

Shock spillovers ในยุคการเงินไร้พรมแดน

30 สิงหาคม 2559

ณชา อนันต์โชติกุล NashaA@bot.or.th

สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์

บทความนี้กลั่นกรองเนื้อหาจากบทความ [aBRIDGEd ฉบับเต็มเรื่อง “สินเชื่อกาสิโนการกับการส่งผ่านนโยบายการเงิน”](#) เผยแพร่ใน website ของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ (<https://www.pier.or.th/>)

“ฝนที่ตกทางโน้น หนาวถึงคนทางนี้...” ท่อนหนึ่งในเพลงดังของพีเบิร์ดมักจะดังก้องขึ้นมาในหัว เมื่อดิฉันนึกถึงคำว่า international financial spillovers เพราะมันสะท้อนได้ดีถึงบริบทที่ เมื่อมีเหตุการณ์อะไรเกิดขึ้นที่อื่นที่จริงๆ แล้วไม่น่าจะส่งผลโดยตรงกับสถานการณ์ในอีกที่หนึ่ง แต่มันกลับมีผลกระทบได้มากกว่าที่คิด

ยกตัวอย่างกรณีการคาดเดาการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ หรือ Fed ที่ตลาดการเงินและธนาคารกลางอื่นๆ ทั่วโลกจับตามองกันอย่างใกล้ชิด เมื่อ Fed ส่งสัญญาณอะไรออกมา โดยเฉพาะที่ผิดความคาดหมายของตลาด ก็มักจะสร้างความปั่นป่วนให้กับตลาดเงินตลาดทุนและอัตราแลกเปลี่ยนทั่วโลกอยู่ไม่น้อย (หลายคนคงจำกันได้กับเหตุการณ์ taper tantrum เมื่อกลางปี 2013)

ตัวอย่างนี้ชี้ให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของภาวะการเงินในประเทศเศรษฐกิจหลักสามารถส่งผลได้ค่อนข้างมากต่อสภาวะทางการเงินของประเทศอื่นๆ และดูเหมือนความเชื่อมโยงนี้จะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่หลังวิกฤตเศรษฐกิจโลกเป็นต้นมา คำถามคือ การส่งผ่านผลกระทบทางการเงินข้ามพรมแดน (international financial spillovers) นี้มีช่องทางและกลไกการส่งผ่านอย่างไร และเราต้องกังวลกับการที่การเงินโลกมีความเชื่อมโยงเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ หรือไม่

ช่องทางการส่งผ่านภาวะการเงินโลก...

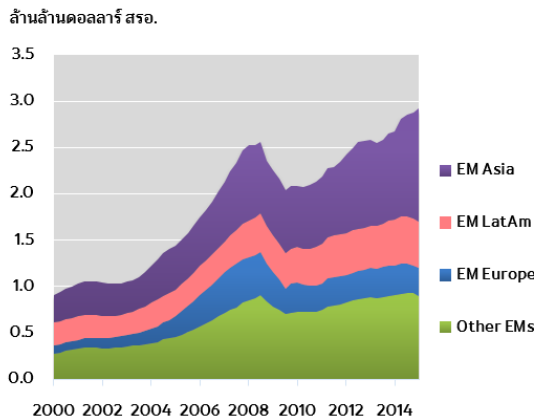
ในบทความที่แล้ว ดิฉันได้เขียนถึงความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น จากทั้งปัจจัยภายนอกและภายในประเทศ ซึ่งเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศนี้ชัดเจนว่าเป็นหนึ่งในช่องทางสำคัญของการส่งผ่านภาวะการเงินจากประเทศต้นทางไปยังประเทศปลายทาง เช่น ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศเศรษฐกิจหลักอยู่ในระดับต่ำมาก นักลงทุนในประเทศเหล่านั้นก็จะหันมาลงทุนในสินทรัพย์ในประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ผลตอบแทนสูงกว่า เงินทุนที่ไหลเข้ามาก็มีส่วนทำให้ภาวะการเงินของประเทศผู้รับเงินลงทุนผ่อนคลายลงในทิศทางเดียวกับประเทศเศรษฐกิจหลักไปด้วย

เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอีกประเภทหนึ่งที่เพิ่มสูงขึ้นมากหลังวิกฤตการเงินโลก คือ การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศในรูปสกุลดอลลาร์สหรัฐ. โดยภาครัฐกิจในประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศ (รวมทั้งการออกหุ้นกู้ในสกุลดอลลาร์) (รูปที่ 1) ซึ่งมีปริมาณสูงถึง 3.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ. ณ สิ้นปี 2015 นับเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ทำให้ภาวะการเงินสำหรับธุรกิจในประเทศตลาดเกิดใหม่ผ่อนคลายลงด้วยต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่าการกู้ยืมในประเทศ

การแผ่ขยายธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ต่างชาติในประเทศตลาดเกิดใหม่ (รูปที่ 2) ก็มีส่วนทำให้ปัจจัยในต่างประเทศมีอิทธิพลมากขึ้นต่อภาคการเงินในประเทศงานวิจัยในต่างประเทศหลายชิ้นพบว่า ธนาคารที่มีเครือข่ายในหลายประเทศทั่วโลกหรือที่เรียกว่า global banks มักมีการบริหารจัดการการเงินแบบรวมศูนย์ และมีการโอนถ่ายเงินทุนจากธนาคารแม่ไปยังสาขาในต่างประเทศ หรือโยกกลับได้ในกรณีที่ธนาคารแม่เกิดปัญหาสภาพคล่อง ดังเช่นหลายธนาคาร

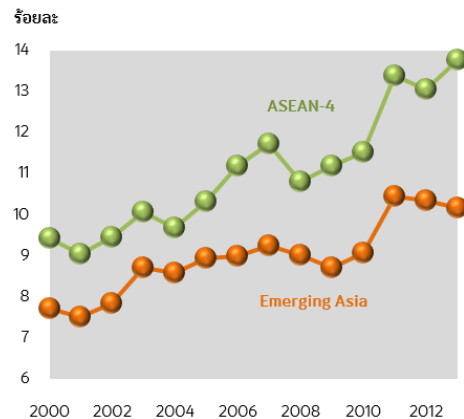
ในยุโรปช่วงหลังเกิดวิกฤตการเงินโลก ทำให้การส่งผ่าน financial shocks ข้ามประเทศเกิดได้ง่ายขึ้นผ่านความเชื่อมโยงทางการเงินของธนาคารในเครือ

รูปที่ 1: มูลค่าหนี้สินต่างประเทศ (External liabilities) ของประเทศตลาดเกิดใหม่



แหล่งที่มา: ข้อมูลจาก Bank for International Settlements (BIS) และคำนวณโดย Ananchotikul and Seneviratne (2015)

รูปที่ 2: สัดส่วนสินทรัพย์ของธนาคารต่างชาติ ต่อสินทรัพย์ภาคธนาคารโดยรวม



อีกช่องทางหนึ่งที่น่าจับตาดูได้ยาก คือ การปรับตัวของค่าชดเชยความเสี่ยง (risk premium) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนการกู้ยืมของภาคธุรกิจ ในช่วงที่ธนาคารกลางทั้งในสหรัฐ ญี่ปุ่น และกลุ่มประเทศยุโรป ต่างพร้อมใจกันอัดฉีดสภาพคล่องมหาศาลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ สภาพคล่องในตลาดการเงินโลกที่ท่วมท้นกดดันให้การตีค่าความเสี่ยงต่ำลง เกิดเป็นปรากฏการณ์ที่เรียกว่า compression of risk premium ทั่วโลก สะท้อนในส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของภาคธุรกิจที่อยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์

และท้ายสุด คือ การตอบสนองของนโยบายในแต่ละประเทศต่อการดำเนินนโยบายการเงินในประเทศเศรษฐกิจหลัก เพื่อชะลอเงินทุนเคลื่อนย้ายที่อาจจะทะลักเข้าประเทศตนเอง หรือเพื่อลดการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่อาจส่งผลกระทบต่อการทำงานของเศรษฐกิจ ทำให้ในที่สุดแล้วนโยบายการเงินในประเทศต่างๆ จึงมักมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับประเทศเศรษฐกิจหลัก

... กับความท้าทายที่เพิ่มขึ้น

ความเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นทำให้วัฏจักรการเงินในประเทศต่างๆ ทั่วโลกมักขึ้นลงไปด้วยกันมากขึ้น ยกตัวอย่างงานวิจัยของดิฉัน พบว่าภาวะสินเชื่อในประเทศแถบเอเชียขึ้นอยู่กับภาวะการเงินโลกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งทำให้เกิดความท้าทายมากขึ้นต่อผู้ทำนโยบายในประเทศตลาดเกิดใหม่ ประการแรก คือ ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงิน ทั้งจากวัฏจักรสินเชื่อที่อาจไม่สอดคล้องกับวัฏจักรเศรษฐกิจจริง ความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายและราคาสินทรัพย์ การเก็งกำไรจากภาวะดอกเบี้ยต่ำเป็นเวลานาน ความเปราะบางจากหนี้ต่างประเทศที่อยู่ในระดับสูง เป็นต้น

ประการที่สอง คือ ข้อจำกัดที่มากขึ้นต่อนโยบายการเงินในแต่ละประเทศ เพราะปัจจัยภายนอกมีโอกาสมากขึ้นที่จะกระทบภาวะการเงินในประเทศและลดทอนผลของนโยบายการเงิน อีกทั้งยังทำให้เกิดการซังนำหนักนโยบายยากลำบากขึ้น เพราะอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในการดูแลภาวะเศรษฐกิจ อาจไม่สอดคล้องกันกับระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับการดูแลเสถียรภาพการเงินในกรณีที่ภาคการเงินได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอก

อันที่จริงแล้ว ความเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้น มีข้อดีหลายประการต่อประเทศกำลังพัฒนาอย่างไทย เพราะช่วยลดต้นทุนและข้อจำกัดทางการเงิน เพิ่มโอกาสในการกระจายความเสี่ยงของการลงทุน เป็นช่องทางในการถ่ายทอดเทคโนโลยีที่ทันสมัยจากต่างชาติ อีกทั้งยังทำให้เกิดการแข่งขันมากขึ้นในภาคการเงินซึ่งผลประโยชน์ก็จะตกกับผู้บริโภค แต่ก็เสี่ยงไม่ได้ที่จะมาพร้อมกับความท้าทายที่มากขึ้นในการบริหารจัดการกับ shock ที่มาจากภายนอก เราจึงควรต้องตระหนักถึงความท้าทายที่มากขึ้นนี้ และหันมาให้ความสำคัญกับการเสริมสร้างความแข็งแกร่งจากภายใน เพื่อเตรียมพร้อมรับมือกับโลกการเงินที่นับวันจะไร้พรมแดนขึ้นเรื่อยๆ

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์