

The Great Burst: ระเบิดเวลาลูกใหญ่ของเศรษฐกิจโลก

ดร.ดอน นาครทรรพ
ธนาคารแห่งประเทศไทย

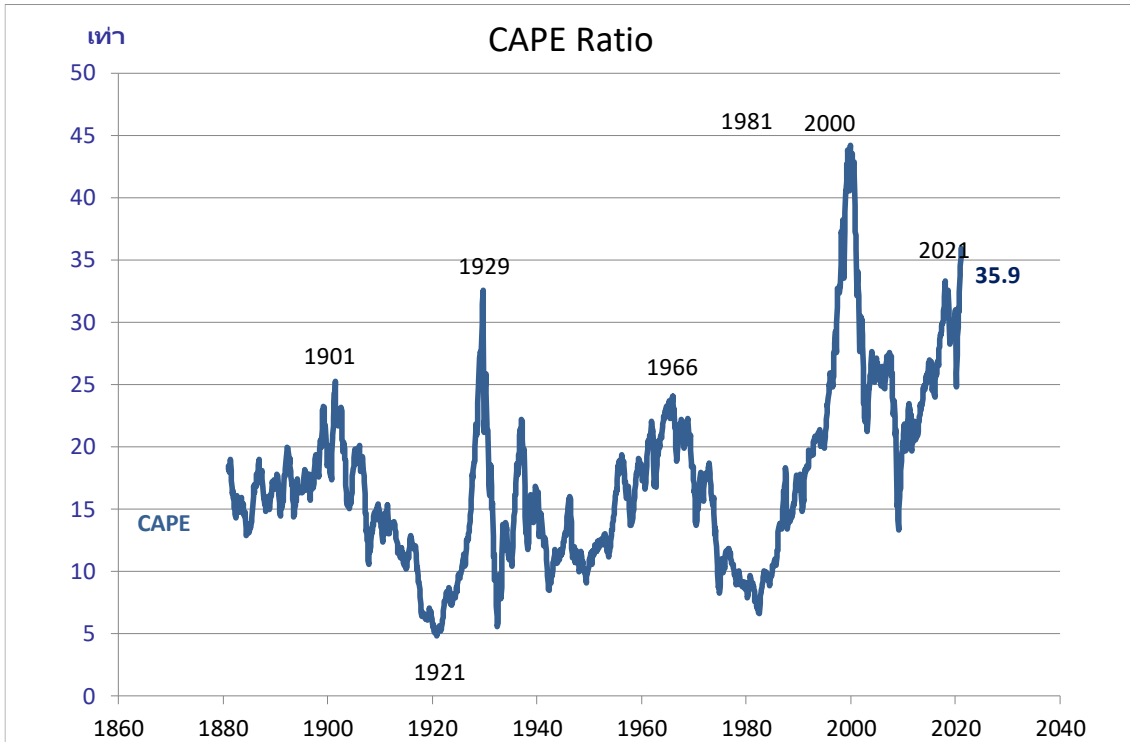
เมื่อราว ๆ เดือนที่ผ่านมา ผมมีโอกาสได้ร่วมวงสนทนา Clubhouse ห้อง Macro Talk จัดโดยบริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินภัทร จำกัด (มหาชน) ห้องนี้จะมี ดร. พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตรชัย ดร. ธนา อนันต์โชติกุล และ ดร. ศุภวุฒิ สายเชื้อ เป็นตัวเ็น จัดทุกสองถึงสามสัปดาห์ เปลี่ยนแขกร่วมเสวนาไปเรื่อย ๆ

ครั้งที่ผมไปเป็นการจัดครั้งแรก ใช้หัวข้อ **ฟองสบู่ ไบเดน และเงินเฟ้อ: จุดเริ่ม จุดเปลี่ยน และจุดจบ** ขณะนั้น ตลาดหุ้นโลกหลายตลาดกำลังทำ new high พวกเราสี่คนได้ข้อสรุปร่วมกันว่า **ตลาดหุ้นโลกเข้าขั้นฟองสบู่แล้ว แต่จะแตกเมื่อไรนั้นยากที่จะคาดการณ์ได้** โดยหนึ่งในตัวแปรที่สำคัญ คือ พัฒนาการของอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯและการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯในระยะข้างหน้า

