bị ru ngủ và thỏa mãn với những gì đang xảy ra. Để kiếm được những khoản lợi nhuận cao hơn, họ đã sử dụng lực đòn bẩy để phóng đại những kết quả đầu tư. Trong thời kỳ này, các ngân hàng thương mại đã duy trì mức “đòn bẩy” trung bình là 12 lần, con số này tại các ngân hàng đầu tư là 20 lần và tại các quỹ đầu cơ là 30 lần. “Đòn bẩy” ở đây được định nghĩa như là số nhân các tài sản có được qua vốn cổ phần. Minh họa một cách đơn giản là: Với 1 USD vốn cổ phần, các ngân hàng thương mại có thể nắm giữ một khoản đầu tư là 10 USD, các ngân hàng đầu tư nắm giữ 20 USD và con số này là 30 USD đối với các quỹ đầu cơ. Với “đòn bẩy” cao như vậy, dù



chỉ một mức dao động nhỏ cũng có thể làm suy giảm tính thanh khoản.

Cấu trúc đầu tư của ngân hàng giống như hình chóp ngược. Đáy lớn là các tài sản đem lại lợi nhuận dựa trên nền tảng của đáy bé là một nguồn vốn nhỏ. Nếu thị trường mất lòng tin, giá trị của các tài sản đem lại thu nhập sẽ sụt giảm nhanh và mạnh. Trong khi đó, những tài sản này là tài sản bảo đảm cho các khoản vay tín dụng để mua bán chúng. Khi giá trị tài sản bảo đảm giảm, người cho vay sẽ yêu cầu người đi vay ký quỹ bổ sung. Nếu giá trị của tài sản ký quỹ bổ sung không đủ, người cho vay sẽ tịch thu tài sản ký quỹ và bán chúng để bù đắp cho sự thiếu hụt của tài sản thế chấp. Như đã phân tích ở trên, việc bán tài sản trong một thị trường thua thốt sẽ tạo nên vòng xoáy giảm giá. Yêu cầu ký quỹ bổ sung sẽ được đưa ra với hậu quả là tài sản sẽ tiếp tục được bán tháo và vòng quay cứ thế tiếp tục.

#### c) Những sản phẩm phức tạp

Những sản phẩm tín dụng được cấu trúc lại là một phát minh lớn, làm tăng tính thanh khoản của thị trường cho vay thế chấp. Không thể phủ nhận lợi ích của chúng. Nhiều nhóm người đã tiếp cận được với các nguồn tài chính này để có được nhà ở mà bằng cách khác họ không thể có được.

Khi thị trường trở nên quá nóng, các cấu trúc sư tài chính lại càng làm cho nó nóng hơn. Bắt đầu từ kết cấu đơn giản của MBS, tổng quỹ của các tài sản gốc trở nên không đồng nhất. Kết cấu của nó được mở rộng và bao gồm cả các khoản vay công ty, các trái phiếu rủi ro, các khoản vay LBO, thế tín dụng. Mỗi cấu phần này đều có mức đánh giá tín dụng riêng và đặc trưng dòng tiền mặt riêng.

Ngay cả những nhà quản lý lâu năm tại nhiều ngân hàng cũng không thể nắm chắc về tham số rủi ro thực trong các hoạt động của họ. Họ phụ thuộc vào các chuyên gia, các cấu trúc sư tài chính - những người hiểu rất rõ về cơ chế hoạt động của mỗi loại sản phẩm. Các máy tính chủ được dùng để chạy các chương trình cấu trúc nhằm tạo ra các sản phẩm phức tạp như CMO, CDO.

Chính sự phức tạp của các sản phẩm đã khiến chúng ta khó xác định chính xác giá trị thực của

nó. Với các sản phẩm được giao dịch thường xuyên, không khó để xác định giá trị thị trường của chúng. Tuy nhiên, có rất nhiều sản phẩm được tạo ra nhằm đáp ứng nhu cầu của những nhóm đầu tư đặc biệt. Chúng ít khi được giao dịch nên quá trình xác định giá bị đứt đoạn. Trong thời kỳ khủng hoảng, giá trị giao dịch của chúng trở nên không thể xác định được.

Rất nhiều ngân hàng đã dùng mô hình định giá trên máy tính của riêng mình để ước lượng giá. Nhưng các mô hình này lại không được công khai với các nhà giao dịch tại các ngân hàng khác. Do đó, cùng một loại chứng khoán nhưng giá trị của chúng lại rất khác nhau, phụ thuộc vào mô hình lượng giá. Chính sự không chắc chắn này đã dẫn đến sự mất niềm tin giữa những người mua cũng như những người bán. Thị trường bị tê liệt và các giao dịch giảm dần cho đến khi dừng hẳn.

#### d) Mô hình kinh doanh không hoàn thiện

Theo truyền thống, các ngân hàng tạo ra các khoản vay hoặc thực hiện đầu tư và giữ chúng cho đến kỳ hạn thanh toán. Đây là mô hình kinh doanh tạo ra và nắm giữ. Vào những năm 1990, các ngân hàng đã cấu trúc lại các khoản cho vay hoặc các tài sản có khác của họ thành những chứng khoán có thể mua đi bán lại và bán chúng cho các nhà đầu tư. Đây là mô hình kinh doanh tạo ra và phân phối. Do vậy, một khoản vay thế chấp ở một thị trấn nhỏ của Mỹ có thể được kết hợp vào một CDO được nắm giữ bởi một ngân hàng ở Trung Quốc. Do rủi ro được phân tán đi khắp bốn phương khi các tài sản được cấu trúc lại và bán đi, những người cho vay có rất ít động cơ để thực hiện việc quản trị rủi ro thận trọng. Các tiêu chuẩn bảo hiểm được nói lỏng, các điều khoản cho vay được đơn giản hóa. Thiếu kỷ luật, thiếu minh bạch và dễ thỏa mãn đã trở thành đặc trưng của hoạt động ngân hàng trong đầu những năm 2000.

## 8.2. Cơ quan điều tiết tiền tệ

FED đã duy trì lãi suất 1% trong suốt thời kỳ 2002-2003. Đây là phản ứng nhằm đối phó với sự nổ vỡ của bong bóng công nghệ cao năm 2000 và suy thoái kinh tế sau đó dưới tác động của sự kiện



ngày 11/9/2001. Chủ tịch FED - ông Alan Greenspan đã sốt sắng vực dậy nền kinh tế và cố gắng duy trì mức tăng trưởng cao. Đây là lời bào chữa của ông cho chính sách tiền tệ nới lỏng. Bị ám ảnh bởi giảm phát kéo dài hàng thập kỷ ở Nhật Bản trong những năm 1990, Greenspan và các đồng nghiệp trong Hội đồng FED đã thề sẽ làm bất cứ điều gì có thể, bao gồm cả việc duy trì lãi suất ở mức 1% trong vài năm, để ngăn chặn tình huống tương tự xảy ra với Mỹ.

Với những gì đã từng xảy ra, đây là một chính sách sai lầm. Nó đã góp phần tạo ra một môi trường kinh doanh dễ dãi được thúc đẩy bởi sự dồi dào của thanh khoản, lãi suất thấp và thiếu vắng các tiêu chuẩn cho vay.

### 8.3. Các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm

Khi các sản phẩm tín dụng được cấu trúc lại trở nên quá phức tạp, rất ít nhà đầu tư có đủ năng lực hoặc sự nhẫn nại để thực hiện việc quản trị rủi ro thận trọng. Do vậy, đánh giá của các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm được xem là biện pháp nhanh chóng nhất để đánh giá rủi ro tín dụng.

Moody, Standard and Poor, và Fitch là ba tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm chi phối thị trường. Họ cùng chia sẻ một lợi ích khá mâu thuẫn: thu về các khoản phí từ các ngân hàng thuê họ đánh giá mức độ tín nhiệm cho các chứng khoán của chính những ngân hàng này.

Hơn thế nữa, tất cả các tổ chức này đều có những mô hình được thiết kế riêng để đánh giá các sản phẩm đơn giản như các trái phiếu công ty. Khi họ áp dụng mô hình này cho các sản phẩm tín dụng được cấu trúc lại, thì các kết quả không còn đáng tin cậy. Hai loại chứng khoán này không giống nhau và mỗi loại cần một phương pháp đánh giá riêng biệt.

## 9. Một số kiến nghị

### 9.1. Đánh giá lại chứng khoán hóa tài sản như một kỹ thuật tài chính

Đã đến lúc chúng ta cần phải đánh giá lại một cách nghiêm túc quá trình chứng khoán hóa. Quá

trình này cần được sử dụng một cách thận trọng hơn và vì những mục đích thích hợp hơn.

