

บริษัท ไทยประกันชีวิต จำกัด ส่วนบริหารการลงทุน

อะไรก็กรีซ

เวลานี้หลาย ๆ ท่านที่ติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น หรือแม้แต่ตลาดทองคำคงจะเข้าใจความหมายของคำว่า ผันผวนเป็นอย่างดี ราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ วัน ๆ หนึ่งสามารถเปลี่ยนแปลงขึ้นหรือลงได้ชนิดที่ทำให้ท่านรู้สึกวู่วามและจนลงได้อย่างรวดเร็ว บางคนมองสิ่งเหล่านี้ว่าเป็นโอกาสเพราะสามารถทำการซื้อ ๆ ขาย ๆ เพื่อทำกำไรได้หลายรอบ ขณะที่บางคนกลับรู้สึกอึดอัดกับความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้น ช่วงเวลาแบบนี้จะเป็นเรื่องพิสูจน์อย่างดีว่าท่านเหมาะที่จะลงทุนในหุ้นหรือไม่ เพราะความผันผวนเป็นคุณสมบัติหลักที่ติดตัวมากกับการลงทุนในหุ้น แต่หลายคนที่ยอมทนกับภาวะความผันผวนนี้ก็เพื่อหวังผลตอบแทนที่คาดว่าจะสูงกว่าการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทอื่น ๆ ตามกฎที่เรามักพูดกันอย่างติดปากว่า “High Risk High Return” หรือมีความเสี่ยงมากก็ต้องให้ผลตอบแทนมาก ความผันผวนนี้แหละคือตัวเอกของความเสี่ยงเลย

อย่างไรก็ดีความผันผวนที่เกิดขึ้นก็ย่อมมีเหตุผล และทุกครั้งในตลาดขึ้นหรือลงมาก ๆ เราก็สามารถหาเหตุผลมาอธิบายจนได้จากสื่อต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นจากทางโทรทัศน์ หนังสือพิมพ์ หรือ เว็บไซต์ที่เสนอข่าวทางการเงิน สิ่งหนึ่งที่ต้องพึงระวังคือ บางครั้งเหตุผลที่เราได้รับนั้นอาจจะดูหยาบจนเกินกว่าที่เราจะนำมาวิเคราะห์เพื่อตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม อย่างเรื่องที่ผมอยากจะเล่าให้ฟังในวันนี้ “อะไรก็กรีซ” ผมได้แรงบันดาลใจที่จะเขียนเรื่องนี้จากบทความหนึ่งใน Website Market Watch ของหนังสือพิมพ์ Wall street Journal ที่เขียนโดยคอลัมน์นิสต์ที่ชื่อ Mr.Mark Hulbert ที่ลงบทความนี้ในวันที่ 27 กันยายน 2554 ชื่อบทความว่า “Stop blaming Greece”

ที่ผ่านมาดูเหมือนว่ากรีซจะตกเป็นจำเลยสำคัญสำหรับอธิบายว่าทำไมวันนี้หุ้นตกหรือหุ้นขึ้น ทั้ง ๆ ที่จริง ๆ แล้ว มันน่าจะ

มีปัญหามากกว่านั้น จากเรื่องกรีซจะผิดนัดชำระหนี้หรือไม่ผิดนัดชำระหนี้ คุณ Hulbert กล่าวว่าในช่วงอาทิตย์ที่ผ่านมา (19 – 23 ก.ย. 54) ที่ตลาดต่างตื่นกลัวว่ากรีซจะผิดนัดชำระหนี้จนทำให้มูลค่าตลาดของตลาดหุ้นสหรัฐฯปรับตัวลดลงไปทั้งหมดประมาณ 8.65 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ มันเป็นไปได้ยังไง ทั้ง ๆ ที่เมื่อรวมหนี้ทุกอย่างของภาครัฐกรีซแล้วมีหนี้เพียงแค่ 3.93 แสนล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ การกล่าวโทษกรีซยิ่งดูไม่น่าเชื่อถือมากไปใหญ่เมื่อพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหุ้นของสหรัฐฯจากจุดสูงสุดในเดือนพฤษภาคมปีนี้มายังจุดปัจจุบัน ซึ่งมูลค่าตามราคาตลาดปรับตัวลดลงไปถึง 2.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งมากกว่า 2 เท่าของหนี้ภาครัฐของประเทศ กรีซ, โปรตุเกส และ สเปน รวมกันซะอีก

