

## อะไรกำลังเกิดขึ้นในตลาดการเงินโลก

Author: ดร.บัณฑิต นิจถาวร

ประธานคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

Created: 18/06/2013



ช่วงสองอาทิตย์ที่ผ่านมาตลาดการเงินโลกมีความไม่แน่นอน และผันผวนมาก เห็นได้จากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่ปรับลงทั่วโลก

โดยเฉพาะในเอเชียและประเทศตลาดเกิดใหม่พร้อมกับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับสูงขึ้น และค่าเงินหลายประเทศก็อ่อนค่าลง กรณีของไทย ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับลงสู่ระดับต่ำสุดที่ 1370.3 นับจากเดือนธันวาคมปีที่แล้ว ก่อนจะปรับสูงขึ้นและปิดที่ 1465.3 เมื่อวันศุกร์ที่แล้ว ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปีได้ปรับสูงขึ้นประมาณ 40 bsp ขณะที่ค่าเงินบาทก็อ่อนลงเป็นประวัติการณ์ในรอบเจ็ดเดือน คำถามก็คือ อะไรกำลังเกิดขึ้นในตลาดการเงินโลก และภาวะดังกล่าวจะมีมานานแค่ไหน อันนี้คือประเด็นที่อยากเขียนวันนี้

### สาเหตุความผันผวน

ความผันผวนของตลาดการเงินที่เกิดขึ้นเป็นการปรับตัวของตลาดต่อความไม่ชัดเจนในทิศทางนโยบายการเงินสหรัฐที่จะมีจากนี้ไป จากข่าวการให้ความเห็นของผู้ว่าการธนาคารกลางสหรัฐ เมื่อวันที่ 22 พฤษภาคม ว่าธนาคารกลางสหรัฐอาจเริ่มลดทอนปริมาณการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านมาตรการคิวอี ถ้าการฟื้นตัวของสหรัฐเข้มแข็งขึ้น ปัจจุบันมาตรการคิวอี เป็นมาตรการหลักที่ทางการสหรัฐใช้กระตุ้นเศรษฐกิจและดูแลความเสี่ยงที่มีต่อระบบสถาบันการเงิน เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาเสถียรภาพ โดยหวังว่าการอัดฉีดเงิน จะมีผลให้ค่าเงินสหรัฐอ่อนค่าลง ราคาสินทรัพย์ปรับสูงขึ้น และสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์ให้กับธุรกิจเอกชนขยายตัว ซึ่งทั้งหมดจะช่วยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ แต่อีกด้าน สภาพคล่องที่มีมากจากมาตรการคิวอี ส่วนหนึ่งได้ไหลเข้าประเทศตลาดเกิดใหม่ในรูปเงินทุนไหลเข้า สร้างแรงกดดันต่อค่าเงินประเทศตลาดเกิดใหม่ให้แข็งค่า กระตุ้นการใช้จ่ายในประเทศให้เร่งตัว ผ่านการขยายสินเชื่อ และผลักดันราคาสินทรัพย์ให้ปรับสูงขึ้น เงินทุนไหลเข้าที่เป็นผลจากมาตรการคิวอี จึงเป็นพลวัตสำคัญทำให้เศรษฐกิจประเทศตลาดเกิดใหม่ขยายตัวได้ดี

ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐขณะนี้ดูดีขึ้น ล่าสุดก็คือตัวเลขการใช้จ่ายของครัวเรือน ซึ่งว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอาจเริ่มก่อตัวอย่างจริงจัง ประเด็นนี้ก็นำมาสู่แนวคิดที่ว่าธนาคารกลางสหรัฐ - ภายใต้ตัวเลขเศรษฐกิจที่ดีขึ้น - อาจเริ่มลดทอนขนาดของการผ่อนคลายนโยบายการเงินลง ซึ่งการลดทอน ก็คือ การลดปริมาณการซื้อพันธบัตรรัฐบาลโดยธนาคารกลาง แนวคิดดังกล่าวทำให้ตลาดการเงินเริ่มปรับตัว