Quá trình chứng khoán hóa đã tạo ra một nhóm các sản phẩm đầu tư. Cấu trúc và rủi ro của chúng ngày càng trở nên không rõ ràng. Do đó, các cơ quan điều tiết không nên có những phản ứng quá mức trong thời điểm khốn khó của các phát minh này trên các thị trường tài chính, thay vào đó, họ cần phải cung cấp những quy định điều tiết thận trọng để tận dụng những giá trị đích thực của nó.

- Nhìn lại những năm 1980, các chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản cho vay thế chấp - MBS thực sự là một ý tưởng mới đầy hữu ích. Nó đã tạo ra một cuộc cách mạng trong tài trợ cho vay thế chấp. Những nhà tiên phong như John Merriwether, Lewis Ranieri đã trở thành những tên tuổi bất tử trong hồi ký "Liar Poker" của Michael Lewis ở Phố Wall. Và họ xứng đáng được như vậy.

- Tuy nhiên, khi một nhóm các chuyên gia, tiến sĩ toán học, thống kê học, vận trù học tó ra khắp Phố Wall, thì bất kỳ một sản phẩm mới nào đều được tiến hành qua một dãy các biến đổi, rồi đưa nó vào một hộp đen, nơi chỉ có một vài nhà đầu tư hoặc thậm chí chỉ những nhà quản lý cao cấp mới hiểu được.

- Những sản phẩm tín dụng được cấu trúc lại trong tương lai cần phải được công khai và minh bạch. Những người sáng tạo ra các sản phẩm phức tạp này cũng phải có trách nhiệm duy trì một vài sản phẩm trong tài khoản của họ. Như vậy, họ cũng sẽ có những quyền lợi tài chính trong việc thực hiện thành công những sáng tạo của chính họ.

### 9.2. Đã đến lúc các nhà đầu tư phải vào cuộc

- Đã đến lúc các nhà đầu tư phải tự thực hiện công việc quản trị rủi ro của chính họ và ít phụ thuộc hơn vào các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm. Warren Buffet đã nói rất hay rằng: "*Bạn nên hiểu bạn đang mua cái gì*". Ông đã tránh việc mua bán chứng khoán trong suốt giai đoạn bùng nổ công nghệ cao năm 2000 - 2001 vì những lý do này.

Formatted: Bullets and Numbering

Formatted: Bullets and Numbering



- Warren Buffet đã không thể hiểu nổi việc một công ty ở Silicon Valley với một vài sản phẩm mờ nhạt và không có bất kỳ lịch sử kiếm lời nào lại có giá trị hàng tỷ USD. Và điều ông bán khoán đã được chứng minh là đúng.

### 9.3. Một mô hình mới cho các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm

Tại các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm, các sản phẩm khác nhau cần được phân tích khác nhau bằng việc sử dụng các mô hình định giá khác nhau. Phương pháp luận “một cỡ vừa cho tất cả” đã thực sự sai lầm. Vào cuối năm 2007, hàng trăm CMO, CDO quy mô lớn đáng giá nhiều tỷ USD đã bị đánh giá thấp hơn bởi vì những đánh giá ban đầu được phát hiện là không có cơ sở và sự đánh giá thấp hơn đó đã:

- Tàn phá mạnh hơn giá trị của các danh mục đầu tư chứng khoán của các quỹ đầu cơ và ngân hàng đầu tư.

- Tạo ra một môi trường bất ổn, trong đó các đợt định giá thị trường được chào đón với sự hoài nghi dẫn đến việc giá cả tài sản càng sụt giảm.

Các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm cần cải cách hệ thống đền bù của họ để loại trừ, hoặc ít ra là giảm đi sự xung đột lợi ích theo đó ngân hàng trả phí cho dịch vụ đánh giá mức độ tín nhiệm tài sản của chính các ngân hàng này. Một đề nghị được đưa ra là những người tạo ra sản phẩm và các nhà đầu tư cũng cần phải chịu trách nhiệm như nhau về những đánh giá này. Một số gợi ý khác cũng cần được tính đến.

### 9.4. Động thái của giá tài sản trong thời kỳ thị trường căng thẳng

Cần phải thực hiện những nghiên cứu nghiêm túc về động thái giá trị chứng khoán trong môi trường thiếu thanh khoản.

