

ปัญหา Subprime และผลกระทบต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินโลก

ความเป็นมา

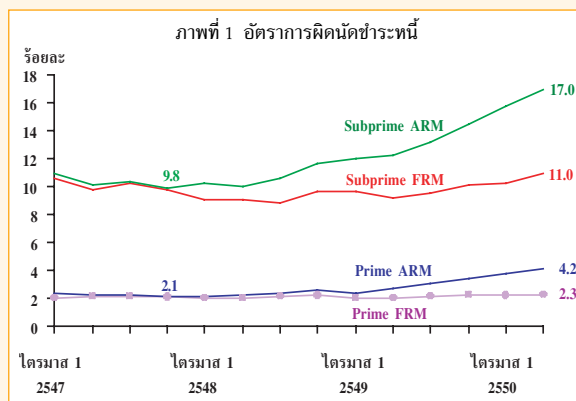
ตลาดสินเชื่อ Subprime คือตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ลูกหนี้มีความน่าเชื่อถือต่ำ (Low Credit Score) หรือไม่มีหลักฐานแสดงความสามารถในการชำระหนี้ ตลาดดังกล่าวเติบโตอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2547 ภายหลังจากที่สหรัฐฯ ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ประกอบกับในช่วงที่ราคาบ้านปรับตัวสูงขึ้นได้มีการผ่อนคลายมาตรฐานการปล่อยกู้เพื่อการลงทุนในที่อยู่อาศัย โดยลูกหนี้ Subprime จำนวนมากที่กู้แบบ Adjustable Rate Mortgage (ARM) (ประมาณร้อยละ 60 ของลูกหนี้ Subprime ทั้งหมด) จะจ่ายดอกเบี้ยอัตราคงที่ในระดับต่ำระหว่างช่วง 2-3 ปีแรกของการกู้ยืม แต่เมื่อพ้นจากช่วงดังกล่าวแล้วจะต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยลอยตัว

ปัญหา Subprime ในสหรัฐฯ เริ่มเป็นประเด็นความกังวลที่มีการกล่าวถึงอย่างกว้างขวางในช่วงไตรมาสแรกของปี 2550 จากกรณีที่ลูกหนี้กลุ่ม Subprime ARM มีอัตราการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้นมากจากร้อยละ 9.8 ณ สิ้นปี 2547 เป็นร้อยละ 17 ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2550 ในช่วงต้น แม้ว่าปัญหาดังกล่าวจะสร้างความกังวลใจเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ บ้าง แต่ตลาดก็คาดว่าผลกระทบน่าจะอยู่ในวงจำกัด เนื่องจากสัดส่วนตลาดสินเชื่อ Subprime ค่อนข้างเล็กเมื่อเทียบกับตลาดสินเชื่อรวมของสหรัฐฯ ทว่าความเป็นจริงที่ปรากฏต่อมา ผลกระทบจากปัญหา Subprime ได้กระจายไปสู่ตลาดการเงินโลกในวงกว้างกว่าที่ประเมินในเบื้องต้นมาก เพราะมีการนำสินเชื่อ Subprime มาผ่านกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และพัฒนาหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นตราสารอนุพันธ์ที่มีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะตราสารหนี้ประเภทที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน (Collateralized Debt Obligation (CDOs)) และ Credit Default Swap (CDS) ประกอบกับเป็นช่วงที่สภาพคล่องในตลาดการเงินโลกอยู่ในระดับสูงและกิจกรรมของ Hedge Funds เพิ่มขึ้น การซื้อขายสินทรัพย์เหล่านี้จึงแพร่หลายอย่างรวดเร็วทั้งในและนอกสหรัฐฯ

ผลกระทบต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินโลก

ตลาดเริ่มตระหนักเกี่ยวกับปัญหา Subprime ในช่วงปลายเดือนมิถุนายน 2550 เมื่อ Hedge Fund บางแห่งซึ่งถือ CDOs ที่มีสินเชื่อ Subprime หนุนหลังมีปัญหาสภาพคล่อง ต่อมา มีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ที่มีสินทรัพย์ Subprime หนุนหลัง รวมทั้งมีการประกาศระงับการไถ่ถอนกองทุนบางแห่งที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ Subprime เป็นการชั่วคราว โดยปัญหาที่เกิดขึ้นในเวลาไล่เลี่ยกันนี้ทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั่วโลกลดลงเป็นอย่างมาก จนเป็นเหตุให้เกิดความผันผวนอย่างรุนแรงในตลาดการเงินโลก กล่าวคือ นักลงทุนเร่งเทขายสินทรัพย์เสี่ยง เช่น การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และย้ายเงินไปสู่สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ

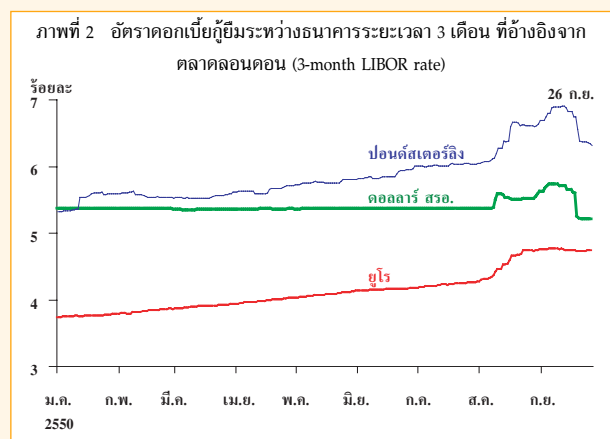
(Flight to Quality) เช่น พันธบัตรรัฐบาล เพื่อลดความเสี่ยงของการลงทุน ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกปรับลดลง อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น Credit Spread ของตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ปรับสูงขึ้น รวมทั้งมีการ



