

4 มีนาคม 2553

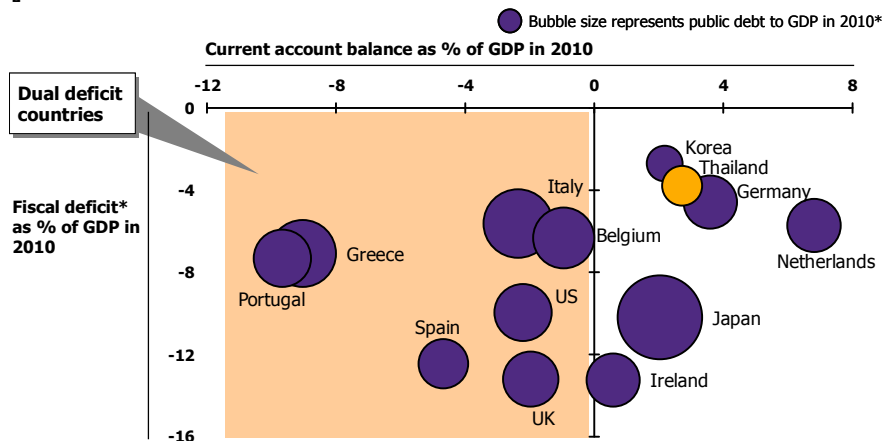
วิกฤติหนี้สาธารณะในกรีซและเพื่อนบ้าน ส่งผลต่อไทยอย่างไร

ปัญหาของกรีซคืออะไร? กรีซจะสามารถชำระหนี้ได้หรือไม่ เพราะกรีซกำลังประสบปัญหาการขาดดุลการคลังที่ประมาณว่าจะสูงถึง 12.7% ของ GDP ในปี 2552 ที่ผ่านมา (แย่กว่าเพดานการขาดดุลการคลังที่สหภาพยุโรปกำหนดไว้ที่ 3% ของ GDP ถึง 4 เท่า) หนี้สาธารณะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและอาจจะสูงถึงกว่า 130% ของ GDP ในปี 2554 (สูงที่สุดในกลุ่ม EU) ทำให้หลายฝ่ายกังวลว่ากรีซอาจไม่สามารถ refinance หนี้ซึ่งจะครบกำหนดในปีนี้ที่สูงถึง USD 76 Bln ได้ นอกจากนี้ ยังมีประเด็นการขาดความน่าเชื่อถือของตัวเลขสถิติต่างๆ ที่ทางการกรีซแถลง เพราะที่ผ่านมามีความคลาดเคลื่อนในการคำนวณอยู่มาก เช่นในปี 2552 รัฐบาลกรีซแถลงว่าจะขาดดุลงบประมาณเพียง 4% แต่ล่าสุดตัวเลขดังกล่าวถูกปรับเพิ่มขึ้นถึง 3 เท่าเป็นกว่า 12% ทำให้เกิดคำถามตามมามากมายว่าตัวเลขอื่นๆ ที่ทางการกรีซแถลงยังเชื่อได้หรือไม่ ซึ่งรวมถึงตัวเลขยอดหนี้สาธารณะต่อ GDP ด้วย ดังนั้น จึงไม่น่าแปลกใจที่บรรดาบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะพร้อมใจกันลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้รัฐบาลกรีซลงเหลือ A2 สำหรับ Moody's และ BBB+ สำหรับ S&P กับ Fitch ซึ่งก็ยิ่งเพิ่มภาระดอกเบี้ยของรัฐบาลกรีซให้สูงขึ้นไปอีก

