

BIG DEBT CRISES

Ray Dalio

เขียน

ปิยะศักดิ์ ดวงบัณฑิตกุล

แปล

INVESTING.in.th

สารบัญ

บทนำ	10
ส่วนที่ 1 : ดันแบบของวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่	15
ผมมีความคิดเห็นเกี่ยวกับ “เครดิต” และ “หนี้” อย่างไร	17
แบบแผนของดันแบบวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่ระยะยาว	27
ลำดับขั้นของวัฏจักรหนี้พร้อมเงินเฟ้อ	35
ช่วงต้นวัฏจักร	35
ฟองสบู่	36
จุดสูงสุดของวัฏจักร	45
ภาวะตกต่ำ	48
การลดหนี้อย่างราบรื่น	67
การผลักดันด้วยเส้นด้าย	74
กลับสู่ภาวะปกติ	81
ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อ และวิกฤตค่าเงิน	82
ลำดับขั้นของวัฏจักรหนี้พร้อมเงินเฟ้อ	87
ช่วงต้นวัฏจักร	87
ฟองสบู่	89
จุดสูงสุดและการปกป้องค่าเงิน	94
ภาวะตกต่ำ	100
(บ่อยครั้งที่มันเป็นช่วงของการปล่อยให้ค่าเงินลอยตัว)	
กลับสู่ภาวะปกติ	107
วัจนของการเปลี่ยนจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ	113
พร้อมเงินเฟ้อไปสู่ภาวะเงินเฟ้อขึ้นรุนแรง	
เศรษฐกิจในช่วงภาวะสงคราม	119
บทสรุป	124

สารบัญ

ส่วนที่ 2 : รายละเอียดของกรณีศึกษา.....	129
วิกฤตหนีของเยอรมันและภาวะเงินเฟ้อขั้นรุนแรง (1918-1924).....	131
วิกฤตหนีของสหรัฐฯ และการปรับแก้ปัญหา (1928-1937).....	215
วิกฤตหนีของสหรัฐฯ และการปรับแก้ปัญหา (2007-2011).....	345

ส่วนที่ 3 : บทสรุป 48 กรณีศึกษา.....	539
อภิธานศัพท์เศรษฐกิจที่สำคัญ.....	541

วิกฤตหนีที่เกิดจากสกุลเงินในประเทศเป็นหลัก

(ภาวะหนี้หืดตัวพร้อมเงินเฟ้อ)

กรณีของสหรัฐฯ 1926-1936 แบบสรุป.....	548
กรณีของสหราชอาณาจักร 1927-1936 แบบสรุป.....	552
กรณีของญี่ปุ่น 1925-1936 แบบสรุป.....	556
กรณีของฝรั่งเศส 1926-1938 แบบสรุป.....	560
กรณีของสหราชอาณาจักร 1941-1967 แบบสรุป.....	564
กรณีของสหรัฐฯ 1943-1951 แบบสรุป.....	569
กรณีของนอร์เวย์ 1984-1996 แบบสรุป.....	574
กรณีของฟินแลนด์ 1987-2001 แบบสรุป.....	578
กรณีของสวีเดน 1987-2000 แบบสรุป.....	582
กรณีของญี่ปุ่น 1987-2017 แบบสรุป.....	586
กรณีของสหรัฐฯ 2004-2014 แบบสรุป.....	590
กรณีของออสเตรเลีย 2005-2017 แบบสรุป.....	594
กรณีของเยอรมนี 2006-2017 แบบสรุป.....	598
กรณีของกรีซ 2005-2018 แบบสรุป.....	602
กรณีของฮังการี 2005-2017 แบบสรุป.....	606
กรณีของไอร์แลนด์ 2005-2017 แบบสรุป.....	611
กรณีของอิตาลี 2005-2017 แบบสรุป.....	616
กรณีของเนเธอร์แลนด์ 2006-2017 แบบสรุป.....	621
กรณีของโปรตุเกส 2007-2017 แบบสรุป.....	626
กรณีของสเปน 2005-2017 แบบสรุป.....	631
กรณีของสหราชอาณาจักร 2005-2015 แบบสรุป.....	636

สารบัญ

วิกฤตหนี้ที่เกิดจากสกุลเงินอื่น
(ภาวะหนี้หืดตัวพร้อมเงินเฟ้อ)

กรณีของเยอรมนี 1918-1925 แบบสรุป	640
กรณีของอาร์เจนตินา 1977-1988 แบบสรุป	645
กรณีของบราซิล 1977-1987 แบบสรุป	650
กรณีของชิลี 1978-1995 แบบสรุป	655
กรณีของเม็กซิโก 1979-1991 แบบสรุป	660
กรณีของเปรู 1980-1986 แบบสรุป	665
กรณีของฟิลิปปินส์ 1979-1992 แบบสรุป	670
กรณีของมาเลเซีย 1981-1990 แบบสรุป	675
กรณีของเปรู 1986-1995 แบบสรุป	680
กรณีของอาร์เจนตินา 1987-1993 แบบสรุป	684
กรณีของบราซิล 1987-1995 แบบสรุป	689
กรณีของตุรกี 1990-1995 แบบสรุป	694
กรณีของเม็กซิโก 1991-2005 แบบสรุป	698
กรณีของบัลแกเรีย 1995-2003 แบบสรุป	703
กรณีของไทย 1993-2004 แบบสรุป	707
กรณีของอินโดนีเซีย 1994-2012 แบบสรุป	712
กรณีของเกาหลี 1994-2001 แบบสรุป	717
กรณีของมาเลเซีย 1994-2001 แบบสรุป	722
กรณีของฟิลิปปินส์ 1994-2008 แบบสรุป	727
กรณีของรัสเซีย 1996-2006 แบบสรุป	732
กรณีของโคลอมเบีย 1995-2008 แบบสรุป	737
กรณีของเอกวาดอร์ 1995-2009 แบบสรุป	742
กรณีของตุรกี 1997-2003 แบบสรุป	747
กรณีของอาร์เจนตินา 1998-2012 แบบสรุป	752
กรณีของไอซ์แลนด์ 2005-2016 แบบสรุป	757
กรณีของรัสเซีย 2005-2011 แบบสรุป	762
กรณีของรัสเซีย 2012-2016 แบบสรุป	767

ภาคผนวก : มาตรการดูแลเสถียรภาพโดยรวมของระบบเศรษฐกิจ	772
---	-----

กิตติกรรมประกาศ

ผมคงไม่สามารถขอบคุณผู้คนมากมายที่ Bridgewater ได้ครบหมดทุกคน ที่ได้ร่วมกันแบ่งปันและยังมีส่วนร่วมด้วยกันในเป้าหมายของผมเพื่อที่จะเข้าใจตลาดและทดสอบความเข้าใจนั้นในโลกแห่งความเป็นจริง ผมยกย่องการทำงานที่มีความหมายและความสัมพันธ์ที่มีความหมายที่พวกเราได้มีเสมอมา ซึ่งนำไปสู่ความเข้าใจและหลักการที่ทำให้เรามีคุณค่าในวิถีทางที่สุดจะลึกซึ้ง

รายชื่อของเพื่อนร่วมงานที่ยกย่องได้แก่ Bob Prince, Greg Jensen และ Dan Bernstein ที่ได้ทำงานร่วมกับผมมาเป็นเวลาหลายทศวรรษ ทีมวิจัยด้านการลงทุนชุดปัจจุบันของผม (โดยเฉพาะ Steven Kryger, Gardner Davis, Bill Longfield, Anser Kazi, Danny Newman, Michael Savarese และ Elena Gonzalez Malloy) สมาชิกทีมวิจัยเดิมของผม (โดยเฉพาะ Brian Gold, Claude Amadeo, Bob Elliott, Mark Dinner, Brandon Rowley และ Jason Rogers) และคนอื่นๆ อีกมากมายที่ได้ร่วมงานกับผมในการวิจัยตลอดหลายปีที่ผ่านมา ผมยังเป็นหนี้บุญคุณต่อหัวหน้าอีกหลายๆ คนของฝ่ายวิจัยที่ Bridgewater ได้แก่ Jason Rotenberg, Noah Yechiely, Larry Cofsky, Ramsen Betfarhad, Karen Karniol-Tambour, Kevin Brennan, Kerry Reilly, Jacob Kline, Avraam Sidiropoulos, Amit Srivastava และอดีตเพื่อนร่วมงานอันทรงคุณค่า Bruce Steinburg ผู้ที่เราได้สูญเสียเขาไปอย่างน่าใจหายเมื่อปีที่แล้ว

บทนำ

ผมตั้งใจเขียนหนังสือเล่มนี้ในโอกาสครบรอบสิบปีวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 เพื่อจะนำเสนอมุมมองในฐานะของนักลงทุนที่ได้หาทางรับมือวิกฤตดังกล่าวได้เป็นอย่างดี เนื่องจากผมได้คิดค้นแบบแผน (template) เพื่อทำความเข้าใจว่าวิกฤตเหล่านี้ต่าง ๆ นั้นทำงานอย่างไร และผมอยากที่จะแบ่งปันแบบแผนนี้ โดยหวังว่ามันจะช่วยลดทอนความเป็นไปได้ที่จะเกิดวิกฤตเหล่านี้ในอนาคตต่อไป รวมทั้งช่วยให้สามารถรับมือได้ดียิ่งขึ้น

ตัวผมเองในฐานะนักลงทุน มักจะมีมุมมองที่แตกต่างไปจากเหล่าบรรดานักเศรษฐศาสตร์ (economists) และผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจการเงิน (policy makers) เนื่องจากผมเติมพนักกับการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจที่จะสะท้อนผ่านตลาดการเงิน ผมจึงให้ความสำคัญกับการเปรียบเทียบมูลค่าในเชิงถูกหรือแพง (relative values) รวมทั้งความเคลื่อนไหวของกระแสเงินทุน ซึ่งก่อให้เกิดสิ่งที่เรียกว่า “วัฏจักร” นั่นเอง ในกระบวนการของการพยายามหาแนวทางรับมือพวกมัน ทำให้ผมได้ค้นพบว่า ในฐานะของการเป็นนักลงทุนสายมหภาค (global macro investor) ความรู้สึกผิดหวังที่ตัดสิ้นใจผิดหรือความรู้สึกปลื้มปิติที่ตัดสิ้นใจถูกก็ยังไม่เทียบเท่ากับความรู้สึกที่ผมสามารถถ่ายทอดประสบการณ์วิเคราะห์เศรษฐกิจที่ใช้ได้จริงซึ่งหาจากตำราเรียนที่ไหนไม่ได้

จากการที่ผมเผชิญกับหลากหลายเหตุการณ์ที่ไม่เคยพบเจอมาก่อนซ้ำแล้วซ้ำเล่า ผมได้ขยายขอบเขตประสบการณ์ของผมที่ใช้วิเคราะห์ความเคลื่อนไหวของเศรษฐกิจและตลาดการเงินที่สำคัญๆ ที่เคยเกิดขึ้นในประวัติศาสตร์ให้ไกลไปกว่าแค่การเรียนรู้จากประสบการณ์ตรงที่ผมได้เจอกับตัวเองเพียงอย่างเดียว โดยการจำลองเหตุการณ์ขึ้นมาในหัวราวกับว่าผมกำลังเผชิญเหตุการณ์อยู่ในขณะนั้น จากนั้นผมจะเลือกที่จะเติมพนักกับตลาดอย่างไรต่อไปหากผมรู้แล้วว่ามิอะอะไรเกิดขึ้นมาบ้างก่อนหน้าจนถึงปัจจุบัน การที่ผมสามารถทำแบบนี้ได้เกิดจากการทำการบ้านอย่างละเอียดผ่านกรณีศึกษาที่เคยเกิดขึ้นในอดีต ผมศึกษาและทำความเข้าใจซ้ำแล้วซ้ำเล่าซึ่งการทำแบบนี้ช่วยให้ผมมีมุมมองที่กว้างไกลขึ้นและลุ่มลึกขึ้นกว่าการจำกัดกรอบประสบการณ์เฉพาะที่ตัวเองเคยเจอ หากนับเฉพาะเหตุการณ์ที่ผมได้เจอโดยตรง จะมีทั้งการล่มสลายของระบบการเงินโลก (“เบรตตันวูดส์”) ในช่วงปี 1966-1971, ภาวะฟองสบู่เงินเฟ้อในช่วงทศวรรษที่ 1970 จนกระทั่งฟองสบู่แตกในช่วงปี 1978-82, ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อสูงของ

ประเทศกลุ่มลาตินอเมริกาในช่วงทศวรรษที่ 1980, ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ของประเทศญี่ปุ่นในช่วงปลายทศวรรษที่ 1980 จนกระทั่งฟองสบู่แตกในช่วงปี 1988-1991, การเกิดภาวะฟองสบู่หนี้ทั่วโลกจนนำไปสู่ภาวะฟองสบู่กลุ่มบริษัทเทคโนโลยี (tech bubble) ซึ่งพังลงในปี 2000 และภาวะการหดตัวของหนี้ในระบบเศรษฐกิจอย่างรุนแรงในปี 2008 (Great Deleveraging) ส่วนประสบการณ์ที่ผมได้เพิ่มมาจากการเรียนรู้ผ่านประวัติศาสตร์ ได้แก่ การล่มสลายของจักรวรรดิโรมันในคริสต์ศตวรรษที่ 5, การปรับปรุงโครงสร้างหนี้ครั้งใหญ่ของสหรัฐฯ ในปี 1789, ภาวะเงินเฟ้อขั้นรุนแรง (Hyperinflation) ที่เกิดขึ้นในยุคสาธารณรัฐไวมาร์เยอรมนี (Germany's Weimar Republic) ช่วงทศวรรษที่ 1920, ภาวะเศรษฐกิจถดถอยครั้งใหญ่ (Great Depression) รวมทั้งสงครามต่างๆ ที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในหลายๆ ประเทศช่วงปี 1930-45 และเหตุการณ์วิกฤตอื่นๆ อีกมากมาย

ความช่างสงสัยและใคร่อยากรู้ว่าเหตุการณ์วิกฤตในอดีตนั้นเกิดขึ้นได้อย่างไร เพื่อที่จะหาวิธีให้รอดพ้นจากวิกฤตที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ทำให้ผมพยายามที่จะทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างสาเหตุและผลกระทบที่อยู่เบื้องหลังเหตุการณ์เหล่านั้น ผมค้นพบด้วยการพิจารณาหลายๆ กรณีตัวอย่างตามประเภทของปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจ (เช่น วัฏจักรเศรษฐกิจ (business cycle), การลดหนี้ (deleveraging) เป็นต้น) และหาค่าเฉลี่ยแต่ละกรณี อีกทั้งผมยังนึกภาพและพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างสาเหตุและผลกระทบของแต่ละปรากฏการณ์เหล่านี้ ซึ่งนำไปสู่การสร้างโมเดล หรือต้นแบบจำลอง (template or archetypal model) ของแต่ละประเภท เช่น ต้นแบบของวัฏจักรเศรษฐกิจ (archetypal business cycle), ต้นแบบของวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่ (archetypal big debt cycle), ต้นแบบของการเกิดภาวะหนี้ในระบบเศรษฐกิจหดตัวพร้อมเงินฝืด (archetypal deflationary deleveraging), ต้นแบบของการเกิดภาวะหนี้ในระบบเศรษฐกิจหดตัวพร้อมเงินเฟ้อ (archetypal inflationary deleveraging) เป็นต้น การสังเกตความแตกต่างของเหตุการณ์แต่ละอย่างในรูปแบบหนึ่งๆ (เช่น ความสัมพันธ์ของแต่ละวัฏจักรเศรษฐกิจกับต้นแบบของวัฏจักรเศรษฐกิจ) ทำให้ผมสามารถมองเห็นสิ่งที่ เป็นต้นเหตุที่ทำให้เกิดความแตกต่างนั้นได้ ด้วยการร้อยเรียงผนวกแบบแผนเหล่านี้เข้าด้วยกัน ทำให้ผมได้เข้าใจแต่ละกรณีอย่างลึกซึ้ง และกระจ่างแจ้งมากขึ้น แทนที่จะมองเห็นแต่ละสิ่งอย่างต่างๆ เกิดขึ้นอย่างมากมาย ผมกลับมองเห็นเพียงไม่กี่สิ่งที่เกิดขึ้นซ้ำแล้วซ้ำเล่า คล้ายกับแพทย์ผู้มี

ประสบการณ์ที่มองเศษของโรคแต่ละชนิดที่ในที่สุดก็เป็นเพียงหนึ่งในรูปแบบของโรคที่เคยเจอเท่านั้นเอง

ผมได้ค้นคว้าและพัฒนาแบบแผนนี้จนสำเร็จด้วยความช่วยเหลืออย่างดียเยี่ยมจากเหล่ามิตรสหายที่ Bridgewater Associates แบบแผนนี้จะช่วยให้เรามีความพร้อมมากขึ้นในการที่จะรับมือกับพายุแห่งวิกฤตใหม่ๆ ที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อน เหมือนกับผู้ที่เฝ้าศึกษาปรากฏการณ์น้ำท่วมหรือการเกิดโรคระบาดในรอบร้อยปี ก็สามารถมองเห็นได้ง่ายขึ้นเมื่อเกิดเหตุการณ์เหล่านี้ขึ้นใหม่และทำให้เตรียมพร้อมรับมือได้ดียิ่งขึ้น เราได้ใช้ความรู้ความเข้าใจของเราในการสร้างระบบคอมพิวเตอร์ที่ช่วยในการตัดสินใจซึ่งช่วยจำลองสถานการณ์ต่างๆ อย่างละเอียด และบอกเราว่าเราควรจะต้องบ่นองในแต่ละสถานการณ์ที่มีโอกาสเกิดขึ้นได้อย่างไรบ้าง วิธีนี้ช่วยเราได้อย่างมหาศาล ตัวอย่างเช่น เมื่อช่วง 8 ปีก่อนหน้าที่จะเกิดวิกฤตปี 2008 เราได้มีการพัฒนาเครื่องมือที่ชื่อว่า “depression gauge” ที่ถูกโปรแกรมมาเพื่อรับมือเหตุการณ์แบบที่ได้เกิดขึ้นตอนช่วงปี 2007-2008 ซึ่งไม่เคยเกิดขึ้นนับตั้งแต่ช่วงปี 1929-1932 เครื่องมือนี้ช่วยให้เรารับมือมันได้อย่างดีในขณะที่คนส่วนใหญ่ทำได้ไม่ดีเท่าไรนัก

แม้ว่าผมจะไม่ได้ลงรายละเอียดในส่วนของระบบที่ช่วยในการตัดสินใจที่ใช้ใน Bridgewater แต่เพื่อการเรียนรู้นี้ผมก็จะเล่ารายละเอียดในประเด็นดังต่อไปนี้