ในความเห็นของผมซึ่งอาจจะเหมือนกับหลาย ๆ คน มองว่าปัญหาที่น่ากลัวจริงๆคือ ปัญหานี้จะลุกลามไปยังภาคธนาคารในภูมิภาคหรือไม่ เพราะถ้าวิกฤตินี้พัฒนาการไปเป็นวิกฤติในภาคธนาคารแล้วจะยิ่งแก้ไขลำบากและต้องใช้เวลาค่อนข้างมากในการเยียวยา ทำให้วิกฤติธนาคารถึงน่ากลัว คำถามนี้ตอบไม่ยากมากเพราะมีตัวอย่างให้เห็นอย่างชัดเจน คือวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ที่เราเพิ่งจะผ่านมา โดยปกติธนาคารเป็นตัวกลางทางการเงินที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจ คือมีหน้าที่สำคัญในการนำเงินจากคนที่มั่งคั่งเก็บส่วนเกินไปให้คนที่ต้องการเงินกู้ ผมเชื่อว่าในโลกนี้มีไม่กี่คนที่ไม่ได้ใช้บริการทางการเงินจากธนาคารพาณิชย์ วิกฤติภาคธนาคารจะเกิดขึ้นเมื่อเกิดความไม่มั่นใจในสถานะทางการเงินของธนาคาร คนฝากเงินก็จะแหกกันไปถอนเงิน นักลงทุนก็ถอนเงินลงทุน ธนาคารด้วยกันเองก็ไม่กล้าให้ธนาคารอื่นกู้ ดังนั้นในภาวะเช่นนี้ธนาคารแต่ละแห่งจะหวงแหนเงินสดของตนเองมาก ถ้าย้อนเวลาไปยังช่วงหลังวาณิชชณกิจชื่อดังอย่าง Lehman Brothers ล้มละลาย ธนาคารทั่วโลกไม่เพียงแต่ธนาคารในสหรัฐฯ เกิดภาวะตื่นตระหนก ภาวะที่เรียกว่า dollar shortagesหรือภาวะขาดแคลนเงินเหรียญสหรัฐฯขึ้น

ตามปกติแล้ว เงินเหรียญสหรัฐถือเป็นเงินสกุลหลักของโลก ธุรกิจทางการเงินของทั้งโลกกว่า 60% ใช้เงินเหรียญสหรัฐ ธนาคารที่เดือดร้อนก็มีเต็มไปหมด อย่างธนาคารในเกาหลีใต้ช่วงนั้นก็เดือดร้อนหนัก เพราะมีภาระหนี้เป็นสกุลเงินดอลลาร์ค่อนข้างมาก จนในที่สุดธนาคารกลางประเทศต่างๆต้องประกาศให้ความร่วมมือซึ่งกันและกัน โดยการให้วงเงิน Currency swap หรืออธิบายง่ายๆ ก็คือวงเงินที่ให้ประเทศต่างๆเอาเงินตัวเองมาเปลี่ยนเป็นเงินดอลลาร์นั่นเอง ในช่วงนั้น การทำธุรกิจต่างๆ ประสบความลำบากมาก โดยเฉพาะการซื้อขายของระหว่างประเทศ เพราะการซื้อขายของกันระหว่างประเทศ ค่าไม่ได้ซื้อขายกันด้วยเงินสดแต่จะใช้บริการผ่านธนาคารพาณิชย์ ธุรกิจประเภทนี้เราเรียกรวมๆกันว่า trade finance ถ้าให้ผมอธิบายเรื่องนี้ก็อีกสงสัยจะยาว เอาเป็นว่าธุรกรรมธรรมดาๆแบบนี้ก็ยังคงติดขัดไปหมด การค้าการลงทุนทั่วโลกต่างชะงักงัน นั่นคือความน่ากลัวของวิกฤติที่เราผ่านมาแล้ว