กรีซไม่ได้มีความสำคัญมากนักในตัวของมันเอง ตามตัวเลขแล้วกรีซมีขนาด GDP เพียง 3% ของ EU-16 หนี้สาธารณะก็มีสัดส่วนเพียง 4% ของ EU-16 เท่านั้น ทั้งนี้ จากข้อมูลของธนาคารใน 42 ประเทศทั่วโลกที่ธนาคารกลางของประเทศนั้นๆ ส่งให้กับ Bank for International Settlement (BIS) พบว่า ณ ไตรมาส 3/2552 มีการปล่อย Loans ให้กับ sectors ต่างๆ ในกรีซเพียง USD 128 พันล้าน แต่ถ้ารวม โปรตุเกส อิตาลี และ สเปน จะมียอดการให้กู้ยืมสูงถึง USD 1,577 พันล้านเลยทีเดียว **ความกังวลจึงอยู่ที่ว่า ปัญหาแบบนี้จะลามไปประเทศอื่น ๆ อีกหรือไม่** เช่น อิตาลี (มีสัดส่วน 17% ของ GDP EU-16) สเปน (12%) หรือโปรตุเกส (2%)

ดูอย่างไรว่าประเทศใดอีกบ้างที่มีความเสี่ยง? จาก **รูปที่ 1** ประเทศที่มีหนี้สาธารณะต่อ GDP ในระดับสูง (วงกลมขนาดใหญ่) จะมีภาระค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและการใช้เงินต้นเงินกู้ต่อ GDP สูงด้วย ประเทศที่มีการขาดดุลการคลังมาก (อยู่ด้านล่างๆ ในกราฟ) จะทำให้มีหนี้สาธารณะเพิ่มสูงขึ้น ส่วนประเทศที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมาก (อยู่ทางซ้ายๆ ของกราฟ) จะมีความเสี่ยงจากการที่ต้องกู้จากต่างประเทศ ดังนั้นด้วยเงื่อนไขเดียวกันกับกรีซ ใน **รูปที่ 1** ประเทศที่ทั้งขาดดุลการคลังและขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (dual deficit) และมีหนี้สาธารณะต่อ GDP ในระดับสูงจะจัดเป็นประเทศที่มีความเสี่ยงในเรื่องของความสามารถในการชำระหนี้สูงกว่าประเทศอื่นๆ ซึ่งประเทศที่ใกล้เคียงกรีซชัดเจนที่สุดได้แก่ โปรตุเกส นอกจากนี้ก็มีประเทศที่เข้าข่ายเงื่อนไขเดียวกันเช่น สเปน อังกฤษ และ อิตาลี ทั้งนี้หากดูจาก **Credit Default Swap spread** ก็สะท้อนมุมมองของตลาดต่อโปรตุเกสว่ามีลักษณะใกล้เคียงกรีซ เช่นกัน จาก **รูปที่ 2** จะเห็นได้ว่าโปรตุเกสมี CDS spread กว้างขึ้นอย่างชัดเจนในเดือนกุมภาพันธ์ตามหลังกรีซมาห่างๆ ก่อนที่ spread จะแคบลงในเดือนมีนาคม ซึ่งการเพิ่มขึ้นของ CDS spread บ่งบอกว่านักลงทุนมีความกังวลเพิ่มขึ้นและต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นด้วยเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น ดังนั้น การขยับของ CDS spread ดังกล่าวบ่งบอกว่านักลงทุนมองโปรตุเกสเป็นอีกประเทศที่มีความเสี่ยงสูงในลักษณะคล้ายกันกับกรีซ

