

เมื่อวิกฤตเงินเพื่อไล่ล่าราคาสินทรัพย์

ดอน นาครทรรพ
ธนาคารแห่งประเทศไทย

ช่วงนี้ ไปไหนมาไหน เห็นแต่นักลงทุนกุมขมับ เพราะราคาสินทรัพย์ทั่วโลกร่วงกันเป็นว่าเล่น ไม่ว่าจะเป็นตลาดหุ้น ตลาดพันธบัตร หรือตลาดคริปโต ดูไปแล้วไม่ต่างกับตอนที่โควิด-19 กำลังโจมตีเศรษฐกิจโลกใหม่ๆ

สิ่งที่ปีนี้ต่างกับสองปีที่แล้วก็คือ รอบนั้นเศรษฐกิจหยุดชะงักกันทั่วโลก แต่ปีนี้เศรษฐกิจโลกยังขยายตัวดี แม้จะชะลอลง

สำหรับคนทั่วไป อาจจะไม่เข้าใจว่า ในเมื่อเศรษฐกิจยังดี ทำไมราคาสินทรัพย์ถึงตกได้ตกดี

แต่สำหรับนักลงทุน การที่ในบางครั้งเศรษฐกิจกับตลาดสินทรัพย์ไม่ไปด้วยกันไม่ใช่เรื่องแปลก เพราะการลงทุนคือการซื้ออนาคต นักลงทุนต้องมองไปข้างหน้า หลายคนที่อยู่กับตลาดหุ้นไทยมานานพอ คงจำได้ว่า ตลาดหุ้นไทยเริ่มเป็นขาลงตั้งแต่ต้นปี 2538 สองปีก่อนที่จะเกิดวิกฤตต้มยำกุ้งในปี 2540

คำถามที่ตามมา คือ แล้วนักลงทุนเห็นอะไร จึงเทขายสินทรัพย์จำนวนมาก โดยในช่วงเดือนสองเดือนที่ผ่านมา มูลค่าตลาดของตลาดหุ้นและตลาดคริปโตทั่วโลกหายไปรวมกันเป็นหลักล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ มากกว่าจีดีพีไทยหลายเท่า

คำตอบสั้นๆ คือ นักลงทุนคิดว่าเศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับวิกฤตเงินเฟ้อ ซึ่งวิกฤตเงินเฟ้อโลกที่เกิดขึ้นครั้งสุดท้ายเมื่อสี่สิบกว่าปีที่แล้ว จบลงด้วยภาวะเศรษฐกิจตกต่ำทั่วโลก แม้แต่ไทยก็ยิ่งถูกกระทบ ประสบกับภาวะเศรษฐกิจฝืดเคืองจนต้องลดค่าเงินบาทถึงสองครั้งในปี 2524

แล้วเรามาถึงจุดนี้ได้อย่างไร ในเมื่อไม่นานก่อนหน้านี้ ธนาคารกลางทั่วโลกยังกังวลกับปัญหาเงินเฟ้อต่ำและความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาเงินฝืด (อัตราเงินเฟ้อติดลบต่อเนื่อง) อยู่เลย ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เองยังต้องเขียนจดหมายเปิดผนึกชี้แจงการเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อออกนอกกรอบเป้าหมายนโยบายการเงินถึง 8 ฉบับ (ฉบับสุดท้ายในเดือนกรกฎาคม 2564 นี้เอง) เพื่ออธิบายว่า ทำไมอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจึงต่ำกว่าขอบล่างของกรอบเป้าหมายนโยบายการเงินของ ธปท. และ ธปท. มีแนวทางจะดูแลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปกลับเข้ามาอยู่ในกรอบได้อย่างไร

แน่นอนว่าสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครนที่ทำให้ราคาน้ำมัน ราคาอาหาร และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ปรับสูงขึ้นทั่วโลกเป็นสาเหตุสำคัญสาเหตุหนึ่งของปัญหาเงินเฟ้อในรอบนี้ อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่า แม้ราคาน้ำมัน ในปัจจุบันจะสูง แต่ราคาน้ำมันที่แท้จริง (ราคาน้ำมันเทียบกับราคาสินค้าอื่นๆ เช่น ปัจจุบัน ราคาน้ำมัน 50 บาท ซื้อข้าวแกงได้ 1 งาน) ยังไม่สูงเท่ากับสี่สิบกว่าปีที่แล้ว ซึ่งทำให้ออนชุก “น้ำมันขาดแคลน คุยกับแฟนก็ต้องดับไฟ” กลายเป็นที่ฮิตติดปากในสมัยนั้น

นอกจากนี้ ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน จริงๆแล้วเป็นแค่ปัจจัยที่มาซ้ำเติมปัญหาที่มีอยู่แล้ว สาเหตุต้นตอของปัญหาเงินเฟ้อทั่วโลกในรอบนี้ คือ วิกฤตโควิด-19 หรือจะพูดให้จำเพาะขึ้น คือ ผลพวงจากการรับมือกับวิกฤตโควิด-19 ของประเทศอุตสาหกรรมหลัก