- Rất nhiều chứng khoán có liên quan mật thiết với nhau, hoặc có liên quan đến một tham số chung thứ 3 nào đó (ví dụ như lãi suất của FED hay lãi suất LIBOR). Do vậy, sự khan hiếm tín dụng chỉ bắt đầu từ cho vay thế chấp nhà dưới chuẩn đã có thể lan nhanh đến các khoản cho vay

khác như cho vay thế chấp thương mại, trái phiếu công ty, những khoản nợ của công ty và LBO.

- Nguyên tắc điều chỉnh theo giá thị trường (mark-to-market) trong việc đánh giá giá trị tài sản theo tiêu chuẩn kế toán đã có những tác động mang tính chu kỳ tới giá tài sản. Vào cuối mỗi ngày giao dịch, một quỹ đầu cơ hoặc các nhà môi giới buộc phải áp dụng giá thị trường hiện hành trong ngày để đánh giá lại giá trị tài sản của họ. Khi thị trường rơi vào khủng hoảng giá cả thị trường hoặc không tồn tại (vì có ít giao dịch) hoặc không đáng tin cậy (do bị tác động của hỗn loạn).

- Việc đánh giá giá trị của tài sản thấp hơn quá mức trong mỗi chu kỳ tiếp theo dẫn tới:

- a) Những yêu cầu ký quỹ bổ sung từ những chủ nợ hoặc những người cho vay vốn đang nắm giữ chứng khoán như vật bảo đảm và đang nhìn thấy giá trị của những chứng khoán này đang giảm xuống.

- b) Các quỹ đầu cơ và ngân hàng sẽ thay đổi vị thế đầu tư một cách tùy tiện vì buộc phải bán chứng khoán trong một thị trường thiếu thanh khoản.

Tác động của chính sách điều chỉnh theo giá thị trường được minh chứng rõ nét trong trường hợp của một giao dịch lừa đảo tại Societe Generale, một ngân hàng lớn của Pháp. Tên lừa đảo đã tạo dựng các giao dịch trong những hợp đồng giao sau lên đến 50 tỷ USD (*Cụ thể như sau: Do nắm vững các thủ tục xử lý và kiểm soát các giao dịch, nên bắt đầu từ đầu năm 2007 đến ngày 18/1/2008, Jerome Kerviel đã bí mật thực hiện các vụ giao dịch cổ phiếu lớn mà không hề bị phát hiện. Lợi dụng sơ hở của SG ở chỗ chỉ kiểm tra giá trị chênh lệch chứ không kiểm tra, theo dõi giá trị thực của từng giao dịch, nên Jerome Kerviel cố ý lựa chọn những hoạt động không dính đến tiền mặt và không yêu cầu phải xác nhận ngay, để thực hiện nhiều phi vụ mua bán có giá trị khổng lồ... Không chỉ biết “ăn vụng” giỏi, mà Jerome Kerviel còn biết “chùi mép” rất tài, khi xóa dấu vết bằng cách sử dụng mật khẩu của các nhân viên khác, truy cập trái phép vào một số máy tính, tạo ra một số thư điện tử, tài liệu giả mạo...).* Hợp đồng này đã được thanh toán chẳng

Formatted: Bullets and Numbering

Formatted: Bullets and Numbering



khác gì một vụ bán rẻ vào một thị trường đang giảm liên tục. Và khi được bán tháo xong, giá trị thua lỗ lên đến mức xấp xỉ 7,8 tỷ USD.

#### 9.5. Minh bạch hơn trong việc công khai rủi ro của ngân hàng

Các ngân hàng cần mở rộng vành đai rủi ro của mình như bao gồm cả các chi nhánh như SIV, SPV và cả những tổ chức trung gian. Những thể chế bên ngoài bảng cân đối kế toán này cần phải là một phần của bản báo cáo hợp nhất để tạo nên một bức tranh rõ ràng về những rủi ro mà ngân hàng đang phải đối mặt.

- Hiệp ước Basel I có thể đã góp phần đẩy nhanh việc hình thành các phương tiện đầu tư ngoại bảng, bởi vì sự khác nhau trong yêu cầu về vốn dự trữ bắt buộc phụ thuộc vào việc một tài sản được giữ bên ngoài hay bên trong bảng cân đối kế toán của ngân hàng.

- Hiệp ước Basel II, được thông qua năm 2007, sẽ có những bước tiến xa hơn với việc xác định rõ trách nhiệm của mỗi ngân hàng trong việc đánh giá rủi ro của mỗi loại tài sản đem lại lợi nhuận và xác định nguồn vốn dự trữ bắt buộc tương ứng.

#### 9.6. Thời điểm để suy ngẫm lại về mô hình kinh doanh mới

Mô hình tạo ra và phân phối hoạt động như là một biện pháp giảm thiểu rủi ro bằng việc phân chia rủi ro cho những nhóm các nhà đầu tư có khả năng chịu đựng được những rủi ro đó. Hệ thống đó sẽ hoạt động tốt nếu:

- Tất cả những người tham gia vào kênh phân phối đánh giá chính xác rủi ro mà họ phải đối mặt.
- Các tiêu chuẩn cao đối với kiểm soát rủi ro phải được đặt ra và duy trì ngay từ đầu. Ngược lại, toàn bộ rủi ro sẽ được phân tán cho những người khác trong khi người tạo ra những rủi ro đó

sẽ không trung thực hoặc thiếu minh bạch khi công khai các thông tin. Hậu quả là rủi ro được phân tán sẽ ẩn dấu trong hàng ngàn danh mục đầu tư và rủi ro này chỉ bị phát hiện trong tình trạng các điều kiện thị trường căng thẳng, như khi giá nhà bất ngờ đảo hướng vào tháng 8/2007.

### 10. Kết luận: Khuôn khổ điều tiết mới cho thế kỷ XXI

Chúng tôi đánh giá cao bản kế hoạch cải tổ của Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ - Ngài Paulson. Đây là một bản kế hoạch cải tổ toàn diện nhất kể từ cuộc Đại suy thoái của những năm 1930:

- Theo bản kế hoạch này, FED được trao trách nhiệm chủ chốt trong việc đảm bảo sự ổn định mang tính hệ thống của tất cả các thị trường tài chính Mỹ.

- FED cũng có thêm quyền lực để giám sát các ngân hàng đầu tư và các công ty môi giới lớn. Đáp lại, các tổ chức này được phép vay mượn thông qua cửa sổ chiết khấu của FED.

- Bản kế hoạch còn tăng cường sự giám sát của FED đối với các ngân hàng và các nhà môi giới cho vay thế chấp. Cho đến thời điểm hiện nay, các tổ chức này được chính phủ cấp phép và hoạt động với những mức độ hiệu quả khác nhau.

Sau tất cả những gì đã xảy ra, “tâm chấn” của cuộc khủng hoảng hiện nay chính là khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn. Bất kỳ kế hoạch cải tổ nào cũng sẽ thất bại nếu không giải quyết được những vấn đề căn bản đang tồn tại trong thị trường này.

Cuối cùng, chúng ta cần phải tuân thủ những nguyên tắc cơ bản của tín dụng là:

- \* Biết sản phẩm của bạn.
- \* Hiểu rõ khách hàng của bạn.

Formatted: Bullets and Numbering

Formatted: Bullets and Numbering

Formatted: Bullets and Numbering



## The US sub prime mortgage turmoil: Lessons from the crisis recommendations for changes

Pham Toan Thien

*Crystal Hall, Room 1217, 2000 South Eads Street, Arlington, Virginia 22202, United States of America*

In August 2007, without much warning, the sub prime mortgage crisis suddenly emerged on the US financial market. Severe impacts have been imposed to both financial and real economy sectors. All monetary authorities in the US including FED, SEC and the Treasury should have their own interventions. The first genesis of this severe crisis is so-called securitization of sub prime mortgage by borrowers for buying houses. First, the borrowing mechanism was simplified on the only base of rating companies leading to sub prime mortgages. Second, the way of securitization has an indifferent treatment to sub prime and prime mortgage, creating bubbles in both security and housing markets. The recommendations for changes include reconsider securitization as a financial tool, avoid investment decisions based only on rating agencies, search for a pricing model that is proper in an illiquidity market, increase transparency in pointing out bank risks and search for a new business model.

This paper use the sub prime mortgage crisis in the global financial system as a case study of the importance of risk management in financial institutions. Just like oxygen, people notice the absence of risk management only when it is not there. When it functions normally, people take it for granted. When it fails, the system grinds to a halt.

