

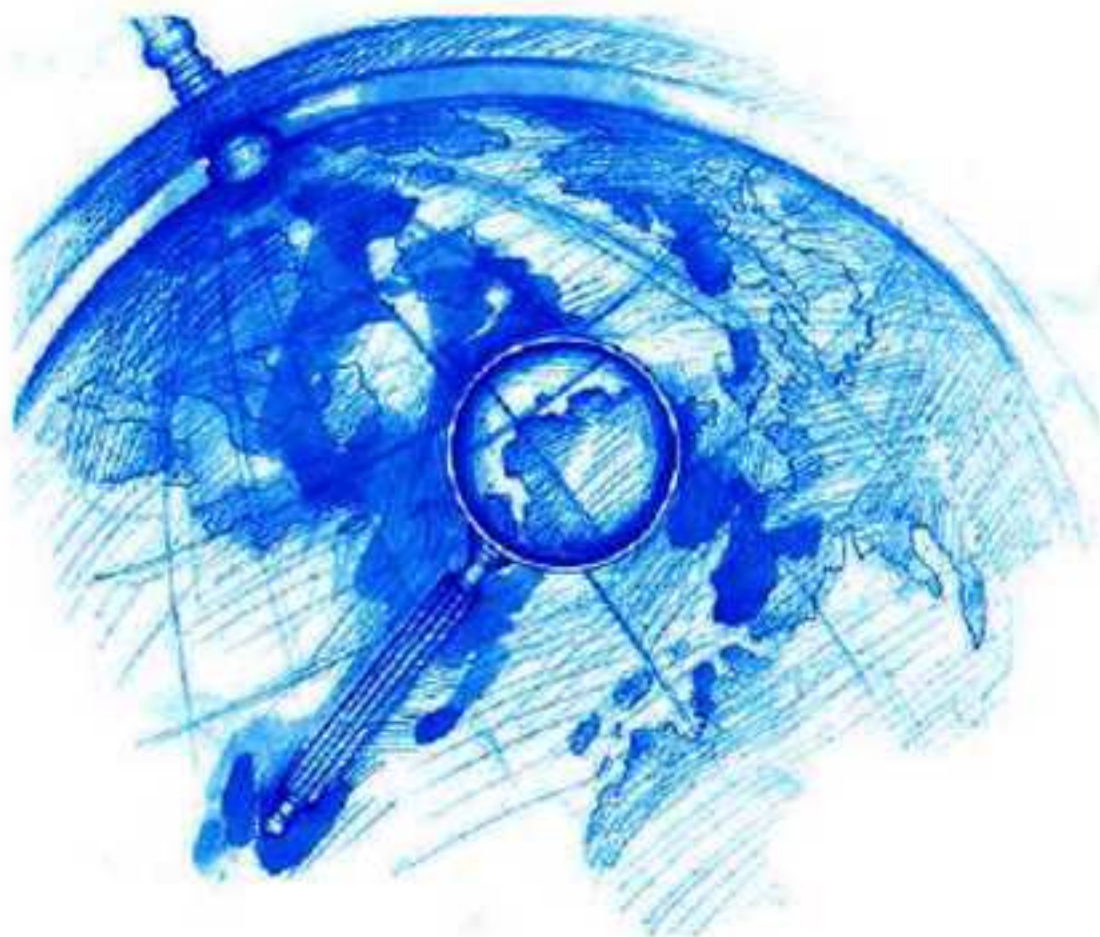
WE-MPG

Wide-angled Economics Monetary Policy Group

การแพร่กระจายของวิกฤตเศรษฐกิจการเงินสหรัฐฯ ไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจโลก

ณัฐา ปิยะกาญจน์ และ อภิวรรณ นิ่มละม้าย

แนวโน้มขยายเศรษฐกิจ - สายนโยบายการเงิน
ฉบับที่ 14 กรกฎาคม 2552



การแพร่กระจายของวิกฤตเศรษฐกิจการเงินสหรัฐฯ ไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจโลก¹

ณัฐา ปิยะกาญจน์ และ อภิวัฒน์ นิมละมัย²

I. บทนำ

วิกฤตการเงินโลกในปัจจุบันเริ่มต้นจากปัญหาในตลาด subprime ของสหรัฐฯ และได้ลุกลามไปยังเศรษฐกิจในภูมิภาคอื่นๆ ทั่วโลกอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี 2008 จนทำให้เศรษฐกิจโลกโดยรวมเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง เนื่องจากความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจทั้งด้านการค้า และการเงินที่เพิ่มขึ้นสูงในช่วง 2 ทศวรรษที่ผ่านมา

บทความนี้จึงต้องการสร้างความเข้าใจถึงสาเหตุของการแพร่กระจายของวิกฤตเศรษฐกิจการเงิน และผลกระทบทางการเงินและการค้าในภูมิภาคต่างๆ จนทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจของโลกอย่างสมบูรณ์ นอกจากนี้ ยังได้ประเมินถึงความรุนแรงและระยะเวลาของวิกฤตเศรษฐกิจในปัจจุบัน เพื่อแสดงถึงโอกาสของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป

II. วิกฤต Subprime จุดเริ่มต้นของปัญหา

วิกฤต subprime มีสาเหตุมาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจการเงินรวมทั้งการดำเนินนโยบายการเงินและนโยบายดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน สาเหตุสำคัญแรกคือการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ในการกำกับสถาบันการเงิน ซึ่งส่งผลให้สถาบันการเงินสามารถทำธุรกรรมประเภทใหม่ๆ ได้มากขึ้น ทั้งนี้ รวมถึงการนำเอาสินเชื่อบ้าน มาผ่านกระบวนการแปลงเป็นหุ้นกู้จำพวก Mortgage-Backed Security (MBS) และ Collateralized debt obligations (CDOs) ที่จ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ลงทุนจากดอกเบี้ยที่ได้รับจากลูกหนี้บ้านที่อยู่อาศัย แล้วจึงนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นกู้มาปล่อยกู้เพิ่มขึ้น ทำให้สถาบันการเงินเปลี่ยนบทบาทจากเจ้าหนี้มาเป็น "คนกลาง" ส่วนนักลงทุนซึ่งส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันที่ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวกลับกลายเป็น "เจ้าหนี้" ถือครองสินเชื่อบ้านแทน กระบวนการดังกล่าว เอื้อให้สถาบันการเงินสามารถกระจายความเสี่ยงออกจาก portfolio ได้มากขึ้น ส่งผลให้สถาบันการเงินเหล่านั้นสามารถปล่อยกู้และลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงได้มากกว่าที่เคยเป็นในอดีต

นอกจากนี้ การที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานตั้งแต่ปี 2001 เป็นต้นมา ทำให้สถาบันการเงินพยายามหาช่องทางในการหารายได้มากขึ้น โดยลดมาตรฐานในการปล่อยกู้ลงมาก โดยเฉพาะ การปล่อยกู้ในตลาด subprime ซึ่งเป็นตลาดของลูกหนี้ที่มีคุณสมบัติไม่ครบถ้วนหรือลูกหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงก็ได้ขยายตัวเพิ่มมากขึ้นด้วย โดยสถาบันการเงินเหล่านี้จึงใจผู้กู้ด้วยการให้ผู้กู้สามารถ

¹ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

² เศรษฐกรอาวุโส และเศรษฐกร ทีมเศรษฐกิจโลก ส่วนเศรษฐกิจระหว่างประเทศ สายงานนโยบายการเงิน

จ่ายดอกเบี้ยในระดับต่ำและคงที่ในช่วงแรกของการกู้ จึงทำให้เกิดการเก็งกำไรในตลาดที่อยู่อาศัยมากขึ้นเรื่อยๆ ผลักดันให้ราคาบ้านเพิ่มขึ้นสูงถึงกว่าร้อยละ 200 ภายในเวลา 5 ปี

อย่างไรก็ตาม ในช่วงกลางปี 2004 เป็นต้นมา ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกได้ปรับสูงขึ้นต่อเนื่องส่งผลให้ความเสี่ยงต่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จึงเริ่มดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด โดยปรับดอกเบี้ยขึ้นอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 1.0 ในเดือนมิถุนายน 2004 มาอยู่ที่ร้อยละ 5.25 ในเดือนมิถุนายน 2006 ส่งผลให้ฟองสบู่ในตลาดที่อยู่อาศัยแตก ราคาบ้านในสหรัฐฯ เริ่มลดลงต่อเนื่อง อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นกระทบกับระยะเวลาที่สินเชื่อที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่เริ่มเข้าสู่ช่วงอัตราดอกเบี้ยลอยตัวส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้กู้ลดลง โดยเฉพาะผู้กู้ในกลุ่ม subprime ที่มีคุณสมบัติด้อยกว่าผู้กู้ในกลุ่มอื่นๆ ทำให้อัตราการผิดนัดชำระเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

