

## ความเสี่ยงของมาตรการ QE กับเศรษฐกิจเอเชียปีหน้า

Author: ดร.บัณฑิต นิจถาวร

ประธานคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

Created: 16/12/2013



อาทิตย์ที่แล้วผมเขียนเรื่องเศรษฐกิจไทยและให้ความเห็นว่าผลกระทบจากมาตรการคิวอีที่คงเริ่มลดทอนปีหน้า บวกกับสถานการณ์ความไม่แน่นอนของการเมือง

ในประเทศคงเป็นสองความเสี่ยงสำคัญสำหรับเศรษฐกิจไทยปีหน้า ก็มีคำถามตามมาว่ากรณีของประเทศเอเชียมีประเทศไหนบ้างที่อาจอ่อนไหวเป็นพิเศษ กับผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากการลดทอนมาตรการ QE และมีโอกาสหรือไม่ที่ภูมิภาคเอเชียจะกลับมามีปัญหาเชิงวิกฤตปีหน้า รวมถึงกรณีประเทศไทย อันนี้คือประเด็นที่อยากจะเขียนอาทิตย์นี้

ตัวเลขอัตราว่างงานของสหรัฐอเมริกาเดือนพฤศจิกายน ที่ล่าสุดอัตราอยู่ที่ร้อยละ 7.0 เป็นตัวเลขต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ ที่แสดงว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐมีต่อเนื่อง ตัวเลขดังกล่าวทำให้ตลาดประเมินว่าโอกาสที่ธนาคารกลางสหรัฐจะเริ่มลดทอนการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านมาตรการ QE มีสูง โดยเฉพาะช่วงไตรมาสแรกปีหน้า ซึ่งถ้าเกิดขึ้น ผลต่อสภาพคล่องและต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายคงมีมากในปีหน้า ซึ่งจะกระทบประเทศตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะในเอเชีย จากที่ประเทศเหล่านี้เคยได้ประโยชน์จากสภาพคล่องที่มาจาก การอัดฉีดของมาตรการ QE และเงินทุนไหลเข้าในช่วงสองปีที่ผ่านมา

นักวิเคราะห์ในตลาดการเงินโลกได้ตั้งคำถามลักษณะเดียวกันว่าผลกระทบต่อประเทศตลาดเกิดใหม่จากการลดทอนดังกล่าวจะเป็นอย่างไร โดยเฉพาะการไหลออกของเงินทุนระหว่างประเทศที่จะเป็นความเสี่ยงทั้งต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจและต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่น การวิเคราะห์ของบริษัท Morgan Stanley ที่เผยแพร่เมื่อต้นเดือนนี้ก็ให้ความเห็นว่า ประเทศตลาดเกิดใหม่ที่จะถูกกระทบมากที่สุดจากการไหลออกของเงินทุน ก็คือ บราซิล เติร์กกี อินโดนีเซีย อินเดีย และแอฟริกาใต้ ห้าประเทศนี้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาในช่วง สองปีที่ผ่านมา และสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นก็ทำให้ประเทศเหล่านี้เติบโตได้ดี แต่บางประเทศก็เติบโตโดยใช้จ่ายอย่างเกินตัว ทำให้มีปัญหาการเงินเพื่อและปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ทั้งห้าประเทศขณะนี้ถูกมองว่ามีความเสี่ยงเป็นพิเศษต่อการไหลออกกลับพันของเงินทุนต่างประเทศที่อาจเกิดขึ้นจากการลดทอนของมาตรการ QE

การลดทอนมาตรการ QE กระทบเสถียรภาพเศรษฐกิจของประเทศตลาดเกิดใหม่อย่างไร

**ประเด็นแรก** ที่ต้องตระหนักก็คือ การลดทอนการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านมาตรการ QE ที่ขณะนี้ธนาคารกลางสหรัฐอัดฉีดอยู่ที่วงเงิน 85 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน การลดทอนหมายถึงสภาพคล่องใหม่ที่จะปล่อยเพิ่มจะลดลงแต่การลดไม่สำคัญเท่ากับนโยบายที่ชี้ว่า เวลาของการผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบสุดๆ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจกำลังหมดลง เศรษฐกิจสหรัฐมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นดี มองไปข้างหน้า ทิศทางนโยบายการเงินสหรัฐคงจะเปลี่ยนจากอัตราดอกเบี้ยต่ำมาก เข้าสู่ช่วงที่อัตราดอกเบี้ยจะเริ่มปรับขึ้น ทำให้เงินทุนต่างประเทศที่เคยมาลงทุนในประเทศตลาดเกิดใหม่จะไหลกลับสหรัฐ ขับเคลื่อนโดยเศรษฐกิจสหรัฐที่กำลังฟื้นตัว และอัตราดอกเบี้ยที่จะปรับสูงขึ้นในอนาคต เทียบกับเศรษฐกิจประเทศตลาดเกิดใหม่ที่มีการเติบโตของเศรษฐกิจกำลังชะลอ (จากผลของเงินทุนไหลออก) และจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐและประเทศตลาดเกิดใหม่ที่เริ่มลดลง กระตุ้นให้เงินทุนไหลออกจากประเทศตลาดเกิดใหม่กลับเข้าสหรัฐ

**ประเด็นที่สอง** การไหลออกของเงินทุน เมื่อเกิดขึ้น จะกระทบเศรษฐกิจประเทศตลาดเกิดใหม่อย่างน้อยสามทาง หนึ่ง การไหลออกจะกดดันให้ค่าเงินของประเทศตลาดเกิดใหม่ที่เงินทุนไหลออกอ่อนค่าลง เงินทุนสำรองทางการจะลดลง สอง สภาพคล่องในระบบการเงินของประเทศเหล่านี้จะลดลง ผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับสูงขึ้น และสาม ผลของสภาพคล่องที่ลดลงจะทำให้เศรษฐกิจชะลอ เพราะประเทศมีสภาพคล่องทางการเงินน้อยลงที่จะสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ ในความเป็นจริงขนาดของความรุนแรงของผลกระทบต่อแต่ละประเทศจะมากหรือน้อยจะขึ้นอยู่กับความเข้มแข็งของปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจว่าจะสามารถต้านแรงกดดันของการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศได้ดีแค่ไหน

**ประเด็นที่สาม** เมื่อเศรษฐกิจชะลอและสภาพคล่องลดลง สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ได้ปล่อยไปอาจมีปัญหาการชำระคืนหนี้ เพราะเศรษฐกิจชะลอ รายได้เติบโตได้น้อยลง ทำให้ระบบการเงินจะเกิดปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้มากขึ้น นอกจากนี้สภาพคล่องของแต่ธนาคารพาณิชย์ก็จะจำกัดเพราะเงินฝากจะไม่ขยายตัวมาจากที่เศรษฐกิจชะลอ และการกู้ยืมจากต่างประเทศก็ทำได้น้อยลง เพราะธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศจะจำกัดการปล่อยกู้ ทั้งหมดเป็นความเสี่ยงต่อธนาคารพาณิชย์ ขณะที่ต้นทุนการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ก็สูงขึ้น

กรณีประเทศอินโดนีเซียเป็นตัวอย่างที่ดีของการแสดงให้เห็นถึงผลกระทบดังกล่าวพร้อมทั้งความล่าช้าต่อปัญหาเสถียรภาพ เศรษฐกิจที่อาจมีตามมาจากการไหลออกของเงินทุน ปีนี้ตั้งแต่ต้นปีค่าเงินรูเปียห์ของอินโดนีเซียได้อ่อนค่าไปแล้วกว่า 20 เปอร์เซ็นต์ เศรษฐกิจของประเทศอินโดนีเซียกำลังชะลอ การเติบโตลดลงเหลือร้อยละ 5.6 ในไตรมาสสาม ท่าทีล่าสุดตั้งแต่ปี 2009 จากที่การบริโภคภายในประเทศชะลอ นอกจากนี้ การขยายตัวที่สูงในช่วงที่ผ่านมาทำให้อินโดนีเซียมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับที่สูงขึ้น คือร้อยละ 3.4 ของรายได้ประชาชาติ และต้องชดเชยการขาดดุลดังกล่าวโดยใช้ทุนสำรองทางการ เพราะเงินทุนที่เคยไหลเข้าได้เปลี่ยนเป็นไหลออก ทำให้ทุนสำรองของประเทศลดลงกว่า 17 พันล้านดอลลาร์สหรัฐปีนี้ สร้างแรงกดดันต่อค่าเงินรูเปียห์ ทำให้ธนาคารกลางอินโดนีเซียต้องปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจากร้อยละ 5.75 เป็นร้อยละ 7.5 เพื่อลดแรงกดดันต่อค่าเงินและทุนสำรองทางการ ผลก็คือการขยายตัวของเศรษฐกิจจะถูกกระทบมากขึ้น ที่สำคัญการเลือกตั้งประธานาธิบดีคนใหม่ที่จะมีขึ้นในปีหน้า ก็ยังไม่มีแนวโน้มชัดเจนว่าใครจะเข้ารับตำแหน่งในช่วงต่อไป ทำให้ความไม่แน่นอนด้านนโยบายยังมีมาก สร้างแรงกดดันเพิ่มเติมต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ

กรณีของไทย อากาศของเศรษฐกิจขณะนี้กำลังคล้ายกันคือมีแรงกดดันต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจมากขึ้น เศรษฐกิจไทยเจอปัญหาเงินทุนไหลออกเมื่อต้นปี มีผลให้เงินบาทอ่อนค่า และเศรษฐกิจชะลอตัวมากอย่างที่เขียนเมื่ออาทิตย์ที่แล้ว การเติบโตที่ดีในช่วงสองปีก่อนหน้าทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเริ่มขาดดุล และการชดเชยการขาดดุลก็ต้องอาศัยทุนสำรองทางการ ล่าสุด ทุนสำรองทางการของไทย (ไม่รวม Swap) ได้ปรับลดลงเหลือ 167.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นเดือนพฤศจิกายน แต่ที่ต่างกันระหว่างนโยบายของไทยกับอินโดนีเซียก็คือ ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยยอมให้ค่าเงินบาทอ่อน แทนที่จะคงหรือปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อระวังด้านเสถียรภาพ และที่เหมือนกันอีกก็คือความไม่แน่นอนด้านการเมืองปีหน้า ที่จะเป็แรงกดดันทาง

ลบกับทั้งสองประเทศ

ดังนั้น ความเสี่ยงจากการลดทอนมาตรการ QE ต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจของประเทศในเอเชียป็นน้ำจึงมีมาก และไทยเองก็มีความเสี่ยงที่ต้องให้ความสำคัญและประมาทไม่ได้ โดยเฉพาะในภาวะที่สถานการณ์การเมืองในประเทศป็นน้ำอาจเปราะบาง และการส่งออกของประเทศไม่ขยายตัว ก็อยากจะทำให้ผู้ทำนโยบายของประเทศในช่วงต่อไปตระหนักถึงความสำคัญของความเสี่ยงเหล่านี้ เพื่อลดโอกาสที่ประเทศจะมีปัญหาเศรษฐกิจรุนแรงป็นน้ำ

ที่มา

<http://www.bangkokbiznews.com/home/detail/politics/opinion/bandid/20131216/549368/ความเสี่ยงของมาตรการ-QE-กับเศรษฐกิจเอเชียป็นน้ำ.html>