

พฤษภาคม 2023

ตอน

ความเสี่ยงหลักต่อการลงทุนในครึ่งหลังของปี 2023

บทสรุปผู้บริหาร

เราประเมินว่ามีความเสี่ยงหลักอยู่ 5 ประการในเดือนพฤษภาคมนี้ อันประกอบด้วย
หนึ่ง ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของสถาบันการเงินแนว Regional Bank ในสหรัฐ ที่
ความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยและสภาพคล่องยังคงมีอยู่และพร้อมจะกลับมาเป็น Spot Light
อีกครั้งสำหรับแบงก์แนวดังกล่าวที่เหลืออยู่ เพียงแต่อาจจ้องหวั่นที่อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้น
รวมถึงสภาพธุรกิจด้านเทคโนโลยีแนวสตาร์ทอัพจะซบเซาลงกว่าเดิมเท่านั้น

สอง มีแนวโน้มว่าธนาคารกลางสหรัฐและยุโรปจะอยู่ในโหมดการขึ้นดอกเบี้ยต่อไปด้วย
ระยะเวลาที่ยาวนานขึ้น (Higher for Longer) เนื่องจากหากยังปล่อยให้ปัญหาอัตราเงินเฟ้อ
ยังคงดำเนินต่อไปอย่างต่อเนื่อง น่าจะส่งผลเสียถึงต่อเศรษฐกิจจริงและสถาบันการเงินแนว
Regional Bank ในระยะยาว ในขณะที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นน่าจะคงการผ่อนคลายนโยบาย
การเงินไปอีกอย่างน้อย 1 ปี ส่วนแบงก์ชาติในบ้านเราน่าจะอยู่ในโหมดการขึ้นดอกเบี้ยอีก 2-3
ครั้งในปี

สาม ความเสี่ยงของอสังหาริมทรัพย์ประเภท Commercial Real Estate เพิ่มสูงขึ้นมา
เรื่อยๆจนอาจจะก่อปัญหาต่อสถาบันการเงินทั้งในสหรัฐและยุโรปในอนาคตอันใกล้

สี่ ความเสี่ยงของเศรษฐกิจยุโรปยังคงมีสูงอยู่จากปัญหาอสังหาริมทรัพย์ในยุโรป รวมถึง
ระดับอัตราเงินเฟ้อของยุโรปที่ยังคงอยู่ในระดับที่สูงอยู่ นั่นจึงอาจจะถึงให้อัตราการเติบโต
ทางเศรษฐกิจของยุโรปต้องชะลอลงหรืออาจถึงขั้นเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย อย่างไรก็ตาม
สถานะของเงินกองทุนและสภาพคล่องของระบบธนาคารในยุโรปโดยรวมยังถือว่าแข็งแกร่ง

ห้า ความเสี่ยงจากวิกฤต Regional Bank ของสหรัฐ จากการตรวจสอบโดยธนาคารกลาง
สหรัฐ พบว่าเป็นความบกพร่องจากทั้ง SVB Bank และหน่วยงานที่กำกับสถาบันการเงินของ
ทางการ โดยที่ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยของระบบแบงก์สหรัฐ รวมถึง
ความเสี่ยงจากโมเดลธุรกิจยังคงมีอยู่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วน of Regional Bank



มุมมองความเสี่ยงเศรษฐกิจ Macro Risk ของเศรษฐกิจโลก:

- ความกังวลของความไม่แน่นอนจากระบบธนาคารในสหรัฐที่อาจจะยังไม่จบ
- โหมดของเฟดและธนาคารกลางยุโรปที่ยังจะขึ้นดอกเบี้ยต่อไป (FED/ECB's Higher for Longer Mode)
- ความเสี่ยงของ Commercial Real Estate
- ความเสี่ยงของเศรษฐกิจยุโรป
- ประเด็นความเสี่ยงหลักจากกรณี SVB Bank

มุมมองความเสี่ยงทางเศรษฐกิจของโลก

1st Macro Risk Theme: ความกังวลจากความไม่แน่นอนของระบบธนาคารในสหรัฐที่อาจจะยังไม่จบ

- โอกาสที่วิกฤตแบงก์สหรัฐจะยังมีผลต่อเนื่องมีอยู่แค่ไหนและอย่างไร?

