



สาเหตุวิกฤต “แฮมเบอร์เกอร์”

วารสาร **มติชน** สามโกเศศ

วันที่ 2 ตุลาคม พ.ศ. 2551

มีผู้คนเขียนถึงวิกฤต “แฮมเบอร์เกอร์” กันมากมายแล้วในเรื่อง What? และ How? แต่ Why? นั้นจะพูดถึงกันไม่มากนัก คำตอบสำหรับ Why? นั้นไม่ง่ายเพราะมีหลายสิ่งที่มีผลสัมพันธ์กันจนเสมือนทำให้เกิดแผ่นดินไหวครั้งใหญ่ในทะเล และอาจกำลังก่อตัวเป็นสึนามิขนาดมหึมากระทบชาวโลกก็เป็นได้ ที่น่ากลัวก็คือผู้ควบคุมดูแลชายฝั่งในบางประเทศมีอย่างอ่อนหัดและยังปล่อยให้ประชาชนเล่นน้ำทะเลกันอยู่

วิกฤต “แฮมเบอร์เกอร์” ต่างจากวิกฤต “ต้มยำกุ้ง” เมื่อสิบปีที่แล้วตรงที่ครั้งก่อนมีสาเหตุจากความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของไทยจนมีทุนสำรองระหว่างประเทศไม่เพียงพอ กอปรกับสถาบันการเงินมีปัญหา ดังนั้น มันจึงลุกลามไปถึงประเทศอื่นด้วย แต่ครั้งนี้เป็นผลมาจากความผิดพลาดของสหรัฐอเมริกาในการจัดการสินเชื่อสังหาริมทรัพย์และกำกับดูแลกลุ่มวาณิชธนกิจ (investment banker) อย่างไม่รัดกุม จนเกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและลุกลามคุกคามความมั่นคงของสถาบันการเงิน โดยขณะนี้ไม่มีใครรู้ว่าจะกระทบภาคเศรษฐกิจจริง (real sector) ของสหรัฐอเมริกาเพียงใดและจะส่งผลกระทบออกไปนอกประเทศจนเกิดปัญหาความมั่นคงของภาคการเงิน และเศรษฐกิจในระดับโลกอย่างรุนแรงหรือไม่

สาเหตุแรกของวิกฤต “แฮมเบอร์เกอร์” ก็คือสหรัฐอเมริกามีทุนไหลเข้าไปในประเทศมากจนล้นออกไปในภาคอสังหาริมทรัพย์เกิดฟองสบู่เก็งกำไรกันขึ้น ต้นเหตุที่ทำให้สหรัฐอเมริกามีเงินทุนไหลเข้ามาและได้มาในราคาต่ำกว่าชาวโลกอื่นๆ ก็เนื่องจากดอลลาร์สหรัฐเป็นเงินสกุลหลักซึ่งเป็นที่เชื่อถือของชาวโลกมายาวนาน

ระหว่างหลังสงครามโลกครั้งที่สองถึง ค.ศ.1971 ดอลลาร์มีทองคำหนุนหลังร้อยเปอร์เซ็นต์ (เอาดอลลาร์มาแลกเปลี่ยนทองคำบริสุทธิ์ได้เสมอในอัตรา 1 เหรียญต่อ 1 ใน 35 ทรอยเอช)

แต่ถึงแม้ยุคนั้นจะหมดไป ดอลลาร์ก็ยังคงได้รับการยอมรับ

ว่าเป็นสิ่งมีค่าอันควรใช้เป็นเงินสกุลหลักเพื่อแลกเปลี่ยนกับเงินสกุลอื่นในการค้าขาย (เศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาใหญ่ 1 ใน 3 ของเศรษฐกิจโลก)