รูปที่ 1 เปรียบเทียบเสถียรภาพด้านการเงินของแต่ละประเทศ



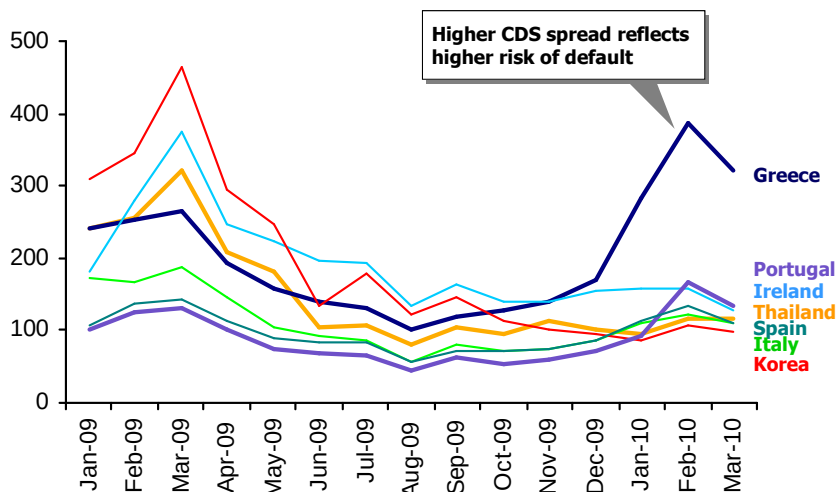
* Public debt is proxy by general government gross financial liabilities. Fiscal deficit is proxy by general government balance.

Note: Forecasts of current account balances are from IMF. Forecasts of general government balances are from IMF, with exception to Thailand (Thai data comes from Thailand Bureau of the Budget). Forecasts of general government gross financial liabilities to GDP in 2010 are from OECD with exception to TH, representing public debt to GDP ratio in 2009)

Source: IMF's World Economic Outlook (Oct-09), OECD Outlook (Nov-09), Bureau of the Budget, Public Debt Management Office; SCB EIC analysis

รูปที่ 2 เปรียบเทียบมุมมองของตลาดต่อความเสี่ยงของตราสารหนี้ของรัฐบาลแต่ละประเทศ

Credit Default Swap spread (Basis points)



Source: DataStream; SCB EIC analysis

จะเกิดอะไรขึ้นต่อไป?

Scenario 1 [มีความเป็นไปได้สูง]: กรีซไม่ Default แต่จำเป็นต้องได้รับความช่วยเหลือจากภายนอก ต้นตอของปัญหาเกิดจากการขาดวินัยการคลังซึ่งมาจากรัฐของระบบการจัดเก็บภาษีไม่ใช่เศรษฐกิจแย่งกันเก็บภาษีไม่ได้ ดังนั้นถ้าอุดหนุนเหล่านี้ได้รัฐก็จะมีรายได้เพิ่มขึ้น (ซึ่งน่าจะทำได้แต่ต้องใช้เวลา) อย่างไรก็ตามกรีซอาจจำเป็นต้องได้รับความช่วยเหลือจากประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป เพราะอย่างน้อยกรีซจำเป็นต้องกู้อีก EUR 16.6 พันล้าน เพื่อบริหารหนี้ที่จะครบกำหนดในเดือน เม.ย. และ พ.ค. ที่จะถึงนี้ ซึ่งไม่ว่าจะมีคนให้รัฐบาลกรีซกู้ในช่วงนี้หรือไม่ แม้ตามข้อกำหนดของสหภาพยุโรปจะไม่ยอมให้รัฐบาลอื่นเข้าไปแบกรับภาระแทนรัฐบาลของประเทศสมาชิกที่มีปัญหา แต่ก็เป็กฎที่ยืดหยุ่นพอควร เพราะมีข้อยกเว้นให้ช่วยเหลือได้ในกรณีที่เกิดเหตุร้ายแรงนอกเหนือการควบคุมของรัฐบาลประเทศที่มีปัญหา ทั้งนี้ การยื่นมือเข้าช่วยเหลือจะมาพร้อมกับมาตรการควบคุมที่เข้มข้นในสไตล์ของ IMF และอาจมาในเวลาที่สุดท้ายเพื่อกดดันให้รัฐบาลกรีซทำตามแผนปรับปรุงวินัยทางการคลังที่ได้ประกาศเอาไว้อย่างถึงที่สุด