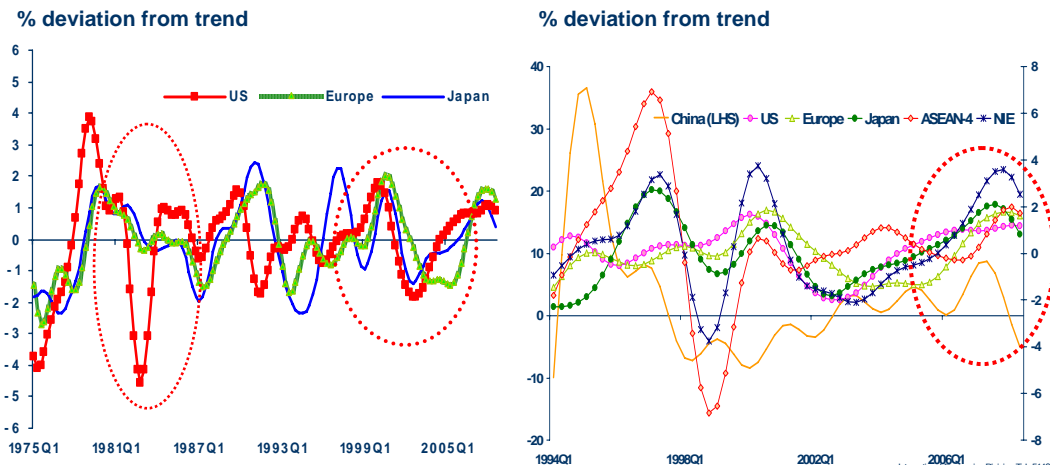
การผิดนัดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นทำให้ตราสารหนี้ที่ผูกกับการจ่ายดอกเบี้ยของสินเชื่อกลุ่มนี้ด้อยค่าลงอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ผู้ลงทุนและผู้ปล่อยกู้ในตราสารที่กล่าวมาแล้วนั้นทยอยกันปรับสถานะขาดทุน นอกจากนี้ ความคลุมเครือเกี่ยวกับมูลค่าแท้จริงของตราสารอนุพันธ์ จากความซับซ้อนของตราสารดังกล่าว ทำให้การประเมินความเสี่ยง (exposures) เกี่ยวกับสินทรัพย์ที่เชื่อมโยงกับสินทรัพย์ subprime ของสถาบันการเงินต่างๆ ว่ามีมากเท่าใดทำได้ยากและนำไปสู่สถานการณ์ที่เรียกว่า risk aversion ซึ่งเป็นภาวะที่นักลงทุนมีความกังวลและระมัดระวังในการลงทุนมาก รวมถึงเกิดภาวะสภาพคล่องตึงตัว (liquidity crunch) ในตลาดการเงินทั้งสหรัฐฯ และโลก ต่อมาความตึงตัวในตลาดการเงินและสินเชื่อที่ยืดเยื้อทำให้สถาบันการเงินปรับมาตรฐานการปล่อยกู้เข้มงวดขึ้น กอปรกับราคาบ้านที่หดตัวต่อเนื่องและรุนแรงมากเป็นประวัติการณ์ ทำให้ทั้งการบริโภคและการลงทุนของสหรัฐฯ หดตัวรุนแรงส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยตั้งแต่เดือนธันวาคม 2007

III. ความเชื่อมโยงทางการค้าและการเงิน และวัฏจักรเศรษฐกิจ

ความเสียหายจากวิกฤต subprime มิได้จำกัดอยู่ในสหรัฐฯ แต่ได้แพร่กระจายไปยังประเทศอื่นๆ ทั่วโลกอย่างรวดเร็ว เนื่องจากความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางการค้าและการเงินเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ทำให้วัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ มีความสอดคล้องกันมากขึ้น จากรูปที่ 1 ในช่วงวิกฤตการเงินปี 1980-81 (Saving and Loan Crisis) วัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ไม่เป็นไปตามเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขณะที่วัฏจักรเศรษฐกิจปัจจุบันของทั้งประเทศในกลุ่ม G3 และเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียสอดคล้องกับของสหรัฐฯ ก่อนข้างมาก ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเปิดเสรีทั้งทางด้านการค้าและการเงินของประเทศต่างๆ ที่เร่งขึ้นตั้งแต่ทศวรรษที่ 90 เป็นต้นมา ทำให้ในช่วงแรกประเทศที่มีความเชื่อมโยงทางการเงินกับสหรัฐฯ สูง เช่น กลุ่มประเทศยูโร และเอเชียบางประเทศ รวมถึงยุโรปตะวันออกที่มีความเชื่อมโยงทางการเงินกับกลุ่มประเทศยูโรสูงตั้งแต่ช่วงประมาณปี 2004 ได้รับความกระทบมาก จากผลกระทบทางการเงินเป็นสำคัญ

ดังนั้น การส่งผ่านผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยสหรัฐฯ ในครั้งนี้ไปยังเศรษฐกิจในกลุ่ม G3 รวมทั้งเศรษฐกิจภูมิภาคเอเชีย จึงมีความรุนแรงกว่าเมื่อเทียบกับภาวะถดถอย (recession) ในช่วง 1980s และ 1990s

รูปที่ 1 ความสอดคล้องของ GDP Cycles



Source: Bloomberg & BOT's calculation using Band-pass filter

หมายเหตุ: ASEAN4 ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และไทย

NIE (Newly industrialized Asian economies) ได้แก่ ฮองกง เกาหลี สิงคโปร์ และไต้หวัน

IV. ช่องทางการส่งผ่านผลกระทบจากวิกฤต Subprime ไปยังภูมิภาคอื่นๆ

1. ความเชื่อมโยงทางการเงิน (International Financial Linkages) วิกฤตทางการเงินแพร่กระจายไปยังภูมิภาคต่างๆ ผ่านช่องทางการเงิน จากปัญหาวิกฤตสถาบันการเงินที่สำคัญสองเหตุการณ์ด้วยกัน คือ

1) เมื่อวันที่ 9 สิงหาคม 2007 ธนาคาร BNP Paribas ซึ่งเป็นสถาบันการเงินที่ใหญ่ที่สุดของฝรั่งเศส ไม่สามารถไถ่ถอนชำระหนี้ในกองทุนจำนวน 3 กองได้ จนทางการต้องเข้าให้ความช่วยเหลือทางการเงิน และการประสบปัญหาทางการเงินของ Bear Stearns จากการขาดทุนอย่างหนักในกองทุน structured credit³ 2 กอง จนต้องขายกิจการให้แก่ JP Morgan Chase โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ เข้าประกันราคาสินทรัพย์ของ Bear Stearns เมื่อวันที่ 14 มีนาคม 2008

2) เมื่อวันที่ 15 กันยายน 2008 Lehman Brothers วาณิชธนกิจรายใหญ่อันดับ 4 ของสหรัฐฯ ได้ยื่นขอความคุ้มครองทรัพย์สินตามกฎหมายล้มละลาย หลังจากประสบปัญหาการขาดทุนอย่างหนักถึง 3.9 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในไตรมาสที่ 3 ปี 2008

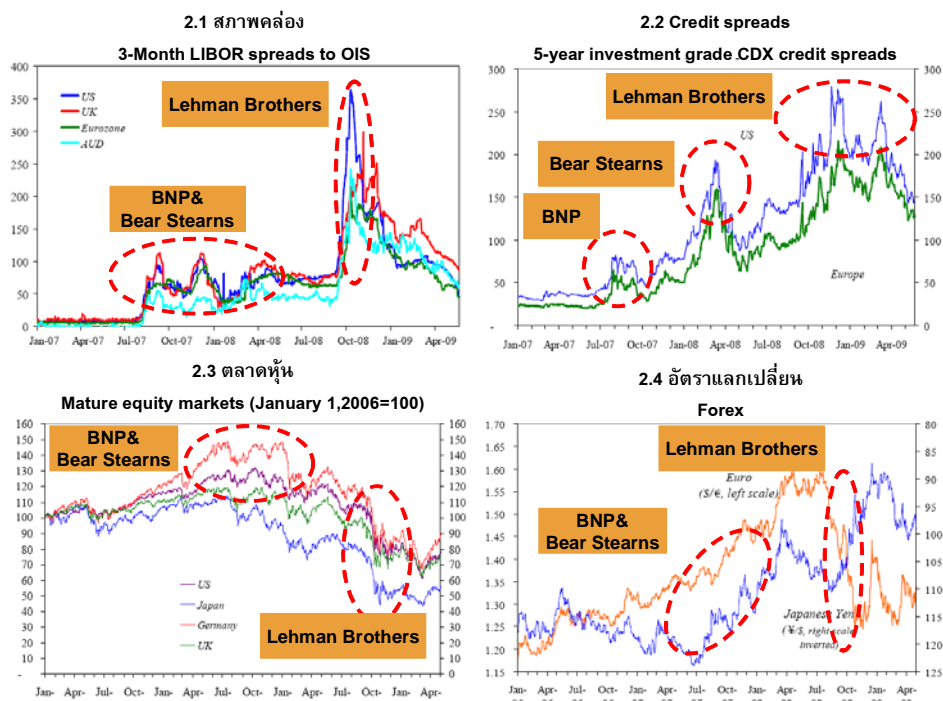
วิกฤตสถาบันการเงินข้างต้นได้ส่งผลกระทบรุนแรงและกว้างขวางต่อภาคการเงินในภูมิภาคอื่นๆ ทั้งด้านตลาดเงินและตลาดทุน อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าวส่งผ่านไปในแต่ละภูมิภาคด้วยระดับความรุนแรงที่แตกต่างกัน ทั้งนี้ วิกฤตการเงินครั้งนี้ได้สร้างผลกระทบผ่านช่องทางทางการเงิน 4 ด้านสำคัญ คือ ด้านสภาพคล่อง เครดิต ตลาดหุ้น และอัตราแลกเปลี่ยน