รัฐบาลอเมริกาสามารถขาดดุลงบประมาณได้ถึง 1 ใน 3 ของงบประมาณ เพราะส่วนที่ขาดดุลสามารถชดเชยด้วยการขายตราสารหนี้ของรัฐบาลสหรัฐ (U.S.Treasury bills ที่ถือกันว่ามีมั่นคงที่สุด) และดอลลาร์เหล่านี้ที่ได้มาจากต่างประเทศก็คือดอลลาร์ที่มาจากการพิมพ์ธนบัตรของสหรัฐก่อนหน้าโดยไม่ต้องมีหลักทรัพย์หนุนหลังและไหลเวียนอยู่ในต่างประเทศ (การบริโภคของคนอเมริกาขาดดุลการค้าต่างประเทศทุกปีทำให้ดอลลาร์จำนวนมากไหลไปอยู่ในต่างประเทศ) เงินจากต่างประเทศที่ได้รับนี้ก็ไม่มิต้นทุนในการแลกเปลี่ยนข้ามสกุลและที่สำคัญเมื่อสหรัฐจะใช้คืนเงินต้นและดอกเบี้ยก็ทำได้ด้วยการพิมพ์ธนบัตรให้

เงินทุนจากต่างประเทศเหล่านี้เปรียบเสมือนเงินกู้ที่จ่ายในอัตราดอกเบี้ยศูนย์เปอร์เซ็นต์ และใช้คืนด้วยกระดาษและเงินเหล่านี้ก็กลายมาเป็นเงินทุนของภาคเอกชนราคาต่ำอีกครั้งโดยไหลมาจากการใช้จ่ายของงบประมาณภาครัฐและการให้กู้ยืมต่างๆ แก่เอกชน ทั้งหมดนี้สหรัฐเป็นประเทศเดียวที่ทำได้เพราะดอลลาร์เป็นเงินสกุลหลักของโลก มีคนเรียกสิ่งนี้ว่า exorbitant privilege (อภิสิทธิ์เกินกว่าสมควร) ของสหรัฐ

ปัจจุบันรัฐบาลสหรัฐมีหนี้อันเนื่องมาจากการกระทำข้างต้น 3 ล้านล้านดอลลาร์ เฉพาะดอกเบี้ยต้องจ่ายวันละ 350 ล้านเหรียญสหรัฐหรือเท่ากับจ่าย 1 ล้านเหรียญต่อคนต่อวันและการจ่ายเงินคืนก็มาจากการพิมพ์กระดาษให้ซึ่งตราบเท่าที่มีคนยอมรับก็ไม่ใช่ปัญหา (ปัจจุบันธนบัตรสหรัฐไหลเวียนอยู่ทั้งหมดประมาณ 760,000 ล้านเหรียญสหรัฐ สองในสามไหลเวียนอยู่ในต่างประเทศ)

นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจหลังเหตุการณ์ 9/11 และการมีทุนมากคือสาเหตุที่ทำให้ช่วงเวลา 5-6 ปี ก่อน 2007 ผู้คนในสหรัฐกู้เงินผ่อนบ้านกันได้ง่ายดายเหลือเกิน เกิด

การเก็งกำไรจนเป็นฟองสบู่ราคาบ้าน ยั่วยุให้ผู้ที่
ไม่ปัญญาอ่อนส่ง แต่ก็ไม่น่ากลัวเพราะมั่นใจว่าราคาบ้าน
จะสูงขึ้นเรื่อยๆ ถ้าไรจากราคาบ้านจะค้ำคองเบียดที่ต้อง
จ่าย นักค้าเงินทั้งหลายเริ่มรีบกับความร้อนแรงของ
ธุรกิจ mortgage (จำนองอสังหาริมทรัพย์) โดยไม่กังวล
ว่าฟองสบู่สังหาริมทรัพย์จะแตก

สาเหตุที่สองคือความโลภ ในธุรกิจ mortgage ผู้ทำ
ธุรกิจไม่ว่าธนาคารเพื่อที่อยู่อาศัย สถาบันการเงิน
บริษัทประกันภัย วาณิชธนกิจ ฯลฯ คิดประดิษฐ์ ตรา
สารไม่ว่าจะเป็นหุ้นกู้ หุ้นหรือ อนุพันธ์ (derivatives)
ประหลาดๆ ออกมากมายหลายตัวที่ไม่มีใครเข้าใจถึง
ผลกระทบหากว่ามันมีการผันผวนไปในทางลบตราสาร
เหล่านี้ใช้กันอย่างกว้างขวางเนื่องจากให้ผลประโยชน์
ตอบแทนสูงและป้องกันความเสี่ยงได้ในระดับหนึ่ง