หลายคนอาจจะคิดว่าธุรกิจธนาคารเป็นธุรกิจเสือนอนกิน ดูเหมือนง่าย รับเงินฝากจ่ายดอกเบี้ยต่ำๆแล้วเอาเงินนั้นไปปล่อยกู้ได้ดอกเบี้ยที่สูงกว่า นอกจากนั้นยังมีค่าธรรมเนียมต่างๆที่เรียกเก็บจากลูกค้าได้อีก แต่ธุรกิจธนาคารนี้แหละมีความเสี่ยงต่อความผันผวนมากที่สุด เนื่องด้วยธรรมชาติของธุรกิจธนาคารเป็นธุรกิจที่ Leverage หรือใช้เงินลงทุนในสัดส่วนน้อยและใช้เงินกู้จากคนอื่นมาทำธุรกิจมาก ยกตัวอย่างเช่น ธนาคารกรุงเทพตามข้อมูลในงบการเงิน ณ 30 มิ.ย. 54 มีอัตราส่วนสินทรัพย์ต่อส่วนผู้ถือหุ้นประมาณ 8.49 เท่า ซึ่งอธิบายอย่างหยาบได้ว่าสมมติธนาคารมีสินทรัพย์ทั้งหมดรวม 8.49 บาท เงินที่ธนาคารนำมาลงทุนในสินทรัพย์เหล่านี้ เป็นเงินที่ธนาคารเอามาจากผู้ถือหุ้นเพียง 1 บาท ส่วนอีก 7.49 บาท ธนาคารไปยืมคนอื่นมา ดังนั้นหากอยู่ที่มูลค่าสินทรัพย์ของธนาคารลดลงไป 12% ส่วนของผู้ถือหุ้นที่ธนาคารมีอยู่ก็ไม่เพียงพอที่จะรองรับยอดขาดทุนที่เกิดขึ้นทั้งหมด นั่นหมายความว่าเจ้าหนี้ของธนาคารต้องมีส่วนร่วมกับการขาดทุนที่เกิดขึ้น โดยอาจได้รับชำระหนี้คืนไม่ครบจำนวน คราวนี้มาดูสถานการณ์ของธนาคารใหญ่ในต่างประเทศบ้างว่ามีอัตราส่วนสินทรัพย์ต่อส่วนผู้ถือหุ้นเป็นอย่างไร ผมลองเปรียบเทียบข้อมูล ณ สิ้นไตรมาสที่ 2 ปี 2554 เทียบกับเมื่อปลายไตรมาสที่ 4 ปี 2551 (หลัง Lehman ผิดนัดชำระหนี้แล้ว)

	BBL	BNP	Credit Agricole	BBVA	Deutsche Bank	Commerzbank	citi group	JP Morgan	HSBC
	ไทย	ฝรั่งเศส	ฝรั่งเศส	สเปน	เยอรมนี	เยอรมนี	สหรัฐฯ	สหรัฐฯ	อังกฤษ
ไตรมาส 2 ปี 2554	8.49	22.22	29.88	15.11	35.79	25.87	10.95	12.29	16.06
ไตรมาส 4 ปี 2551	9.55	35.2	34.93	20.32	69.01	31.41	13.46	13.03	25.22

จากตารางข้างต้นนี้จะเห็นว่าธนาคารยุโรปส่วนใหญ่มีอัตราส่วนสินทรัพย์ต่อส่วนผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูงมากเมื่อเทียบกับธนาคารในสหรัฐฯหรือในประเทศไทย และถึงแม้ว่าอัตราส่วนดังกล่าวนี้จะลดลงมากเมื่อเทียบกับช่วงปลายปี 2551 แต่ก็ยังอยู่ในระดับสูงอยู่ดี ถึงแม้ว่าผมยังไม่อาจสรุปได้ว่าธนาคารที่มีอัตราส่วนดังกล่าวนี้สูง จะแยกว่าธนาคารที่มีอัตราส่วนนี้ในระดับต่ำ เพราะธนาคารยุโรปที่ผมยกตัวอย่างมานี้ หลายธนาคารมีอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงกว่าธนาคารสหรัฐฯ หรือธนาคารในประเทศแถบเอเชียมาก ดังนั้นความเสี่ยงว่าธนาคารจะผิดนัดชำระหนี้หรือไม่จึงไม่ได้พิจารณาจากอัตราส่วนที่ว่านี้เพียงอย่างเดียว ธนาคารสามารถมีอัตราส่วนดังกล่าวนี้ในระดับสูงได้ ถ้าสินทรัพย์ที่ธนาคารถืออยู่นั้นมีความเสี่ยงต่ำ แต่สิ่งที่ผมเป็นห่วงก็คือเจ้าสินทรัพย์ที่ว่าอาจจะไม่ได้เสี่ยงต่ำจริงอย่างที่เค้าเชื่อกัน โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาล

ผมเชื่อว่าเป็นปกติมากที่ธนาคารพาณิชย์ในเกือบทุกประเทศจะถือพันธบัตรรัฐบาลของตัวเองอยู่เป็นจำนวนมากไม่น้อย เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง นอกจากซื้อขายคล่องแล้ว ที่สำคัญยังสามารถนำไปใช้ทำธุรกรรมขายแล้วซื้อคืน หรือ repurchase (Repo) ได้อย่างสะดวก เจ้าธุรกรรมที่ว่านี้นิยมทำกันมากในหมู่ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่างๆ เพราะสิ่งที่เกิดขึ้นในระบบธนาคารก็คือธนาคารมักจะมีเงินสดส่วนเกินหรือขาดเงินสดชั่วคราวอยู่เสมอ ธุรกรรม Repo นี้เป็นธุรกรรมสำหรับการกู้ยืมเงินระหว่างกันที่มีความปลอดภัยสูงเพราะไม่ได้กู้กันเปล่าๆมันมีหลักประกันด้วย ซึ่งหลักประกันที่ว่านี้ก็คือเจ้าพันธบัตรหรือตราสารหนี้อื่นๆที่เอามาทำ Repo นั่นแหละ ในการทำธุรกรรม Repo แล้ว พันธบัตรรัฐบาลถือเป็นตราสารที่ปลอดภัยที่สุด เพราะในความรู้สึกของเราๆ พันธบัตรรัฐบาลเป็น risk free asset จึงปลอดภัยกว่าหุ้นกู้ หรือตราสารหนี้อื่นๆ นอกจากนั้นด้วยความที่มีสภาพคล่องสูงฝ่ายคนที่ให้กู้เมื่อได้พันธบัตรไปแล้วก็อาจนำเอาไปทำ short sell เพื่อเก็งกำไรได้อีกด้วย และที่สำคัญก็คือธนาคารกลางของแต่ละประเทศมักจะมี

ข้อจำกัดในการทำธุรกรรม Repo กับธนาคารพาณิชย์ ซึ่งมักจะบังคับให้ใช้พันธบัตรรัฐบาล

พอลกล่าวถึงกลุ่มประเทศยูโรโซนแล้ว มันมีความพิเศษกว่าที่อื่นตรงที่ประเทศในกลุ่มนี้ใช้เงินสกุลเดียวกันคือยูโร และมีธนาคารกลางเดียวกันคือ ECB ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจที่ธนาคารพาณิชย์ของประเทศต่างๆในกลุ่มนี้นอกจากจะถือพันธบัตรรัฐบาลของประเทศตัวเองแล้วยังถือพันธบัตรของประเทศเพื่อนบ้านในกลุ่มยูโรโซนเหมือนกันอีก เพราะไม่ว่าพันธบัตรของประเทศไหนก็สามารถนำไปทำ Repo กับ ECB ได้เหมือนกันหมด

เมื่อเป็นเช่นนี้ปัญหาของกรีซจึงไม่จำกัดแค่กรีซ กลุ่มประเทศสมาชิกของยูโรโซนจึงจำเป็นต้องร่วมมือกัน เพื่อช่วยเหลือกรีซ แนวทางแรกที่กลุ่มประเทศสมาชิกเลือกใช้ก็คือจัดตั้งกองทุน EFSF (European Financial Stability Facility) เพื่อให้เงินกู้แก่กรีซเพราะรัฐบาลกรีซเองมีรายรับไม่พอรายจ่าย หรือเรียกว่าขาดดุลงบประมาณอยู่นั่นเอง ครั้นจะไปออกพันธบัตรรัฐบาลขายในตลาดเหมือนเช่นเมื่อก่อนก็ไม่สามารถทำได้เพราะอัตราดอกเบี้ยที่ค้ำให้ก็สูง ณ ตอนนั้นก็เกินกว่า 7% หนี้เก่าที่มีอยู่แล้วก็มีสัดส่วนสูงถึง 140% ของ GDP ถ้ายังต้องกู้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขนาดนั้นก็ยิ่งจะทำให้ภาระหนี้พอกพูนขึ้น ในที่สุดกรีซจึงต้องขอความช่วยเหลือจาก EFSF แต่เชื่อว่าประเทศอื่นๆจะใจดีให้กู้เปล่า EFSF จึงตั้งข้อแม้ว่าจะให้กรีซเบิกเงินเป็นงวดๆ โดยแต่ละงวดกรีซต้องลดยอดขาดดุลงบประมาณให้ได้ตามเป้า ซึ่งกรีซมีหน้าที่ต้องเพิ่มรายได้ไม่ว่าจะเป็นเพิ่มภาษีหรือขายทรัพย์สินของรัฐบาล รวมทั้งต้องลดค่าใช้จ่ายไม่ว่าจะเป็นการลดการจ้างข้าราชการ หรือลดสวัสดิการของประชากรกรีซ ผลจากมาตรการรัดเข็มขัดนี้จะทำให้เศรษฐกิจกรีซชะลอตัวลง การดำเนินนโยบายนี้จึงไม่เป็นที่พอใจของประชากรกรีซ จึงมีข่าวประท้วงและก่อจลาจลให้เราเห็นอยู่เป็นระยะๆ