เราอยู่ในประเทศไทยที่เศรษฐกิจฟื้นตัวช้า จึงอาจจะไม่ทราบว่ ในหลายๆประเทศ เศรษฐกิจของเขา ปรับตัวดีขึ้นกว่าระดับก่อนโควิดตั้งแต่ปีที่แล้วแล้ว ด้วยการกระตุ้นทางการคลังในเม็ดเงินมหาศาลและการผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบสุดๆ (อัตราดอกเบี้ยใกล้ศูนย์หรือติดลบ บวกกับมาตรการ QE ที่เป็นมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจการเงินเพิ่มเติม) แต่เศรษฐกิจที่ปรับดีขึ้นไม่ได้มาตัวเปล่า เศรษฐกิจที่ร้อนแรงได้นำไปสู่แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ จากความต้องการสินค้าและแรงงานที่มีมากกว่าจำนวนสินค้าและแรงงานที่มีอยู่ อีกทั้งสภาพคล่องที่ถูกอัดฉีดเข้าไปในระบบการเงินจำนวนมากยังนำไปสู่ปัญหาฟองสบู่สินทรัพย์ในตลาดต่างๆ

ที่เขียนมานี้ ฟังดูง่าย เพราะเป็นการมองย้อนเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นมาแล้ว ประเด็นคือ การที่จะมองเห็นและจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อได้ตั้งแต่เนิ่นๆ ไม่ใช่เรื่องที่ย่างเลย สาเหตุหนึ่งอาจจะเป็นเพราะโลกไม่ได้เจอกับปัญหาเงินเฟ้ออย่างจริงจังมาสี่สิบกว่าปีที่แล้ว (ช่วงปี 2550-51 ถือว่าเกือบไป เผอิญเกิดปัญหาวิกฤตการเงินโลกจากธุรกรรมซับไพร์มในสหรัฐขึ้นก่อน) เราจึงเห็นธนาคารกลางสหรัฐ หรือเฟด ซึ่งเป็นธนาคารกลางที่เต็มไปด้วยนักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำและเครื่องมือการวิเคราะห์ที่ทันสมัย ถูกโจมตีมากกว่า เฟดประเมินปัญหาเงินเฟ้อผิดพลาด และตอบสนองต่อปัญหาเงินเฟ้อช้าเกินไป (Behind the cure) โดยเฉพาะตอนนี้ที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือนมิถุนายนของสหรัฐขึ้นกลับขึ้นไปทำสถิติใหม่ที่ร้อยละ 8.6 ต่อปี ทำให้หลายฝ่ายมองว่า ทางเดียวที่เฟดจะหยุดวิกฤตเงินเฟ้อได้ คือ การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นไปมากๆ ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯเข้าสู่ภาวะถดถอยในไม่ช้า

เราทราบว่าเงินเฟ้อเกิดได้จากทั้งปัจจัยด้านอุปทาน (ต้นทุน) ด้านอุปสงค์ (ความต้องการสินค้าและบริการ) และด้านการคาดการณ์ ปัจจัยที่เฟดสามารถและพยายามดูแลคือสองปัจจัยหลัง ความยากคือเงินเฟ้อที่เกิดจากสองปัจจัยหลังประเมินได้ไม่ง่าย

ไม่ต้องพูดถึงการคาดการณ์เงินเฟ้อที่วัดได้ยาก การประเมินเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ที่ดูเหมือนจะง่ายกว่าก็ไม่ได้ตรงไปตรงมา ปีที่แล้ว Paul Krugman นักเศรษฐศาสตร์รางวัลโนเบลที่คนไทยหลายคนรู้จักดี ยังมองว่าไม่มีทางที่สหรัฐฯจะเผชิญกับปัญหาเงินเฟ้อ เพราะเขามองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯได้รับผลกระทบหนักจากโควิด เศรษฐกิจสหรัฐฯจึงต้องใช้เวลาพอสมควรกว่าจะกลับเข้าสู่ระดับที่นำไปสู่แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ บทเรียนสำคัญสำหรับไทยในกรณีนี้ คือ ปัญหาเงินเฟ้อที่มาจากอุปสงค์ บทจะมา ก็มาแบบคุมได้ยากแล้ว การดำเนินนโยบายการเงินตั้งแต่เนิ่นๆเมื่อเริ่มเห็นความเสี่ยงของเงินเฟ้อจากด้านอุปสงค์จึงเป็นสิ่งจำเป็นยิ่ง

ในภาวะตลาดแบบนี้ นักลงทุนคงต้องทำใจ และมีความระมัดระวังสูง เพราะเราไม่ทราบว่าจะต่ำสุดของตลาดอยู่ที่ไหน อย่างไรก็ดี ส่วนตัวผมเชื่อว่าตลาดไทยมีความเสี่ยงด้านต่ำน้อยกว่าตลาดต่างประเทศโดยเปรียบเทียบ เพราะเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันเป็นขาขึ้น สวนทางกับหลายประเทศที่เป็นขาลง และล่าสุดคณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยก็ประกาศจุดยืนชัดเจนที่จะพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อดูแลความเสี่ยงเงินเฟ้อ เราจึงอาจจะไม่ต้องเหยียบเบรกเศรษฐกิจแรงแบบสหรัฐฯ

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคลซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย