

# Khủng hoảng cho vay tại Mỹ: nhìn nhận nguyên nhân của cuộc khủng hoảng

NGUYỄN TRÍ BẢO

**C**uộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn tại Mỹ đã lan rộng và ảnh hưởng sâu sắc đến kinh tế nước Mỹ và hệ thống tài chính toàn cầu. Khủng hoảng đã xảy ra khi thị trường nhà đất Mỹ bị đóng băng từ khoảng tháng 7-2007, sau khi lãi suất cho vay thế chấp bị điều chỉnh tăng hàng loạt, làm hàng triệu người vay tiền mua nhà đầu cơ không thể trả nợ. Thị trường chứng khoán phái sinh từ nợ vay thế chấp dưới chuẩn mất khả năng thanh khoản gây ra khủng hoảng tín dụng và thiệt hại không nhỏ cho các ngân hàng lớn không chỉ bên trong nước Mỹ. Nhiều nhà kinh tế đánh giá cuộc khủng hoảng hiện tại có thể sẽ là tồi tệ nhất kể từ khủng hoảng 1929-1930.

## • Cho vay dưới chuẩn, ARM, MBS và CDO

Sau cơn chấn động của thị trường chứng khoán Mỹ những năm 2000-2001 bắt nguồn từ sự đổ vỡ của các công ty dot-com và công ty công nghệ cao, rất nhiều người đã tháo chạy khỏi thị trường chứng khoán và đầu tư sang lĩnh vực bất động sản với niềm tin đây là lĩnh vực đầu tư an toàn hơn nhiều. Đáp lại nhu cầu của nhà đầu tư, hoạt động cho vay thế chấp, đặc biệt là cho vay dưới chuẩn đã nở rộ. Cho vay dưới chuẩn (subprime) là việc các ngân hàng chấp nhận cho vay cả những khách hàng không đủ tiêu chuẩn vay vốn với mức lãi suất hiện hành trên thị trường. Việc xác định dưới chuẩn được dựa trên nhiều yếu tố, trong đó có mức thu nhập, lý lịch tín dụng, công việc hiện tại của người đi vay ...

Sự cạnh tranh thu hút khách hàng cũng khuyến khích các ngân hàng phát minh những công cụ cho vay thế chấp mới bên

cạnh các phương thức truyền thống, mà nổi bật nhất là vay thế chấp lãi suất thả nổi (ARM - adjustable rate mortgage), theo đó ngân hàng cho vay thế chấp với mức lãi suất được điều chỉnh theo từng giai đoạn đã thỏa thuận căn cứ vào hệ thống các chỉ số liên quan, bao gồm trái phiếu thay đổi lãi suất một năm một lần (CMT), chỉ số vay vốn COFI (Cost of Funds Index), và lãi suất LIBOR. Cùng với ARM, hai công cụ chứng khoán phái sinh quan trọng khác gắn với thị trường bất động sản là chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp (MBS - mortgage-backed securities) và trái phiếu có thế chấp (CDO - collateralized debt obligations) là những con virus đã làm sụp đổ của thị trường bất động sản lây lan nhanh chóng sang thị trường tín dụng, thị trường tài chính và vượt ra ngoài biên giới nước Mỹ làm lung lay thị trường tài chính toàn cầu.

CDO là trái phiếu được các tổ chức tài chính phát hành trên cơ sở tài sản đang nắm giữ, có thể là trái phiếu (bond) hay các khoản nợ cho vay mua nhà thế chấp (mortgage). Giá trị của CDO được tính toán dựa trên danh mục tài sản có lợi tức ổn định (fixed-income assets) được các tổ chức định mức tín nhiệm xếp hạng thành chứng khoán loại 1 (AAA), chứng khoán loại 2 (AA - BB) và vốn cổ phần (không xếp hạng). Việc xếp hạng sẽ tác động tới lợi tức thu được của tài sản và qua đó tác động đến giá của chứng khoán. Đây là loại chứng khoán rất phức tạp cần các công cụ và mô hình tính toán phức tạp để xác định giá trị và đánh giá rủi ro.