วิธีการหนึ่งที่นิยมกันมากของผู้ค้าเงินก็คือ leveraging
(การกู้เงินมาเพื่อต่อเงิน) เครื่องมือหนึ่งที่นิยมใช้กันก็คือ
ตราสารที่เรียกว่า CDS (credit-default swap) ตรา
สารนี้บริษัทประกันใหญ่คือกลุ่ม AIG เป็นผู้ออกรายใหญ่
ของโลก

การทำเงินก็ทำง่าย ๆ ด้วยการขายตราสาร CDS นี้ให้ผู้
ซื้อหุ้นกู้ (ลงทุน) เช่น A ซื้อหุ้นกู้ 10 ล้านเหรียญ จาก
วาณิชธนกิจ B และ A กลัวว่าจะไม่ได้เงินต้นคืนก็มาซื้อ
CDS มูลค่า 10 ล้านเหรียญจาก AIG เพื่อให้แน่ใจว่า
ยังงั้นเสียหากผู้ขายหุ้นกู้ B ไม่จ่ายเงิน AIG ก็จะจ่ายแทน
ให้

นอกจากซื้อ CDS แล้ว A ก็ยังต้องจ่ายค่าธรรมเนียมอีก
CDS ของ AIG นี้ก็จำเป็นต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกันอีก
ทีเพื่อให้แน่ใจว่ามีปัญญาจ่าย 10 ล้านเหรียญให้ A หาก
มีปัญหาเกิดขึ้น

ปัญหาที่เกิดขึ้นก็คือหุ้นกู้ 10 ล้านเหรียญที่ออกโดย
วาณิชธนกิจ B ซึ่งต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืมก็
คือธุรกิจจำนองบ้าน โดย B ดำเนินการด้วยการซื้อหนี้
การจำนองบ้านมาอีกที กล่าวคือจ่ายเงินให้สถาบันให้กู้
ซื้อบ้านแต่แรกและ B เอามาเป็นธุรกิจของตน (ถ้าคน
ผ่อนบ้านหมดปัญญาผ่อน B ก็ยึดบ้านมาเป็นทรัพย์สิน
ของตนเอง และตราใบที่ผ่อนได้ก็ยังสามารถขายได้มาด้วย)
วาณิชธนกิจ B ก็เอาหลักทรัพย์หนุนการจำนองบ้าน
หลายหลังที่ซื้อมาเหล่านี้มารวมกันและจัดเป็นหลักทรัพย์
(ดังที่เรียกว่า securitization) ค้ำประกันหนี้ที่ออกให้ A
กู้ 10 ล้านเหรียญ

วาณิชธนกิจ 5 บริษัทใหญ่ คือ Bear Sterns/ Merrill
Lynch/ Lehman Brothers/ Goldman Sachs/
Morgan Stanley ทำธุรกิจเช่นนี้ (ซึ่งเป็นหนึ่งใน
ธุรกรรมทำเงินของบริษัท) โดยขาดการควบคุมเข้มงวด
จากรัฐเหมือนสถาบันการเงินทั่วไปที่มีแหล่งเงินทุนจาก
เงินฝาก ในขณะที่วาณิชธนกิจอยู่ได้ด้วย การกู้เงินมาต่อ
เงิน เมื่อทุกอย่างสะดุด กู้เงินอีกก็ไม่ได้ หุ้นก็ตก (ถึงกู้ได้
ก็แพงกว่าเก่า) ก็ขาดสภาพคล่องซึ่งเป็นหัวใจของการ
ประกอบธุรกิจ ถ้าไม่มีใครเอาเงินมาช่วยใส่ให้ ม่านก็ต้อง
ปิดลง หรือถ้าดีกว่่าหน่อยก็ถูกเทกโอเวอร์