เรามองว่ายังมีโอกาสเกิดขึ้นอีกเนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ ยังน่าจะเกิดขึ้นในวันที่ 2-3 พฤษภาคม 2023 รวมถึงอาจมีโอกาสดังกล่าวเกิดขึ้นในการประชุมเฟดครั้งถัดไปด้วย ย่อมทำให้แรงกดดันของต้นทุนทางการเงินจากเงินฝากยังคงมีสูงขึ้นอีก ซึ่งนั่นหมายถึงผู้ฝากเงินย่อมจะพยายามถอนเงินออกจากแบงก์เพื่อไปหาแหล่งการลงทุนอื่น ๆ ที่จะนำเงินไปฝากหรือลงทุน อาทิ ในตลาดกองทุน Money Market นอกจากนี้ ด้วยอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ยังสูงขึ้นจะเป็นการไปกดดันให้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรระยะยาวมีระดับที่สูงขึ้น ซึ่งยิ่งจะไปทำให้ราคาของพันธบัตรระยะยาวลดลง และเกิดความเสียหายจาก Realized Loss เมื่อทำการขายพันธบัตรระยะยาวออกเพื่อนำมาคืนเงินต่อผู้ฝากเงินที่มาถอนเงิน นั่นคือ แบงก์สหรัฐโดยเฉพาะที่เป็นแบงก์แนว Regional Bank ยังต้องเผชิญกับ Interest Rate Risk อยู่ ซึ่งส่งผลให้เกิดวิกฤต SVB Bank และ First Republic Bank ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา

คำถามถัดไป คือทำไมวิกฤตถึงมาเกิดกับแบงก์แนว Regional Bank มากกว่าแบงก์ขนาดใหญ่? โดยเมื่อมาพิจารณาระบบธนาคารพาณิชย์สหรัฐกัน จะพบว่าในขณะที่อัตราส่วน Loan-to-Deposit Ratio ของแบงก์ขนาดเล็กแนว Regional Bank อยู่

ที่ประมาณ 80% นั้น แบงก์ขนาดใหญ่มีอัตราส่วน Loan-to-Deposit Ratio ที่ราว 60% นั่นคือแบงก์ขนาดใหญ่มีปริมาณเงินฝากเมื่อเทียบกับสินเชื่อที่ค่อนข้างมาก จึงทำให้ไม่ต้องกังวลถึงปริมาณเงินฝากของตนเองมากเท่าไรนัก โดยหากแบงก์ใหญ่ต้องการจะลดปริมาณสินทรัพย์ของงบดุลตนเอง จะดำเนินการขายหลักทรัพย์ที่ถือครอง (Securities Holding) มากกว่าทำการลดปริมาณสินเชื่อ ในขณะที่แบงก์เล็กเมื่อสูญเสียเงินฝากของตนเอง จะต้องพยายามเพิ่มปริมาณเงินกองทุนผ่านการ Raise Capital ผ่านการออกหุ้นหรือตราสารทุนซึ่ง ณ ตอนนี ค่อนข้างจะไม่คุ้มค่าที่จะทำในตอนนี้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์หรือหุ้นในช่วงนี้มีระดับราคาที่ค่อนข้างต่ำอยู่ จึงน่าจะมีความคุ้มค่ากว่าที่จะลดปริมาณสินเชื่อเนื่องจากไม่ต้องเสียเปรียบจากการระดมตราสารทุนในช่วงที่ดัชนีราคาหุ้นยังอยู่ในโซนค่อนข้างต่ำ