- ส่วนที่ 1) ต้นแบบของวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่ (Archetypal Big Debt Cycle)
- ส่วนที่ 2) กรณศึกษาสำคัญสามเหตุการณ์โดยละเอียด (อันได้แก่ วิกฤตเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ (The Great Recession) ของสหรัฐฯ ช่วงปี 2007-2011, ภาวะเศรษฐกิจถดถอยพร้อมเงินฝืด (deflationary depression) ของสหรัฐฯ ช่วงปี 1928-1937, ครอบคลุมไปถึงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อ (inflationary depression) ของเยอรมนีช่วงปี 1918-1924) และส่วนที่ 3) ส่วนสรุปจากกรณีศึกษาจาก 48 เหตุการณ์ ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นวิกฤตหนี้ครั้งสำคัญๆ ที่เกิดขึ้นในช่วง 100 ปีที่ผ่านมา ผมกล้ารับรองได้เลยว่า หากคุณจริงจังกับการพยายามที่จะทำความเข้าใจเรื่องราวทั้งหมดใน 3 ส่วนที่ผมกล่าวนี้ คุณจะมิมุมมองต่อวิกฤตหนี้เหล่านี้เปลี่ยนไปจากเดิมอย่างแน่นอน

สำหรับผมแล้ว การเฝ้าติดตามเศรษฐกิจและตลาดการเงินหรืออะไรก็ตามอย่างสม่ำเสมอทุกวัน มันเหมือนกับเกมที่ผมอยู่ท่ามกลางการก่อตัวของพายุข้อมูลนับล้านๆ ชิ้นที่ถาโถมใส่ตลอดเวลา ผมจึงจำเป็นต้องแยกแยะและปะติดปะต่อข้อมูลเหล่านี้เข้าด้วยกันและตอบสนองมันอย่างเหมาะสม เพื่อให้เห็นภาพสิ่งที่ผมพยายามจะสื่อสารระหว่างการหลงอยู่ท่ามกลางพายุข้อมูลกับการมองสิ่งที่เกิดขึ้นใหม่อย่างเป็นภาพกว้างที่ชัดเจนมากขึ้น ให้ลองเปรียบเทียบกับสิ่งที่ผมถ่ายทอดในส่วนของที่ 1 (รูปแบบที่เป็นภาพกว้าง) กับส่วนของที่ 2 (ลงลึกในรายละเอียด) และส่วนของที่ 3 (ส่วนสรุปในรูปแบบตารางของกรณีศึกษาทั้ง 48 เหตุการณ์) เมื่อคุณได้ลองพิจารณาดูแล้ว คุณจะสังเกตเห็นว่าเหตุการณ์ทั้งหมดที่เกิดขึ้นล้วนมีแก่นหลักในลักษณะเดียวกันกับที่อธิบายในส่วนของกรณีศึกษาตามต้นแบบของวัฏจักร ขณะเดียวกันก็จะสังเกตเห็นส่วนที่แตกต่างออกไปบ้าง ทำให้เราต้องพิจารณาไตร่ตรองหาว่าทำไมมันจึงแตกต่างกันและจะอธิบายความแตกต่างนี้ได้ว่าอย่างไรบ้าง ซึ่งจะช่วยยกระดับความรู้ความเข้าใจของคุณให้ดียิ่งขึ้นไปอีก ด้วยแนวทางนี้ เมื่อถึงวันที่วิกฤตครั้งถัดไปมาถึง คุณก็จะมีความพร้อมที่จะรับมือมันได้ดียิ่งขึ้น

ผมขอพูดให้ชัดเจนว่า ผมยกย่องในความแตกต่างกันของผู้คนที่มีความมองที่แตกต่างกัน ซึ่งของผมเองก็เป็นแบบนั้น และการที่เราเลือกเปิดเผยมุมมองของตนเองออกมาเพื่อแลกเปลี่ยนความเห็นซึ่งกันและกันจะช่วยให้เราทุกคนยกระดับความรู้ความเข้าใจได้มากยิ่งขึ้น นี่คือเหตุผลที่ผมตั้งใจที่จะแบ่งปันข้อมูลในหนังสือเล่มนี้เพื่อจุดประสงค์ดังกล่าว

Principles
For Navigating
**BIG
DEBT
CRISES**
RAY DALIO

PART 1: THE ARCHETYPAL BIG DEBT CYCLE

ต้นแบบของวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่

ต้นแบบของวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่

ผมมีความคิดเห็นเกี่ยวกับ “เครดิต” และ “หนี้” อย่างไร

เนื่องจากในหนังสือเล่มนี้เราจะกล่าวถึงคำว่า “เครดิต” และ “หนี้” หลายครั้ง ผมจึงอยากจะขอเริ่มด้วยการอธิบายถึงความหมายของสองคำนี้ และอธิบายด้วยว่า มันทำงานอย่างไร

“เครดิต” คือ การให้อำนาจการใช้จ่าย โดยอำนาจการใช้จ่ายนี้ต้องแลกกับการให้คำมั่นว่าจะต้องชำระคืนในอนาคต ซึ่งกลายเป็นคำว่า “หนี้” นั่นเอง แน่นอนว่าการให้อำนาจการใช้จ่ายด้วยเครดิตนั้นเป็นเรื่องที่ดี และการที่ไม่มีอำนาจการใช้จ่ายเพื่อสร้างสิ่งที่มีประโยชน์ก็สามารถกลายเป็นผลกระทบเชิงลบได้เช่นกัน ยกตัวอย่างเช่น หากเครดิตที่มีไว้เพื่อสำหรับการพัฒนาสิ่งต่างๆ มีน้อยเกินไป ความก้าวหน้าก็จะเกิดขึ้นได้ยากซึ่งเป็นเรื่องที่ไม่ค่อยดีนัก อย่างไรก็ตามปัญหาเรื่องนี้ก็จะเกิดขึ้นทันทีเช่นกันหากความสามารถในการชำระหนี้คืนลดลง หากกล่าวในอีกมุม คำถามที่ว่า การขยายตัวของเครดิตหรือหนี้ที่รวดเร็ว นั้นเป็นเรื่องที่ดีหรือไม่ มันขึ้นอยู่กับว่าเครดิตหรือหนี้เหล่านั้นถูกนำไปใช้ทำอะไรและการชำระหนี้คืนเป็นอย่างไร (กล่าวคือความสามารถการชำระหนี้ยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดีหรือไม่)

โดยส่วนใหญ่แล้วผู้ที่มีวินัยทางการเงินจะไม่ชอบการมีหนี้ในจำนวนที่มากเท่าไรนัก ผมเองเข้าใจเป็นอย่างดีเพราะผมก็เป็นคนประเภทนั้น¹ ตลอดชีวิตของผมที่ผ่านมา แม้จะเป็นช่วงเวลาที่ผมไม่ค่อยมีเงินก็ตาม ผมก็ยังยินดีที่จะเลือกเก็บออมเงินไว้มากกว่าการไปกู้ยืมเงินมา เพราะผมรู้สึกว่าการได้จากการก่อหนี้ไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งชุดความคิดนี้ผมซึมซับมาจากคุณพ่อของผมนั่นเอง ผมเห็นด้วยกับผู้ที่มีความคิดว่าการมีหนี้เพียงเล็กน้อยย่อมดีกว่าการมีหนี้จำนวนมาก แต่ตลอดชีวิตที่ผ่านมาผมกลับพบว่ามันไม่จริงเสมอไปโดยเฉพาะในบริบทของสังคมโดยรวม (ซึ่งแตกต่างไปจากบริบทของบุคคลทั่วไป) เนื่องจากกลุ่มคนที่กำหนดนโยบายต่างๆ เพื่อสังคมนั้นมีอำนาจในแบบที่บุคคลทั่วไปไม่มี จากประสบการณ์ส่วนตัวของผมและการวิจัยค้นคว้า ทำให้ผมได้เรียนรู้ว่า การก่อหนี้ที่น้อยเกินไปก็สามารถสร้างความเสียหายต่อเศรษฐกิจได้ไม่ยิ่งหย่อนไปกว่าการก่อหนี้ที่มากเกินไปเช่นกัน โดยความเสียหายต่อเศรษฐกิจดังกล่าวขึ้นอยู่กับรูปของค่าเสียโอกาสนั่นเอง

¹ ผมเป็นคนที่ไม่ชอบการเป็นหนี้เป็นอย่างมากจนผมแทบจะไม่มีหนี้ในรูปแบบใดๆ เลยแม้กระทั่งตอนที่ผมซื้อบ้านหลังแรกของผม ตอนที่ผมก่อตั้ง Bridgewater ก็สร้างขึ้นโดยปราศจากหนี้เช่นกัน และผมยังเป็นคนที่ชอบประหยัดอดออมอีกด้วย

หากกล่าวโดยทั่วไป เนื่องจากเครดิตนั้นให้อำนาจการใช้จ่ายแต่ก็ตามมาด้วย สิ่งที่เราเรียกว่าหนี้ ความต้องการเครดิตที่มากขึ้นจะเป็นเรื่องที่ดีหรือไม่ขึ้นอยู่กับว่า การกู้ยืมเงินนั้นถูกนำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพมากพอที่จะสร้างกระแสรายได้ เพื่อชำระหนี้คืนหรือไม่ หากเป็นเช่นนั้น ทรัพยากรทางเศรษฐกิจก็จะถูกจัดการ อย่างลงตัวระหว่างผู้ให้กู้ยืม (ผู้ที่มีเงินทุนเหลือ) และผู้ขอกู้ยืม (ผู้ที่ต้องการเงินทุน) ซึ่งก็จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อภาพรวมทางเศรษฐกิจ ในทางตรงกันข้าม หากการ ก่อหนี้ไม่ได้ถูกใช้ให้เกิดประโยชน์ก็จะไม่ส่งผลดีต่อทั้งผู้ให้กู้ยืมและผู้ขอกู้ยืม และ มีโอกาสที่ทรัพยากรทางเศรษฐกิจจะไม่ได้รับการจัดสรรที่ดีเท่าที่ควร

ในการพิจารณาเรื่องนี้ในแง่ของภาพรวมทั้งสังคม เราควรจะพิจารณาผลประโยชน์ เชิงเศรษฐกิจทางอ้อม (secondary/indirect economics) (ประโยชน์ที่เกิดขึ้น และไม่ใช่ในรูปตัวเงินซึ่งเกิดมาจากเศรษฐกิจทางตรงอีกทีหนึ่ง : ผู้แปล) ในลักษณะ เดียวกันกับผลประโยชน์เชิงเศรษฐกิจทางตรง (primary/direct economics) (ประโยชน์ที่เกิดขึ้นใน รูปตัวเงินจากการใช้จ่ายของหน่วยย่อยต่างๆ ในระบบ เศรษฐกิจ : ผู้แปล) ยกตัวอย่างเช่น บางครั้งการที่ไม่ยอมใช้เงินหรือเครดิตกับใน สิ่งที่ควรหรือเห็นได้ชัดว่าคุ้มค่าในการที่จะจ่ายอย่างเช่นการศึกษาที่ดีเพื่อ ลูกหลานของพวกเรา (ซึ่งมันช่วยให้พวกเขาเติบโตอย่างมีคุณภาพมากขึ้น ขณะ เดียวกันก็ลดการเกิดอาชญากรรมและค่าเสียหายจากการถูกกักขัง) หรือการที่ จะสร้างโครงสร้างพื้นฐานใหม่ทดแทนอันเดิมที่ไม่มีประสิทธิภาพ แต่กลุ่มคนที่อนุรักษ์ นิยมต้านนโยบายการคลังกลับคัดค้านหัวชนฝาว่าการกู้ยืมเงินเพื่อมาทำสิ่งเหล่านี้จะ ส่งผลเสียต่อสังคมโดยรวมมากกว่า ซึ่งไม่เป็นความจริงเลย

ผมอยากจะให้เข้าใจว่าเครดิตหรือหนี้ที่ก่อให้เกิดประโยชน์ทางเศรษฐกิจและ คุ้มค่ากับเงินที่จ่ายไปนั้นเป็นเรื่องที่ดี แต่บางครั้งการหาจุดสมดุลระหว่างการกู้ยืมเงิน เพื่อแลกกับประโยชน์ที่จะได้นั้นทำได้ยากกว่าที่เห็น หากมาตรฐานการให้กู้ยืมเข้มงวด มากถึงขนาดที่ผู้ให้กู้จะยอมปล่อยกู้ก็ต่อเมื่อโอกาสในการได้รับเงินคืนมีความ แน่นอนมากๆ แน่นอนว่าปัญหาเรื่องการชำระหนี้ก็จะต่ำมาก แต่เศรษฐกิจก็จะ แสบไม่เกิดการพัฒนาเลย แต่หากมาตรฐานการให้กู้ยืมหละหลวมมาก แม้จะ ช่วยเสริมให้เศรษฐกิจเติบโตได้มากขึ้น แต่ก็จะนำไปสู่ปัญหาการชำระหนี้ในอนาคต ข้างหน้า ซึ่งก็จะย้อนกลับมากระทบต่อเศรษฐกิจในภายหลังอีกเช่นกัน เราจะลง รายละเอียดกันในเรื่องนี้รวมทั้งพูดถึงคำถามที่มีกพบได้บ่อยเกี่ยวกับเรื่องหนี้และ วัฏจักรหนี้

หนี้เสียมีต้นทุนสูงขนาดไหนหากเทียบกับการใช้จ่ายแบบที่ไม่มีการกู้ยืมเงินเลย?

สมมติว่าคุณเป็นผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจการเงิน คุณตัดสินใจว่าจะสร้างระบบรถไฟใต้ดินมูลค่า 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐโดยการก่อหนี้ คุณคาดว่าจะชำระหนี้คืนจากกระแสรายได้ที่จะได้รับในอนาคต แต่ปรากฏว่าเศรษฐกิจกลับตกต่ำลงผิดจากที่คุณคาดการณ์ไว้ทำให้รายได้ที่ได้รับกลับมาเหลือเพียงครึ่งเดียวจากที่คาดว่าจะได้แรก ทำให้หนี้ดังกล่าวต้องถูกบังคับให้ลดทอนลงไป 50% ถามว่าคุณไม่ควรสร้างรถไฟใต้ดินแต่แรกใช่หรือไม่?

ผมขอทวนคำถามใหม่ให้ชัดเจนขึ้น คำถามคือ ไม่ว่าโครงการรถไฟใต้ดินนี้จะมีมูลค่าสูงกว่างบประมาณที่ตั้งไว้ตอนแรกถึง 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรืออาจจะมากกว่า 2% ของงบประมาณประจำปีที่ตั้งไว้ก็ตาม สมมติว่าโครงการรถไฟใต้ดินนี้มีอายุการใช้งานได้ถึง 25 ปี หากพิจารณาในแง่นี้แล้ว คุณคงจะประเมินได้เช่นกันว่าการสร้างรถไฟใต้ดินที่ต้นทุนดังกล่าวก็ยังคุ้มค่างว่าการที่จะไม่สร้างมันเลย

เพื่อให้คุณเข้าใจถึงสิ่งที่อาจส่งผลกระทบต่อทั้งระบบเศรษฐกิจ ความเสียหายจากหนี้เสียจะเกิดขึ้นจริงๆ เมื่อราว 40% ของมูลค่าสินเชื่อที่ไม่มีคุณภาพนั้นไม่สามารถชำระคืนได้ หากสินเชื่อที่ไม่มีคุณภาพเหล่านั้นคิดเป็นประมาณ 20% ของมูลค่าสินเชื่อรวม ความเสียหายจากหนี้เสียจะเท่ากับ 8% ของยอดหนี้ทั้งหมด และหากหนี้ทั้งหมดคิดเป็น 200% ของรายได้ (เช่น จีดีพี) ความเสียหายที่เกิดขึ้นจะเท่ากับประมาณ 16% ของจีดีพี หากความเสียหายเหล่านั้น “ถูกทำให้เป็นของสังคม” (หมายถึงทำให้เป็นภาระของสังคมโดยรวมผ่านนโยบายทางการคลังและ/หรือทางการเงิน) และกระจายออกไปให้ยาวนานกว่า 15 ปี ต้นทุนนี้จะอยู่ที่ราว 1% ต่อปีซึ่งเป็นระดับที่แบกรับได้แน่นอนว่าหากหนี้ไม่ถูกกระจายออกไป ภาระนี้จะเกินกว่าที่สังคมแบกรับไหว ด้วยเหตุผลดังกล่าว ผมยังยืนยันว่าความเสี่ยงด้านต่ำของการมีหนี้จำนวนมากนั้นต้องอาศัยความมุ่งมั่นตั้งใจและความสามารถของผู้กำหนดนโยบายในการที่จะกระจายความเสียหายที่เกิดขึ้นจากหนี้ที่ไม่มีคุณภาพ ผมได้เห็นเรื่องนี้ในทุกเหตุการณ์ที่ผมได้เคยผ่านมาตลอดชีวิตและจากที่ผมได้ศึกษามา ผู้กำหนดนโยบายจะสามารถทำสิ่งนี้ได้หรือไม่ขึ้นอยู่กับปัจจัยสองประการ คือ 1) หนี้นั้นอยู่ในรูปสกุลเงินที่พวกเขาควบคุมได้หรือไม่ 2) พวกเขา มีอิทธิพลในการกำกับพฤติกรรมที่มีต่อกันของเจ้าหนี้และลูกหนี้ได้หรือไม่

วิกฤตหนี้ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้เลยหรือ?

ในประวัติศาสตร์ที่ผ่านมา มีเพียงไม่กี่ประเทศเท่านั้นที่มีวินัยทางการเงินและสามารถหลีกเลี่ยงวิกฤตหนี้ได้ นั่นเป็นเพราะการให้กู้ยืมไม่เคยทำได้อย่างสมบูรณ์แบบและบ่อยครั้งก็มักจะทำได้ด้วยซึ่งมาจากการที่วัฏจักรนั้นส่งผลเชิงจิตวิทยาต่อผู้คนที่ทำให้พองสบู่เกิดขึ้นและแตกออก แม้ว่าผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจการเงินพยายามแก้ไขปัญหาก็ถูกต้อง แต่บ่อยครั้งก็กลับกลายเป็นพวกเขาทำผิดพลาดในแง่ของการผ่อนคลายนโยบายการปล่อยกู้มากเกินไป เนื่องจากประโยชน์ที่ได้ในระยะสั้น (เศรษฐกิจที่เติบโตเร็วขึ้น) ก็ดูจะสมเหตุสมผลให้ตัดสินใจทำแบบนั้น นอกจากนี้ในเชิงทางการเมืองนั้นมันง่ายกว่าที่จะออกมาตรการ easy credit (การดำเนินนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินด้านการปล่อยกู้เพื่อเพิ่มปริมาณเงินในระบบ : ผู้แปล) (เช่น การให้การค้ำประกัน การดำเนินนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงิน) แทนที่จะออกมาตรการ tight credit (การดำเนินนโยบายเข้มงวดทางการเงินด้านการปล่อยกู้เพื่อลดปริมาณเงินในระบบ : ผู้แปล) นั่นคือเหตุผลหลักที่เราเผชิญกับวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่

เหตุใดวิกฤตหนี้จึงมาในรูปแบบของวัฏจักร?