³ Structured credit คือ สินทรัพย์จากการลงทุนทางการเงินที่มีลักษณะขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงของราคาในหลักทรัพย์ชนิดใดชนิดหนึ่งหรือหลายชนิดรวมกัน เช่น หุ้น ดัชนี สินค้าโภคภัณฑ์ ตราสารหนี้ อัตราแลกเปลี่ยน (Securities and exchange commission, Rule 434)

ก) ผลกระทบต่อสภาพคล่อง (รูปที่ 2.1)

การประสบปัญหาทางการเงินของ Bear Stearns และ BNP ในช่วงปี 2007 ถึงต้นปี 2008 จนทางการต้องเข้าให้ความช่วยเหลือ ทำให้การปล่อยกู้ระหว่างสถาบันการเงินชะลอตัวลงมาก และต้นทุนการกู้ยืมที่สะท้อนจากส่วนต่างของ 3-month Libor spread to Overnight Interest rate Swap (OIS) ปรับสูงขึ้นอย่างมาก เนื่องจากสถาบันการเงินเริ่มกังวลต่อสภาพคล่องและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ ปัญหาสภาพคล่องในสถาบันการเงินได้ทวีความรุนแรงและเด่นชัดมากยิ่งขึ้นเมื่อ Lehman Brothers ล้มละลาย เหตุการณ์ในครั้งนี้ได้สร้างความวิตกกังวลเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ทำธุรกรรมทางการเงินเกี่ยวข้องกับ Lehman Brothers ทำให้สภาพคล่องในตลาดการเงินหลายภูมิภาคตึงตัวรุนแรงมากขึ้น

รูปที่ 2 ความเชื่อมโยงทางการเงิน



Source: Global Markets Monitor, IMF, 22 May 2009.

ข) ผลกระทบต่อเครดิต (รูปที่ 2.2)

ความเสี่ยงด้านสินเชื่อเพิ่มมากขึ้นเป็นประวัตินการณ์ สะท้อนจาก credit spread ในกลุ่มประเทศยุโรปที่เพิ่มสูงขึ้นมากเมื่อ Bear Stearns ประสบปัญหาทางการเงิน เนื่องจากกลุ่มประเทศยุโรป มีการถือครองและลงทุนในทรัพย์สินที่เป็นสกุลดอลลาร์ สรอ. มากเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ โดยเฉพาะการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง เช่น ตราสารทางการเงินประเภท CDO และ CDS นอกจากนี้การล้มละลายของ Lehman Brothers ทำให้ credit spread ทั้งในสหรัฐฯ และกลุ่มประเทศยุโรปเพิ่มสูงขึ้น เพราะขนาดและความเชื่อมโยงที่สูงของ Lehman Brothers กับสถาบันการเงินอื่นๆ

ค) ผลกระทบต่อตลาดหุ้น (รูปที่ 2.3)

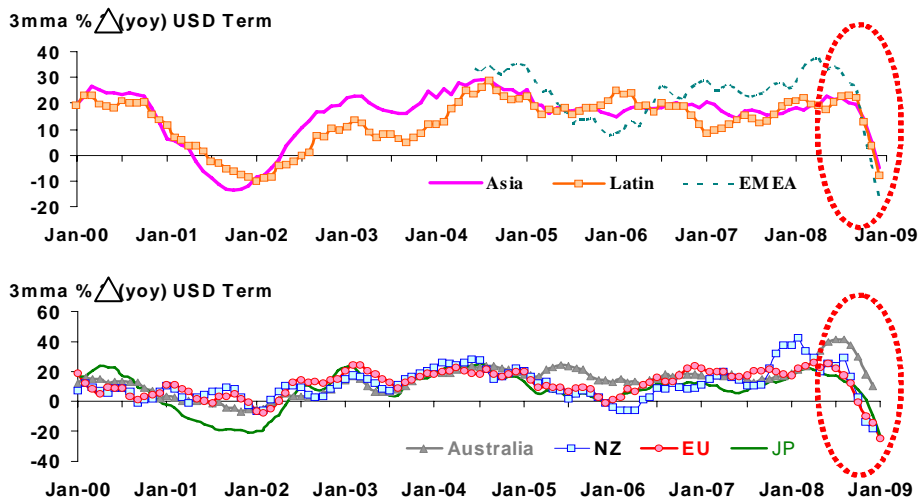
ตลาดหุ้นในทุกภูมิภาคปรับลดลงจากผลกระทบจากการประสบปัญหาทางการเงินของ BNP และ Bear Stearns แต่ก็กลับเพิ่มสูงขึ้นจากตัวเลขผลประกอบการของบริษัทหลายแห่งในสหรัฐฯ ที่มีผลกำไรดีกว่าคาดในช่วงเวลาดังกล่าว ประกอบกับการประกาศคืนภาษี (tax rebate) จากทางการและตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ยังคงค่อนข้างดีอยู่

อย่างไรก็ดี หลังจากที่ Lehman Brothers ล้มละลาย ดัชนีตลาดหุ้นลดลงมากและมีความผันผวนเป็นอย่างมากด้วยความวิตกและความกังวลในหมู่นักลงทุนทั่วโลกถึงการล้มละลายที่อาจเกิดขึ้นในสถาบันการเงินอื่น ทำให้นักลงทุนเร่งขายหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นทุกภูมิภาค

ง) ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน (รูปที่ 2.4)

ก่อนการล้มละลายของ Lehman Brothers อัตราแลกเปลี่ยนในทุกภูมิภาคแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ เพราะวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ ยังไม่ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงในภูมิภาคอื่น อย่างไรก็ตาม หลังจากการล้มละลายของ Lehman Brothers ความเสี่ยงด้านการเงินและความไม่แน่นอนทางด้านเศรษฐกิจในภูมิภาคอื่นๆ เพิ่มสูงมากขึ้น ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนทุกภูมิภาคอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นผลมาจากการเร่งขายสินทรัพย์ (Deleveraging) ในรูปแบบต่างๆ ของนักลงทุนทั่วโลก ยกเว้นค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นในฐานะที่เป็นสกุลเงินที่มีความปลอดภัยสูง (safe haven currency) และความต้องการถือพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มมากขึ้น และเงินเยนของญี่ปุ่นที่แข็งขึ้นมากจากการถอนเงินลงทุนที่ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าในประเทศที่อัตราดอกเบี้ยสูงกลับคืนญี่ปุ่น (unwind carry trade) เมื่อเกิดความไม่มั่นใจในสถานการณ์เศรษฐกิจโลก

รูปที่ 3 มูลค่าการส่งออกของภูมิภาคต่างๆ⁴



Source: CEIC, Bloomberg and BOT staff's calculation

4 หมายเหตุ: ประเทศในเอเชีย (Asia) ประกอบไปด้วย จีน ฮองกง ไต้หวัน เกาหลีใต้ อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย
ประเทศในลาติน (Latin) ประกอบไปด้วย อาเจนตินา บราซิล ชิลี เปรู และเม็กซิโก
ประเทศในยุโรปตะวันออก (EMEA) ประกอบไปด้วย บัลแกเรีย โครเอเชีย เช็ก เอสโตเนีย ฮังการี ลัตเวีย โปแลนด์ โรมาเนีย สโลวาเกีย ตุรกี และไซปรัสข้อมูลเริ่มต้นเมื่อปี 2004

2. ความเชื่อมโยงทางการค้า (Intertrade Linkage) วิกฤตทางการเงินในสหรัฐฯ ที่เริ่มชัดเจนจากการเข้าช่วยเหลือ Bear Stearns จนถึงการล้มละลายของ Lehman Brothers ได้สร้างผลกระทบที่รุนแรงและชัดเจนมากขึ้นต่อภาคการเงินและได้ขยายขอบเขตเข้าสู่ภาคเศรษฐกิจจริงในเวลาต่อมา โดยบั่นทอนความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาคธุรกิจ ส่งผลให้การบริโภคและการลงทุนชะลอตัวลง ทำให้ภูมิภาคอื่นๆ ที่พึ่งพาการส่งออกและมีสหรัฐฯ เป็นคู่ค้าที่สำคัญได้รับผลกระทบเป็นอย่างมาก นอกจากนี้ เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงทำให้อาณัติและสินค้าโภคภัณฑ์ลดลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ประเทศผู้ส่งออกสินค้าเหล่านี้เป็นหลัก เช่น ตะวันออกกลาง ลาตินอเมริกา ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ได้รับผลกระทบอย่างชัดเจน

การส่งออกในแต่ละภูมิภาคมีความเชื่อมโยงและมีความสัมพันธ์กันมากขึ้นมา โดยตลอดตั้งแต่แสดงในรูปที่ 3 ซึ่งก่อนการล้มละลายของ Lehman Brothers การส่งออกในแต่ละภูมิภาคยังขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดีที่ประมาณร้อยละ 10-20 โดยเฉพาะประเทศในกลุ่มยุโรปตะวันออก ลาติน ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ ที่ได้รับผลดีจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม หลังจากวิกฤตทางการเงินได้ลุกลามไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง การส่งออกของกลุ่มประเทศยุโรป ญี่ปุ่น และภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง ขณะที่ กลุ่มประเทศยุโรปตะวันออก ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน เมื่อราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ลดลง ซึ่งทำให้มูลค่าการส่งออกลดลงอย่างเห็นได้ชัด