Nguyễn Trí Bảo, Ths, Đại học Tổng hợp Leicester, Anh.

MBS cũng là chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản nợ mua nhà thế chấp, nhưng giá trị của MBS được xác định dựa trên khoản vay gốc và lãi suất thu được của một "rổ" các khoản cho vay thế chấp. Về cơ bản, cả hai công cụ đều được phát hành trên cơ sở nợ mua nhà thế chấp, nhưng điểm khác biệt của MBS so với CDO là người vay thế chấp có thể trả nhiều hơn khoản trả góp hàng tháng đã cam kết hoặc có thể trả toàn bộ khoản vay trước thời hạn và khi đó giá trị của khoản vay gốc sẽ thay đổi, dẫn tới thay đổi "mệnh giá" của MBS so với khi được phát hành.

### • Nguyên nhân của cuộc khủng hoảng

#### + *Đổ vỡ bong bóng thị trường nhà đất*

Trong một thời gian dài, sự bùng nổ của thị trường nhà đất với giá nhà liên tục tăng cao (124% năm 2006 so với 1997) cùng với sự dễ dãi của hệ thống ngân hàng đã khuyến khích người dân Mỹ vay mua nhà thế chấp với kỳ vọng sẽ trả hết tiền nhà trong thời gian ngắn với những cam kết ngày càng thuận lợi hơn với ngân hàng. Tính đến tháng 3-2007, tổng quy mô cho vay thế chấp dưới chuẩn tại Mỹ đã lên tới 1,3 nghìn tỷ USD. Làn sóng sở hữu nhà tăng cao tại Mỹ từ 64% năm 1994 (tỷ lệ này gần như được duy trì từ năm 1980) lên 69,2% năm 2004.

Bước sang năm 2007, số lượng nhà tồn kho của ngành xây dựng Mỹ đã ở mức khá cao do sự bùng nổ xây dựng nhà trong giai đoạn trước đó. Ngoài ra, tỷ lệ các vụ tịch thu tài sản thế chấp liên tục tăng lên, đặc biệt là đối với vay ARM đã dẫn tới sự ế ẩm của thị trường nhà đất gây áp lực giảm giá nhà. Theo tính toán chỉ số giá địa ốc S&P/Case-Shiller, đến tháng 11-2007 giá nhà tại Mỹ đã giảm trung bình 8% so với năm 2006.

Lúc này kỳ vọng của người dân Mỹ về việc trả hết tiền nhà trong thời gian ngắn đã tan biến. Ngược lại, họ phải đối mặt với những điều khoản bất lợi hơn trong các hợp đồng vay thế chấp vì ARM là phương thức

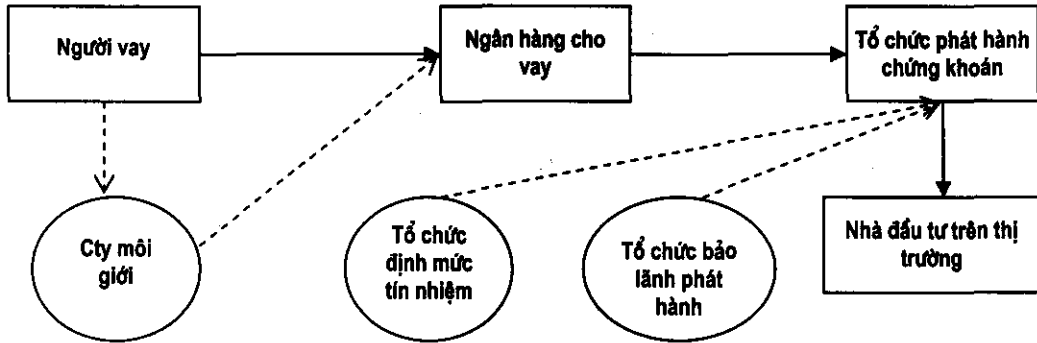
mà ngân hàng có thể điều chỉnh thời hạn thu nợ cũng như tăng lãi suất cho vay. Tỷ lệ vỡ nợ, thu hồi tài sản thế chấp tiếp tục tăng cao như một vòng xoáy. Cho vay ARM chỉ chiếm 6,8% dư nợ tín dụng của Mỹ, nhưng lại chiếm tới 43% số vụ tịch thu tài sản thế chấp trong quý II-2007. Trong cả năm 2007 đã có tới 1,3 triệu tài sản bị các ngân hàng đưa vào danh sách thu hồi, tăng 79% so với 2006. Tổng giá trị cho vay ARM dưới chuẩn phải điều chỉnh tăng lãi suất là 400 tỷ USD trong năm 2007 và đạt mức cao nhất từ trước đến nay trong tháng 3-2008 với khoảng 100 tỷ USD phải tăng lãi suất. Đến tháng 10-2007, 16% các khoản vay dưới chuẩn ARM đã quá hạn và đứng trước nguy cơ bị thu hồi tài sản thế chấp, gấp 3 lần con số năm 2005, và lên tới 21% vào tháng 1-2008.

#### + *Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp*

Nguyên nhân cơ bản của sự lây lan khủng hoảng nhà đất tại Mỹ ra toàn thế giới là do các ngân hàng đã chứng khoán hóa các khoản cho vay thế chấp của mình để thông qua đó chia sẻ rủi ro với các nhà đầu tư thứ ba. Tỷ lệ chứng khoán hóa đã tăng từ 54% năm 2001 lên 75% năm 2006.

Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp là việc ngân hàng phát hành chứng khoán được đảm bảo không phải bằng khả năng thanh toán của mình mà bằng giá trị cũng như nguồn thu dự kiến của các khoản nợ thế chấp đang nắm giữ. Sơ đồ sau mô tả một cách khái quát quy trình này tại Mỹ theo đó người đi vay, có thể thông qua công ty môi giới, sẽ vay mua nhà tại các ngân hàng cho vay thế chấp. Các ngân hàng sau đó bán nợ cho các tổ chức phát hành để phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng mà chủ yếu là MBS và CDO. Khi phát hành, vai trò của các tổ chức định mức tín nhiệm và tổ chức bảo lãnh phát hành là rất quan trọng quyết định đến chất lượng của chứng khoán cũng như lòng tin của nhà đầu tư khi bỏ tiền ra mua các chứng khoán đó.

### Quy trình chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp



Nhìn vào sơ đồ trên có thể thấy cuộc khủng hoảng đã được tạo ra từ nhiều phía, nhưng trước hết phải kể đến các ngân hàng khi đã bất chấp những cảnh báo về rủi ro liên tục gia tăng tỷ lệ cho vay thế chấp dưới chuẩn từ mức 5% năm 1994 (35 tỷ USD) lên 13% năm 1999 và 20% năm 2006 (600 tỷ USD) vì cho rằng một phần rủi ro đã được phân tán tới các nhà đầu tư thứ ba. Bên cạnh đó, các công ty môi giới bất động sản đã kiếm những khoản phí môi giới khổng lồ khi 68% cho vay dưới chuẩn năm 2004 được thực hiện thông qua họ - nhưng lại không có những cảnh báo cần thiết về khả năng trả nợ của người đi vay. Các tổ chức bảo lãnh phát hành cũng khá dễ dãi khi chấp nhận rất nhiều khách hàng không đủ tiêu chuẩn.

Các tổ chức định mức tín nhiệm đã định giá thấp trên 50 tỷ USD đối với nhiều CDO tính đến tháng 11-2007, buộc các nhà đầu tư có tổ chức mà phần lớn trong số đó chỉ được phép giữ những tài sản được bảo đảm (ví dụ như 'AAA') phải bán tống bán tháo CDO dẫn tới dư thừa cung và sự mất giá của nhiều CDO. Một điều rủi ro nữa đối với thị trường tài chính Mỹ là phần lớn các tổ chức định mức tín nhiệm như Moody's hay Standard & Poor's lại gắn bó mật thiết về mặt lợi ích với các ngân hàng phát hành MBS và có thể đưa ra những đánh giá không khách quan.

Trong cuộc khủng hoảng này, FED cũng có vai trò không nhỏ khi những nỗ lực kích thích nền kinh tế sau sự đổ vỡ của các công ty dot.com hồi đầu thế kỷ đã buộc FED liên tục giảm lãi suất từ 6,5% xuống chỉ còn 1%

vào năm 2003, dẫn tới lãi suất LIBOR sử dụng để xác định lãi suất ARM giảm tương ứng, đã kích thích bong bóng bất động sản cho vay thế chấp dưới chuẩn phình lên nhanh chóng trong giai đoạn 2001-2007.

Cùng với sự rối loạn của nhiều ngân hàng lớn tại Mỹ như Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Bank of America, nhiều ngân hàng lớn trên thế giới như UBS, Deutsche Bank, HSBC, Cociété Générale, BayernLB ... tưởng chừng như vô can với sự hỗn loạn trên thị trường nhà đất Mỹ cũng chịu thiệt hại không nhỏ, vì gián tiếp là người cho vay khi đầu tư vào MBS và CDO. Theo ước tính của IMF, đến đầu tháng 4-2008, nhà đất mất giá và các ngân hàng không thu hồi được nợ đã làm thiệt hại 565 tỷ USD. Cộng với sự mất giá của cổ phiếu các công ty địa ốc và thiệt hại từ khủng hoảng tín dụng thì tổng thiệt hại của nền kinh tế toàn cầu đã lên tới 945 tỷ USD.

#### Thiệt hại của một số ngân hàng/tổ chức tài chính lớn trên thế giới

|                  |             |
|------------------|-------------|
| UBS              | 37,7 tỷ USD |
| Citygroup        | 24,1 tỷ USD |
| Merrill Lynch    | 22,5 tỷ USD |
| HSBC             | 17,2 tỷ USD |
| Morgan Stanley   | 10,3 tỷ USD |
| Bank of America  | 9,4 tỷ USD  |
| Deutssche Bank   | 7,0 tỷ USD  |
| JP Morgan Chase  | 2,9 tỷ USD  |
| Cociété Générale | 3,0 tỷ USD  |
| Goldman Sachs    | 1,5 tỷ USD  |

Nguồn: tổng hợp từ NYT, FT, Economist, AFP.

Hai tổ chức tài chính khổng lồ được chính phủ Mỹ bảo trợ là Hiệp hội quốc gia tài trợ địa ốc (Fannie Mae) và Công ty mua bán và bảo lãnh thế chấp địa ốc (Freddie Mac) được thành lập với mục tiêu giúp dân chúng Mỹ, nhất là thành phần có thu nhập thấp và người dân thiểu số có thể mua nhà, vì Fannie Mae và Freddie Mac tuy không bỏ tiền ra cho vay trực tiếp trên thị trường sơ cấp nhưng sẽ tham gia mua bán các khoản vay thế chấp nhà trên thị trường thứ cấp để hỗ trợ tính thanh khoản cho các ngân hàng tiếp tục cho người khác vay. Tuy nhiên, trong thời điểm khó khăn của thị trường địa ốc, hai tổ chức này dường như chưa giúp được gì nhiều và thậm chí phải chịu thiệt hại không nhỏ. Fannie Mae đã thua lỗ 3,6 tỷ USD trong quý IV 2007, Freddie Mac cũng báo cáo thua lỗ 2 tỷ USD chỉ trong quý III năm 2007.

### • Nỗ lực cứu vãn một cuộc khủng hoảng kinh tế

Để ngăn chặn nguy cơ một cuộc khủng hoảng kinh tế sâu sắc, FED đã sử dụng nhiều biện pháp cứu vãn thị trường tài chính như: liên tục hạ lãi suất cho vay từ 5,25% xuống còn 2,25%, tích cực tham gia vào thị trường mở hay sử dụng công cụ đấu giá cho vay kỳ hạn (TAF) để cung cấp các khoản vay ngắn hạn cho các ngân hàng nhằm ngăn chặn việc bán tổng bán tháo MBS khi bong bóng bất động sản đổ vỡ đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến tính thanh khoản. Ngoài ra, FED đã bắt tay vào thực hiện kế hoạch cải tổ được đánh giá là lớn nhất kể từ sau khủng hoảng 1929-1930, theo đó FED sẽ được trao thêm quyền lực để có thể can thiệp bảo vệ không chỉ các ngân hàng thương mại, mà cả các tổ chức tài chính trên phố Wall. Trước đó, FED cũng có một quyết định khá đặc biệt khi cung cấp cho JP Morgan Chase khoản vay 30 tỷ USD để ngăn chặn sự sụp đổ của Bear Sterns.