ผลกระทบจาก scenario นี้คือ ค่าเงินยูโรจะอยู่ภายใต้แรงกดดันต่อไป เพราะความเสี่ยงที่จะอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน ทำให้ผู้บริหารเงินทุนส่วนใหญ่จะหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ในกลุ่มยุโรป สำหรับ CDS spread ก็จะกว้างขวางอยู่และจะแคบลงเมื่อข้อตกลงในการเข้ามาให้ความช่วยเหลือมีความชัดเจนเพิ่มขึ้น

Scenario 2 [ความน่าจะเป็นต่ำ]: กรีซปิดนิตชำระหนี้ (default) เนื่องจากภาวะของตลาดการเงินโลกยังไม่ฟื้นตัวจากวิกฤติการปล่อยใหกรีซ default นอกจากจะกระทบความน่าเชื่อถือของสหภาพยุโรปโดยรวมแล้ว ยังส่งผลไปยังสถาบันการเงินใหญ่ๆ ทั่วโลก และอาจทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะวิกฤติอีกครั้ง สหภาพยุโรปจึงไม่น่าจะเสี่ยงปล่อยใหกรีซต้องผิดนัดชำระหนี้

หากเกิด scenario นี้ขึ้น ผลกระทบคือ ค่าเงินยูโรอ่อนค่าลงอย่างมาก มีการไหลของเงินทุนไปยังสินทรัพย์ที่ปลอดภัยอย่างดอลลาร์สหรัฐ ส่วน CDS spread โดยรวมจะสูงขึ้นมาก ต้นทุนการกู้เงินของทุกประเทศเพิ่มสูงขึ้น ประเทศอื่นๆ ในยุโรปที่มีฐานะการคลังที่อ่อนแอ จะพบกับความลำบากในการ refinance หนี้สินจนอาจถึงขั้น default ตามกันไป สถาบันการเงินต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรปอาจประสบปัญหาการ write down สินทรัพย์อีกครั้ง

ไม่ว่าจะ Scenario ไหน ปัญหาในยุโรปไม่น่าจะจบในเร็ววัน สำหรับกรีซ การลดสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ซึ่งหมายถึงการลดการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐในขณะที่การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจยังเปราะบางเป็นเรื่องที่ทำได้ยากและต้องใช้เวลา นอกจากนี้ยังมีประเทศอื่นๆ ที่มีปัญหาในลักษณะใกล้เคียงกับกรีซดังกล่าวไปแล้ว ทั้งนี้การให้ความช่วยเหลือต้องทำอย่างระมัดระวังเพื่อไม่ให้เป็นการส่งสัญญาณที่ผิดว่าสหภาพยุโรปยินดีจะช่วยเหลือประเทศที่มีวินัยการคลังแย่ๆ อย่างรวดเร็ว ซึ่งจะก่อปัญหาในระยะยาว