ผมพบว่าเมื่อใดก็ตามที่ผมเริ่มพูดเกี่ยวกับวัฏจักร โดยเฉพาะเรื่องวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่ระยะยาว ผู้คนที่ฟังมักจะเลิกตัวสงสัย ซึ่งคงเป็นปฏิกิริยาเดียวกันกับเวลาที่ผมต้องคุยเรื่องโหราศาสตร์ ด้วยเหตุนี้ผมจึงอยากจะยืนยันว่าเรื่องที่ผมกำลังจะพูดนั้นไม่ได้มีอะไรซับซ้อนมากไปกว่าเรื่องกลุ่มของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างมีเหตุมีผลและมีรูปแบบซ้ำไปซ้ำมา ในระบบเศรษฐกิจที่พึ่งพาตลาดทุน (market-based economy) การขยายตัวและหดตัวของเครดิตเป็นสิ่งที่ยืดหยุ่นให้เกิดวัฏจักรเศรษฐกิจอย่างสมบูรณ์แบบและมีเหตุผลเชิงตรรกะรองรับ อย่างไรก็ตาม แม้รูปแบบวัฏจักรเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจะคล้ายคลึงกัน แต่ผลลัพธ์ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของเครดิตนั้นไม่จำเป็นที่จะต้องเกิดแบบเดียวกันหรือใช้ระยะเวลาในการเกิดขึ้นที่เท่ากัน

เพื่อให้เข้าใจได้ง่ายยิ่งขึ้น อันที่จริงแล้วคุณได้สร้างวัฏจักรเครดิตขึ้นแทบทุกครั้งเมื่อคุณมีการกู้ยืมเงิน กล่าวคือ การที่คุณซื้อของบางอย่างที่มีมูลค่าสูงกว่าความสามารถในการใช้จ่ายของคุณเอง เท่ากับว่าคุณกำลังใช้จ่ายมากกว่าที่คุณหาได้ คุณไม่ได้เพียงกู้ยืมจากผู้ให้กู้แต่คุณกำลังยืมเงินจากตัวเองในอนาคตอีกด้วย เรื่องนี้สำคัญมาก โดยหลักการคือคุณกำลังทำให้ตัวคุณเองในอนาคตต้องใช้จ่ายน้อยกว่าที่หามาได้เพราะในอนาคตคุณต้องแบ่งเงินส่วนหนึ่งไปชำระหนี้ที่ตัวคุณในปัจจุบัน

สร้างเอาไว้ รูปแบบพฤติกรรมดังกล่าวที่เกิดขึ้นตั้งแต่การกู้ยืม การใช้จ่ายมากกว่าที่หาได้ และสิ้นสุดด้วยการใช้จ่ายได้น้อยลงกว่าที่หาได้เนื่องจากต้องชำระหนี้ เกิดขึ้นกลายเป็นลักษณะของวัฏจักรเครดิต ซึ่งวัฏจักรเครดิตในระดับเศรษฐกิจก็ทำงานเช่นเดียวกันกับวัฏจักรเครดิตในระดับบุคคลเช่นกัน การกู้ยืมนั้นก่อให้เกิดกลไกและการเคลื่อนไหวของกลุ่มของเหตุการณ์ที่สามารถคาดการณ์ว่าจะอะไรจะเกิดขึ้นต่อไปได้

หากคุณเข้าใจวิธีการเล่นเกม Monopoly[®] คุณจะเข้าใจถึงกระบวนการทำงานของวัฏจักรเครดิตในระดับเศรษฐกิจได้ง่ายขึ้นทันที ในช่วงแรกของเกมนั้นทุกคนจะมีเงินเหลือในขณะที่มีสินทรัพย์น้อยมาก ช่วงต้นเกมจึงกลายเป็นช่วงของการแปลงเงินสดเป็นสินทรัพย์ จากนั้นระหว่างที่เกมดำเนินไป ผู้เล่นทุกคนจะทยอยสะสมบ้าน บ้างโรงแรมบ้าง ซึ่งเงินสดก็จะยิ่งจำเป็นมากขึ้นเพื่อใช้ในการจ่ายค่าเช่าเวลาเดินตกในที่ดินของคนอื่นซึ่งมีอยู่มากมาย ผู้เล่นบางคนอาจถูกบังคับให้ต้องขายสินทรัพย์ในราคาถูกเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้ตัวเอง ดังนั้นในช่วงต้นเกม “สินทรัพย์คือราชา” ขณะที่ในช่วงท้ายเกม “เงินสดคือราชา” ผู้เล่นที่เข้าใจเกมจะรู้ว่าควรผสมผสานสัดส่วนระหว่างสินทรัพย์และเงินสดอย่างไรในแต่ละช่วงของเกม

ต่อมา เรามาลองจินตนาการว่า จะเป็นอย่างไรหากเกม Monopoly[®] นี้อนุญาตให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อและรับฝากเงินได้ด้วย ผู้เล่นทุกคนจะสามารถกู้ยืมเงินเพื่อไปซื้อสินทรัพย์ได้ และแทนที่จะถือเงินสดไว้เฉยๆ ก็สามารถนำเงินไปฝากธนาคารเพื่อรับดอกเบี้ยได้อีกด้วย ซึ่งก็จะทำให้ธนาคารสามารถที่จะปล่อยกู้ได้มากขึ้นจากเงินที่ถูกนำมาฝาก ลองนึกภาพตามต่อไปอีกว่า ผู้เล่นทุกคนในเกมสามารถซื้อขายสินทรัพย์ระหว่างกันด้วยเครดิตได้ หรือก็คือการตกลงให้คำมั่นกันว่าฝ่ายหนึ่งจะจ่ายเงินคืนพร้อมดอกเบี้ยให้อีกฝ่ายหนึ่งในภายหลัง หากเกม Monopoly[®] เล่นด้วยกติกาแบบนี้ ก็จะคล้ายกับการทำงานของระบบเศรษฐกิจที่ดำเนินอยู่นั่นเอง จำนวนเงินที่กู้ยืมเพื่อนำมาสร้างโรงแรมจะเติบโตอย่างรวดเร็วตามปริมาณของเงินที่มีอยู่ในระบบ แต่ในอนาคตข้างหน้าเมื่อเหล่าบรรดาลูกหนี้ธนาคารที่ถือครองโรงแรมเหล่านี้เริ่มขาดสภาพคล่องและไม่สามารถจ่ายค่าเช่าที่ดินรวมถึงภาระหนี้ที่กู้ยืมได้ ธนาคารก็จะเริ่มมีปัญหาดูคล้ายๆ กัน เนื่องจากผู้ที่เคยฝากเงินซึ่งมีความต้องการใช้เงินสดมากขึ้นก็จะมาถอนเงินออก ในขณะที่ลูกหนี้ธนาคารก็ทยอยผิมนัดชำระหนี้มากขึ้นๆ หากไม่มีการเข้ามาแทรกแซงเพื่อแก้ไขหรือควบคุมสถานการณ์ดังกล่าว ทั้งธนาคารและลูกหนี้ธนาคารก็จะล้มละลายตามกันไปและเศรษฐกิจก็จะหดตัวในที่สุด การดำเนินไปของวัฏจักรที่มีการขยายตัวและหดตัวแบบนี้ซ้ำแล้วซ้ำเล่า จะก่อให้เกิดสิ่งที่เรียกว่า วิกฤตหนี้รอบใหญ่ระยะยาว (big, long-term debt crisis)

การให้กู้ยืมนั้นโดยปกติแล้วจะก่อให้เกิดแรงส่งโดยตัวมันเองให้เศรษฐกิจขยายตัวขึ้น จนถึงจุดหนึ่งก็จะกลับกลายเป็นแรงฉุดโดยตัวมันเองให้เศรษฐกิจหดตัวลง ในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นนั้นการให้กู้ยืมจะหนุนให้เกิดการใช้จ่ายและการลงทุน ซึ่งก็จะไปหนุนให้รายได้และราคาสินทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย เมื่อรายได้และราคาสินทรัพย์สูงขึ้น ก็จะช่วยเพิ่มความสามารถในการกู้ยืมรวมถึงการใช้จ่ายด้านสินค้าและด้านลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินได้มากขึ้น การกู้ยืมนั้นเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยยกระดับความสามารถการใช้จ่ายและรายได้ให้สูงขึ้นกว่าระดับการเติบโตของศักยภาพการผลิตที่แท้จริงของเศรษฐกิจ และในช่วงใกล้จุดสูงสุดของวัฏจักรเศรษฐกิจขาขึ้น การให้กู้ยืมจะอยู่บนความคาดหวังว่าการเติบโตลักษณะนี้จะยังคงอยู่ต่อไปไม่มีวันสิ้นสุด แต่ก็แน่นอนว่ามันไม่มีทางเป็นไปได้ ในที่สุดแล้วรายได้จะเพิ่มไม่ทันต้นทุนของการกู้ยืม (ดอกเบี้ยเงินกู้ยืม : ผู้แปล)

เศรษฐกิจที่การเติบโตมีแรงหนุนหลักจากการกู้ยืมเพื่อนำไปลงทุนกับสิ่งปลูกสร้างพัฒนาที่ดิน และโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ จะมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจเป็นพิเศษ เนื่องจากอัตราความเร็วในการสร้างสินทรัพย์ถาวรที่มีอายุการใช้งานที่ยาว (long-lived assets) เหล่านี้ไม่สามารถงไวที่ระดับเดิมได้ตลอดไป หากคุณต้องการที่อยู่อาศัยที่ดีกว่าเดิมและคุณก็ตัดสินใจสร้างมันขึ้นมาโดยธรรมชาติแล้วส่วนเพิ่มของความต้องการในการสร้างที่อยู่อาศัยใหม่นั้นจะค่อยๆ ลดลง และเมื่อความต้องการใช้จ่ายเรื่องที่อยู่อาศัยชะลอลงก็จะส่งผลต่อการขยายตัวของตลาดที่อยู่อาศัยตามไปด้วย ลองมาสมมติกันว่าคุณได้ใช้เงินจำนวน 10 ล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปีในช่วงที่ผ่านมาในการสร้างอาคารสำนักงาน (ประกอบด้วยค่าจ้างแรงงาน เหล็กที่ต้องซื้อ คอนกรีต และอื่นๆ) เมื่อคุณสร้างอาคารสำนักงานดังกล่าวเสร็จ การใช้จ่ายทั้งหมดที่เคยเกิดขึ้นก็จะกลายเป็นศูนย์ ซึ่งก็จะกระทบต่อความต้องการใช้แรงงานและวัสดุก่อสร้างตามไปด้วย ทำให้หลังจากนั้นแล้วการขยายตัวของเศรษฐกิจ รายได้ และความสามารถในการชำระหนี้้นั้นต้องพึ่งพาความต้องการในการสร้างสินทรัพย์ถาวรอื่นๆ แทนเพื่อให้เศรษฐกิจยังคงเติบโตได้ต่อไป วัฏจักรประเภทนี้ที่การเติบโตอันแข็งแกร่งช่วงขาขึ้นถูกขับเคลื่อนด้วยการกู้ยืมเพื่อนำไปลงทุนกับสิ่งปลูกสร้าง พัฒนาที่ดิน และโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ แล้วตามมาด้วยช่วงขาลงที่ถูกขับเคลื่อนโดยความต้องการกู้ยืมที่ลดลงมักพบได้เป็นปกติในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (emerging economies) เพราะประเทศเหล่านี้ยังมีหลายสิ่งหลายอย่างให้ต้องสร้างอีกมากมาย

อีกหนึ่งปัจจัยที่เสริมให้เกิดวัฏจักรของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่เหล่านี้คือการเปลี่ยนแปลงของความสามารถการแข่งขัน (competitiveness) เทียบกับ

การเปลี่ยนแปลงของรายได้ โดยปกติแล้วประเทศเหล่านี้จะมีค่าแรงที่ถูกลงและโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่พร้อมดี ดังนั้นประเทศเหล่านี้จึงต้องพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ฟังพา การส่งออกที่สูง เพื่อนำไปสู่การเพิ่มรายได้ของประเทศ อย่างไรก็ตามอัตราการขยายตัวของส่งออกมักจะค่อยๆ ลดลง เนื่องจากระดับรายได้ที่ปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้ความสามารถการแข่งขันด้านค่าแรงของประเทศนั้นลดลงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ (กล่าวคือค่าแรงที่แพงขึ้นส่งผลให้ความสามารถการแข่งขันลดลง : ผู้แปล) มีตัวอย่างหลายเหตุการณ์ที่เป็นลักษณะดังกล่าว (ยกตัวอย่างเช่น ที่ญี่ปุ่นเผชิญในช่วงตลอด 70 ปีที่ผ่านมา)

ในช่วง “ภาวะฟองสบู่” ความคาดหวังที่ไม่สมเหตุสมผลและการปล่อยกู้ที่หละหลวมนำมาซึ่งหนี้เสียที่สร้างความเสียหายอย่างมากในวงกว้าง ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง ปัญหาหนี้เสียเหล่านี้จะปรากฏให้เหล่านายธนาคารและธนาคารกลางเห็นชัดขึ้นและนั่นเป็นจุดเริ่มให้ฟองสบู่พร้อมที่จะแตกแล้ว สัญญาณเตือนที่คลาสสิกอย่างหนึ่งว่าภาวะฟองสบู่กำลังเกิดขึ้น คือ การเพิ่มขึ้นของการกู้ยืมเงินเพื่อนำไปใช้ชำระหนี้ที่หนึ่ง ซึ่งกลับกลายเป็นยิ่งทบให้ภาระหนี้ของผู้กู้ยืมสูงมากขึ้นไปอีก

เมื่อการขยายตัวของปริมาณเงินและสินเชื่อถูกลดทอนลงและ/หรือมาตรการการปล่อยกู้ที่เข้มงวดถูกบังคับใช้ อัตราการขยายตัวของสินเชื่อและการใช้จ่ายจะชะลอลง และปัญหาการผิดนัดชำระหนี้จะเริ่มปะทุขึ้น ณ จุดนี้เป็นจุดสูงสุดของช่วงขาขึ้นของวัฏจักรหนี้ได้มาถึงแล้ว หลังจากที่ตระหนักแล้วว่า การเติบโตของสินเชื่อนั้นเป็นไปอย่างรวดเร็วและอันตราย ธนาคารกลางจะเริ่มดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อควบคุมความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ซึ่งมักกลับกลายเป็นการเร่งให้สินเชื่อและการใช้จ่ายลดลงเร็วยิ่งขึ้น (ซึ่งแม้ว่ามันได้เริ่มลดลงมาก่อนหน้านั้นแล้ว แต่มันจะยังลดลงได้อีก) ไม่ว่าจะเป็นกรณีใดก็ตาม เมื่อดอกเบี้ยที่ต้องชำระคืนเยอะเกินกว่าจำนวนเงินที่กู้มาเพื่อใช้จ่าย ก็จะเป็นจุดที่วัฏจักรขาขึ้นจะเริ่มกลับทิศเป็นขาลงในที่สุด ไม่เพียงแต่การปล่อยสินเชื่อเท่านั้นที่ชะลอลง แต่แรงกดดันต่อผู้ที่ก่อหนี้ในการชำระหนี้คืนก็เพิ่มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน ยิ่งการที่ผู้ก่อหนี้ประสบปัญหาการชำระหนี้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น การปล่อยสินเชื่อใหม่ก็ยิ่งลดลงตามไปด้วย และเมื่อการใช้จ่ายและการลงทุนชะลอลงอย่างต่อเนื่องก็ยิ่งส่งผลให้การเติบโตของรายได้ยิ่งชะลอลงไปอีก ราคาสินทรัพย์ก็ลดต่ำลงด้วยเช่นกัน

เมื่อผู้ขอกู้ยืมจำนวนมากไม่สามารถชำระหนี้กับสถาบันการเงินได้ สถาบันการเงินเหล่านี้ก็เริ่มจะขาดสภาพคล่องและไม่สามารถรองรับความต้องการถอนเงิน

ของผู้ฝากเงินซึ่งมีสถานะเป็นเจ้าของนี้ของสถาบันการเงินได้ ผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจการเงินจึงจำเป็นต้องรับมือสถานการณ์ดังกล่าวโดยการเข้ามาช่วยเหลือสถาบันการเงินก่อน ปัญหาที่น่ากังวลที่สุดที่มักเกิดขึ้นกับสถาบันการเงินคือการที่เงินให้กู้ยืมโดยส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มผู้กู้ที่ไม่มีความสามารถชำระหนี้ ทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้กลายเป็นจุดเสี่ยงที่ทำให้เกิดปรากฏการณ์ knock-on effects (ปรากฏการณ์ที่เหตุการณ์หนึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องต่อไปยังเหตุการณ์อื่นๆ: ผู้แปล) ต่อทั้งผู้ใช้สินเชื่อกับมีคุณภาพและกระจายไปทั้งระบบเศรษฐกิจ ปกติแล้วสถาบันการเงินที่กล่าวถึงมักจะเป็นธนาคารพาณิชย์ แต่เนื่องด้วยระบบเครดิตมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องและมีความเปลี่ยนแปลงมากขึ้น จึงทำให้เกิดสถาบันการเงินที่สามารถให้กู้ยืมได้หลากหลายประเภทมากขึ้น เช่น บริษัทประกันต่างๆ, ทรัสต์ที่ให้บริการทางการเงินซึ่งไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ (non-bank trusts), บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์หรือบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์ (brokers-dealers), หรือแม้กระทั่งนิติบุคคลเฉพาะกิจ (special purpose vehicles)

ปัญหาหลักในระยะยาวที่เกิดจากวัฏจักรหนี้เหล่านี้มีสองข้อ ได้แก่

- 1) **ความเสียหายหรือผลขาดทุนที่เกิดจากจำนวนหนี้ที่คาดว่าจะไม่ได้รับการชำระคืน** – เมื่อใดก็ตามที่ภาระหนี้ไม่ได้รับการชำระคืนมักจะนำไปสู่การลดยอดผ่อนชำระรายงวดหรือการปรับลดยอดหนี้ค้างชำระ (ผู้ให้กู้ยินยอมที่จะลดมูลค่าหนี้แก่ผู้กู้หลังจากภาระหนี้เดิมที่เคยกู้ไว้ตอนแรก) หากคุณคาดว่าจะเงินที่ได้รับชำระหนี้คืนจะอยู่ที่ปีละ 4% แต่ปรากฏว่าคุณได้รับจริงอยู่ที่ 2% หรือ 0% แทน จึงกลายเป็นว่ามีส่วนต่างที่หายไปในแต่ละปี ขณะที่มูลค่าหนี้ก็ถูกปรับลดลงไปด้วย ทำให้ความเสียหายหรือผลขาดทุนที่เกิดขึ้นจึงยิ่งมากขึ้นไปด้วย (เช่น 50%)
- 2) **การปล่อยกู้ที่ลดลงรวมทั้งการใช้จ่ายด้วยการกู้ยืมในอนาคตที่ลดลง** – แม้ว่าวิกฤตหนี้จะคลี่คลายลงแล้วก็ตาม มันก็เป็นไปได้ยากที่ธุรกิจหรือบริษัทที่เคยกู้ยืมมากจนเกินไปจะสามารถมีกำลังใช้จ่ายหรือลงทุนในอนาคตได้เทียบเท่ากับระดับเดิมที่เคยเป็นเหมือนช่วงก่อนเกิดวิกฤต เนื่องจากยังมีสิ่งอื่นที่เป็นปัจจัยเกี่ยวข้องที่ต้องพิจารณาเพิ่มเติม

วิกฤตหนี้ส่วนใหญ่สามารถบริหารจัดการเพื่อไม่ให้ลุกลามกลายเป็นปัญหาใหญ่ได้หรือไม่?