หลังจากวันนั้น ตลาดหุ้นโลกปรับลดลงบ้าง แต่ไม่นานนักก็ปรับกลับขึ้นมาอีก หลายตลาดทำสถิติสูงสุดใหม่ ตัวอย่างเช่น **ดัชนีดาวโจนส์ของสหรัฐฯในวันที่ผมร่วมสนทนา Clubhouse อยู่ที่ 31,404 จุด แต่ปัจจุบันทะลุ 33,000 จุดไปแล้ว**

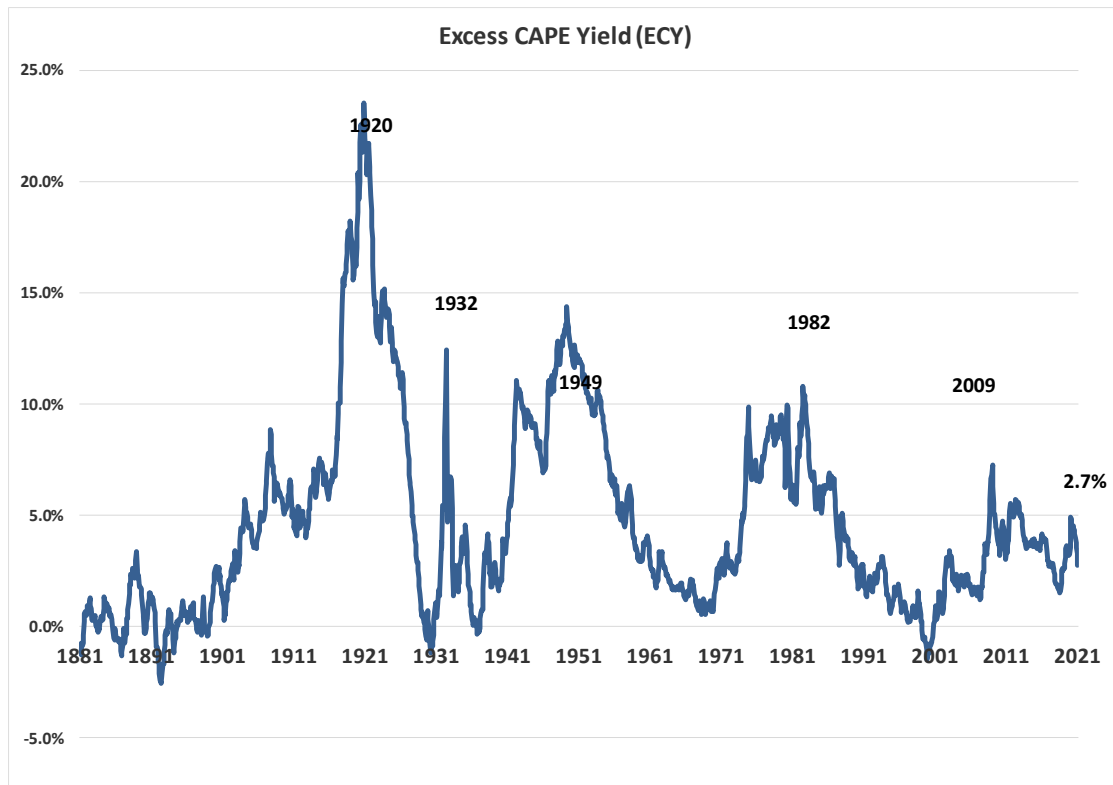
คำถามสำคัญ คือ ตลาดหุ้นโลกจะไปได้ไกลอีกแค่ไหน ก็ต้องบอกว่าผมไม่มีคำตอบให้ เมื่อยี่สิบกว่าปีที่แล้ว อดีตประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ Alan Greenspan เรียกตลาดหุ้นสหรัฐฯในปลายปี ค.ศ. 1996 ว่าเป็น Irrational exuberance ไม่สมเหตุสมผลกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจ แต่กว่าฟองสบู่ตลาดหุ้นสหรัฐฯจะแตกก็ปี ค.ศ. 2000 ขณะที่ก่อนการระบาดของโควิด-19 กูรูหลายคนก็บอกว่าตลาดหุ้นทั่วโลกเปราะบางเต็มทีแล้ว แต่ **โควิด-19** ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องต่อเศรษฐกิจโลกรุนแรงมาก ก็ทำให้ตลาดหุ้นโลกตกได้ไม่นาน แถมปัจจุบันกลับมาสูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 พอสมควร **ข้างหน้าเศรษฐกิจจริงไปไกลมาก**