แรกๆนักลงทุนก็ตอบรับกับแนวทางนี้ดี เพราะเชื่อว่ากรีซคงจะไม่ผิวนัดชำระหนี้ แต่เวลาผ่านไปนักลงทุนก็รู้สึกว่ามีมาตรการที่ดำเนินอยู่ไม่น่าจะแก้ปัญหาในระยะยาวเพราะปัญหาจริงๆคือด้วยหนี้ที่มีอยู่นั้นกรีซคงจะไม่มีปัญญาชำระ การให้หนี้เลี้ยงกรีซไปเรื่อยๆ แล้วหวังว่ากรีซจะลดการขาดดุลงบประมาณจนกลับเข้าสู่ภาวะปกตินั้นคงจะเป็นความหวังลมๆแล้งๆ ยิ่งเวลา

ผ่านไปยิ่งรู้สึกว่าการจะลดการขาดดุลงบประมาณให้ได้ตามแผนนั้นยิ่งยากขึ้นเรื่อยๆ เพราะด้วยมาตรการที่กรีซดำเนินการอยู่นั้นยิ่งจะทำให้ GDP ลดลงและรายได้ของรัฐบาลก็จะลดลงด้วย นอกจากนั้นก็เหมือนกรีซเองก็ไม่ค่อยเต็มใจจะทำตามแผนเท่าไรนัก นั่นจึงเป็นที่มาว่ากรีซอาจจะไม่ได้รับเงินกู้งวดเดือนกันยายน - ตุลาคม ที่จะถึงนี้

ปัญหากลับไม่ได้หยุดอยู่แค่นั้นเมื่อประเทศอย่าง Ireland และ Portugal ก็ถูกนักลงทุนเทขายจนอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลของทั้ง 2 ประเทศนี้ก็สูงเกินกว่าที่รัฐบาลจะสามารถออกพันธบัตรขายเองได้ ในที่สุดก็จึงต้องเข้าร่วมวงกับกรีซในการกู้กองทุน EFSF แต่แทนที่ทุกอย่างจะดีขึ้นนักลงทุนเริ่มไม่เชื่อมั่นต่อประเทศในกลุ่มที่มีขนาดใหญ่อย่าง สเปน และ อิตาลี หลังจากที่เริ่มมีข้อมูลเชิงลบบางอย่างไม่ว่าจะเป็น การถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ ธนาคารพาณิชย์ในประเทศเหล่านั้นเริ่มมีสถานะทางการเงินที่แยลงเรื่อยๆ ถึงแม้ว่ากลุ่มประเทศดังกล่าวจะทำการทดสอบความแข็งแกร่งของสถานะทางการเงินของธนาคารในภูมิภาค (Stress test) ซึ่งผลออกมาว่ามีธนาคารเล็กๆ 8 แห่งไม่ผ่านการทดสอบ และธนาคารขนาดใหญ่อีก 16 แห่งผ่านแบบเฉียดฉิว แต่นักลงทุนหลายคนก็ดูเหมือนว่าจะไม่เชื่อผลการทดสอบนี้ซักเท่าไรนัก ผลจากเหตุการณ์เหล่านี้ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของอิตาลีและสเปนเริ่มปรับตัวสูงขึ้นมากและถ้าหากปล่อยให้สูงไปเกินกว่านี้ อิตาลีและสเปนจะกู้เงินเองไม่ไหว และที่สำคัญเงินในกองทุน EFSF ก็ไม่เพียงพอที่จะให้สเปน กับ อิตาลีกู้ได้เสียด้วย

ที่สุุดภาวะตลาดก็กดดันจนทำให้กลุ่มประเทศสมาชิกยูโรโซนต้องจัดประชุมและเพิ่มแนวทางแก้ปัญหา คือ ประเทศสมาชิกจะเพิ่มขนาดของเงินกองทุนจาก 440 พันล้านยูโรเป็น 780 พันล้านยูโร และเพิ่มหน้าที่ของกองทุนดังกล่าวจากที่เคยให้กู้โดยตรงได้เพียงอย่างเดียว เป็นสามารถเข้าไปซื้อพันธบัตรของประเทศที่ประสบปัญหาในตลาดรองได้เพื่อพยุงไม่ให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรดังกล่าวปรับตัวสูงเกินไป ECB ก็ประสานเสียงในการช่วยเหลือ คือ ในระหว่างที่ EFSF version ใหม่ยังไม่ผลบังคับเพราะต้องรอรัฐสภาของประเทศสมาชิกอนุมัติทั้งหมด ECB จะเข้าไปซื้อพันธบัตรของประเทศเหล่านี้เอง