โดยในขณะนี้ เรามองว่าแบงก์ขนาดกลางและเล็กในส่วนของ Regional Bank โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่มีลูกค้าที่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ย ยังน่าจะได้รับการกดดันเป็นพักๆในช่วงถัดจากนี้ ซึ่งทางการสหรัฐก็ไม่ได้นิ่งนอนใจทางกระทรวงการคลังสหรัฐได้มีเตรียมการต่างๆเพื่อปรับเกณฑ์สำหรับแบงก์แนว Regional Bank

2nd Macro Risk: โหมดของเฟดและธนาคารกลางยุโรปที่อาจจะขึ้นดอกเบี้ยต่อไป (Higher for Longer)

- มุมมองต่อธนาคารกลางสหรัฐ: จากการให้สัมภาษณ์ของบรรดาสมาชิกเฟดล่าสุดพบว่าส่วนใหญ่ ทำให้เรามองว่าเหตุการณ์ของ First Republic Bank ที่กลับมาปะทุอีกครั้งในช่วงที่ธนาคารกลางสหรัฐหรือเฟดได้จัดการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินในวันที่ 2-3 พฤษภาคม นั้น เหมือนเป็นแรงกดดันต่อการดำเนินการนโยบายการเงินของเฟดในครั้งถัดๆไป เนื่องจากเฟดต้องเผชิญกับแรงกดดัน 2 ด้าน ในเวลาพร้อมกัน นั่นคือ 1. ต้องดำเนินนโยบายการเงินให้มีความเข้มข้นเพียงพอที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อสหรัฐชะลอตัวและไม่ให้เกิดเหตุการณ์ที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับมาปะทุอีกรอบ และ 2. ต้องไม่ดำเนินนโยบายการเงินให้มีความเข้มข้นมากเกินไปจนทำให้เกิดมูลค่าความเสียหายของพันธบัตรระยะยาวที่แบงก์ขนาดกลางและเล็กถืออยู่ จนโอกาสเกิดความเสี่ยงที่สูงขึ้นต่อ regional bank ในสหรัฐ
- มุมมองต่อธนาคารกลางญี่ปุ่น: เรามองว่าการผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่นที่เกิดขึ้นมากกว่า 10 ปีนั้น จะยังคงดำเนินอยู่ต่อไปอีกอย่างน้อย 1 ปีข้างหน้า

โดยผู้ว่าการธนาคารกลางญี่ปุ่นก่อน ฮารุฮิโกะ คุโรดา ได้ทำการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจนเข้าสู่ในโซนติดลบ มีการผ่อนคลายนโยบายการเงินผ่านการทำ QE หรือมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ และการดำเนินมาตรการตรึงอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ 0% โดยอนุญาตให้อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นหรือลดลงได้ไม่เกิน 0.5% ทั้งนี้ ผู้ว่าการธนาคารกลางญี่ปุ่นปัจจุบัน คาซุโอะ อุเอดะ ได้เป็นประธานการประชุมธนาคารกลางญี่ปุ่นครั้งแรก ในวันที่ 28 เมษายน 2023 โดยได้ยืนยันว่าจะยังคงทำการผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อจากผู้ว่าฯท่านก่อน รวมถึงได้ตัดข้อความในบันทึกผลประชุมของธนาคารกลางญี่ปุ่นที่เกิดขึ้นในช่วงโควิดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายและพร้อมจะลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวลงหากจำเป็น อีกทั้งจะทบทวนแนวทางนโยบายการเงินใหม่ให้แล้วเสร็จภายใน 1-1.5 ปีข้างหน้า