V. การแพร่กระจายของวิกฤตการเงินสู่ภูมิภาคต่างๆ

วิกฤตการณ์ทางการเงินที่เริ่มต้นจากสหรัฐฯ ได้ส่งผลกระทบผ่านช่องทางทางการเงินและการค้าอย่างรุนแรงและรวดเร็วแตกต่างกันในแต่ละภูมิภาค (รูปที่ 4) ตามระดับความเชื่อมโยงทางการเงิน และการพึ่งพาการส่งออกเป็นสำคัญ

รูปที่ 4 การแพร่กระจายของวิกฤตการเงิน



Source: BBC, BOT

ก) กลุ่มประเทศ G3

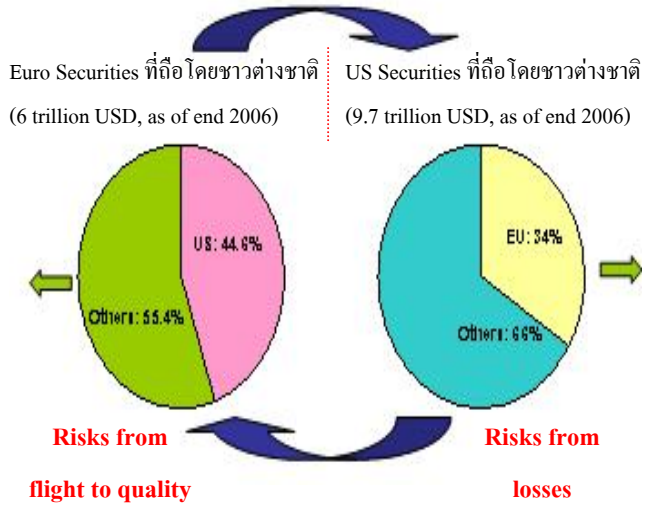
ความเชื่อมโยงของตลาดเงินระหว่างสหรัฐฯ และกลุ่มประเทศยูโรอยู่ในระดับที่สูงมากเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ สะท้อนได้จากมูลค่าทรัพย์สินของกลุ่มประเทศยูโรที่สหรัฐฯ ถือครอง (รูปที่ 5) มีมากถึงร้อยละ 44.6 ของทรัพย์สินในกลุ่มประเทศยูโรทั้งหมด ขณะที่ กลุ่มประเทศยูโรถือครองทรัพย์สินในสหรัฐฯ มากถึงร้อยละ 34 ของทรัพย์สินในสหรัฐฯ ประกอบด้วยโครงสร้างการกู้ยืมทางการเงินของสถาบันในกลุ่มประเทศยูโรและ

สหรัฐฯ มีความเชื่อมโยงกันมาก ทั้งจากการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงประเภท MBS ในสหรัฐฯ และการกู้ยืมเงินระหว่างกันในระดับสูง โดยเฉพาะจากการที่ Money market funds ในรูปเงินดอลลาร์ সরอ. เป็นแหล่งเงินทุนสำคัญของสถาบันการเงินในกลุ่มประเทศยูโรตั้งแต่ช่วงต้น 2000s ทำให้สภาพคล่องในกลุ่มประเทศยูโรจึงตัวอย่างรวดเร็วเมื่อวิกฤตการเงินเกิดขึ้นในสหรัฐฯ ขณะที่ ความเชื่อมโยงของตลาดการเงินระหว่างสหรัฐฯ และญี่ปุ่นอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า เพราะการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงของระบบการเงินสหรัฐฯ ค่อนข้างน้อย และญี่ปุ่นเป็นประเทศที่มีการออมสูง ส่งผลให้ภาคธนาคารสามารถระดมทุนหรือกู้ยืมเงินภายในประเทศได้มาก ประกอบกับดอกเบี้ยภายในประเทศอยู่ในระดับที่ต่ำมาก

สำหรับภาคการค้า ยุโรปและญี่ปุ่นต่างได้รับผลกระทบทางการค้าอย่างรุนแรงและรวดเร็วกว่าภูมิภาคอื่นๆ เนื่องจากเป็นประเทศที่ส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ โดยตรงและไม่กระจายการส่งออกมาก

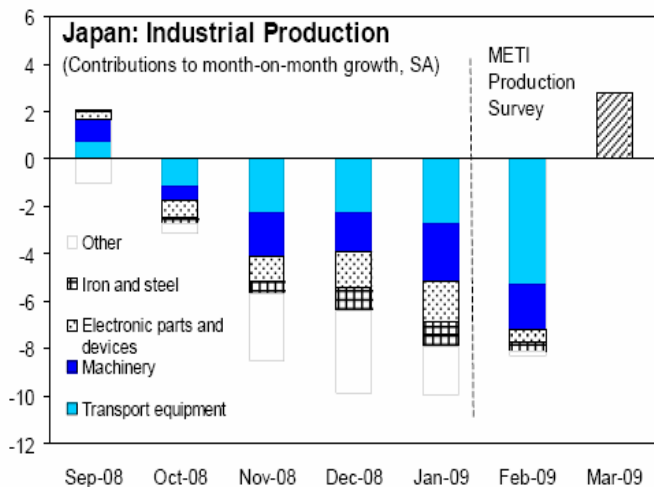
เทียบเท่ากับภูมิภาคอื่นๆ โดยเฉพาะญี่ปุ่นที่ได้รับผลกระทบด้านการส่งออกอย่างมากเมื่ออุปสงค์จากต่างประเทศชะลอตัวลง เนื่องจากระบบเศรษฐกิจถูกขับเคลื่อนด้วยการส่งออกมากกว่าร้อยละ 80 และสินค้าที่ผลิตเพื่อส่งออกส่วนใหญ่ (รูปที่ 6) เป็นยานพาหนะ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องจักร ซึ่งความต้องการสินค้าเหล่านี้ลดน้อยลงเมื่อธุรกิจและผู้บริโภคชะลอการใช้จ่าย กอปรกับ

รูปที่ 5 สัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ในสหรัฐฯ



Source: Deutsche Bank, June 2008
Note: Securities included debt and equity

รูปที่ 6 การผลิตภาคอุตสาหกรรมในญี่ปุ่น



Source: IMF, Why has Japan been hit so hard by Global recession?, 18 March 2009.

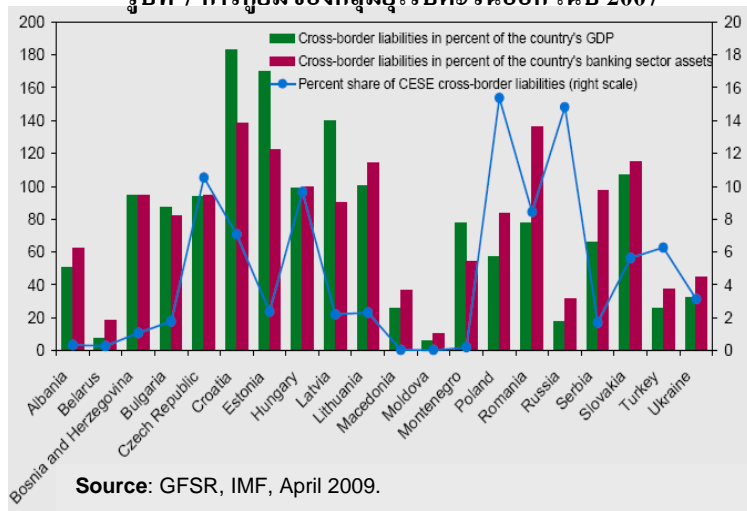
ค่าเงินเยนที่ปรับแก้ค่ามากขึ้นกว่าร้อยละ 40 ในช่วงไตรมาส 4 ของปี 2008 ซ้ำเติมให้การส่งออกของ ญี่ปุ่นหดตัวมากเป็นประวัติการณ์ และส่งผลให้เศรษฐกิจหดตัวรุนแรงมากที่สุดในกลุ่มประเทศ G3

ข) กลุ่มประเทศยุโรปตะวันออก

กลุ่มประเทศยุโรปตะวันออกได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตทางการเงินครั้งนี้ โดยเฉพาะผลกระทบทางการเงินเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ สะท้อนจากราคาหุ้นที่ลดลงอย่างรุนแรง และ spreads ที่เพิ่มสูงขึ้นมาก ซึ่งสาเหตุสำคัญมาจากเงินทุนไหลเข้าเป็นจำนวนมากสู่ภาคธนาคารในช่วงก่อนวิกฤต ทำให้สินเชื่อกายในประเทศขยายตัวสูง คุลบัญชีเดินสะพัดเริ่มขาดดุล และเงินเฟ้อเร่งขึ้นอย่างรวดเร็ว ขณะที่ ภาคการค้าในยุโรปตะวันออกหดตัวจากการลดลงของราคาน้ำมันและอุปสงค์ของโลกที่ชะลอตัว

การไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมากสู่ยุโรปตะวันออก เกิดขึ้นจากในช่วงก่อนวิกฤตการเงินครั้งนี้ โดยรัฐบาลในยุโรปตะวันออกหลายประเทศได้เปิดเสรีทางการเงิน ทำให้ธนาคารต่างชาติสามารถเข้ามาทำธุรกิจภายในประเทศได้และมีบทบาทที่สำคัญยิ่งในระยะหลังต่อภาคการเงินในยุโรปตะวันออก โดย

รูปที่ 7 การกู้ยืมของกลุ่มยุโรปตะวันออก ในปี 2007



เงินทุนไหลเข้าส่วนใหญ่มาจาก อัตรากារกู้ยืมของยุโรปตะวันออก จากประเทศในกลุ่มยูโรที่มีมากถึง ร้อยละ 91 จากเงินกู้ทั้งหมด (BIS Quarterly Review, September 2008) เพราะฉะนั้นจึงทำให้ยุโรป