ในบางครั้งวัฏจักรหนี้ที่เกิดขึ้นนั้นก็ไม่ได้รุนแรงมาก อาจจะคล้ายกับการเจอถูกระนาดบนถนน (เปรียบเทียบเหมือนทำให้เศรษฐกิจต้องชะลอไปบ้าง แบบที่รถต้อง

ชะลอลงเวลาเจอสุทธนะตบถน : ผู้แปล) แต่บางครั้งความรุนแรงก็อาจร้ายแรงจนถึงขั้นแบบที่รชนกัน (เปรียบเทียบเหมือนทำให้เศรษฐกิจต้องหยุดชะงักและสร้างความเสียหายที่รุนแรง : ผู้แปล) ในการศึกษาเรื่องนี้เราจะพิจารณาในกรณีที่อยู่ในระดับรุนแรงเป็นหลัก กล่าวคือศึกษากรณีวิกฤตหนี้ที่เกิดขึ้นในรอบหนึ่งร้อยปี และเป็นกรณีที่สร้างความเสียหายถึงระดับที่ทำให้จีดีพีที่แท้จริง (real GDP หรือ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ปรับด้วยเงินเฟ้อแล้ว : ผู้แปล) มีการหดตัวมากกว่า 3% จากการศึกษากรณีเหล่านี้รวมไปถึงเครื่องมือสำหรับผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจการเงินมีอยู่ในมือเพื่อใช้แก้ปัญหา ทำให้ผมเชื่อมั่นว่ามันยังมีความเป็นไปได้ที่เหล่าผู้กำหนดนโยบายเหล่านี้จะสามารถบริหารจัดการความเสียหายได้ดีในแทบจะทุกกรณีหากหนี้ที่เกิดขึ้นเป็นหนี้ในรูปสกุลเงินในประเทศ นั่นเป็นเพราะว่าผู้กำหนดนโยบายจะมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการดำเนินนโยบายและสามารถบรรเทาผลกระทบเพื่อให้ปัญหาหนี้ครั้งใหญ่ไม่ลุกลาม อย่างไรก็ตามปัญหาทางเศรษฐกิจที่ร้ายแรงที่เกิดจากวิกฤตหนี้โดยส่วนใหญ่แล้วมักเกิดขึ้นก่อนที่ผู้กำหนดนโยบายจะเข้ามาจัดการบรรเทาความรุนแรงได้ทัน แม้แต่วิกฤตหนี้ครั้งใหญ่ที่สุดในประวัติศาสตร์ (ยกตัวอย่างเช่น วิกฤตเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ของสหรัฐฯ ในช่วงปี 1930) ก็เกิดปัญหาขึ้นก่อนที่จะได้รับการแก้ไขในภายหลัง จากที่ผมได้ศึกษาเหตุการณ์ต่างๆ เหล่านี้ ความเสี่ยงที่สำคัญที่สุดไม่ได้เกิดจากตัวหนี้ที่เกิดขึ้นแต่เกิดจาก a) ความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายที่ถูกต้องของผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจการเงินจากการที่ขาดความรู้และ/หรืออำนาจในการออกมาตรการต่างๆ และ b) ผลกระทบในเชิงการเมืองจากความพยายามในการแก้ไขสถานการณ์ซึ่งไปกระทบต่อประชาชนบางส่วนในการช่วยเหลือผู้ที่ได้รับผลกระทบ ที่ผมเขียนหนังสือเล่มนี้จึงเป็นความตั้งใจที่อยากจะช่วยลดความเสี่ยงดังกล่าว

จากที่ผมได้กล่าวมา ผมอยากจะขอทวนอีกรอบว่า 1) เมื่อใดก็ตามที่ภาระหนี้สินอยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศแทนที่จะเป็นสกุลเงินท้องถิ่น มันจะเป็นเรื่องที่ยากมากขึ้นในการที่ผู้กำหนดนโยบายจะทำทุกวิถีทางเพื่อจะบรรเทาปัญหาหนี้ที่เกิดขึ้น และ 2) แม้ว่าวิกฤตหนี้จะสามารถบริหารจัดการได้ดีเพียงใดก็ไม่ได้แปลว่าจะไม่ก่อให้เกิดความเสียหายมหาศาลต่อประชาชนบางส่วน

หัวใจของการรับมือวิกฤตหนี้ที่ตั้นขึ้นขึ้นอยู่กับว่า ผู้กำหนดนโยบายนั้นรู้จักและเข้าใจวิธีการใช้เครื่องมือที่ตัวเองมีเพียงใดและมีอำนาจมากน้อยเพียงใดในการออกมาตรการต่างๆ รู้ว่าควรกระจายภาระหนี้ออกไปให้อยู่ที่อัตราเท่าใดต่อปี

และใครเป็นผู้ที่จะได้รับประโยชน์และใครจะเป็นผู้ที่ได้รับผลกระทบและด้วยความเสียหายระดับใดจากการดำเนินนโยบาย เพื่อที่ผลกระทบในเชิงการเมืองยังสามารถเป็นที่ยอมรับได้

ผู้กำหนดนโยบายมีเครื่องมือหลัก 4 อย่างที่ใช้ในการดำเนินนโยบายเพื่อชะลอระดับหนี้และภาระการชำระหนี้ให้สอดคล้องกับรายได้และกระแสเงินสดให้อยู่ในระดับที่ประชาชนสามารถจะชำระคืนได้ เครื่องมือดังกล่าวได้แก่

- 1) มาตรการรัดเข็มขัด (austerity) เช่น การลดงบประมาณใช้จ่าย เป็นต้น
- 2) การปล่อยให้เกิดการผิดนัดชำระหนี้/การปรับโครงสร้างหนี้ (debt defaults/restructuring)
- 3) การเพิ่มปริมาณเงินในระบบด้วยการพิมพ์เงินเพื่อกระตุ้นให้เกิดการใช้จ่าย (หรือให้การค้ำประกัน)
- 4) การกระจายความมั่งคั่งจากผู้ที่มั่งคั่งไปยังผู้ที่ต้องการเงินทุน (redistributing wealth)

แต่ละเครื่องมือจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจแตกต่างกันไป บางอันเป็นเครื่องมือที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดเงินเฟ้อและเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจ (เช่น การพิมพ์เงิน) ในขณะที่บางเครื่องมือเป็นการผลักดันเงินฝืดและช่วยลดภาระหนี้ (เช่น มาตรการรัดเข็มขัดและการปรับโครงสร้างหนี้) หลักสำคัญในการเกิด “การลดหนี้อย่างราบรื่น (Beautiful Deleveraging)” (การลดลงของสัดส่วนภาระหนี้ต่อรายได้ในขณะที่เงินเฟ้อและอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ ซึ่งผมจะอธิบายต่อไป) ขึ้นอยู่กับการผสมผสานมาตรการดังกล่าวให้ลงตัว ในสถานการณ์ที่ดีแบบดังกล่าวนี้ สัดส่วนภาระหนี้ต่อรายได้จะค่อยๆ ลดลงในขณะที่กิจกรรมต่างๆ ทางเศรษฐกิจและราคาสินทรัพย์ทางการเงินปรับตัวดีขึ้น ซึ่งจะช่วยให้อัตราการเติบโตของรายได้กลับมาสูงกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยในที่สุด

เครื่องมือทั้งสี่นี้ เมื่อนำไปใช้จะมีทั้งผู้ที่ได้ประโยชน์และผู้ที่ได้รับผลกระทบเกิดขึ้นเล็กน้อยแตกต่างกันไปในแต่ละช่วงเวลา ผู้กำหนดนโยบายจึงยืนอยู่ในจุดที่ยากต่อการตัดสินใจที่จะเลือกดำเนินนโยบาย ซึ่งทำให้พวกเขาไม่ค่อยได้รับคำชื่นชมเท่าไรนัก แม้ว่าพวกเขาจะรับมือวิกฤตหนี้้อย่างสุดความสามารถแล้วก็ตาม

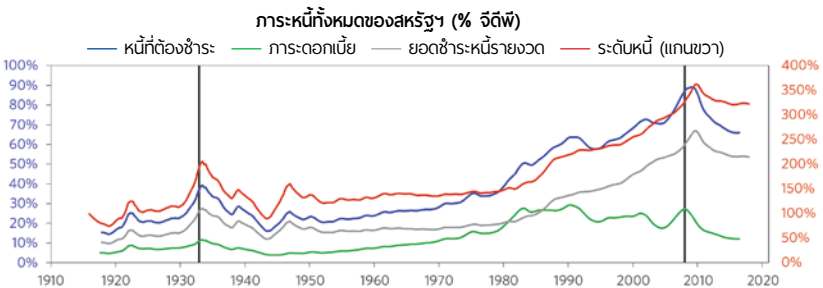
แบบแผนของต้นแบบวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่ระยะยาว

แบบแผนที่จะกล่าวถึงนี้สร้างขึ้นจากการศึกษาวัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่ทั้งหมด 48 กรณี ซึ่งทุกกรณีนำไปสู่การหดตัวของจีดีพีที่แท้จริงมากกว่า 3% ซึ่งเกิดขึ้นในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ (ผมเรียกเหตุการณ์แบบนี้ว่า เศรษฐกิจตกต่ำ) เพื่อความชัดเจนผมได้แบ่งกลุ่มประเทศที่ได้รับผลกระทบออกเป็น 2 กลุ่ม 1) กลุ่มประเทศที่มีหนี้ที่อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่ไม่มากนักและไม่ได้เผชิญภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อ และ 2) กลุ่มประเทศที่มีหนี้ที่อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่สูงและเผชิญภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อ เนื่องจากระดับหนี้ที่อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศและระดับเงินเฟ้อนั้นมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันสูงถึง 75% (ซึ่งก็ไม่น่าแปลกใจนักเนื่องจากการที่มีหนี้ที่อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่สูงจะกลายเป็นต้นเหตุให้ช่วงเศรษฐกิจตกต่ำนั้นเกิดภาวะเงินเฟ้อที่สูงตามไปด้วย) มันจึงเป็นเรื่องที่สมเหตุสมผลว่ากลุ่มประเทศที่มีหนี้ที่อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่สูงกว่ามักจะเจอปัญหาภาวะเงินเฟ้อสูงในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ

โดยปกติแล้ววิกฤตหนี้ที่เกิดขึ้นนั้นมาจากการที่ระดับหนี้และต้นทุนการชำระหนี้ (ดอกเบี้ย) เพิ่มขึ้นเร็วกว่ารายได้ จึงทำให้เกิดภาวะการหดตัวของหนี้ในระบบเศรษฐกิจ (deleveraging) (กล่าวคือประชาชนไม่มีความสามารถในการกู้ยืมเพิ่ม ทำให้ไม่มีการขยายตัวของหนี้ หรืออีกกรณีที่เกิดขึ้นได้คือเกิดการผิมนัดชำระหนี้ในวงกว้างจนสถาบันการเงินไม่กล้าปล่อยสินเชื่อ จึงไม่มีการขยายตัวของหนี้ : ผู้แปล) ในขณะที่ธนาคารกลางสามารถบรรเทาความเสียหายวิกฤตหนี้ทั่วไป (หรือก็คือช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว) ได้โดยการปรับลดดอกเบี้ย แต่สำหรับวิกฤตหนี้รุนแรง (หรือก็คือช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ) การปรับลดดอกเบี้ยไม่สามารถช่วยอะไรได้อีกต่อไปโดยพื้นฐานแล้ววัฏจักรหนี้ระยะสั้น (หรือก็คือวัฏจักรธุรกิจ) ที่เกิดขึ้นหลายๆ ครั้งจะค่อยๆ สะสมกันจนกลายเป็นวัฏจักรหนี้ระยะยาว เนื่องจากในแต่ละช่วงวัฏจักรหนี้ระยะสั้นที่มีทั้งช่วงขาขึ้นและขาลงนั้นจะส่งผลให้สัดส่วนภาระหนี้ต่อรายได้ (debt-to-income ratio) ทอยยปรับตัวสูงขึ้นกว่าเดิมเรื่อยๆ จนกระทั่งการปรับลดดอกเบี้ยซึ่งใช้เป็นตัวพยุงเศรษฐกิจและการขยายตัวของหนี้มาตลอดใช้ไม่ได้ผลอีกต่อไป แผนภาพหน้าถัดไปแสดงให้เห็นถึงระดับหนี้ (debt) และภาระหนี้ที่ต้องชำระ (debt service burden) (หนี้ที่รวมทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย) ที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ ตั้งแต่ปี 1910 จนถึงปัจจุบัน (ระดับภาระหนี้หรือ debt คือ ยอดมูลค่าหนี้ทั้งหมดที่มี ในขณะที่ภาระหนี้ที่ต้องชำระ หรือ debt service burden คือ ยอดหนี้ที่ต้องชำระจริงในแต่ละรอบที่ครบกำหนดชำระ ยกตัวอย่างเช่น หากคุณมีภาระหนี้บัตรเครดิต 100,000 บาท

และต้องผ่อนชำระต่อเดือนที่ 1,100 บาท ระดับหนี้คือ 100,000 บาท ส่วน 1,100 บาทคือภาระหนี้ที่ต้องชำระ โดยแบ่งเป็น 1,000 บาทคือส่วนของเงินต้นหรือ principal และ 100 บาทคือส่วนของดอกเบี้ยหรือ interest : ผู้แปล) คุณจะเห็นว่าเฉพาะในส่วนของดอกเบี้ยที่ต้องชำระค่อนข้างทรงตัวหรือลดลงในช่วงเวลาแม้ว่าระดับหนี้จะขยับตัวสูงขึ้นก็ตาม จึงทำให้ภาระหนี้ที่ต้องชำระไม่ปรับตัวสูงขึ้นมากเท่าระดับหนี้ นั่นเป็นเพราะว่าการลดดอกเบี้ยโดยธนาคารกลาง (ในที่นี้คือธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ FED) เพื่อป้องกันการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ฟองพองเกินไปเป็นหลัก จนกระทั่งถึงจุดหนึ่งที่มีการลดดอกเบี้ยนั้นไม่สามารถทำได้อีกต่อไป (เนื่องจากดอกเบี้ยลงมาแตะถึงระดับ 0% แล้ว) และเมื่อถึงเวลานั้นภาวะการหดตัวของหนี้ก็จะเริ่มต้นขึ้น

แม้ว่าแผนภาพจะช่วยให้เราเห็นภาพรวมที่ชัดเจน แต่ผมอยากจะให้เข้าใจว่าแผนภาพนั้นยังไม่สามารถอธิบายได้เพียงพอใน 2 ประเด็น ได้แก่ 1) แผนภาพนี้ไม่ได้สื่อให้เห็นว่าแต่ละหน่วยย่อยที่ก่อหนี้นั้นมีความแตกต่างกันอย่างไร ซึ่งจริงๆ เป็นส่วนที่สำคัญมากที่ต้องทำความเข้าใจ และ 2) แผนภาพนี้แสดงเฉพาะส่วนที่ถูกเรียกว่าหนี้เท่านั้น ไม่ได้สะท้อนส่วนที่เป็นภาระผูกพันต่างๆ อย่างเช่นเงินบำนาญที่ต้องจ่ายให้ผู้เกษียณและภาระด้านสาธารณสุขซึ่งมีมูลค่าที่ใหญ่กว่านี้มาก การเข้าใจในรายละเอียดเชิงลึกเป็นสิ่งสำคัญอย่างมากในการประเมินช่องโหว่หรือความเสี่ยงของประเทศนั้นๆ อย่างไรก็ตามในส่วนของประเทศดังกล่าวอยู่นอกเหนือขอบเขตเนื้อหาของหนังสือเล่มนี้



แนวทางการตรวจสอบวัฏจักรของเรา

ในการพัฒนาแบบแผนของวัฏจักรนั้น เราจะมุ่งความสนใจไปในช่วงเวลาก่อนที่จะเกิดเศรษฐกิจตกต่ำ ช่วงเวลาระหว่างที่เศรษฐกิจตกต่ำ และช่วงที่ภาวะหนี้ในระบบหดตัวซึ่งเกิดขึ้นตามมาจากจุดต่ำสุดของช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ทั้งนี้ วิกฤตหนี้นั้น

แบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่ แบบที่เกิดภาวะเงินฝืด (deflationary) และแบบที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ (inflationary) (ขึ้นอยู่กับว่าประเทศนั้นๆ มีหนี้ในรูปสกุลเงินต่างประเทศมากน้อยเพียงใด) ซึ่งเราจะพิจารณากันทีละประเภทต่อไป

ข้อมูลทางสถิติสะท้อนให้เห็นผ่านแผนภาพของแต่ละระยะของวัฏจักรซึ่งได้มาจากการหาค่าเฉลี่ยของตัวเลขเศรษฐกิจและตลาดการเงินที่เกิดขึ้นในแต่ละระยะ จากกรณีศึกษาวัฏจักรหนี้ในช่วงเงินฝืด 21 เหตุการณ์ และกรณีศึกษาวัฏจักรหนี้ในช่วงเงินเฟ้อ 27 เหตุการณ์ โดยข้อมูลจะเริ่มต้นตั้งแต่ช่วงห้าปีก่อนที่จะถึงจุดต่ำสุดของช่วงเศรษฐกิจตกต่ำและต่อเนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวต่อไปอีกเจ็ดปี

น่าสังเกตว่าวัฏจักรหนี้ระยะยาวนั้นเกิดขึ้นในลักษณะเดียวกับวัฏจักรหนี้ระยะสั้นต่างกันเพียงแค่ผลกระทบที่รุนแรงกว่า นั่นเป็นเพราะในระยะยาวแล้วภาระหนี้ที่ต้องชำระนั้นจะสะสมต่อเนื่องจนอยู่ในระดับที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับช่วงวัฏจักรหนี้ระยะสั้น อีกทั้งนโยบายการเงินที่จะใช้แก้ปัญหาที่ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพออีกต่อไปโดยส่วนมากแล้ววัฏจักรหนี้ระยะสั้นนั้นมักจะเพียงทำให้เศรษฐกิจเกิดการสะดุดเท่านั้น กล่าวคือเศรษฐกิจจะขยายตัวและถดถอยเพียงชั่วคราว ในขณะที่วัฏจักรหนี้ครั้งใหญ่นั้นจะทำให้เกิดช่วงของการขยายตัวครั้งใหญ่และไปสู่การตกต่ำครั้งใหญ่เช่นกัน ในช่วงหนึ่งร้อยปีที่ผ่านมานั้น สหรัฐฯ ได้ผ่านเหตุการณ์วิกฤตหนี้ครั้งใหญ่มาแล้วถึงสองครั้ง ครั้งแรกเกิดขึ้นในช่วงทศวรรษ 1920 (ถูกขนานนามว่าเป็นช่วงยุค “The Jazz Age” หรือ “The Roaring Twenties” เป็นยุคเศรษฐกิจรุ่งเรืองจนดูเกินความจริง ผู้คนต่างหลงใหลความหรูหราฟู่ฟ่า และเป็นครั้งแรกที่สหรัฐฯ เข้าสู่วิถีชีวิตแบบสังคมเมืองมากขึ้นและมีการปฏิวัติอุตสาหกรรมต่างๆ อีกมากมาย : ผู้แปล) และวิกฤตเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ (The Great Depression) ในช่วงทศวรรษ 1930 ต่อมาสหรัฐฯ ได้เผชิญวิกฤตหนี้ครั้งที่สองโดยช่วงเศรษฐกิจรุ่งเรืองเกิดขึ้นในช่วงตั้งแต่ช่วงทศวรรษ 2000 จนกระทั่งกลายเป็นวิกฤตการเงินตอนปี 2008

