

PHÁT TRIỂN TƯ BẢN TÀI CHÍNH VÀ CON ĐƯỜNG ĐI ĐẾN KHỦNG HOẢNG

Cao Xuân Dung¹

Tháng 10 là một tháng đặc biệt nguy hiểm trong việc đầu cơ chơi chứng khoán. Và một vài tháng khác cũng không kém rủi ro: tháng 7, tháng 1, tháng 9, tháng 4, tháng 11, tháng 5, tháng 3, tháng 6, tháng 12, tháng 8 và tháng 2.

Mark Twain

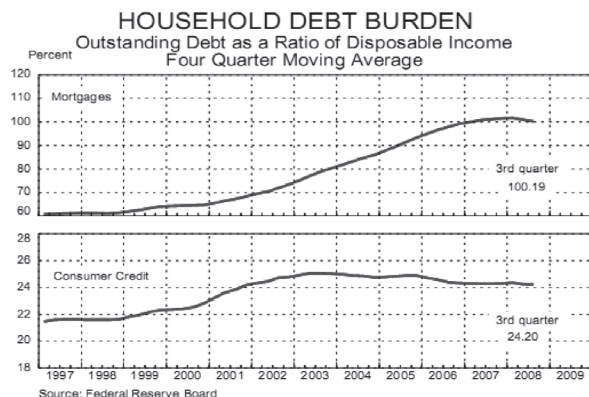
Với chủ ý tìm hiểu con đường nào đã đưa chúng ta đến tình trạng ngày hôm nay, lẽ ra bài viết này phải được mang tên « nguyên nhân cuộc khủng hoảng ». Tuy nhiên vì bất kỳ cuộc khủng hoảng nào cũng chứa yếu tố khơi nguồn, tức yếu tố chỉ mang tính chất bên ngoài, tác động khuấy nhiễu khi cơ hội đến, và yếu tố cội nguồn, tức mang tính thể chế và cơ cấu vận hành của một nền kinh tế, nên tác giả cố tình tập trung vào nguyên nhân sâu xa, bằng cách nhìn lại sự phát triển của hệ thống tư bản tài chính từ sau « ba mươi năm vàng son² » (*les trentes glorieuses*) tại các nước phát triển. Tuy nhiên phân biệt yếu tố « bên ngoài » và « bên trong » cốt chỉ để làm rõ hơn vấn đề. Trên thực tế, hai loại yếu tố này thường có một giai đoạn dài đi song hành và quện lấy nhau, bổ sung cho nhau nên khó nói đâu là chính đâu là phụ.

1. Chính sách lãi suất của Mỹ: yếu tố khơi nguồn cuộc khủng hoảng.

Xét về yếu tố bên ngoài, hầu hết các nhà kinh tế đều đồng ý rằng chính sách lãi suất mềm mỏng của Hoa Kỳ đã mở đường cho cuộc khủng hoảng. Dầu bị xem là yếu tố bên ngoài, tức mang tính nhất thời và cục bộ, chính sách lãi suất đã góp phần đáng kể trong việc hình thành cấu trúc kinh tế của Mỹ trong thời gian vừa qua. Từ năm 2002 đến 2004, lãi suất cơ bản trung bình của FED chỉ ở mức 2%/

năm, trong khi đó lạm phát trung bình, theo Financial Trend Forecaster³ trong năm 2002 là 1,59%, năm 2003 lên tới 2,27%, và 2,68% cho 2004. Điều đó có nghĩa rằng chính sách lãi suất Hoa Kỳ làm lãi suất thực âm, nó có tác dụng kích cầu một cách đáng kể, và dĩ nhiên là không khuyến khích tiết kiệm. Đây cũng chính là điểm đặc thù của nền kinh tế Mỹ: xứ sở của tiêu thụ, của những người dân là *khách hàng của thế giới*.

Nước Mỹ chiếm tỷ phần tiêu thụ cao nhất: 32% thế giới. Tuy nhiên, mức tiêu thụ cao ấy không xuất phát chính từ khả năng thu nhập thực sự mà từ một hệ thống tài chính và ngân hàng năng động, sẵn sàng cung cấp tiền cho khách hàng để họ tiêu xài⁴. Tỷ lệ nợ của người dân Mỹ tăng vọt từ giữa thập niên 1990, nếu gồm cả nợ nhà và nợ tiêu dùng, nó lên tới 115% thu nhập vào năm 2004. Con số này lên tới hơn 120% vào năm 2007 theo Federal Reserve Board.



¹ Đại Học Mở thành phố Hồ Chí Minh.

² Thập niên 50, 60, 70.

³ <http://inflationdata.com/Inflation/>

⁴ Trung bình mỗi người dân Mỹ có khoảng 10 thẻ tín dụng.

Hệ số GINI⁵ đo bất bình đẳng về phân phối thu nhập tại Mỹ cao nhất các nước phát triển (hơn 0.45 từ nhiều thập kỷ). Tuy nhiên, nếu nhìn chỉ số bất bình đẳng này được tính không phải trên thu nhập mà trên mức tiêu thụ thì Mỹ lại trở thành khá bình đẳng (GINI tiêu thụ khoảng 0.32). Điều đó có nghĩa là tín dụng đã đóng vai trò cân bằng lại xã hội⁶. Chỉ có điều, vấn đề ở đây là sự cân bằng phân phối ấy không đồng nghĩa với việc phân phối thật, tức chính phủ chia thu nhập lại sau khi thu thuế, cho người nghèo thêm tiền, mà ở đây hệ thống ngân hàng làm việc này thay cho chính phủ: họ cũng cho, nhưng không phải cho không, mà là cho mượn (*Daniel Cohen, 2009*). Sự cho mượn ấy được tính toán sao cho ngân hàng sinh lợi. Đó là nguyên tố nảy sinh tín dụng dưới chuẩn, tức cho những người không có khả năng trả nợ vay. George Soros (2008) gọi kiểu tín dụng này là « *ninja loan* », tức cho cả những người không công ăn việc làm, không thu nhập, không tài sản vay! Những người này có rủi ro cao là không trả được nợ, ngân hàng tự bảo vệ mình bằng cách cho họ vay với một lãi suất cao hơn, đó là cái giá phải trả cho rủi ro của những người có thu nhập thấp.

