

วิกฤตสินเชื่อที่อยู่อาศัยในสหรัฐฯ กับนวัตกรรมทางการเงิน

โดย ดร.ดวงพร อาภาศิลป์

กรรมการและผู้จัดการ บรรษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย

E-mail : duangporn@smcthailand.com

วิกฤตการเงินของสหรัฐฯ ที่กำลังมีผลกระทบไปถึงฟากยุโรป และฟากเอเชีย เป็นลักษณะคล้ายโดมิโน เนื่องจากความเป็นเสรีทางการเงินในยุคโลกไร้พรมแดน ถ้าพิจารณาแล้วจุดเริ่มต้นมาจากปัญหาของสินเชื่อที่อยู่อาศัยในสหรัฐฯ

ผู้ที่เกี่ยวข้องหลักในสินเชื่อที่อยู่อาศัยของสหรัฐฯ ที่มีบทบาททำให้เกิดปัญหาร่วมกันมีตั้งแต่ผู้กู้บ้านในอเมริกา สถาบันผู้ให้สินเชื่อบ้าน (ธนาคาร ,Saving & Loans และ Mortgage Company) สถาบันที่เป็นตลาดรองสินเชื่อ (ที่สำคัญคือ แฟนนี่ เม และเฟรดดี แมค) ธนาคารพาณิชย์ (เช่น เลห์แมน บราเดอร์ส และเมอร์ริล ลินช์ ของอเมริกา) บริษัทประกันภัย (เช่น AIG) เป็นต้น

ผู้ที่เกี่ยวข้องข้างต้น ประกอบกับตราสารหนี้ที่เกิดจากนวัตกรรมทางการเงินซึ่งออกโดยผู้เกี่ยวข้องดังกล่าว ทำให้ผลกระทบที่เกิดจากผู้กู้บ้านแผ่ไม่ไกล ลามไปถึงผู้ให้สินเชื่อบ้านในตลาดแรก ผู้เป็นตลาดรองสินเชื่อ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัย เป็นทอดๆ

ผู้กู้บ้านในสหรัฐฯ สามารถกู้ได้ง่าย เพราะดอกเบี้ยไม่สูงนัก เช่น กู้ 30 ปี ช่วงก่อนเกิดปัญหา อัตราดอกเบี้ยคงที่เพียง 6.99% ทำให้มีการกู้บ้านกันหลายหลัง โดยหวังว่าราคาบ้านจะเพิ่มขึ้น จะได้ขายทำกำไรได้เช่นในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งราคาบ้านสูงขึ้นต่อเนื่อง ผู้ให้กู้บ้านในตลาดแรกเองก็แข่งขันกันปล่อยกู้ และนำสินเชื่อไปขายให้ตลาดรอง คือแฟนนี่ เม และเฟรดดี แมค ซึ่งมีบทบาทให้อัตราดอกเบี้ยผู้กู้บ้านต่ำ สองสถาบันหลังนี้ระดมทุนจากตลาดทุนมาซื้อสินเชื่อดังกล่าว โดยการออกพันธบัตรและออก Mortgage Back Securities หรือ MBS ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อบ้านเป็นหลักประกัน ผู้ที่ช่วยออก ช่วยขาย และลงทุนใน MBS ดังกล่าว เป็นธนาคารพาณิชย์ นั่นเอง และเนื่องจากแฟนนี่ เม และเฟรดดี แมค เป็นสถาบันในตลาดรองสินเชื่อที่ผู้ลงทุนเชื่อมั่น ส่วนหนึ่งเพราะมีสถานะเป็นกึ่งรัฐ (quasi – governmental status) โดยที่รัฐจัดตั้งขึ้นทั้ง 2 องค์กร แม้ต่อมาจะมีการ privatized ออกไป แต่มีภาพลักษณ์ของการสนับสนุนของรัฐมาตลอด และอีกส่วนหนึ่งเป็นเพราะสินเชื่อบ้านมีหลักประกันคือบ้าน ประกอบกับการค้ำโดย แฟนนี่ เม และเฟรดดี แมค จึงน่าจะปลอดภัย ทำให้มีผู้ลงทุนใน MBS กว้างขวาง ทั้งสถาบัน บริษัทประกัน กองทุนต่างๆ ผู้ลงทุนทั่วไป และผู้ออกตราสารเอง โดยผู้ลงทุนดังกล่าวมีทั้งในสหรัฐฯ และจากประเทศอื่นในยุโรป ในเอเชีย

