

# ฟองสบู่และการดำเนินนโยบายการเงิน

ทิตนันทิ มัลลิกะมาส

อัครวิน อาสุยา

ชัยพัฒน์ พูนพัฒน์พิบูลย์



## มูลเหตุการศึกษาวิจัย

- ฟองสบู่มักเกิดพร้อมกับเศรษฐกิจที่โตอย่างรวดเร็ว
- ฟองสบู่อาจก่อตัวได้แม้ในภาวะเงินเฟ้อต่ำ
- ฟองสบู่หุ้นใน NASDAQ แทกปี 2000 และมีความกังวลต่อฟองสบู่สังหาฯ ในสหรัฐฯ และอังกฤษ
- ต้องเตรียมแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรับมือ



# จุดประสงค์

1. เข้าใจและบ่งชี้สถานะฟองสบู่ให้ทันการณ์
2. เตรียมนโยบายของธนาคารกลางที่เหมาะสมภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ



## ประเด็นสำคัญจากการศึกษา (สำหรับไทย)

- ราคาสินทรัพย์ขาขึ้นเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปแต่ขาดลดลงอย่างรวดเร็วรุนแรง
- ราคาอสังหาริมทรัพย์มีความสำคัญมากกว่าราคาหุ้น
- สินเชื่อ/GDP ราคาสินทรัพย์ และอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเป็นเครื่องชี้เตือนภัยล่วงหน้าที่ดี
- นโยบายการเงินสามารถช่วยจำกัดขนาดฟองสบู่ได้ในระดับหนึ่ง แต่ไม่ควรใช้ราคาสินทรัพย์เป็นเป้าหมายโดยตรง
- ความแข็งแกร่งและยืดหยุ่นของเศรษฐกิจสำคัญ ควรเน้นการป้องกัน



# อะไรคือฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์

ฟองสบู่คือส่วนต่างระหว่างราคาสินทรัพย์ในตลาด  
กับราคาตามปัจจัยพื้นฐาน

สินทรัพย์ประกอบด้วย **หุ้น อสังหาริมทรัพย์**  
พันธบัตร และเงินตราต่างประเทศ



# ลำดับการนำเสนอ

1. พฤติกรรมราคาสินทรัพย์

2. วิธีการบ่งชี้ภาวะฟองสบู่

3. นโยบายที่เหมาะสม



# ข้อสังเกตจากวัฏจักรราคาสินทรัพย์ในต่างประเทศ

ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป  
แต่ขาดลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรง

ร้อยละ 25 (ร้อยละ 40) ของการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง  
ของราคาหุ้น (ราคาอสังหาฯ) จะตามมาด้วย  
การลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรง (IMF 2003)



# ข้อสังเกตเกี่ยวกับราคาสินทรัพย์ต่างประเทศ (IMF 2003)

ราคาอสังหาริมทรัพย์ลดลงอย่างรุนแรงเกิดขึ้นน้อยครั้งกว่า  
แต่มีผลต่อ GDP มากกว่ากรณีของราคาหุ้น  
(แต่ทั้งคู่อาจเกิดพร้อมกันได้)

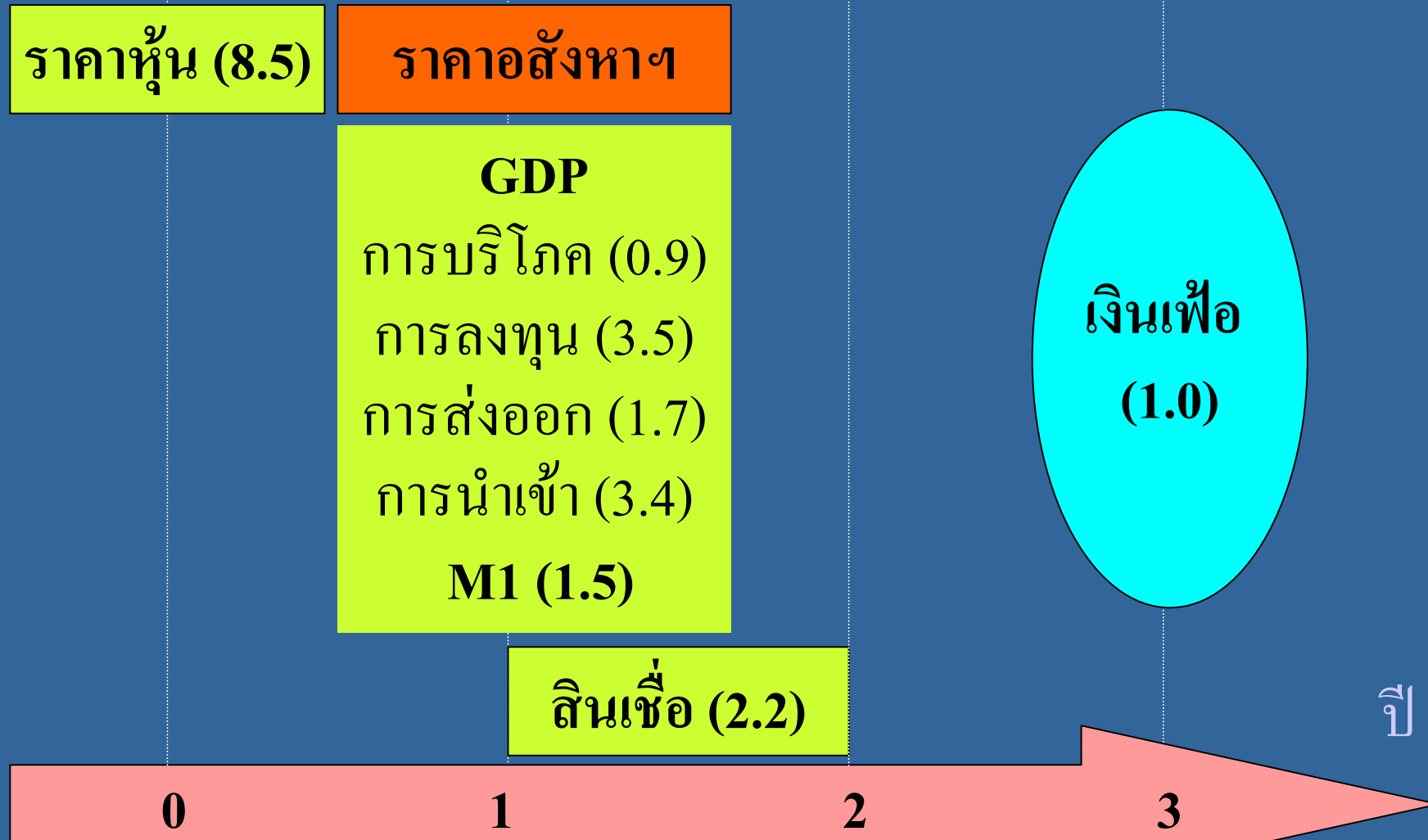
ประเทศที่พึ่งระบบธนาคาร (เช่น ไทย) จะถูกกระทบ  
จากราคาอสังหาริมทรัพย์ลดลงมากกว่า แต่ประเทศที่พึ่ง  
ตลาดทุนจะถูกกระทบจากราคาหุ้นตกมากกว่า





