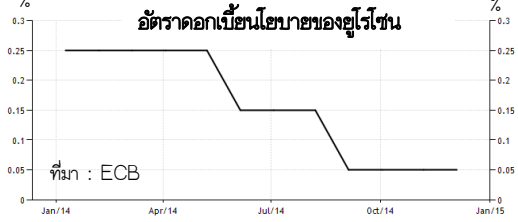


ถึงเวลายูโรโซนใช้ QE...นัยต่อเศรษฐกิจโลกและผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย

หลังการประกาศตัวเลขอัตราเงินเฟ้อของยูโรโซน (Euro zone) เดือนธันวาคม 2557 ที่ -0.2% ซึ่งนับเป็นการติดลบครั้งแรกในรอบ 5 ปี ได้สร้างความวิตกกังวลไปทั่วโลกถึงเศรษฐกิจยูโรโซนที่ส่งสัญญาณเข้าสู่ภาวะเงินฝืด (Deflation) และมีทิศทางย่ำแย่ลง ทำให้กระแสบ่าวที่ธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank : ECB) จะประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (Quantitative Easing : QE) ใกล้เป็นจริงเข้ามาทุกที โดยตลาดคาดการณ์ว่า ECB จะประกาศดำเนินมาตรการ QE ในการประชุมวันที่ 22 มกราคม 2558 ซึ่งเร็วกว่าคาดการณ์เดิมในช่วงเดือนมิถุนายน 2558 จนเป็นที่มาของคำถามว่า ECB รีบออกมาตรการ QE เกินไปหรือไม่ รวมทั้งปริมาณ QE เพียงพอที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจหรือไม่ และผลสำเร็จของมาตรการดังกล่าวจะมากหรือน้อยเพียงใด ซึ่งล้วนเป็นประเด็นที่ควรนำมาพิจารณาเพื่อวิเคราะห์ถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย



ECB ควรดำเนินมาตรการ QE ในแนวทางใดจึงจะเหมาะสมที่สุด

มีการคาดการณ์ว่า ECB จะประกาศมาตรการ QE มูลค่าไม่น้อยกว่า 5 แสนล้านยูโร (5.77 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ) โดยมีแนวทางการดำเนินมาตรการ 2 แนวทาง ดังนี้

- 1. อัดฉีดสภาพคล่องอย่างรวดเร็ว** ด้วยการประกาศซื้อตราสารหนี้ในครั้งเดียว และจะดำเนินการซื้อในช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น เพื่อหวังสร้างผลทางจิตวิทยาเชิงบวกที่รุนแรงต่อตลาด
- 2. ททยอดอัดฉีดสภาพคล่องเป็นรายเดือน** ด้วยการประกาศซื้อตราสารหนี้ในปริมาณที่ไม่เท่ากันในแต่ละเดือนติดต่อกันเป็นระยะเวลาอย่างน้อย 1 ปี

ฝ่ายวิจัยธุรกิจคาดว่า ECB จะเลือกใช้แนวทางทยอยอัดฉีดสภาพคล่องเป็นรายเดือน เนื่องจากมีความยืดหยุ่นในการดำเนินมาตรการตามภาวะเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา มากกว่าแนวทางแรก รวมทั้งสามารถประเมินผลของมาตรการและปรับเปลี่ยนรูปแบบการดำเนินมาตรการได้แม่นยำและคล่องตัวกว่าการอัดฉีดสภาพคล่องในครั้งเดียว นอกจากนี้ การที่ตลาดคาดการณ์ว่า ECB จะดำเนินมาตรการ QE อย่างแน่นอนนั้น โดยเฉพาะจากสัญญาณที่ชัดเจนภายหลังธนาคารกลางสวิตเซอร์แลนด์ (Swiss National Bank : SNB) ยุติการผูกค่าเงินฟรังก์สวิสกับเงินยูโร ยิ่งตอกย้ำให้เห็นว่าแนวทางแรกไม่น่าจะส่งผลกระทบรุนแรงต่อตลาดและทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงได้มากอย่างที่ ECB คาดหวังไว้ **สำหรับตราสารหนี้ที่ ECB จะเข้าซื้อคาดว่าจะเน้นพันธบัตรรัฐบาล** เนื่องจากมีอุปทานในตลาดค่อนข้างสูง สามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้โดยตรง และไม่มีประเด็นขัดต่อหลักธรรมาภิบาล (Good Governance) แม้ว่า ECB อาจสนใจซื้อตราสารหนี้ ABS (Asset-backed Securities : ABS) ที่หนุนหลังด้วยสินเชื่อบริษัทปล่อยให้แก่ภาคเอกชนอยู่บ้างก็ตาม