- มุมมองต่อธนาคารกลางยุโรป: เรามองว่าแม้ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อของยุโรปจะยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างสูงอยู่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับเงินเฟ้อของสหรัฐ กว่าเราจึงมองว่าธนาคารกลางยุโรปน่าจะดำเนินนโยบายการเงินแบบที่ไม่ได้มีความ Hawkish มากกว่าธนาคารกลางสหรัฐมากเท่าไรนัก เนื่องจากเราประเมินว่าธนาคารกลางยุโรปยังพิจารณาถึงประเด็นความสมดุลของระบบการเงินระหว่างประเทศค่อนข้างมาก โดยเกรงว่าอัตราแลกเปลี่ยนของเงินยูโรจะแข็งค่ากว่าเงินดอลลาร์มากจนเกินไป จนกระทั่งส่งผลให้การส่งออกของยุโรปต้องได้รับความกดดันให้มีมูลค่าลดลงมาก ถึงขนาดสถานการณ์อัตราดอกเบี้ยโตเศรษฐกิจยุโรปชะลอลดลงจนกระทั่งเกิดขนาดเศรษฐกิจหดตัวหรือเศรษฐกิจเกิด recession ในปีนี้
- มุมมองต่อธนาคารกลางแห่งประเทศไทย: เรามองว่าในขณะนี้ แบงก์ชาติค่อนข้างหันมาใช้แนวทาง Risk Management Approach ในระบบ Flexible Inflation Targeting มากขึ้น ซึ่งเรามองว่าแบงก์ชาติให้ความสำคัญต่อเสถียรภาพระดับค่าเงินบาทไม่น้อยไปกว่าระดับอัตราเงินเฟ้อ โดยพยายามจะส่งสัญญาณว่าจะทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยให้ไม่แตกต่างจากของเพื่อนบ้านในอาเซียนมากจนเกินไป รวมถึงเมื่อเทียบกับของสหรัฐซึ่งเป็นเงินสกุลหลักของโลกให้มากจนเกินไปด้วย ในขณะที่จะพยายามส่งสัญญาณว่าพร้อมจะขึ้นดอกเบี้ยเพื่อสกัด Pipeline Inflation ที่แบงก์ชาติมองว่าอาจจะสูงขึ้นในอนาคตจากแรงกดดันต้นทุนที่เกิดขึ้นต่อผู้ประกอบการซึ่งเตรียมจะส่งผ่านสู่ผู้บริโภคในระยะเวลายันใกล้นี้ (Cost Transfer to Price Increase)
- โดยสิ่งนี้ เรามองว่าน่าจะส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้นไทยในมุมที่โอกาสจะเกิด Surprise ของอัตราเงินเฟ้อในด้านสูงเกินคาดมีอยู่ค่อนข้างน้อย เนื่องจากได้กล่าวถึงไว้แบบดัก

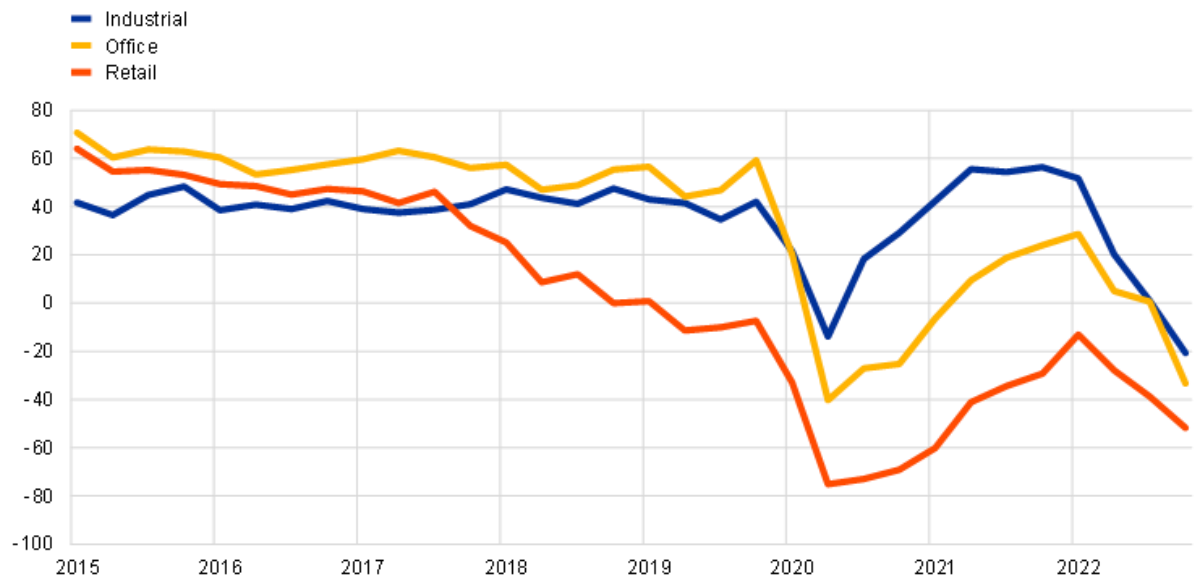
คอไว้ล่วงหน้าก่อนแล้ว เราจึงยังคงมุมมองเป็นบวกเล็กน้อยถึงปานกลางต่อตลาดหุ้นไทยในช่วงนี้