ต่อความเป็นไปได้นี้ แม้การลดทอนจริงๆ จะยังไม่เกิดขึ้น

ในส่วนธนาคารกลางสหรัฐก็ไม่ได้ชี้ชัดเจนนว่า ความเป็นไปได้ดังกล่าวจะเกิดขึ้นจริงหรือไม่ จะเกิดขึ้นเมื่อไร อันนี้ยิ่งสร้างความคลุมเครือ และเป็นกระสุนให้การปรับตัวของตลาดการเงินมีโมเมนตัม กระทบตลาดการเงินทั่วโลก ซึ่งรุนแรงมากในบางตลาด สำหรับกรณีของไทย ผลกระทบจัดได้ว่าอยู่ในขั้นค่อนข้างรุนแรง

## ความเสี่ยง

ตามที่ได้เคยเขียนไป ความเสี่ยงจากเงินทุนไหลเข้ามีสามเรื่อง หนึ่ง อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าเร็วเกินไป จนเกินระดับเหมาะสม สอง เงินทุนไหลเข้า ทำให้ธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องมาก กระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์เร่งปล่อยสินเชื่อ และเศรษฐกิจใช้จ่ายเกินตัว สร้างแรงกดดันต่อระดับราคา (ปัญหาเงินเฟ้อ) ต่อราคาสินทรัพย์ที่ปรับขึ้นเร็ว (ปัญหาฟองสบู่) และต่อการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศ (ความไม่สมดุลของเศรษฐกิจ) สาม เงินทุนไหลเข้าอาจไหลออกฉับพลัน จนตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตรและอัตราแลกเปลี่ยนต้องปรับตัวรุนแรง และถ้าการบริหารจัดการต่อการปรับตัวทำได้ไม่ดี การปรับตัวก็อาจเป็นความเสี่ยงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ

ในกรณีของไทย สิ่งที่กำลังเกิดขึ้นขณะนี้ ก็คือ ความเสี่ยงข้อที่สามที่เรากำลังมีการไหลออกของเงินทุนที่เคยไหลเข้าอย่างฉับพลัน ทำให้ราคาหุ้นตกมาก ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับสูงขึ้น และค่าเงินบาทอ่อนค่ามาก ตรงข้ามกับตอนเงินทุนไหลเข้า ที่ค่าเงินบาทแข็งค่า ผลตอบแทนพันธบัตรปรับลดลง และราคาหุ้นปรับสูงขึ้น ในลักษณะนี้ ความเสี่ยงจากเงินทุนไหลออกฉับพลัน ก็คือ หนึ่ง ค่าเงินอ่อนค่ามากและเร็วเกินไปจนกระทบความสามารถของภาคธุรกิจที่จะปรับตัว สอง ระบบเศรษฐกิจขาดสภาพคล่องจากเงินทุนไหลออก ทำให้ธนาคารพาณิชย์ชะลอการปล่อยสินเชื่อ กระทบสภาพคล่องของธุรกิจเอกชน สาม เมื่อเงินทุนหยุดไหลเข้า หรือไหลเข้าน้อยลงมาก เศรษฐกิจอาจมีปัญหาระงับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ซึ่งจะกระทบฐานะของทุนสำรองทางการของประเทศ ก็คือ เงินสำรองทางการจะเริ่มลดลง

ทั้งหมดเป็นพลวัตของการปรับตัวของตลาดการเงิน ที่จะมีผลต่อสภาพคล่อง ต้นทุน และภาวะแวดล้อมการทำธุรกิจ รวมถึงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ ทำให้ประเทศตลาดเกิดใหม่ต้องระวังมาก และควรต้องดูแลให้การปรับตัวของตลาดการเงินต่อการไหลออกของเงินทุนเป็นไปอย่างมีระเบียบ (Orderly) ไม่สร้างความเสี่ยงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ กรณีของไทย การทำหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทย และกระทรวงการคลังจึงสำคัญต่อการปรับตัวของเศรษฐกิจ และภาคเอกชน โดยเฉพาะประเด็นค่าเงิน ที่ต้องอย่าให้เงินบาทอ่อนค่ามาก หรือเร็วเกินไปจนเกินปัจจัยพื้นฐาน และดูแลให้ภาคธุรกิจมีสภาพคล่องทั้งในรูปเงินบาท และในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐเพียงพอ

## มองไปข้างหน้า

คำถามที่ส่วนใหญ่ถามขณะนี้ก็คือ ความผันผวนเช่นนี้จะอยู่นานแค่ไหน ซึ่งตอบยาก เพราะการลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินเป็นการเดินทางที่ใช้เวลา ซึ่งจะมีทั้งหมดสามขั้นตอน ขั้นตอนแรก คือ ลดขนาดการอัดฉีดของมาตรการคิวอี ขั้นตอนที่สอง หยุดอัดฉีด และลดหรือดูดกลับสภาพคล่องที่ได้เพิ่มขึ้นจากมาตรการคิวอีโดยการขายพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งจะมีผลให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจลดลง และขั้นตอนที่สาม ก็คือเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เข้าสู่ระดับปกติ ทั้งสามขั้นตอนเป็นกระบวนการที่ใช้เวลา และที่ต้องตระหนัก ก็คือ ขณะนี้แม้ขั้นตอนแรกจะยังไม่ได้เริ่ม เพียงแต่มีข่าวว่าอาจจะเริ่ม ตลาดการเงินก็ปรับตัวทำที่ดังกล่าวค่อนข้างรุนแรง

ดังนั้น ถ้าความไม่ชัดเจนยังมีอยู่ ว่าการลดทอนจะทำจริงหรือไม่ และจะทำเมื่อไร ความผันผวนในตลาดการเงินก็จะมีต่อไปเป็นช่วงๆ ทำให้การติดตามตัวเลขเศรษฐกิจ และการสื่อสารของธนาคารกลางสหรัฐในช่วงต่อไปจะอยู่ในความสนใจของตลาดอย่างใกล้ชิด และจะกระทบการทำงานของตลาดและเศรษฐกิจ แต่การลดทอนคงจะเกิดขึ้นแน่ๆในอนาคต ไม่วันใดก็วันหนึ่ง ดังนั้น นักลงทุนควรต้อง

## ตระหนักจุดนี้

ในกรณีของเรา การดูแลผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากเงินทุนไหลออก จะเป็นโจทย์นโยบายที่สำคัญและต้องบริหารจัดการอย่างรอบคอบ โจทย์ก็คือ จะใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ย การแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยน และการอัดฉีดสภาพคล่องอย่างไร เพื่อลดผลกระทบที่จะมีต่อภาคเอกชน โดยเฉพาะค่าเงินที่จะอ่อนลง และสภาพคล่องที่จะลดลง แต่ความท้าทาย ก็คือ การใช้มาตรการเหล่านี้ในแต่ละประเทศจะแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับสถานการณ์และความเข้าใจถึงสิ่งที่ควรต้องทำในแต่ละประเทศ ตัวอย่างที่ชัดก็คือ ธนาคารกลางอินโดนีเซียเพิ่งปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น เพื่อดูแลการอ่อนค่าของค่าเงิน และดึงดูดให้มีเงินทุนไหลเข้า เพื่อให้สภาพคล่องในระบบมีเพียงพอ ขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ภายใต้สถานการณ์เดียวกัน เลือกที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ มีผลให้เงินบาทอ่อนค่ามาก และสภาพคล่องในระบบจะยิ่งลดลงมากกว่าเงินทุนไหลออก ขณะที่ธนาคารกลางประเทศฟิลิปปินส์ปรับอัตราดอกเบี้ย ไม่เปลี่ยนแปลง

ความแตกต่างนี้ชี้ชัดถึงความท้าทายของการทำนโยบายการเงินในประเทศตลาดเกิดใหม่ ว่านโยบายการเงินจะแก้ไขปัญหาในอดีต หรือจะมองไปข้างหน้า เพื่อแก้ไขปัญหาในอนาคต แต่ ณ จุดนี้ การลดทอนการอัดฉีดสภาพคล่องโดยมาตรการคิวอียังไม่เริ่ม ดังนั้น สิ่งที่เราเห็นก็คือน้ำจิ้มของสิ่งที่จะเกิดขึ้นตามมา

ที่มา

<http://www.bangkokbiznews.com/home/detail/politics/opinion/bandid/20130617/511492/อะไรกำลังเกิดขึ้นในตลาดการเงินโลก.html>