Như thế, duy trì lãi suất cơ bản thấp của FED trong một thời gian dài và chính sách thả lỏng tín dụng đã góp phần tạo ra bong bóng bất động sản. Đến khi FED phải tăng dần lãi suất cơ bản từ (1,59% năm 2002 đến hơn 5% vào 2006) để phù hợp với lạm phát đang tăng lên thì hàng loạt người dân Mỹ bắt đầu gặp khó khăn để trả nợ⁷, làm các ngân hàng cho vay dưới chuẩn khốn đốn vì không thu về được tiền đã cho vay. Cùng lúc ấy thị trường nhà đất (cầu) bắt đầu sụt giảm, kéo theo giá bất động sản giảm, và qua đó mức độ giàu có – giá trị tài sản, trong đó có bất động sản – của người dân Mỹ giảm sút.

Tăng lãi suất là yếu tố làm bùng nổ cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, với mức ảnh hưởng vào nền kinh tế thật sâu rộng như thế, vấn đề sẽ chỉ được hiểu một cách cục bộ nếu chúng ta không nhìn sâu vào tính chất của cả hệ thống kinh tế tài chính được xây dựng và phát triển ở các nước Tây Âu từ sau Đệ Nhị Thế Chiến.

2. Hệ thống tư bản tài chính sau thập niên 1980: nền tảng cuộc khủng hoảng (?)

Nền tư bản ngày nay được gọi là « hậu tư bản » (*post-capitalism*), hoặc « tư bản hậu hiện đại » (*post-modern capitalism*). Nó không giống với « tư bản hiện đại⁸ » (*modern capitalism*) phát triển từ thế kỷ thứ 19 và lên cao trào từ sau Đệ Nhị Thế Chiến đến thập niên 1980. Nền tư bản hậu hiện đại mà chúng ta đang sống có nét đặc thù riêng, chưa bao giờ được phát triển mạnh mẽ như thế trong xã hội loài người: áp lực lợi nhuận, áp lực ấy lan rộng với phong trào toàn cầu hóa, áp lực ấy càng được củng cố nhờ tiến bộ kỹ thuật. Nét đặc thù ấy đã phát huy thái độ xem thường rủi ro và « *nâng cấp* » nó để dần cấu trúc thành *rủi ro hệ thống*.

2.1. Áp lực lợi nhuận cao và nhanh chóng.

Tư bản hiện đại trước thập niên 1980 được thể hiện qua cách thức tổ chức công nghiệp quy mô lớn nhằm sản xuất đại trà và cũng *phân phối thu nhập đại trà*. Sự phát triển của mô hình này gắn liền với « *tăng trưởng xã hội hướng nội* » (*croissance social-démocrate autocentrée*), tức sự tăng trưởng dựa vào sức mạnh của tầng lớp công nhân, xem chính tầng

⁵ Hệ số Gini có thước đo từ 0 đến 1. Càng gần 1 thì bất bình đẳng càng cao và ngược lại.

⁶ Chính phủ Mỹ đã khuyến khích hai ngân hàng bất động sản khổng lồ là Fannie Mae và Freddie Mac mở rộng cửa cho người nghèo vay để mua nhà ("Link by Link: A brief history of modern finance", The Economist, 18/10/2008, www.economist.com)

⁷ Tín dụng nhà ở Mỹ có chiều dài đến 30 năm, thường với một phần lãi suất cố định và một phần lãi suất thay đổi, tức nếu lãi suất trên thị trường thấp thì người vay trả ít, lãi suất cao thì trả cao. Khoảng 2/3 tín dụng dưới chuẩn được cho vay bằng lãi biến đổi. Cứ khoảng 2 hoặc 3 năm ngân hàng tính toán lại số tiền nợ người vay phải trả theo lãi suất mới trên thị trường.

⁸ Từ « hiện đại » ở đây được dùng để phân biệt với mô hình tư bản của thế kỷ thứ 19.

lớp này là người tiêu thụ chính sản phẩm họ tạo ra trong các công ty lớn hiện đại (Pierre-Noel Giraud, 1996). Ford, Volkswagen là điển hình của mô hình « tư bản hiện đại » vào thời kỳ này. Chính sự thay đổi, hiện đại hóa phương thức sản xuất và tổ chức công nghiệp ấy đã làm nền tảng vững chắc cho sự phát triển kinh tế xã hội của các nước công nghiệp ngày nay. Hệ thống tư bản trước thập niên 1980 là « bàn tay hữu hình » (*visible hand*)⁹ theo cái nhìn của Alfred D. Chandler (1977). Hữu hình vì sức mạnh của nó thể hiện rất cụ thể qua phương thức sản xuất và tổ chức xí nghiệp làm điển hình cho toàn xã hội Tây phương lúc bấy giờ. Một cách xa rộng hơn, bàn tay hữu hình ấy còn có thể hiểu là một phương thức phát triển dựa trên sự ủng hộ, tức từ sự tham dự vào kinh tế của nhà nước (*provident State*) và tính năng động của kinh tế thị trường, thể hiện cụ thể qua sự tự do phát triển của các công ty tư nhân. Cũng chính vì thế mà mô hình kinh tế tư bản trước thập niên 1980 còn được gọi là *managerial capitalism*, hay *social capitalism*.

Một trong những điểm quan trọng khác biệt giữa hai nền tư bản có thể nằm ở nguồn gốc sức mạnh của nó. Tính năng động của tư bản hiện đại theo phân tích của Chandler dựa trên sức mạnh của sáng chế chứ không trên hoàn toàn tìm kiếm lợi nhuận (Peter Temin, 1978). Trong khi đó tư bản hậu hiện đại thể hiện bản chất đặt lợi nhuận trên mọi giá trị. Ở đây chúng ta có thể thấy sự ảnh hưởng của các mô hình kinh tế tân cổ điển (*neoclassic*), bắt đầu qua môn học kinh tế vi mô được giảng dạy ngay năm thứ nhất ở đại học. Mục đích *tối đa hóa lợi nhuận* đã trở thành nền tảng tư duy kinh tế của thể hệ « manager » hiện đại. Lợi nhuận trở thành một giá trị độc lập với mọi quan hệ xã hội đến nỗi một câu tuyên bố như « *Greed is good* »¹⁰, tham lam là tốt, không gây trái tai cho mọi người nữa. Qua đó mà tư bản hậu hiện đại thể hiện sự tách rời giữa hai « bán

cầu » (sphere): *bán cầu tài chính* và *bán cầu kinh tế thật*, tức kinh tế sản xuất ra hàng hóa tiêu dùng.