- สำหรับมุมมองต่อเซกเตอร์ของตลาดหุ้นไทยหลังร่วมงาน Monetary Policy Forum ของแบงก์ชาติ จากตาราง เราอัพเกรดมุมมองต่อกลุ่มท่องเที่ยว ร้านอาหาร เกษตรกรรม ผู้ผลิตอาหาร เครื่องดื่ม อุปกรณ์การแพทย์ ขนส่ง และค้าปลีก จากการทบทวนตัวเลขประมาณการเศรษฐกิจล่าสุดของแบงก์ชาติ นอกจากนี้ เรายังมีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อกลุ่มธนาคาร จากแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น่าจะเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ ในขณะที่เราลดน้ำหนักกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เคมีภัณฑ์ และโลหะ จากการทบทวนตัวเลขประมาณการเศรษฐกิจล่าสุดของแบงก์ชาติ นอกจากนี้ เรายังมีมุมมองที่เป็นบวกน้อยลงต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ จากแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น่าจะเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้
- สำหรับเซกเตอร์ของตลาดหุ้นไทยที่มุมมองของเราประเมินว่ายังไม่เปลี่ยนแปลงจากก่อนหน้านี้ ได้แก่ กลุ่มก่อสร้างและวัสดุ อุตสาหกรรม รถยนต์ ประกัน สาธารณูปโภค ด้านน้ำและก๊าซ ผลิตไฟฟ้า และพลังงานทางเลือก

3rd Macro Risk: ความเสี่ยงของ Commercial Real Estate

- เรามองว่าสินเชื่อ Commercial Real Estate (CRE) น่าจะเป็นปัจจัยเสริมที่จะทำให้เกิดโอกาสเกิดวิกฤตของแบงก์ทั้งในสหรัฐและยุโรปมีสูงขึ้น เนื่องจากจะเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้มูลค่าตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์แบงก์ทั้งในสหรัฐและยุโรปลดลง ทั้งนี้ จากการประมาณการของ NBER พบว่าระบบธนาคารพาณิชย์ของสหรัฐในขณะนี้ สินทรัพย์รวมเฉลี่ยมีมูลค่าตลาด (Marked-to-market Value) ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี หรือ Book Value อยู่ราว 2.2 ล้านล้านดอลลาร์ หรือประมาณร้อยละ 10 ในขณะที่สินทรัพย์ที่อยู่ใน Percentile ต่ำสุด 5% สุดท้าย มีขนาดมูลค่าตลาดต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีอยู่ประมาณ 20% ทั้งนี้ แบงก์ขนาดเล็กของสหรัฐถือครองสินเชื่อประเภท CRE อยู่ 2.3 ล้านล้านดอลลาร์ โดยที่อัตราการเบี้ยวหนี้ (Delinquency Rate) ของ CRE เพิ่มขึ้น 0.18% ขึ้นมาเป็น 3.12% ในเดือนกุมภาพันธ์ 2023 ซึ่งนับว่าสูงสุดในรอบเกือบ 3 ปี