# ข้อสังเกตเกี่ยวกับราคาสินทรัพย์ของไทย

## Business Cycle Comovements (1970-2002)



ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงอัตราส่วนความผันผวนเมื่อเทียบกับ GDP



# ลำดับการนำเสนอ

1. พฤติกรรมราคาสินทรัพย์

2. วิธีการบ่งชี้ภาวะฟองสบู่

3. นโยบายที่เหมาะสม



# วิธีการบ่งชี้ภาวะฟองสบู่

- โดยตรง

- สัดส่วนของราคาต่อกำไร (Price/Earnings ratio)
- การประเมินราคาจากกระแสเงินปันผล (Gordon formula)

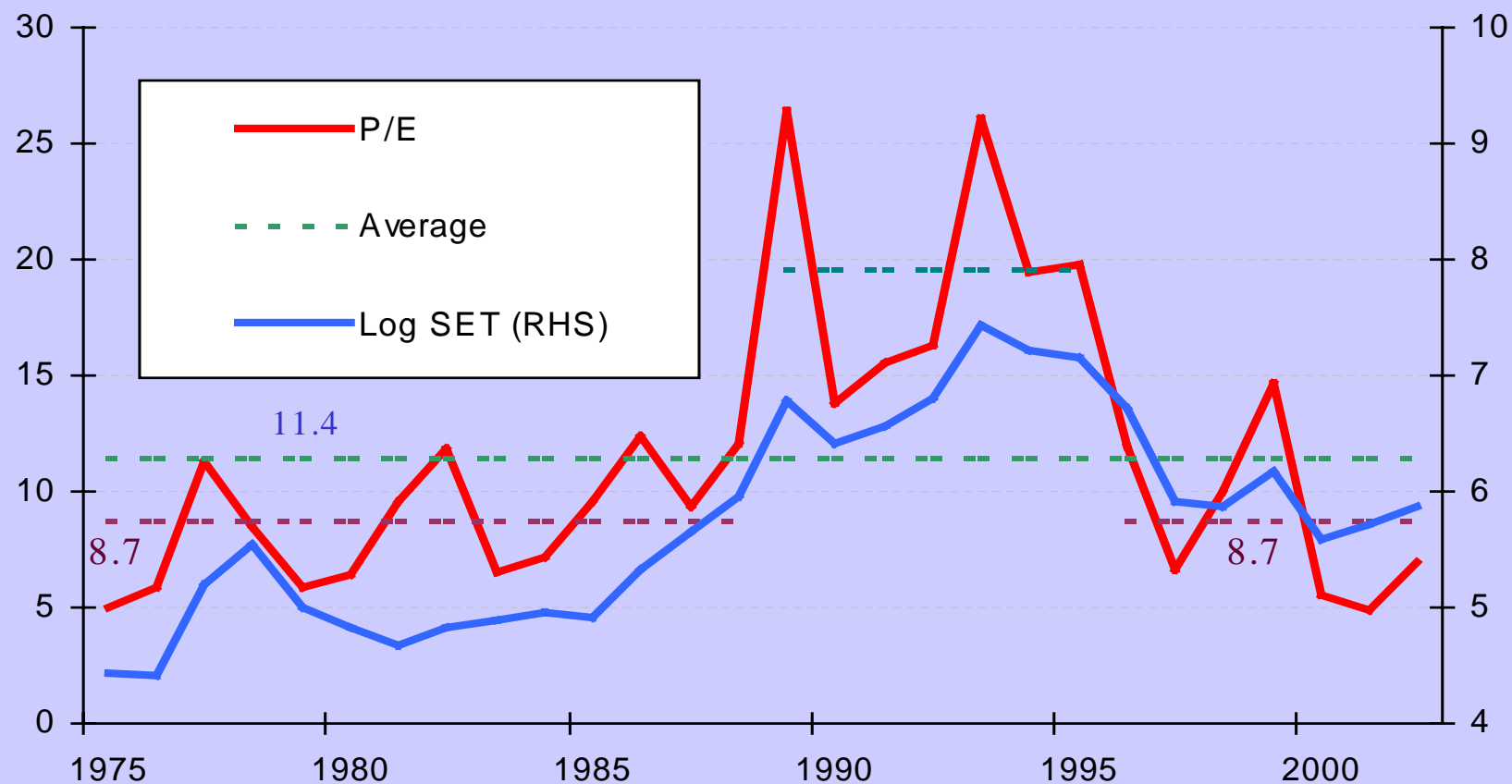
- โดยทางอ้อม

- จากอาการของความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจ
- การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจประกอบ



# P/E สูงมากๆ อาจเป็นตัวชี้ฟ้องสบู่ได้

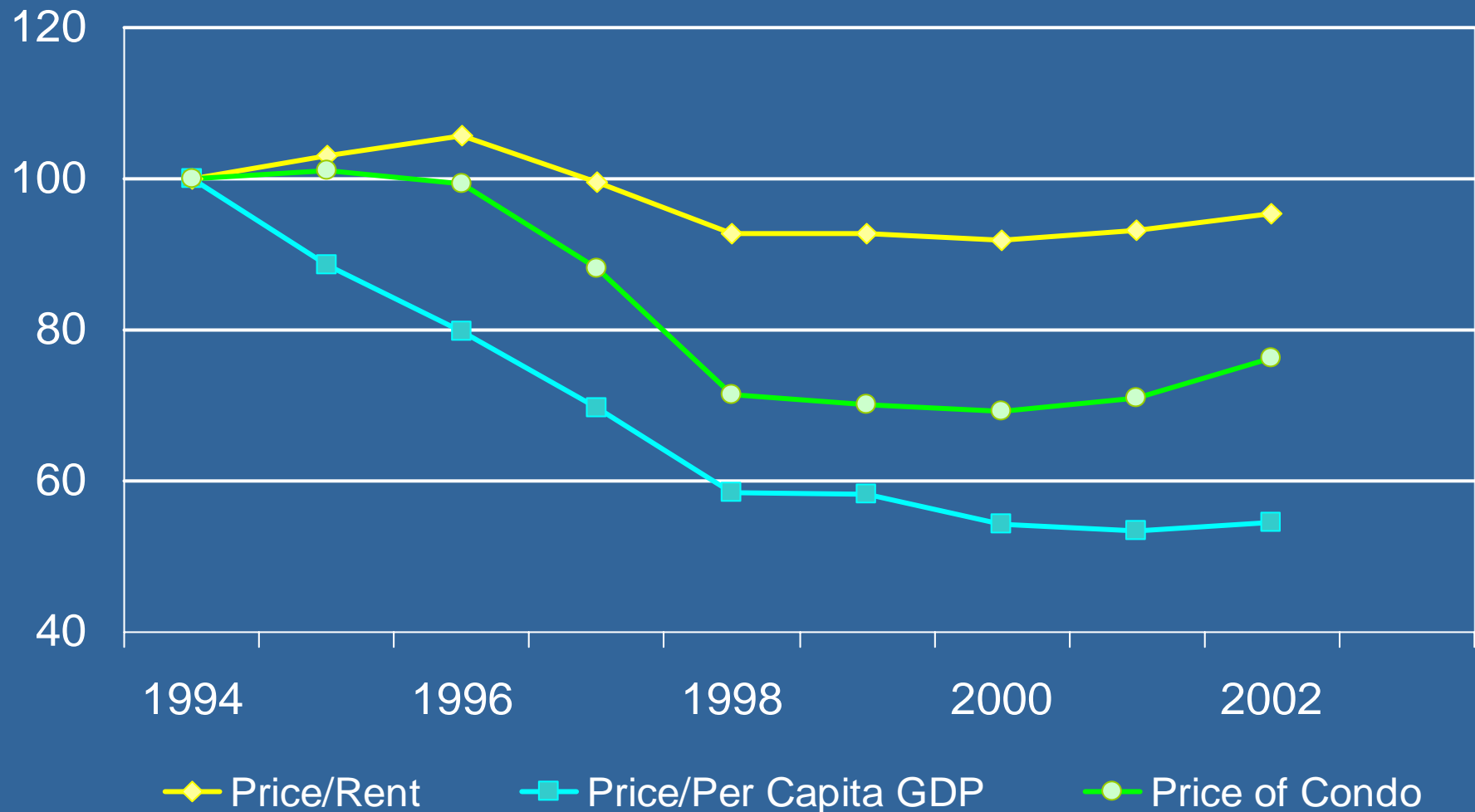
P/E Ratio and SET Index





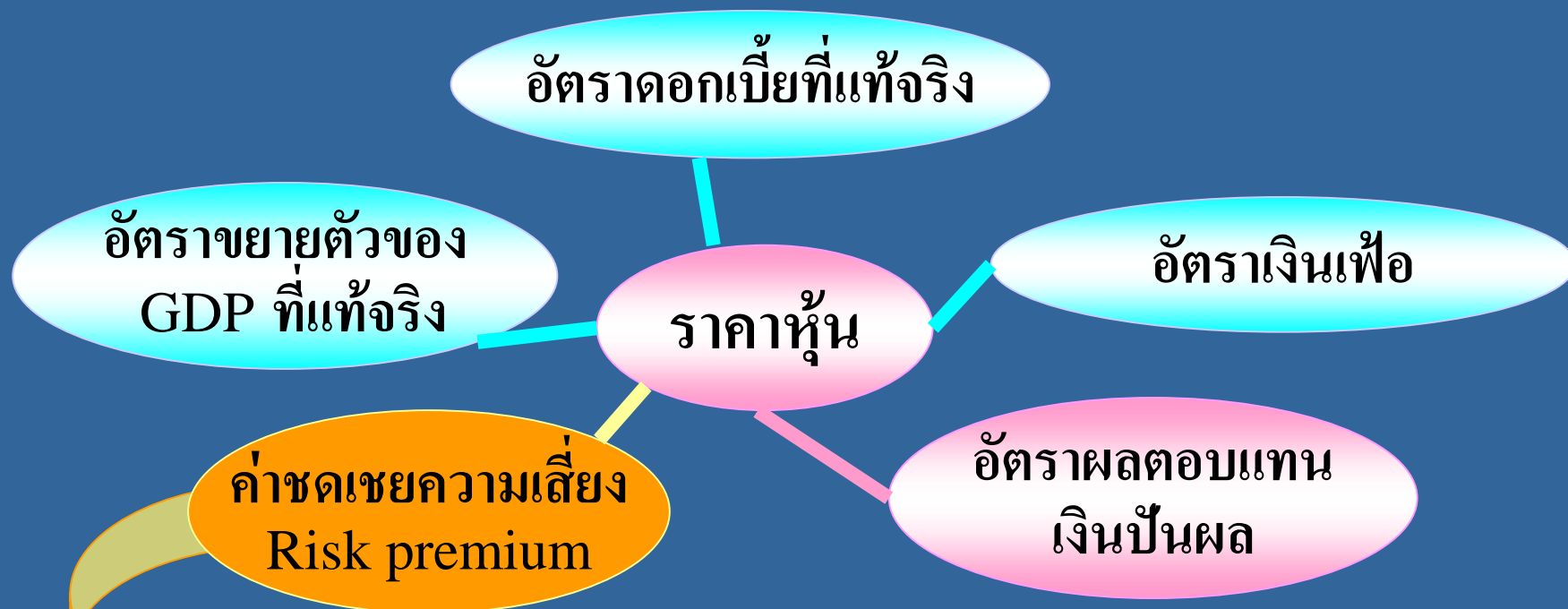
# เครื่องชี้ฟองสบู่ของราคาอสังหาริมทรัพย์

สัดส่วนของราคาคอนโดมิเนียมต่อค่าเช่าและต่อรายได้เฉลี่ย  
(Dec 1994 = 100: ที่มา Jones Lang LaSalle)





# บ่งชี้ฟองสบู่โดยใช้ Gordon Formula



premium ปัจจุบัน < อดีตมาก **ชี้ว่าราคาหุ้นอาจสูงเกินควร**

premium ปัจจุบัน > อดีตมาก **ชี้ว่าราคาหุ้นอาจต่ำเกินควร**



Historical	Price-Earnings Ratio	Dividend Yield	Potential GDP Growth	Real Interest Rate	Inflation Rate	Implicit Equity Premium
1980-1988	9.4	5.0	6.6	4.2	4.9	<b>8.0 (1)</b>
1980-1992	12.1	4.0	7.5	4.7	4.9	<b>7.4 (2)</b>
Current	Price-Earnings Ratio	Dividend Yield	Potential GDP Growth <sup>1</sup>	Real Interest Rate <sup>1</sup>	Inflation Rate	Implicit Equity Premium
As of 1989	26.4	2.1	8.0	3.6	5.9	<b>6.8 (3)</b>
As of 1993	26.1	2.0	8.0	3.6	4.4	<b>6.7 (4)</b>
Potential Overvaluation	Implied Equity Premium Reduction <sup>2</sup>					
As of 1989	<b>1.2 (1) - (3)</b>					
As of 1993	<b>0.7 (2) - (4)</b>					