ตะวันออกได้รับผลกระทบด้านการเงิน โดยตรงเมื่อธนาคารของประเทศกลุ่มยูโรที่มีสาขาอยู่ในกลุ่มประเทศยุโรปตะวันออกประสบปัญหาทางการเงิน ส่งผลให้เงินทุนที่เคยไหลเข้าอย่างต่อเนื่องหยุดชะงักลงทันที ทำให้ผู้บริโภคและธุรกิจที่พึ่งพาเงินกู้ต่างประเทศเพื่อการบริโภคและลงทุนประสบปัญหาด้านสภาพคล่องอย่างรุนแรง

ทั้งนี้ ในปี 2007 ยุโรปตะวันออกมีหนี้ต่างประเทศในสัดส่วนสูงกว่าร้อยละ 50 ของ GDP ในเกือบทุกประเทศ (รูปที่ 7) โดยเฉพาะ โครเอเชีย ลัตเวีย เอสโตเนีย และ โรมาเนีย ที่มีการก่อหนี้ต่างประเทศมากกว่าร้อยละ 100 ต่อ GDP นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับวิกฤตทางเศรษฐกิจในอดีตพบว่าสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP ของยุโรปตะวันออกสูงกว่าประเทศอื่นๆ เป็นอย่างมาก โดยในวิกฤตของเม็กซิโก เมื่อปี 1994 เม็กซิโกมีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศเพียง ร้อยละ 20 ต่อ GDP เท่านั้น ในขณะที่ในวิกฤตของฟินแลนด์และไทย ในปี 1990 และ 1997 ต่างก็มีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศอยู่ที่ประมาณร้อยละ 50 ต่อ GDP นอกจากนี้ธนาคารส่วนใหญ่ในยุโรปตะวันออกไม่ได้ทำการป้องกันความเสี่ยงของเงินกู้เงินตราต่างประเทศ จึงมีความเสี่ยงสูงมากต่อการประสบกับวิกฤตทางการเงินอย่างรุนแรงเมื่อเงินสกุลท้องถิ่น

อ่อนค่าลงมาก และเมื่อมูลค่าของหนี้ต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นเป็นอย่างมาก ซึ่งทำให้ธนาคารไม่สามารถชำระหนี้ได้

นับถึงเดือนพฤษภาคม 2009 มีประเทศในยุโรปตะวันออกจำนวนมากถึง 8 ประเทศ⁵ ได้เข้าขอความช่วยเหลือทางการเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ซึ่งมีมูลค่าการขอความช่วยเหลือรวมกันสูงถึง 77.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ค) กลุ่มประเทศเอเชีย

ภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบจากวิกฤตผ่านช่องทางทางการเงินครั้งนี้น้อยกว่าภูมิภาคอื่นๆ เนื่องจากประเทศต่างๆ มีการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์เสี่ยงประเภท subprime มีค่อนข้างน้อย และสถาบันการเงินมีฐานะการเงินที่ดี ประกอบกับทางทำได้ทำการปฏิรูปทางการเงินและเพิ่มมาตรฐานการดูแลระบบสถาบันการเงิน ตั้งแต่หลังวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชีย

อย่างไรก็ดี ภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการเร่งขายทรัพย์สินจำนวนมาก (deleveraging) ของนักลงทุนต่างประเทศ (รูปที่ 10) นำไปสู่ปัญหาสภาพคล่องที่ตึงตัวของภาคธุรกิจและต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น

วิกฤตสถาบันการเงินในสหรัฐฯ และยุโรป ส่งผลให้สถาบันการเงินหลายแห่งลดการลงทุนและบางส่วนได้ถอนทุนออกจากภูมิภาคเอเชีย ทำให้เงินทุนที่เคยไหลเข้าสู่ภูมิภาคนี้อย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลามากกว่า 3 ปี ได้หดตัวลงอย่างรวดเร็วและรุนแรง สถาบันการเงินและธุรกิจจำเป็นต้องระดมทุนผ่านช่องทางอื่น เช่น การออกพันธบัตร แต่การที่สินเชื่อดังตัวทำให้การออกพันธบัตรทำได้ยากมากขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ ประกอบกับนักลงทุนและกองทุนต่างๆ ขายหลักทรัพย์ออกจากตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียอย่างรวดเร็วจากการขาดความเชื่อมั่นและลดผลขาดทุนที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ยิ่งซ้ำเติมให้เงินทุนไหลออกจากภูมิภาคเอเชียมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ผลกระทบทางการเงินดังกล่าวข้างต้นได้กดดันให้ค่าเงินในภูมิภาคอ่อนตัวลงอย่างเห็นได้ชัด โดยเฉพาะในช่วงเดือนกันยายน 2008 ถึงมีนาคม 2009 เงินเกาหลีวอนและอินโดนีเซียรูเปียอ่อนค่าลงมากกว่าร้อยละ 20 และร้อยละ 10 ตามลำดับ

นอกจากนี้ ประเทศในภูมิภาคเอเชียได้รับผลกระทบทางการค้าอย่างรวดเร็วและรุนแรง สะท้อนจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจหดตัวรุนแรงมากกว่าภูมิภาคอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับประเทศที่เป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤตการเงิน เช่น สหรัฐฯ ทั้งนี้ เศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียเป็นระบบที่พึ่งพาการส่งออกและมีความเชื่อมโยงทางการค้ากับตลาดโลกในระดับสูง ประกอบกับมีการค้าขายภายในภูมิภาค (Intraregional trade) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะหลัง โดยมีการผลิตเป็นขั้นตอนในลักษณะลูกโซ่ในภูมิภาค และประกอบเป็นสินค้าส่งออกขั้นสุดท้ายไปยังภูมิภาคอื่นๆ โดยเฉพาะสหรัฐฯ ซึ่งเป็นคู่ค้าที่สำคัญของเอเชีย ทำให้เอเชียได้รับผลกระทบจากการส่งออกอย่างรุนแรง (รูปที่ 11)

⁵ ฮังการี มูลค่า 15.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ พ.ย. 08 / ยูเครน มูลค่า 16.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ พ.ย. 08 / โอลด์แลนด์ มูลค่า 2.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ ธ.ค. 08 / ลัตเวีย มูลค่า 2.35 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ ธ.ค. 08 / เบลารุส มูลค่า 2.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ ม.ค. 09 / เซอเบีย มูลค่า 0.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ ม.ค. 09 / โรมาเนีย มูลค่า 17.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ พ.ค. 09 / โปแลนด์ มูลค่า 20.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อ พ.ค. 09

BOX 1 ผลกระทบของวิกฤตทางการเงินในยุโรปตะวันออก ที่มีต่อกลุ่มประเทศยูโร และกลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ

วิกฤตการเงิน โลกในปัจจุบันได้ส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อประเทศในยุโรปตะวันออกผ่านช่องทางทางการเงินกับประเทศยุโรปตะวันตก และได้ส่งผลกระทบทางอ้อมทำให้ความเสี่ยงด้านเครดิตของประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ในสาขานักลงทุนเพิ่มขึ้นตาม นอกจากนี้ ยังอาจสร้างผลกระทบรุนแรงกับบางประเทศในกลุ่มประเทศยูโรในฐานะที่เป็นผู้ให้กู้ที่สำคัญ ผลกระทบที่มีต่อประเทศกลุ่มยูโร

ประเทศในกลุ่มยูโรบางประเทศอาจได้รับผลกระทบในระดับสูงจากความเชื่อมโยงด้านการเงินในช่วงต่อไป เพราะเป็นผู้ปล่อยสินเชื่อหลักให้แก่กลุ่มยูโรตะวันออก ดังนั้น เมื่อเศรษฐกิจของกลุ่มยูโรตะวันออกหดตัว และราคาสินทรัพย์ลดลงมาก ก็อาจทำให้ธนาคารผู้ปล่อยสินเชื่อเหล่านี้ขาดทุนสูงและถึงขั้นล้มละลายในอนาคต เนื่องจากไม่ได้รับชำระหนี้คืนเมื่อครบกำหนดเวลา ซึ่งจะทำให้ปัญหาภาคการเงินของยุโรปทวีความรุนแรงมากขึ้น และโอกาสฟื้นฟูระบบสถาบันการเงินให้มีเสถียรภาพอย่างรวดเร็วก็จะน้อยลงเช่นกัน

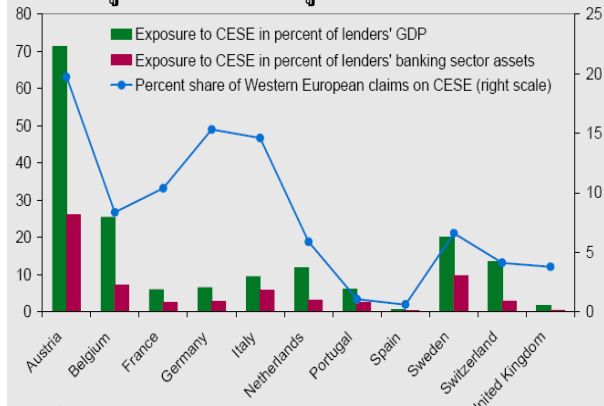
ทั้งนี้ ประเทศในกลุ่มยูโรที่ปล่อยสินเชื่อให้แก่กลุ่มประเทศยูโรตะวันออกเป็นสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับ GDP ของตนเอง ได้แก่ ออสเตรีย เบลเยียม และสวีเดน ซึ่งมีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อให้กับยูโรตะวันออกมากถึงประมาณร้อยละ 70 25 และ 23 ต่อ GDP ตามลำดับ ทำให้ประเทศดังกล่าวเผชิญกับความเสี่ยงที่สูงมากหากวิกฤตทางการเงินในยุโรปตะวันออกไม่คลี่คลาย