Điểm tách rời thứ nhất phải nói đến tốc độ sinh lợi. Lĩnh vực tài chính cho phép tìm kiếm lợi nhuận cao và nhanh chóng (tốc độ lên đến hàng tháng, hàng tuần, hàng ngày). Tốc độ này gây áp lực nặng nề trên các công ty sản xuất có mặt trên thị trường chứng khoán. Trong khi đó bên sản xuất, một chương trình đầu tư phải chờ vài năm mới bắt đầu mang đến lợi nhuận. Kết quả là, về phía doanh nghiệp, các công ty cổ phần không còn tha thiết đến việc phải đầu tư sản xuất, chăm chút chất lượng hàng hóa và đời sống công nhân như thời tư bản hiện đại trước thập niên 1980 nữa. Còn về phía ngân hàng, họ cũng tìm những dự án mang đến lợi nhuận nhanh, tức những « dự án tài chính » để cho vay. Trong bảng cân đối tài chính của các ngân hàng Mỹ, chỉ 35% tỷ lệ tín dụng là hướng về doanh nghiệp và người tiêu thụ, 65% còn lại là tín dụng dùng cho việc mua bán chứng khoán (Michel Aglietta, 2008). Tư bản hậu hiện đại ngày nay là một nền tư bản không đầu tư cho tương lai, với những nhà tư bản không biết làm gì hữu dụng với hàng ngàn tỷ đồng lợi nhuận của mình (Patrick Artus và Marie-Paule Virard, 2007).

Điểm tách rời thứ hai, từ kết quả của sự khác biệt tốc độ sinh lợi nhuận vừa kể trên, là sự chênh lệch « quá đáng » về thu nhập giữa hai khu vực này. Nhân viên giao dịch trên sàn chứng khoán (trader) kiếm được trung bình 50 000 USD một tháng, nhiều người có được mức 130 000 USD một tháng. Mức thu nhập khổng lồ ấy, cũng như số tiền họ có thể sinh lợi được cho công ty của mình lên tới hơn 100 triệu USD một ngày, cho họ cái tên « golden boy ». Chỉ là thực tập sinh năm cuối cùng tại « the City », trung tâm tài chính của Luân Đôn cũng lãnh hơn 13000 USD/tháng, tức còn hơn một senior economist ở Ngân Hàng Thế giới

⁹ Đi ngược với bàn tay vô hình (*invisible hand*), được Adam Smith đưa ra đầu tiên, và được trào lưu neoclassical phát triển để giải thích hiệu quả của thị trường tự do.

¹⁰ Lời phát biểu của Gordon Gekko, một nhân vật trong phim "Wall Street" của Mỹ, được ra mắt năm 1987.

và IMF (khoảng 10.000 USD/tháng). Trong khi đó, người lao động trong các xí nghiệp, nhà máy sản xuất ra hàng hóa chỉ kiếm được mức lương trung bình chưa tới 1500 USD/tháng phải vật lộn với lạm phát. Một giáo sư đại học tại Mỹ và các trường tư ở châu Âu chỉ lãnh khoảng 7000 USD/tháng sau một thời gian dài làm việc, còn một phó giáo sư vừa mới ra trường ở Pháp khoảng 2200 USD/tháng, sau 10 năm trong nghề mới lên tới mức khoảng 3100 USD/tháng. Đó là chưa kể thu nhập ở cấp bậc quản lý trong lĩnh vực ngân hàng, lên đến cả triệu euros một tháng. Mức độ thu nhập quá cao ấy là một yếu tố làm giới tài chính chỉ tập trung vào mỗi lo lợi nhuận (họ được trả tiền để làm điều đó), hăng say với rủi ro, đến độ bình thường hóa nó, và dần tách rời với nền kinh tế thật.

Không lý thuyết kinh tế nào thanh minh được sự khác biệt khổng lồ về thu nhập này. Vì nếu dựa trên công suất (productivity), thì làm sao chứng minh được một giám đốc công ty đa quốc gia, lương gấp 200 lần người lao động, làm việc với công sức gấp 200 lần họ? Còn nếu dựa trên trách nhiệm, thì làm sao giải thích được một công ty đầu tư không căn cơ, thua lỗ, mà các giám đốc vẫn có mức thu nhập khổng lồ. Đó là trường hợp Enron¹¹, Dexia, Valeo... và một danh sách dài nhiều công ty đa quốc gia có cổ phần chứng khoán. Sự tham lam (*greed*) là đặc thù của hệ thống kinh tế hậu tư bản (Daniel COHEN, 2008; Michel AGLIETTA, 2008), nó thúc đẩy hệ thống này vừa giàu có vừa bất ổn, bất ổn đến độ «*tự hủy diệt*» như ngày nay (Patrik ARTUS và Marie-Paule VIRARD, 2007).

2.2. Một thị trường tài chính được thả lỏng và mở cửa với phong trào toàn cầu hóa.

Cạnh tranh và chạy đua theo lợi nhuận để đáp ứng sự đòi hỏi mức lợi nhuận rất cao của các cổ đông (15% trên vốn bỏ ra¹²) đã trở thành mục tiêu tối hậu của các ngân hàng và quỹ đầu tư. Mục đích này sẽ khó thực hiện nếu không có chính sách nới lỏng kiểm soát (*deregulation*), bắt nguồn tại Anh, Mỹ từ thập niên 1980, và mở cửa cạnh tranh giữa các ngân hàng cùng với phong trào toàn cầu hóa vào thập niên 1980. Sự biến động này đã dần cấu trúc nên hai nét đặc thù của hệ thống ngân hàng trên các nước phát triển của ngày hôm nay: tập trung để lớn mạnh và đa dạng hóa các sản phẩm tài chính.