ปัญหาที่ทำให้สะดุดก็คือฟองสบู่สังหาริมทรัพย์แตก
(เกิดขึ้นเมื่อไม่มี "คนโง่" คนถัดไปที่จะมาซื้อบ้านโดย
มั่นใจว่าจะขายได้ในราคาสูงกว่าที่ซื้อมา) เมื่อผู้บริโภคไม่
มีปัญญาผ่อนบ้าน บ้านถูกยึด บ้านเหล่านี้ก็เข้าสู่ตลาด
ยิ่งทำให้ราคาบ้านตกยิ่งขึ้น ดังนั้น มันก็ไล่ฟังกันเป็น
ลำดับ หุ้นกู้ที่ออกโดย B ก็มีมูลค่าลดลงหรือว่าเป็นศูนย์
(เพราะมีโอกาสไม่ได้เงินกู้คืน) บริษัท B มีรายได้ลดลง
ราคาหุ้นก็ตก หาเงินกู้เพิ่มได้ยาก สำหรับ AIG ก็ต้อง
จ่ายเงินประกันกันทั่วโถ ราคาหุ้นบริษัทก็ลดลง ต้องหา
เงินมาชดใช้สัญญาหลากหลายประเภทที่ถูกบอกเลิก ต้อง
หาเงินกู้เพื่อมาจ่ายเงินประกันด้วยต้นทุนที่สูงขึ้น แดม
หลักทรัพย์ค้ำประกัน CDS เดิมก็มีมูลค่าลดลงเพราะ
อาจเป็นหุ้นกู้ที่ตนเองซื้อมาจากบริษัททำธุรกิจ
mortgage รายอื่นที่ประสบปัญหาคล้ายกันซึ่ง
หมายความว่าต้องหาเงินทุนมาค้ำประกัน CDS เพิ่มเติม

ทั้งหมดนี้ว่ากันฮึ่นตุงนังพันกันเพราะไม่รู้ว่าจะใครซื้อใคร
ไว้มากน้อยแค่ไหน รู้แต่ว่ามันฟังกันอยู่ หากปล่อยให้ราย
ใหญ่เช่น AIG ล้มไปก็อาจเกิดผลกระทบกว้างไกลได้

สาเหตุที่สาม ความไม่รู้และมกมายของคนซื้อตราสาร
ใหม่ๆ (ลงทุน) เพราะให้ผลตอบแทนสูงและดูปลอดภัย
ปัจจุบันนวัตกรรมตราสารมีพิสดารกว่านี้มากมาย (เช่น
เอาไปผูกไว้กับดัชนีหุ้น ดัชนีน้ำมัน ราคาน้ำมัน ฯลฯ
เพื่อประกันความเสี่ยง) อย่างไม่เข้าใจทองแท้ ดูแต่การ
ให้อันดับของ S & P หรือ moody ซึ่งองค์กรเหล่านี้ก็
ให้อันดับแบบที่เรียกได้ว่า "มั่วพอควร" (ไม่กี่วันก่อนหน้า
วิกฤต อันดับของหลายบริษัทก็ยังไม่น่าเป็นห่วง)

คน Wall Street ผูกพันกับวาณิชธนกิจมายาวนาน
พึ่งพาอาศัยกัน และทั้งที่รู้ว่ามีเสี่ยงก็ยังบอกคนนอกว่า
ไม่เสี่ยงมาก (Warren Buffet เคยเตือนมานานแล้วว่า
ตราสารใหม่ๆ ที่ซบซอนนี้วันหนึ่งจะเป็น financial
weapon of mass destruction)

นิทานเรื่องนี้สอนให้รู้ว่า leveraging (เงินกู้เพื่อมาต่อเงิน) ความไม่รู้จริง ความโลภ การอยู่ "เกินตัว" (ผ่อนบ้านหลังใหญ่เกินตัวและใช้จ่ายสนุกจนมีเงินไม่พอผ่อนบ้าน) คือจุดจบ

บางคนอาจสงสัยว่าทำไมไม่มีใครออกมาเตือนก่อนหน้านี้นี้ ความจริงก็คือก็มีเหมือนกัน แต่ความโลภมันบังตา ก่อนฟองสบู่แตกเสมอ ที่เราเห็นกันชัดเจนนี่ก็เพราะ "ทุกคนฉลาดเมื่อมองอดีต" ทั้งนั้นแหละครับ