

ความท้าทายในการบริหารความเสี่ยงปี 2554

คำบรรยายโดย นายธีระชัย ภูวนาถนรานุบาล เลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

เมื่อวันที่ 22 กุมภาพันธ์ 2554

ในการประชุมสัมมนาของสมาคมบริษัทจดทะเบียนไทยเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยง

ท่านผู้มีเกียรติที่เคารพ

ผมมีความยินดีเป็นอย่างยิ่งที่ได้มาบรรยายในหัวข้อการบริหารความเสี่ยงให้แก่สมาคมจดทะเบียนอีกครั้งหนึ่งในปีนี้

การบริหารความเสี่ยงเป็นเรื่องที่ไม่สามารถใช้เฉพาะความรู้จากตำรา หรือจากทฤษฎีเป็นสำคัญ แต่จำเป็นจะต้องนำเอาปัจจัยจากชีวิตจริง เพื่อมาปรับใช้ให้ทันสมัยอยู่เสมอ และในด้านปัจจัยจากชีวิตจริงนั้น ไม่มีช่วงเวลาใด ที่มีบทเรียนและ

ข้อพิจารณาที่แหวกแนวและคาดไม่ถึง เท่ากับสิ่งที่เกิดขึ้นจากวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้

วิกฤตครั้งนี้เป็นวิกฤตที่มีความรุนแรงมากที่สุดเท่าที่หลายคนจำได้ และเกิดขึ้นโดยที่คนส่วนใหญ่คาดไม่ถึง หรือแม้แต่จะมีนักวิเคราะห์บางรายที่เล็งเห็นที่กำลังจะมีปัญหา กำลังก่อตัว แต่ก็ไม่ได้ประเมินว่าปัญหามีขนาดใหญ่เช่นนี้ หรือว่าจะลุกลามกระจายไปยังประเทศต่างๆ รวดเร็วเช่นนี้ และแม้แต่วันนี้ ก็ยังมีปัญหาในเศรษฐกิจยุโรปที่เพิ่งเริ่มต่อเค้า และเพิ่งเริ่มกระทบประเทศกรีซและประเทศไอร์แลนด์เท่านั้น โดยยังมีแนวโน้มที่จะก่อปัญหาต่อไปอีกในอนาคต

การที่วิกฤตเกิดขึ้นในวงกว้าง และยังขยายตัวต่อเนื่องอย่างไม่หยุดยั้งเช่นนี้ ชี้ว่ามีภาพลวงตาบางอย่างที่เกิดขึ้น ผมจะขอลำดับเฉพาะบางเรื่องที่สำคัญ

เรื่องแรก ก็คือภาพลวงตาของความมั่งคั่ง ที่เกิดขึ้นในประเทศพัฒนาแล้วตลอด 10 ปีที่ผ่านมา ต้นเหตุของภาพลวงตานี้เกิดจากการที่ประเทศจีนเข้ามามีบทบาทในขบวนการโลกาภิวัตน์มากขึ้น ๆ ค่าแรงของจีนที่อยู่ในระดับที่ต่ำ ได้มีผลกดดันทำให้ราคาสินค้าอุตสาหกรรมทั่วโลกอยู่ในระดับที่ต่ำไปด้วย และทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ต่ำทั่วโลก

การเงินเพื่ออยู่ในระดับที่ต่ำเป็นเวลานาน จึงทำให้เกิดภาพลวงตาแก่ธนาคารกลางในประเทศพัฒนาแล้ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ ว่ายังสามารถใช้นโยบายการเงินกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไปได้อีกเป็นเวลานาน โดยที่จะไม่มีความเสี่ยงต่อปัญหาเงินเฟ้อ แต่ภาพลวงตาของความมั่งคั่งนี้ ได้บดบังภาพจริงว่า ถึงแม้จะไม่มีความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อก็จริง แต่ก็มีความเสี่ยงด้านฟองสบู่ที่กำลังก่อตัวขึ้นทั่วไป และนำไปสู่ภาวะอสังหาริมทรัพย์ล้นตลาดในที่สุด

ในเรื่องนี้ ภาพลวงตานี้เป็นปัจจัยหลักที่อยู่เบื้องหลังวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้ แต่ภายหลังจากวิกฤตปะทุขึ้น ภาพลวงตานี้ก็ได้หายไปแล้ว

