



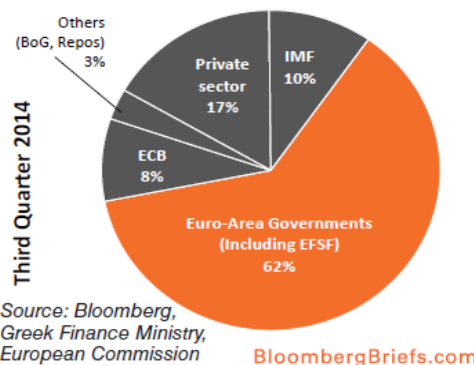
คุณอาสา อินทวิชัย

เจ้าหน้าที่บริหาร บริหารการลงทุนและสภาพคล่อง ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)
 ชื่อตอน: GREEXIT
 ที่มา: หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ

วินาทีนี้ ไม่มีประเด็นทางเศรษฐกิจและการเมืองใดที่ควรกล่าวถึงมากเท่ากับประเด็นที่ Greece (หรือ Hellenic Republic) เพิ่ง Default เงินกู้ EUR 1.5Bln ต่อ International Monetary Fund (หรือ IMF) ซึ่งครบกำหนดชำระคืนในวันที่ 30 มิ.ย.ที่ผ่านมา และจะเป็นชาติแรกในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่ Default บนกองทุนเงินกู้ระหว่างประเทศหากไม่ได้รับการผ่อนผันการชำระคืน เป็นเวลา 30 วัน จาก IMF

จริงๆ แล้ว การเจรจาระหว่างนายฯ Alexis Tsipras ของกรีซ และกลุ่มเจ้าหนี้จาก ECB (European Central Bank), EFSF (European Financial Stability Facility) และ IMF มีมาโดยตลอด แต่ด้วยท่าทางที่แข็งกร้าวของ Tsipras ซึ่งไม่ยอมต่อมาตรการรัดเข็มขัดที่ทางกลุ่มเจ้าหนี้ หรือ Creditors ยื่นให้ นั้น ย่อมทำให้ไม่สามารถหาข้อสรุปได้ จากเงินกู้ทั้งหมด EUR 322Bln มาจากรัฐบาลใน Euro-Area มากถึง 192Bln หรือ 62% ที่ใหญ่อย่าง เยอรมัน ฝรั่งเศสและอิตาลี ซึ่งเป็น Stakeholders ของ ECB 18% 14% และ 12% ตามลำดับ จึงต้องระมัดระวังอย่างยิ่งवादต่อทุกก้าวจากนี้ โดยต้องคำนึงถึงเสถียรภาพของกองทุนระหว่างประเทศ EFSF และความน่าเชื่อถือของประชาคมฯ

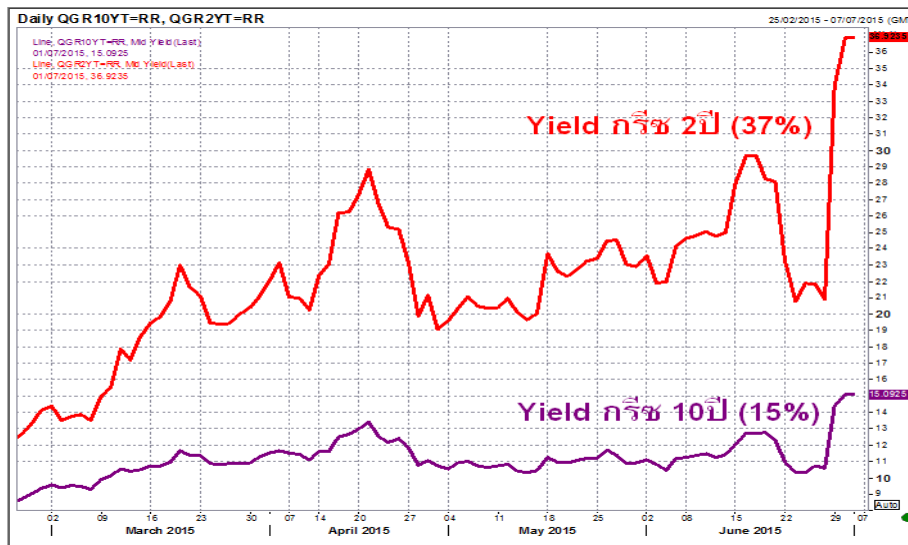
Governments Are Biggest Holders of Greek Debt