<sup>1</sup> Assume Potential GDP Growth = 8% real interest rate = 3.6 %

<sup>2</sup> Historical implicit equity premium less current implicit equity premium

Sources: BOT staff estimates

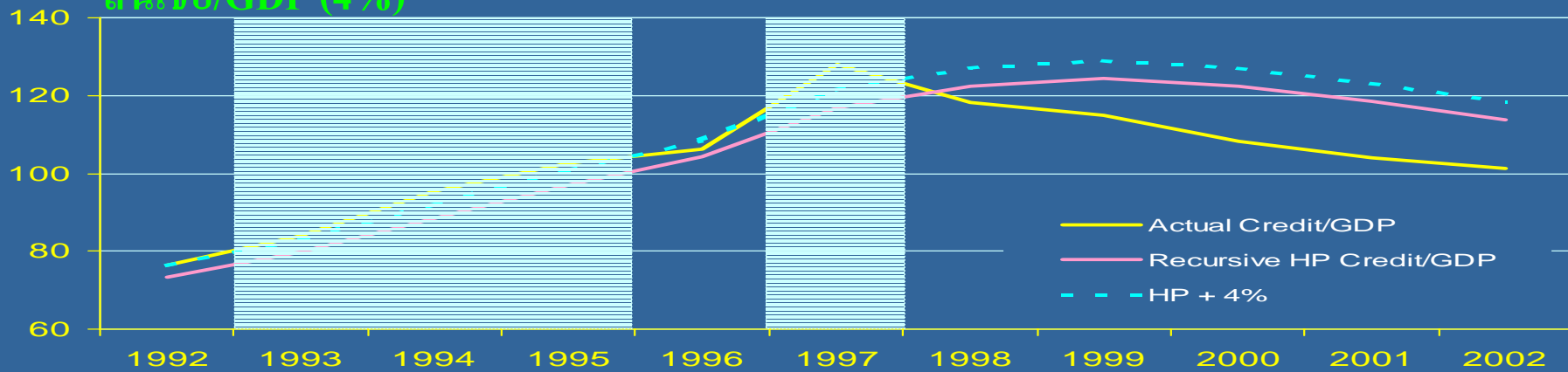


# การบ่งชี้ทางอ้อม

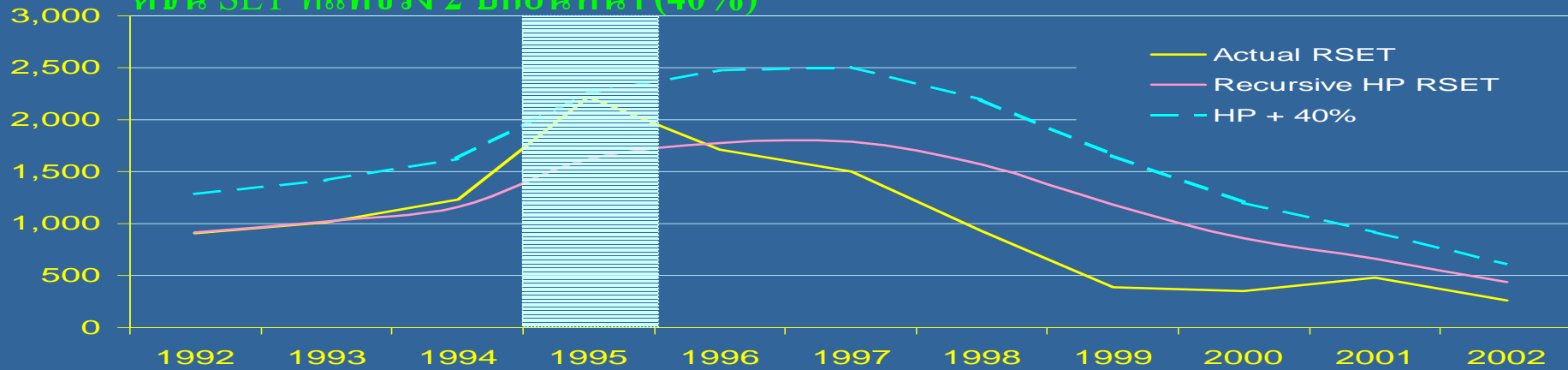
- การบ่งชี้ทางตรงยากและมีข้อโต้แย้งมาก
- การลดลงของราคาสินทรัพย์อย่างรวดเร็วและรุนแรง มักเกิดขึ้นพร้อมกันกับวิกฤตการณ์การเงิน
- ช่วงที่ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นมักก่อให้เกิดการสะสมความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจด้านอื่นด้วย
- ราคาสินทรัพย์และเครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคอาจช่วยเตือนภัยก่อนวิกฤต



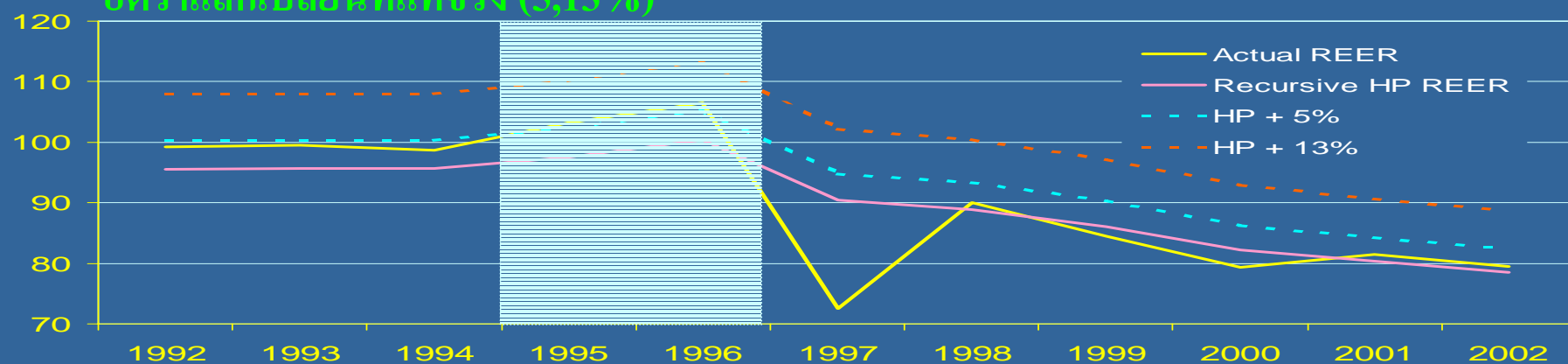
### สินเชื่อ/GDP (4%)