เรื่องที่สอง ก็คือภาพลวงตาของสภาพคล่อง ตราสารบางอย่างนั้น ในช่วงที่มีการเสนอขายกันใหม่ๆ อาจจะถูกดีไปหมด ไม่น่าจะมีปัญหาสภาพคล่องเป็นพิเศษแต่อย่างใด แต่ในทางปฏิบัติ เมื่อถึงจุดหนึ่งกลับกลายเป็นมีปัญหาสภาพคล่องอย่างหนัก ถึงขั้นที่ราคาตลาดตกต่ำอย่างน่าใจหาย

ตราสารประเภทนี้จะมีภาพลวงตาในด้านสภาพคล่อง และเมื่อภาพลวงตานี้หายไป ก็จะทำให้ผู้คนตกใจถึงปัญหาสภาพคล่องแบบจับปล้น กรณีหนึ่งคือตราสารที่มี mortgage เป็นหลักประกัน ทั้งกรณีที่เป็น prime และ sub prime ตราสารดังกล่าวมีจำนวนมากที่บริษัทจัดอันดับเครดิตได้จัดอันดับไว้สูงเกินกว่าที่ควร

หากย้อนไปในช่วงเวลาก่อนวิกฤต จะพบว่าบริษัทจัดอันดับเครดิต ได้ให้อันดับตราสารแบบ structured note ในระดับสูงสุดคือ AAA ตราสารลักษณะดังกล่าวมีอยู่มากถึงกว่า 37,000 ตัว ใหม่ๆ ที่ผู้ออกตราสารที่ได้อันดับสูงสุด AAA มีอยู่เพียงประมาณ 30 รายเท่านั้น การมองภาพอันดับเครดิตดีเกินไปเช่นนี้ เกิดจากบริษัทจัดอันดับเครดิตไม่ได้มองทะลุให้เป็นปัญหาเรื่องสภาพคล่อง อันเกิดจากภาพลวงตานั่นเอง

เรื่องที่สาม ก็คือภาพลวงตาของความมั่นคง โดยมีความเชื่อกันว่าสถาบันการเงินยังมีขนาดใหญ่เท่าใด ก็จะมีมีความมั่นคงมากขึ้นเท่านั้น สถาบันการเงินจึงเร่งขยายกิจการกัน จนทำให้บางรายมีขนาดมากกว่าจีดีพีของประเทศเป็นอันมาก กรณีประเทศไอซ์แลนด์ ธนาคารใหญ่ที่สุดที่ล้นมีขนาดเท่ากับร้อยละ 92 ของจีดีพี กรณี

ประเทศไอร์แลนด์ ธนาคารใหญ่ที่สุดที่ประสบปัญหาจนกระทั่งรัฐบาลต้องเข้าไปประกันเงินฝากทั้งระบบก็มีขนาดเท่ากับร้อยละ 108 ของจีดีพี

ในอดีตจะมีความเชื่อว่าหากสถาบันการเงินรายหนึ่งมีขนาดใหญ่ถึงจุดหนึ่ง รัฐบาลประเทศนั้นจะไม่ยอมปล่อยให้ล้ม เพราะจะกระทบความเชื่อมั่นทั้งระบบ แต่เหตุการณ์ครั้งนี้เห็นได้ว่า การที่สถาบันการเงินของประเทศหนึ่งไปทำธุรกิจข้ามชาติจนมีขนาดใหญ่เกินกว่าขนาดของประเทศ ต่อให้ประเทศนั้นอยากจะช่วยเหลือไม่ยอมปล่อยให้ล้ม แต่ก็อาจจะมีปัญหาว่าประเทศนั้นกระเป๋าสตางค์ไม่หนักพอก็ได้

บัดนี้ วิกฤตที่เกิดขึ้นกับสถาบันการเงินในประเทศเหล่านี้ ได้ทำให้ภาพลวงตาในเรื่องของความมั่นคงของสถาบันการเงินหายไปแล้วเช่นกัน บัดนี้ ผู้ที่เกี่ยวข้องเริ่มตระหนักว่า ไม่ว่าสถาบันการเงินรายใดจะยิ่งใหญ่เท่าใด ก็อาจจะล้มไปได้ทั้งนั้น

เรื่องที่สี่ ก็คือภาพลวงตาของการเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจในยุโรป กรณีนี้เป็นปัญหาเฉพาะของทวีปยุโรป ซึ่งที่ผ่านมารวมตัวกันจนถึงขั้นที่ใช้เงินสกุลเดียวกัน แสดงภาพให้โลกเข้าใจว่าการรวมตัวได้เกิดขึ้นอย่างแน่นแฟ้น และเป็นปีกแผ่นมหาอำนาจของโลกแห่งหนึ่ง แต่ในภาพจริงนั้น กลับไม่ใช่การรวมตัวกันแบบแน่นแฟ้นอย่างที่สร้างภาพกันไว้

กรณียุโรปนั้น โครงสร้างการรวมตัวกันนั้น กำหนดให้ใช้นโยบายการเงินนโยบายเดียวกันเนื่องจากใช้เงินสกุลเดียวกัน แต่ในด้านนโยบายการคลัง กลับไม่ได้บังคับให้ใช้นโยบายเดียว ซึ่งหากใช้นโยบายเดียวนั้น กรณีที่ประเทศหนึ่งประสบปัญหาด้านการคลัง ประเทศอื่นต้องยอมเอางบประมาณของตนเข้าไปช่วยเหลือ ทำนองเดียวกับหากการคลังของรัฐนิวยอร์กประสบปัญหา รัฐบาลสหรัฐฯ ก็จะต้องนำเอางบประมาณรวมจากรัฐอื่น ๆ เข้ามาช่วยเหลือ แต่ในเขตยูโร ไม่มีข้อบังคับเช่นนี้

ในเขตยูโรนั้น ข้อบังคับในเรื่องนโยบายการคลัง มีแต่เพียงหลวมๆ โดยกำหนดเพดานการขาดดุลงบประมาณไว้เพียงร้อยละ 3 เท่านั้น แต่ไม่มีบทลงโทษที่รุนแรง จึงมีหลายประเทศที่ขาดดุลเกินกว่าเพดาน ทั้งกรณีที่เกิดจากการใช้จ่ายเกินตัว และกรณีที่เกิดจากระบบธนาคารของประเทศนั้นล้ม จนรัฐต้องเข้าไปอุ้ม ทำให้หนี้ของรัฐบาลเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ ยุโรปไม่มีข้อกำหนดให้ประเทศต่าง ๆ ต้องควักกระเป๋าเพื่อช่วยประเทศใดประเทศหนึ่งโดยอัตโนมัติ

แต่บริษัทจัดอันดับเครดิตที่จัดอันดับพันธบัตรของรัฐบาลยุโรป กลับไม่ได้คำนึงถึงประเด็นนี้ จึงได้ให้อันดับบางประเทศสูง เช่น ประเทศกรีซ จัดอันดับไว้ A เปรียบเทียบกับอันดับล่าสุด BB+ โดยลดลงไป 5 อันดับ หรือประเทศไอร์แลนด์ จัดอันดับไว้ AAA เปรียบเทียบกับอันดับล่าสุด BBB+ โดยลดลงไป 7 อันดับ

บัดนี้ ผู้ที่เป็นเจ้าหนี้ที่ได้ซื้อพันธบัตรของรัฐบาลยุโรปที่อ่อนแอเอาไว้ จึงได้ตระหนักแล้วว่า การที่ตนเดิมเข้าใจว่าพันธบัตรของรัฐบาลยุโรป ไม่ว่าจะประเทศใด น่าจะมีความเสี่ยงใกล้เคียงกัน ความคิดเช่นนี้เป็นการสำคัญผิดไปแล้ว

เมื่อภาพลวงตาเหล่านี้สลายตัวลง เมื่อความจริงเป็นที่เปิดเผย จึงมักจะมีผลทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องเปลี่ยนแปลงทัศนคติ จากความมั่นใจ กลายเป็นความกังวล และมีผลทำให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องลดต่ำลงอย่างกระทันหัน สร้างปัญหาขาดทุนได้อย่างฉับพลันและกว้างขวาง ดังนั้น หน้าทีหลักของผู้ที่มีหน้าที่บริหารความเสี่ยง ก็คือต้องสามารถมองให้ทะลุภาพลวงตาทุกประเภท เพื่อจะสามารถคัดกทางปัญหาได้ถูกต้องให้มากที่สุด

คำถามที่น่าสนใจในขณะนี้ ก็คือในปีหน้าและปีต่อไป มีปัญหาใดที่ควรระมัดระวัง ซึ่งผมจะจำกัดขอบเขต และจะแสดงความเห็นเฉพาะปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจในต่างประเทศ