ธนาคารพาณิชย์ ทำนวัตกรรมทางการเงิน โดยออก Collateral Debt Obligations หรือ CDOs ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีสินทรัพย์พวก fixed-income หนุนหลัง สินทรัพย์ดังกล่าวเช่น MBS, Commercial Real Estate Debt และตราสารหนี้ผลตอบแทนสูงของบริษัท สินทรัพย์เหล่านี้บริษัทจัดอันดับจะให้มูลค่าแยกเป็น tranches : Senior tranche (rated AAA) Mezzanine tranche (AA to BB) และ Equity tranche (unrated) ลำดับของการชำระเงินคืนนั้น ผู้ถือ Senior notes จะได้เงินคืนก่อน ตามด้วยผู้ถือ Junior notes และ Equity notes ตามลำดับ ผู้ลงทุนมีความสนใจซื้อ CDOs กันมาก เพราะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตรของบริษัท และมีสินทรัพย์หนุนหลัง ความเสี่ยงก็พอประมาณได้ตาม Tranche CDOs ใน

ตลาดโลกประมาณจากสำนักวิจัย Celent มีมูลค่าเกือบ 2 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ณ ปลายปี 2549 และเนื่องจาก CDOs ต้องมีการแสดงราคาตามราคาตลาด ผลจากการที่บ้านราคาตกต่ำลงมากตั้งแต่ปี 2549 ทำให้เกิดการลดลงในมูลค่า CDOs อย่างมหาศาล

สถาบันและผู้ลงทุนในตราสารหนี้ ยังพยายามปิดความเสี่ยงของตนอีก โดยทำ Credit Default Swap หรือ CDS เพื่อจัดการความเสี่ยงการที่ตราสารหนี้อาจมีปัญหาในการชำระเงินคืน ปกติแล้ว ผู้ซื้อ CDS จะนำ CDS ไปขายต่อให้กับสถาบันอื่นต่อเนื่อง จนบางครั้งวนกลับมาที่ผู้ขาย ผลคือยอดคงค้างของ CDS ซึ่งจัดเป็นตราสารอนุพันธ์ประเภทหนึ่ง มีขนาดใหญ่กว่ายอดคงค้างของตราสารหนี้มาก ทำให้ผลการสูญเสียมากกว่า ตัวอย่างเช่น ถ้าบริษัท ก มีตราสารหนี้คงค้าง 1,000 ล้านบาท และมียอดคงค้าง CDS 10,000 ล้านบาท ถ้าบริษัท ก มีปัญหาชำระเงินคืนและได้ล้มเลิกมาแค่ 40 สตางค์จากทุก 1 บาทที่ลงทุน ผู้ลงทุนในตราสารหนี้จะสูญเสีย 600 ล้านบาท ขณะที่การสูญเสียของผู้ขาย CDS จะอยู่ที่ 6,000 ล้านบาท CDS ในโลกมียอดคงค้างสูงมาก โดยยอด ณ เดือนกันยายน 2551 อยู่ที่ 58 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ (ถ้าเทียบกับ GDP ปี 2550 ของสหรัฐซึ่งอยู่ที่ 13.8 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ)

