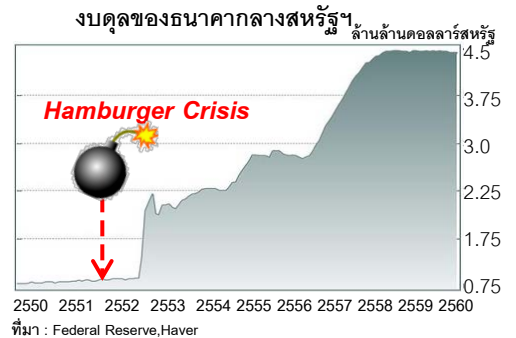


## โลกปรับสมดุล...หลัง Fed ใส้เกียร์ถอยหลังเต็มกำลัง

โดย คุณขวัญใจ เตชเสนสกุล  
ผู้อำนวยการอาวุโส ฝ่ายวิจัยธุรกิจ  
ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย (EXIM BANK)

นับตั้งแต่เกิดวิกฤต Hamburger ในช่วงปลายปี 2551 ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Federal Reserve : Fed) ได้เข้ามามีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ หรือที่หลายท่านคุ้นหูกันในชื่อ QE (Quantitative Easing) ในการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจถึง 3 ครั้งด้วยการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อกู้ที่อยู่อาศัยค้ำประกัน (Mortgage-Backed Securities : MBS) จนทำให้ขนาดงบดุลของ Fed เพิ่มขึ้นจากราว 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 4.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือมีขนาดใหญ่กว่าเศรษฐกิจไทยถึง 10 เท่า ขณะเดียวกัน Fed ก็ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอย่างต่อเนื่องจากรดับ 5% ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ จนมาอยู่ในระดับต่ำสุดที่ 0-0.25%

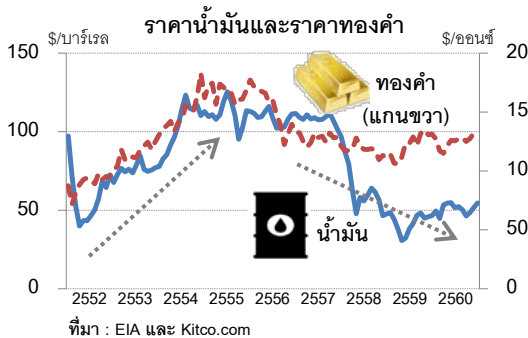


อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ฟื้นตัวขึ้นเป็นลำดับ สะท้อนได้จากอัตราการว่างงานที่ปรับลดลงจาก 10% ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจมาอยู่ที่ 4.4% ในปัจจุบัน ทำให้ Fed ททยอยปรับนโยบายการเงินให้เข้มงวดมากขึ้น โดยเริ่มจากการยุติมาตรการ QE ในช่วงปลายปี 2557 ตามมาด้วยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในช่วงปลายปี 2558 และปรับขึ้นอีก 2 ครั้งจนมาอยู่ที่ระดับ 1.0-1.25% ในปัจจุบัน อีกทั้งการประชุมครั้งล่าสุดในวันที่ 20 ก.ย. 2560 ที่ผ่านมานอกจาก Fed จะส่งสัญญาณชัดเจนในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งในปีนี้ และอีก 3 ครั้งในปีหน้าแล้ว Fed ยังได้ประกาศ “เริ่มปรับลดขนาดงบดุลเป็นครั้งแรก” ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2560 เป็นต้นไป โดยจะหยุดซื้อพันธบัตรรัฐบาลและ MBS เข้ามาทดแทนตราสารที่หมดอายุ รวม 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน และจะปรับลดอีก 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในทุกไตรมาส จนขนาดของงบดุลลดลงแตะ 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือนในเดือน ต.ค. 2561 โดยยังไม่กำหนดเวลาสิ้นสุดที่ชัดเจน

การเคลื่อนไหวข้างต้นของ Fed เป็นการส่งสัญญาณถึงการใช้นโยบายการเงินเข้มงวดเต็มรูปแบบเป็นครั้งแรก และยังถือเป็นการส่งสัญญาณถึงเศรษฐกิจโลกด้วยว่ายุคแห่ง “การเสพติดเงินร้อน” กำลังจะหมดลงแล้ว สถานการณ์ดังกล่าวไม่เพียงเป็นการปรับนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ให้กลับเข้าสู่ภาวะปกติ (Policy

Normalization) เท่านั้น แต่ยังเป็นการ “Normalization” เศรษฐกิจและการเงินโลกในหลายๆ มิติ ดังนี้

- **Normalization ราคาสินทรัพย์** โลกเสพติดกับ “ภาวะสภาพคล่องล้นโลก” มาเป็นเวลาเกือบ 10 ปี หลัง Fed ใช้มาตรการ QE และอัตราดอกเบี้ยต่ำอย่างต่อเนื่อง ซึ่งภาวะดังกล่าวส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วเพื่อเข้าเก็งกำไรใน