➤ Tập trung thành những ngân hàng lớn. Hiện tượng này bắt đầu từ đầu thập niên 1990. Tại Nhật, chính phủ tái cấp vốn (*recapitalization*) cho các ngân hàng bị khó khăn từ khủng hoảng bất động sản năm 1991. Bù lại đó Nhật bắt họ phải tập hợp lại. Tại Mỹ, chính quyền bỏ các luật hạn chế hoạt động ngân hàng giữa các tiểu bang vào năm 1994, kể đến bỏ Glass-Steagall Act¹³ vào năm 1999, ở cuối nhiệm kỳ của Bill Clinton, bật đèn xanh cho một cuộc mua bán sát nhập (*merger – acquisition*) giữa các ngân hàng. Sự tập trung này lên cao trào từ 1998 đến 2000¹⁴. Điển hình là Citicorps hợp với Travelers để sinh ra Citigroup với tổng số tài sản lên tới 700 tỷ USD, lớn nhất thế giới. Cùng năm, BNP mua lại PariBas để thành lập ngân hàng lớn

¹¹ Một tập đoàn năng lượng của Mỹ, tuyên bố phá sản tháng 12/2001. Enron là trường hợp gây chấn động dư luận, nổi tiếng với khả năng quản lý ranh ma, lừa đảo để tối đa hóa lợi nhuận.

¹² Rất cao so với các sản phẩm truyền thống, tức các công tiết kiệm. Có nhiều loại công tiết kiệm khác nhau, ở châu Âu, mức lãi tiết kiệm trung bình chỉ khoảng 3%/năm, sự chênh lệch giữa các công tiết kiệm khác nhau không đáng kể, chỉ khoảng 1%/năm.

¹³ Sau cuộc Đại suy thoái xảy ra ở Mỹ năm 1929, thượng nghị sĩ Carter Glass đã cho rằng chính vì ngân hàng thương mại tham gia vào các hoạt động đầu tư chứng khoán đầy rủi ro nên đã góp phần làm cho hệ thống tài chính sụp đổ nhanh chóng. Từ đó luật Glass-Steagall ra đời năm 1933 nhằm tách biệt hoạt động giữa ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư. Tuy nhiên, vào thập niên 1990s, các nhà vận động hành lang đã vận động chính phủ bãi bỏ đạo luật này và cho phép các ngân hàng thương mại tham gia đầu tư rủi ro.

¹⁴ Số lượng ngân hàng thương mại tại Mỹ có khoảng 14500 vào giữa thập niên 1980, giảm xuống còn 7630 năm 2004 (Tregena, 2006). Ngoài ra xem thêm (Tregena, 2006) và Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt & Ross Levin (2003) về phương pháp đo lường mức độ tập trung ngân hàng.

nhất nước Pháp BNP-PariBas. Năm 2000, HSBC mua Credit commercial de France (Gregory Lecomte, 2008), v.v...

Lợi hại của hệ thống ngân hàng tập trung/phi tập trung đã từng là chủ đề tranh cãi trong giới học giả. Trước khi khủng hoảng xảy ra, ý tưởng dẫn đầu trong các chuyên gia kinh tế thiên về khuynh hướng ủng hộ tập trung. Một trong những nghiên cứu hàn lâm sử dụng cơ sở dữ liệu cấp quốc gia (*cross-country database*) được Ngân Hàng Thế Giới mang ra dẫn chứng là của Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt và Ross Levin (2003), giới thiệu rộng rãi trong các hội nghị, hội thảo từ 2002 – 2005. Nhóm tác giả này kết luận rằng khủng hoảng ít có nguy cơ xảy ra ở những nước có hệ thống ngân hàng tập trung, ít bị luật lệ áp đặt về phương diện cạnh tranh và được chính phủ ủng hộ quyền sở hữu cá nhân. Kết luận này chính thống hóa việc thành lập các tập đoàn ngân hàng khổng lồ ở các nước phát triển. Trên thực tế, đây là kết quả tất yếu của sự mở cửa thị trường ngân hàng trong nước ra quốc tế, nó khuyến khích sự cạnh tranh khốc liệt giữa các ngân hàng, đặt họ vào một cuộc đua tìm kiếm lợi nhuận. Trở thành một công ty hay tập đoàn lớn không những là phương pháp để các ngân hàng tiết kiệm nhờ quy mô (*economies of scale*) và còn là cách gây ảnh hưởng và rộng tay hoạt động trên thị trường, nhờ sức mạnh của «*too big to fail*»¹⁵. Chính sách này đã gây tranh cãi không ít, vì nó gây ra thái độ không lành mạnh là tâm lý y lại (*moral hazard*): biết chính phủ sẽ phải ra tay cứu, ngân hàng càng dễ dấn sâu vào các hoạt động rủi ro, đôi khi phi đạo đức.

➤ Đa dạng hóa hoạt động. Sự tập trung lớn mạnh ấy là điều kiện không thể thiếu để ngân hàng đa dạng hóa hoạt động của mình. Ngân hàng ngày nay trở thành đa năng, vừa giữ chức năng truyền thống (giữ tiền tiết kiệm người dân, cho vay),

vừa phát triển mạnh mẽ các hoạt động liên quan như quản lý các sản phẩm tài chính, tư vấn thị trường chứng khoán, bán các sản phẩm bảo hiểm (hiện tượng “*bancassurance*”). Từ 20 năm nay, ngành ngân hàng đã thay đổi sâu rộng hoạt động của mình. Nếu như ngày xưa, hoạt động giữ tiền tiết kiệm và dùng tiền tiết kiệm cho vay để lấy lãi, tức hoạt động môi giới tài chính (*intermediation*), là hoạt động chính của ngân hàng, thì ngày nay hoạt động ấy không còn là quan trọng nhất nữa, mà thay vào đó là sự phát triển của hiện tượng phi môi giới tài chính (*désintermediation*). Nói cách khác, ngày xưa khi doanh nghiệp cần tiền để phát triển hoạt động sản xuất, họ chạy đến ngân hàng làm hồ sơ xin vay. Ngày nay họ có thể «chạy đến» thị trường tài chính để có được số tiền cần thiết một cách trực tiếp, không nhất thiết phải vay mượn như kiểu cũ. Như thế, ngoài việc cho vay trực tiếp, ngân hàng còn là “môi giới” quan trọng để giúp nhà đầu tư kiếm được vốn qua việc mua bán trên thị trường tài chính.