Implication

- **ผลกระทบโดยตรงต่อประเทศไทยน่าจะน้อย** การส่งออกของไทยไปกรีซมีสัดส่วนเพียงไม่ถึง 0.1% ของการส่งออกทั้งหมดและไม่ถึง 2% หากรวมการส่งออกไป โปรตุเกส อิตาลี กรีซ และ สเปน ส่วนกองทุนรวมที่ไปลงทุนในต่างประเทศ (FIF) อาจมีที่ลงทุนในสินทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินยูโรบ้าง แต่ไม่น่าจะมากนัก เพราะกองทุน FIF ส่วนใหญ่ของไทยราว 80% จะเน้นการลงทุนในตราสารหนี้ของรัฐบาลเกาหลีใต้ ส่วนผลกระทบจากค่าเงินที่ผันผวนไม่น่ากังวลเพราะส่วนมากจะมีการทำการป้องกันความเสี่ยงเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนไปแล้ว
- **หากมีการไหลของเงินทุนไปยังสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัยจะทำให้ USD แข็งค่าขึ้น ส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับ USD** ความผันผวนในตลาดเงินและปัญหาในยุโรป อาจทำให้เกิดการไหลของเงินทุนไปยังทรัพย์สินที่ปลอดภัยกว่าอย่าง US treasury ทำ USD แข็งค่าขึ้นเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ รวมทั้งเงินบาทซึ่งเป็นผลดีต่อการส่งออกของไทย
- **ถึงแม้ต้นทุนเงินกู้ต่างประเทศจะสูงขึ้น แต่ไม่น่าเป็นปัญหาสำหรับไทย** แม้ว่าการเสี่ยงของตราสารหนี้ไทยจะไม่ได้เพิ่มขึ้นจากปัญหาของกรีซ แต่จากรูป CDS Spread ข้างต้น พบว่า CDS spread ของตลาดโดยรวมกว้างขึ้นซึ่งรวมถึงตราสารหนี้ของไทยด้วย ซึ่งแปลว่าตลาดต้องการผลตอบแทน risk premium ที่สูงขึ้น ดังนั้นหากใครต้องการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศก็จะมีต้นทุนการกู้ยืมที่เพิ่มขึ้นด้วย อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อไทยไม่น่าจะมากนัก เพราะหนี้สาธารณะส่วนใหญ่ของเราเป็นการกู้ในประเทศ จากยอดหนี้สาธารณะคงค้าง (30 พ.ย. 2552) 3.9 ล้านล้านบาท เป็นหนี้ต่างประเทศเพียง 10% หรือ 3.9 แสนล้านบาท นอกจากนี้สภาพคล่องในประเทศก็ยังอยู่ในระดับสูงทำให้ไม่มีความจำเป็นต้องกู้เงินจากต่างประเทศ
- **ผลกระทบทางอ้อมอื่นๆ ไม่มาก** เมื่อเกิดความไม่แน่นอนในตลาดการเงิน กองทุนรวมต่างประเทศมักจะลดการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงอย่างตลาด Emerging market โดยตั้งแต่ต้นปีนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ขายสุทธิรวมประมาณ 1 หมื่นล้านบาท ซึ่งก็ไม่น่ามากนักเมื่อเทียบกับ การซื้อสุทธิ 3.8 หมื่นล้านบาท ตลอดปี 2552 ทั้งนี้ การกระจายของปัญหาอาจไม่รุนแรง เพราะตลาดดูจะแยกแยะได้ว่าประเทศไหนมีความเสี่ยงต่อการ default สูงต่ำต่างกันอย่างไร (ดูจาก CDS บางประเทศเท่านั้นที่เพิ่มขึ้นมากอย่างมีนัยสำคัญ)
- **การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกน่าจะไม่ราบรื่น** สิ่งที่เกิดขึ้นที่กรีซเป็นเพียงผลของปัญหาที่มีต้นตอจากการกู้ยืม (leverage) ที่สูงมากในหลายประเทศทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป ในช่วงที่ผ่านมา เริ่มจากภาคครัวเรือนสหรัฐฯ ที่มีหนี้สินมากมายเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ส่งผลต่อภาคการธนาคารที่มี leverage สูงเช่นกัน ต่อเนื่องมาจนภาครัฐต้องเข้ามากระตุ้นเศรษฐกิจและแบกรับภาระหนี้สินไว้ ซึ่งปัญหาเหล่านี้จะไม่จบง่ายๆ และอาจมีข่าวร้ายออกมาอีก จากภาคธุรกิจ ซึ่งที่ไหนที่มีการ leverage สูงๆ ก็มีความเสี่ยงที่จะเจอกับปัญหาแบบเดียวกันนี้ **สำหรับประเทศไทยไม่ค่อยน่าห่วงแม้ตลาดเงินจะผันผวน เพราะเรามีความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกน้อย (low external vulnerability)** เนื่องจากไทยมีดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลถึง USD 20 พันล้านในปี 2552 ส่วนหนี้ต่างประเทศ USD 70 พันล้านก็เป็นหนี้ระยะสั้นแค่ USD 28 พันล้านซึ่งคิดเป็นเพียง 1 ใน 5 ของทุนสำรองระหว่างประเทศ