ยุโรปควรรีบออกมาตรการ QE หรือไม่?

แม้ว่าภาวะเงินฝืดไม่ใช่สิ่งพึงประสงค์ แต่ก็เป็นสัญญาณของการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเศรษฐกิจสู่การเติบโตที่ยั่งยืน ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่า อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนที่ลดลงจากราคาน้ำมันที่ลดลงต่อเนื่อง ตลอดจนกระบวนการปฏิรูปเชิงโครงสร้างในโปรตุเกส สเปน และประเทศอื่น ๆ ที่เผชิญวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลให้ระดับราคาและค่าจ้างที่เคยพุ่งสูงขึ้นช่วงก่อนฟองสบู่แตกปรับตัวลดลง ส่งผลดีต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว **จึงมีความเป็นไปได้เช่นกันที่ ECB อาจชะลอการออกมาตรการ QE ในระยะเวลาสั้นๆ ออกไปก่อน แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อล่าสุดของยูโรโซนจะต่ำกว่าเป้าหมายของ ECB ที่ 2% ก็ตาม**

วิเคราะห์ผลสำเร็จของ QE ยูโรโซนเทียบกับประเทศต่างๆ

การดำเนินมาตรการ QE ไม่จำเป็นต้องสัมฤทธิ์ผลอย่างสมบูรณ์เสมอไป เช่นกรณีของญี่ปุ่นที่เริ่มใช้ QE มาตั้งแต่ปี 2553 แต่ยังคงประสบปัญหาเศรษฐกิจถดถอยและอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากปัญหาเชิงโครงสร้างที่ยังมีอยู่ ทั้งสังคมผู้สูงอายุที่เพิ่มขึ้นมากจนส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตและตลาดแรงงานไม่ยืดหยุ่น ขณะที่อังกฤษ แม้เศรษฐกิจจะฟื้นตัวหลังการออกมาตรการ QE แต่ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการกู้ยืมของผู้บริโภคและพลิกฟื้นตลาดอสังหาริมทรัพย์ มาจากผลของกระแสเงินทุนจากต่างชาติที่หลั่งเข้ามาอย่างต่อเนื่อง การอพยพเข้ามาของแรงงานต่างชาติ และการผ่อนคลายมาตรการรัดเข็มขัด สำหรับในกรณีของสหรัฐ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าเป็นประเทศที่ประสบความสำเร็จมากที่สุดจากการใช้มาตรการ QE เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ มีความแตกต่างกับยูโรโซนอย่างชัดเจนในด้านโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการเงิน **ฝ่ายวิจัยธุรกิจจึงได้วิเคราะห์ถึงโอกาสของความสำเร็จในการใช้ QE ของยูโรโซน ดังนี้**

