

# เศรษฐกิจศาสตร์ ใจร้อน

■ ดร.ศุภวุฒิ สายเชื้อ

**ก**ารขยายตัวอย่างก้าวกระโดดของเศรษฐกิจ ราคาหุ้นและราคาอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก ทำให้เกิดคำถามและความเป็นห่วงเกี่ยวกับเศรษฐกิจไทยว่า **กำลังเข้าสู่วิกฤตภาวะฟองสบู่หรือไม่** ในการพูดคุยเกี่ยวกับสภาวะอสังหาริมทรัพย์นั้น เรามักได้ยินคำอธิบายว่า ราคาอสังหาริมทรัพย์ ยังไม่เกิดสภาวะฟองสบู่อย่างแน่นอนเพราะขณะนี้มีกรรมการก่อสร้างและซื้อ-ขายบ้าน บ้านแฝด คอนโด ฯลฯ เพียง 35,000-40,000 หลังต่อปี ซึ่งคิดเป็น 1/3-1/4 ของยอดขายในปี 2537-38 ซึ่งสูงถึง 120,000-150,000 หลัง

แต่หากพิจารณาให้ดีแล้ว ก็จะทำให้เราเห็นว่า สาเหตุพื้นฐานของฟองสบู่ที่เกิดจากอุปสงค์หรืออิมมานิตี้ที่สูงเกินไป อุปทาน คือ ซัพพลาย ที่มีมากจนล้นตลาดนั้น เกิดขึ้นหลังจากการแตกสลายของฟองสบู่ กล่าวคือ อุปสงค์ ที่มากเกินไปในตอนแรก คือ เหตุ และอุปทานที่มีมากเกินไปในตอนหลัง คือ ผล นั่นเอง

ตัวอย่างเช่นฟองสบู่ที่เกิดขึ้นในเอ็นเอชอาร์เอ็นดีที่สหรัฐ ในช่วง 2542-43 นั้น ผลักดันให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ แอสแอนด์ บริษัทตัวสูงขึ้นมากถึงระดับ 5,000 จุด และเมื่อฟองสบู่แตก ราคาหุ้นก็ปรับตัวลดลงอย่างฉับพลันหรือเพียง 1,500 จุด และแม้จะฟื้นตัวมากระดืบบทใหม่ ในช่วง 2546 ดัชนีหุ้นแอสแอนด์ก็ยังสูงไม่ถึงครึ่งหนึ่งของจุดสูงสุดเมื่อตอนต้นปี 2543

ประเด็นหลัก คือ สภาวะฟองสบู่เกิดขึ้นจากความต้องการในระยะสั้นที่สูงเกินความเป็นจริงและสูงเกินกว่าที่จะเป็นภัยต่ออยู่ได้ในระยะยาวและเมื่อมีความต้องการสูง

# เรื่องของเศรษฐกิจฟองสบู่

เกินไปราคาสินทรัพย์ก็ถูกผลักดันให้สูงเกินความเป็นจริงในระยะยาวได้ซึ่งราคาที่สูงดังกล่าวกลายเป็นปัจจัยส่งเสริม (incentive) ให้มีการเพิ่มการผลิตสินทรัพย์ดังกล่าวออกมาจำนวนมาก

แต่การผลิตสินทรัพย์นั้น ต้องใช้เวลา 2-3 ปี กว่าผลผลิตจะออกมาสู่ตลาดไม่ว่าจะเป็นหุ้นหรือบ้านและเมื่อสินทรัพย์จำนวนมาก ถูกนำออกมาจำหน่ายก็จะขายไม่ได้ในราคาที่สูง ดังที่คาดเอาไว้ ผลคือ ราคาจะปรับลดลง ทำให้ยังเกิดความไม่มั่นใจและราคาสินทรัพย์ปรับตัวลงไปอีกเป็นผลให้ผู้ผลิตต้องเสียหายและล้มละลายเป็นจำนวนมาก

**ทำไมสภาวะอุปสงค์ที่สูงเกินจริงจึงเกิดขึ้นได้?**  
สาเหตุหลักมักจะเกิดจากความเชื่อในสิ่งประดิษฐ์ใหม่ๆ ว่าจะมีคุณค่าอย่างมาก ต่อสังคม และเศรษฐกิจ ทำให้ผู้ลงทุนผลิตสินค้าดังกล่าวได้ผลตอบแทนมหาศาล การคาดการณ์ ผลกำไรที่สูงเกินจริงนั้น เกิดขึ้นบ่อยๆ ในอดีต เช่น การลงทุนสร้างทางรถไฟในอเมริกา การลงทุนผลิตไฟฟ้า การผลิตรถยนต์ (ซึ่งในช่วงแรกมีหลายร้อยบริษัทและยี่ห้อ)

และล่าสุด คือ อินเทอร์เน็ต และโทรคมนาคม แต่หากศึกษาประวัติศาสตร์ให้ละเอียดแล้ว จะพบว่า นักลงทุนมักจะไม่ได้รับผลตอบแทนสูงมากนักเพราะการแย่งกันเข้ามาลงทุนจะทำให้เกิดการแข่งขันและการตัดราคาสินค้า ทำให้ผู้ที่มีกำไรได้ประโยชน์มากที่สุดคือ ผู้บริโภคนั่นเอง

**อีกสาเหตุหนึ่ง คือ นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากเกินไป และนานเกินไป ดอกเบี้ยที่ต่ำ จะทำให้ผู้บริโภคที่รู้สึกว่า ตนเองมีกำลังซื้อสินทรัพย์สูง อีกทั้งยังมีอีกต้นเหตุที่ต้องรับเงินปันผลหรือเงินปันผลโดยเร็ว เพราะรู้ว่าในที่สุดราคาสินทรัพย์และดอกเบี้ยจะปรับ**

## ตัวเพิ่มขึ้นในขนาด

การดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย โดยเฉพาะในสภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่เป็นเรื่องที่ท้าทายอย่างมาก ซึ่งนายกรัฐมนตรีเป็นผู้ว่าการธนาคารกลางสหรัฐได้กล่าวสุนทรพจน์ในเรื่องนี้ด้วยตัวเอง ที่ไม่ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้น ในช่วงที่เศรษฐกิจสหรัฐประสบปัญหาฟองสบู่ในตลาดหุ้นในช่วง 2542-43 โดยให้เหตุผลว่า ไม่มีใครจะรู้ได้อย่างแน่ชัดว่าเกิดสภาวะฟองสบู่ขึ้น ดังนั้น การปรับดอกเบี้ยขึ้น อาจจะทำให้ความเสียหายให้กับเศรษฐกิจได้

อย่างไรก็ดี เมื่อฟองสบู่แตกขึ้นจริงๆ ในปี 2543 นายกรัฐมนตรีปรับลดดอกเบี้ยอย่างฉับพลันและนับเงินเฟ้อเพียง 1.0% จาก 6.5% ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อย คือ เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยเพียง 3 ไตรมาส ในปี 2544 และขณะนี้ก็ฟื้นตัวจนสามารถขยายตัวได้ระดับ 3% ในปี 2546 และคาดว่า จะขยายตัว 4.4% ในปี 2547

**ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า เราอาจไม่จำเป็นต้องพยายามบริหารจัดการกับฟองสบู่และหากเกิดการแตกของฟองสบู่ การผ่อนคลายนโยบายการเงินที่ทันท่วงทีก็จะบรรเทาผลกระทบได้เกือบทั้งหมด แต่ข้อสรุปดังกล่าวที่ผิดเพราะ**

1. การปล่อยให้ฟองสบู่ในตลาดหุ้นพองตัวขึ้น ทำให้ความไม่สมดุลเกิดขึ้นในส่วนอื่นๆ ด้วย เช่น การใช้จ่ายเกินตัว การสร้างหนี้อย่างมหาศาลของประเทศสหรัฐ ดังเห็นได้จากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการขาดดุลงบประมาณ ซึ่งคาดว่าจะรวมกันมากกว่า 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2547

เรื่อง : ต่อจากหน้า 2

## 2. การปรับลดดอกเบี้ยเพื่อลดผลกระทบ

ของการแตกของฟองสบู่ในตลาดหุ้น ได้ทำให้เกิดฟองสบู่ ในส่วนอื่นของเศรษฐกิจสหรัฐ คือ ภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจะเป็นตัวจุดเศรษฐกิจสหรัฐได้ เมื่อดอกเบี้ยขึ้นในอนาคต

3. การปรับลดดอกเบี้ย เมื่อฟองสบู่แตก แต่ไม่ปรับดอกเบี้ยขึ้น เพื่อสกัดการสร้างตัวของฟองสบู่ เป็นการกระทำที่ไม่สมเหตุ อันจะก่อให้เกิดพฤติกรรมกล้าเสี่ยงที่เกินเลย ขอบเขตที่เหมาะสมได้ เพราะนักลงทุนจะรู้ว่า ธนาคารกลางยอมให้แก๊งก์ไร ผลักดันราคาสินทรัพย์ให้เพิ่มขึ้นเกินจริง โดยไม่ห้ามปราม แต่เมื่อราคายปรับลดลงทางการจะมีมาตรการเข้ามาช่วยเหลือไม่ให้เกิดการตกต่ำตามกลไกตลาด

แม้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมากในปี 2546 และ 2547 แต่ก็ยังมี

# เศรษฐกิจสหรัฐ อบอุ่น

ปัญหาการใช้จ่ายเกินตัว ซึ่งกลายเป็นปัญหาโครงสร้างที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข ผลคือแม้เศรษฐกิจสหรัฐจะขยายตัวในอัตราที่สูงกว่าเศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ แต่เงินดอลลาร์กลับลดค่าลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนอาการของประเทศที่มีเศรษฐกิจอ่อนแอมากกว่าเศรษฐกิจที่แข็งแรง

การที่สหรัฐสร้างหนี้มากขึ้นเรื่อยๆ ทำให้เกิดความไม่มั่นใจในศักยภาพของสหรัฐในระยะยาว และความกังวลว่าสหรัฐจะแก้ปัญหาหนี้สินที่เพิ่มพูนของตน โดยการสร้างเงินเฟ้อ ซึ่งส่งผลให้ ราค.ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างพองเนื่อง เพราะการถือทองคำ คือ การปกป้องมูลค่าของทรัพย์สินในกรณีที่ภาวะเงินเฟ้อเกิดขึ้นจริงในอนาคตครับ