เป็นที่ทราบดีว่า สวัสดิการและเงินชดเชย/สวัสดิการที่มีให้แก่ผู้ปฏิบัติงานและผู้ว่างงานในยุโรปนั้น เป็นไปอย่างทั่วถึงและเกินพอดี ผู้ว่างงาน ผู้ปฏิบัติงาน รวมถึงพนักงานต่างชาติและครอบครัวที่ทำงานในประเทศกรีซต่างได้รับเงินสนับสนุนจากรัฐบาลฯ อย่างดีเยี่ยม เมื่อประเด็นนี้ผนวกกับการที่ประเทศขาด Competitiveness เพราะไม่มีอุตสาหกรรมอื่นใดนอกจากการท่องเที่ยวและท่าเรือ ทำให้ฐานะการคลังของรัฐบาลกรีซถดถอยลง Budget deficits/GDP เคยสูงถึง -15% เรียกได้ว่า สภาวะ Twin Deficits กำลังซ้ำเติมกรีซ Yield Curve ที่ปรับตัวสูงขึ้นเรื่อยๆ ดอกย่ำว่า ระดับของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไม่สัมพันธ์กับค่าเงินที่กรีซเลือกใช้ (ซึ่งก็คือ EUR นั่นเอง) ... ไม่มีทางที่กรีซจะปรับตัวให้เข้ากับทิศทางของค่าเงิน EUR ของกลุ่มเศรษฐกิจนี้ได้เลย

สภาวะ **Twin deficits** ส่งผลต่อประเทศนั้นๆ ในมุมของอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น เพราะการขาดดุลงบประมาณ หรือ **Budget deficits** นั้นหมายถึงประเทศมีรายรับ (**Tax revenue + Social contributions**) มากกว่ารายจ่าย (**Government Spending**) ซึ่งทำให้รัฐบาลต้องกู้เงินเพิ่ม ดอกเบี้ยก็จะสูงขึ้น ส่วนในกรณีของการขาดดุลการค้าหรือ Trade deficits นั้น การส่งออกของประเทศหรือ Exports มีมูลค่าต่ำกว่าการนำเข้า Imports ซึ่ง

เปรียบได้กับเม็ดเงินกำลังไหลออกจากประเทศ ... ณ เวลานี้ กรีซควรพิจารณาการตัดสินใจลดตัวค่าเงินบาทของประเทศไทยใน 18 ปีที่แล้ว ... 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540 วันที่ผู้ประกอบการและนักลงทุนในไทยจดจำไปตลอดชีวิต ประเทศไทยประสบปัญหาความสามารถในการแข่งขันและการพึ่งพา Hot money มายาวนาน โดยตั้งแต่ปี 1980 จนถึงวิกฤตต้มยำกุ้งในปี 1997 นั้น Current account ของประเทศอยู่ในแดนลบมาตลอดตั้งแต่ -5% ถึง -8.5% ของ GDP นี้คือสัญญาณสำคัญตัวหนึ่งที่บ่งชี้ว่า เงินแข็งค่าเกินไป แม้ค่าเงิน EUR อาจดูอ่อนกว่าความเป็นจริงไปบ้างในบางเวลา และอาจเป็นประเด็นทางการเมืองที่เยอรมันอยากเก็บกรีซไว้ใน EU แม้เศรษฐกิจจะไม่ใหญ่แต่ก็ถือได้ว่า กรีซเป็นปัจจัยที่ Drag ให้ค่าเงิน EUR อ่อนมาโดยตลอด และเป็นการที่ EUR อ่อนค่าก็เป็นตัวช่วยให้อุตสาหกรรมใหญ่ของเยอรมันสามารถแข่งขันได้ในตลาดโลก เรียกได้ว่า Trade Surplus ที่เยอรมันทำได้ถูกนำไป fund ส่วน Deficits ที่กรีซ นั่นเอง แต่ ณ เวลานี้ สำหรับ Greece แล้ว ต่อให้ EUR อ่อนลงอีกเท่าตัว ก็คงยังไม่พอ



Yield Curve ของกรีซในปัจจุบัน สะท้อนให้เห็นว่า เม็ดเงินไหลออกมากกว่าไหลเข้าประเทศ รวมถึงสะท้อนความเสี่ยงในการผิดนัดระคืนของรัฐบาล อัตราผลตอบแทนหรือ Yield อายุ 2 ปี ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องจาก 20-22% และ 38% ซึ่งสูงกว่า Yield 10 ปี ที่ระดับ 15% อย่างมาก สะท้อนว่า ความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ในระยะสั้นนั้นอยู่ในระดับที่สูงมาก 3 วันก่อน หลายคนก็ Bet ด้วยการซื้อ Bond 2ปี ที่ 37.7% Yield หรือ 57 บาท เพื่อลุ้นได้รับเงินต้นคืน 100 บาทในอีก 2 ปีข้างหน้า วันนั้นก็กลับต้อง Mark-to-Market มูลค่าการลงทุนนั้นเป็น ศูนย์ ไปเรียบร้อยแล้ว

ความท้าทายที่กรีซกำลังประสบคือ การปฏิรูปโครงสร้าง Pensions และ Welfare (Healthcare) ที่มีให้แก่ประชาชนของตน Welfare สวัสดิการที่ดีเกินไปยอมทำให้ **Frictional unemployment** (การว่างงานอันเกิดจากช่วงเปลี่ยนงาน หรือ มองหางานใหม่) เปลี่ยนไปเป็น **Structural Unemployment** (ที่เกิดจากสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ หรือ การปัจจัยที่มีผลต่อตลาดแรงงานในประเทศ) และกรีซจะกล้าเข้าสู่วังวนเดิมๆ ในอีกมุมหนึ่ง Tsipras พยายามแย้งว่า การที่กลุ่มเจ้าหนี้ หรือ Creditors ทั้ง IMF และ ECB ยื่นเงื่อนไขให้กรีซปรับลดสวัสดิการต่างๆ ลงนั้น ไม่สามารถใช้ได้กับประเทศที่มี Unemployment rate อยู่ที่ 25% ดังกรณีของกรีซในเวลานี้ ผมคิดว่า มาถึงจุดนี้แล้ว ประชาชนจะยังคงยึดกับสิทธิประโยชน์ที่เคยได้รับ ก็คงจะไม่ถูกต้องนัก เพราะนั่นยอมหมายถึงการปฏิเสศที่จะเข้าสู่

Austerity measures หรือ มาตรการรัดเข็มขัดที่กลุ่มเจ้าหนี้ต้องการเห็น และเป็นการตัดโอกาสที่จะได้รับเงินช่วยเหลือในอนาคต ... ประเทศไทยเคยผ่านจุดนี้มาแล้ว เรียกได้ว่า “เจ็บแต่จบ”

www.europeanpensions.net ระบุว่า เงิน pension ที่ชาวกรีซได้รับสูงถึง EUR 4,000 ต่อเดือน โดยในเบื้องต้นรัฐบาลกรีซเริ่มใช้มาตรการภาษีต่อประชากรกลุ่มที่ได้รับเงินสวัสดิการสูงกว่า EUR 1,400 ต่อเดือน และเรียกเก็บภาษีเพิ่มอีก 3-10% กับผู้ที่ได้รับ pensions สูงกว่า EUR 3,500 ต่อเดือน แม้รัฐบาลได้ผลกระทบส่วนหนึ่งกลับไปให้ผู้ประกอบการผ่านกลไกการนำส่ง Social contributions เพื่อเป็น Job insurance ให้แก่ลูกจ้างของตนแล้ว สุดท้ายก็กลับมาเป็นต้นทุนและมีผลต่อความสามารถในการแข่งขันผู้ประกอบการ ผลกำไรและภาษีที่นำส่งรัฐฯ นั้นเอง

เมื่อการเจรจาต่อรองเงื่อนไขในมาตรการรัดเข็มขัดไม่สำเร็จ Tsipras ตัดสินใจโยนเพื่อก้อนไปสู่การลงคะแนนเสียงของประชาชนผ่าน Referendum ที่จะเกิดขึ้นในวันที่ 5 ก.ค. นี้ เพื่อหยั่งเสียงว่า ประชาชนยังคง Support การตัดสินใจโหวต “NO” (หรือ ไม่รับมาตรการรัดเข็มขัดจากกลุ่มเจ้าหนี้) หรือไม่ ซึ่งในเบื้องต้น พบว่าเสียง “NO” ยังคงมากกว่า แต่เริ่มมีแนวโน้มที่ลดลงหลังจากที่กรีซ Default ในวันที่ 30 มิ.ย. ... ล่าสุด Angela Merkel หลีกเลี่ยงจากเยอรมันกล่าวย่ำว่า จะไม่มีการเจรจาใดๆทั้งสิ้นจนกว่าจะหลัง Referendum วันที่ 5 ก.ค.นี้ ...แม้ผลโหวตจะไม่ได้ใช่เพื่อการอยู่ต่อ หรือออกจาก Eurozone แต่คงจะเป็นประเด็นที่แยกกันไม่ออกอย่างแน่นอน