หมายเหตุ: FRM = Fixed Rate Mortgage, ARM = Adjustable Rate Mortgage
ที่มา: Bloomberg

Unwind Carry Trade Investment^{1/} ซึ่งส่งผลให้เงินเยนซึ่งเป็นแหล่งเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (Funding Source) ที่สำคัญกลับแข็งค่าขึ้นมาจากเดิมที่อ่อนค่าเนื่องจากการไหลออกของเงินทุน ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนจึงมีความผันผวนเพิ่มขึ้นเช่นกัน

ปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังความผันผวนดังกล่าว ได้แก่ การประเมินความเสี่ยงที่ต่ำเกินจริงสำหรับสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อ Subprime ในช่วงที่ผ่านมา และความไม่เท่าเทียมกันในด้านข้อมูลระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้ (Information Asymmetry) ซึ่งทำให้สถาบันการเงินไม่มั่นใจในการปล่อยกู้ระหว่างกัน หรือมีค่านับที่ปล่อยกู้ให้เฉพาะในลักษณะข้ามคืนจากเดิมที่เคยปล่อยกู้ในระยะเวลายาวกว่านั้น เนื่องจากไม่สามารถประเมินความเสี่ยงของผู้ที่ถือสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อ Subprime ได้ จึงเกิดปัญหาการขาดสภาพคล่อง ส่งผลให้อัตราการกู้ยืมระหว่างธนาคารรวมไปถึงต้นทุนของการออกตราสารหนี้ระยะสั้นปรับตัวสูงขึ้นมาก แม้ว่าแท้ที่จริงแล้วสภาพคล่องในตลาดเงินโลกโดยรวมยังคงมีอยู่มาก



ที่มา: Bloomberg

ขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ การจัดการกับปัญหาอย่างรวดเร็วของธนาคารกลางประเทศต่างๆ ได้ช่วยคลายความกังวลใจให้กับนักลงทุนไปพอสมควร

อย่างไรก็ดี จากการประเมินของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund) ปัญหา Subprime ทำให้ความเสี่ยงด้านเครดิตและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของระบบเศรษฐกิจการเงินโลกเพิ่มขึ้นมากเทียบกับที่เคยประเมินไว้เมื่อเดือนเมษายน 2550 ขณะที่ความเสี่ยงทางด้านเศรษฐกิจมหภาคเพิ่มขึ้นแต่ไม่มากนัก ทั้งนี้ คาดว่าในปี 2551 ความเสี่ยงจากปัญหา Subprime จะยังคงมีอยู่เนื่องจากในช่วงดังกล่าวจะมีสินเชื่อที่อยู่อาศัยจำนวนมากเข้าสู่ช่วงอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่สูงขึ้น ประกอบกับราคาก่อนหน้าในปีก่อนมีแนวโน้มที่จะลดลงอีก ดังนั้น การพลิกฟื้นของตลาดที่อยู่อาศัยน่าจะต้องอาศัยเวลานานขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง

ในส่วนของผลกระทบของปัญหา Subprime ต่อประเทศอื่นๆ นั้น ผลกระทบโดยตรงขึ้นอยู่กับสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ Subprime หนุนหลังและสัดส่วนการส่งออกไปยังสหรัฐฯ เป็นสำคัญ สำหรับประเทศในภูมิภาคเอเชียมีสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์ดังกล่าวค่อนข้างน้อย ในขณะที่ผลกระทบผ่านช่องทางทางการส่งออกจะมากกว่า โดยจะมีผลผ่านทั้งการชะลอตัวของอุปสงค์จากสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าสำคัญและเสถียรภาพของค่าเงิน ทั้งนี้ ในภาวะที่ตลาดการเงินระหว่างประเทศมีความอ่อนไหวสูง การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอาจผันผวนมากขึ้นและกระทบต่อเสถียรภาพด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้ง่ายเช่นกัน

ปัญหาการขาดสภาพคล่องดังกล่าวทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และออสเตรเลียเพิ่มสภาพคล่องเข้าไปในระบบการเงินของตนตั้งแต่ช่วงต้นเดือนสิงหาคมเพื่อป้องกันปัญหาสภาพคล่องตึงตัว (Credit Crunch) และในเดือนกันยายน ธนาคารกลางอังกฤษก็ได้ช่วยเสริมสภาพคล่องเข้าไปในระบบเช่นกัน นอกจากนี้ ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยังปรับลดอัตราดอกเบี้ย Discount Rate เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมเงินของสถาบันการเงินกับธนาคารกลางในฐานะที่เป็นผู้ให้กู้แหล่งสุดท้าย (Lender of the Last Resort) และในที่สุดก็ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds Rate) พร้อมกับปรับลดอัตราดอกเบี้ย Discount Rate ลงอีกเนื่องจากความเสี่ยงต่อการ

^{1/} Carry Trade Investment คือการกู้ยืมเงินจากประเทศที่มีต้นทุนอัตราดอกเบี้ยต่ำ เช่น ญี่ปุ่นในขณะนี้ เพื่อนำไปลงทุนในประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง ธุรกิจดังกล่าวกดดันให้ค่าเงินของประเทศที่มีต้นทุนอัตราดอกเบี้ยต่ำอ่อนค่าลง ส่วนการ Unwind Carry Trade Investment คือการถอนเงินลงทุนจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงเพื่อกลับไปใช้คืนหนี้ในประเทศที่กู้ยืมมา