

March 09, 2022

# KKP Research

ความขัดแย้งยูเครน-รัสเซีย กับผลกระทบต่อ  
เศรษฐกิจ

ผู้เขียน

ลัทธกิตติ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเว

นักวิเคราะห์

## KKP Research โดยกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร

พิพัฒน์ เหลืองนฤมิตชัย

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ และหัวหน้าฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์

ลัทธกิตติ์ ลากอุดมการ

นักวิเคราะห์

เคนเน็ท โดแนลด์ นิลเว

นักวิเคราะห์

วรเทพ วงศ์วิริยะสิทธิ์

นักวิเคราะห์

อารยา กาญจนะนัช

นักวิเคราะห์

บุรกร กิพย์สกุลชัย

นักวิเคราะห์

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้ขอคิดเห็นที่ปรากฏเป็นความคิดเห็นของฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจและกลยุทธ์ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินเกียรตินาคินภัทร เว้นแต่จะได้แจ้งไว้และขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงข้อมูลและความคิดเห็นโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

# KKP Research

March 09, 2022

## ความขัดแย้งยูเครน-รัสเซีย กับผลกระทบต่อเศรษฐกิจ



### KEY TAKEAWAYS:

- KKP Research โดยเกียรตินาคินภัทรประเมินว่าสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างยูเครนและรัสเซียยังมีความไม่แน่นอนสูง โดยมีทางออกที่เป็นไปได้ 3 ทาง คือ 1) รัสเซียบุกเข้ายึดกรุงเคียฟและโค่นล้มรัฐบาลยูเครนสำเร็จ 2) การเจรจาหยุดยิงระหว่างยูเครนและรัสเซียประสบความสำเร็จ 3) สงครามยืดเยื้อเป็นเวลานานและแผ่กว้าง อย่างไรก็ตามจากความขัดแย้งระหว่างยูเครนและรัสเซียเป็นมากกว่าความขัดแย้งด้านเศรษฐกิจ ทำให้การเจรจาเกิดขึ้นได้ยากและสงครามมีแนวโน้มยืดเยื้อและกระทบเศรษฐกิจมากขึ้น
- แม้ว่าสหรัฐ ฯ และยุโรปจะมีการตัดธนาคารบางแห่งของรัสเซียออกจากระบบ SWIFT หรือเครือข่ายทางการเงินระดับโลกและส่งผลกระทบต่อค่าเงิน RUB อ่อนค่าลงมหาศาล แต่มาตรการดังกล่าวจะยังไม่เพียงพอที่จะทำให้รัสเซียยุติสงคราม และสงครามยังคงมีแนวโน้มยืดเยื้อต่อไป
- มีความเป็นไปได้ที่ประเทศตะวันตกจะนำมาตรการคว่ำบาตรทางพลังงานมาใช้จริงในช่วงหลังจากนี้ จากท่าทีของเยอรมันเปลี่ยนไปในรอบหลายปีหากรัสเซียเพิ่มความรุนแรงในยูเครนในกรณีดังกล่าวหากน้ำมันดิบจากรัสเซียถูกตัดขาดจากตลาดโลกอาจทำให้ราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 200 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล
- KKP Research ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะเข้าสู่ภาวะ Stagflation ชัดเจนขึ้น โดยเศรษฐกิจจะโตได้ช้าลงในขณะที่เงินเฟ้อสูงขึ้นเร็ว ผ่านผลกระทบใน 3 ช่องทางหลัก คือ 1) การค้าระหว่างประเทศที่อาจชะลอตัวลงตามเศรษฐกิจยุโรป 2) อัตราเงินเฟ้ออาจพุ่งสูงขึ้นเกิน 4% ในปี 2022 สูงที่สุดในรอบ 14 ปีตามราคาพลังงานโลก และ 3) นักท่องเที่ยวรัสเซียซึ่งเป็นกลุ่มนักท่องเที่ยวที่กลับมาได้เร็วในช่วงหลังโควิด-19 จะหายไปทั้งหมดจะส่งผลต่อเนื่องให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลลดลงและเป็นแรงกดดันต่อค่าเงินบาทให้อ่อนค่าลงในระยะสั้นได้

## ความขัดแย้งยูเครน-รัสเซีย กับผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

ความขัดแย้งระหว่างยูเครนและรัสเซียกำลังทวีความรุนแรงยิ่งขึ้นและกลายเป็นสถานการณ์ที่สร้างผลกระทบไปทั่วโลกและในมิติของการเมืองและเศรษฐกิจ หลังจากที่รัสเซียประกาศรับรองเอกราชของสาธารณรัฐประชาชนโดเนตสค์และสาธารณรัฐประชาชนลูฮันส์ก และได้มีการยิงจรวดขีปนาวุธหลายลูกเข้าไปในหลายหัวเมืองของยูเครนและมีเคลื่อนกำลังพลทหารเข้าไปในยูเครนจากหลากหลายทิศทาง ความรุนแรงที่ประทุขึ้นมาในครั้งนี้ ถือได้ว่าเป็นความขัดแย้งที่รุนแรงที่สุดในทวีปยุโรปนับตั้งแต่สงครามโลกครั้งที่สองและสงครามเย็น

ในช่วงที่ผ่านมานักวิเคราะห์และตลาดการเงินมองเหตุการณ์สงครามเป็นเพียงความเสี่ยงที่มีโอกาสเกิดขึ้นน้อยมาก (Tail risk) และไม่ได้เตรียมรับมือกับผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นตามมาในกรณีเลวร้าย อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่ากรณีความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนมีแนวโน้มรุนแรงและยืดเยื้อกว่าที่ตลาดคาด และแม้ผลกระทบทางตรงต่อเศรษฐกิจไทยจะไม่มีมากนัก แต่ผลกระทบทางอ้อมจากราคาลงงาน เงินเฟ้อ และทิศทางนโยบายการเงินในประเทศพัฒนาแล้ว อาจทำให้เศรษฐกิจไทยก้าวเข้าสู่กรณีเลวร้ายในปี 2022 และกระทบกับการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญได้

### สงครามครั้งนี้จะรุนแรงได้อีกแค่ไหน ?

KKP Research ประเมินว่าสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างยูเครนและรัสเซียไม่สามารถประเมินได้จากเฉพาะมิติทางเศรษฐกิจแต่ต้องเข้าใจความขัดแย้งในทุกมิติ ของทั้งรัสเซีย ยูเครน และประเทศตะวันตก โดยจุดประสงค์ของประธานาธิบดี วลาดิมีร์ ปูติน ชัดเจนมากที่สุด คือการขัดขวางไม่ให้ยูเครนเข้าร่วมเป็นสมาชิกขององค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ (NATO) เพราะปูตินมองว่าเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นขยายอิทธิพลของ NATO มายังทิศตะวันออกมากขึ้น โดยจะทำให้ NATO สามารถนำกองกำลังทหารเข้าไปในยูเครนซึ่งจะขัดกับพรหมแดนของรัสเซีย ในขณะที่ความต้องการของยูเครนคือต้องการมีเอกราชเป็นของตนเองและในช่วงที่ผ่านมาได้มีความประสงค์ที่ชัดเจนว่าต้องการที่จะเป็นสมาชิกของ NATO เพื่อเป็นการใช้ประเทศตะวันตกมาคานอำนาจของรัสเซีย ทั้งหมดทำให้ความขัดแย้งเกิดขึ้นและรัสเซียตัดสินใจส่งกองกำลังบุกยูเครน

KKP Research ประเมินว่าผลลัพธ์ของสงครามในครั้งนี้มีความเป็นไปได้ 3 ทาง คือ

- 1) รัสเซียบุกเข้ายึดกรุงเคียฟและโค่นล้มรัฐบาลยูเครนสำเร็จ หลังจากที่รัสเซียได้สะสมกำลังพลรอบยูเครนและได้เริ่มเคลื่อนกำลังพลเข้ายูเครนในหลากหลายทิศทาง แสดงให้เห็นว่าประธานาธิบดีปูตินมีความตั้งใจที่จะบุกยึดกรุงเคียฟโค่นล้มรัฐบาลปัจจุบันของยูเครนและมีการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่ที่เป็นมิตรต่อรัสเซียผ่านกระบวนการประชาธิปไตย ในการนี้การสู้จะจบแบบรวดเร็วแต่ความรุนแรงและความเสียหายขึ้นอยู่กับแรงต่อต้านของกองกำลังและประชาชนยูเครน และบังคับให้ประเทศตะวันตกอาจต้องยกระดับมาตรการคว่ำบาตรไปยังการตัดขาดการซื้อน้ำมันและก๊าซธรรมชาติจากรัสเซีย ในขณะที่ทางรัสเซียอาจตอบโต้ด้วยการจำกัดอุปทานของพลังงาน
- 2) การเจรจาหยุดยิงระหว่างยูเครนและรัสเซียประสบความสำเร็จ หากกองกำลังและประชาชนยูเครนสามารถต่อต้านกำลังพลของรัสเซียได้หรือทำให้รัสเซียคิดว่าความเสียหายต่อกำลังพลของตนเองจะสูงมากอาจทำให้รัสเซียตัดสินใจที่จะยอมเจรจาหยุดยิง อย่างไรก็ตาม ทางฝั่งรัสเซียคงจะยังเรียกร้องให้ยูเครนมีทิศทางที่เป็นกลาง ดังนั้นผลลัพธ์ของการเจรจาอาจขึ้นอยู่กับว่าทางยูเครนเปลี่ยนทิศทางหรือไม่หลังจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น หรือทาง NATO และประเทศตะวันตกจะยอมไม่พิจารณายูเครนให้เป็นสมาชิกและมีการลดการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจด้วยหรือไม่ ในกรณีนี้มีความเป็นไปได้ที่ทางพิจารณาลดมาตรการคว่ำบาตรหากรัสเซียยอมถอนกำลังทหารออกจากยูเครนและเจรจาหยุดยิง
- 3) สงครามยืดเยื้อเป็นเวลานานและแผ่กว้าง หากการเจรจาไม่ประสบความสำเร็จและรัสเซียยังคงมุ่งมั่นในการบุกยึดกรุงเคียฟ อาจทำให้การต่อสู้ในยูเครนยืดเยื้อและพัฒนาไปเป็นสงครามกองโจร (Guerrilla warfare) ทางฝั่งประเทศตะวันตกจะส่งอาวุธให้แก่กองกำลังต่อต้านในยูเครนเพื่อต่อสู้กับกองกำลังรัสเซียผ่านชายแดนทางตะวันตกของยูเครนซึ่งอาจทำให้ความตึงเครียดระหว่างกองกำลังรัสเซียและกองกำลังของ NATO ในประเทศสมาชิกที่เคยเป็นส่วนหนึ่งของ

สหภาพโซเวียตเพิ่มขึ้นได้แก่ โปแลนด์ สาธารณรัฐเช็ก ฮังการี บัลแกเรีย และเอสโตเนีย เป็นต้น นอกจากนี้ ความขัดแย้งที่ยาวนานจะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงที่ความขัดแย้งลุกลามไปเป็นความขัดแย้งทางนิวเคลียร์เนื่องจากรัสเซียเป็นหนึ่งในประเทศที่ครอบครองอาวุธนิวเคลียร์ หากรัสเซียถูกบีบจนเพิ่มคำขู่ว่าจะใช้อาวุธนิวเคลียร์จะทำให้ความผันและความกังวลในตลาดการเงินและเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นอย่างยิ่ง

ทั้งนี้ การคาดเดาว่าสถานการณ์จะออกมาเป็นรูปแบบใดเป็นเรื่องยากเนื่องจากความไม่แน่นอนของสงครามมีสูงและข้อมูลที่รายงานจากทั้งสองฝั่งอาจคาดเคลื่อนด้วยความที่ทั้งสองฝั่งนั้นกำลังทำสงครามข้อมูลกันอยู่ (Information warfare) อีกหนึ่งตัวแปรที่สำคัญที่จะชี้ว่าสถานการณ์จะเป็นอย่างไรคือ มาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจจากประเทศตะวันตก

## สรุปมาตรการคว่ำบาตรรัสเซีย

หลายประเทศทั่วโลกเริ่มมีการใช้มาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจเพื่อต่อต้านรัสเซีย โดยทั้งสหรัฐฯ สหราชอาณาจักร เยอรมนี ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ ออสเตรเลีย ได้ออกมาประณามการรุกรานของรัสเซียและส่งสัญญาณชัดเจนว่ารัสเซียจะต้องรับผิดชอบต่อความรุนแรงในครั้งนี้โดยมาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาในเบื้องต้นมุ่งเน้นไปที่การอายัดทรัพย์สินของบุคคลที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาล Kremlin อายัดทรัพย์สินของธนาคารบางแห่งและได้ตัดสินใจการซื้อขายตราสารหนี้ของธนาคารดังกล่าวในตลาดการเงินสหรัฐฯและยุโรป แต่หลังจากที่การต่อสู้เริ่มทวีความรุนแรงขึ้น สหรัฐฯและยุโรปได้ประกาศว่าจะตัดธนาคารบางแห่งของรัสเซียออกจากระบบ SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) ซึ่งเป็นเครือข่ายการเงินระดับโลกที่ช่วยในการส่งข้อความเพื่อแจ้งให้ผู้ชำระเมื่อมีการทำรายการโอนหรือชำระเงินเกิดขึ้นคำถามสำคัญ คือ มาตรการเหล่านี้ใช้ได้ผลและกระทบรุนแรงแค่ไหนต่อเศรษฐกิจรัสเซีย

| มาตรการคว่ำบาตร |   |
|-----------------|---|
| US              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ตัดขาดไม่ให้บุคคลหรือบริษัททำธุรกรรมกับธนาคารกลางรัสเซีย</li> <li>- ตัดธนาคารพาณิชย์รัสเซียบางแห่งออกจากระบบ SWIFT</li> <li>- ระงับการส่งออกสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูง</li> <li>- ร้องขอให้แพลตฟอร์มที่นำเสนอการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ดิจิทัลระงับไม่ให้บุคคลหรือองค์กรจากรัสเซียเข้าถึงสิทธิการใช้งาน</li> </ul> |
| EU              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ตัดการทำธุรกรรมกับธนาคารกลางของรัสเซีย</li> <li>- ตัดธนาคารพาณิชย์รัสเซียบางแห่งออกจากระบบ SWIFT</li> <li>- ระงับการส่งออกสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูง</li> <li>- บล็อกไม่ให้เงินทุนจากรัสเซียเข้าซื้อหลักทรัพย์ใน EU</li> </ul>   |
| UK              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ตัดธนาคารพาณิชย์รัสเซียบางแห่งออกจากระบบ SWIFT</li> <li>- ระงับการส่งออกสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูง</li> <li>- ระงับไม่ให้เรือสัญชาติรัสเซียเข้าเทียบท่าเรือ</li> </ul>   |
| Asia            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ตัดธนาคารพาณิชย์รัสเซียบางแห่งออกจากระบบ SWIFT</li> <li>- ลิงคโพรบล็อคไม่ให้ธนาคารจากรัสเซียทำธุรกรรมทางการเงินในประเทศ</li> </ul>  |

ที่มา: Bloomberg

มาตรการคว่ำบาตรคาดว่าจะส่งผลกระทบในด้านลบต่อปริมาณธุรกรรมของธนาคารเนื่องจากการถอดธนาคารบางแห่งออกจากระบบ SWIFT จะทำให้ต้นทุนต่อธุรกรรมของธนาคารนั้นเพิ่มสูงขึ้นและมีความปลอดภัยลดน้อยลง ทั้งนี้ ธนาคารที่ถูกแบนออกจาก

วิธีการอื่นในการยืนยันธุรกรรม เช่น อีเมล โทรคัพพ์ ระบบ SPFS ของจีนหรือ Bitcoin หรือทำผ่านธนาคารอื่นในรัสเซียที่ไม่ถูกถอดออกจากระบบ ซึ่งสะท้อนว่าการการถอดธนาคารบางแห่งออกจากระบบ SWIFT อาจยังไม่กำจัดธุรกรรมทางการเงินทั้งหมดไป

อย่างก็ตาม มาตรการที่มีผลรุนแรงต่อเศรษฐกิจคือการตัดธนาคารกลางของรัสเซียไม่ให้ทำธุรกรรมสกุลเงินดอลลาร์ แม้ว่าเงินทุนสำรองของรัสเซียจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา แต่ด้วยมาตรการคว่ำบาตรทำให้รัสเซียสามารถเข้าถึงเงินทุนสำรองของตนเองเพียง 35% ของเงินทุนสำรองเท่านั้นซึ่งเก็บไว้ในรัสเซียและจีน ความกังวลเรื่องนี้ทำให้ค่าเงิน USD/RUB อ่อนค่าลงอย่างรุนแรงถึง 30% จนทำให้ธนาคารกลางรัสเซียต้องปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น 2 เท่าเป็น 20% และยังออกมาสั่งห้ามไม่ให้นักลงทุนต่างชาติขายหลักทรัพย์ในประเทศ เพื่อพยายามลดแรงกดดันให้ค่าเงินอ่อนไปมากกว่านี้ ถ้าหากค่าเงิน RUB อ่อนค่าต่อเนื่องจะทำให้ราคาสินค้านำเข้าพุ่งสูงขึ้นรุนแรงและจะมีผลทำให้เศรษฐกิจรัสเซียเกิดภาวะขาดแคลนในประเทศและภาวะเงินเฟ้อในระดับสูง นอกจากนี้ ความเสี่ยงอื่นๆที่สำคัญคือการผิมนัดชำระหนี้ของตราสารหนี้รัสเซียที่นอกจากจะมีผลต่อมูลค่าของตราสารหนี้ของรัสเซียยังอาจส่งผลกระทบต่อคู่สัญญาในต่างประเทศอีกด้วย ธนาคารหรือกองทุนที่ถือครองตราสารหนี้รัสเซียหรือตราสารที่เกี่ยวข้อง ทั้งในสหรัฐฯ ยุโรปอาจได้รับผลกระทบสืบเนื่องจนนำไปสู่ภาวะ Fund run หรือการเทขายกองทุนได้

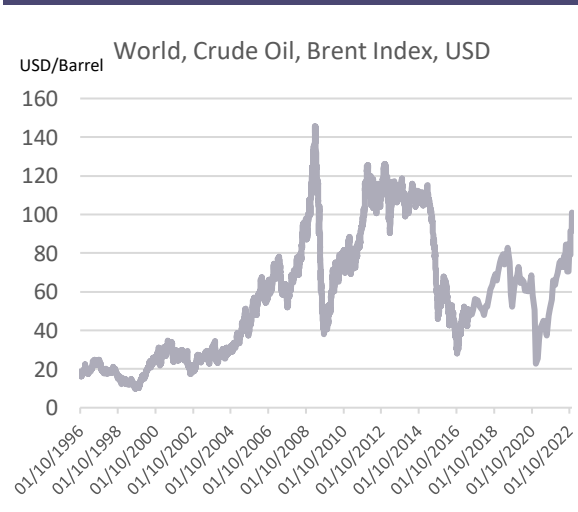
ในท้ายที่สุดแล้วการสูญเสียเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอาจนำไปสู่ความไม่พอใจของประชาชนรัสเซียซึ่งจะเพิ่มความเสี่ยงต่อเสถียรภาพทางการเมืองภายในรัสเซีย หนึ่งในทางเลือกของรัสเซียคือการขอเจรจาหยุดยิงเพื่อลดความเสียหายต่อกำลังและเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม หากรัสเซียเลือกที่จะยกระดับการโจมตี อีกหนึ่งคำถามที่สำคัญคือ ประเทศตะวันตกจะยกระดับมาตรการคว่ำบาตรขึ้นไปอีกหรือไม่?

รูปที่ 1: ธนาคารกลางรัสเซียอาจเข้าถึงเงินทุนสำรองได้เพียง 35% ของทั้งหมดที่เก็บในรัสเซียและจีน



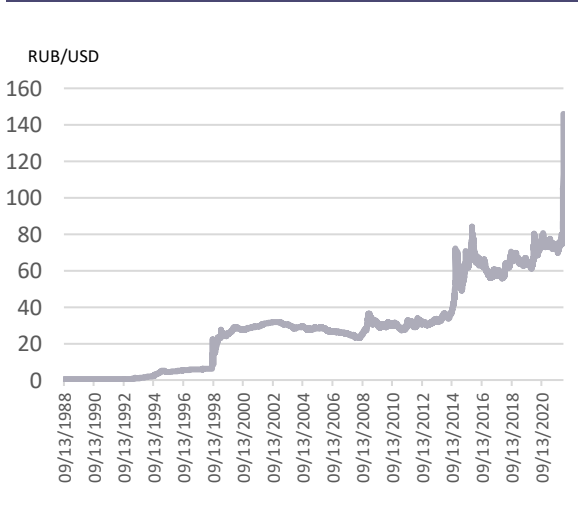
ที่มา: Central Bank of Russia

รูปที่ 2: ราคาน้ำมันดิบปรับสูงขึ้นจากความกังวลเรื่องอุปทานของน้ำมันดิบ



ที่มา: Intercontinental Exchange (ICE)

รูปที่ 3: ค่าเงิน RUB อ่อนค่าอย่างรุนแรงหลังจากประกาศภาวะฉุกเฉินประกาศมาตรการคว่ำบาตร



ที่มา: Macrobond

## มาตรการคว่ำบาตรพลังงาน อาจดันราคาน้ำมันแตะ 200 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรล

ผลกระทบทางเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นจากสงครามในครั้งนี้จะขึ้นอยู่กับมาตรการคว่ำบาตรของประเทศตะวันตกเป็นหลัก และจำเป็นต้องทำความเข้าใจการตัดสินใจในระยะต่อไปของประเทศตะวันตก

ค่อนข้างชัดเจนว่ามาตรการคว่ำบาตรที่ประกาศใช้ไปแล้วในปัจจุบันยังไม่เพียงพอที่จะทำให้รัสเซียหยุดการรุกรานจากรัสเซีย และรัสเซียยังสามารถหาช่องทางหลบเลี่ยงมาตรการคว่ำบาตรได้ KKP Research ประเมินว่าปัจจัยที่จะเป็นตัวกำหนดการประกาศใช้มาตรการคว่ำบาตรเพิ่มเติมของประเทศตะวันตกในระยะถัดไป คือ

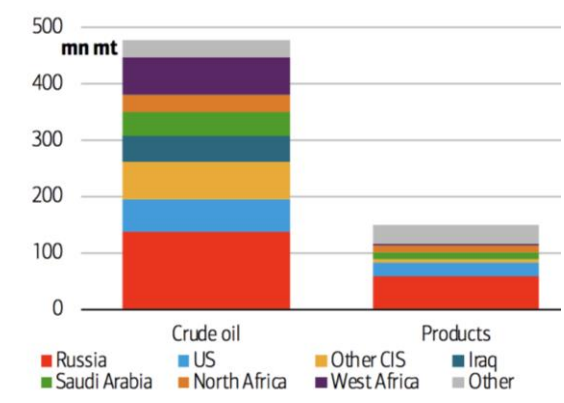
- 1) ความเสี่ยงที่จะยิ่งทำให้ความขัดแย้งแผ่กว้างและความรุนแรงของการรุกราน หากความขัดแย้งทวีความรุนแรงเพิ่มขึ้นไปอีกจนมีความเสียหายหรือผู้เสียชีวิตจำนวนมากอาจบังคับให้ประเทศตะวันตกต้องยกระดับมาตรการคว่ำบาตรต่อรัสเซียให้รุนแรงขึ้นไปอีก
- 2) ผลกระทบย้อนกลับต่อเศรษฐกิจตนเอง จากมาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจที่เป็นไปได้มากที่สุด คือ การหยุดการซื้อน้ำมันหรือก๊าซธรรมชาติจากรัสเซีย แต่มาตรการดังกล่าวจะทำให้เกิดผลกระทบย้อนกลับต่อเศรษฐกิจของยุโรปเช่นกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่มีการพึ่งพาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติจากรัสเซียในสัดส่วนสูง หากรัสเซียตอบโต้มาตรการคว่ำบาตรด้วยการปิดท่อส่งก๊าซ จะเพิ่มความเสี่ยงต่อการเกิดภาวะขาดแคลนพลังงานและทำให้ราคาพลังงานเพิ่มสูงขึ้นอย่างยิ่งในยุโรปซึ่งจะมีผลกระทบด้านลบต่อความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ

รูปที่ 4: แผนที่การส่งต่อก๊าซจากรัสเซียไปยังยุโรป



ที่มา: Wikimedia Commons, BofA GLOBAL RESEARCH

รูปที่ 5: ยุโรปพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมจากรัสเซียสูง



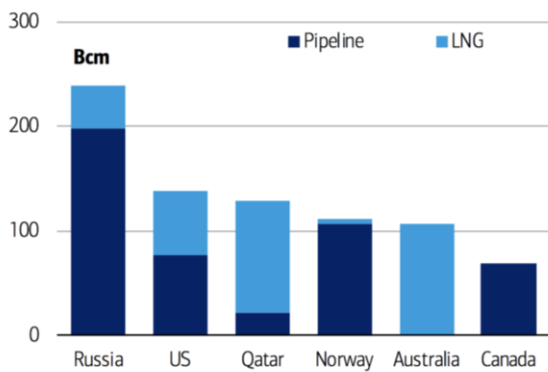
ที่มา: BP Statistical Review, BofA GLOBAL RESEARCH

KKP Research มองว่ามีความเป็นไปได้ที่ประเทศตะวันตกจะนำมาตรการคว่ำบาตรทางพลังงานมาใช้จริง โดยในช่วงที่ผ่านมา เราได้เห็นท่าทีของเยอรมันเปลี่ยนไปในรอบหลายปีหลังจากนายกรัฐมนตรีโอลาฟ ชอลซ์ ได้ประกาศว่าจะ 1) เพิ่มงบประมาณใช้จ่ายในด้านกลาโหมให้มากกว่า 2% ของ GDP และ 2) ลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย ด้วยความมุ่งมั่นนี้อาจสะท้อนให้เห็นว่าเยอรมันพร้อมที่คว่ำบาตรรัสเซียในด้านการนำเข้าพลังงานจากรัสเซียเพิ่มความรุนแรงในยูเครน ในระยะสั้น หากรัสเซียตอบโต้ด้วยการปิดท่อส่งก๊าซ ปัจจัยที่ช่วยเลี่ยงการเกิดภาวะขาดแคลนพลังงานได้คือ gas inventory ที่เพิ่มขึ้นมาในช่วงก่อนหน้านี้และด้วยสภาพภูมิอากาศที่เย็นน้อยกว่าที่คาดน่าจะช่วยลดอุปสงค์ก๊าซ อย่างไรก็ตาม อุปสรรคในระยะสั้นคือการที่ยุโรปต้องพึ่งพาการนำเข้า LNG มาแทนที่แต่การขยายสถานีแปรสภาพของเหลวให้กลายเป็นก๊าซจำเป็นต้องมีต้นทุนขนาดใหญ่และใช้เวลา

พอสมควร พอประกอบกับค่าขนส่งพลังงานที่จะแพงขึ้นจะทำให้ราคาพลังงานในยุโรปเพิ่มสูงขึ้นซึ่งจะมีผลกระทบต่อเนื่องให้อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูงในระยะข้างหน้า

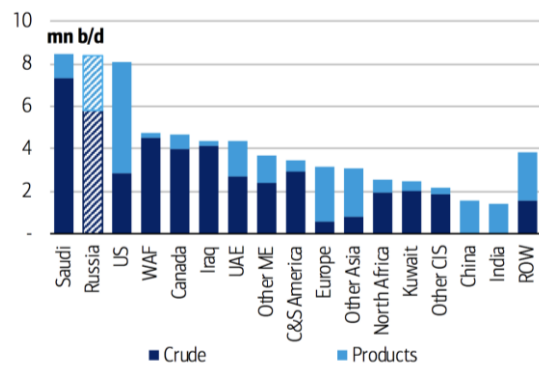
ทั้งนี้ หากรัสเซียตัดสินใจตอบโต้มาตรการคว่ำบาตรกลับด้วยการลดอุปทานของพลังงาน นอกจากจะส่งผลกระทบต่อราคาพลังงานในยุโรปแล้ว ยังส่งผลกระทบต่อราคาพลังงานในตลาดโลกอีกด้วยเนื่องจากรัสเซียเป็นผู้ส่งออกน้ำมันดิบอันดับสองของโลก และเป็นผู้ส่งออกแก๊สธรรมชาติอันดับหนึ่งของโลก Bank of America ประเมินว่าทุก ๆ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันที่หายไปอาจทำให้ราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น 20 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรล ดังนั้น ถ้าหากน้ำมันดิบจากรัสเซียถูกตัดขาดจากตลาดโลกอาจทำให้ราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 100 ดอลลาร์สหรัฐฯเป็น 200 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล และจะส่งผลกระทบต่อทั้งเศรษฐกิจโลกและไทยอย่างมหาศาล

รูปที่ 6: รัสเซียเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติขนาดใหญ่ที่สุดในโลก



ที่มา: BP Statistical Review

รูปที่ 7: รัสเซียเป็นผู้ส่งออกน้ำมันดิบอันดับสองของโลกรองจากซาอุดีอาระเบีย



ที่มา: BP Statistical Review

## ผลกระทบต่อสินทรัพย์เสี่ยงอาจมีมากกว่าในอดีต

ตลาดการเงินมีโอกาสเข้าสู่ภาวะ Risk-off นั่นคือการเทขายสินทรัพย์เสี่ยงและเข้าซื้อสินทรัพย์ safe-haven จากความขัดแย้งที่เกิดขึ้น เช่น พันธบัตรสหรัฐฯระยะยาว ค่าเงิน USD ค่าเงิน CHF และค่าเงิน JPY เป็นต้น แต่ขนาดของผลกระทบต่อสินทรัพย์เสี่ยงและระยะเวลาที่ตลาดจะอยู่ในภาวะ Risk-off ขึ้นอยู่กับความรุนแรงและผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

ข้อมูลในอดีตสะท้อนว่าในช่วงเวลาที่มีการเทขายสินทรัพย์เสี่ยงหลังเกิดเหตุการณ์ความขัดแย้งขึ้น ดัชนี S&P 500 ลดลงโดยเฉลี่ย 7% ในขณะที่พันธบัตร 10 ปี ของสหรัฐฯปรับเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 16 basis points

รูปที่ 8: ขนาดและระยะเวลาของผลกระทบต่อสินทรัพย์เสี่ยงขึ้นอยู่กับความรุนแรงและผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

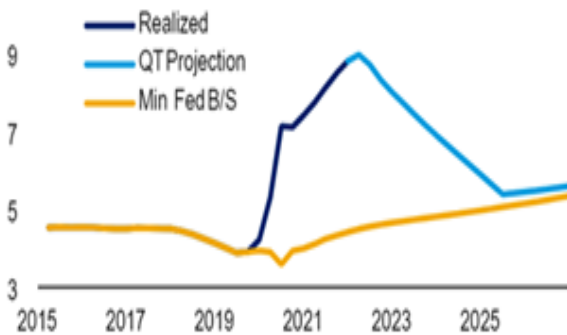
| Event                          | Event date | Duration of sell-off (trading days) | Sell-off (%) |                     |      |
|--------------------------------|------------|-------------------------------------|--------------|---------------------|------|
|                                |            |                                     | S&P 500      | 10Y UST Yield (bps) | Oil  |
| Israel Arab war/oil embargo    | Oct-1973   | 27                                  | -17%         | 0                   | 36%* |
| Iranian hostage crisis         | Nov-1979   | 24                                  | -10%         | 136                 | 8%   |
| Soviet invasion of Afghanistan | Dec-1979   | 12                                  | -3%          | 8                   | -3%  |
| First Gulf War                 | Jan-1991   | 6                                   | -6%          | 18                  | -3%  |
| 9/11 attacks                   | Sep-2001   | 6                                   | -5%          | -13                 | 1%   |
| Iraq war                       | Mar-2003   | 7                                   | -4%          | -29                 | 8%   |
| Ukraine conflict               | Mar-2014   | 6                                   | -1%          | -10                 | -4%  |
| Average                        |            |                                     | -7%          | 16                  | 1%   |

ที่มา: Bloomberg, BofA Global Investment Strategy

จากข้อมูลสะท้อนภาพในภาวะปัจจุบันว่าหากทั้งสองฝั่งมีการเจรจาหยุดยิงและประสบความสำเร็จอาจทำให้ตลาดกลับเข้าสู่ภาวะ Risk-on อีกครั้ง แต่หากสถานการณ์ทวีความรุนแรงเพิ่มขึ้นไปอีกจนกลายเป็นสงครามที่ยืดเยื้ออาจทำให้ความกังวลในตลาดมีอยู่ต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม KKP Research ประเมินว่าสถานการณ์เศรษฐกิจและตลาดการเงินในปัจจุบันมีความเปราะบางอยู่แล้ว จากอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น หนึ่งในระดับสูง สินทรัพย์ราคาสูง และนโยบายการเงินที่กำลังจะตึงตัวขึ้น โดยธนาคารกลางสหรัฐ (FED) จะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายและเริ่มถอนสภาพคล่องออกจากตลาดการเงินผ่านนโยบาย Quantitative Tightening (QT) ซึ่งจะส่งผลให้สินทรัพย์ที่พึ่งพากระแสเงินในอนาคตกยาว ไม่สามารถปรับกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น สินทรัพย์ที่พึ่งพาเงินกู้มากมีความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องและ valuation สูงๆ ได้รับแรงกดดันและปรับตัวลงได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์เสี่ยงอื่นๆ เช่น cryptocurrency เมื่อนับรวมกับประเด็นสงครามอาจทำให้ผลกระทบต่อตลาดการเงินรุนแรงกว่าในอดีตได้ในสถานการณ์ปัจจุบัน

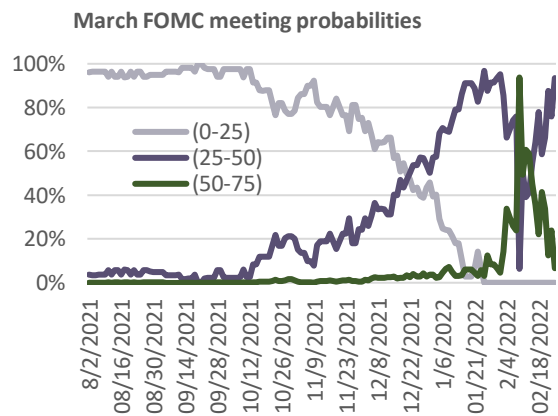
ทั้งมาตรการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจเพิ่มเติมต่อรัสเซียและผลกระทบที่มีโอกาสเกิดขึ้นต่อตลาดการเงินทั่วโลกผ่านช่องทางการคาดการณ์และความกังวลของนักลงทุน เป็นปัจจัยที่สะท้อนว่าแม้สงครามจะเกิดขึ้นอยู่ในเฉพาะรัสเซียและยูเครน แต่ประเทศต่างๆ ทั่วโลกจะได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจจากเศรษฐกิจและตลาดการเงินที่มีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น และเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ต้องติดตามต่อเนื่อง

รูปที่ 9: ขาดงบดุลของธนาคารสหรัฐเทียบกับ GDP ของสหรัฐฯ โดย คาดว่างบดุลจะลดขนาดลงมากเท่ากับ 20% ของ GDP ช่วงปี 2025



ที่มา: BofA Global Research, FRB, CBO

รูปที่ 10: ตลาดการเงินคาดว่าธนาคารกลางสหรัฐ จะขึ้นดอกเบี้ย 25 bps ในเดือนมีนาคม



ที่มา: CME Group

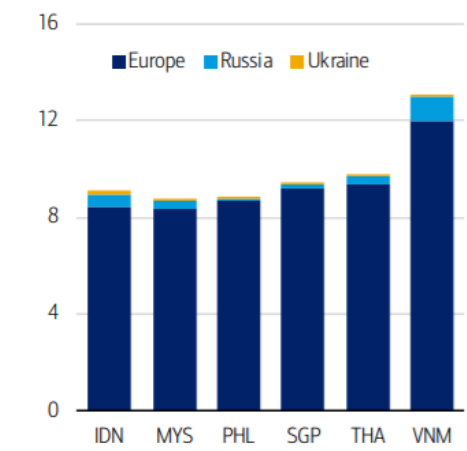
## สงครามยืดเยื้อกระทบเศรษฐกิจไทย เงินเฟ้ออาจสูงเกิน 4%

สถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างยูเครนและรัสเซียที่ยืดเยื้อจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยทั้งในทางตรงและทางอ้อม และอาจทำให้เศรษฐกิจไทยเข้าสู่กรณีเลวร้าย (Worse case) สำหรับปี 2022 ได้

KKP Research ประเมินว่าในช่วงต้นปีว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2022 จะฟื้นตัวได้ดีซึ่งตั้งอยู่บนสมมติฐานสำคัญ คือ การฟื้นตัวของ การบริโภคในประเทศ การส่งออกที่ขยายตัวต่อเนื่อง และนักท่องเที่ยวจะกลับเข้ามา ได้อย่างมีนัยสำคัญในช่วงครึ่งหลังของปี อย่างไรก็ตามสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย และยูเครนที่ยืดเยื้อจะส่งผลกระทบทำให้เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงกว่าที่คาดได้ โดยผลกระทบที่ต้องติดตามจะเกิดขึ้นในอย่างน้อย 3 ประเด็น

1) การส่งออกของไทยอาจขยายตัวได้น้อยกว่าที่ประเมินไว้ ผลกระทบทางตรงที่ไทยจะได้รับคือผลจากการค้าระหว่างประเทศที่มีแนวโน้มชะลอลง โดยถึงแม้ว่าสัดส่วนการส่งออกของไทยไปสู่รัสเซียและยูเครนรวมกันจะมีขนาดเล็กมาก คือประมาณ 0.7% แต่ผลกระทบที่น่ากังวลจะเกิดจากเศรษฐกิจยุโรปที่อาจจะลดตัวหากมีการประกาศใช้มาตรการคว่ำบาตรด้านพลังงานกับรัสเซียที่รุนแรงขึ้น โดยไทยมีสัดส่วนการส่งออกไปยังยุโรปที่ประมาณ 8 – 9 % ใกล้เคียงกับประเทศอื่น ๆ ใน ASEAN รวมถึงผลกระทบทางอ้อมจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลง อย่างไรก็ตามผลกระทบต่อไทยยังต่ำกว่าประเทศสหรัฐอเมริกาและจีนที่มีสัดส่วนการส่งออกไปยังยุโรปถึง 17% เมื่อพิจารณาผลกระทบตามประเภทสินค้าจะพบว่าไปการส่งออกไปยังสหภาพยุโรปในกลุ่ม Machinery, Electrical Machinery, และ Vehicles มีสัดส่วนค่อนข้างสูงและอาจได้รับผลกระทบหากเศรษฐกิจยุโรปชะลอลง

รูปที่ 11: การส่งออกจากไทยไปยังรัสเซียและยูเครนมีสัดส่วนไม่มาก ความเสี่ยงหลักกมาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจยุโรป



ที่มา: BofA Global Research

รูปที่ 12: ประเทศไทยนำเข้าสินค้าในกลุ่ม Fertilisers จากรัสเซียกว่า 12% ของการนำเข้าทั้งหมด และนำเข้าสินค้ากลุ่ม Cereals จากยูเครนกว่า 22.9% จากการนำเข้าทั้งหมด

| Top 5 export and import products |   |                          |   |                          |
|----------------------------------|---|--------------------------|---|--------------------------|
|                                  | Russia                                  | Share of export to world | Ukraine                                     | Share of export to world |
| Export                           | Total Export                            | 0.4%                     | Total Export                                | 0.0%                     |
|                                  | Vehicles other than railway             | 1.1%                     | Rubber                                      | 0.1%                     |
|                                  | Rubber                                  | 0.7%                     | Preparations of vegetables, fruit, nuts     | 0.5%                     |
|                                  | Machinery                               | 0.3%                     | Machinery                                   | 0.0%                     |
|                                  | Preparations of vegetables, fruit, nuts | 2.3%                     | Vehicles other than railway o               | 0.1%                     |
|                                  | Electrical machinery and equipment      | 0.2%                     | Preparations of meat, of fish               | 0.1%                     |
| Import                           | Share of import from world              |                          | Share of import from world                  |                          |
|                                  | Total Import                            | 1%                       | Total Import                                | 0.2%                     |
|                                  | Mineral fuels                           | 3%                       | Cereals                                     | 22.9%                    |
|                                  | Iron and steel                          | 4%                       | Residues and waste from the food industries | 1.4%                     |
|                                  | Fertilisers                             | 12%                      | Iron and steel                              | 1.2%                     |
|                                  | Cereals                                 | 0%                       | Animal or vegetable fats ...                | 2.2%                     |
|                                  | Aluminium and articles thereof          | 1%                       | Electrical machinery and equipment ...      | 0.0%                     |

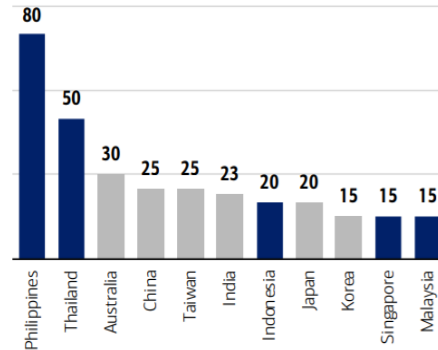
ที่มา: Trademap, KKP Research

อย่างไรก็ตามประเด็นที่อาจน่าเป็นห่วงมากกว่า คือ ผลกระทบต่อเนื่องต่อภาคการผลิตในห่วงโซ่อุปทานที่เกี่ยวข้องกับยูเครนและรัสเซีย โดยจากข้อมูลพบว่าการนำเข้าสินค้าของไทยจากรัสเซียมีสัดส่วนสูงในกลุ่มปุ๋ยเคมีและยูเครนมีสัดส่วนสูงในกลุ่มธัญพืช ซึ่งจากปัญหาสงครามอาจทำให้การส่งออกจากทั้งสองประเทศติดขัดและส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมการผลิตต่อเนื่อง เช่น การผลิตอาหารสัตว์ ในประเทศไทยซึ่งอาจไม่สามารถดำเนินกิจการได้ตามปกติ

2) ผลจากราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้นจากวิกฤติรัสเซีย ยูเครน อาจส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อไทยมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นเกิน 4% KKP Research ประเมินว่าความขัดแย้งในครั้งนี้จะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ โดยเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบในช่วงที่เหลือของปีจะสูงขึ้นเกิน 110 ดอลลาร์สหรัฐฯ บนสมมติฐานว่าประเทศตะวันตกจะมีการลดการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์จากรัสเซียลงบางส่วน ซึ่งจะส่งผลให้ราคาน้ำมันเฉลี่ยทั้งปีสูงขึ้นเกิน 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจากที่เคยคาดไว้ที่ 85 และคาดว่าจะยังมีโอกาสที่ราคาน้ำมันเฉลี่ยจะสูงเกิน 130 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในสถานการณ์ที่สงครามมีความรุนแรงและยืดเยื้อ

KKP Research ประเมินว่าราคาน้ำมันดิบโลกที่เพิ่มขึ้น 10% จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นประมาณ 0.5% โดยตัวเลขความสัมพันธ์น้อยกว่าน้ำหนักของราคาพลังงานในตระกร้าสินค้าเนื่องจากมีการอุดหนุนราคาจากภาครัฐในสินค้าที่เกี่ยวข้องบางส่วน เช่น น้ำมันดีเซล โดยหากภาครัฐไม่สามารถรับภาระทางการคลังได้ไหวตัวเลขความสัมพันธ์จะสูงขึ้นกว่าที่ประเมินไว้ เมื่อนับรวมกับปัญหาการขาดดุลงบปีที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วจากปัญหาด้านอุปทานจากโรคระบาดและผลต่อเนื่องต่อราคาอาหารประเภทอื่น ๆ ที่ส่งผลให้ตัวเลขเงินเฟ้อเดือนกุมภาพันธ์สูงขึ้นเป็น 5.3% ไปแล้ว KKP Research ประเมินว่าในช่วงไตรมาส 2 ของปีตัวเลขเงินเฟ้อรายเดือนมีโอกาสเพิ่มสูงขึ้นกว่าเดิมจากราคาน้ำมันที่เร่งตัวขึ้นและทำให้เงินเฟ้อสูงแตะระดับ 6.5% ได้ KKP Research คาดการณ์ว่าตัวเลขเงินเฟ้อปี 2022 จะปรับตัวขึ้นเกินกว่า 4% ซึ่งเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบ 14 ปี และเกินกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

รูปที่ 13: อัตราเงินเฟ้อในไทยมีการตอบสนองต่อราคาน้ำมันดิบที่มากกว่าในหลายประเทศในภูมิภาค

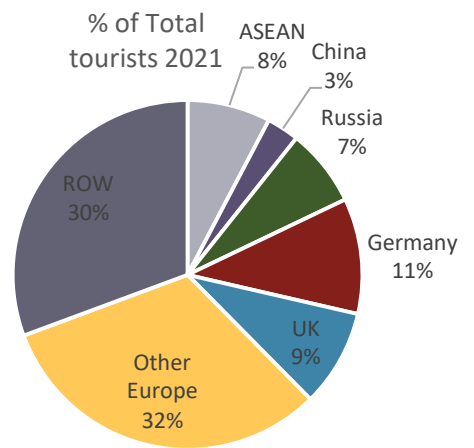


ที่มา: BofA, KKP Research

ความเสี่ยงสำคัญ คือ เงินเฟ้อที่สูงขึ้นต่อเนื่องอาจเริ่มเข้าไปอยู่ในการคาดการณ์ของคน และจะทำให้ปัญหาเงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูงและยาวนานกว่าที่คาดการณ์ไว้ ในอีกทางหนึ่งการฟื้นตัวของเศรษฐกิจก็จะเกิดขึ้นช้าลงตามเศรษฐกิจโลกที่อาจได้รับผลกระทบจากสงคราม ปัจจัยเหล่านี้จะทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเผชิญกับความท้าทายและข้อจำกัดเชิงนโยบายมากขึ้นและอาจต้องเริ่มออกมาสื่อสารเพื่อดูแลเงินเฟ้อมากขึ้นในช่วงหลังจากนี้ไปแม้เศรษฐกิจจะยังฟื้นตัวได้ไม่เต็มที่ก็ตาม

3) นักท่องเที่ยวต่างชาติอาจกลับมาช้ากว่าที่ประเมินไว้ ตามสถานการณ์ความขัดแย้งในยูเครนและรัสเซียจะส่งผลกระทบต่อทางลบต่อภาคการท่องเที่ยวจากทั้งราคาน้ำมันที่ส่งผลให้ต้นทุนในการเดินทางปรับตัวสูงขึ้น นักท่องเที่ยวรัสเซียที่น่าจะยังไม่สามารถเดินทางเข้ามาท่องเที่ยวได้ในขณะนี้ และเศรษฐกิจยุโรปที่อาจจะชะลอลง โดยหากนับเฉพาะนักท่องเที่ยวรัสเซีย แม้ในช่วงก่อนโควิดจะมีสัดส่วนไม่มากแต่จากนักท่องเที่ยวจีนที่หายไปทำให้ในช่วงปี 2021 การเดินทางเข้าประเทศของนักท่องเที่ยวต่างชาติเป็นชาวรัสเซียคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 7% ของนักท่องเที่ยวทั้งหมดและในเดือนกุมภาพันธ์ 2022 นักท่องเที่ยวรัสเซียยังมีสัดส่วนสูงเกือบ 10% จึงมีโอกาสสูงที่การท่องเที่ยวจากนักท่องเที่ยวของไทยจะฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่เคยคาดการณ์ไว้

รูปที่ 14: จำนวนนักท่องเที่ยวของรัสเซียในปี 2021 มีสัดส่วนถึง 7% เทียบกับสัดส่วนประมาณ 3% ในช่วงก่อนโควิด -19



ที่มา: MoTS, KKP Research

อย่างไรก็ตาม นอกเหนือจากผลกระทบทางตรงที่มีโอกาสเกิดขึ้นจากความขัดแย้งที่ยืดเยื้อ ผลต่อสิ่งที่ต้องติดตาม คือ ผลกระทบทางอ้อมจะเกิดขึ้นในอีก 2 ประเด็น คือ

- 1) ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลลดลง ก่อนหน้าเหตุการณ์ความขัดแย้งรัสเซีย - ยูเครน KKP Research ประเมินว่าดุลบัญชีเดินสะพัดในปีนี้จะเกินดุลได้เพียงเล็กน้อยอยู่แล้ว จากทั้งนักท่องเที่ยวที่กลับมาได้ช้าและค่าขนส่งที่อยู่ใน

ระดับสูง สงครามจะสร้างผลกระทบต่อทั้งการส่งออกที่อาจจะลดลง ประกอบกับราคาน้ำมันที่สูงขึ้นทำให้มูลค่าการนำเข้าน้ำมันสูงขึ้นและส่งผลกระทบต่อดุลการค้ำมีแนวโน้มเกินดุลลดลง ยิ่งไปกว่านั้นต้นทุนการเดินทางที่สูงอาจทำให้นักท่องเที่ยวกลับมาช้ากว่าที่คาดไว้ และดุลบริการจะขาดดุลมากขึ้น ทั้งสองส่วนจะเป็นแรงกดดันให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยขาดดุลต่อเนื่องในปี 2022 ได้

- 2) นโยบายการเงินโลกจะยังถูกกดดันให้ขึ้นดอกเบี้ยจากปัญหาเงินเฟ้อรุนแรง แม้ว่าเหตุการณ์นี้จะส่งผลเชิงลบต่อเศรษฐกิจ แต่หากสถานการณ์ยืดเยื้อและกดดันให้ราคาพลังงานสูงขึ้นต่อเนื่องยาวนานประกอบกับแรงกดดันเงินเฟ้อที่อยู่ก่อนแล้ว อาจทำให้ธนาคารกลางหลายแห่งมีความกังวลว่าเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะส่งผลต่อการคาดการณ์เงินเฟ้อของผู้บริโภคและกลายเป็นเงินเฟ้อที่คุมไม่อยู่ได้ ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยไทยกับโลกในภาวะที่ดุลการค้ำขาดดุลจะส่งผลให้ค่าเงินบาทผันผวนและอ่อนค่าลงได้ ซึ่งจะกลับมากะทบให้เงินเฟ้อสูงขึ้นอีกรอบหนึ่ง

สถานการณ์ความขัดแย้ง Russia-Ukraine ที่นำมาสู่เศรษฐกิจและตลาดการเงินโลก จะส่งผลกระทบต่อเนื่องมายังเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช้าลง เงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้น ดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะเกินดุลลดลง จะดันให้เศรษฐกิจไทยเข้าสู่กรณีเลวร้ายที่เศรษฐกิจฟื้นตัวช้า แต่ราคาสินค้าแพง (Stagflation) เช่นเดียวกับที่ KKP Research เคยประเมินเอาไว้ก่อนหน้านี้ ยิ่งไปกว่านั้นในภาวะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่สามารถขึ้นดอกเบี้ยได้เร็วจากเศรษฐกิจที่ไม่ฟื้นตัว จะยิ่งสร้างแรงกดดันต่อเนื่องต่อทิศทางค่าเงินบาทในอนาคตให้มีความผันผวนและอ่อนค่าลงได้ซึ่งจะกลับมากะทบราคาสินค้านำเข้าและเงินเฟ้ออีกครั้งนี้ เหตุการณ์นี้จึงนับเป็นความเสี่ยงสำคัญที่จะกดดันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยและเป็นอีกหนึ่งความท้าทายต่อนโยบายการเงินไทยในระยะต่อไปในภาวะที่ต้องดูแลทั้งเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ เสถียรภาพระบบการเงิน และอัตราแลกเปลี่ยนไปพร้อม ๆ กัน