ถ้าเรามาดูเครื่องชี้ที่นักวิเคราะห์ชอบใช้ประเมินความถูกแพงของตลาด ไม่ว่าจะเป็นค่า PE (ระดับดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์หารด้วยกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาด) ค่า Forward PE ที่มองไปข้างหน้า โดยใช้คาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดเป็นตัวหาร หรือค่า CAPE (Cyclically adjusted PE) ที่ใช้ค่าเฉลี่ยกำไรย้อนหลัง 10 ปีของตลาดปรับด้วยเงินเฟ้อเป็นตัวหาร ล้วนให้ตัวเลขที่สูงมาก โดยเฉพาะค่า CAPE ของดัชนี S&P (ซึ่งผมจะถือว่าเป็นตัวแทนตลาดหุ้นสหรัฐฯ และตลาดหุ้นโลก) ในปัจจุบันสูงกว่า 35 เท่า เป็นครั้งที่สองในประวัติศาสตร์ (ครั้งแรกคือช่วงก่อนวิกฤตดอทคอมปี ค.ศ.2000)



ที่มา: Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>)

อย่างไรก็ดี เมื่อปลายปีที่แล้ว ศาสตราจารย์ Robert Shiller ซึ่งเป็นผู้พัฒนาดัชนี CAPE ขึ้นมา และเป็นอาจารย์วิชาการเงินของผมที่มหาวิทยาลัยเยล ได้ออกมาอธิบายว่า การดูความถูกแพงของตลาดหุ้นโดยตัวของตัวเองไม่เพียงพอ ต้องดูเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนระยะยาวของตลาดพันธบัตรด้วย โดยอาจารย์ Shiller ได้นำเสนอเครื่องชี้ตัวใหม่ เรียกว่า Excess CAPE Yield หรือ ECY ซึ่งคำนวณจากส่วนกลับของ CAPE (เท่ากับอัตราผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหุ้น) หักด้วยอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ ถ้าค่า ECY สูง แปลว่าตลาดหุ้นยังน่าสนใจลงทุนเทียบกับตลาดพันธบัตร ในทางกลับกันถ้าค่า ECY ต่ำ ต้องระมัดระวังในการลงทุน



ที่มา: Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>)

จากข้อมูลวันที่ 31 มีนาคม 2564 พบว่าค่า ECY อยู่ประมาณร้อยละ 2.7 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 140 ปี ที่ร้อยละ 4.7 แต่ก็ยังสูงกว่าค่าต่ำสุดก่อนวิกฤตการเงินโลกในปี 2550 ที่ร้อยละ 1.2 หรือถ้านับช่วงก่อน วิกฤตดอทคอมที่ค่า ECY ลงไปติดลบ ตลาดหุ้นสหรัฐฯในปัจจุบันแม้จะแพง แต่ก็อาจจะแพงขึ้นกว่านี้ได้ อีก

พิจารณาจากสูตรคำนวณของ ECY ปัจจัยที่จะทำให้ค่า ECY ปรับลดลง นอกเหนือจากการปรับขึ้น ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แล้ว ยังมี การปรับขึ้นของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาว ซึ่งตั้งแต่ต้นปีนี้มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง โดยสิ้นเดือนมีนาคมอยู่ที่ประมาณร้อยละ 1.73 ต่อปี ปรับเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 0.93 ต่อปี ณ สิ้นปี 2563