Chính phủ của Tổng thống Bush cũng đưa ra nhiều chính sách tài khóa mạnh mẽ như thực hiện kế hoạch trọn gói trị giá khoảng 168 tỷ USD trợ giúp nền kinh tế,

trong đó bao gồm việc hoàn thuế thu nhập cho 117 triệu hộ gia đình và chi cho các biện pháp khuyến khích doanh nghiệp đầu tư vào nhà xưởng và trang thiết bị mới. Tổng thống Bush cũng đích thân đề nghị thực hiện chương trình Hope Now Alliance, kêu gọi sự hợp tác giữa Chính phủ Mỹ, các nhà đầu tư, các ngân hàng, chuyên gia tư vấn để giúp đỡ tư vấn 24/24 cho những người đi vay mua nhà không có khả năng trả nợ bằng nhiều ngôn ngữ qua đường dây nóng miễn phí 1-888-995-HOPE và đàm phán không tăng lãi suất đối với những người không thể trả nợ trong trường hợp ngân hàng tăng lãi suất. Đến tháng 1-2008, chương trình Hope Now Alliance đã giúp đỡ được 545.000 người vay thế chấp dưới chuẩn với số vốn vay chiếm 7,1% dư nợ cho vay dưới chuẩn. Bên cạnh đó, Chính phủ còn thực hiện chương trình *FHASecure* của Cơ quan về nhà ở liên bang (FHA – Federal Housing Administration) nằm trong Bộ Gia cư và Phát triển đô thị (Department of Housing and Urban Development) để hỗ trợ những gia đình có lý lịch tín dụng tốt, thanh toán nợ thế chấp đúng thời hạn trước khi khoản nợ của họ bị tái điều chỉnh lãi suất (theo phương thức ARM) và đang rơi vào tình trạng không thể trả nợ được, tiếp tục duy trì khoản vay với sự bảo lãnh của FHA.

Các tổ chức quốc tế lớn đã có nhiều dự báo không mấy lạc quan về tình hình kinh tế Mỹ cũng như kinh tế thế giới. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP trong năm 2008 của Mỹ từ 1,9% xuống còn 1,5%, và của kinh tế thế giới từ 4,4% xuống 4,1%. Một số nhà kinh tế, trong đó có cựu Giám đốc Quỹ dự trữ liên bang Mỹ Alan Greenspan, đã nhận định cuộc khủng hoảng tín dụng hiện tại chỉ có thể kết thúc khi số lượng nhà đã xây dựng nhưng đang ế ẩm tại Mỹ được giải quyết hết và giá nhà khôi phục trở lại vì đó là nền tảng để khôi phục giá trị các chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản nợ mua nhà thế chấp./.

Hai tổ chức tài chính khổng lồ được chính phủ Mỹ bảo trợ là Hiệp hội quốc gia tài trợ địa ốc (Fannie Mae) và Công ty mua bán và bảo lãnh thế chấp địa ốc (Freddie Mac) được thành lập với mục tiêu giúp dân chúng Mỹ, nhất là thành phần có thu nhập thấp và người dân thiểu số có thể mua nhà, vì Fannie Mae và Freddie Mac tuy không bỏ tiền ra cho vay trực tiếp trên thị trường sơ cấp nhưng sẽ tham gia mua bán các khoản vay thế chấp nhà trên thị trường thứ cấp để hỗ trợ tính thanh khoản cho các ngân hàng tiếp tục cho người khác vay. Tuy nhiên, trong thời điểm khó khăn của thị trường địa ốc, hai tổ chức này dường như chưa giúp được gì nhiều và thậm chí phải chịu thiệt hại không nhỏ. Fannie Mae đã thua lỗ 3,6 tỷ USD trong quý IV 2007, Freddie Mac cũng báo cáo thua lỗ 2 tỷ USD chỉ trong quý III năm 2007.