ในช่วงวัฏจักรหนี้ระยะสั้น การใช้จ่ายจะถูกจำกัดจากเพียงปัจจัยเรื่องความเต็มใจระหว่างการทำกู้ยืมของผู้ให้กู้/สถาบันการเงินและความต้องการกู้ยืมของผู้ขอกู้ เมื่อใดก็ตามที่เครดิต/สินเชื่อเข้าถึงได้ง่าย เศรษฐกิจก็จะขยายตัวได้ต่อไป แต่เมื่อใดก็ตามที่เครดิต/สินเชื่อเข้าถึงได้ยาก เศรษฐกิจก็จะชะลอตัวหรือถดถอยลง ความยากง่ายในการเข้าถึงเครดิต/สินเชื่อถูกควบคุมโดยธนาคารกลางเป็นหลัก ธนาคารกลาง

โดยปกติแล้วสามารถที่จะประคองให้เศรษฐกิจรอดพ้นจากการถดถอยได้โดยการปรับลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวต่อไปได้ ซึ่งเป็นการทำให้เกิดวัฏจักรใหม่ แต่เมื่อเวลาผ่านไป ในทุกๆ ครั้งที่จุดต่ำสุดและจุดสูงสุดของวัฏจักรสิ้นสุดลงพร้อมๆ กับกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นมากกว่าเดิมก็ตามมาด้วยหนี้ที่มากกว่าเดิมเช่นกัน เพราะอะไรจึงเป็นเช่นนั้น? เพราะทุกคนเป็นคนทำให้มันเกิดขึ้น พวกเขามีแนวโน้มที่จะกู้ยืมและใช้จ่ายมากขึ้นแทนที่จะชำระหนี้คืน มันเป็นธรรมชาติของมนุษย์ ในที่สุดแล้วเมื่อเวลาผ่านไปนานระยะหนึ่ง หนี้จะเพิ่มขึ้นเร็วกว่ารายได้และนำไปสู่วัฏจักรหนี้ระยะยาวในที่สุด

ในช่วงขาขึ้นของวัฏจักรหนี้ระยะยาว ผู้ให้กู้/สถาบันการเงินจะเสนอเครดิต/สินเชื่อให้อย่างเต็มที่แม้ว่าจะทำให้ผู้กู้มีหนี้ที่มากขึ้นก็ตาม นั่นเป็นเพราะกระบวนการที่เกิดขึ้นจากแรงส่งโดยตัวมันเองในช่วงขาขึ้น กล่าวคือ การใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจะกลายเป็นรายได้ที่เพิ่มขึ้นและทำให้ความมั่งคั่งสุทธิเพิ่มขึ้นตามไปด้วย (ในความหมายของผู้เขียนคือการใช้จ่ายของคนหนึ่งจะกลายเป็นรายได้ของอีกคนหนึ่งและทำให้มีเงินมากขึ้น มีความมั่งคั่งมากขึ้น ซึ่งจะทำให้คนนั้นสามารถใช้จ่ายได้มากขึ้น ในการใช้จ่ายที่เกิดขึ้นก็จะกลายเป็นรายได้ของคนถัดไปอีกที ทั้งหมดนี้จะเกิดขึ้นวนซ้ำไปมากลายเป็นวงจรต่อเนื่องกันไป ซึ่งเป็นรูปแบบการทำงานจริงที่เกิดขึ้นกับระบบเศรษฐกิจทั้งในระดับจุลภาคและมหภาค : ผู้แปล) และเมื่อความมั่งคั่งสุทธิเพิ่มขึ้นก็จะเพิ่มความสามารถในการกู้ยืมของผู้กู้ นำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการใช้จ่ายได้มากยิ่งขึ้น วนเวียนต่อเนื่องอย่างนี้ต่อไปเป็นวัฏจักร คนจำนวนมากจะกล้ารับความเสี่ยงมากขึ้น บ่อยครั้งที่ในช่วงเวลาเหล่านี้จะเกิดสถาบันตัวกลางทางการเงินประเภทใหม่ๆ รวมถึงเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ ซึ่งอยู่นอกเหนือการกำกับดูแลและคุ้มครองของหน่วยงานกำกับดูแลจึงทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้มีความได้เปรียบในการนำเสนอผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าปกติ กล้าปล่อยกู้ในปริมาณที่มากกว่าปกติ และกล้าให้สินเชื่อที่แม้จะมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องหรือความน่าเชื่อถือก็ตามมากขึ้น ด้วยความที่มีการเสนอให้เครดิต/สินเชื่ออย่างมากมาย ผู้ขอกู้จึงมักจะใช้จ่ายมากกว่าที่ควรจะเป็นและทำให้คนเหล่านี้ดูเหมือนร่ำรวย ขณะเดียวกันในฝั่งของผู้ให้กู้/สถาบันการเงินซึ่งกำลังผลิตเพลนไปกับช่วงเฟื่องฟูก็จะปล่อยกู้อย่างไม่ระมัดระวังอย่างที่ควรจะเป็น แต่อย่างไรก็ตามหนี้หนี้ไม่สามารถที่จะเพิ่มขึ้นเร็วกว่าเงินและรายได้ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญที่ไว้ใช้เพื่อชำระหนี้ได้ตลอดไป นั่นจึงทำให้สิ่งที่เกิดขึ้นเหล่านี้เดินทางไปสู่ปัญหาหนี้ในที่สุด

เมื่อสัดส่วนหนี้ต่อรายได้เพิ่มขึ้นจนถึงขีดจำกัด กระบวนการทำงานที่เคยเกิดขึ้นในช่วงขาขึ้นจะเริ่มย้อนกลับ กล่าวคือ ราคาสินทรัพย์จะลดลง ผู้กู้จะเริ่มมีปัญหาการชำระหนี้ นักลงทุนจะเริ่มกังวลและระมัดระวังมากขึ้นซึ่งนำไปสู่การเทขายหรือไม่ต่ออายุการลงทุนในตราสาร สิ่งเหล่านี้ทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องในระบบ นั่นหมายถึงผู้คนจะลดการใช้จ่าย และเนื่องจากการใช้จ่ายของคนหนึ่งคือรายได้ของอีกคนหนึ่ง เมื่อรายได้เริ่มลดลงก็จะส่งผลให้ความสามารถในการกู้ยืมลดลงตามไปด้วย เมื่อราคาสินทรัพย์ลดลงก็จะเริ่มสร้างแรงกดดันต่อธนาคารพาณิชย์มากขึ้น ขณะที่หนี้ที่ต้องชำระก็ยังมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องซึ่งยิ่งไปทำให้การใช้จ่ายยิ่งหดตัวลงไปอีก ตลาดหุ้นพังทลาย เกิดความระส่ำระสายในสังคมรวมถึงเกิดการว่างงานที่สูงขึ้น เป็นผลมาจากบริษัทที่ขาดสภาพคล่องจนจำเป็นต้องลดค่าใช้จ่าย ทั้งหมดทั้งหมดนี้ก็จะดำเนินไปโดยตัวมันเองจนรุนแรงขึ้นและทำให้เศรษฐกิจชะงักงันและไม่สามารถแก้ไขได้โดยง่าย ภาระหนี้ที่ต้องชำระทั้งหมดนั้นจะสูงมากจนเกินไปและจำเป็นต้องได้รับการลดหนี้ลง หากเป็นในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) นโยบายการเงินสามารถผ่อนคลายเพื่อประคองเศรษฐกิจได้โดยการลดดอกเบี้ยและเพิ่มสภาพคล่องในระบบเพื่อเพิ่มแรงจูงใจและความสามารถในการปล่อยกู้ของสถาบันการเงิน แต่ในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (depression) การลดดอกเบี้ยไม่สามารถช่วยได้อีกต่อไป เพราะดอกเบี้ยถูกลดจนถึงระดับ 0% แล้ว อีกทั้งสภาพคล่องในระบบก็ไม่สามารถเพิ่มได้ด้วยมาตรการปกติเช่นกัน

ความเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ก่อตัวรวมกันจนเกิดเป็นวัฏจักรหนี้ระยะยาวซึ่งมีมาเป็นเวลาช้านานตั้งแต่มีสิ่งที่เรียกว่าเครดิตเกิดขึ้นย้อนไปถึงสมัยยุคโรมัน แม้แต่ในพระคัมภีร์ไบรามา ก็ได้อธิบายถึงความจำเป็นที่จะต้องมีการชำระล้างหนี้ทุกๆ 50 ปีซึ่งเรียกกันว่า เวลาแห่งการปลดปล่อยอิสรภาพและเริ่มต้นชีวิตใหม่ (The Year of Jubilee) เช่นเดียวกันกับทุกๆ เรื่องราว สิ่งเหล่านี้เกิดขึ้นและก็หายไปแบบที่เกิดซ้ำไปซ้ำมาตลอดในช่วงประวัติศาสตร์

โปรดระลึกไว้ว่าเงินนั้นมิใช่เพื่อตอบสนองวัตถุประสงค์สองข้อ นั่นคือการใช้เพื่อเป็นตัวกลางในการแลกเปลี่ยนและใช้เพื่อเป็นตัวเก็บสะสมความมั่งคั่ง และด้วยสองวัตถุประสงค์ดังกล่าวมันจึงใช้เพื่อตอบสนองคนสองกลุ่มหลัก ได้แก่ 1) กลุ่มคนที่ต้องการมีเงินไว้เพื่อ “ใช้ในการดำรงชีวิต” ซึ่งมักจะเป็นการทำงานเพื่อให้ได้เงินมา และ 2) กลุ่มคนที่ต้องการมีเงินไว้เพื่อ “สะสมความมั่งคั่ง” ในประวัติศาสตร์ที่ผ่านมาทั้งสองกลุ่มนี้มักจะมีชื่อเรียกที่แตกต่างกันไป ยกตัวอย่างเช่น กลุ่มแรก

จะถูกเรียกว่า กลุ่มผู้ใช้แรงงาน กรรมกร และ “ผู้ยากไร้” ในขณะที่กลุ่มที่สองจะถูกเรียกว่า นายทุน นักลงทุน และ “ผู้มั่งมี” เพื่อให้ง่ายต่อการเข้าใจ เราจะเรียกคนกลุ่มแรกว่า กลุ่มผู้ใช้แรงงาน-กรรมกร และเรียกคนกลุ่มที่สองว่า นายทุน-นักลงทุน กลุ่มผู้ใช้แรงงาน-กรรมกรหาเงินด้วยการแลกกับเวลาที่ตนเองมี ขณะที่กลุ่มนายทุน-นักลงทุนหาเงินด้วยการใช้เงินตัวเองไปต่อยอดด้วยการให้ยืมเพื่อแลกกับ a) เงินต้นพร้อมดอกเบี้ย (หรือที่เรียกกันว่า “ตราสารหนี้”) หรือ b) ส่วนหนึ่งของความเป็นเจ้าของในธุรกิจ (หรือเรียกกันว่า “ตราสารทุน” หรือ “หุ้น”) หรือส่วนหนึ่งของความเป็นเจ้าของในกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์อื่นๆ (เช่น อสังหาริมทรัพย์) คนทั้งสองกลุ่มนี้รวมถึงรัฐบาล (ผู้ที่ทำหน้าที่ออกกฎเกณฑ์ต่างๆ) ล้วนเป็นตัวละครหลักในโรงละครใหญ่นี้ แม้ว่าโดยปกติแล้วทั้งสองกลุ่มนี้จะต่างฝ่ายต่างได้ประโยชน์จากธุรกรรมการกู้ยืมและให้กู้ยืม แต่ในบางครั้งก็จะมีผู้ที่ได้ประโยชน์และเสียประโยชน์เช่นกัน โดยเฉพาะในกรณีของระหว่างลูกหนี้และเจ้าหนี้

สินทรัพย์ทางการเงินของคนหนึ่งจะเป็นหนี้สินทางการเงินของอีกคนหนึ่ง (หมายถึงการให้ค้ำประกันที่จะคืนเงินในอนาคต) เมื่อสิทธิในการเรียกร้องเงินบนสินทรัพย์ทางการเงินนั้นสูงเกินไปเมื่อเทียบกับเงินที่หามาชำระคืนได้ การหดตัวของหนี้ในระบบเศรษฐกิจครั้งใหญ่จะต้องเกิดขึ้น และจากนั้นตลาดเครดิตเสรีที่ให้อำนาจให้เกิดการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจก็จะหยุดทำงาน และมักจะเริ่มทำงานในทางกลับกันแทนตอนช่วงที่เกิดการหดตัวของหนี้ในระบบเศรษฐกิจ จึงเป็นความจำเป็นอย่างยิ่งที่รัฐบาลต้องเข้ามาแทรกแซง เนื่องจากธนาคารกลางจะกลายเป็นผู้ซื้อหนี้รายใหญ่ (กล่าวคือเป็นแหล่งเงินทุนกู้ยืมรายสุดท้าย – lender of last resort) และรัฐบาลจะเป็นผู้ที่ปรับเปลี่ยนการกระจายการใช้จ่ายและความมั่งคั่ง ในช่วงเวลาดังกล่าวนั้นก็มีความจำเป็นที่จะต้องทำการปรับโครงสร้างหนี้ด้วยเช่นกันด้วยการลดยอดมูลค่าหนี้ลง นั่นหมายความว่า สิทธิในการเรียกร้องเงินที่ควรจะได้ในอนาคตนั้นจะลดลงเมื่อเทียบกับยอดมูลค่าหนี้จริงที่เกิดขึ้นในตอนแรก

พื้นฐานที่ไม่สมดุลระหว่างปริมาณหนี้และปริมาณเงิน (หมายถึงกระแสเงินสดที่ใช้เพื่อชำระหนี้) เหล่านี้เกิดขึ้นมาแล้วหลายต่อหลายครั้งในประวัติศาสตร์และมักจะถูกแก้ไขด้วยการผสมผสานเครื่องมือทั้งสี่อย่างที่ผมได้เคยอธิบายไว้ก่อนหน้านี้ กระบวนการแก้ไขที่เกิดขึ้นนั้นสร้างความเจ็บปวดต่อทุกฝ่าย บางครั้งความเสียหายที่เกิดขึ้นนั้นลุกลามจนกลายเป็นชนวนเหตุให้เกิดการปะทะกันทางสังคมระหว่างกลุ่มชนชั้นแรงงานและกลุ่มนายทุน นอกจากนี้มันยังสามารถแย่งได้อีกหากการปล่อยกู้ยืม

มีคุณภาพที่ลดลงหรือมีการกักตุนระบบเกิดขึ้นแทน นักประวัติศาสตร์ได้กล่าวไว้ว่า ปัญหาที่เกิดจากการสร้างเครดิตนั้นเป็นเหตุผลที่ว่าเหตุใดการให้กู้โดยคิดดอกเบี้ย จึงถูกพิจารณาว่าเป็นการทำบาปทั้งในนิยายโรมันคาทอลิกและอิสลาม²

ในการศึกษานี้ เราได้พิจารณาวัฏจักรหนี้รอบใหญ่ที่ทำให้เกิดวิกฤตหนี้ครั้งใหญ่ โดยการสำรวจว่ามันทำงานอย่างไรและจะรับมือมันอย่างเหมาะสมได้อย่างไร แต่ก่อนที่เราจะเริ่มเนื้อหาดังกล่าวผมอยากจะขออธิบายให้เข้าใจถึงความแตกต่างถึงประเภทของช่วงเศรษฐกิจตกต่ำซึ่งมีอยู่สองรูปแบบหลัก คือแบบภาวะเงินฝืด และแบบภาวะเงินเฟ้อ

- *ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินฝืด* – ผู้กำหนดนโยบายจะตอบสนองต่อการชะลอตัวทางเศรษฐกิจในช่วงแรกโดยการปรับลดดอกเบี้ย แต่เมื่อถึงจุดที่ดอกเบี้ยนั้นลดต่ำจนใกล้ 0% แล้ว เครื่องมือนี้ (การปรับลดดอกเบี้ย) จะไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอในการช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจอีกต่อไป การปรับโครงสร้างหนี้รวมทั้งการดำเนินนโยบายรัดเข็มขัดจะเริ่มเข้ามามีบทบาทแทน โดยปราศจากความสมดุลในการกระตุ้นที่เพียงพอ (โดยเฉพาะการพิมพ์เงินและการทำให้ค่าเงินอ่อนลง) ในช่วงระยะนี้ ภาระหนี้ (ทั้งในด้านของระดับหนี้และหนี้ที่ต้องชำระซึ่งคิดเป็นสัดส่วนของรายได้) จะเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากรายได้อาจยังคงลดลงเร็วกว่าหนี้ที่ได้รับการปรับโครงสร้างแล้ว การชำระหนี้คืนช่วยลดระดับหนี้ดังกล่าวได้ แต่ตัวผู้กู้จำนวนมากซึ่งมีรายได้ที่ลดลงก็ยังคงจำเป็นต้องชำระหนี้ที่เหลืออยู่ด้วยต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงอยู่อย่างที่ได้เคยกล่าวไว้ว่า ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินฝืดมักจะเกิดกับประเทศที่มีการก่อหนี้ในรูปสกุลเงินภายในประเทศ ดังนั้นการพังทลายของฟองสบู่หนี้มักจะนำไปสู่การบังคับขายหนี้ทอดตลาดและเกิดการผัดผ่อนชำระหนี้ แต่ไม่ใช่ปัญหาในด้านของสกุลเงินหรือดุลการชำระเงินของประเทศ

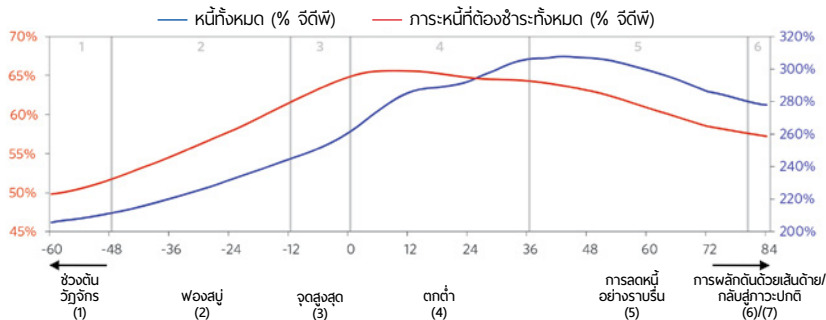
² ในช่วงยุคกลางนั้น ชาวคริสเตียนจะให้ชาวคริสเตียนด้วยกันกู้ยืมโดยห้ามคิดดอกเบี้ย เป็นหนึ่งในเหตุผลที่ว่าทำไมชาวยิวจึงเป็นกลุ่มคนหลักที่มีส่วนในการพัฒนาด้านการค้าขาย เนื่องจากชาวยิวไม่ให้กู้ยืมเงินกับธุรกิจที่ตนเองร่วมทุนรวมทั้งให้เหล่านักเดินเรือกู้ยืม แต่ชาวยิวเองก็เป็นเจ้าของเงินผู้ที่บรรดาลูกหนี้ที่บางครั้งไม่สามารถชำระคืนได้ด้วยเช่นกัน ในหลายๆ เหตุการณ์ทางประวัติศาสตร์ที่เกี่ยวข้องกับการกระทำรุนแรงต่อชาวยิวก็มักจะมีสาเหตุจากวิกฤตหนี้