### ดัชนี SET ที่แท้จริง 2 ปีก่อนหน้า (40%)



### อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (5,13%)





# การบ่งชี้ฟองสบู่ต้องใช้หลายวิธีประกอบ

บ่งชี้ฟองสบู่ที่การณได้ยากและเวลาฟองสบู่แตกไม่แน่นอน

การบ่งชี้ทั้งทางตรงและทางอ้อมมีประโยชน์  
แต่ต้องวิเคราะห์ควบคู่กับปัจจัยพื้นฐาน

ผลิตภาพ โครงสร้างประชากร  
เงินทุนเคลื่อนย้าย และภาษีต่างๆ



# ลำดับการนำเสนอ

1. พฤติกรรมราคาสินทรัพย์

2. วิธีการบ่งชี้ภาวะฟองสบู่

3. นโยบายที่เหมาะสม



# ประเด็นที่เห็นพ้องและข้อโต้แย้งด้านนโยบาย

## ประเด็นที่เห็นพ้อง

1. ราคาสินทรัพย์เป็นข้อมูลที่สำคัญ
2. นโยบายการเงินควรเร่งผ่อนคลายเมื่อฟองสบู่แตก

## ข้อโต้แย้ง

ควรทำอย่างไรเมื่อฟองสบู่ก่อตัว แต่เงินเฟ้อต่ำ



### เหตุผลที่ไม่ควรใช้นโยบายการเงิน

### เหตุผลที่ควรใช้นโยบายการเงินช่วย

#### การบ่งชี้ฟองสบู่

- บ่งชี้ล่วงหน้าทันการณืได้ยาก

- อาจสามารถบ่งชี้ทางอ้อมได้

#### ความน่าเชื่อถือของธนาคารกลาง

- มุ่งเน้นที่เป้าเงินเฟ้อและป้องกันความล้นสน
- ราคาสินทรัพย์มีความผันผวนสูงและขึ้นอยู่กับคาดการณ์

- อาจเสียความน่าเชื่อถือหากถูกมองว่าละเลยเสถียรภาพทางการเงิน

#### ประสิทธิผลของนโยบาย

- เศรษฐกิจอาจถดถอยหากเจาะฟองสบู่
- อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือที่ไม่ตรงเป้า

- หากไม่ทำอะไรฟองสบู่จะโตขึ้นและเมื่อแตกจะมีผลรุนแรงกว่า



# ข้อเสนอแนะหลัก (สำหรับไทย)

นโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ และ Managed float  
ช่วยจำกัดการก่อตัวของฟองสบู่ได้ระดับหนึ่ง

นโยบายการเงินเน้นเสถียรภาพราคา  
แต่อาจช่วยเป้าหมายอื่นได้บ้างทางอ้อม  
สำหรับเสถียรภาพสถาบันการเงินควรเน้นเครื่องมืออื่น

วัฏจักรราคาสินทรัพย์จะยังมีอยู่เสมอ  
สิ่งสำคัญคือความแข็งแกร่งและยืดหยุ่นของระบบเศรษฐกิจการเงิน



# กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อที่มีความเหมาะสม

(1) นโยบายการเงินที่มีเป้าหมายเงินเฟ้อและมองไปข้างหน้า  
ช่วยลดความผันผวนของวัฏจักรราคาสินทรัพย์ได้ในระดับหนึ่ง

- ราคาอสังหาฯ และสินเชื่อกักเปลี่ยนแปลงพร้อมกับวัฏจักรเศรษฐกิจ  
และนำการเปลี่ยนแปลงของเงินเฟ้อ
- ราคาสินทรัพย์และสินเชื่อเป็นช่องทางของการส่งผ่านนโยบายการเงิน

+

(2) ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวสามารถช่วยได้เช่นกัน



# ข้อเสนอแนะแนวทางการดำเนินนโยบายการเงิน

(1) มองการปรับตัวของเงินเฟ้อในกรอบเวลาที่ยาวขึ้น

- ระยะเวลา 2 ปีล่วงหน้าที่ใช้พยากรณ์เงินเฟ้อเป็น  
**Operational horizon**

(2) กำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่มีช่วงกว้าง

- เป้าหมายเงินเฟ้อ ธปท. มีช่วงกว้างร้อยละ 3.5 ในปัจจุบัน

(3) ให้ความสำคัญกับราคาอสังหาริมทรัพย์ และสินเชื่อ





# เหตุใดจึงควรเน้นราคาอสังหาริมทรัพย์ และสินเชื่อ/GDP?

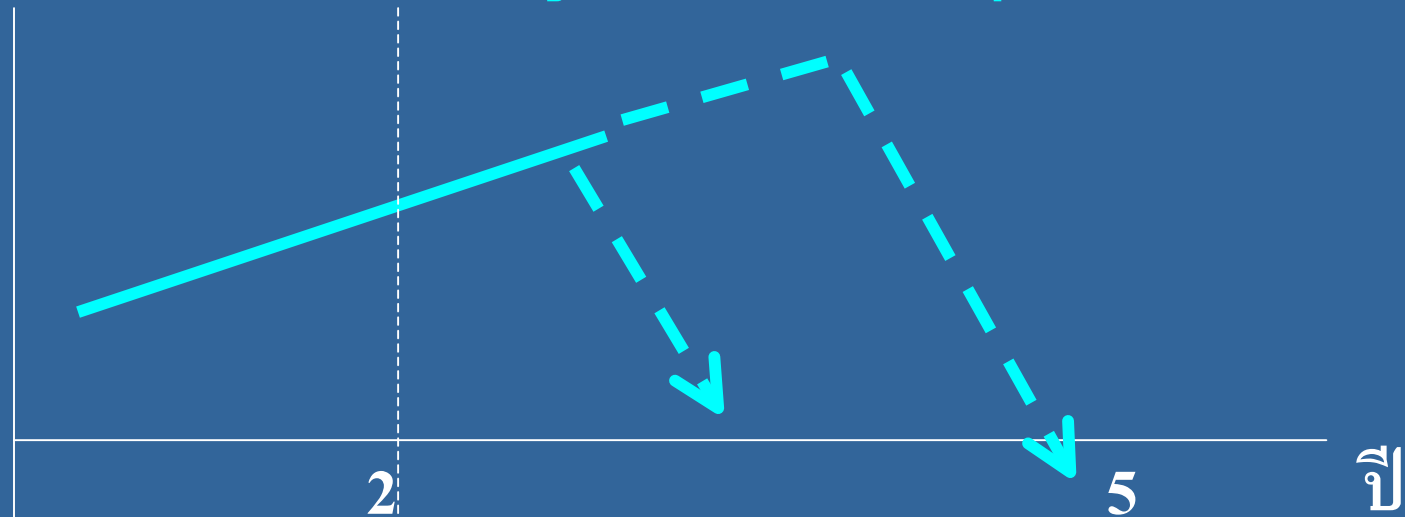
- ราคาอสังหาฯ มีผลกระทบต่อ GDP มากกว่าราคาหุ้น  
(ความมั่งคั่ง การใช้จ่ายของครัวเรือน ธนาคารมี exposure  
รวมทั้งเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน)
- ราคาอสังหาฯ มีความสัมพันธ์กับเงินเพื่อพื้นฐานผ่านค่าเช่าบ้าน
- ราคาอสังหาฯ ตอบสนองต่อนโยบายการเงินมากกว่าราคาหุ้น
- ตลาดอสังหาฯ มีความสัมพันธ์กับสินเชื่อสูง



# เป้าหมายเงินเพื่อและป้องกัน

## ป้องกันและความไม่สมดุล

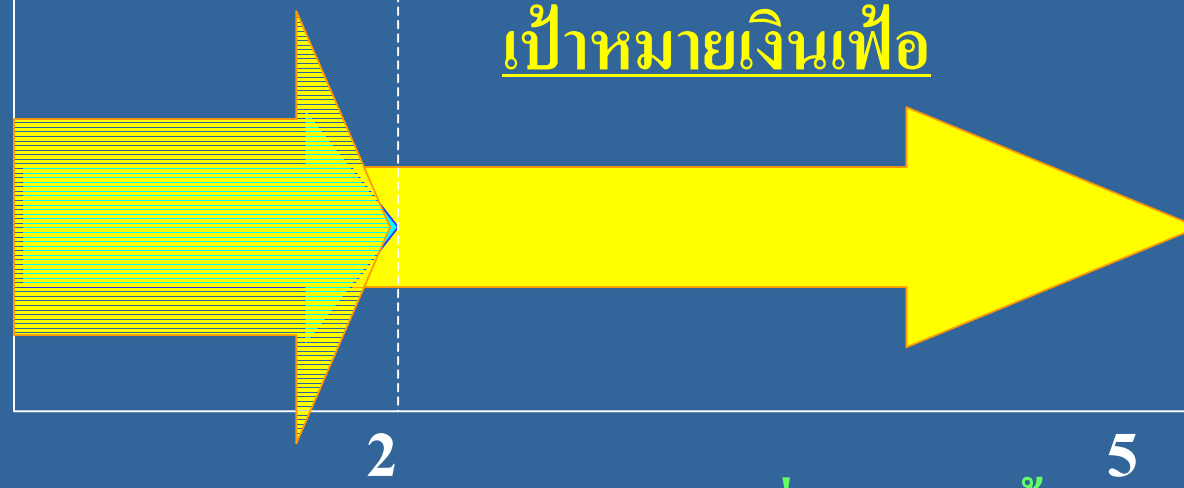
ราคาองศา  
และสินเชื่



## เป้าหมายเงินเพื่อ

3.5  
ช่วงเป้า  
หมายกว้าง

0



ระยะปกติ

กรอบเวลาที่มองยาวขึ้น



# แนวทางของการดำเนินนโยบายการเงิน 2 กรณี

กรณีที่ 1

ฟองสบู่ก่อตัว

+

เงินเพื่อคาดการณ์  
สูงกว่าเป้าหมาย

กรณีที่ 2

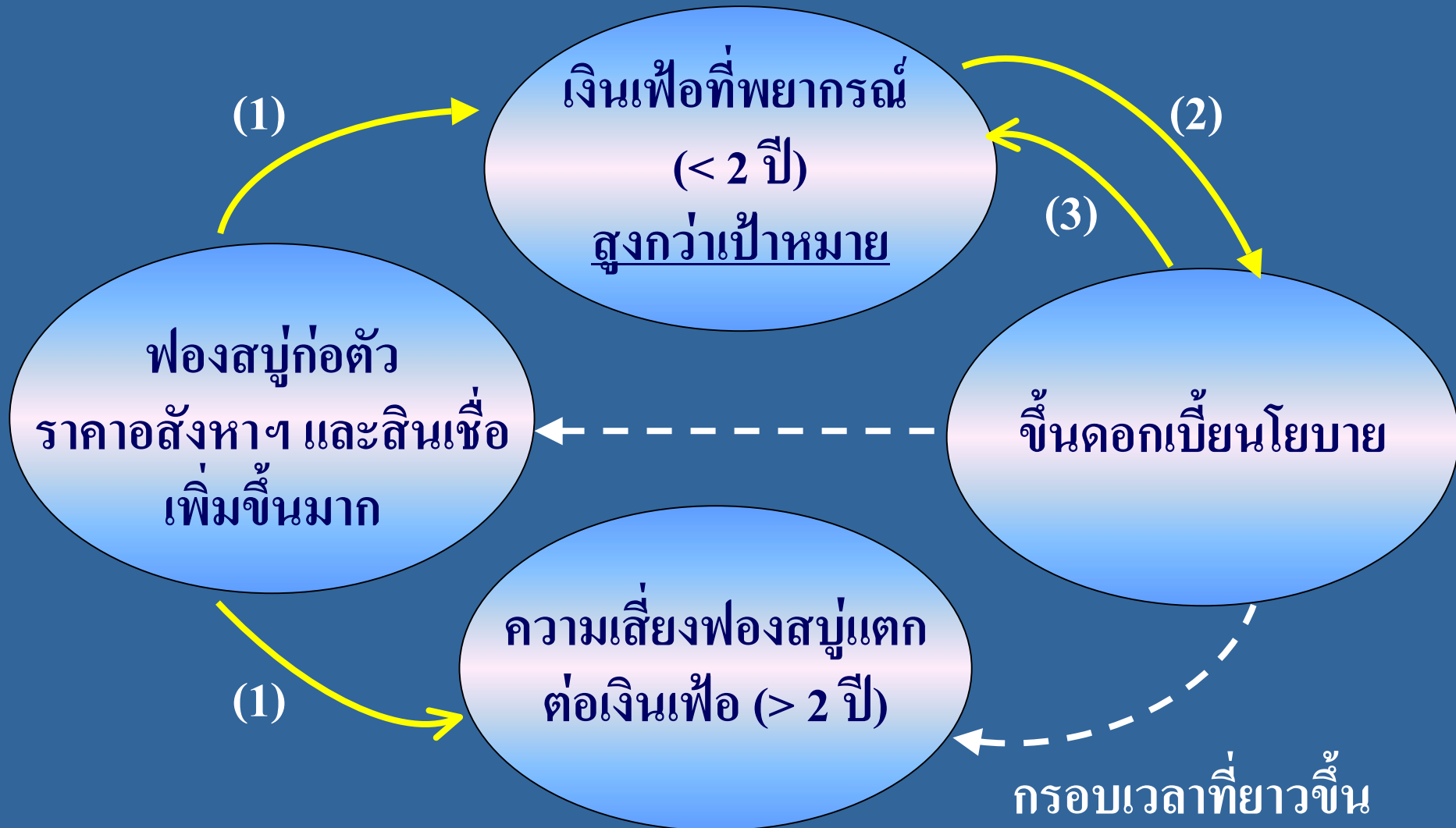
ฟองสบู่ก่อตัว

+

เงินเพื่อคาดการณ์  
ภายในเป้าหมาย

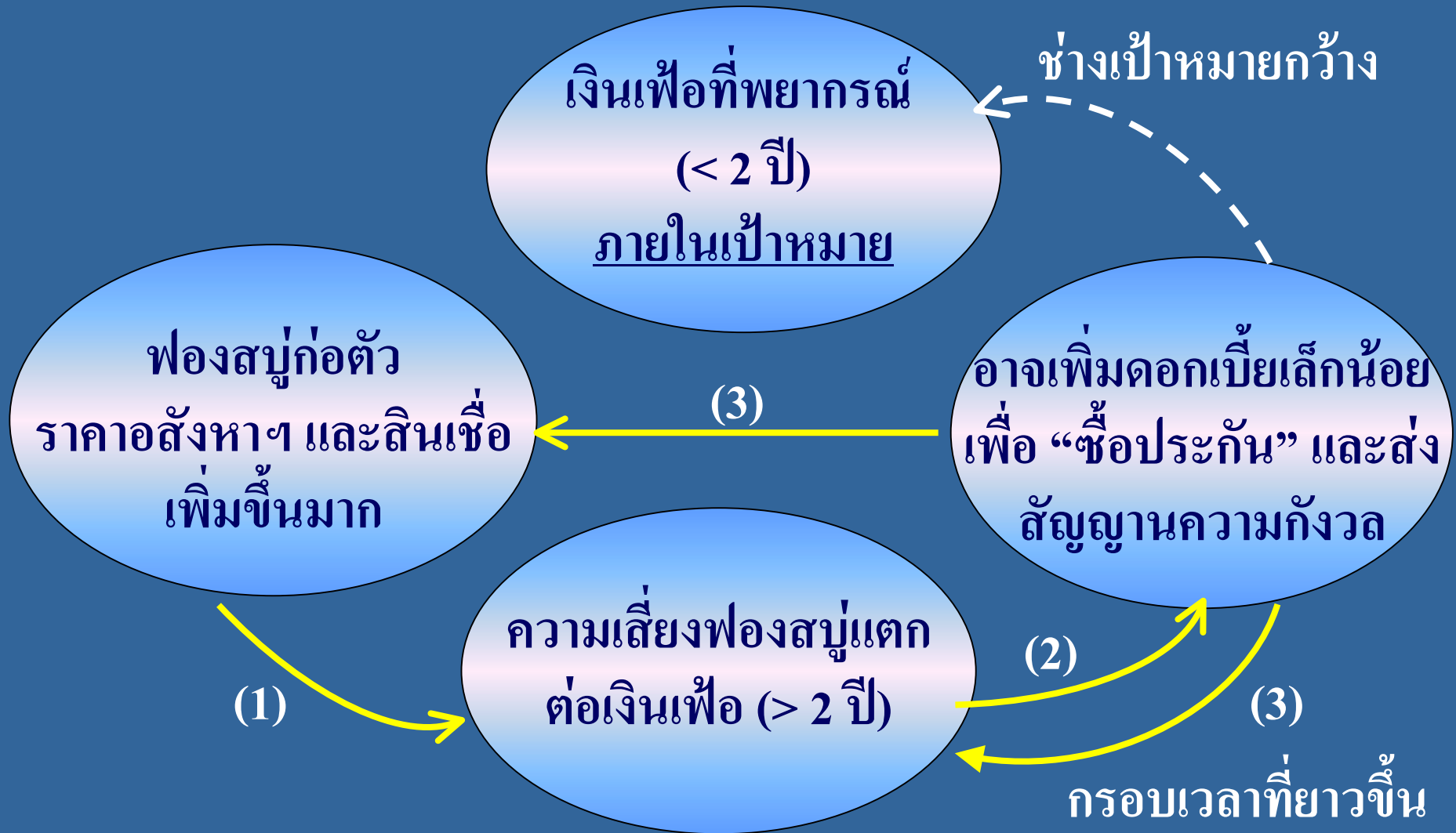


# กรณีที่ 1 นโยบายการเงินตึงตัว เมื่อเงินเฟ้อคาดการณ์สูงกว่าเป้าหมาย





# กรณีที่ 2 อาจขึ้นดอกเบี้ยบ้างเล็กน้อยเพื่อช่วยจำกัดการก่อตัวของฟองสบู่และลดความเสี่ยงในระยะยาว





# การใช้มาตรการด้านอื่น

เน้นการจูงใจสถาบันการเงิน (Moral suasion)  
การสื่อสารกับสาธารณชนถึงความเสี่ยง  
และการกำกับดูแลสถาบันการเงินให้เข้มแข็ง

+

นโยบายระดับจุลภาคเพื่อจำกัดการก่อตัวของฟองสบู่  
และเพิ่มความเข้มแข็งและยืดหยุ่นของระบบเศรษฐกิจ



# นโยบายระดับจุลภาค เพื่อเสริมสร้างเสถียรภาพทางการเงิน

1. กำกับดูแลสถาบันการเงินให้เข้มแข็ง: สะสมเงินกองทุนให้เพียงพอช่วงเศรษฐกิจดีสำหรับภาวะถดถอยในอนาคต

2. เพิ่มความเข้มแข็งและยืดหยุ่นทางโครงสร้าง

- ระบบสถาบันประกันเงินฝากที่เหมาะสม
- เปิดเสรีทางการเงินอย่างระมัดระวัง
- ส่งเสริมเครื่องมือช่วยลดและกระจายความเสี่ยง
- พัฒนาตลาดทุน