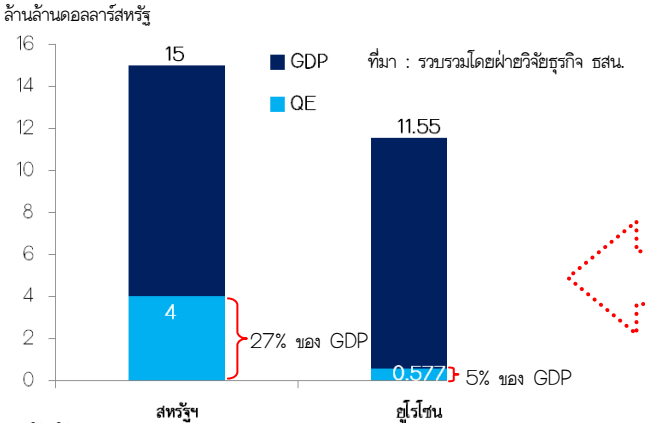
สหรัฐฯ

- ระบบการเงินสหรัฐฯ พึ่งพาตลาดทุนเป็นหลัก ดังนั้น การเข้าซื้อตราสารหนี้ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Federal Reserve : Fed) จึงส่งผลกระทบต่อเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการกู้ยืมของภาคธุรกิจและบรรลู่วัตถุประสงค์ในการกระตุ้นเศรษฐกิจ
- โครงสร้างภาคธนาคารของสหรัฐฯ ไม่ซับซ้อน และการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศตัดสินใจโดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เท่านั้น ดังนั้น การดำเนินมาตรการต่างๆ รวมถึง QE จึงเป็นไปได้ในทิศทางเดียวกันอย่างราบรื่น
- ความต้องการสินเชื่อของผู้บริโภค ผู้ประกอบการ และนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อยู่ในระดับสูง

ยูโรโซน

- ตลาดตราสารหนี้ในยูโรโซนมีขนาดเล็กกว่าในสหรัฐฯ มาก โดย 80% ของการกู้ยืมของภาคธุรกิจดำเนินการผ่านสถาบันการเงิน
- ภาคธนาคารในยูโรโซนยังมีโครงสร้างแตกต่างกันในแต่ละประเทศ ดังนั้น การใช้ QE จึงอาจส่งผลไม่ไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากระบบการเงินที่แตกต่างกันใน 19 ประเทศสมาชิกยูโรโซน ทำให้มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรของ ECB ยุ่งยากซับซ้อนกว่าในสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอังกฤษมาก ประกอบกับอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตรแต่ละประเทศมีตั้งแต่ระดับ AAA สำหรับพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนี ไปจนถึงระดับ Junk (ขยะ) อย่างตราสารหนี้รัฐบาลกรีซ การตัดสินใจว่าจะเข้าซื้อพันธบัตรของประเทศใดบ้างและจะซื้อในสัดส่วนเท่าไร จึงเป็นประเด็นที่ ECB ต้องพิจารณาอย่างรอบคอบ
- ความต้องการสินเชื่อของผู้บริโภค ผู้ประกอบการ และนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในยูโรโซนยังคงอยู่ในระดับต่ำ

เปรียบเทียบสัดส่วนปริมาณ QE ต่อ GDP ของสหรัฐฯ และยูโรโซน



สหรัฐฯ มี GDP ใกล้เคียงกับยูโรโซน และมีสัดส่วน QE3 อยู่ที่ 27% ของ GDP ดังนั้น เพื่อให้ได้ผลตามที่คาด ยูโรโซนจึงจำเป็นต้องอัดฉีด QE ในปริมาณที่ใกล้เคียงกับสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม มีกระแสข่าวว่า ECB จะอัดฉีดเงินเพียงราว 5% ของ GDP เทียบเป็นเม็ดเงินราว 5 แสนล้านยูโร ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์หลายสำนักลงความเห็นว่าน้อยเกินไป

ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยธุรกิจเห็นว่าประสิทธิภาพของมาตรการ QE ยังไม่ชัดเจน แต่ ECB ก็จำเป็นต้องประกาศใช้มาตรการดังกล่าว เนื่องจากได้ส่งสัญญาณให้ตลาดรับรู้มาระยะหนึ่งแล้ว ขณะที่โอกาสของความสำเร็จในการใช้ QE ของยูโรโซนในครั้งนี้นับอยู่กับปริมาณเงินที่จะอัดฉีดและการตอบรับของตลาดเป็นสำคัญ ซึ่งเป็นประเด็นที่ต้องจับตามองอย่างใกล้ชิดต่อไป

ผลกระทบจากการดำเนินมาตรการ QE ของยูโรโซน

ผลกระทบของมาตรการ QE ไม่ว่าจะ ECB จะเลือกแนวทางใด ผลของมาตรการ QE มีแนวโน้มจะทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงต่อเนื่องจากปริมาณเงินที่เพิ่มขึ้นในระบบ และกดอัตราดอกเบี้ยให้ต่ำลง จนทำให้มีเงินทุนเคลื่อนย้ายในลักษณะ Euro Carry Trade คือการนำเงินยูโรไปลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า โดยเฉพาะในประเทศตลาดใหม่ รวมถึงประเทศในเอเชียและไทย ที่เศรษฐกิจยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง สถานการณ์ดังกล่าวจะส่งผลให้สกุลเงินของประเทศในเอเชีย รวมทั้งเงินบาท มีแนวโน้มผันผวนในทิศทางแข็งค่าขึ้น ซึ่งจะส่งผลซ้ำเติมการส่งออกของไทยไปสหภาพยุโรป (สัดส่วนราว 10% ของมูลค่าส่งออกทั้งหมด โดยสินค้าส่งออกสำคัญของไทย ที่พึ่งพาตลาดสหภาพยุโรปมาก ได้แก่ เครื่องคอมพิวเตอร์และส่วนประกอบ อัญมณีและเครื่องประดับ รถยนต์และส่วนประกอบ ผลิตภัณฑ์ยางไม้แปรรูป และแผงวงจรไฟฟ้า) ที่กำลังได้รับผลกระทบจากการถูกตัดสิทธิ GSP ตั้งแต่ต้นปี 2558 นอกจากนี้ ยังมีประเด็นสำคัญที่จุดชนวนให้ตลาดการเงินโลกผันผวนยิ่งขึ้นจากกรณีที่ดินมาร์กมีแนวโน้มจะยกเลิกการตรึงค่าเงิน Krone กับเงินยูโรที่ 7.46 Krone ต่อยูโร เพื่อลดผลกระทบต่อค่าเงินจากการดำเนินมาตรการ QE ของยูโรโซน ซึ่งคล้ายกับกรณีที่ดินเซอร์แลนด์ยุติการผูกค่าเงินฟรังก์สวิสกับเงินยูโร ทั้งนี้ ผู้ประกอบการไทยควรติดตามสถานการณ์ต่างๆ เหล่านี้อย่างใกล้ชิด พร้อมทั้งป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนด้วยเครื่องมือทางการเงิน อาทิ การทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เป็นต้น เพื่อรับมือกับภาวะความผันผวนในตลาดเงินตลาดทุนโลก รวมถึงเอเชียและไทย โดยเฉพาะหาก ECB เลือกแนวทางอัดฉีดสภาพคล่องอย่างรวดเร็ว (โอกาสเกิดขึ้นค่อนข้างน้อย) จะก่อให้เกิดความผันผวนรุนแรงกว่าการทยอยอัดฉีดสภาพคล่องเป็นรายเดือน นอกจากนี้ อาจบริหารความเสี่ยงจากการพึ่งพาตลาดสหภาพยุโรปด้วยการหันไปเพิ่มน้ำหนักในการทำตลาดสหรัฐฯ ซึ่งเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ให้มากขึ้น

Disclaimer : ข้อมูลต่าง ๆ ที่ปรากฏ เป็นข้อมูลที่ได้จากแหล่งข้อมูลที่หลากหลาย และการเผยแพร่ข้อมูลเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ในการให้ข้อมูลแก่ผู้สนใจเท่านั้น โดยธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทยจะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใด ๆ ที่อาจเกิดขึ้นจากการที่มีบุคคลนำข้อมูลนี้ไปใช้ไม่ว่าโดยทางใด