ประเด็นที่ควรติดตามลำดับที่หนึ่ง คือปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นจากความผันผวนในราคาสินค้าเกษตร ซึ่งเรื่องนี้เกิดจากปัญหาโลกร้อนโดยตรง ดังเห็นได้ว่าในปีที่แล้ว ได้มีปรากฏการณ์ว่ามีหลายประเทศที่ฝนตกในปริมาณที่มากกว่าที่เคยเกิดขึ้นในอดีต การที่น้ำมีปริมาณมากขึ้นกว่าเดิมและเกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ฉับพลัน ส่งผลให้มีน้ำท่วมในบริเวณต่าง ๆ ของโลกมากอย่างไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนหน้า และในเรื่องนี้ มีนักวิชาการหลายรายที่คาดการณ์ว่าตั้งแต่นี้เป็นต้นไป ปรากฏการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นบ่อยมาก

ในปีนี้ หากเหตุการณ์นี้เกิดขึ้นซ้ำ จะส่งผลให้พื้นที่เพาะปลูกพืชเกษตรบางอย่างลดลง และดันให้ราคาสูงขึ้น จนกว่าผู้ผลิตและตลาดจะปรับตัวและแก้ไข

สถานการณ์ได้ ในระหว่างนี้ ผู้บริหารความเสี่ยงจึงหนีไม่พ้นที่ควรจะคำนึงถึงความเสี่ยงในราคาพืชผลที่อาจจะผันผวนมากกว่าที่เคยเกิดขึ้นในอดีต

ประเด็นที่ควรติดตามลำดับที่สอง คือการปรับตัวด้านเศรษฐกิจของประเทศจีนในเรื่องนี้ หากมองแนวโน้มการพัฒนาเศรษฐกิจระยะยาว จะพบว่าประเทศพัฒนาใหม่จะมีช่วงเวลาหนึ่งที่ส่วนแบ่งผลประโยชน์ระหว่างกลุ่มแรงงานกับกลุ่มเจ้าของทุนจะต้องเปลี่ยนแปลง โดยในช่วงแรกของการพัฒนาประเทศ ส่วนแบ่งที่ตกเป็นของกลุ่มแรงงานจะน้อย แต่เมื่อถึงจุดหนึ่ง ก็จะมีการเปลี่ยนแปลงที่ทำให้ส่วนแบ่งไปยังกลุ่มแรงงานนั้นสูงขึ้น และการเปลี่ยนแปลงนี้ จะมีผลต่อสถานะเศรษฐกิจอย่างมาก

ประเทศที่ใช้เป็นตัวอย่างในเรื่องนี้ได้ก็คือญี่ปุ่น ซึ่งย้อนหลังไปประมาณ 40 ปีก่อนในช่วงทศวรรษ 1960 ประเทศญี่ปุ่นอยู่ในช่วงที่มีการเร่งพัฒนาอุตสาหกรรมอย่างมาก และมีแรงงานจากชนบทที่ทะลักเข้ามายังเมืองต่างๆ คล้ายกับที่เกิดขึ้นในประเทศจีนในขณะนี้ จำนวนแรงงานที่เข้ามามากมีผลกดดันให้ค่าแรงญี่ปุ่นอยู่ในระดับที่ต่ำหลายปี จนกระทั่งสัดส่วนของมูลค่าเพิ่มในเศรษฐกิจที่เป็นของกลุ่มแรงงาน ที่เดิมในช่วงทศวรรษ 1950 หรือ 10 ปีก่อนหน้าอยู่ที่ระดับร้อยละ 60 ได้ลดต่ำลงไปเหลือเพียงประมาณร้อยละ 50

แต่สำหรับญี่ปุ่น ช่วงทศวรรษ 1960 นั้น เป็นจุดเปลี่ยนแปลง โดย 10 ปีถัดมาในช่วงทศวรรษ 1970 เมื่อแรงงานชนบทที่ไหลเข้าไปสู่ตัวเมืองเริ่มหมดลง กำลังสำรองของกลุ่มแรงงานก็สูงขึ้น การเจรจาขึ้นค่าแรงก็เข้มข้นขึ้น ในที่สุด สัดส่วนของมูลค่าเพิ่มของกลุ่มแรงงานก็กลับสูงขึ้น และไม่ได้หยุดที่ระดับร้อยละ 60 ที่เป็นอยู่เดิม แต่ได้เร่งตัวขึ้นไปสูงสุดจนเกือบถึงระดับร้อยละ 70

ผลที่เกิดขึ้นในญี่ปุ่นก็คือ ในช่วงทศวรรษ 1970 อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ชะลอตัวลงกว่าเดิมมาก อัตรากำไรของบริษัทอุตสาหกรรมลดต่ำลงกว่าเดิมมาก และกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์อีกทอดหนึ่ง ดังนั้น คำถามที่น่าสนใจก็คือแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นในประเทศจีนเมื่อใด

ในคำถามนี้ ผมขอเรียนว่ามีนักวิเคราะห์ที่ติดตามประเทศจีนหลายรายที่เห็นว่าแนวโน้มดังกล่าวกำลังจะเกิดขึ้นในประเทศจีนแล้ว ด้วยเหตุว่าในอดีตประเทศจีนได้ใช้นโยบายครอบครัวหนึ่งมีลูกได้หนึ่งคนมาเป็นเวลานาน และปัจจุบันเริ่มทำให้จำนวน

ลูกจ้างรายใหม่ที่จะเข้ามาสู่ตลาดแรงงานได้ชะลอตัวลงอย่างเห็นได้ชัด ประกอบกับราคาสินค้าเกษตรที่ได้ปรับตัวสูงขึ้น ทำให้แรงงานภาคเกษตรไม่จำเป็นต้องย้ายถิ่นฐานไปทำงานภาคอุตสาหกรรมดังที่ได้เกิดขึ้นมาต่อเนื่องเป็นเวลากว่า 30 ปี

นอกจากนี้ ในอนาคตอันใกล้ ประเทศจีนก็จะมีปัญหาอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น และราคาทรัพย์สินต่างๆ ก็จะสูงขึ้น โดยเฉพาะที่อยู่อาศัย จึงอาจจะมีผลทำให้ขบวนการเจรจาต่อรองเพื่อเพิ่มอัตราค่าจ้างมีลักษณะที่เข้มข้นมากขึ้น ซึ่งขั้นตอนการปรับตัวอาจจะไม่ราบรื่นไปตลอด แต่อาจจะมีผลกระทบในบางเรื่อง และอาจจะส่งผลกระทบต่อความผันผวนในเงินทุนไหลเวียนเข้ามาในภูมิภาคโดยรวมได้

ประเด็นที่ควรติดตามลำดับที่สาม คือวิธีการแก้ปัญหาหนี้ภาครัฐในยุโรป ซึ่งจะ มีผลกระทบต่อตลาดเงินตลาดทุนของโลก ว่าจะมีความคืบหน้าอย่างไร คำถามแรก น่าจะถามว่า ข้อเสนอที่จะให้สหภาพยุโรปออกพันธบัตรในนามของสหภาพเอง เพื่อใช้แลกเปลี่ยนกับพันธบัตรของรัฐบาลที่มีฐานะอ่อนนั้น จะได้รับการพิจารณาหรือไม่

การทำเช่นนั้นจะทำให้ข้อกังวลของนักลงทุนที่มีต่อฐานะของรัฐบาลต่างๆ คลายลงทันที แต่ย่อมจะมีผลทำให้ประเทศที่แข็งแกร่งต้องนำเอางบประมาณมาช่วยเหลือประเทศที่อ่อนแอกว่าโดยอัตโนมัติ ประกอบกับจะทำให้ให้นักลงทุนโดยเฉพาะรายที่ไล่ซื้อพันธบัตรในราคาต่ำโดยเก็งว่าในที่สุดสหภาพยุโรปต้องเข้ามาช่วยเหลือเช่นนี้ก็จะได้กำไรไปอย่างสบาย แนวทางนี้ที่ผ่านมามีข้อคัดค้านทางการเมืองอยู่มาก

หากไม่ใช้วิธีออกพันธบัตรในนามสหภาพยุโรป แต่ให้ธนาคารกลางยุโรปเข้าไปซื้อพันธบัตรของประเทศต่างๆ ไปเรื่อย ๆ กล่าวคือทำทุกอย่างต่อไปเหมือนอย่างที่เข้ามา แต่ทำให้มากขึ้น ขยายวงเงินให้ใหญ่ขึ้น ผลจะเป็นอย่างไร

การที่ธนาคารกลางของยุโรปเข้าไปซื้อพันธบัตรของประเทศที่ฐานะอ่อนเพื่อพยุงราคาตลาดนั้น หากดำเนินการไปเรื่อย ๆ และหากประเทศเหล่านี้ในที่สุดไม่สามารถชำระหนี้คืนได้เต็มจำนวน ผลขาดทุนก็จะตกอยู่กับธนาคารกลางของยุโรปแต่ผู้เดียว ไม่ต่างกับกรณีของประเทศไทยที่ในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง ซึ่งผลขาดทุนตกอยู่กับกองทุนเพื่อการฟื้นฟูเป็นจำนวนมาก และกระทรวงการคลังของไทยต้องเข้ามาช่วยรับภาระไปในที่สุด

