

Khủng hoảng nợ Châu Âu – Góc nhìn từ cấu trúc sản phẩm CDS

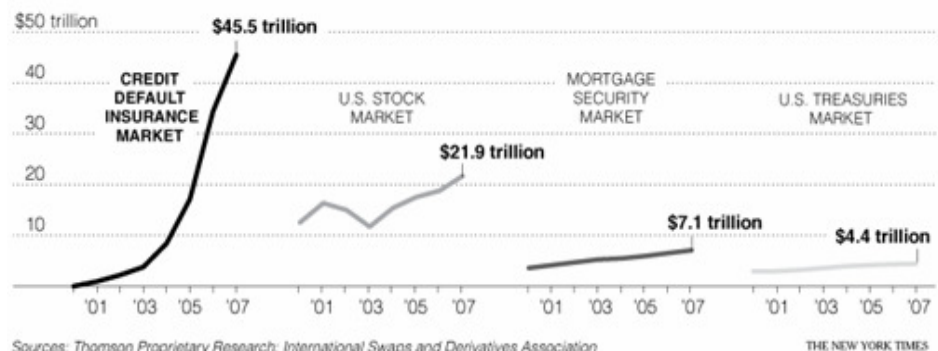
Trần Lương Thanh Tùng
Giám Đốc — Bộ phận Đầu tư

Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng – Các vấn đề cơ bản

Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (Credit Default Swap hay CDS) được biết đến như là một dạng hợp đồng “bảo hiểm” phòng ngừa các rủi ro mất giá của các chứng khoán trong trường hợp vỡ nợ. Chúng thường được áp dụng cho các loại trái phiếu, tài sản nợ và chứng khoán cầm cố được bán bởi các ngân hàng, quỹ phòng vệ và các trung gian tài chính khác. Bên mua bảo hiểm trả các khoản phí để mua sự yên tâm và hiểu rằng các khoản lỗ sẽ được bảo đảm trong trường hợp xấu nhất xảy ra. Về nguyên tắc, CDS hoạt động cũng giống như việc bạn mua bảo hiểm hỏa hoạn cho ngôi nhà của mình.

CDS được cho là một trong những yếu tố chính dẫn đến khủng hoảng nợ Châu Âu. Theo số liệu của Hiệp hội Phái Sinh và Hoán đổi Quốc tế (ISDA - the International Swaps and Derivatives Association), thị trường CDS bùng nổ trong hơn thập kỷ qua và đạt hơn 45 nghìn tỷ USD vào giữa năm 2007, gấp đôi so với vốn hoá của thị trường chứng khoán Mỹ (22 nghìn tỷ USD) và bỏ xa con số 7.1 nghìn tỷ USD của thị trường cho vay thế chấp (hình 1). Mặc dù thị trường CDS có giảm về giá trị trong năm 2008, nhưng con số này ước tính vẫn đạt trên 25 nghìn tỷ USD trong năm 2009.