3. ส่งเสริมหลักธรรมาภิบาลและความรู้ทางการเงินของประชาชน



# ข้อสรุป

มาตรการป้องกัน:  
กำกับสถาบันการเงินให้เข้มแข็ง  
ระบบการเงินที่เข้มแข็งยืดหยุ่น  
ส่งเสริมธรรมาภิบาล

ระวังความเสี่ยง  
มากขึ้น  
+  
การระบาย NPA  
สู่ตลาด

ฟองสบู่

นโยบายการเงิน  
กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ  
และ Managed float

ข้อมูลที่ดีขึ้น  
การวิจัยเกี่ยวกับราคาสินทรัพย์



## Suggested monetary policy position

**“No action” & “insurance buying” imply  
small policy interest-rate difference.**

**But differ in signals & perception of  
seriousness**

**No-no to popping bubble with monetary  
or credit policy.**



## Fundamentalist VS Behavioral Views of asset price cycles

- ***Fundamentalist's view:*** asset price rises and falls asymmetrically because fundamentals affected by asymmetric shocks. No bubble.
- ***Behavioralist's view:*** markets subject to fads and bubbles that are irrational. However, rational well-informed and well-financed arbitrageurs unable to coordinate selling strategies temporarily, or are overconfident, and have incentive to time the market, thereby prolonging the bubble.



## Indirect Identification (Borio and Lowe (2002))

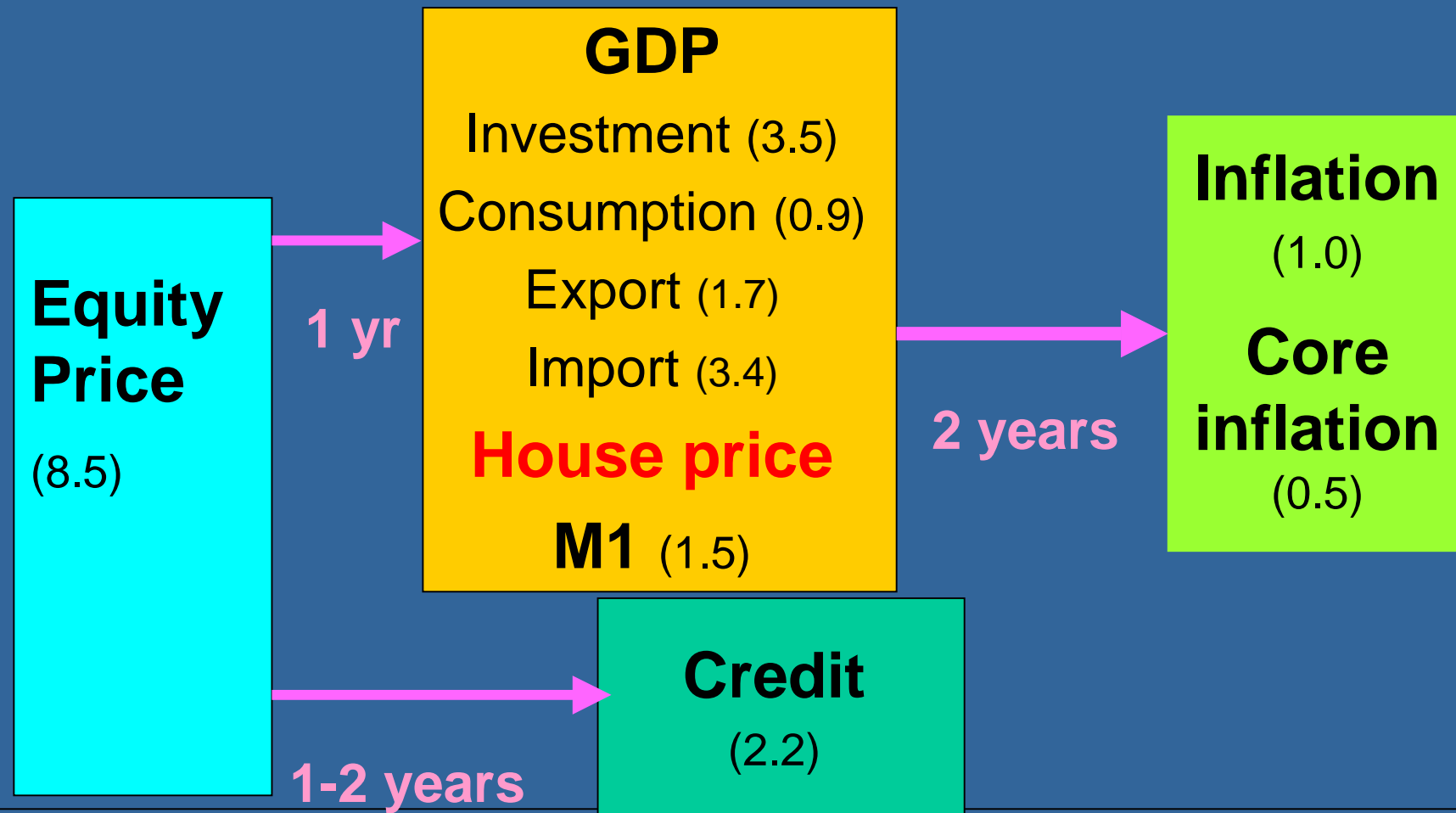
### Emerging market countries

Horizon Years	Credit (4) and exchange rate(5)		Credit (4) and (asset price(40) or exchange rate(13))	
	Noise/signal	% crises predicted	Noise/signal	% crises predicted
1	0.15	58	0.16	67
2	0.11	58	0.12	71
3	0.10	58	0.09	75

Homogeneous sample; multiple horizon; simple & high success rate, *ex ante*



# Thai stylized facts: Business Cycle Comovements (1970-2002)



Numbers in parentheses are variables' volatility relative to Thai GDP's.

	Arguments for no action	Arguments for intervention
Identification difficulties	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Identification difficult, ex-ante.</b></li> <li>• Credit growth not reliable indicator of bubble.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Identification problem no excuse for inaction</li> <li>• <b>Can identify indirectly.</b></li> </ul>
Credibility issues	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Focus on primary objective</b>--avoid public confusion.</li> <li>• <b>Asset price too volatile &amp; expectation-dependent to be target.</b> Uncertain policy results imply credibility loss.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Reputation at stake, if neglect financial stability.</b></li> <li>• Show willingness to curb or insure against bubble.</li> </ul>
Policy effectiveness	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Risk of recession</b> if bubble popped.</li> <li>• <b>Interest rate too blunt a tool.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Letting bubble grow leads to excessive debt or over-investment.</li> <li>• <b>Natural burst can be larger, implying longer recession</b></li> </ul>



# Business Cycle Co-movement ของไทย

## และช่องทางส่งผ่านทางการเงิน