แม้ว่ากลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการเงินในยุโรปตะวันออกโดยตรงในระดับต่ำจากความเชื่อมโยงทางการเงินที่น้อยกับกลุ่มประเทศยูโรตะวันออก อย่างไรก็ตาม กลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ ก็ยังได้รับผลกระทบทางอ้อมจาก credit spread ที่เพิ่มขึ้นตาม credit spread ของประเทศยูโรตะวันออก แม้ว่าจะมีปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดีกว่ายุโรปตะวันออกค่อนข้างมาก จึงทำให้สินเชื่อดังกล่าวมากขึ้นและส่งผลให้ต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้น ทั้งนี้ ที่ผ่านมามี credit spread ของกลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ

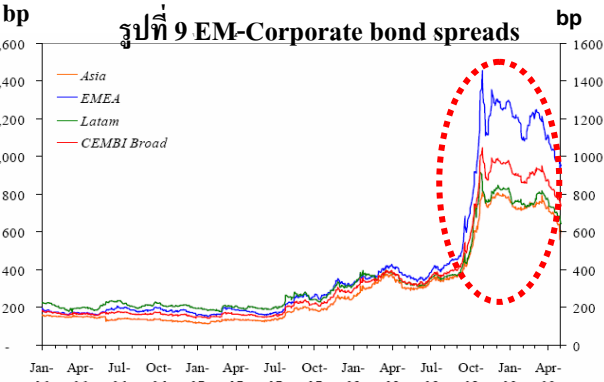
อยู่ในระดับสูง (รูปที่ 9) และลดลงน้อยกว่ากลุ่มประเทศ G3 สะท้อนถึงความเสี่ยงต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

ของประเทศเกิดใหม่เพิ่มขึ้น จากการส่งออกที่หดตัว และอุปสงค์ภายในที่ชะลอลงมากด้วย นอกจากนี้ กลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ อาจได้รับผลกระทบเพิ่มสูงขึ้นมาก หากวิกฤตทางการเงินในยุโรปตะวันออกครั้งนี้ส่งผลกระทบรุนแรงต่อภาคธนาคารในกลุ่มประเทศยูโร เพราะอาจทำให้กลุ่มประเทศเกิดใหม่อื่นๆ ที่กู้ยืมเงินจากกลุ่มประเทศยูโรในจำนวนมาก ประสบปัญหาด้านเงินทุน และส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและสินเชื่อของธุรกิจที่จะดึงตัวมากยิ่งขึ้นตามลำดับได้ เพราะฉะนั้น ความเสี่ยงสำคัญในช่วงต่อไป คือหากสถาบันการเงินในประเทศยูโรตะวันตกที่ให้กู้ยืมกับยุโรปตะวันออกในปริมาณที่สูงประสบปัญหา ประเทศเกิดใหม่อื่นๆ ที่กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเหล่านั้นก็อาจประสบปัญหาทางการเงินตามมาได้

รูปที่ 8 ประเทศที่ให้กู้แก่ CESE* ในปี 2007



Source: GFSSR, IMF, April 2009.
Note: CESE = Central, Eastern, and Southeastern Europe.



Source: IMF, 2 June 2009.

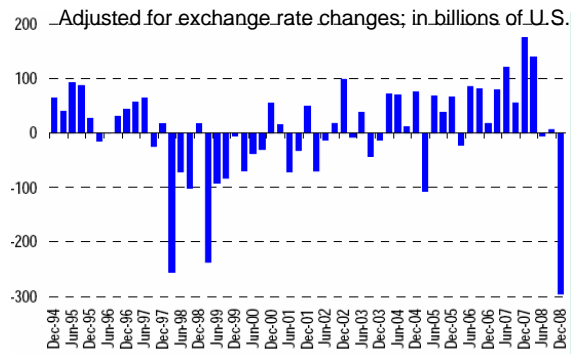
ภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่ผลิตสินค้าเทคโนโลยีระดับกลางและสูง อาทิ รถยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องจักรกล เป็นต้น เมื่อประเทศผู้นำเข้าสินค้าเหล่านี้ประสบกับวิกฤตทางเศรษฐกิจ ประกอบกับการหดตัวของสินเชื่อ ยิ่งทำให้ความต้องการต่อสินค้าขั้นสูงเหล่านี้หดตัวมากขึ้น จึงทำให้ประเทศในภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบมากทางการค้า โดยเฉพาะประเทศที่มีสัดส่วนการผลิตสินค้าขั้นสูง (Advanced manufacturing) ต่อ GDP มาก เช่น สิงคโปร์ ใต้หวัน เกาหลี และไทย (รูปที่ 12) นอกจากนี้ การนำเข้าชิ้นส่วนสินค้าของจีนที่ลดลงมาก หลังจากที่มีการขยายตัวมาโดยตลอด มีส่วนสำคัญต่อการหดตัวของ การส่งออกในภูมิภาค เนื่องจากจีนมีบทบาทที่สำคัญในการเป็นศูนย์กลางการนำเข้าสินค้าขั้นต้นและขั้นกลางจากภูมิภาค เพื่อนำมาผลิตเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายและส่งออกต่อไป

ง) กลุ่มประเทศภูมิภาคอื่นๆ

กลุ่มประเทศอื่นๆ อาทิ ลาติน ตะวันออกกลาง (GCC) ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ได้รับผลกระทบทางการเงินไม่มากนัก เนื่องจากภาคธนาคารส่วนใหญ่มีความเชื่อมโยงทางการเงินกับประเทศสหรัฐฯ และยุโรปในระดับที่ไม่สูงมาก ประกอบกับสถาบันการเงินส่วนใหญ่ถือครองทรัพย์สินเสี่ยงประเภท subprime และ CDO ในสัดส่วนที่ต่ำ ยกเว้นประเทศที่มีการระดมทุนจากภายนอกในระดับสูงเพื่อ

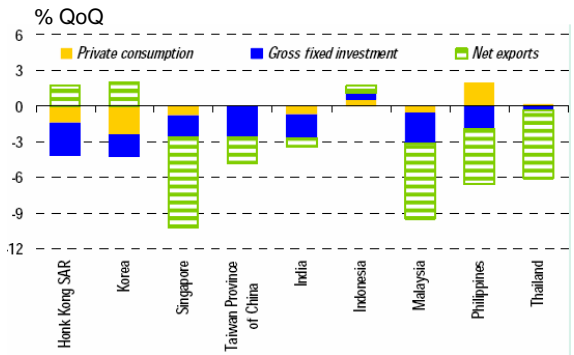
นำมาลงทุนและบริโภคภายในประเทศ เช่น UAE และนิวซีแลนด์ ที่ได้รับผลกระทบทางการเงินจากการดึงตัวของสภาพคล่อง และส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มสูงขึ้นกว่าประเทศอื่นๆ

รูปที่ 10 การเปลี่ยนแปลงของ international claims ในเอเชีย



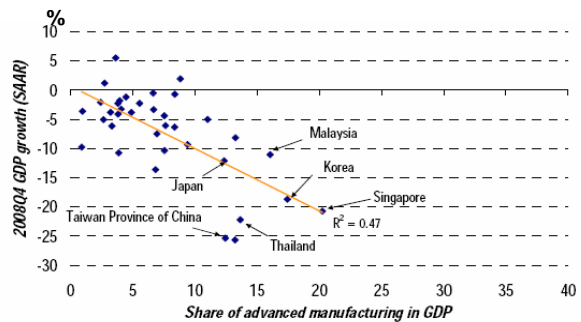
Source: Regional economic outlook, IMF, May 2009.

รูปที่ 11 แหล่งที่มาของการขยายตัวทางเศรษฐกิจใน เอเชีย ไตรมาส 4 ปี 2008



Source: Regional economic outlook, IMF, May 2009.

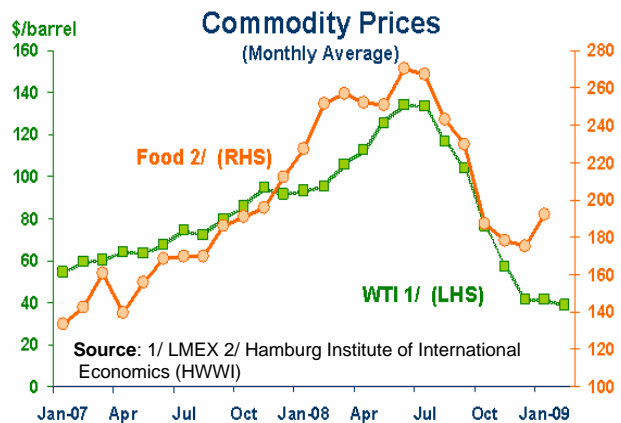
รูปที่ 12 การขยายตัวของ GDP กับสัดส่วนของ advanced manufacturing ใน GDP



Source: Regional economic outlook, IMF, May 2009.

นอกจากนี้ กลุ่มประเทศดังกล่าวข้างต้นไม่ได้พึ่งพิงการส่งออกสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูง จึงอาจได้รับผลกระทบทางการค้าค่อนข้างจำกัด อย่างไรก็ตาม ประเทศเหล่านี้ส่งออกน้ำมันหรือสินค้าโภคภัณฑ์อื่นเป็นหลัก จึงทำให้ได้รับผลกระทบโดยตรงจากการลดลงของราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ (รูปที่ 13) โดยเฉพาะกลุ่มประเทศตะวันออกกลางที่พึ่งพาการส่งออกน้ำมันมากที่สุด ขณะที่ประเทศที่ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์

รูปที่ 13 ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์



เช่น กลุ่มประเทศลาติน ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ต่างก็ได้รับผลกระทบจากการลดลงของราคาอาหารและวัตถุดิบการผลิตจากอุปสงค์โลกที่ลดลงไปมาก อย่างไรก็ตาม ผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงก่อนหน้า ทำให้ประเทศเหล่านี้มีรายได้สะสมเป็นจำนวนมาก จึงช่วยบรรเทาผลกระทบจากการส่งออกที่ปรับลดลงได้ในระดับหนึ่ง

ดังนั้น วิกฤตการเงินที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ จึงกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกอย่างสมบูรณ์ เมื่อประเทศส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบสูงผ่านช่องทางการค้าในที่สุด หลังจากผลกระทบทางการเงินจากสหรัฐฯ ได้ลุกลามไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงในสหรัฐฯ รุนแรงมากขึ้น

VI. ความรุนแรงและระยะเวลาของวิกฤตเศรษฐกิจปัจจุบัน

การบ่งบอกความรุนแรงและระยะเวลาของวิกฤตเศรษฐกิจอย่างแม่นยำทำได้ยาก อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ต้องการวิเคราะห์ดังกล่าวกับการศึกษาจากประสบการณ์วิกฤตเศรษฐกิจในอดีต โดยคาดว่าจะรุนแรงและยาวนานกว่าวิกฤตเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา เมื่อพิจารณาความรุนแรงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปัจจุบันจากอัตราการหดตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมแท้จริง (Real GDP) จากจุดสูงสุด (peak) ถึงจุดต่ำสุด (trough) และความยาวนานของภาวะเศรษฐกิจถดถอยซึ่งวัดจากระยะเวลาระหว่างจุดสูงสุดถึงจุดต่ำสุดของ Claessens, Kose and Terrones (2008) พบว่าจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั้งสิ้น 122 ครั้ง ในกลุ่ม OECD 21 ประเทศ ระหว่างปี 1960–2007 นั้น ความรุนแรงและความยาวนานของภาวะเศรษฐกิจถดถอยแต่ครั้งมีความแตกต่างกันออกไปตามสาเหตุและปัจจัยในการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยแต่ละครั้ง ทั้งนี้ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยโดยทั่วไปจะมีระยะเวลาทั้งสิ้น 3.6 ไตรมาส หรือประมาณ 1 ปี และ GDP หดตัวจากจุดสูงสุดประมาณร้อยละ 2.7 ขณะที่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่เกิดจากวิกฤตการเงินจะมีระยะเวลา 5.67 ไตรมาสหรือประมาณ 1.5 ปีและ GDP หดตัวจากจุดสูงสุดร้อยละ 3.39 เนื่องจากวิกฤตเศรษฐกิจในปัจจุบันมีสาเหตุจากวิกฤตการเงินในสภาพแวดล้อมที่ความเชื่อมโยงระหว่างภูมิภาคอยู่ในระดับที่สูงจึงคาดว่าจะมีความรุนแรงและมีระยะเวลาที่ยาวนานมากกว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยอื่นๆ ในภาวะดังกล่าวในอดีตพบว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยมีระยะเวลาประมาณ 7.33 ไตรมาสหรือ 2 ปี และ GDP หดตัวจากจุดสูงสุดร้อยละ 4.82

ตารางที่ 1 การเปรียบเทียบความรุนแรงและความยาวนานของภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่เกิดจากสาเหตุต่างๆ

	ระยะเวลา (ไตรมาส) Peak-trough	ความลึก (%) Peak-trough
ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วไป	3.64	-2.71
ภาวะเศรษฐกิจถดถอยโยงกับวิกฤตการเงิน	5.67	-3.39
ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่มีความเชื่อมโยงสูง	4.54	-3.45
ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเกิดจากวิกฤตการเงินและความเชื่อมโยงสูง	7.33	-4.82

Source: IMF, World Economic Outlook, April 2009

ตารางที่ 2 ตัวเลขทางเศรษฐกิจสำคัญระหว่างปี 1929-33 และปี 2007-ไตรมาสที่ 1 ปี 2009

	1929-33	2007-Q1 2009
- สหรัฐฯ		
GDP (from peak) ^{1/}	-28.2	-3.2
Average Unemployment rate	17.0	6.4
Exports ^{2/}	-48.0	-13.1
Average Inflation ^{3/}	1.9	2.9
- เยอรมนี		
GDP (from peak) ^{1/}	-15.8	-3.2
Average Unemployment rate	15.5	7.4
Exports ^{2/}	-41	-2.5
Average Inflation ^{3/}	25.6	2.3
- ฝรั่งเศส		
GDP (from peak) ^{1/}	-14.6	-6.9
Average Unemployment rate	7.0	8.0
Exports ^{2/}	-41	-2.5
Average Inflation ^{3/}	16.3	1.6
- อังกฤษ		
GDP (from peak) ^{1/}	-5.8	-4.2
Average Unemployment rate	13.7	5.8
Exports ^{2/}	-37	-2.2
Average Inflation ^{3/}	43	2.3
1/ % change from peak, source: Maddison (1991)		
2/ % fall in exports source: Maddison (1962)		
3/ % average Inflation 1 year before recession started		

ทั้งนี้ ความรุนแรงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปัจจุบันนั้น นับได้ว่ามีความรุนแรงมากกว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยในครั้งอื่นๆ ตั้งแต่ปี 1960 เป็นต้นมา แต่หากจะเปรียบกับภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วงปี 1929-33 ที่มีความรุนแรงมากที่สุดนับแต่สงครามโลกครั้งที่ 1 ที่ทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะเงินฝืด นั้นพบว่าแม้ว่าความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจในปัจจุบันจะอยู่ในระดับที่สูงกว่าช่วงปี 1929-33 ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้วิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐฯ แพร่กระจายไปยังภูมิภาคอื่นๆ ได้อย่างรวดเร็วก็ตาม แต่ปัจจัยทางเศรษฐกิจอื่นๆ ที่ดีกว่า น่าจะส่งผลให้วิกฤตเศรษฐกิจในปัจจุบันไม่รุนแรงเท่าวิกฤตเศรษฐกิจปี 1929-33 ดังนี้

(1) อัตราเงินเฟ้อของประเทศหลักช่วงปี 1928 อยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันมาก⁶

(2) อัตราว่างงานของประเทศสำคัญในปี 1929-33 ในหลายประเทศอยู่ในระดับ 2 หลัก ซึ่งจัดได้ว่าสูงกว่าระดับปัจจุบันที่อยู่ระหว่างร้อยละ 2-6

(3) ในปัจจุบันเศรษฐกิจมีความแข็งแกร่งกว่าช่วงปี 1929-33 ที่เศรษฐกิจบอบช้ำจากสงครามโลกครั้งที่ 1 (ปี 1914-18) ทำให้

6 Source: R. Wagenfuhr: Industriewirtschaft p.64 และ ผลการคำนวณ โดยผู้เขียน

รัฐบาลต้องเพิ่มรายจ่ายในการบูรณะประเทศทำให้หลายประเทศประสบภาวะขาดดุลการคลังต่อเนื่อง ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นทำให้ในปี 1929-33 ทางการไม่สามารถใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคกระตุ้นเศรษฐกิจได้ ขณะที่ภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวดีก่อนช่วงวิกฤตครั้งปัจจุบันเอื้อให้ทางการสามารถใช้ทั้งนโยบายการเงินและการคลังอย่างมีประสิทธิภาพในการกระตุ้นเศรษฐกิจ

ดังนั้น ความรุนแรงและความยาวนานของภาวะเศรษฐกิจถดถอยในครั้งนี้ น่าจะน้อยกว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วงปี 1929-33

VII. ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

วิกฤตการเงินในสหรัฐฯ ได้ส่งกระทบต่อภาคการเงินและการค้าไปทั่วโลก โดยแต่ละภูมิภาคต่างได้รับผลกระทบที่แตกต่างกันออกไป เนื่องจากความเปราะบางต่อภาคการเงินและภาคการค้ามีความแตกต่างกัน การศึกษาถึงความเปราะบางของแต่ละภูมิภาคทำให้สามารถนำมาปรับใช้เชิงนโยบายและพัฒนาระบบเศรษฐกิจให้แข็งแกร่ง และพร้อมรับมือกับวิกฤตเศรษฐกิจที่เข้ามาได้ดียิ่งขึ้น โดยมีข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ดังนี้

