

บทเรียนสแตเบิลคอยน์...ในวันพระจันทร์อัสดง

ดร.ฐิติมา ชูเชิด
ฝ่ายนโยบายการเงิน
ธนาคารแห่งประเทศไทย

ถือเป็นข่าวใหญ่วงการคริปโตเคอร์เรนซี เมื่อสแตเบิลคอยน์ติดอันดับโลกอย่าง TerraUSD (UST) ของบล็อกเชน Terra สัญชาติเกาหลีถูกโจมตีค่าเงินรุนแรง ทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจแห่เทขายจนตรึงมูลค่า 1 UST เท่ากับ 1 ดอลลาร์สหรัฐฯเอาไว้ไม่อยู่ แลมยังดึงให้เหรียญ Luna ที่เป็นโทเคนบนแพลตฟอร์มการเงินไร้ตัวกลาง (DeFi platform) ของ Terra มูลค่าลดลงเกือบเป็นศูนย์ตามไปด้วย เหตุการณ์นี้สร้างความสูญเสียมหาศาลให้ผู้ถือเหรียญภายในไม่กี่วัน จนน่าจับตาว่าจะเกิดโดมิโนวิกฤตสแตเบิลคอยน์หรือไม่

บางขุนพรหมชวนคิดวันนี้ขอชวนผู้อ่านมองบทเรียนจากเรื่องนี้ไปด้วยกันค่ะ

1. “สแตเบิลคอยน์แบบไม่มีสินทรัพย์หนุนหลังเช่นเหรียญ UST มีความเสี่ยงสูงมากที่จะตรึงมูลค่าไม่ได้”

สแตเบิลคอยน์ที่ไม่มีสินทรัพย์หนุนหลัง อาศัยกลไกคอมพิวเตอร์ตรึงมูลค่า (uncollateralized, algorithmic stablecoins) มีความเสี่ยงสูงมากที่จะตรึงมูลค่าไม่อยู่ เมื่อเทียบกับสแตเบิลคอยน์แบบมีสินทรัพย์รองรับสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้ถือได้ว่า ผู้ออกเหรียญมีเงินสำรองพอที่จะใช้ซื้อคืนเหรียญทั้งหมดตามอัตราแลกเปลี่ยน 1 เหรียญ : 1 ดอลลาร์สหรัฐฯ ได้แก่

- สแตเบิลคอยน์ที่มีสกุลเงินประเทศหลักรองรับ (fiat-collateralized stablecoins) เช่น Tether (USDT) เป็นสแตเบิลคอยน์สัญชาติฮ่องกงที่รองรับด้วยเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ (USD) จึงต้องมีองค์กรตัวกลางจัดเก็บสินทรัพย์ที่ใช้สำรองการออกเหรียญและมีระบบตรวจสอบที่โปร่งใส¹ เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือให้ผู้ถือ
- สแตเบิลคอยน์ที่มีคริปโตเคอร์เรนซีรองรับ (crypto-collateralized stablecoins) เช่น เหรียญ DAI ที่มีคริปโต Ether (ETH) ของเครือข่าย Ethereum หนุนหลังในมูลค่าสูงกว่า (over-collateralized) ซึ่งจะช่วยสร้างความมั่นใจให้ผู้ถือจากราคาคริปโตที่ผันผวนมากได้

ขณะที่สแตเบิลคอยน์ที่ไม่มีสินทรัพย์หนุนหลังเช่น UST ตรึงมูลค่าโดยใช้อัลกอริทึมปรับปริมาณให้สมดุลกับความต้องการโดยอัตโนมัติ ผู้ออกเหรียญวางกลไกสร้างและทำลาย (mint & burn) UST ผูกกับ Luna ซึ่งเป็นเหรียญคริปโตหลักที่ใช้บนแพลตฟอร์ม Terra อีกทอดหนึ่ง

¹ Independent Accountant Report บนเว็บไซต์ Tether (<https://tether.to/en/transparency/#reports>) ระบุว่า เงินสำรองของ USDT ณ 31 มี.ค. 65 ประกอบด้วย เงินสด เงินฝาก พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และ ตราสารพาณิชย์ (commercial paper) รวม 85.6% หุ้นกู้ 4.5% เงินให้กู้ยืม 3.8% และเงินลงทุนในสินทรัพย์อื่น (รวมสินทรัพย์ดิจิทัล) 6%