สาเหตุหลักที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นค่อนข้างชันมาจากแนวโน้มการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของเศรษฐกิจ และการปรับขึ้นของคาดการณ์เงินเฟ้อของสหรัฐฯ จาก (1) การกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดหนักของรัฐบาลไบเดน ทั้งจากมาตรการเยียวยาผลกระทบของโควิด-19 วงเงิน 1.9 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ที่ประธานาธิบดีไบเดนลงนามไปเมื่อตอนต้นเดือนมีนาคม และมาตรการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่จะตามมาอีก 2.0 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. รวมสองมาตรการคิดเป็นเกือบร้อยละ 20 ของจีดีพีสหรัฐฯ (2) แผนการกระจายวัคซีน COVID-19 ที่มีประสิทธิภาพ และ (3) การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นของธนาคารกลางสหรัฐฯภายใต้กรอบ Flexible Average Inflation Targeting (FAIT)

อย่างไรก็ดี คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ ดูไม่ได้กังวลกับแนวโน้มการปรับขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราเงินเฟ้อในช่วงนี้มากนัก โดยมองว่าอัตราเงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้นเป็นการปรับขึ้นชั่วคราวจากผลของฐานที่ต่ำในช่วงที่เศรษฐกิจถูกกระทบหนักจากโควิด-19 แล้วจะกลับลงมาต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อในช่วงครึ่งหลังของปี

ซึ่งถ้าพัฒนาการของเงินเฟ้อเป็นไปตามที่ธนาคารกลางสหรัฐฯบอก ธนาคารกลางสหรัฐฯก็ไม่มีควมจำเป็นที่ต้องลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินในปีนี้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯในปีนี้อาจจะไม่ได้เพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันอีกมากนัก ตลาดหุ้นสหรัฐฯจึงอาจปรับสูงขึ้นต่อได้อีก หรือพูดง่ายๆว่า **ฟองสบู่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (รวมถึงฟองสบู่สินทรัพย์อื่น ๆ) ถูกหล่อเลี้ยงด้วยนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย** อย่างน้อยก็จนกว่าธนาคารกลางสหรัฐฯจะเปลี่ยนท่าที ซึ่งคาดว่าอย่างรวดเร็วสุดจะเป็นช่วงครึ่งปีหลังของปีนี้ ที่ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อจะบอกว่าธนาคารกลางสหรัฐฯคิดถูกหรือคิดผิด

ข้อสรุปของการสนทนา Clubhouse ในวันนั้น คือ **มีความเสี่ยงสูงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯจะร้อนแรงถึงขั้น Overheat** อัตราเงินเฟ้อปรับขึ้นต่อเนื่อง ทำให้ในที่สุดแล้วธนาคารกลางสหรัฐฯต้องกลับมาเข้มงวดนโยบายการเงินเร็วกว่าที่ประกาศไว้มาก นำไปสู่จุดจบของฟองสบู่สินทรัพย์ขนาดใหญ่ที่อาจจุดรั้งการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกได้อีกครั้ง (The Great Burst)

สำหรับเศรษฐกิจไทยซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวจากวิกฤตโควิด-19 ช้ากว่าประเทศอื่น การแตกสลายของฟองสบู่ที่อาจนำไปสู่การชะลอตัวหรือการถดถอยอีกครั้งของเศรษฐกิจโลกเป็นความเสี่ยงที่สำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเศรษฐกิจโลกกลับมาถดถอยตอนที่เรายังไม่ฟื้นตัวดี

เราอาจจะไม่สามารถทำอะไรกับเศรษฐกิจโลกได้ แต่เราสามารถลดผลกระทบที่จะเกิดขึ้นได้ โดยเร่งฟื้นฟูเศรษฐกิจให้กลับมาเข้มแข็งโดยเร็วที่สุด ซึ่งการเร่งออก พ.ร.ก. สินเชื่อฟื้นฟู และมาตรการพักทรัพย์พักหนี้ การเร่งการกระจายวัคซีนป้องกันโควิด-19 และการเร่งการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติจะมีความสำคัญมากในระยะข้างหน้า

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย