

KKP Research



เมื่อธนาคารกลางเริ่มแตะเบรก: จาก QE สู่ QT

ผู้เขียน

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

บุรกร กพยสกุลชัย

นักวิเคราะห์

KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธิกิตติ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเว

นักวิเคราะห์

วรเทพ วงศ์วิริยะสิทธิ์

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะนัช

นักวิเคราะห์

บุรกร กพยสกุลชัย

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

KKP Research

February 15, 2022

เมื่อธนาคารกลางเริ่มแตะเบรก: จาก QE สู่ QT



KEY TAKEAWAYS:

- เมื่อสถานการณ์โรคระบาดเริ่มคลี่คลาย ความจำเป็นที่ธนาคารกลางจะต้องเหยียบคันเร่งโดยการคงอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำและอัดฉีดสภาพคล่องแบบไม่จำกัดเริ่มหมดไป สัญญาณจากเศรษฐกิจที่เริ่มกลับสู่ภาวะปกติและแรงกดดันเงินเฟ้อที่สูงที่สุดในรอบ 40 ปี และมากกว่าคาดกำลังกดดันให้ธนาคารกลางเริ่มต้องนำนโยบายการเงิน “กลับสู่ภาวะปกติ” โดยการเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายและเริ่มถอนสภาพคล่องออกจากระบบ โดยลดขนาดของงบดุลลง หรือเรียกว่า Quantitative Tightening (QT)
- KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทร ประเมินว่า ธนาคารกลางสหรัฐน่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรกในการประชุมเดือนมีนาคม และปรับอัตราดอกเบี้ยรวม 1.75% ในปีนี้ และมีโอกาสขึ้นต่อเนื่องอีกในปีหน้า ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นไปที่ 1.75-2.0% ในสิ้นปีนี้ และ 2.75-3.0% ในสิ้นปีหน้า
- นอกจากนี้ธนาคารกลางสหรัฐ น่าจะเริ่มลดขนาดของงบดุลในช่วงกลางปี และอาจจะลดงบดุลลงถึง 2 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในสองปีข้างหน้า ในขณะที่ธนาคารกลางใหญ่อื่นๆ กำลังขยับไปในทิศทางเดียวกัน
- แนวโน้มดอกเบี้ยที่กำลังเป็นขาขึ้น และภาวะสภาพคล่องล้นกำลังจะผ่านไป และกำลังจะมีแนวโน้มลดลง จะเป็นความท้าทายสำคัญต่อเศรษฐกิจและการลงทุน สินทรัพย์ที่ได้รับประโยชน์จากสภาพคล่องล้น เช่น สินทรัพย์ที่พึ่งพากระแสเงินสดในอนาคตยาวๆ สินทรัพย์ที่มี valuation สูง สินทรัพย์ที่คล้ายฟองสบู่ จะมีความท้าทายเพิ่มมากขึ้น
- สำหรับประเทศไทยความท้าทายสำคัญจะมาจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ช้ากว่าประเทศอื่น ๆ ในขณะที่กำลังเจอแรงกดดันจากอัตราเงินเฟ้อ สภาพคล่องที่กำลังลดลง ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และความผันผวนของค่าเงินบาทจะเป็นความท้าทายต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ

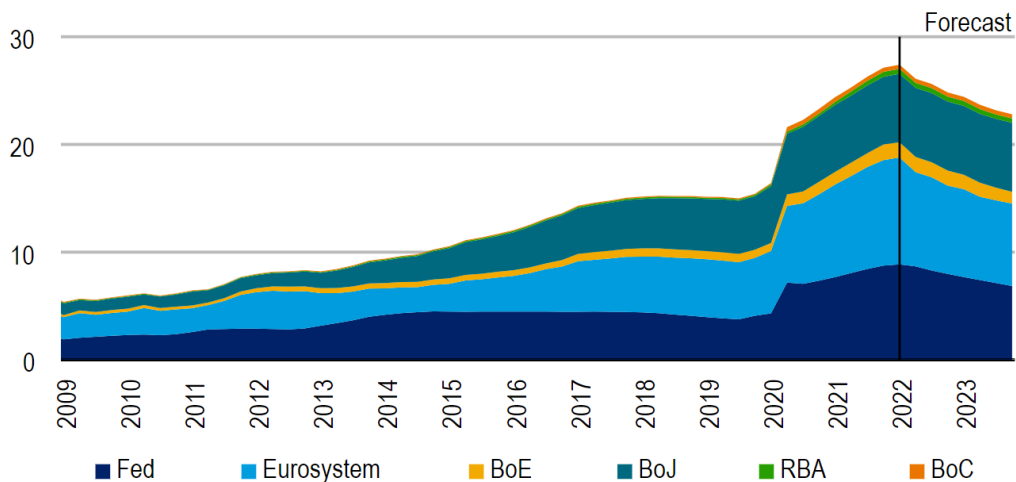
เมื่อสภาพคล่องกำลังจะหดลง: จาก QE tapering สู่ QT

หลังจากเกิดวิกฤตโควิดในปี 2020 จนเศรษฐกิจชะงักครั้งใหญ่ ธนาคารกลางทั่วโลกพากันกระตุ้นเศรษฐกิจกันแบบเต็มที่ ทั้งลดอัตราดอกเบี้ยเหลือศูนย์หรือติดลบ และนำมาตรการ Quantitative Easing หรือ QE กลับมาใช้อีกครั้งด้วยขนาดและความเร็วของการกระตุ้นที่ทั้งใหญ่และรวดเร็วกว่าวิกฤตการเงินโลกในปี 2008 ครั้งก่อนมาก

แต่เมื่อเศรษฐกิจกำลังเริ่มฟื้น ตลาดแรงงานกลับมาแข็งแกร่ง และแรงกดดันเงินเพื่อเริ่มสูงขึ้น ธนาคารกลางหลายประเทศเริ่มปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นและส่งสัญญาณกระตุ้นเศรษฐกิจในอัตราที่ลดลง รวมถึงการถอนการกระตุ้นด้วย QE กันแล้ว

สัญญาณเหล่านี้กำลังบอกว่าภาวะสภาพคล่องล้นและอัตราดอกเบี้ยต่ำกำลังจะผ่านไป อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินและภาวะการลงทุนที่ได้รับประโยชน์จากภาวะดังกล่าว และสร้างความท้าทายให้กับเศรษฐกิจไทย ในภาวะเศรษฐกิจไทยยังไม่ฟื้นตัวเท่าที่ควร

รูปที่ 1 : ขนาดงบดุลของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มมีแนวโน้มลดลง หลังจากเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากการอัดฉีดสภาพคล่องในช่วงวิกฤตโควิด



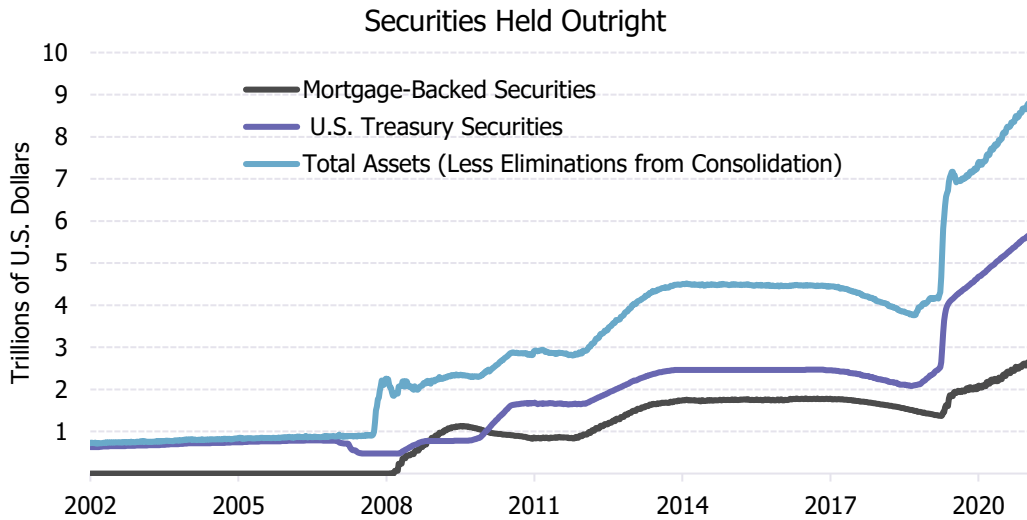
ที่มา: BofA Global Research

Unlimited QE หลังโควิด-19

ในระยะแรกหลังเศรษฐกิจโลกได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิด ธนาคารกลางใหญ่ๆ รวมถึง ธนาคารกลางสหรัฐ ธนาคารกลางยุโรป ธนาคารกลางอังกฤษ ธนาคารกลางญี่ปุ่น พากันลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และได้ดำเนินนโยบาย QE มาใช้เพื่อเสริมสภาพคล่องและลดต้นทุนทางการเงิน และลดความเสี่ยงที่จะเกิดวิกฤตการเงินครั้งใหญ่เหมือนปี 2008 อีก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) มีอัดฉีดแบบ “ไม่จำกัด” จนขนาดงบดุลของ Fed ปรับจากประมาณ 4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ เป็นประมาณ 7 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หรือเพิ่มขึ้น 3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในเวลาไม่กี่เดือน ซึ่งเป็นปริมาณที่ใกล้เคียงกับการใช้นโยบาย QE ในช่วงวิกฤตการเงินโลกในปี 2008 ซึ่งใช้เวลามากกว่า 6 ปี ซึ่งบ่งบอกถึงขนาดและความจำเป็นเร่งด่วนของปัญหาได้เป็นอย่างดี

และหลังจากนั้น มีการทยอยอัดฉีดสภาพคล่องต่อเนื่องอีกเดือนละ 1.2 แสนล้านเหรียญสหรัฐ จนขนาดของงบดุลล่าสุดแตะระดับ 9 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ก่อนที่จะมีการประกาศเริ่มลดปริมาณการอัดฉีดในเดือนพฤศจิกายนที่ผ่านมา ขณะที่ธนาคารกลางยุโรปและธนาคารกลางญี่ปุ่นยังคงมีการอัดฉีดด้วยนโยบายแบบนี้และใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบอย่างต่อเนื่อง

รูปที่ 2: ขนาดงบดุลนาครกลางสหรัฐฯ มูลค่าพันธบัตร และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อก่ออยู่อาศัยเป็นหลักประกัน (MBS) ที่นาครกลางสหรัฐฯ ถืออยู่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากการอัดฉีดสภาพคล่องในช่วงวิกฤตโควิด



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

QE คืออะไร?

การทำ Quantitative Easing คือการที่ธนาคารกลางเข้าซื้อสินทรัพย์ (เช่น พันธบัตรรัฐบาล) จากตลาดรอง (secondary market) เพื่อเพิ่มปริมาณเงิน หรือฐานเงิน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมหลังจากที่ลดอัตราดอกเบี้ยลงเหลือศูนย์ (หรือติดลบในบางกรณี) โดยมีวัตถุประสงค์สามข้อหลัก คือ

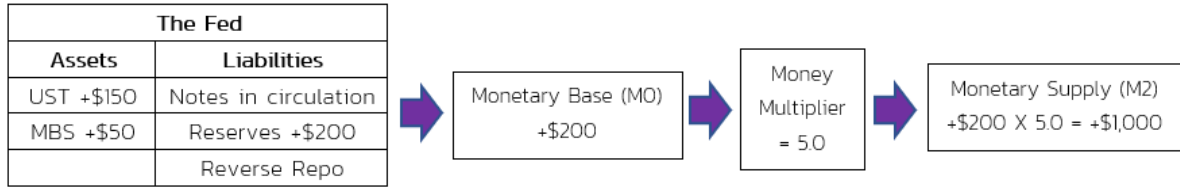
หนึ่ง เป็นการเติมฐานเงินอย่างต่อเนื่อง เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในระบบให้มีอยู่อย่างเพียงพอ และหลีกเลี่ยงการเกิดวิกฤตสภาพคล่อง

สอง เป็นการลดต้นทุนการกู้ยืมเงิน โดยการซื้อพันธบัตรเพื่อลดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงให้อยู่ในระดับต่ำ เพื่อให้ต้นทุนการกู้ยืมเงินต่างๆ (เช่น อัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้เอกชน หรือหุ้นกู้ที่หนุนหลังด้วยสินเชื่อสังหาริมทรัพย์)

สาม เพื่อกดให้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ปลอดภัย (เช่น พันธบัตรรัฐบาล) อยู่ในระดับต่ำมาก เพื่อให้ให้นักลงทุนที่มีทุนเหลือเก็บไว้ในสินทรัพย์ปลอดภัย ยอมเอาเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเพื่อให้สภาพคล่องในตลาดมีเพิ่มมากขึ้น

การทำ QE คือการเพิ่มขนาดของสินทรัพย์ของธนาคารกลาง โดยการซื้อสินทรัพย์ เช่น พันธบัตรรัฐบาล โดยการ "พิมพ์" ฐานเงิน (monetary base) ใหม่ขึ้นมา ในรูปของเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้ที่ธนาคารกลาง แม้ว่าฐานเงินเหล่านี้ จะไม่ถูกนับเป็นปริมาณเงิน (money supply) แต่ธนาคารสามารถนำไปปล่อยกู้เพิ่มกลายเป็นปริมาณเงินที่เพิ่มขึ้นในระบบ ผ่านกระบวนการ "สร้างเงิน" (money creation process)

รูปที่ 3: กลไกการส่งผ่านนโยบาย QE ของธนาคารกลางสหรัฐฯ ผ่านการเพิ่มฐานเงิน (Mo) ในรูปเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งสามารถนำไปปล่อยกู้ต่อในระบบ (M2) ได้



ที่มา: KKP Research

เศรษฐกิจฟื้น เงินเฟ้อพุ่ง

เมื่อสถานการณ์โควิดเริ่มคลี่คลาย และหลายประเทศเริ่มกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งจนอุปสงค์เริ่มกลับไปสูงกว่าช่วงก่อนโควิด แต่การฟื้นตัวที่ยังไม่เต็มที่และไม่พร้อมกันในหลายประเทศ ทำให้เกิดข้อจำกัดด้านอุปทาน เช่น ปัญหาโลจิสติกส์ในห่วงโซ่อุปทานโลก การขาดแคลนเซมิคอนดักเตอร์ที่จำเป็นในสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ และการลดการลงทุนในพลังงานฟอสซิล จนทำให้สินค้าโภคภัณฑ์หลายชนิด ค่าขนส่ง และราคาพลังงานพุ่งสูงขึ้นกว่าที่ควร จนอัตราเงินเฟ้อพุ่งสูงขึ้นเกินกว่าที่มีการประเมินไว้

แม้ว่าหลายปัจจัยที่ผลักดันเงินเฟ้อจะเป็นปัจจัยระยะสั้น แต่ข้อจำกัดหลายอย่าง ยังมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อในระยะยาว เช่น การขาดแคลนแรงงานทำให้อัตราค่าจ้างปรับตัวสูงขึ้น เงินเฟ้อที่สูงขึ้นเร็วและเริ่มนานกว่าที่คาด เริ่มส่งผลต่อการคาดการณ์เงินเฟ้อของแรงงานและผู้บริโภค ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้อัตราการว่างงานที่ปรับตัวดีขึ้นจนกลับไปใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดโควิด ยิ่งทำให้เหตุผลในการกระตุ้นเศรษฐกิจแบบเต็มที่เริ่มหมดไป โดยเฉพาะเมื่อเป้าหมายของการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ (อัตราเงินเฟ้อต่ำ และการจ้างงานเต็มที่) เริ่มเข้าเป้า และต้นทุนของเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงกว่าคาดสูงขึ้นเรื่อยๆ และกลายเป็นประเด็นทางการเมืองมากขึ้น

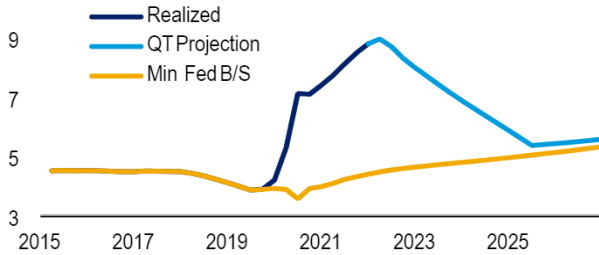
ในสหรัฐฯ อัตราเงินเฟ้อสูงถึง 7.5% ซึ่งสูงที่สุดในรอบกว่า 40 ปี และคาดว่าจะยังมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นไปอีก ก่อนจะค่อย ๆ ปรับตัวลงในช่วงครึ่งหลังของปี แต่ครั้งสุดท้ายที่โลกเจอปัญหาเงินเฟ้อในระดับนี้ คือช่วงหลังวิกฤตราคาน้ำมันในทศวรรษ 1970-1980 ที่ใช้เวลาหลายปีกว่าจะสามารถควบคุมเงินเฟ้อได้ และธนาคารกลางสหรัฐฯต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปเกินร้อยละ 15 และนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย

ความกังวลเหล่านี้ทำให้ Fed จะต้องเริ่มถอนคันเร่ง และปรับนโยบายการเงินให้เข้าสู่ภาวะปกติ โดยการลดการอัดฉีด (QE tapering) และต้องเริ่มพิจารณาแผนในการแตะเบรก แม้ว่าจะมีความไม่แน่นอนในการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจอยู่ นอกเหนือจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เมื่อธนาคารกลางต้องเริ่มถอนการกระตุ้น และเริ่มแตะเบรกการทำ QE มีการขึ้นดอกเบี้ยของสามขั้นตอนนี้คือ

1. QE tapering หรือการเริ่มซื้อสินทรัพย์ในอัตราที่ลดลง ในกรณีธนาคารกลางสหรัฐฯ จากที่เคยซื้อสินทรัพย์เดือนละ 1.2 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ธนาคารกลางสหรัฐฯประกาศในเดือนธันวาคมว่าจะลดการซื้อลงเดือนละ 3 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ และคาดว่าจะหยุดซื้อสินทรัพย์ใหม่ในเดือนมีนาคม และเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
2. รักษาขนาดของงบดุล หลังจากหยุดการซื้อสินทรัพย์ใหม่ ธนาคารกลางสามารถรักษาขนาดของงบดุลให้คงที่ และยังไม่ดูดสภาพคล่องออกจากระบบ โดยการนำพันธบัตรครบกำหนดชำระหนี้ไปลงทุนใหม่ เพราะสินทรัพย์ที่ธนาคารกลางสหรัฐฯซื้อคือพันธบัตรและตราสารหนี้ มีการจ่ายเงินต้นเมื่อครบกำหนดชำระหนี้ หากธนาคารกลางได้รับการชำระเงินต้น และไม่นำเงินส่วนนั้นกลับไปซื้อสินทรัพย์ใหม่ ก็จะทำให้ขนาดของงบดุลและสภาพคล่องในระบบลดลง

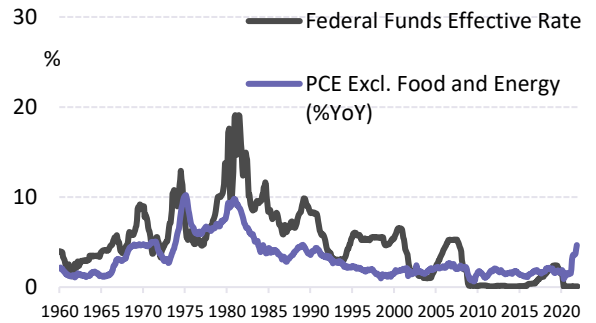
- Quantitative tightening หรือการปล่อยให้งบดุลมีขนาดเล็กลง โดยกำหนดวงเงินสูงสุดปล่อยให้ตราสารหนี้ครบอายุและไม่ลงทุนเพิ่ม และปรับเพิ่มวงเงินดังกล่าวให้มากขึ้นเรื่อยๆ เท่ากับเป็นการลดขนาดของงบดุล คุณสภาพคล่องออกจากระบบ และรัฐบาลต้องระดมทุนจากตลาดเพื่อชดเชยพันธบัตรที่ธนาคารกลางถืออยู่และครบอายุไป เท่ากับเป็นการเพิ่มปริมาณของพันธบัตรที่ขายให้กับตลาดการเงิน

รูปที่ 4: ขนาดงบดุลของธนาคารสหรัฐเทียบกับ GDP ของสหรัฐ โดยคาดว่างบดุลจะลดขนาดลงมาเท่ากับ 20% ของ GDP ช่วงปี 2025



ที่มา: BofA Global research, FRBNY, CBO

รูปที่ 5: อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ ที่เป็นศูนย์ และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐ

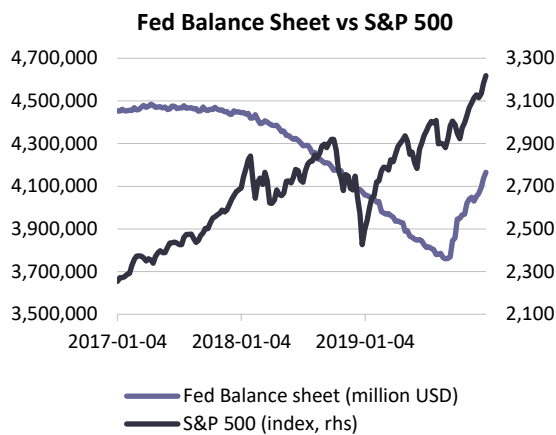


ที่มา: BofA Global research, FRBNY, CBO

ประสบการณ์การทำ QT ครั้งก่อน

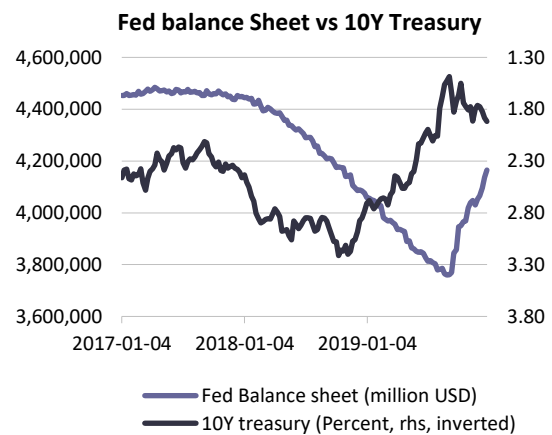
ถ้าย้อนไปดูการทำ QT ในครั้งแรกในปี 2017 ในครั้งนั้นเริ่มต้นจากในปี 2013 ที่ Ben Bernanke ประธาน Fed เริ่มส่งสัญญาณว่าจะเริ่มลดการซื้อพันธบัตร จนทำให้ตลาดการเงินทั้งตลาดพันธบัตรและตลาดหุ้นเกิดความผันผวนอย่างรุนแรงจนเหตุการณ์นั้นถูกเรียกว่า taper tantrum หลังจากนั้นก็นำเงินจากตราสารหมดอายุกลับไปซื้อพันธบัตรทั้งหมดเพื่อรักษาขนาดของงบดุลให้คงที่ไว้เกือบ 4 ปี ก่อนจะเริ่มประกาศลดการนำเงินไปลงทุนใหม่ และปล่อยให้ลดขนาดของงบดุล หรือ QT ในปลายปี 2017 (ดูรูปที่ 2)

รูปที่ 6: การลดขนาดงบดุลในครั้งก่อน ทำให้ตลาดหุ้นผันผวน ก่อนที่ในที่สุดจะปรับตัวสูงขึ้นได้



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

รูปที่ 7: การลดขนาดงบดุลในครั้งก่อน ทำให้ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐปรับเพิ่มขึ้นขึ้น



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

ในระบะเวลาดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรของสหรัฐฯอายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นเกือบ 1% จาก 2.3% ไปถึงจุดสูงสุดที่ 3.2% ก่อนที่จะปรับลดลงเมื่อเศรษฐกิจเริ่มมีสัญญาณชะลอตัว ในขณะที่ทางฝั่งของตลาดหุ้นนั้นมีความผันผวนเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด แม้ว่าดัชนี S&P500 จะไม่ได้มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่ก็มีการปรับลดลงเกือบ 10% ในช่วงปลายปี 2018 นอกจากนี้ ดัชนี S&P500 ยังเผชิญกับความผันผวนที่เพิ่มขึ้นอีกด้วย ในช่วงที่ Fed ลดขนาดของงบดุลอย่างต่อเนื่อง

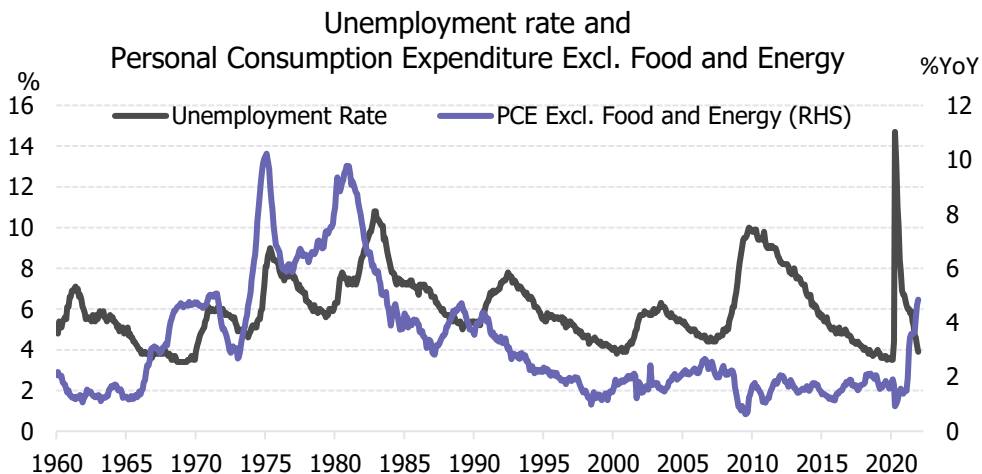
เมื่อ Fed ทயอยดึงสภาพคล่องออกไปเรื่อย ๆ จนไม่พอความต้องการของระบบธนาคารในช่วงปลายปี 2019 จนทำให้ทั้งดอกเบี้ยในตลาดการเงิน และดอกเบี้ยนโยบาย Effective Fed Fund Rate (EFFR) ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรุนแรงจนกระทบกับตลาดการเงิน ซึ่งเป็นสัญญาณว่าสภาพคล่องในระบบอาจถูกดูดออกไปมากกว่าที่ควร และธนาคารกลางสหรัฐต้องกลับอัดฉีดเงินกลับเข้าสู่ระบบ และขยายขนาดของงบดุลอีกครั้ง และรับประกันว่าจะเสริมสภาพคล่องต่อไปอีกหลายเดือนพอดีกับการระบาดของโควิดทำให้ QT รอบนั้นต้องจบลงไปพร้อม ๆ กันกับการทำ QE รอบใหม่เพื่อรับมือโรคระบาด

QT รอบนี้ต่างไปอย่างไร?

กระบวนการปรับนโยบายการเงินให้กลับสู่ภาวะปกติในครั้งนี้ น่าจะมีความต่างจากการปรับนโยบายครั้งก่อนพอสมควร เมื่อเทียบกับการปรับนโยบายหลังการใช้ QE ครั้งก่อน การปรับนโยบายน่าจะเกิดขึ้นในระยะเวลาที่สั้นกว่าและเร็วกว่า เพราะสาเหตุสามประการ

ประเด็นแรกคือ เพราะการฟื้นตัวของเศรษฐกิจแข็งแกร่งกว่า ฟื้นตัวเร็วกว่า ตลาดแรงงานตึงตัว และมีแรงกดดันเงินเฟ้อสูงกว่ามาก จนเริ่มเป็นแรงกดดันต่อการทำหน้าที่ของธนาคารกลาง

รูปที่ 8: อัตราการว่างงานของสหรัฐฯ ลดลงใกล้เคียงกับช่วงก่อนวิกฤตโควิด และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ ก็กำลังเพิ่มขึ้นลักษณะเดียวกับวิกฤตเงินเฟ้อในทศวรรษ 1970

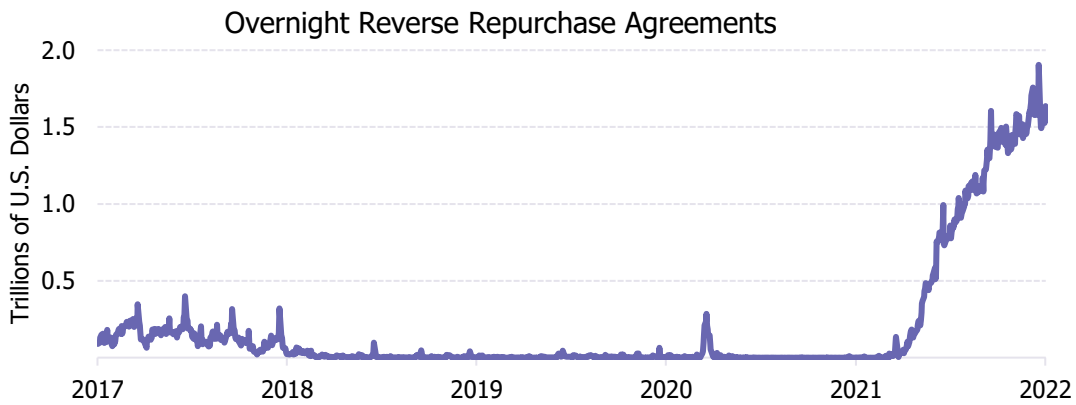


ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

ในบันทึกการประชุม FOMC ประจำเดือนธันวาคม 2021 เริ่มพูดถึงเป็นครั้งแรกว่า ควรจะเริ่มลดขนาดของงบดุลไม่นานหลังจากเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ย และตลาดคาดว่า จะเริ่มมีการปล่อยให้ขนาดของงบดุลของธนาคารกลางเริ่มลดลงกลางปีนี้ จากเดิมที่ตลาดคาดว่า จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี เป็นการส่งสัญญาณที่ชัดเจนว่าการลดขนาดของงบดุลรอบนี้น่าจะเกิดขึ้นเร็วกว่าการปรับขนาดของงบดุลรอบก่อน จนทำให้เกิดภาวะผันผวนในตลาดหุ้น และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวสูงขึ้น

ประเด็นที่สองคือ สภาพคล่องในระบบธนาคารรอบนี้สูงกว่าชัดเจน จากธุรกรรมขายคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ของ Fed ที่สะท้อนว่าตลาดการเงินมีสภาพคล่องเหลือจนต้องนำสภาพคล่องส่วนเกินกลับมาฝากไว้ที่ Fed ชั่วคราว โดยรอบนี้ธุรกรรมดังกล่าวเพิ่มขึ้นจากประมาณ 2-3 แสนล้านเหรียญสหรัฐมาอยู่ที่ 1.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ สภาพคล่องส่วนเกินที่มีอยู่มาก อาจไหลกลับเข้ามาในระบบ ทำให้ Fed ต้องถอนการกระตุ้นในอัตราที่เร็วมากขึ้น

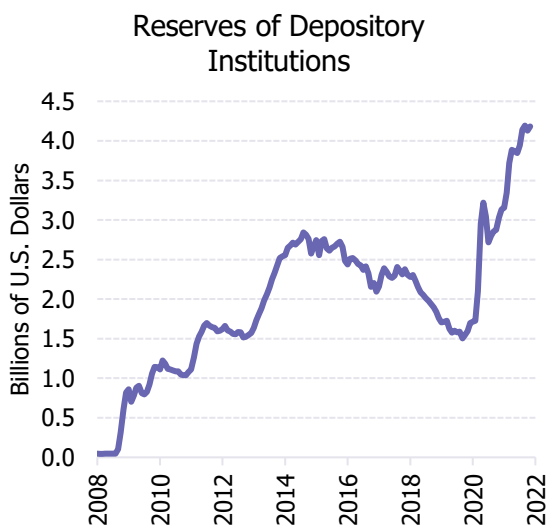
รูปที่ 9: สภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินที่วัดจากรูทรม Reverse Repo มีมากกว่าในอดีตอย่างชัดเจน



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

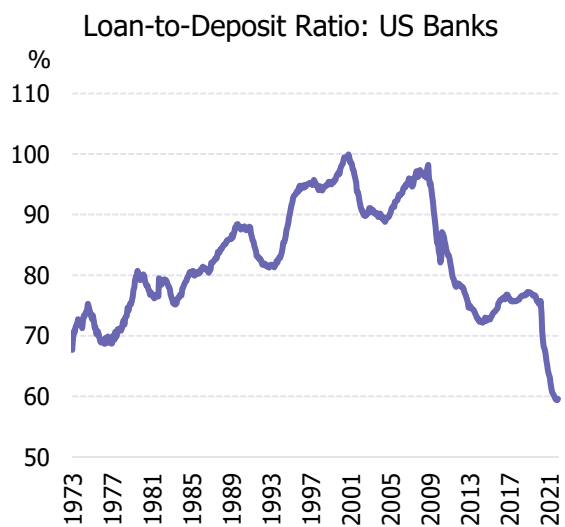
นอกจากนี้ หลังการทำ QE ในปริมาณมหาศาล ทำให้ระบบธนาคารมีเงินสำรองส่วนเกินอยู่ในปริมาณที่สูงมาก และสัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดเท่าที่เคยมีมา หากเศรษฐกิจเริ่มฟื้น และระบบธนาคารเริ่มกลับมาปล่อยกู้อีกครั้ง เงินสำรองและสภาพคล่องส่วนเกินเหล่านี้จะเป็นตัวเร่งให้เกิดสินเชื่อใหม่และสภาพคล่องเพิ่มอีกปริมาณมหาศาลผ่านตัวคูณทางการเงิน

รูปที่ 10: เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์อยู่ในระดับสูงมาก



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

รูปที่ 11: สัดส่วนของเงินปล่อยกู้ต่อเงินฝาก อยู่ในระดับต่ำ



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

จึงมีความเสี่ยงที่ ธนาคารกลางอาจต้องถอนการกระตุ้นและลดขนาดของงบดุล ในอัตราที่รวดเร็วกว่าที่คิดได้หากไม่สามารถควบคุมเศรษฐกิจที่ร้อนแรงและเงินเฟ้อในระดับสูงได้ ซึ่งจะมีผลต่อสภาพคล่องในระบบและอัตราดอกเบี้ยในตลาดได้ อย่างไรก็ตาม อาจจะมีประเด็นจากบทเรียนในอดีตว่า Fed เองก็อาจไม่แน่ใจว่าสภาพคล่องที่เหมาะสมของระบบการเงิน (และเศรษฐกิจ) ที่จะต้องลดลงไปอยู่ที่ระดับใด การถอนสภาพคล่องไปเรื่อย ๆ อาจสร้างความผันผวนในตลาดการเงินได้

จะขึ้นดอกเบี้ยได้แค่ไหน

นอกจากนี้ ยังถกเถียงกันค่อนข้างมากกว่า Fed จะสามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปได้แค่ไหน ในครั้งก่อน Fed ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นไปได้ประมาณ 2.5% ก็ต้องหยุด เพราะเจอสัญญาณเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวและต้องเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ก่อนจะเจอกับวิกฤตโควิด

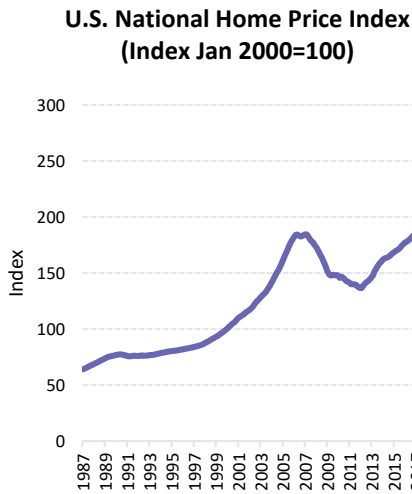
ส่วนในรอบนี้แม้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะค่อนข้างแข็งแกร่ง และมีแรงกดดันจากเงินเฟ้อมากกว่า แต่ภาคเศรษฐกิจที่น่าการฟื้นตัวรอบนี้คือ ตลาดทุน ตลาดอสังหาริมทรัพย์ และการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงต่าง ๆ ซึ่งอ่อนไหวต่อต้นทุนทางการเงิน ดอกเบี้ยที่สูงขึ้นอาจทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงและตลาดการเงินมีความผันผวน และระดับหนี้ที่อยู่ในระดับสูงมาก ทำให้ภาระหนี้ปรับตัวสูงขึ้นพร้อม ๆ กับอัตราดอกเบี้ย กระทบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจได้ และตลาดคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจจะขึ้นไปได้ไม่สูงนัก แต่ก็อาจจะเพียงพอต่อการสร้างความผันผวนให้กับตลาดได้ โดยเฉพาะหากแรงกดดันจากเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงและยาวนานกว่าที่คาด

ผลกระทบต่อตลาดการเงิน

ด้วยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ในขณะที่สภาพคล่องที่ล้นระบบ และอัตราดอกเบี้ยอยู่ยังคงในระดับที่ต่ำเป็นประวัติการณ์ ทำให้เกิดการเก็งกำไรราคาสินทรัพย์ประเภทต่างต่างอย่างกว้างขวาง จนราคาสินทรัพย์หลายประเภทมี valuation สูงเป็นประวัติการณ์ และสินทรัพย์หลายชนิดถูกตั้งคำถามว่ากำลังอยู่ในภาวะฟองสบู่

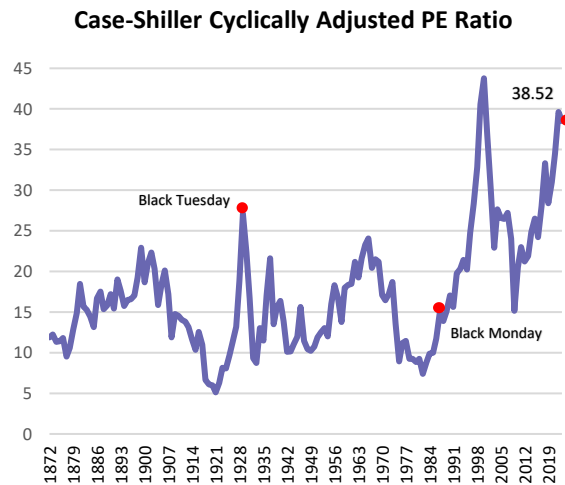
แม้ว่า ในรอบการปรับอัตราดอกเบี้ยในอดีตที่ผ่านมา ราคาสินทรัพย์ เช่น หุ้น อาจจะสามารถปรับตัวขึ้นได้ จากเศรษฐกิจและกำไรที่ปรับตัวดีขึ้น แต่เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้น และสภาพคล่องที่กำลังจะเริ่มหดตัวลง อาจจะทำให้สินทรัพย์ที่พึ่งพากระแสเงินในอนาคตยาว ไม่สามารถปรับกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น พึ่งพาเงินกู้มาก มีความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง และมี valuation สูง ๆ ได้รับแรงกดดัน และอาจปรับตัวลดลงได้ และเราเริ่มเห็นผลกระทบจากความผันผวนของสินทรัพย์เหล่านี้ ในช่วงที่ผ่านมา เมื่อตลาดเริ่มมีการปรับการคาดการณ์การปรับนโยบายของธนาคารกลางต่าง ๆ การลงทุนจึงต้องใช้ความระมัดระวังมากขึ้น และให้ความสนใจต่อบัจจัยพื้นฐานมากยิ่งขึ้น

รูปที่ 12: ดัชนีราคาบ้านของสหรัฐสูงกว่าในช่วงที่เกิดภาวะฟองสบู่ในช่วงปี 2008



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

รูปที่ 13: valuation ของตลาดหุ้นสหรัฐ วัดจากอัตราส่วน PE ในระยะยาว อยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับอดีต



ที่มา: Federal Reserve Economic Data, KKP Research

ผลกระทบต่อประเทศไทย

KKP Research คาดว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายถึง 7 ครั้ง (ครั้งละ 0.25%) ในปีนี้ และอีก 4 ครั้งในปีหน้า และเริ่มลดขนาดของงบดุลในช่วงกลางปี แต่ประเมินว่า สภาพเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันยังคงอยู่ต่ำกว่าระดับศักยภาพค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงในพื้นที่ตัว และตลาดแรงงานยังคงอ่อนแอ ทำให้อาณาการแห่งประเทศไทยยังไม่สามารถปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายได้ จนกว่าเศรษฐกิจไทยจะเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวเต็มที่ ซึ่งอาจจะเป็นในช่วงปลายปีหรือต้นปีหน้า และอาจจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้อย่างช้าๆ ตามการฟื้นตัวที่ยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะไม่ปรับขึ้น การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและการถอนกระดุนเศรษฐกิจในประเทศไทยเศรษฐกิจขนาดใหญ่อาจทำให้ดอกเบี้ยในตลาดการเงินและต้นทุนการกู้ยืมเงินในประเทศเริ่มมีการปรับตัวสูงขึ้นได้ ซึ่งจะกระทบต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม แรงกดดันเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะจากราคาพลังงานที่สูงขึ้น ราคาอาหาร และภาวะการขาดแคลนแรงงาน จะเป็นแรงกดดันในการตัดสินใจด้านนโยบาย นอกจากนี้ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นอาจส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนและส่งผลให้ค่าเงินบาทมีความผันผวนมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่ประเทศไทยยังคงมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจากรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างประเทศที่ยังไม่กลับมา

อย่างไรก็ตาม ด้วยปัจจัยพื้นฐานของประเทศที่ยังมีความแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ ทั้งอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ แม้มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดแต่ก็ไม่อยู่ระดับที่สูงมากนัก และเงินสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ระดับสูง เชื่อว่าเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทยคงไม่ได้รับผลกระทบในทางลบมากนัก