### • Nỗ lực cứu vãn một cuộc khủng hoảng kinh tế

Để ngăn chặn nguy cơ một cuộc khủng hoảng kinh tế sâu sắc, FED đã sử dụng nhiều biện pháp cứu vãn thị trường tài chính như: liên tục hạ lãi suất cho vay từ 5,25% xuống còn 2,25%, tích cực tham gia vào thị trường mở hay sử dụng công cụ đấu giá cho vay kỳ hạn (TAF) để cung cấp các khoản vay ngắn hạn cho các ngân hàng nhằm ngăn chặn việc bán tống bán tháo MBS khi bong bóng bất động sản đổ vỡ đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến tính thanh khoản. Ngoài ra, FED đã bắt tay vào thực hiện kế hoạch cải tổ được đánh giá là lớn nhất kể từ sau khủng hoảng 1929-1930, theo đó FED sẽ được trao thêm quyền lực để có thể can thiệp bảo vệ không chỉ các ngân hàng thương mại, mà cả các tổ chức tài chính trên phố Wall. Trước đó, FED cũng có một quyết định khá đặc biệt khi cung cấp cho JP Morgan Chase khoản vay 30 tỷ USD để ngăn chặn sự sụp đổ của Bear Sterns.

Chính phủ của Tổng thống Bush cũng đưa ra nhiều chính sách tài khóa mạnh mẽ như thực hiện kế hoạch trọn gói trị giá khoảng 168 tỷ USD trợ giúp nền kinh tế,

trong đó bao gồm việc hoàn thuế thu nhập cho 117 triệu hộ gia đình và chi cho các biện pháp khuyến khích doanh nghiệp đầu tư vào nhà xưởng và trang thiết bị mới. Tổng thống Bush cũng đích thân đề nghị thực hiện chương trình Hope Now Alliance, kêu gọi sự hợp tác giữa Chính phủ Mỹ, các nhà đầu tư, các ngân hàng, chuyên gia tư vấn để giúp đỡ tư vấn 24/24 cho những người đi vay mua nhà không có khả năng trả nợ bằng nhiều ngôn ngữ qua đường dây nóng miễn phí 1-888-995-HOPE và đảm bảo không tăng lãi suất đối với những người không thể trả nợ trong trường hợp ngân hàng tăng lãi suất. Đến tháng 1-2008, chương trình Hope Now Alliance đã giúp đỡ được 545.000 người vay thế chấp dưới chuẩn với số vốn vay chiếm 7,1% dư nợ cho vay dưới chuẩn. Bên cạnh đó, Chính phủ còn thực hiện chương trình *FHASecure* của Cơ quan về nhà ở liên bang (FHA – Federal Housing Administration) nằm trong Bộ Gia cư và Phát triển đô thị (Department of Housing and Urban Development) để hỗ trợ những gia đình có lý lịch tín dụng tốt, thanh toán nợ thế chấp đúng thời hạn trước khi khoản nợ của họ bị tái điều chỉnh lãi suất (theo phương thức ARM) và đang rơi vào tình trạng không thể trả nợ được, tiếp tục duy trì khoản vay với sự bảo lãnh của FHA.

Các tổ chức quốc tế lớn đã có nhiều dự báo không mấy lạc quan về tình hình kinh tế Mỹ cũng như kinh tế thế giới. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã điều chỉnh dự báo tăng trưởng GDP trong năm 2008 của Mỹ từ 1,9% xuống còn 1,5%, và của kinh tế thế giới từ 4,4% xuống 4,1%. Một số nhà kinh tế, trong đó có cựu Giám đốc Quỹ dự trữ liên bang Mỹ Alan Greenspan, đã nhận định cuộc khủng hoảng tín dụng hiện tại chỉ có thể kết thúc khi số lượng nhà đã xây dựng nhưng đang ế ẩm tại Mỹ được giải quyết hết và giá nhà khôi phục trở lại vì đó là nền tảng để khôi phục giá trị các chứng khoán được đảm bảo bằng các khoản nợ mua nhà thế chấp./.