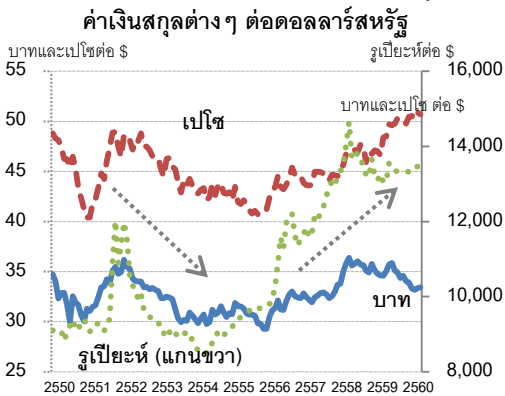


สินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยเงินร้อนจำนวนมากไหลเข้าไปสร้างอุปสงค์เทียมในสินทรัพย์หลายชนิด ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ ราคาน้ำมันที่ไต่ระดับขึ้นไปสูงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลตลอดปี 2554-2556 ทั้งที่เศรษฐกิจโลกในช่วงดังกล่าวยังไม่ฟื้นไข้ดีนัก ราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นได้ดึงดูดผู้ผลิตจำนวนมากให้เข้ามาผลิตเพื่อเก็บเกี่ยวกำไรระยะสั้น แต่กลับทำให้เกิด “อุปทานส่วนเกิน” ที่เรื้อรังมาจนถึงปัจจุบัน นอกจากนี้ เงินร้อนดังกล่าวยังได้

เปลี่ยนสถานะทองคำจากสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) ให้กลายเป็นสินทรัพย์เสี่ยง (Risk Asset) ในช่วงเวลาเดียวกัน สะท้อนได้จากราคาทองคำที่เคยขึ้นไปแตะระดับสูงสุดที่ 1,900 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ หรือแม้แต่ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของหลายประเทศที่เดินหน้าทำสถิติสูงสุดอย่างต่อเนื่องทั้งที่พื้นฐานเศรษฐกิจไม่ได้แข็งแกร่งมากนัก

อย่างไรก็ตาม หลังจาก Fed ทயอยปรับลดวงเงิน QE และปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตั้งแต่ปี 2558 เป็นต้นมา ราคาสินทรัพย์หลายชนิดก็เริ่มปรับลดลง และสะท้อนปัจจัยพื้นฐานได้ดีขึ้น ทั้งนี้ ในระยะถัดไปแม้นโยบายการเงินเข้มงวดอย่างเต็มรูปแบบที่ Fed นำมาใช้ อาจส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์หลายชนิดผันผวน และขาดเสถียรภาพในระยะสั้นอยู่บ้าง แต่หากมองในแง่ดีก็อาจเป็นการช่วยปรับสมดุลของราคาสินทรัพย์ทั่วโลกให้สะท้อนปัจจัยพื้นฐาน โดยเฉพาะอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจโลกในระยะยาว

● **Normalization พฤติกรรม Carry Trade** วิกฤต Hamburger ที่เกิดขึ้นไม่เพียงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ



สหรัฐฯ เท่านั้น แต่ยังได้ขยายวงกว้างไปทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ อาทิ ยุโรป ญี่ปุ่นและอังกฤษ ซึ่งภาคธุรกิจและธนาคารมีความเชื่อมโยงกับสหรัฐฯ ค่อนข้างสูง ปัจจัยดังกล่าวทำให้ธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้ต่างก็นำมาตรการ QE มาใช้ไม่ต่างจาก Fed ซึ่งถือเป็นตัวเร่งให้เกิดพฤติกรรมที่เรียกว่า Carry Trade ขึ้นในตลาดการเงินโลก กล่าวคือมีการกู้ยืมเงินจากประเทศที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำโดยเฉพาะประเทศที่ใช้มาตรการ QE เพื่อไปลงทุนในสินทรัพย์ของประเทศอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า พฤติกรรมดังกล่าวได้สร้างความปั่นป่วนอย่างมากให้กับค่าเงินของหลายประเทศตลาดเกิดใหม่ อาทิ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย เป็นต้น