ตัวอย่างการทำงานของกลไกพิเศษในการตรึงค่าเงิน UST เช่น ในช่วงที่คนขาย UST ออกมามากขึ้น ทำให้ราคาเหลือไม่ถึง 1 USD กลไกจะทำลาย UST และผลิต Luna ออกมามูลค่าเท่ากันเสมือนเป็นสินทรัพย์อ้างอิงที่ใช้ซื้อ UST ออกไปจากระบบ เพื่อช่วยดึงราคา UST ให้กลับมาเป็นมูลค่า 1 UST : 1 USD ได้ ซึ่งจะทำให้ราคา Luna ลดลง เพราะปริมาณออกมาเยอะขึ้น นอกจากกลไก mint & burn ที่ว่านี้ ยังมีกลไก arbitrage อยู่เบื้องหลังการตรึงมูลค่า UST อีกด้วย โดยระบบจะตรึงราคา 1 UST : Luna มูลค่า 1 USD อยู่เสมอ เมื่อใดราคา UST ลดลงเหลือไม่ถึง 1 USD ผู้ถือ UST จะมีแรงจูงใจไปแลกเปลี่ยน Luna มูลค่า 1 USD มาถือไว้แทนเพราะได้กำไรส่วนต่าง ซึ่งจะช่วยรักษาเสถียรภาพราคา UST ไปในตัว คล้ายกับการขายเหรียญ UST มาถือเหรียญ Luna แทน แต่โดยรวมแล้วสภาพคล่องยังคงหมุนเวียนอยู่ในเครือข่าย Terra เอง

แต่กลไกอัลกอริทึมที่ซับซ้อนเช่นนี้กลับกลายเป็นช่องโหว่ให้ราคาเหรียญทั้งคู่ดึงไปด้วยกัน ในภาวะที่คนขาดความเชื่อมั่นเทขาย UST หนัก เพราะกลไก mint & burn จะยิ่งสร้างเหรียญ Luna ออกมาอีกเยอะมาก กดดันให้ราคาร่วงลงหนัก ยิ่งไปกว่านั้นกลไก arbitrage ก็ไม่ทำงานในภาวะเช่นนี้ เพราะคนถือ UST เองก็ไม่อยากแลกเปลี่ยนไปถือ Luna แต่อยากเทขายถอนเงินลงทุนออกจากเครือข่าย Terra ไปเลย เพราะขาดความมั่นใจในเหรียญทั้งคู่ ทำให้เครือข่าย Terra เจอสถานการณ์คนแห่เทขายเหรียญถอนสภาพคล่องออกจากระบบ คล้ายภาพคนแห่ถอนเงินฝากออกจากธนาคารที่ขาดความน่าเชื่อถือ (bank run)

2. “การโจมตี UST สะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่ไม่เหมาะกับการตรึงมูลค่าคงที่ 1:1 ไว้กับสกุลดอลลาร์สหรัฐ”

การโจมตี UST สะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่ไม่เหมาะกับการตรึงมูลค่า 1 UST : 1 USD คล้ายเหตุผลของการโจมตีสกุลเงินตราหลายประเทศที่เคยเกิดขึ้นมาแล้ว ครั้งนี้ว่าพรายใหญ่ในโลกคริปโทเห็นโอกาสเข้าโจมตี UST ที่มูลค่าสูงเกินพื้นฐาน เห็นได้จากการที่ผู้ถือ UST ส่วนใหญ่มักเอาไปปล่อยกั๋วต่อ (staking) ในแพลตฟอร์มระบบการเงินไร้ตัวกลาง Anchor ของ Terra เอง ที่ให้ผลตอบแทนเกินจริงสูงถึง 20% เยอะกว่าแพลตฟอร์มอื่นมาก (over-aggressive incentives) ขณะที่การปล่อยกั๋ว UST เพื่อให้เกิดการลงทุนจริงน่าจะยังไม่มากพอที่จะสร้างรายได้ที่ยั่งยืนหล่อเลี้ยงเครือข่าย ทำให้ช่วงหลัง Terra ต้องอัดฉีดสภาพคล่องเข้าระบบเพื่อให้ยังคงจ่ายดอกเบี้ยสูงจูงใจต่อได้ พอเข้าต้นปีนี้ก็เริ่มลดอัตราผลตอบแทนเหลือ 18% เพื่อลดภาระจ่ายลงบ้างแล้ว