2.3. Phát triển kỹ thuật và phức tạp hóa sản phẩm.

Đa dạng hóa hoạt động để tối đa hóa lợi nhuận dẫn đến sự tìm kiếm các sản phẩm mới sinh lợi nhiều hơn, nhanh hơn. Các sản phẩm ấy ngày càng phức tạp hơn. Sự phức tạp này không thể đạt được như ngày nay nếu không có phát triển kỹ thuật và áp dụng các mô hình toán học tinh vi. Cụ thể hơn, nó tạo ra một hệ thống tài chính phức tạp và một thị trường tài chính hợp nhất (*integrated*)

➤ Một hệ thống tài chính năng động, vô cùng phức tạp ...
Áp lực tìm kiếm lợi nhuận nhanh chóng trên một thị trường rủi ro tạo ra một thế giới thị

¹⁵ Thuật ngữ này mang nghĩa là một khi ngân hàng đã quá lớn, nguy cơ phá sản của nó sẽ gần như không xảy ra vì chính phủ sẽ phải ra tay cứu. Vì nếu để một ngân hàng tầm cỡ phá sản, nó sẽ gây ảnh hưởng rất lớn đến cả hệ thống ngân hàng và nguy cơ kéo theo cả nền kinh tế thật (sản xuất) suy thoái.

Chứng khoán hóa – “Securitisation”

Thuật ngữ này chưa được chính thức dịch sang tiếng Việt, nhiều tác giả tạm dịch là “chứng khoán hóa”. Nguyên tắc căn bản của nó là biến các chứng từ tài sản (nằm bên asset của bảng cân đối tài khoản, tức sử dụng nguồn vốn của ngân hàng) thành các sản phẩm có thể mang ra bán trên thị trường chứng khoán. Theo kỹ thuật này, bất cứ chứng từ tài sản nào cũng có thể “chứng khoán hóa” được, từ chứng từ tín dụng truyền thống, tín dụng bất động sản, tín dụng thương mại, v.v. Nhìn chung có hai phương pháp chính để chứng khoán hóa: Covered Bonds và ABS (Asset Backed Securities). Covered Bonds là phương pháp đơn giản nhất: ngân hàng phát hành trái phiếu nợ từ tổng hợp một loạt các chứng từ tài sản, mang ra bán trên thị trường chứng khoán. Các chứng từ tài sản này vẫn nằm trong bảng cân đối tài khoản của ngân hàng, dùng để bảo đảm cho việc phát hành trái phiếu. Trong khi đó ABS phức tạp và tốn kém hơn. Tùy theo loại tài sản mà ABS có tên cụ thể: CDO (Collateralized Debt Obligation), MBC (Mortgage Backed Securities), v.v... Với phương pháp ABS, ngân hàng chuyển nhượng các chứng từ tài sản qua những công ty chuyên nghiệp gọi tắt là SPV (Special Purpose Vehicle); các SPV này lập chứng khoán, rao bán lại để tài trợ cho việc mua chứng từ tài sản từ ngân hàng (ABS là hoạt động tài chính nằm ngoài bảng cân đối tài sản của ngân hàng). Chứng khoán hóa nhằm vào hai mục tiêu chính:

1. Giúp các ngân hàng tăng thêm khả năng thanh khoản, và theo đó khả năng cho vay mới. Tiêu chuẩn quốc tế yêu cầu ngân hàng phải tôn trọng tỷ lệ vốn/tài sản rủi ro $\geq 8\%$ (xem chi tiết Cooke ratio (Basel I) và McDonough ratio (Basel II)). Để thực hiện được tỷ trọng này, ngân hàng có hai cách: hoặc tăng từ số hoặc giảm mẫu số. Tăng từ số (vốn) là việc làm khá tế nhị, trong khi đó quản lý rủi ro (giảm mẫu số) được áp dụng khá rộng rãi nhờ các kỹ thuật tài chính. Khi ngân hàng chuyển nhượng chứng khoán hóa các chứng từ tài sản, họ nhận lại tiền mặt hoặc chứng từ có thể dễ dàng nhanh chóng đổi thành tiền mặt, qua đó làm giảm phần tài sản rủi ro.
2. Phân tán rủi ro (ABS): Các trái phiếu nợ mới được đánh giá và cho điểm rủi ro. Chúng phân tán (bán đi) khắp các thị trường tài chính. Nói cách khác, chúng ta đi từ một mô hình cũ là ngân hàng ôm rủi ro với những khoản tín dụng không chắc chắn (kém chất lượng) qua một mô hình mới là ngân hàng chuyển các rủi ro ấy cho nhà đầu tư trên thị trường tài chính.

Năm 2006, các ngân hàng châu Âu phát hành 459 tỷ euros cho ABS, 478 tỷ euros cho covered bonds. Lượng ABS ở Mỹ lên đến 1200 tỷ USD cùng năm.

thường tài chính đa dạng về sản phẩm. Từ các sản phẩm cơ bản là cổ phiếu, trái phiếu, đến các sản phẩm phái sinh, thị trường tài chính luôn năng động nhờ một đội ngũ « financial genius » được đào tạo từ căn bản toán học, có khả năng sử dụng các mô hình tinh vi để chế ra các sản phẩm cực kỳ phức tạp. Về mặt kỹ thuật, một trong những kỹ thuật cho phép « chế » ra các sản phẩm phức tạp ấy là *chứng khoán hóa* (securitisation). Kỹ thuật tài chính này phát triển trong hệ thống ngân hàng ở Mỹ từ thập niên 1970, nó được xem là nòng cốt của cuộc khủng hoảng 2007-2008 ngày nay.