หากใช้วิธีจัดวงเงินกู้ให้แก่ประเทศเหล่านี้เพิ่มขึ้น ๆ จะดำเนินการเช่นนี้ต่อไปได้อีกนานเท่าใด

นักวิเคราะห์หลายรายมีความเห็นว่าบางประเทศในยุโรปนั้น มีภาระหนี้สูงเกินไป และในอนาคต ยิ่งตลาดทุนกังวลในฐานะของประเทศเหล่านี้มากขึ้น ๆ อัตราดอกเบี้ยที่ประเทศดังกล่าวต้องจ่ายนับวันก็จะสูงขึ้น และจะเป็นภาระต่องบประมาณอย่างมาก ซึ่งในอนาคตหากเศรษฐกิจขยายตัวในอัตราที่ต่ำ รายได้ภาษีของรัฐบาลเหล่านี้ก็จะเพิ่มน้อยหรืออาจจะลดลงด้วยซ้ำ ดังนั้น การแก้ปัญหานี้ด้วยการเพิ่มหนี้ นั้น ถึงจุดหนึ่งก็อาจจะนำไปสู่ความผันผวน และจะเป็นประเด็นที่ท้าทายต่อการบริหารความเสี่ยงโดยตรง

หากไม่แก้ปัญหานี้ด้วยการเพิ่มหนี้จะอย่างไร วิธีแก้ปัญหาคือตรงจุดวิธีหนึ่งก็คือการปรับโครงสร้างหนี้ โดยให้ haircut แก่ประเทศที่ฐานะอ่อน วิธีนี้จะปิดช่องที่นักลงทุนที่ซื้อพันธบัตรในราคาต่ำจะได้กำไร และในทางการเมืองน่าจะยอมรับได้ง่ายที่สุด

แต่ปัญหามี 2 ประการ คือ ประการแรก หากเริ่มปรับโครงสร้างหนี้ของประเทศใดประเทศหนึ่ง นักลงทุนก็จะคาดได้ว่าวิธีการนี้จะลุกลามไปยังประเทศอื่น ๆ ด้วย และจะเร่งขายพันธบัตรกันอย่างโกลาหล และประการที่สอง หนี้รัฐบาลของ 4 ประเทศ คือ กรีซ ไอร์แลนด์ ปอร์ตุเกส และสเปน ซึ่งมีรวมกันกว่า 2.6 ล้านล้านยูโรนั้น ประมาณร้อยละ 78 อยู่ในมือของธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ในยุโรป การให้ haircut จะทำให้ธนาคารเหล่านี้ขาดทุน และรัฐบาลต่างๆ ก็ต้องเข้าไปช่วยเหลือในการเพิ่มทุนอีกรอบหนึ่ง

ดังนั้น ขบวนการ haircut จึงจะต้องมีขั้นตอนการทำงานที่ละเอียดอ่อนมาก และในแง่การบริหารความเสี่ยง ความท้าทายจะไม่ยิ่งหย่อนไปกว่าการปล่อยให้แต่ละประเทศเดินหน้าไปตามเดิม

ผมเองยังเชื่อว่าท้ายที่สุดนั้น ประเทศต่างๆ ในยุโรปก็จะสามารถตกลงกันได้ และคาดเดาว่าประเทศที่แข็งแกร่งก็ต้องเข้ามาช่วยเหลือประเทศที่อ่อนแอเต็มที่ โดยคาดว่าจะมีการตั้งกติกาเพื่อป้องกันมิให้ประเทศที่อ่อนแอเข้าสู่สภาพปัญหาเช่นนี้อีกใน

อนาคต เพียงแต่ว่ากว่าประเทศต่างๆ จะตกลงกันได้ อาจจะใช้เวลานาน และ
สถานการณ์ก็อาจจะบีบคานเข้าไปใกล้วิกฤตหนักเสียก่อน

ลักษณะการเจรจาความเมืองที่แต่ละประเทศรั้งจุดยืนของตนเอาไว้จนวินาที
สุดท้ายนั้น ย่อมทำให้เกิดความผันผวนในตลาดเงินและตลาดทุนได้มากเป็นพิเศษ จึง
เป็นความเสี่ยงที่ผมขอแนะนำว่าท่านสมควรติดตามอย่างใกล้ชิด ทั้งในปีนี้และในปีต่อๆ
ไป