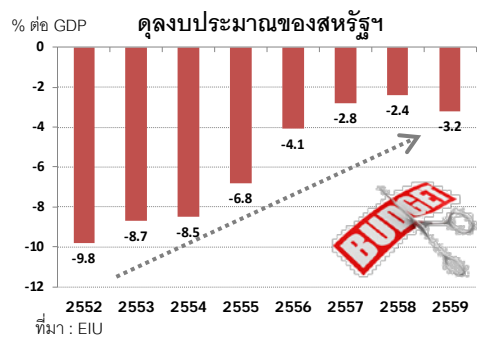
อย่างไรก็ตาม ในระยะถัดไปหาก Fed ใช้นโยบาย Normalization อย่างเต็มรูปแบบ ประกอบกับการที่ตลาดคาดว่าธนาคารกลางอังกฤษ ยุโรป และญี่ปุ่นก็มีแนวโน้มใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดมากขึ้นในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยค่อยๆ แคบลง ปัจจัยดังกล่าวอาจช่วยตัดวงจรพฤติกรรม Carry Trade ให้ลดลงได้บ้างในระยะยาว และอาจช่วยให้เสถียรภาพทางการเงินของประเทศที่เคยตกเป็นเป้าของการ Carry Trade ดีขึ้นไม่มากนักน้อย

● **Normalization บทบาทธนาคารกลางทั่วโลก** ให้มีช่องว่างในการกำหนดนโยบาย (Policy Space) มากขึ้น

เนื่องจากในช่วงที่สภาพคล่องล้นโลก ธนาคารกลางแต่ละประเทศต้องระแวงระวังเงินทุนเคลื่อนย้ายที่จะเข้ามาถึงท่าเรืออย่างไร้ขีดจำกัด ซึ่งอาจทำให้จำเป็นต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตาม Fed เพื่อสกัดกั้นเงินร้อนที่เข้ามาทำให้ค่าเงินแข็งเกินกว่าปัจจัยพื้นฐาน และอาจกระทบต่อขีดความสามารถในการแข่งขันของผู้ส่งออกภายในประเทศ อย่างไรก็ตาม ในระยะถัดไปหาก Fed ลดละเลิกปั๊มเงินร้อนเข้าสู่ตลาดการเงินโลก จะมีส่วนช่วยให้ธนาคารกลางของตลาดเกิดใหม่หลายประเทศ ลดความกังวลเรื่องการเก็งกำไรค่าเงินได้ระดับหนึ่ง และสามารถกลับมากำหนดทิศทางนโยบายการเงิน โดยคำนึงถึงตัวเลขเศรษฐกิจจริง และอัตราเงินเฟ้อของประเทศตนเองได้มากขึ้น

● **Normalization นโยบายการคลังของสหรัฐฯ** ให้กลับมามี

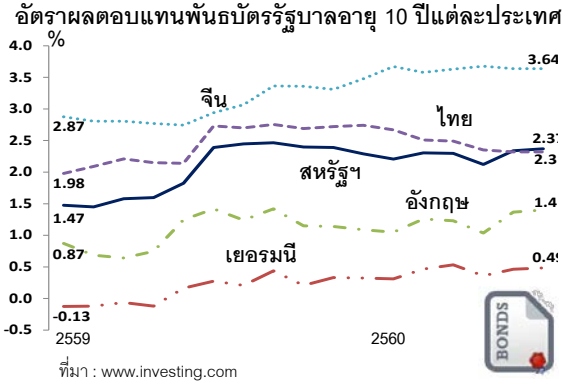
บทบาทมากขึ้น หลังจากในช่วงหลายปีที่ผ่านมานโยบายการคลังดูเหมือนจะมีส่วนช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจสหรัฐฯ น้อยลงเป็นลำดับ สังเกตได้จากการใช้จ่ายภาครัฐที่หดตัวเฉลี่ย 0.4% ต่อปี และดุลงบประมาณที่ขาดดุลลดลงต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม หลัง Fed ใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดมากขึ้น ทำให้ประธานาธิบดีทรัมป์ต้องดึงบทบาทนโยบายการคลังกลับมาช่วยไม่ให้เกิดบิดเบือนทางเศรษฐกิจสะสมลง สะท้อนได้จากการเสนอมาตรการปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคลและบุคคลธรรมดา นอกจากนี้ ยังต้อง



จับตามองการแต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่ที่คาดว่าจะทราบผลภายในปีนี้ก่อนที่นางเจนเน็ต เยลเลนจะหมดวาระในเดือน ก.พ. 2561 โดยตลาดมองว่ามีความเป็นไปได้น้อยที่เยลเลนจะได้ต่อวาระ แต่คาดว่าทรัมป์จะแต่งตั้งประธาน Fed คนใหม่ ซึ่งตัวเก็งที่มีโอกาสสูงได้แก่ นายเควิน วอร์ช อดีตคณะผู้ว่าฯ Fed นายเจอโรม พาวเวลล์ คณะผู้ว่าฯ Fed ชุดปัจจุบัน และ นายแกรี โคห์น ที่ปรึกษาเศรษฐกิจของทรัมป์ ซึ่งส่วนใหญ่มีแนวคิดสนับสนุนนโยบายการเงินเข้มงวดกว่าเยลเลน ปัจจัยดังกล่าวอาจยืนยันได้ว่านโยบายการคลังจะก้าวขึ้นมาเป็นหัวเรือสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจสหรัฐฯ อีกครั้ง

● **Normalization ต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจ** หลังจาก Fed ประกาศเดินหน้าปรับลดขนาด

ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรทั่วโลกส่วนใหญ่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ



ปัจจัยดังกล่าวทำให้ภาคเอกชนที่ปัจจุบันนิยมระดมทุนผ่านตราสารหนี้เผชิญกับต้นทุนที่สูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ภาคธุรกิจต้องแข่งขันกันมากขึ้นเพื่อรักษากำไรระดับเดิมเอาไว้ เช่นเดียวกับภาคธนาคารที่แม้จะมีโอกาสดึงดูดลูกค้าที่เคยระดมทุนผ่านตราสารหนี้ได้มากขึ้น แต่การที่สภาพคล่องทั่วโลกมีแนวโน้มตึงตัวขึ้นเป็นลำดับ ประกอบกับมีคู่แข่งใหม่ๆ ที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่า โดยเฉพาะ FinTech ก็จะมีทำให้การแข่งขันในภาคธนาคารดุเดือดต่อเนื่อง

● **Normalization อิทธิพลของตลาด G3** ให้กลับมาเป็นกำลังหลักในการขับเคลื่อนการค้าโลกอีกครั้ง

โดยหากค่าเงินของประเทศ G3 (สหรัฐฯ ยุโรปและญี่ปุ่น) กลับมาแข่งค่าตามแนวโน้มเศรษฐกิจและการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในระยะถัดไป จะมีส่วนทำให้กำลังซื้อของผู้บริโภคในประเทศดังกล่าวปรับเพิ่มขึ้น ซึ่งประเทศเหล่านี้เป็นผู้นำเข้า Top 4 ของโลก (สัดส่วนรวมกันกว่า 35% ของมูลค่านำเข้าโลก) และมีจำนวนประชากรรวมกันเกือบ 1,00 ล้านคนซึ่งส่วนใหญ่มีกำลังซื้อสูง นอกจากนี้ ยังทำให้ขีดอำนาจเศรษฐกิจเหวี่ยงกลับมายังหัวประเทศพัฒนาแล้วอีกครั้ง หลังจากประเทศเหล่านี้เผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจที่เรื้อรังมากกว่า 10 ปี ซึ่งระหว่างนั้นขีดอำนาจตลาดเกิดใหม่นำโดยจีนก้าวขึ้นมาหาบรัคมีได้อย่างมีนัยสำคัญ

มูลค่าการนำเข้าของประเทศสำคัญ

ประเทศ	มูลค่านำเข้าปี 2559 (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)
โลก	14.6
EU	2.24*
สหรัฐฯ	2.2
จีน	1.5
ญี่ปุ่น	0.61

หมายเหตุ : ข้อมูลปี 2557 จาก The World Factbook โดย CIA  
ที่มา : Global Trade Atlas

แม้การใส่เกียร์ถอยหลังครั้งล่าสุดของ Fed จะไม่ได้สร้างความผันผวนให้กับตลาดมากนัก เนื่องจาก Fed มีการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ยังต้องจับตามองการเคลื่อนไหวอื่นๆ ที่จะตามมาอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะหากธนาคารกลางสหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่นซึ่งมีขนาดงบดุลรวมกันกว่า 14 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือใหญ่กว่าเศรษฐกิจอาเซียน 10 ประเทศรวมกันถึง 5 เท่า เดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและปรับลดขนาดงบดุลพร้อมๆ กัน ซึ่งจะทำให้สภาพคล่องในตลาดโลกหายไปอย่างมหาศาล สถานการณ์ดังกล่าวถือเป็นบททดสอบใหม่ของเศรษฐกิจโลกในภาวะที่ไร้ขากระตุ่นอย่าง QE โดยช่วงแรกๆ ที่หยุดยาคาการเจ็บป่วยอาจกลับมาได้เป็นระยะ แต่ในระยะยาวแล้วการไม่ใช้ยาและพยายามสร้างภูมิคุ้มกันให้ปัจจัยพื้นฐานและภาคเศรษฐกิจจริงก็น่าจะเป็นทางออกที่ดีที่สุดที่จะทำให้สุขภาพของเศรษฐกิจโลกเติบโตอย่างยั่งยืนในอนาคต

*Disclaimer : ข้อมูลต่างๆ ที่ปรากฏ เป็นข้อมูลที่ได้จากแหล่งข้อมูลที่หลากหลาย และการเผยแพร่ข้อมูลเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการให้ข้อมูลแก่ผู้ที่สนใจเท่านั้น โดยธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทยจะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการที่มีบุคคลนำข้อมูลนี้ไปใช้ไม่ว่าโดยทางใด*