Hình 1: Độ lớn của thị trường CDS



Nguồn: Thomson, ISDA

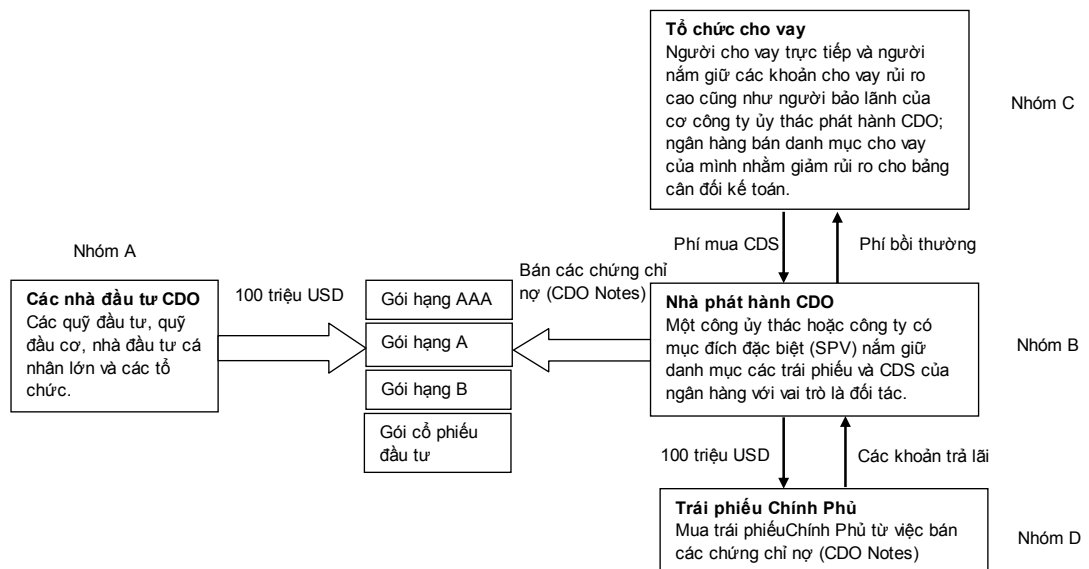
Có hai nguyên nhân chính giải thích cho sự bùng nổ của CDS:

- **Các quy định của hệ thống ngân hàng và việc có ít quy định ràng buộc đối với sản phẩm CDS:** Luật quy định các ngân hàng phải đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn CAR là 8%. Tuy nhiên, chưa có quy định về tỷ lệ này đối với các sản phẩm CDS. Các ngân hàng và các bên tham gia có thể tự do phát triển dư nợ tín dụng thông qua các sản phẩm CDS. Ngoài ra, đối với các giao dịch và sản phẩm tài chính truyền thống khác, ngân hàng và các công ty bảo hiểm tham gia phải tuân thủ nhiều quy định chặt chẽ và các giao dịch thường được tiến hành thông qua hệ thống giao dịch tập trung và có kiểm soát; các bên tham gia thị trường CDS, trái lại, không phải tuân thủ nhiều quy định ràng buộc chặt chẽ từ cơ quan quản lý mà chủ yếu là các thoả thuận giữa các đối tác với nhau, và các giao dịch thường được thực hiện trên thị trường không chính thức (OTC). Thực tế, các hợp đồng được giao dịch giữa các nhà đầu tư với nhau mà không có sự giám sát của cơ quan chức năng nào để đảm bảo rằng bên bán có đầy đủ nguồn lực và năng lực để đảm bảo nghĩa vụ bồi thường trong trường hợp đổ vỡ xảy ra.
- **Khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính:** Thị trường CDS cho phép các bên tham gia được sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính cao. Điều này làm tăng tính thanh khoản, tăng tính hấp dẫn nhưng đồng thời cũng gia tăng rủi ro cho thị trường CDS. Theo thống kê, chỉ cần 10% các hợp đồng CDS vỡ nợ thì hệ thống tài chính sẽ gánh chịu khoản lỗ là 5 nghìn tỷ USD, gấp 5 lần so với gói cứu trợ do Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) đề xuất.)

Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng – Các vấn đề cơ bản

Đỉnh cao của sự phát triển thị trường CDS được biết đến khi các sản phẩm CDS được cấu trúc vào, và trở thành cấu thành quan trọng nhất của sản phẩm CDOs (hình 2). Sản phẩm CDS đồng thời cũng bùng nổ ở thị trường thứ cấp. Các nhà đầu cơ, quỹ phòng vệ và các bên liên quan khác tham gia giao dịch CDS trên thị trường không quan tâm và không quan hệ trực tiếp nào đến các tài sản đầu tư. Điều này làm cho người ta liên tưởng đến các bên cá cược với nhau trong thể thao, cuộc chơi vẫn được tiến hành nhưng không ai tham gia trực tiếp vào việc thi đấu mà chỉ cá cược về kết quả cuối cùng. Tổng hợp các yếu tố trên đe dọa đến tính bền vững của hệ thống tài chính. Rủi ro hệ thống được đánh giá là rủi ro đắt giá nhất của thị trường CDS. Rủi ro hệ thống càng gia tăng khi các sản phẩm CDS càng được chuyển tay cho nhiều người do khi sự kiện “bảo hiểm” xảy ra, không ai biết chắc là bên nào sẽ chịu trách nhiệm về việc bồi thường và họ có đủ nguồn lực để chi trả hay không. Khủng hoảng ở Mỹ năm 2008 tác động đến tổ chức cho vay (nhóm C). Trái lại khủng hoảng nợ Châu Âu tác động đến nhóm D, trái phiếu kho bạc, là tài sản đảm bảo thanh toán cho các nhà đầu tư thuộc nhóm A. Khủng hoảng nợ vừa ảnh hưởng đến giá trị tài sản vừa tác động đến tâm lý và lòng tin của nhà đầu tư nhóm A vào sản phẩm CDS.

Hình 2: Cấu trúc sản phẩm CDO với thành phần là CDS



Nguồn: Core topics in Alternative Investment – Mark J.P Anson

Khủng hoảng nợ Châu Âu

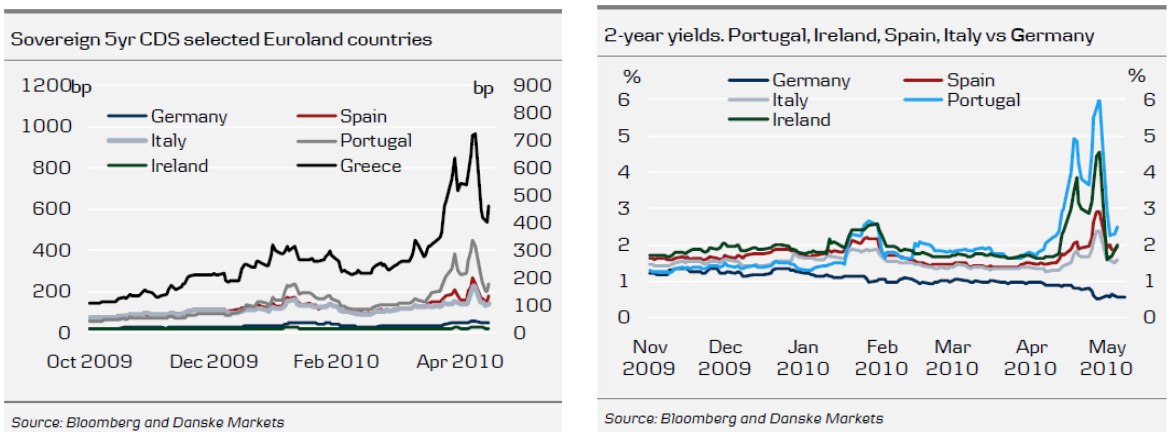
Khủng hoảng năm 2008 bắt nguồn từ khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ. Khủng hoảng nợ bắt nguồn từ Châu Âu và cũng mang dáng dấp của một cuộc khủng hoảng theo kiểu “Lehman Brother” nhưng với mức độ nghiêm trọng hơn. Châu Âu có thuận lợi là thừa hưởng được kinh nghiệm kiểm soát khủng hoảng của Mỹ, tuy nhiên, cuộc khủng hoảng nợ có các đặc thù riêng.