สิ่งนี้สะท้อนว่าผลตอบแทนสูงจูงใจให้คนอยากถือ UST ไม่ยั่งยืน เห็นได้ชัดว่าขัดกับหลักเศรษฐศาสตร์ “สามสิ่งที่ไม่เข้ากัน (impossible trinity)” จากการปล่อยให้เงินไหลเข้าออกถือ UST บนเครือข่าย Terra ได้เสรี – มีกลไกตรึงค่าเงิน UST ให้คงที่ตลอดเวลา – แคมจ่ายดอกเบี้ยสูงมาจูงใจให้คนอยากถือ UST กลายเป็นช่องโหว่ให้ถูกโจมตีค่าเงิน UST และ Luna ที่ผูกกันอยู่ จนกลายเป็นเหรียญไร้ค่าอย่างง่ายดาย โดยเฉพาะราคา Luna ที่ตกลงมาจากสถิติสูงสุดเกือบ \$120 เมื่อเดือนเมษายน น่าสังเกตว่า ในจุดนี้จะต่างจากการโจมตีสกุลเงินตราของประเทศที่ยังเหลือมูลค่าพื้นฐานของสกุลเงินนั้น ๆ ค้ำยันไว้จากความต้องการถือสกุลเงินนั้นเพื่อทำธุรกรรมการเงินการลงทุนจริง นอกจากความต้องการถือสกุลเงินนั้นเพื่อเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนและส่วนต่างดอกเบี้ย

วิกฤตความเชื่อมั่นสเตเบิลคอยน์ที่ผูกกับการหาผลตอบแทนสูงบนแพลตฟอร์ม DeFi อาจเกิดโดมิโนได้ ยิ่งสภาพคล่องโลกเริ่มเหือดหลังธนาคารกลางสหรัฐเร่งขึ้นดอกเบี้ยสกัดเงินเฟ้อ ฟองสบู่สินทรัพย์เริ่มแตก คนยิ่งโยกเงินออกจากสินทรัพย์เสี่ยงเร็วขึ้น หลังเกิดเหตุการณ์ UST/Luna ล่มสลายครั้งนี้ สเตเบิลคอยน์อื่นก็พลอยเจอผลกระทบด้วย นักลงทุนเทขายสเตเบิลคอยน์ที่ปัจจัยพื้นฐานไม่น่าไว้วางใจไปถือเหรียญอื่นที่มั่นใจได้มากขึ้น แม้แต่ Tether สเตเบิล

คอยน์อันดับหนึ่งของโลกที่ถูกสร้างขึ้นโดยมีสินทรัพย์สกุลดอลลาร์สหรัฐรองรับ ก็ยังถูกทดสอบจนราคาร่วงลงมาบ้างแล้ว แต่สุดท้ายก็สามารถกลับไปตรึงมูลค่าที่ \$1 ได้เช่นเดิม เพราะผู้ออกเหรียญรับรองว่ามีเงินสำรองพร้อมรองรับหากผู้ถือเหรียญอยากขายคืน

ผู้เขียนขอเป็นอีกหนึ่งกำลังใจให้นักลงทุนโลกคริปโทผ่านบททดสอบครั้งนี้ไปได้ และหวังเป็นอย่างยิ่งว่าเหตุการณ์นี้จะเป็นจุดเริ่มต้นของระบบนิเวศสกุลเงินดิจิทัลเอกชนในโลกที่อาจไม่ต้องโตเร็วนัก แต่ตบโจทย์เศรษฐกิจดิจิทัลได้จริง มีการสร้างกฎเกณฑ์ร่วมกันภายในระบบนิเวศตลาดคริปโทที่รับผิดชอบต่อนักลงทุนได้ดีกว่านี้ และช่วยป้องกันไม่ให้เกิดการล่มสลายของคริปโทบางเหรียญกระทบไปทั้งตลาดได้ รวมทั้งหวังว่าเรื่องนี้จะจุดเริ่มต้นให้ผู้กำกับดูแลหันมาวางกรอบดูแลความเสี่ยงตลาดคริปโทและโลกการเงินไร้ตัวกลางที่อาจระเหิมมาถึระบบการเงินโลกก็เป็นได้ค่ะ

เอกสารอ้างอิง

Changpeng Zhao, CZ's FAQ 8 - On LUNA/UST and Taking the Right Risks, Binance Blog, 22 May 2022

ฐิติมา ชูเชิด, สามเส้าที่เข้ากันไม่ได้...ในโลกการเงินไร้ตัวกลาง, ธนาकारแห่งประเทศไทย, 8 พฤษภาคม 2564

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาकारแห่งประเทศไทย