- *ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อ* – โดยพื้นฐานแล้วจะเกิดกับประเทศที่พึ่งพาเงินทุนต่างประเทศและมีการกู้ยืมเงินในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่สูงจนไม่สามารถแปลงให้หนี้เป็นเงินได้ (หมายถึงให้ธนาคารกลางพิมพ์เงินเพื่อมาดูดซับหนี้) เมื่อใดก็ตามที่เงินทุนต่างชาติเริ่มชะลอการลงทุนสร้างเครดิตจะกลายเป็นการหดตัวของเครดิตแทน กล่าวคือในสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อนั้น การไหลออกของเงินทุนจะส่งผลให้การปล่อยกู้หยุดชะงักลงซึ่งก็จะส่งผลไปถึงสภาพคล่องในระบบเช่นกันในเวลาเดียวกันนั้นค่าเงินที่อ่อนลงก็จะก่อให้เกิดเงินเฟ้อที่สูงขึ้น นั่นจึงเป็นที่มาว่าเหตุใดในสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและเงินเฟ้อสูงซึ่งมาจากการที่ประเทศนั้นๆ มีหนี้อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศที่สูงถึงได้รับมือยากกว่าปกติทั่วไป เพราะความสามารถของตัวผู้กำหนดนโยบายในการกระจายความเสียหายให้เบาลงนั้นทำได้อย่างจำกัด (เพราะหนี้เหล่านั้นไม่ได้อยู่ในรูปสกุลเงินภายในประเทศ จึงทำให้ออกนโยบายมารับมือได้ยาก : ผู้แปล)

เราจะเริ่มต้นในส่วนของภาวะเศรษฐกิจตกต่ำพร้อมเงินเฟ้อกันก่อน

ลำดับขั้นของวัฏจักรหนี้พร้อมเงินเฟ้อ

แผนภาพด้านล่างนี้แสดงถึงระยะทั้งหมดเจ็ดขั้นของต้นแบบวัฏจักรหนี้ระยะยาว โดยเป็นการติดตามจากตัวเลขมูลค่าหนี้รวมของทั้งระบบเศรษฐกิจซึ่งคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เทียบกับรายได้รวมของทั้งระบบเศรษฐกิจ (จีดีพี) และติดตามจากตัวเลขภาระหนี้ที่ต้องชำระเมื่อเทียบกับจีดีพี ข้อมูลทั้งหมดที่ติดตามจะเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 12 ปี (ช่วงห้าปีก่อนที่จะถึงจุดต่ำสุดของช่วงเศรษฐกิจตกต่ำและถัดจากช่วงเวลาดังกล่าวต่อไปอีกเจ็ดปี)



ตลอดเนื้อหาในหัวข้อนี้ ผมจะรวมแผนภาพที่มี “ต้นแบบ” ที่คล้ายกันเข้ามาด้วย โดยเป็นการสร้างมาจากการหาค่าเฉลี่ยของตัวเลขเศรษฐกิจและตลาดการเงินของทุกเหตุการณ์ที่มีลักษณะเป็นภาวะเงินเฟ้อในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ³

1) ช่วงต้นวัฏจักร

ในช่วงเริ่มต้นของวัฏจักร นั้นมันจะยังเพิ่มขึ้นช้ากว่ารายได้ถึงแม้ว่านั้นจะยังมีอัตราการขยายตัวที่เร็วก็ตาม นั่นเป็นเพราะว่าการเติบโตของหนี้มันเป็นการกู้ยืมเพื่อนำไปใช้ในการสร้างสิ่งที่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจซึ่งจะหนุนให้รายได้เติบโตเร็วตามไปด้วยเช่นกัน ยกตัวอย่างเช่น การกู้ยืมเพื่อนำไปขยายธุรกิจและเพิ่มประสิทธิภาพให้ธุรกิจ ซึ่งยิ่งเป็นการหนุนให้รายได้เติบโตมากยิ่งขึ้น เป็นต้น ภาระหนี้จะยังอยู่ในระดับต่ำและฐานะทางการเงินก็แข็งแรง จึงทำให้ยังมีช่องว่างในการกู้ยืมเพิ่มได้อีกมากสำหรับภาคเอกชน ภาครัฐ และธนาคารพาณิชย์ การขยายตัวของหนี้ การขยายตัวของเศรษฐกิจ รวมทั้งเงินเพื่อ จะไม่ร้อนแรงเกินไปและไม่ชะลอเกินไป สภาวะเศรษฐกิจดังกล่าวนี้เรียกว่า “Goldilocks” (กล่าวคือ เป็นช่วงเศรษฐกิจที่การเติบโตนั้นกำลังพอดีในทุกมิติและไม่มีภาวะฟองสบู่ : ผู้แปล)

³ แผนภาพต้นแบบนั้นมีความไวต่อค่าที่ผิดปกติ (outliers) โดยเฉพาะตัวชี้วัดอย่างเช่นเงินเฟ้อที่มีค่าหลากหลายและแตกต่างกันอย่างมาก ดังนั้นในแต่ละแผนภาพ เราได้ทำการคัดเอาเหตุการณ์ที่มีความใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยโดยรวมน้อยที่สุดออกไปประมาณหนึ่งไตรมาส

2) พองสบู่

ในระยะแรกของช่วงพองสบู่ขึ้น นี้จะเริ่มเพิ่มขึ้นเร็วกว่ารายได้และจะเร่งให้สินทรัพย์ต่างๆ ให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นและขยายตัวมากขึ้น กระบวนการดังกล่าวนี้มักจะเกิดจากแรงส่งโดยตัวมันเองซึ่งมาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้ ความมั่งคั่งสุทธิและมูลค่าของสินทรัพย์ต่างๆ ช่วยเพิ่มความสามารถในการกู้ยืมของตัวผู้กู้มากยิ่งขึ้น สิ่งเหล่านี้เกิดขึ้นได้เนื่องจากผู้ให้กู้/สถาบันการเงินจะพิจารณาว่าสามารถปล่อยกู้ได้มากขึ้นเพียงใดโดยดูจากข้อมูลของผู้กู้จากปัจจัยดังนี้ 1) รายได้/กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้ในอนาคตเพื่อจะนำมาชำระหนี้คืน 2) ความมั่งคั่งสุทธิ/มูลค่าหลักประกัน (ซึ่งจะเพิ่มขึ้นเมื่อราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้น) และ 3) ความสามารถสูงสุดในการกู้ ซึ่งผู้ให้กู้/สถาบันการเงินจะพิจารณาปัจจัยเหล่านี้ร่วมกันหมด อย่างไรก็ตามเงื่อนไขดังกล่าวเหล่านี้ไม่สามารถดำรงอยู่ได้ตลอดไป เพราะหนึ่งจะเริ่มเติบโตด้วยอัตราที่เร็วกว่ารายได้ เมื่อผู้กู้รู้สึกตัวเองร่ำรวย พวกเขาจึงใช้จ่ายมากกว่าที่ทำได้และยังซื้อสินทรัพย์ที่มีราคาสูงด้วยการกู้ยืม (Leverage) อีกด้วย เราลองมาดูสักหนึ่งตัวอย่างว่ามันเกิดขึ้นได้อย่างไร

สมมติว่าคุณมีรายได้ที่ 50,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี คุณจึงมีความมั่งคั่งสุทธิอยู่ที่ 50,000 ดอลลาร์สหรัฐ คุณมีความสามารถในการกู้สูงสุดที่ 10,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี ดังนั้นคุณสามารถใช้จ่ายได้ถึง 60,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี และเป็นเวลาหลายปีแม้ว่าคุณจะมีรายได้อยู่ที่ 50,000 ดอลลาร์สหรัฐก็ตาม สำหรับในภาพของเศรษฐกิจทั้งระบบ การเพิ่มขึ้นของการกู้ยืมในระบบและการเพิ่มขึ้นของการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจจะนำไปสู่การทำให้อัตราดอกเบี้ยรวมในระบบเศรษฐกิจสูงขึ้น มูลค่าหุ้นจึงปรับสูงขึ้นตามซึ่งรวมถึงมูลค่าสินทรัพย์อื่นๆ ที่สูงขึ้นตามไปด้วย ทำให้มูลค่าหลักประกันของผู้คนก็ยังมีมูลค่าสูงขึ้นตาม ช่วยหนุนความสามารถการกู้ยืมให้เพิ่มตามเช่นกัน ผู้คนจะกู้ยืมมากขึ้นๆ トラบเท่าที่การกู้ยืมเหล่านี้ยังช่วยขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจเติบโตได้ มูลค่าหลักประกันเหล่านี้ก็ยิ่งถือว่ายอมรับได้

ในช่วงขาขึ้นของวัฏจักรหนี้ระยะยาว ภาระการชำระหนี้เงินคืน (หรือก็คือ ภาระหนี้ที่ต้องชำระ) จะเพิ่มสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจและจำนวนเงินของผู้ที่มีหนี้สินจะหามาได้จากทุกทาง (ไม่ว่าจะเป็นรายได้ การกู้ยืม และการขายสินทรัพย์) ช่วงขาขึ้นนี้มักจะกินระยะเวลานานนับทศวรรษ โดยสาเหตุหลักมาจากการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางในแต่ละช่วงเวลาทั้งการดำเนินนโยบายแบบเข้มงวดและแบบผ่อนคลายนครือการปล่อยกู้ ซึ่งสิ่งที่เกิดขึ้นเหล่านี้คือวัฏจักรหนี้ระยะสั้นที่ค่อยๆ สะสมรวมกันจนเกิดเป็นวัฏจักรหนี้ระยะยาวในที่สุด

เหตุผลหลักที่ทำให้วัฏจักรหนี้ระยะยาวสามารถคงอยู่ได้เป็นระยะเวลาที่นานมากนั้นเป็นเพราะธนาคารกลางทำการลดดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้ราคาสินทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นและแน่นอนว่าความมั่งคั่งของผู้คนก็จะเพิ่มตามไปด้วยเช่นกัน เป็นผลจากแนวคิดเรื่องมูลค่าปัจจุบันทำให้การลดดอกเบี้ยส่งผลต่อราคาสินทรัพย์ (present value effect ซึ่งเป็นแนวคิดทางทฤษฎีด้านการเงินว่า มูลค่าสินทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมของสินทรัพย์ในอนาคตผ่านอัตราคิดลดหรือ discount rate ซึ่งเปรียบเสมือนอัตราผลตอบแทนหรือดอกเบี้ยที่รวมความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นไว้หมดแล้ว โดยหากอัตราคิดลดยิ่งต่ำจะยิ่งทำให้มูลค่าปัจจุบันยิ่งสูง ผู้เขียนพยายามอธิบายว่ายิ่งธนาคารกลางลดดอกเบี้ยยิ่งเป็นการกดอัตราคิดลดให้ต่ำลงจึงยิ่งเป็นการทำให้มูลค่าสินทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นไปโดยปริยาย : ผู้แปล) จึงทำให้การเพิ่มขึ้นของภาระหนี้ที่ต้องชำระนั้นชะลอลงและเป็นการช่วยให้ภาระส่วนดอกเบี้ยที่ต้องชำระในแต่ละเดือนนั้นลดลงเช่นกัน แต่สิ่งเหล่านี้ไม่สามารถดำรงอยู่ได้ตลอดไป ในที่สุดแล้วภาระหนี้ที่ต้องชำระจะเริ่มเท่ากับหรือมากกว่ายอดเงินที่ผู้กู้ได้กู้ยืมมาตอนแรก และหนี้ก็จะเริ่มสูงมากเกินไปเมื่อเทียบกับรายได้ที่เข้ามา เมื่อหนี้ไม่สามารถขยายตัวได้อีกแล้วเมื่อเทียบกับรายรับที่เป็นเงินและเครดิต ตอนนั้นเองกระบวนการที่เกิดขึ้นก็จะเริ่มทำงานแบบย้อนกลับและนำไปสู่จุดเริ่มต้นของภาวะการหดตัวของหนี้ในระบบเศรษฐกิจ (deleveraging) เนื่องจากการกู้ยืมเป็นการดึงเงินในอนาคตมาใช้ คนที่ใช้จ่าย 60,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อปีและมีรายได้ 50,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี จึงจำเป็นที่จะต้องลดการใช้จ่ายลงเหลือ 40,000 ดอลลาร์สหรัฐเป็นเวลาหลายปีเท่ากับที่เขาได้เคยใช้จ่ายที่ 60,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อปี โดยสมมติให้อย่างอื่นคงที่

ถึงแม้ว่าตัวอย่างดังกล่าวอาจจะดูเกินกว่าความเป็นจริงไปบ้าง แต่นี่ก็เป็นพื้นฐานของการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นซึ่งขับเคลื่อนให้เกิดการขยายตัวและหดตัวของฟองสบู่

จุดเริ่มต้นของฟองสบู่ : ภาวะตลาดกระทิง

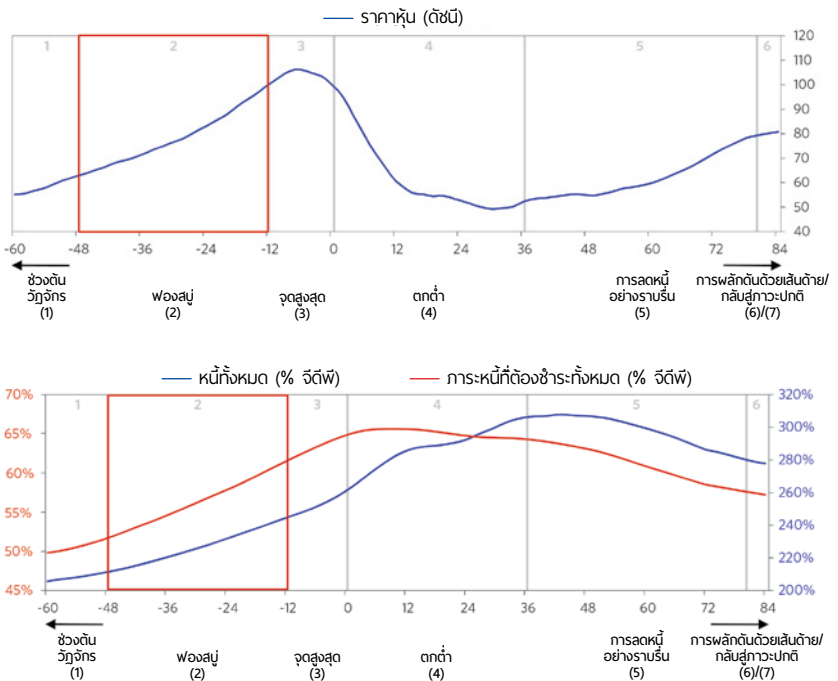
ภาวะฟองสบู่มักจะเริ่มต้นจากความคาดหวังที่เกินกว่าความเป็นจริงที่ควรเป็น (over-extrapolation) ที่เกิดขึ้นในภาวะตลาดกระทิง โดยในช่วงแรกตลาดกระทิงจะดูสมเหตุสมผลเนื่องจากการลดดอกเบี้ยทำให้สินทรัพย์ลงทุนอย่างเช่นหุ้นและอสังหาริมทรัพย์มีความน่าสนใจมากขึ้นจึงทำให้มูลค่าสินทรัพย์ลงทุนเหล่านี้เพิ่มสูงขึ้นและยังทำให้สภาพเศรษฐกิจโดยรวมดูดีมากขึ้น ซึ่งนำไปสู่การขยายตัวของเศรษฐกิจและการเพิ่มขึ้นของกำไรภาคธุรกิจเอกชน เพิ่มความแข็งแกร่งให้ฐานะทางการเงินของบริษัท รวมทั้งยังเพิ่มความสามารถในการกู้ยืมได้มากยิ่งขึ้น ทั้งหมดเหล่านี้ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มมากยิ่งขึ้น

จากการที่มูลค่าสินทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นทำให้ความมั่งคั่งสุทธิและความสามารถในการใช้จ่ายเพิ่มตามไปด้วยนั้น นักลงทุน นักธุรกิจ ธุรกิจการเงิน/สถาบันการเงิน และผู้กำหนดนโยบายจะยิ่งมีความเชื่อมั่นมากขึ้นในความเฟื่องฟูที่เกิดขึ้นว่าจะคงอยู่ต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง จึงยิ่งหนุนให้เกิดการกู้ยืมมากเข้าไปอีก ความเฟื่องฟูที่เกิดขึ้นยังกระตุ้นให้นักลงทุนหน้าใหม่ที่ไม่อยากพลาดโอกาสนี้ก็จะกระโดดเข้ามาร่วมในตลาดกระทิงเช่นกันซึ่งยิ่งเป็นการเร่งการก่อตัวของฟองสบู่ บ่อยครั้งที่การปล่อยกู้ที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ทางเศรษฐกิจและภาวะฟองสบู่ที่เกิดขึ้นมาจากการที่รัฐบาลช่วยค้ำประกันทั้งในทางตรงและทางอ้อมซึ่งเป็นการกระตุ้นให้สถาบันที่ปล่อยสินเชื่อให้กู้ยืมอย่างหละหลวม

การที่มีนักเก็งกำไรหน้าใหม่และผู้ให้กู้/สถาบันการเงินเข้ามาร่วมในตลาดพร้อมกับความมั่นใจที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อลดลง ธนาคารพาณิชย์กล้าที่จะเสี่ยงมากขึ้นและสถาบันที่ให้กู้ยืมประเภทใหม่จะเกิดขึ้นซึ่งส่วนใหญ่มักจะไม่ได้อยู่ภายใต้การกำกับดูแล (สถาบันที่ให้กู้ยืมซึ่งไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์เหล่านี้มักจะถูกเรียกโดยรวมๆ ว่า “ธนาคารเงา” หรือ shadow banking) ธนาคารเงาเหล่านี้มักจะไม่ค่อยได้อยู่ภายใต้ความคุ้มครองโดยรัฐบาล ในช่วงเวลาฟองสบู่ดังกล่าวเครื่องมือทางการเงินที่ใช้เพื่อให้กู้ยืมแบบใหม่จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องและศาสตร์ทางด้านวิศวกรรมการเงินจะเข้ามามีบทบาทอย่างมาก

ผู้ให้กู้และนักเก็งกำไรจะสามารถสร้างผลกำไรได้อย่างง่ายดายและรวดเร็วในภาวะตลาดกระทิงซึ่งกลายเป็นยิ่งเสริมให้ฟองสบู่ขยายตัวมากยิ่งขึ้น จากการที่เงินทุนของนักเก็งกำไรเพิ่มมากขึ้น ทำให้พวกเขาเป็นหลักประกันที่มีมูลค่ามากขึ้นเพื่อที่จะไปค้ำประกันเงินกู้ก้อนใหม่ได้ ในช่วงเวลานั้นคนส่วนใหญ่ไม่คิดว่าสถานการณ์ดังกล่าวจะเป็นปัญหา ในทางตรงข้ามพวกเขากลับคิดว่าสิ่งที่กำลังเกิดขึ้นนี้คือการสะท้อนและช่วยยืนยันความรุ่งเรืองของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น ช่วงระยะฟองสบู่นี้ของวัฏจักรมักจะดำเนินไปโดยตัวมันเอง ลองมาพิจารณาตลาดหุ้นเป็นตัวอย่าง จากราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นนำไปสู่การใช้จ่ายและการลงทุนที่มากขึ้น ซึ่งก็จะหนุนให้กำไรบริษัทเพิ่มขึ้นและทำให้ราคาหุ้นยิ่งสูงขึ้นไปอีก อีกทั้งยังทำให้ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนระหว่างตราสารหนี้ภาคเอกชนกับรัฐบาล (credit spread) ลดลง และยิ่งกระตุ้นให้เกิดการกู้ยืมที่มากขึ้น (มาจากการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหลักประกันและกำไรที่เพิ่มขึ้น) ซึ่งก็จะส่งผลต่อเนื่องไปยังการใช้จ่ายและการลงทุนและอื่นๆ ต่อไป ในช่วงเวลาดังกล่าวคนส่วนใหญ่มักจะคิดว่าสินทรัพย์นี้ (หุ้น) เปรียบเสมือนขุมทรัพย์อันล้ำค่าที่ต้องมีไว้ในครอบครอง และลองนึกดูว่าคนที่ไม่ได้ถือหุ้นไว้เลยและกลัวที่จะตกรถล่ะ?

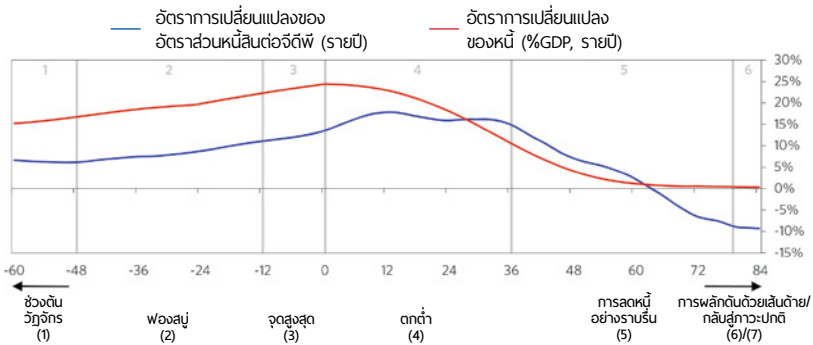
ในที่สุดแล้วความเคลื่อนไหวที่เกิดขึ้นนี้จะทำให้ทุกคนในตลาดต่างพากันโหมเข้าซื้อความไม่สอดคล้องของกระแสเงินสดในการบริหารสินทรัพย์และหนี้สิน (asset-liability mismatch) จะเริ่มก่อตัวมากขึ้น โดยสามารถเกิดได้ในรูปของ a) กู้ยืมระยะสั้นเพื่อไปปล่อยกู้ระยะยาว b) นำเงินจากหนี้ที่มีสภาพคล่องไปลงทุนในตราสารหนี้ที่ไม่มีสภาพคล่อง c) ลงทุนในตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงหรือในสินทรัพย์เสี่ยงอื่นๆ ด้วยการกู้ยืมเงินมาลงทุน และ/หรือ d) กู้ยืมในสกุลเงินหนึ่งและนำไปปล่อยกู้ในอีกสกุลเงินหนึ่ง ทุกรูปแบบนี้จะเริ่มสะท้อนผ่านส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (spread) ที่เริ่มขยับสูงขึ้น ตลอดช่วงระยะเวลาดังกล่าว หนี้จะเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและต้นทุนของภาระหนี้ (ดอกเบี้ย) จะเพิ่มสูงเร็วยิ่งกว่าแผนภาพข้างล่างนี้จะอธิบายภาพรวมให้เข้าใจมากขึ้น



ในตลาดการเงินนั้น เมื่อความคาดหวังของคนส่วนใหญ่ (consensus) เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ตลาดจะซึมซับหรือสะท้อนความเชื่อดังกล่าว (priced in) ความเชื่อของคนส่วนใหญ่ที่เกิดขึ้นนี้มักจะเป็นภาพในอนาคตที่ดีและกำลังจะมาถึง ถึงแม้ว่าในอดีตที่ผ่านมาได้แสดงให้เห็นแล้วก็ตามว่าอนาคตก็มีโอกาสที่จะไม่เป็นไปตามที่คาดหวังได้เช่นกัน หากพูดอีกอย่างหนึ่ง มนุษย์นั้นโดยธรรมชาติแล้ว

(เหมือนกับสิ่งมีชีวิตสืบเชื้อสายส่วนใหญ่) มีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวหรือทำอะไรไปในทางเดียวกับคนส่วนใหญ่และให้น้ำหนักกับประสบการณ์ที่เพิ่งเกิดขึ้นในเร็วๆ นี้ มากเกินกว่าที่ควรจะเป็น ด้วยเหตุผลเหล่านี้และจากมุมมองของคนส่วนใหญ่ในตลาดถูกสะท้อนผ่านราคาในเวลานั้น จึงทำให้การคาดหวังที่เกินกว่าความเป็นจริง (extrapolation) ยังมีโอกาสเกิดได้ง่ายขึ้น

ในช่วงเวลานั้น การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนหนี้ต่อรายได้จะรวดเร็วมาก แผนภาพด้านล่างแสดงให้เห็นถึงทิศทางแนวโน้มของหนี้เมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของจีดีพี ที่ได้มาจากค่าเฉลี่ยของช่วงที่ภาวะหนี้หืดตัวพร้อมเงินฝืด ฟองสบู่มักจะขยายแบบทวีคูณขึ้นเฉลี่ยที่อัตรา 20-25% ของจีดีพีในช่วง 3 ปีหรือมากกว่านั้น เส้นสีน้ำเงินแสดงถึงแนวโน้มของวัฏจักรหนี้ระยะยาวของหนี้รวมทั้งระบบเศรษฐกิจหารด้วยรายได้รวมของทั้งระบบเศรษฐกิจตลอดช่วงเวลาต่างๆ ของวัฏจักร ในขณะที่เส้นสีแดงแสดงถึงยอดภาวะหนี้ที่ต้องชำระรวมเมื่อเทียบกับยอดรายได้รวม



ฟองสบู่ส่วนใหญ่มักจะเกิดในช่วงจุดสูงสุดของวัฏจักรธุรกิจ วัฏจักรของดุลการชำระเงิน และ/หรือวัฏจักรหนี้ระยะยาว ยิ่งฟองสบู่เกิดใกล้จุดสูงสุดมากเท่าไร เศรษฐกิจก็จะยิ่งเปราะบางมากเท่านั้น แต่คนส่วนใหญ่จะกำลังรู้สึกตัวตัวเองร่ำรวยและมองโลกในแง่บวกอย่างมาก ในเหตุการณ์ต่างๆ ที่เรากำลังศึกษานั้น ระดับของหนี้ต่อรายได้เฉลี่ยแล้วจะอยู่ที่ประมาณ 300% ของจีดีพี เพื่อให้เห็นภาพคร่าวๆ ของตัวเลขเฉลี่ยต่างๆ เราได้แสดงตัวเลขเพื่อชี้ให้เห็นว่าต้นแบบของภาวะฟองสบู่มีหน้าตาเป็นอย่างไร

ปัจจัยแวดล้อมในช่วงภาวะฟองสบู่

	การเปลี่ยนแปลง ในช่วงภาวะฟองสบู่	ช่วงของ การเปลี่ยนแปลง
1. อัตราการเติบโตของหนี้ซึ่งเร็วกว่ารายได้ หนี้เติบโตอย่างรวดเร็ว	40%	14-79%
รายได้เติบโตแต่ยังช้ากว่าหนี้	32%	17-45%
2. ตลาดหุ้นเป็นช่วงขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง	13%	8-20%
3. ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทน พันธบัตรรัฐบาลที่แบนลงอย่างต่อเนื่อง (ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทน ระยะสั้นและระยะยาว)	48%	22-68%
	1.4%	0.9-1.7%

บทบาทของนโยบายการเงิน

ในหลายๆ กรณี นโยบายการเงินมีส่วนในการเร่งให้ภาวะฟองสบู่ขยายตัวมากขึ้น แทนที่จะเป็นการช่วยจำกัดมัน เรื่องนี้เป็นความจริงโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเงินเพื่อและการขยายตัวของเศรษฐกิจนั้นดีทั้งสองด้าน อีกทั้งผลตอบแทนการลงทุนก็ยังยอดเยี่ยมอีกด้วย ช่วงเวลานั้นมักจะถูกทำให้เข้าใจไปว่าช่วงเศรษฐกิจที่รุ่งเรืองนั้นเป็นการเติบโตที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งกลายเป็นส่งเสริมให้นักลงทุนมองโลกในแง่ดีและพร้อมที่จะกู้เงินเพื่อมาซื้อสินทรัพย์ลงทุนต่อไป ในเหตุการณ์แบบนี้ธนาคารกลางซึ่งมุ่งสนใจเฉพาะเรื่องเงินเฟ้อและการเติบโตของเศรษฐกิจมักจะค่อนข้างลำบากใจในการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นเพื่อชะลอความร้อนแรงที่เกิดขึ้น นี่คือนิสัยที่เคยเกิดขึ้นมาแล้วในประเทศญี่ปุ่นในช่วงปลายของยุค 1980 และยังเกิดอีกหลายประเทศทั่วโลกในช่วงปลายของทศวรรษ 1920 และช่วงกลางของทศวรรษ 2000

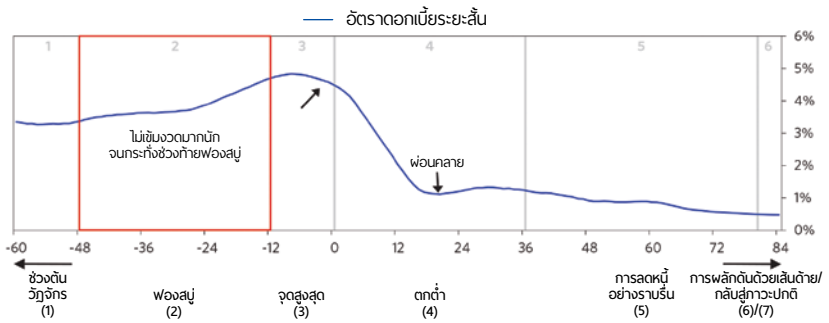
นี่เป็นหนึ่งในปัญหาที่ใหญ่ที่สุดปัญหาหนึ่งของนโยบายธนาคารกลางส่วนใหญ่ กล่าวคือธนาคารจะมุ่งเป้าหมายดูแลในเรื่องเงินเฟ้ออย่างเดียวหรือไม่ก็ดูแลเงินเฟ้อควบคู่กับการเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่ไม่ได้กำหนดเป้าหมายในการจัดการภาวะฟองสบู่ นั่นคือการขยายตัวของหนี้ที่พวกเขาปล่อยให้สามารถเอาไปหนุนให้เกิดฟองสบู่ต่อได้ ตราบที่เงินเฟ้อและอัตราการเติบโตที่แท้จริงยังไม่ร้อนแรงเกินไป ในความเห็นของผมมันเป็นเรื่องสำคัญมากที่ธนาคารกลางจะต้องกำหนดเป้าหมายการเติบโตของหนี้และเฝ้าติดตามด้วยความใกล้ชิดเพื่อจะรักษาระดับการเติบโตให้เหมาะสมและยั่งยืน กล่าวคือเป็นระดับที่การเติบโตของรายได้ยังมีแนวโน้มที่มากพอที่จะชำระหนี้คืนได้ไม่ว่าหนี้เหล่านั้นจะถูกนำไปใช้จ่ายอะไรก็ตาม เหล่าธนาคารกลางบางครั้งมักจะกล่าวว่ามันเป็นเรื่องที่ยากเกินไปที่จะมองเห็นภาวะฟองสบู่และนั่นไม่ใช่หน้าที่ของพวกเขาในการที่จะประเมินและควบคุมดูแลมันด้วย หน้าที่ของพวกเขา

คือการควบคุมเงินเพื่อและการขยายตัวของเศรษฐกิจ⁴ แต่สิ่งที่พวกเขาควบคุมนั้นคือเงินและเครดิตในระบบเศรษฐกิจ เมื่อใดก็ตามที่เงินและเครดิตนั้นกลายสภาพไปเป็นหนี้ที่ไม่สามารถชำระคืนได้ มันจะส่งผลต่อเนื้ออย่างมากต่อการขยายตัวเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะต่อไป เหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่จะเกิดขึ้นเมื่อฟองสบู่แตก และถ้าหากธนาคารกลางซึ่งเป็นผู้ที่สร้างให้หนี้เกิดขึ้นและยังเป็นผู้ที่ช่วยเร่งการขยายตัวของหนี้แต่กลับไม่ควบคุมมัน แล้วใครล่ะที่จะทำ? ความเสียหายทางเศรษฐกิจจากการที่ปล่อยให้ฟองสบู่ลูกใหญ่ถูกเร่งให้ขยายตัวมากขึ้นจนฟองสบู่แตกในที่สุด ถือว่าเป็นความไม่รอบคอบอย่างยิ่งของผู้กำหนดนโยบายที่ละเลยเรื่องนี้ ผมเองก็หวังว่าพวกเขาจะเปลี่ยนมุมมองเรื่องดังกล่าว

แม้ว่าตามปกติแล้วธนาคารกลางจะดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและเพิ่มดอกเบี้ยระยะสั้นเมื่อเงินเฟ้อและการเติบโตของเศรษฐกิจเริ่มร้อนแรงเกินไป แต่นโยบายการเงินทั่วไปนี้ไม่เพียงพอในการบริหารจัดการภาวะฟองสบู่ เพราะฟองสบู่ขึ้นเกิดในเพียงบางส่วนของระบบเศรษฐกิจในขณะที่ส่วนอื่นไม่ได้เกิด เมื่อพิจารณาภาพรวมเศรษฐกิจแล้ว ธนาคารกลางมักจะไม่ทันสถานการณ์เรื่องการเปลี่ยนแปลงของระดับหนี้ในช่วงเวลานั้น และผู้กู้ทั้งหลายก็ยังไม่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนการชำระหนี้ที่สูงขึ้น (ดอกเบี้ย) บ่อยครั้งในช่วงระยะนี้การจำคิดดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะมาจากกรกฏ์ยืมเพื่อมาชำระคืนมากขึ้นแทนที่จะมาจากกรเพิ่มขึ้นของรายได้ ซึ่งเป็นสัญญาณที่ชัดเจนว่าแนวโน้มของช่วงขาขึ้นเริ่มเปราะบางแล้ว

ทั้งหมดนี้จะเกิดกระบวนการย้อนกลับเมื่อฟองสบู่แตกและความเชื่อมโยงกันที่เคยช่วยเร่งภาวะฟองสบู่จะทำให้เกิดแรงส่งโดยตัวมันเองให้เศรษฐกิจตกต่ำลงราคาสินทรัพย์ที่ลดลงส่งผลให้มูลค่าของทั้งหุ้นและหลักประกันที่นักเก็งกำไรใช้ในการค้าประกันเพื่อผู้ยืมก็จะลดลงตามไปด้วย ซึ่งกลายเป็นสาเหตุให้สถาบันการเงิน/ผู้ให้กู้เริ่มลดวงเงินหรือระงับการให้กู้ยืมจึงยิ่งทำให้นักเก็งกำไรถูกบังคับขายหุ้นและหลักประกันออกและยิ่งซ้ำเติมให้ราคาหุ้นตกต่ำลงไปอีก นอกจากนี้ทั้งตัวผู้ให้กู้/สถาบันการเงินและนักลงทุนต่างพากันถอนเงินออกจากตัวกลางทางการเงินที่มีความเสี่ยงและสินทรัพย์ลงทุนที่มีความเสี่ยงทำให้พวกเขาเริ่มมีปัญหาดขาดสภาพคล่อง และโดยปกติแล้ว ตลาดที่เป็นฟองสบู่หรือตลาดที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่และมีการก่อหนี้ที่สูงมาก ความเสียหายจากหนี้ที่สะสมไว้นั้นถือเป็นสัญญาณอันตรายเชิงระบบ กล่าวคือฟองสบู่หนี้เหล่านี้จะทำให้เศรษฐกิจพังทลายลง

⁴ ในสหรัฐฯ ธนาคารกลางไม่ได้พิจารณามุมมองด้านภาระหนี้ที่ต้องชำระเนื่องจากมันถูกนำไปใช้พิจารณากับสินทรัพย์การลงทุน ตัวอย่างเช่น ในกฎของเฮย์เลอร์ไม่ได้มีการกล่าวถึงเรื่องหนี้เลย (กฎของเฮย์เลอร์เป็นโมเดลที่ใช้พยากรณ์อัตราดอกเบี้ย ถูกคิดค้นโดยนักเศรษฐศาสตร์ John Taylor โดยเป็นแนวทางการปรับดอกเบี้ยให้เหมาะสมกับเงินเฟ้อและการขยายตัวของจีดีพี : ผู้แปล)



การสังเกตภาวะฟองสบู่

แม้ว่าในรายละเอียดของเหตุการณ์ต่างๆ จะมีความแตกต่างกันอยู่ (เช่น ขนาดของฟองสบู่ไม่ว่าจะเป็นในตลาดหุ้น ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ หรือในสินทรัพย์อื่นๆ⁵ รวมถึงสาเหตุการแตกของฟองสบู่และอื่นๆ) แต่ในหลายๆ เหตุการณ์ฟองสบู่เหล่านี้มักจะมีส่วนที่คล้ายคลึงกันมากกว่าส่วนที่แตกต่างกัน และในแต่ละเหตุการณ์ก็มักจะเป็นผลลัพธ์ที่มาจากความสัมพันธ์ของสาเหตุและผลกระทบที่มีเหตุผลรองรับซึ่งสามารถศึกษาและทำความเข้าใจได้ หากใครก็ตามที่มีความคิดที่เฉียบแหลมในการเชื่อมโยงว่าฟองสบู่ก่อตัวได้อย่างไร ก็จะเป็นเรื่องที่ย่างขึ้นในการสังเกตภาวะฟองสบู่

เพื่อที่จะระบุหาวิกฤตครั้งใหญ่ก่อนที่มันจะเกิดขึ้น ผมได้สำรวจในตลาดหลักที่สำคัญทุกตลาดเพื่อดูว่ามีฟองสบู่เกิดขึ้นในตลาดใดตลาดหนึ่งหรือไม่ จากนั้นผมจึงสำรวจต่อว่ามีอะไรบางอย่างที่เชื่อมโยงตลาดเหล่านี้อยู่และอาจส่งผลกระทบต่อกันได้หากฟองสบู่แตกขึ้นมา แม้ว่าผมจะไม่ได้ลงลึกในรายละเอียดว่ามันทำงานอย่างไรในเนื้อหาของส่วนนี้ แต่ลักษณะเด่นส่วนใหญ่ของภาวะฟองสบู่สามารถประเมินได้จากสิ่งเหล่านี้

- 1) ราคาสินทรัพย์อยู่ในระดับสูงกว่าปกติที่เคยเป็น
- 2) ราคาในระดับปัจจุบันที่อยู่ในระดับสูงนี้ได้สะท้อนราคาในอนาคตที่จะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแล้ว
- 3) มีมุมมองเชิงบวกเกิดขึ้นในวงกว้าง
- 4) การซื้อที่มากจากการกู้ยืมในระดับที่สูงขึ้น

⁵ ในวิกฤตปี 2008 ที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ ตลาดที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ หนี้นอกตลาด (private equity) ตราสารหนี้ที่ด้อยคุณภาพหรือดีก๊วเล็กน้อย และหุ้นในตลาด เป็นสินทรัพย์ที่ถูกซื้อในราคาที่สูงและเป็นการซื้อด้วยการกู้ยืมจำนวนมาก รวมทั้งในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหญ่ของสหรัฐฯ และภาวะการหดตัวของหนี้ของญี่ปุ่น หนี้และอสังหาริมทรัพย์ต่างๆ เป็นสินทรัพย์ที่ถูกซื้อในราคาที่สูงและเป็นการซื้อด้วยการกู้ยืมเช่นกัน

- 5) ผู้ซื้อมีการทำสัญญาซื้อล่วงหน้าเพิ่มมากกว่าปกติที่เคยทำ (เช่น เพิ่มการสต็อกสินค้า ทำสัญญาปัจจัยการผลิตล่วงหน้า เป็นต้น) เพื่อเก็งกำไรหรือป้องกันตัวเองจากแนวโน้มราคาในอนาคตที่จะเพิ่มสูงขึ้น
- 6) มีผู้เล่นหน้าใหม่เข้าตลาดมากขึ้น
- 7) นโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจะยิ่งอัดฉีดให้ฟองสบู่ขยายตัวมากขึ้นไปอีก (และเมื่อดำเนินนโยบายแบบเข้มงวดก็จะเป็นเหตุให้ฟองสบู่แตก)

จากที่คุณเห็นในตารางข้างล่างซึ่งมาจากวิธีการประเมินอย่างเป็นระบบของพวกเรา ตัวบ่งชี้เหล่านี้ส่วนใหญ่หรือทั้งหมดแสดงถึงภาวะฟองสบู่ในอดีตที่เคยเกิดขึ้น (N/A หมายถึงข้อมูลไม่เพียงพอในการสรุป)

การนำแบบแผนมาปรับใช้กับเหตุการณ์ฟองสบู่ในอดีต

	สหรัฐฯ 2007	สหรัฐฯ 2000	สหรัฐฯ 1929	ญี่ปุ่น 1989	สเปน 2007	กรีซ 2007	ไอร์แลนด์ 2007	เกาหลี 1994	ฮ่องกง 1997	จีน 2015
1. ราคาสินทรัพย์สูงกว่าระดับปกติหรือไม่?	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่
2. ราคาปัจจุบันสะท้อนการเพิ่มขึ้นของราคาในอนาคตไปด้วยหรือไม่?	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่
3. มีการซื้อด้วยการกู้ยืมที่ระดับสูงหรือไม่?	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	N/A	ใช่
4. ผู้ซื้อ/บริษัทต่างๆ ทำสัญญาซื้อล่วงหน้าหรือไม่?	ใช่	ใช่	N/A	ใช่	ไม่	ใช่	ไม่	ใช่	ใช่	ไม่
5. มีผู้เข้าร่วมหน้าใหม่เข้ามาในตลาดหรือไม่?	ใช่	ใช่	N/A	ใช่	ไม่	ใช่	ใช่	ใช่	N/A	ใช่
6. มีมุมมองเชิงบวกเกิดขึ้นในวงกว้างอยู่หรือไม่?	ใช่	ใช่	N/A	ใช่	ไม่	ไม่	ไม่	N/A	N/A	ใช่
7. มีความเสี่ยงจากการดำเนินนโยบายเข้มงวดทำให้ฟองสบู่แตกหรือไม่?	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ใช่	ไม่	ไม่	ใช่	ใช่

ถึงตรงนี้ ผมอยากจะเน้นย้ำว่ามันไม่ถูกต้องที่จะคิดว่ามาตรวัดอันใดอันหนึ่งจะสามารถใช้เป็นตัวบ่งชี้ล่วงหน้าในการเกิดวิกฤตหนี้ได้ กระทั่งตัวเลขสัดส่วนหนี้ต่อรายได้ของทั้งระบบเศรษฐกิจหรือแม้แต่สัดส่วนภาระหนี้ที่ต้องชำระเทียบกับรายได้ของทั้งระบบเศรษฐกิจ ทั้งสองมาตรวัดนี้มีประโยชน์แต่ก็ยังไม่เพียงพอที่จะใช้ประเมินภาวะฟองสบู่ได้ เพื่อที่จะคาดการณ์วิกฤตหนี้ได้ดียิ่งขึ้น เราต้องดูความสามารถในการชำระหนี้ที่ลดลงไปถึงระดับหน่วยย่อยต่างๆ ด้วย เพราะตัวเลขแบบละเอียดเหล่านี้จะหายไปเมื่อถูกคำนวณออกมาเป็นค่าเฉลี่ย หรือจะให้เจาะจงกว่านั้นคือ สัดส่วนของหนี้หรือภาระหนี้ที่ต้องชำระต่อรายได้จะไม่เป็นปัญหามากนักหาก

เป็นค่าเฉลี่ยที่มาจากกรกระจายตัวอย่างทั่วถึงทั้งระบบเศรษฐกิจ เมื่อเทียบกับกรณี
ที่ค่าเฉลี่ยนั้นมาจากกรกระจุกตัวในส่วนใดส่วนหนึ่ง โดยเฉพาะหากเป็นการกระจุก
ในภาคส่วนที่สำคัญต่อเศรษฐกิจ

3) จุดสูงสุด

เมื่อราคาสินทรัพย์ถูกขับเคลื่อนด้วยแรงซื้อที่มาจากกรกู้ยืมจำนวนมากรวมทั้ง
ตลาดก็มีแต่แรงซื้อที่มาจากกรกู้ยืมจนราคาสูงเกินกว่าความเป็นจริง มันก็ถึงเวลา
ที่จะต้องเกิดจุดผกผัน นี่เป็นการสะท้อนถึงหลักการพื้นฐานที่ว่า เมื่อสิ่งใดก็ตามที่
มันดูดีมากจนไม่สามารถจะดีได้มากกว่านี้อีกแล้ว แต่ทุกคนเชื่อว่ามันยังจะไป
ดีกว่านี้แน่นอน เมื่อนั้นจุดสูงสุดของตลาดกำลังจะเกิดขึ้นแล้ว

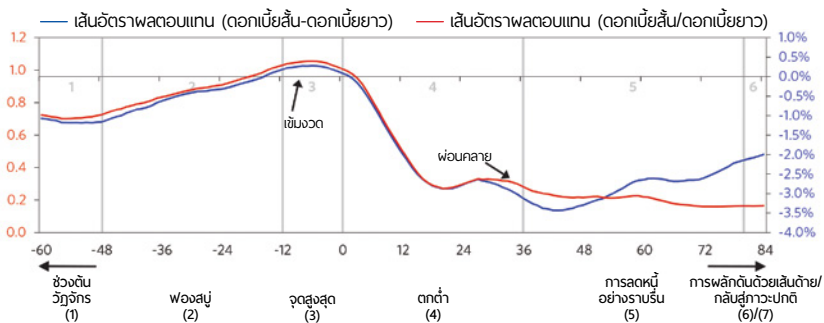
แม้ว่าที่จุดสูงสุดในหลายครั้งจะถูกจุดชนวนให้เกิดขึ้นด้วยเหตุการณ์ที่แตกต่าง
กันไป แต่ส่วนใหญ่แล้วมักจะเกิดจากการที่ธนาคารกลางเริ่มที่จะดำเนินนโยบาย
ที่เข้มงวดขึ้นรวมทั้งกรเพิ่มดอกเบี้ย ในบางกรณิดำเนินนโยบายที่เข้มงวดนั้น
ถูกนำมาใช้จากสาเหตุเรื่องภาวะฟองสบู่เอง ซึ่งมีสาเหตุจากกรที่อัตรากรเติบโต
ของเศรษฐกิจและเงินเพื่อที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในขณะที่ขีดความสามารถในการ
กู้ยืมนั้นเริ่มตึงตัวแล้ว ส่วนในกรณีนี้นั้นการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด
ถูกนำมาใช้เนื่องจากปัจจัยภายนอก ยกตัวอย่างเช่น ประเทศที่ต้องพึ่งพาการ
กู้ยืมจากต่างประเทศ กรระงับกรปล่อยสินเชื่อนี้เนื่องจากสาเหตุภายนอกจะนำไป
สู่ภาวะสภาพคล่องตึงตัวได้ การดำเนินนโยบายที่เข้มงวดกับสกุลเงินที่มีหนี้อยู่ใน
รูปสกุลเงินอื่นสามารถทำให้เกิดภาวะเงินทุนไหลออกได้ เหตุการณ์ดังกล่าวสามารถ
เกิดขึ้นได้โดยที่เหตุผลไม่ได้เกี่ยวข้องกับพื้นฐานเศรษฐกิจภายในประเทศเลย
(ตัวอย่างเช่น ปัจจัยแวดล้อมของทุนสำรองเงินตราในประเทศที่แย่งทำให้เกิดภาวะ
สภาพคล่องตึงตัวในสกุลเงิน หรือกรเกิดวิกฤตทางการเงินเป็นเหตุให้เกิดการถอน
เงินทุนออก เป็นต้น) นอกจากนี้กรเพิ่มขึ้นของหนี้ที่รวดเร็วเมื่อเทียบกับรายได้
สามารถทำให้เกิดความตึงตัวอย่างรุนแรงได้เช่นกัน บางครั้งกรสะดุดของกระแส
เงินสดโดยไม่ได้คาดคิดไม่ว่าจะด้วยเหตุผลใดก็ตามก็เป็นเหตุให้เกิดวิกฤตหนี้ได้อีก
เช่นกัน

ไม่ว่าจะด้วยสาเหตุใดก็ตามที่ทำให้เกิดความตึงตัวในการชำระหนี้ มันจะส่งผล
เชิงลบต่อราคาสินทรัพย์ (เช่น ราคาหุ้น) ซึ่งจะส่งผลเชิงลบต่อความมั่งคั่ง (negative
wealth effect)⁶ เนื่องจากผู้ให้กู้/สถาบันการเงินจะเริ่มกังวลว่าพวกเขามีโอกาสที่จะ

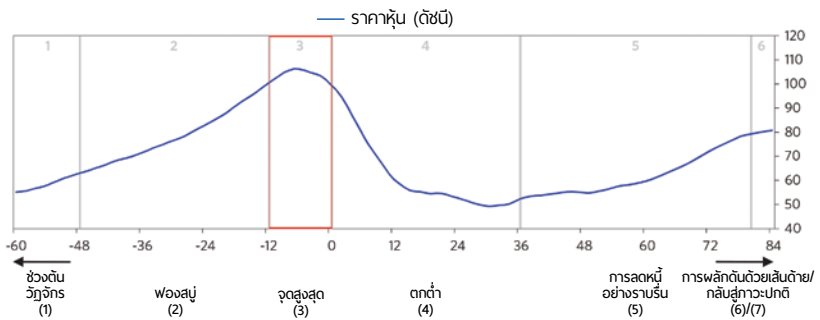
⁶ ผลกระทบเชิงลบต่อความมั่งคั่งจะเกิดขึ้นเมื่อความมั่งคั่งของคนหนึ่งลดลงซึ่งจะไปทำให้ปล่อยกู้ได้น้อยลงและใช้จ่าย
ได้น้อยลง มาจากทั้งจิตวิทยาเชิงลบจากกรกังวลและสภาวะการเงินที่แย่งลง ทำให้ผู้กู้มีหลักประกันที่มีมูลค่า
ลดลง ซึ่งก็จะทำให้การปล่อยกู้ได้น้อยลง

ไม่ได้รับเงินคืนจากเหล่าลูกหนี้ที่ได้ให้กู้ยืมไป อีกทั้งผู้กู้ยืมก็มีความตื่นตัวมากขึ้นจากการที่เงินที่ระดมทุนเพิ่มต้องนำไปชำระคืนหนี้เดิมที่ไม่ได้รับการต่ออายุ (rollover) ทำให้การใช้จ่ายชะลอลง (ความหมายคือ เงินทุนที่ได้มาไม่สามารถนำไปใช้จ่ายหรือลงทุนได้เต็มที่ เนื่องจากมีหนี้ที่ครบกำหนดคืนและไม่ได้รับการต่ออายุจึงต้องนำเงินที่ได้บางส่วนมาชำระหนี้เหล่านี้ ส่วนที่เหลือจึงจะนำไปใช้จ่ายหรือลงทุนต่อไป : ผู้แปล) นี่เป็นผลลัพธ์จากการที่ผู้คนซื้อสินทรัพย์ลงทุนที่ราคาสูงด้วยการกู้ยืมซึ่งมาจากการมีสมมติฐานที่ดีเกินกว่าความเป็นจริงเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต โดยปกติปัญหาเครดิต/หนี้จะเริ่มต้นขึ้นก่อนจะถึงจุดสูงสุดของเศรษฐกิจล่วงหน้าประมาณครึ่งปี ซึ่งจะเริ่มจากช่องโหว่เล็กๆ ที่เปราะบางที่สุดและยังไม่ได้เป็นส่วนสำคัญของระบบเศรษฐกิจ จากนั้นลูกหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงที่สุดจะเริ่มผิมนัดชำระหนี้ ผู้ให้กู้ยืม/สถาบันการเงินจะเริ่มมีความกังวล ทำให้ส่วนต่างเครดิต (credit spread) เริ่มขยับเพิ่มขึ้น และการปล่อยกู้ที่มีลักษณะเสี่ยงจะเริ่มชะลอตัวลง การโยกย้ายเงินออกจากสินทรัพย์เสี่ยงไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัยจะเริ่มเกิดขึ้นซึ่งเป็นส่วนที่ทำให้เกิดเศรษฐกิจหดตัวในวงกว้าง

โดยปกติแล้ว ในช่วงแรกของระยะจุดสูงสุด ดอกเบี้ยระยะสั้นที่สูงขึ้นทำให้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (spread) เมื่อเทียบดอกเบี้ยระยะยาวนั้นแคบลง (กล่าวคือ ส่วนเพิ่มดอกเบี้ยที่จะได้รับเพิ่มเพื่อแลกกับการให้กู้ยืมที่ยาวขึ้นเมื่อเทียบกับระยะสั้นลดลง) ซึ่งจะลดแรงจูงใจในการปล่อยกู้เมื่อเทียบกับแรงจูงใจในการถือเงินสดไว้ อันเป็นผลที่เกิดจากเส้นอัตราผลตอบแทนแบนลง (flat) หรือผกผัน (invert) (เป็นการที่อัตราผลตอบแทนระยะยาวลงไปจนถึงจุดต่ำสุดเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนระยะสั้น) ผู้คนจะถูกจูงใจให้ถือเงินสดมากขึ้นก่อนจะถึงช่วงที่ฟองสบู่แตก เกิดการชะลอตัวของเครดิต/สินเชื่อ และเป็นต้นเหตุให้เกิดสิ่งต่างๆ ดังที่อธิบายไว้ก่อนหน้านี้



ในช่วงก่อนหน้าที่จะถึงจุดสูงสุดนั้น จะมีส่วนใดส่วนหนึ่งของระบบเครดิตที่เริ่มส่อเค้าปัญหาแต่ในส่วนอื่นยังคงแข็งแกร่งอยู่ มันจึงไม่ชัดเจนเท่าไรว่าเศรษฐกิจเวลานั้นกำลังจะอ่อนแอลง ทำให้การที่ธนาคารกลางยังคงขึ้นดอกเบี้ยและดำเนินนโยบายที่เข้มงวดต่อไปเปรียบเหมือนกำลังหว่านเมล็ดพันธุ์แห่งภาวะถดถอย ความเร็วในการเพิ่มดอกเบี้ยที่มากที่สุดมักจะมีขึ้นประมาณห้าเดือนก่อนที่จะถึงจุดสูงสุดของตลาดหุ้น เศรษฐกิจจะดำเนินต่อไปในอัตราเร่งพร้อมกับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นมากกว่าอัตราการผลิตที่มี อัตราการว่างงานจะอยู่ในระดับต่ำและอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มสูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยระยะสั้นทำให้การถือเงินสดไว้ดูน่าสนใจมากขึ้น (กล่าวคือเป็นการฝากเงินเพื่อรับดอกเบี้ยที่สูงขึ้น : ผู้แปล) และดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นนี้ถูกนำไปใช้ในการคิดลดเพื่อหากระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตจากสินทรัพย์ ทำให้สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงมีราคาลดลง อีกทั้งมันยังทำให้ของที่จำเป็นต้องซื้อด้วยเครดิตนั้นแพงขึ้น ยิ่งทำให้อุปสงค์ชะลอลงไปอีก ดอกเบี้ยระยะสั้นมักจะถึงจุดสูงสุดล่วงหน้าก่อนจุดสูงสุดของตลาดหุ้นเพียงไม่กี่เดือนเท่านั้น



ยิ่งมีการกู้ยืมมากขึ้นและราคาที่สูงขึ้นสูงมากเพียงใด ระดับความเข้มงวดของนโยบายที่จะทำให้ฟองสบู่แตกก็ยิ่งน้อยลง และก็จะตามมาด้วยการแตกของฟองสบู่ขนาดใหญ่ยิ่งขึ้น เพื่อให้เข้าใจถึงขนาดของความรุนแรงจากการตกต่ำครั้งนี้ ความเข้าใจในขนาดของผลกระทบจากการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดก็ยังไม่สำคัญเท่ากับการทำความเข้าใจถึงความอ่อนไหวของแต่ละภาคส่วนในเศรษฐกิจจากนโยบายที่เข้มงวดและความเสียหายที่จะกระทบแต่ละส่วนว่าเป็นอย่างไร ภาพเหตุการณ์เหล่านี้จะมองเห็นได้ชัดเจนที่สุดโดยการพิจารณาในทุกๆ ภาคส่วนที่สำคัญในระบบเศรษฐกิจและดูไปถึงผู้ที่มีอิทธิพลในแต่ละภาคส่วนดังกล่าว แทนที่จะพิจารณาเพียงเฉพาะจากการเฉลี่ยของภาพรวมทั้งเศรษฐกิจ