- Mức độ khủng hoảng ở Châu Âu nghiêm trọng hơn so với khủng hoảng ở Mỹ năm 2008.
- Mức độ liên kết hệ thống của liên minh Châu Âu là thấp. Khác với FED, cơ cấu tổ chức của liên minh EU với sự tham gia của nhiều nền kinh tế khác nhau là trở ngại cho việc đưa ra các chính sách quyết liệt và thống nhất hành động. Ví dụ như sự bất đồng ý kiến giữa Pháp và Đức về giải pháp đối với Hy Lạp.
- Khủng hoảng nợ Châu Âu mang tính chất cấp quốc gia hơn là ở mức độ công ty như ở Mỹ. Giới đầu tư hoài nghi về khả năng thành công trong vấn đề Hy Lạp, đồng thời vẫn quan ngại về khả năng sẽ xuất hiện khả năng khủng hoảng nợ tại các quốc gia khác.
- Khu vực đồng tiền chung Châu Âu chưa từng trải qua cuộc khủng hoảng nợ nghiêm trọng như lần này.

...và ngòi nổ Hy Lạp

Ngày 1/1/2001, Hy Lạp trở thành thành viên thứ 12 của liên minh EU. Kể từ đó, thị trường tài chính Hy Lạp có sự gắn kết chặt chẽ với các quốc gia khác trong khối. Hy Lạp bắt đầu gia tăng chi tiêu và đầu tư. ECB đã mua một lượng trái phiếu Hy Lạp khi trái phiếu này còn được định mức tín nhiệm ở mức cao. Nhiều ngân hàng khác ở châu Âu cũng nối gót ECB. Quá trình này tạo ra thời kỳ bùng nổ tín dụng ở Hy Lạp. Năm 2009, số nợ ở Hy Lạp là 237 tỷ Euro chỉ chiếm khoảng 4% tổng nợ của khu vực EU nhưng nợ công của Hy Lạp lên đến hơn 108% GDP. Như vậy, rủi ro về thanh khoản nợ công của Hy Lạp đã được dự báo và đây là điều kiện cho sự phát triển của thị trường CDS nhằm “bảo hiểm” (hay hedge) các rủi ro tiềm tàng. Việc sử dụng các sản phẩm CDS cung cấp công cụ phòng vệ (hedge) cho cả người nắm giữ trái phiếu Hy Lạp và các ngân hàng quốc tế có tham gia cung cấp tín dụng cho các doanh nghiệp, ngân hàng, nhà đầu tư chứng khoán ở Hy Lạp. Trong đó, các ngân hàng là các chủ thể tham gia nhiều nhất và năng động nhất trong các giao dịch liên quan đến CDS của Hy Lạp. Nghiêm trọng hơn, nhiều giao dịch được Đức liệt kê là “naked CDS”. Trong phạm vi Hy Lạp, ISDA đánh giá độ lớn của thị trường CDS là không đáng kể so với độ lớn của thị trường trái phiếu của Hy Lạp nói chung. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, trong phạm vi Châu Âu, thị trường CDS là lớn và đổ vỡ của một mắt xích thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến cả chuỗi và làm nghiêm trọng thêm rủi ro hệ thống. Bên cạnh Hy Lạp, các quốc gia khác như Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha cũng đang được đặt trong tình trạng báo động (hình 3).

Hình 3: CDS ở một số thị trường Châu Âu



Khủng hoảng nợ Châu Âu-Ảnh hưởng gì đến Việt Nam?

Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới, độ mở của thương mại Việt Nam thuộc vào hàng cao nhất trên thế giới. Trong năm 2008 và 2009, chỉ số xuất nhập khẩu trên GDP lần lượt là 170% và 142%. Với độ mở như vậy, khi đánh giá các yếu tố vĩ mô và vi mô trong nước nên đặt trong mối liên hệ chặt chẽ với bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đặc biệt là nền kinh tế của các khu vực và các thị trường xuất khẩu của Việt Nam. Khi đánh giá ngành và doanh nghiệp, cần lưu ý chi tiết cơ cấu thị trường để có đánh giá chính xác hơn.