จะเห็นว่าวิกฤตครั้งนี้ มีผู้เกี่ยวข้องกันเป็นทอดและมีการนำนวัตกรรมทางการเงินมาเสริมเพื่อช่วยจัดการความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม ราคาบ้านในสหรัฐเริ่มตกต่ำสุด (นับจากช่วง The Great Depression) โดยตั้งแต่กลางปี 2549 ฟองสบู่เริ่มแตกราคาบ้านลดลงถึง 18% ทำให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเริ่มมีปัญหา ขณะที่เงินทุนของแฟรนไชส์และเฟรคดี ก็ไม่เพียงพอรับมือปัญหา ภาครัฐของสหรัฐเลยเข้าไปช่วยค้ำโดยให้เงินช่วย 100 พันล้านเหรียญสหรัฐ แลกกับการเข้าไปถือหุ้น เพราะถ้าไม่ช่วยผลกระทบจะมีเป็นวงกว้าง เนื่องจากมีผู้ถือพันธบัตรและ MBS ของ แฟรนไชส์และเฟรคดี ถึง 5.3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ แต่ปัญหาไม่ได้หยุดเพียงเท่านั้น การที่ราคาบ้านดิ่งลง ทำให้นักการผู้ปล่อยกู้ในสหรัฐทยอยมีปัญหา เช่น ธนาคาร อินดีแมค มีปัญหาจนสถาบันประกันเงินฝากของรัฐ (FDIC) เข้ายึดธนาคาร (เป็นการล้มละลายของธนาคารใหญ่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์ของสหรัฐ) วอชิงตัน มิวชวล อินค์ ซึ่งเป็น Saving & Loan ใหญ่ที่สุดในสหรัฐ ก็มีปัญหาจนต้องขายให้ เจพี มอร์แกน เชส ปัญหาลามไปถึงในยุโรป เช่น ธนาคารแบรดฟอร์ดแอนด์ บิงคิลีย์ ของอังกฤษ ซึ่งเป็นธนาคารปล่อยกู้เพื่ออสังหาริมทรัพย์รายใหญ่เป็นที่ 3 ของอังกฤษ ก็ต้องให้รัฐบาลเข้าไปช่วยค้ำ ธนาคารวาณิชธนกิจผู้ช่วยออกและลงทุนใน CDOs ที่เป็นซับไพรม์ เช่น แบร์ สเติร์น หรือ เลห์แมน บราเดอร์ส ก็มีปัญหา รายแรกต้องขายให้ เจพี มอร์แกน เชส ส่วนรายหลังยื่นขอพิทักษ์ทรัพย์จากภาวะล้มละลาย บริษัทประกันเองก็ต้องรับผลกระทบไปด้วย เนื่องจากรับประกันตราสาร CDS ที่มีปัญหา ดังที่เห็นข่าว AIG บริษัทประกันใหญ่อันดับ 18 ของโลก ซึ่งขาย CDS บน CDOs ที่มีมูลค่าลดลงมากทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่อง จนภาครัฐต้องเข้ามาช่วย

โดยสรุปแล้ว ภาวะฟองสบู่แตกเป็นเหตุการณ์ที่เคยเกิดมาแล้ว และก็ยังเกิดซ้ำซากอีก ผลกระทบครั้งนี้กินวงกว้าง เพราะเกิดในประเทศสหรัฐ ซึ่งมีการทำธุรกรรมโยนไปกับประเทศในทวีปอื่นๆ นวัตกรรมทางการเงิน อาทิ CDOs ซึ่งเคยฮือฮากันมากกว่าคิดได้สร้างสรรค์ กลับกลายมาเป็นสิ่งที่ช่วยขยายปัญหาให้กว้างขึ้นออกไป ธนาคารวาณิชธนกิจถูกลดบทบาทลง หลายแห่งถูกบังคับให้กลายเป็นธนาคารพาณิชย์

อย่างไรก็ตาม ถ้ามองในแง่นักลงทุน ตราสาร MBS, CDOs และ CDS แม้เป็นส่วนหนึ่งของปัญหาแต่ไม่ใช่ที่มาปัญหา เพราะเป็นเพียงเครื่องมือ ปัญหาอยู่ที่ผู้กู้และผู้ให้กู้ไม่ได้ตระหนักว่าราคาบ้านถึงระดับสูงเกินกว่าความเป็นจริงมาก จนต้องปรับเข้าสู่ราคาจริงแล้ว เมื่อมีการปรับราคาบ้านลง เพราะ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มถดถอย CDOs ซึ่งอิงกับ MBS ก็มีปัญหาเพราะราคาตลาดลดลงมาก CDS เองก็อิงกับ CDOs จึงกระทบตามไปด้วย ประกอบกับทางการของสหรัฐฯ เองก็ไม่มีมาตรการคุ้มครองการทำ CDS และข้อมูลที่มีให้นักลงทุนมีไม่เพียงพอ/ไม่โปร่งใส ผู้ออกตราสาร ผู้ขายตราสาร และผู้ลงทุนในตราสารดังกล่าว จึงได้รับผลกระทบโดยถ้วนหน้า แต่ถ้าพิจารณาจริงแล้ว ตราสารดังกล่าวยังเป็นตราสารที่ใช้ได้ และช่วยเพิ่มทางเลือกให้นักลงทุน เพียงแต่นักลงทุนต้องพิจารณาคุณภาพสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันของตราสารให้รอบคอบ และควรได้รับข้อมูลที่เพียงพอประกอบการตัดสินใจ เท่านั้นก็จะจำกัดความเสี่ยงของผู้ลงทุนได้

.....