Trong các trái phiếu nợ mới từ chứng khoán hóa đó có cả tín dụng dưới chuẩn, và cả các hợp đồng hoán chuyển rủi ro vỡ nợ - Credit Default Swap (CDS)¹⁶. Các sản phẩm mới này không những cản trở sự đánh giá rõ ràng tình trạng thực của các con nợ, mà nó còn mang lại ảo tưởng là thị trường tăng thêm khả năng thanh khoản (TIMBEAU, 2008). Vì thực ra, các trái phiếu này – trước khi xét đến khả năng chuyển đổi ra tiền mặt một cách nhanh chóng hay không – còn phải quan tâm đến khả năng chúng có thể bán được hay không. Vì thế, để cho hệ thống « chạy tốt », ngân hàng buộc phải cho các nhà đầu tư (trong đó có các

¹⁶ Một sản phẩm phái sinh hiện đang được xem là phần chìm khổng lồ của tảng băng hệ thống tài chính. Tổng giá trị của CDS lên đến 62 ngàn tỷ USD trong năm 2008 theo International Swap and Derivatives Association – ISDA. Hiện nay hoạt động của thị trường này không nằm dưới sự kiểm soát của các cơ quan chức năng, nên không ai có thể vẽ ra một bức tranh chính xác về thị trường này, và cũng không ai có một ước lượng chính xác về số tiền rủi ro chuyển nhượng trên thị trường.

quỹ đầu cơ) vay, để họ có tiền mua các trái phiếu nợ của mình. Vậy chính kỹ thuật chứng khoán này đã đưa ngân hàng ngày càng lâm sâu với cái bẫy của chính mình. Còn về vấn đề rủi ro, trên thực tế rủi ro cá nhân hoặc rủi ro « đặc thù » (idiosyncratic, hoặc firm-specific, hoặc non-systemic risks) thì được giảm thiểu thông qua việc đa dạng hóa danh mục đầu tư (portfolio diversification) và phát triển các hợp đồng CDS. Tuy nhiên rủi ro hệ thống (systemic risks) thì không thể loại bỏ được: các rủi ro đặc thù được chia nhỏ từ từng ngân hàng, nhưng sự phân tán của nó cho các ngân hàng và tổ chức tài chính khác đã biến những rủi ro đặc thù ấy thành rủi ro hệ thống. Thí dụ điển hình là chứng khoán hóa các hợp đồng hoán chuyển rủi ro vỡ nợ tín dụng (Credit Default Swaps): ngân hàng bán CDS cho nhà (tổ chức) đầu tư, sau đó lại để tự bảo vệ mình khỏi rủi ro, họ lại mua CDS của một ngân hàng khác. Và sự mua bán đó cứ tiếp tục từ ngân hàng này sang ngân hàng khác, tạo thành một vòng xoáy rủi ro.

Chứng khoán hóa góp phần lớn làm cho thị trường tài chính phức tạp, rối rắm đến mức ngay cả ngân hàng cũng không hiểu hết sản phẩm mà họ đang mua bán! Vụ lừa đảo số tiền khổng lồ trên dưới 50 tỷ USD của Bernard Madoff là bằng chứng phơi bày rõ nét nhất tính không minh bạch của thị trường tài chính.

Sự rối rắm của hệ thống tài chính còn được thể hiện qua những quan hệ chéo giữa các ngân hàng, các quỹ đầu tư, đầu cơ, và các tổ chức chấm điểm, đánh giá rủi ro (*rating agency*). Các công ty đánh giá rủi ro bị chỉ trích mạnh mẽ trong việc góp phần làm cho hệ thống trở nên không trong sạch (Norbert GAILLARD, 2008). Khả năng của một cơ quan trong việc đánh giá rủi ro các công ty cũng như các hình thức hoạt động kinh tế, các sản phẩm tài chính rất cần thiết để một nền kinh tế thị trường hoạt động tốt. Nhu cầu này không mới, nó đã xuất hiện từ năm 1909 với sự ra đời của công ty Moody's, công ty đầu tiên đánh giá các doanh nghiệp Mỹ, sau

đó đến Standard Statistics, Poor's, Fitch năm 1910. Hoạt động « đánh giá (*rating*) » phát triển đa dạng hơn sau đó. Năm 1918 Moody's khởi xướng « đánh giá rủi ro quốc gia ». Thập niên 1920, nhu cầu đánh giá càng mở rộng với sự tăng trưởng nhanh của thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu nợ. Đỉnh cao của sự đa dạng hóa đánh giá có lẽ là vào đầu thập niên 1980: lúc này, tất cả gần như đều qua đánh giá, từ nợ quốc gia (*dette souveraine*), nợ cấp vùng, cấp tỉnh, cấp thành phố của một nước (*sub-souverain*) v.v..., trái phiếu ngân hàng, công ty, các sản phẩm chứng khoán hóa, v.v... Mặc dầu hoạt động đánh giá phát triển nhiều và đa dạng và phong phú, đánh giá rủi ro là một thị trường khép kín, chỉ có ba công ty, giữ thiểu số độc quyền trong lĩnh vực này tại Mỹ là Moody's, Standard & Poor's và Fitch.

Các công ty đánh giá ảnh hưởng rất lớn đến thị trường tài chính. Ảnh hưởng đầu tiên được nhìn thấy tất yếu qua « nguyên tắc thận trọng » mà hầu hết các nhà đầu tư cần phải có. Điều này phản ánh ngay qua điểm mà họ chấm cho công ty, cho sản phẩm tài chính, v.v... Sau cuộc khủng hoảng 1929, các nhà đầu tư (ngân hàng, cá nhân) tài chính bán đổ bán tháo các chứng từ đầu tư bị chấm điểm kém, tức có rủi ro cao. Loại ảnh hưởng này có thể gọi là khách quan. Ảnh hưởng thứ hai, là một ảnh hưởng có chủ ý, và chính nó làm cho thị trường tài chính rối rắm. Sự ảnh hưởng có chủ ý này thể hiện qua hai kênh: 1. Các công ty đánh giá này không những chỉ làm công tác đánh giá, mà còn cho « lời khuyên » trong việc tạo ra các sản phẩm tài chính mới, để rồi chính họ lại đánh giá các sản phẩm mới ấy! (TIMBEAU, 2008). Và 2. Nguồn thu nhập của các công ty đánh giá hiện nay đến chủ yếu từ các công ty, các nhà phát hành ra sản phẩm. Các nhà phát hành này trả tiền cho các công ty chấm điểm để hy vọng được điểm cao (GAILLARD, 2008). Sự phức tạp của sản phẩm, của mối quan hệ chằng chéo đã mang lại cho thị trường tài chính một thứ *logic giả*, một “paralogism” nói theo LORDON (2001).