Ví dụ, kế hoạch kim ngạch xuất khẩu của ngành thủy sản trong năm 2010 là 4,5 tỷ USD, trong đó, thị trường Châu Âu chiếm đến 26% tổng kim ngạch xuất khẩu. Ngoài ra, việc đồng Euro mất giá 10% so với đồng USD cũng làm giảm tính cạnh tranh về giá của sản phẩm xuất khẩu Việt Nam vào thị trường Châu Âu. Do vậy, ảnh hưởng (nếu có) từ sự sụt giảm nhu cầu nhập khẩu của thị trường này và từ chênh lệch tỷ giá cũng chưa ảnh hưởng lớn đến thị trường xuất khẩu của Việt Nam cũng như doanh thu của ngành thủy sản. Tuy nhiên, sự sụt giảm của thị trường này lại có thể có ảnh hưởng lớn đến từng doanh nghiệp cụ thể nếu doanh nghiệp có thị trường xuất khẩu chính là Châu Âu.

Bên cạnh đó, các ngành khác có cơ cấu thị trường chủ yếu ở Châu Âu sẽ gặp nhiều khó khăn do sự thu hẹp thị trường bắt nguồn từ khủng hoảng nợ và chính sách thắt lưng buộc bụng của Chính Phủ nhiều nước. Trong đó, ngành giày da có thể chịu ảnh hưởng nhiều nhất. Ngành giày da chiếm 10% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước. Thị trường Châu Âu chiếm đến 50% kim ngạch xuất khẩu của ngành. Các biến động trong thị trường Châu Âu sẽ tác động đáng kể đến doanh thu của ngành. Xuất khẩu gặp khó khăn sẽ có tác động ngược lại đối với cán cân thanh toán và gây áp lực lên tỷ giá.

... mức độ tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam

Độ mở của thị trường chứng khoán Việt Nam phần nào cũng được phản ánh qua mối quan hệ tương quan giữa chỉ số VN-Index và các chỉ số chứng khoán của Mỹ và Châu Âu (tạm gọi chung là chứng khoán thế giới). Chúng tôi tiến hành khảo sát sự tương quan giữa các chỉ số theo 3 giai đoạn (hình 4). Kết quả cho thấy, trong giai đoạn từ năm 2003 đến nay (giai đoạn a), nhìn chung thị trường Việt Nam có tính độc lập tương đối và tương quan khá thấp với thị trường chứng khoán thế giới. Tuy nhiên, trong giai đoạn khủng hoảng (giai đoạn b) tính tương quan được nâng lên và chỉ số VN-Index diễn biến cùng chiều với thế giới. Trong giai đoạn hậu khủng hoảng (giai đoạn c), mối tương quan tiếp tục được củng cố và gia tăng, đạt 0,59 so với mức 0.43 trong giai đoạn bình quân. Thời gian tạo đỉnh và đáy của thị trường của chỉ số VN-Index và chỉ số Dow Jones khá trùng khớp với nhau. Điều này cho thấy, diễn biến của chứng khoán thế giới ngày càng ảnh hưởng đến chỉ số VN-Index, đặc biệt là trong môi trường có nhiều biến động. Trong giai đoạn hiện nay, liệu điều này có lặp lại và mức độ tương quan được nâng lên như thế nào là vấn đề cần được quan tâm đặc biệt và là yếu tố then chốt quyết định việc lựa chọn chiến lược đầu tư và phòng vệ thích hợp.

Hình 4: Tương quan giữa chỉ số VN-Index và thế giới
Giai đoạn a: toàn bộ (từ 1/2003 đến 4/2010)

	VNI	DJI	S&P500	FTSE100
VNI	1.00			
DJI	0.43	1.00		
S&P500	0.46	0.97	1.00	
FTSE100	0.39	0.81	0.85	1.00

Giai đoạn b: Giai đoạn khủng hoảng (từ 10/2007 đến 2/2009)

	VNI	DJI	S&P500	FTSE100
VNI	1.00			
DJI	0.50	1.00		
S&P500	0.50	0.96	1.00	
FTSE100	0.48	0.85	0.85	1.00

Giai đoạn c: Giai đoạn hồi phục (từ 2/2009 đến 4/2010)

	VNI	DJI	S&P500	FTSE100
VNI	1.00			
DJI	0.55	1.00		
S&P500	0.59	0.98	1.00	
FTSE100	0.47	0.85	0.87	1.00

Nguồn: AVS

Đứng trên góc độ định giá, cổ phiếu ở Việt Nam có đang được định giá “rẻ” và hấp dẫn hay không? Nếu chỉ căn cứ vào mức định giá P/E hiện tại (trailing P/E) bằng 10x chúng ta vẫn chưa thể kết luận được mức định giá trên là có thực sự hấp dẫn hay không. Việc định giá hiện nay cần phải được kết hợp với cả các yếu tố vĩ mô bên ngoài. Tỷ lệ chiết khấu cho rủi ro hệ thống cần được nâng lên trong mô hình chiết khấu dòng tiền. Trong quá khứ, chúng ta đã kiểm định ảnh hưởng của các rủi ro đến các công ty niêm yết tại Việt Nam. Cổ phiếu ANV của Công ty Nam Việt (rủi ro thị trường xuất khẩu) và cổ phiếu PDC của Công ty Du lịch Dầu khí Phương Đông (rủi ro đối tác, đối tác bị phá sản) là minh chứng rõ nét cho ảnh hưởng của rủi ro về hệ thống đối với cấp độ doanh nghiệp.

Chiến lược đầu tư

Các nhà đầu cơ là người hưởng lợi nhiều nhất từ khủng hoảng nợ ở Châu Âu. Đồng thời, họ cũng bị nhiều chỉ trích từ phía các nhà hoạch định chính sách của cả Châu Âu và Mỹ. Các nhà đầu cơ và các quỹ phòng vệ đã tăng tỷ lệ cá cược vào sự mất giá của đồng Euro. Tính từ đầu năm, Euro đã giảm đến 10% so với USD. Ngoài ra, giới đầu cơ cũng đẩy mạnh bán ra các CDS, nhiều lệnh bán khống (naked short sell) với số lượng lớn được đưa vào hệ thống.

Riêng ở Việt Nam, do chưa có các công cụ và sản phẩm phái sinh, đứng trước điều kiện và rủi ro thị trường hiện tại, đặc biệt là diễn biến khó lường của thị trường thế giới, các nhà đầu tư không đủ công cụ để thực hiện chiến lược phòng vệ (hedge). Trong ngắn hạn, tương quan giữa rủi ro và lợi nhuận là không tương xứng. Mục tiêu an toàn và bảo toàn vốn nên được đặt lên hàng đầu.

Nhà đầu tư có thể cân nhắc thực hiện phân bổ tài sản theo tiêu chí:

- Duy trì tỷ lệ tiền mặt ở mức an toàn
- Gia tăng tỷ lệ nắm giữ các tài sản hữu hình (real assets) và các tài sản có rủi ro thấp, tính phòng vệ cao (như vàng...).

Đối với việc lựa chọn cổ phiếu cho mục tiêu đầu tư giá trị trung và dài hạn, nhà đầu tư có thể lưu ý các công ty có các yếu tố:

- Có thị trường tiêu thụ nội địa ổn định và vững chắc,
- Có các dự án khả thi và dòng tiền từ các dự án là khá chắc chắn
- Có tỷ lệ tiền mặt cao và tỷ lệ đòn bẩy nợ trên vốn thấp
- Có khoản mục phải thu khách hàng (đặc biệt là khách hàng nước ngoài) ở mức hợp lý
- Có tính thanh khoản cao.

Điều khoản miễn trách:

Bản báo cáo phân tích này được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Âu Việt (AVSC). Mặc dù các thông tin trong báo cáo được AVSC xem là đáng tin cậy, tuy nhiên AVSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm lập báo cáo, không được xem là quan điểm của AVSC.

Nội dung bản báo cáo chỉ mang tính tham khảo và AVSC không chịu trách nhiệm nổi với những quyết định mua bán chứng khoán do tham khảo báo cáo này.