1. นโยบายกำกับดูแลตลาดการเงินและสถาบันการเงิน

เนื่องจากวิกฤตการเงินที่พัฒนาเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกในครั้งนี้ ส่วนหนึ่งเกิดจากความเสียหายจากภาคการเงินภายใต้ความเชื่อมโยงที่มีความซับซ้อนมากขึ้น ทางการจึงจำเป็นต้องเข้าใจความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาของเครื่องมือทางการเงินและความเชื่อมโยงทางการเงินให้ถ่องแท้ยิ่งขึ้น สร้างและพัฒนาระบบในการติดตามข้อมูลโดยเฉพาะ กองทุนประเภท Hedge Funds และตราสารอนุพันธ์ใหม่ๆ และต้องพัฒนาการประเมินความเสี่ยงให้มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะการประเมินปัจจัยที่กระทบต่อความเสี่ยงของระบบการเงิน (systemic risk) นอกจากนี้ ความหละหลวมในการติดตามดูแลการปล่อยสินเชื่อเป็นต้นเหตุสำคัญประการหนึ่งต่อการเกิดวิกฤตในสหรัฐฯ ในระยะต่อไปทางการจำเป็นต้องปรับปรุงการกำกับดูแลสถาบันการเงินที่มีประสิทธิภาพ และมีความครอบคลุมมากยิ่งขึ้น รวมทั้งให้ความสำคัญกับการร่วมมือกันระหว่างประเทศในการกำกับดูแลสถาบันการเงินที่มีบทบาทข้ามประเทศ

2. นโยบายการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินในระยะต่อไปต้องคำนึงถึงเสถียรภาพในตลาดเงินและตลาดทุนเพิ่มมากขึ้น เพราะในภาวะที่ความเชื่อมโยงทางการเงินของโลกที่อยู่ในระดับที่สูงและตลาดการเงินที่มีความซับซ้อนเพิ่มมากขึ้น การก่อตัวของฟองสบู่ทั้งในตลาดอสังหาริมทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เกิดได้รวดเร็ว การดำเนินนโยบายการเงินควรที่จะต้องให้ความสำคัญกับราคาสินทรัพย์ (asset price) เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจดำเนินนโยบายเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ราคาสินทรัพย์ควรเป็นเป้าหมายนโยบายการเงินหรือไม่ ยังคงเป็นที่ถกเถียงในทางวิชาการ

3. นโยบายการคลัง

การดำเนินนโยบายการคลังจึงควรมีลักษณะด้านวัฏจักรเศรษฐกิจ (counter cyclical) และควรมีการรักษาวินัยการคลังที่เคร่งครัดมากขึ้น โดยวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้ เป็นกรณีที่สะท้อนให้เห็นชัดเจนถึงประโยชน์ในการรักษาวินัยการคลังและการดำเนินนโยบายแบบด้านวัฏจักรเศรษฐกิจ ได้อย่างดี กล่าวคือ

เมื่อยามเศรษฐกิจดี ประเทศที่รักษาวินัยการคลัง ได้จัดการดำเนินนโยบายการแบบเกินดุลหรือลดขาดดุลการคลังลงจนทำให้ระดับหนี้สาธารณะลงให้เข้าสู่ระดับที่เหมาะสมในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจโลก นโยบายการคลังก็จะมีคามยืดหยุ่นพอที่ทางการจะสามารถใช้เป็นเครื่องมือหลักในการกระตุ้นเศรษฐกิจเมื่อนโยบายการเงินมีข้อจำกัด เช่น สถานการณ์ในปัจจุบันที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของบางประเทศปรับลดลงจนอยู่ที่ระดับใกล้เคียงศูนย์ สิ่งสำคัญที่สุดสำหรับการดำเนินนโยบายภายใต้ภาวะวิกฤตเศรษฐกิจนี้คือ ทางการจะต้องใช้เม็ดเงินที่มีอยู่ไปในโครงการที่ก่อประโยชน์และสร้างความสามารถในการผลิตของประเทศในอนาคต มีการเบิกจ่ายให้ได้ตามแผนที่วางไว้ พร้อมกับดูแลการใช้จ่ายเม็ดเงินให้คุ้มค่าและเกิดประสิทธิผลสูงสุด เพื่อให้เม็ดเงินถึงมือประชาชนอย่างทันทั่วถึง ในทางกลับกันเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น นโยบายการคลังก็ต้องลดบทบาทลงอย่างรวดเร็วและทันทั่วถึงเพื่อไม่ให้ภาระหนี้ของภาครัฐพอกพูน และเพื่อไม่ให้เกิดการแย่งทรัพยากรในระบบเศรษฐกิจในระยะต่อไป

สรุป

วิกฤตการเงินโลกในปัจจุบันที่เริ่มต้นจากปัญหาในตลาด Subprime ของสหรัฐฯ ได้ลุกลามไปยังเศรษฐกิจในภูมิภาคต่างๆ โดยเฉพาะจากความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจผ่านช่องทางการเงินและการค้าที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา โดยที่ผลกระทบต่อกลุ่มประเทศต่างๆ มีลักษณะและความรุนแรงที่แตกต่างกันออกไป ยุโรปได้รับผลกระทบอย่างรวดเร็วก่อนกลุ่มอื่นจากความเชื่อมโยงทางการเงินในระดับสูงกับสหรัฐฯ ขณะที่ประเทศในกลุ่มยุโรปตะวันออกเป็นกลุ่มประเทศที่มีความเสี่ยงต่อภาคการเงินและเศรษฐกิจในระดับสูงมากเช่นกัน จากการพึ่งพาเงินทุนจากธนาคารในกลุ่มประเทศยูโรในสัดส่วนที่สูง และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง สำหรับกลุ่มประเทศภูมิภาคเอเชียแม้ว่าจะมีระดับความเชื่อมโยงทางการเงินกับสหรัฐฯ ไม่สูงมากแต่ได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการเร่งขายทรัพย์สินจำนวนมาก (deleveraging) ของนักลงทุนต่างประเทศ ซึ่งนำไปสู่ปัญหาสภาพคล่องที่ตึงตัวของภาคธุรกิจและต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น และที่สำคัญกว่านั้นประเทศในภูมิภาคเอเชียที่พึ่งพาการส่งออกและมีความเชื่อมโยงทางการค้ากับตลาดโลกในระดับสูงได้รับผลกระทบทางการค้าอย่างรวดเร็วและรุนแรง ส่งผลให้เศรษฐกิจหดตัวรุนแรงในที่สุด

สำหรับความรุนแรงของวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้ การศึกษานี้ประเมินว่ามีความรุนแรงและยาวนานกว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากความเชื่อมโยงทางการเงินและการค้าที่เพิ่มมากขึ้น รวมทั้งความซับซ้อนทางการเงินที่สูงขึ้นมาก อย่างไรก็ตาม ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจครั้งนี้อาจไม่รุนแรงมากเท่ากับวิกฤตของ Great depression ในช่วงปี 1929-33 เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดีกว่า และการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังที่มีประสิทธิภาพและรวดเร็วมากกว่า

เอกสารอ้างอิง

- Brennan, P. (2009), "Batting the global downdraft", Citigroup global markets, February 13, 2009.
- Brennan, P. and S. Halmarick (2009), "Australia & NZ weekly – Economy & Markets", Citigroup global markets, January 30, 2009.
- Brown, C. T. (2009), "Land of the long white cloud: staring into the void of 2009", Commonwealth research, January 9, 2009.
- Economist (2009), Domino theory, March 11, 2009. Global investment house (2009), GCC real estate sector – Changing times!, February, 2009.
- Economist (2009), The bill that could break up Europe, March 11, 2009.
- Fuente, R. and A. Lintz (2008), "Latam: Revision growth down", BNP Paribas, October 17, 2008.
- Global Financial Stability Report, IMF, April, 2009.
- Haksar, V. and R. Rennhack (2008), "IMF regional economic outlook for Latin America and the Caribbean", IMF, November 4, 2008.
- Hansen, F. O. (2009), "Euro area: Exposure to the crisis in the Central and Eastern Europe", Danske Bank, February 24, 2009.
- Illanes, F. (2008), "Differentiation vs contagion", Merrill Lynch, November 26, 2009. Merrill Lynch (2008), GCC: Fighting back, November 7, 2008.
- IMF (2009), Global Markets Monitor, May 22, 2009.
- Institute of International Finance (2009), Capital flows to emerging market economies, January 27, 2009.
- International Banking Statistics, Quarterly Review, September, 2008.
- Kern, S. (2008), "EU-US financial market integration – a work in progress, Deutsche Bank, June 4, 2008.
- Lovasz, A. (2009), "East Europe bank exposure concerns are exaggerated, UBS says", Bloomberg, February 25, 2009.
- Nanto, D.K. (2009), "The global financial crisis: Analysis and policy implications", Congressional research service, April 3, pp. 64-73.
- Regional economic outlook: Asia and Pacific (2009), "Why has Asia been hit so hard?", IMF, May 2009.
- Regional economic outlook: Europe (2009), "European Emerging Economies in the Crisis: Impact and Recovery", IMF, May 2009.
- Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones (2008) "What Happens During Recessions, Crinches and Busts?", IMF, December 2008.

Sommer, M. (2009), “Why has Japan been hit so hard by the global recession?”, IMF staff position note, March 18.

Stokes, M. (2009), “Eastern Europe: On crisis watch”, RGE Monitor, February 11, 2009.

United States Securities and exchange commission, Rule 434, Washington, D.C.

<<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/forms/regc.htm#delivery>>

Walters, S. and H. Kevans (2009), “Further growth downgrades to antipodean economies”, J.P. Morgan, January 30, 2009.

World Economic Outlook, IMF, April 2009.