➤ ... và ngày càng « hợp nhất »

Tiến bộ kỹ thuật làm giảm chi phí giao dịch: huê hồng gần như biến mất vì số lượng nhà đầu tư tiếp cận trực tiếp với thị trường tài chính qua internet ngày càng đông (84% công ty ở châu Âu, 80% tại Brazil, 10% tại Thái Lan). Các nhà mua bán (trader) sử dụng phương tiện thông tin hiện đại nhất, văn phòng của họ trang bị hàng chục loại máy móc, màn hình (stations SUN, màn hình Reuters, v.v...) có chức năng chuyển tải tức thời mọi thông tin về giá cả đang thương lượng tại các thị trường khác. Chẳng những thế, khoa học kỹ thuật còn phát minh ra những phần mềm có khả năng tự chế ra các sản phẩm tài chính mới, tự dự đoán lượng giao dịch tài chính tương lai, tự quản lý chúng. Nhờ các phần mềm trên mà các cá nhân và công ty đầu tư « on line » phát triển mạnh mẽ hoạt động tài chính của mình (GRARDEL, 2008).

Sự tiến bộ này làm cho các thị trường tài chính « gần gũi » nhau. Sự gần gũi này được đo lường bằng chỉ số quan hệ hữu tương (*correlation coefficient*) về giá trị lợi nhuận trên các sản chứng khoán của các nước khác nhau. Lợi nhuận có được trên thị trường Anh, Pháp, Đức, v.v. có khuynh hướng biến thiên cùng chiều. Nếu như vào thập niên 1970, lợi nhuận trên thị trường chứng khoán giữa Pháp, Anh, Mỹ gần nhau chưa tới 50%, thì ngày nay nó lên đến 80%, chỉ số giữa Pháp và Đức còn xa hơn vì mối quan hệ đặc biệt giữa hai nước, nó lên đến gần 95%. Điều này có nghĩa rằng khi chứng khoán ở Luân Đôn đang lên cao, chứng khoán tại Paris cũng không kém phần hấp dẫn, và chiều ngược lại cũng thế. Mối quan hệ hữu tương này thể hiện tác động dây chuyền giữa các thị trường lớn trên thế giới. Các nhà phân tích hiện nay đều đồng ý, mối quan hệ này không phải chỉ mới xuất hiện gần đây khi có sự tiến bộ đến chóng mặt của khoa học thông tin, mà nó đã nhen nhúm từ cuối thế

kỷ thứ 19 ; tuy nhiên cái khác biệt của cuộc khủng hoảng hiện nay là vận tốc và mức độ lan rộng của nó. Khi tháng 10, 11/1929, chỉ số Wall Street giảm đến 40%, Paris chỉ giao động nhẹ khoảng 4%. Phải chờ đến 6 tháng sau nước Pháp mới bắt đầu đi vào suy thoái. Đến 1987, khi chỉ số Dow Jones sụt hơn 20% vào ngày 19/10, tất cả các thị trường lớn trên thế giới đều phản ứng cùng ngày: Pháp, Canada mất giá gần 20%, Anh gần 25%, Úc gần 40%! (CAPELLE-BLANCARD và COUPPEY-SOUBEYRAN, 2008; GRARDEL, 2008) Sự phản ứng không những dây chuyền mà còn gần như tức khắc.

Sự phản ứng dây chuyền này làm cho người ta nói nhiều đến tâm lý bầy đàn, tức hành vi làm theo một cách mù quáng trong hiệu ứng Panurge (Panurge effect)¹⁷, hay hiệu ứng truyền nhiễm (*contagion effect*), nó khiến các nhà đầu cơ, đầu tư bán đồ bán tháo các sản phẩm tài chính khi nó xuống giá, làm thúc đẩy nhanh hơn và sâu hơn cuộc khủng hoảng. Mặc dù tâm lý bầy đàn là yếu tố quan trọng gây hoảng loạn trên thị trường tài chính, nó vẫn có thể sớm được ngăn chặn nếu thị trường thật sự có nền tảng cơ bản vững chắc. Trong cuộc khủng hoảng hiện nay, tâm lý bầy đàn có lẽ cũng chỉ là yếu tố bên ngoài; trên thực tế sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các thị trường mới là hiệu ứng chính. Sự phụ thuộc lẫn nhau này đến từ phát triển kỹ thuật và nghiệp vụ tài chính ngân hàng. Ngoài việc các nước ảnh hưởng lẫn nhau trong nền kinh tế thật, qua xuất nhập khẩu, qua đầu tư trực tiếp sản xuất, thị trường tài chính còn là nơi các công ty, ngân hàng, quỹ đầu cơ phụ thuộc nhau: khi tất cả cùng sử dụng kỹ thuật chứng khoán hóa thì rủi ro được tạo thành từ một đám mây mù lan tỏa, vì ngân hàng đầu tư A bán trái phiếu nợ cho ngân hàng đầu tư B, và ngân hàng B lại chứng khoán hóa, bán cho ngân hàng C, D cùng các công ty đầu tư khác, v.v.

¹⁷ Theo chuyện Pantagruel của Rabelais viết vào giữa thế kỷ thứ 16: Panurge ném một con cừu xuống biển. Thế là cả bầy cừu cũng kêu la giống như con cừu kia và cùng theo nó nhảy xuống biển, không có cách nào ngăn chặn được.

* * *

Nhìn lại con đường phát triển của hệ thống tư bản tài chính cũng là nhìn lại một góc mô hình phát triển của các nước công nghiệp từ đầu thập niên 1980. Nó cho thấy cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay không chỉ đơn thuần là cuộc khủng hoảng tài chính đến từ nợ dưới chuẩn mà là một *khủng hoảng mô hình tăng trưởng và phát triển* kinh tế xã hội *neo-classical* nói chung. Cuộc khủng hoảng này hơn bao giờ hết đã đặt lại vấn đề kinh tế thị trường, khẳng định lại ý tưởng thị trường hoàn hảo (*perfect market*) – một nơi hoàn toàn tự do, có thông tin đầy đủ – chỉ là một ảo tưởng. Sự thả lỏng của chính phủ, kèm với sức mạnh quyền lực của các tập đoàn tài chính đã làm cho hoạt động tài chính thoát khỏi vòng kiểm soát của các cơ quan chức năng và xã hội. Hiệp ước Basel đã là sự tiến bộ đáng kể trong việc cố gắng quản lý các hoạt động mang tính rủi ro của các ngân hàng. Tuy nhiên tiêu chuẩn và luật lệ đưa ra thường chậm chạp so với mức tiến bộ kỹ thuật tài chính. Trong lĩnh vực này các chuyên gia phải công nhận: hễ có luật mới đưa ra để gò ép ngân hàng vào quy định là các nhà tài chính lại cũng có chiến thuật mới để thoát khỏi vòng quản lý. Và cuộc khủng hoảng đương thời cho thấy chiến thuật của họ đã thành công trong việc *tự chế tự cường, tự điều tiết một mình*.

Từ khi cuộc khủng hoảng xảy ra, nhiều tiếng nói đặt lại vấn đề phẩm chất cơ bản của hệ thống tư bản ngày nay. Nhiều trung tâm nghiên cứu, tổ chức phi chính phủ lớn trên thế

giới còn nghĩ đến kịch bản sụp đổ hệ thống xã hội này. Tuy nhiên hệ thống nào để thay thế nó thì rất khó có ý tưởng nào “ngghiêm chỉnh”. Trên thực tế bộ mặt của bất kỳ một hệ thống kinh tế xã hội nào cũng là một tiến trình dài xây dựng, và thường được xây dựng từ sự đổ nát hoặc già nua của mô hình trước. Cũng vậy, mặc dù cuộc khủng hoảng 2007 – 2008 là kết quả của đoạn đường dài « laissez-faire », tự do hóa và toàn cầu hóa thị trường tài chính, nó đã là khuynh hướng gần như bắt buộc ở thời kỳ đầu trong việc thay thế mô hình già cỗi “*xã hội dân chủ hướng nội*”, khi mô hình này đã đến đỉnh cao, đưa xã hội vào phát triển, lập trật tự ổn định, rồi đi đến trì trệ sau đó. Các tiếng nói cẩn thận hơn không đặt ra vấn đề sụp đổ hệ thống mà chỉ biểu lộ sự cần thiết thành lập một thể chế điều tiết tài chính hữu hiệu, một « financial governance » ở cấp quốc gia cũng như quốc tế để quản lý và giám sát các hoạt động ngân hàng. Về phía ngân hàng, tháng 1/2008 Institute of International Finance vừa thông báo “*quy định về đạo đức nghề nghiệp*” (*code of conduct*) mới nhằm giảm thiểu rủi ro hoạt động ngân hàng. Nhưng chúng ta cũng không quên: các quy định đạo đức nghề nghiệp không phải lần đầu tiên mới xuất hiện, nó là một hình thức tự giám sát đạo đức tồn tại từ bao đời nay, nên nếu có thêm quy định mới cũng không mấy ai tin tưởng mức hiệu quả lâu dài. Tuy nhiên, dù sao đi nữa việc thiết lập trở lại một hệ thống kiểm soát và quản lý hoạt động lĩnh vực này vẫn là một trong những cách làm khả thi trước mắt.

Tài liệu tham khảo

- AGLIETTA, Michel, 2008, *Mondialisation et crises financières*, hội thảo được tổ chức bởi Les Dossier de la mondialisation, n#10, Paris ngày 08/4.
- ARTUS, Patrik et VIRARD, Marie-Paule, 2007, « *Le capitalisme est en train de s'autodétruire* », Nhà xuất bản La Découverte.
- BECK, Thorsten, DEMIRGUC-KUNT, Asli and LEVINE, Ross, 2003, *Bank Concentration and Crises*, World Bank Policy Research Paper No. 3041. August Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=432081>.
- CAPELLE-BLANCARD, Gunther & COUPPEY-SOUBEYRAN, Jézabel (2008), “*L'intégration des marchés*”, Questions internationales n#34, Novembre – Decembre.
- CHANDLER, Alfred D., (1977), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge: Belknap Press of Havard University Press.
- COHEN, Daniel, 2008, *Crise : le proces d'une perversion du capitalisme*, Le Monde ngày 17/10.
- FAULKNER – MacDonagh and MUHLEISEN, 2004, *Are U.S Households Living Beyond Their Means?*, Finance & Development, March.
- GAILLARD, Nobert, 2008, *Les agences de notation au cœur du système financier ... et des critiques*, Questions internationales n#34, Novembre – Decembre, trang 32 – 34.
- GIRAUD, Pierre-Noel, 1996, *L'inégalité du monde - Economie du monde contemporain*, Folio - Actuel, Paris, Editions Gallimard.
- GRARDEL, Alice, 2008, *Le rôle des nouvelles technologies dans la mondialisation financière*, Questions internationales n#34, Novembre – Decembre.
- LECOMTE, Gregory, 2008, *Les transformations du secteur bancaire*, Questions internationales n#34, Novembre – Decembre, trang 29 – 30.
- LORDON, Frederic (2001), *Finance internationale: les illusions de la transparence*, tạp chí Critique internationale, số 10, tháng 1, Paris, trang 6-11.
- PASTRÉ, Olivier (2008), *La crise des subprimes et ses consequences*, tạp chí La Documentation française, số 34, tháng 11 – 12, Paris, trang 23-34.
- SOROS, George, 2008, *The New Paradigm for financial markets. The credit crisis of 2008 and what it means*, Ed. Public Affairs.
- TEMIN, Peter, 1978, *Chandler's Invisible Hand*, the Bell Journal of Economics, vol.9, n#1, pp. 297 – 303.
- TIMBEAU, Xavier, et al. 2008, *Les promesses de l'ombre – Scénarios 2008 – 2009 pour l'économie mondiale*, Revue de l'OFCE, Octobre.
- TREGENNA, Fiona, 2006, *An Empirical Investigation of the Effects of Concentration on Profitability Among US Banks*, MPRA paper n#13731.