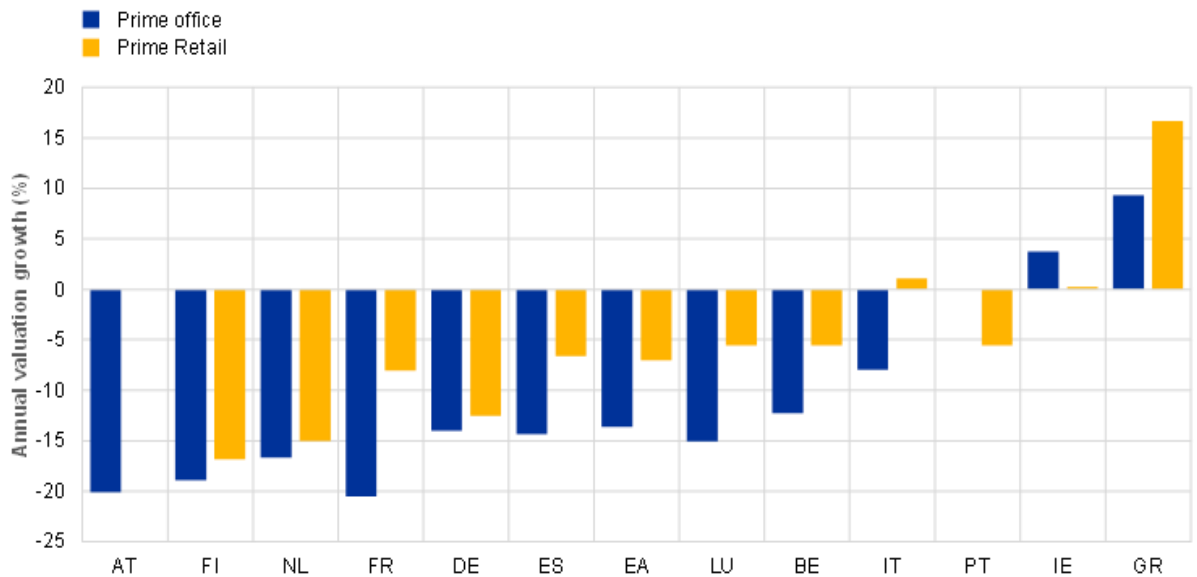
ภาพแสดงอุปสงค์ต่ออสังหาริมทรัพย์ Commercial Real Estate ของยุโรป



ที่มา: ธนาคารกลางยุโรป

- ในขณะที่เมื่อมาพิจารณาตลาด CRE ในยุโรป จะพบว่าอุปสงค์ต่อ CRE ได้ลดลงมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2022 โดยที่อุปสงค์ของ CRE ประเภท Industrial ได้ลดลงมาเกือบ 80% หากพิจารณาในช่วงเวลานับตั้งแต่ต้นปี 2022 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2023 ในขณะที่อุปสงค์ของ CRE ประเภท Office และ Retail ลดลงมาประมาณ 50% และ 40% ตามลำดับ สำหรับในช่วงระยะเวลาเดียวกัน จะเห็นได้ว่าหากแนวโน้มของราคา CRE ยังลดลงไปเรื่อยๆจากจุดนี้ ย่อมจะไปกดดันต่อระดับราคาสินทรัพย์แบบ Marked-to-market ของธนาคารในยุโรปให้ลดลงไปเรื่อยๆก่อให้เกิดความเสียหายต่อมูลค่าสินทรัพย์ของยุโรป ซึ่งอาจก่อให้เกิดวิกฤตต่อสถาบันการเงินของยุโรปในอนาคตอันใกล้ได้ง่ายขึ้น เนื่องจากจะไปกดดันและลดเงินกองทุน รวมถึงสภาพคล่องของแบงก์ต่างๆในยุโรปไปเรื่อยๆ โดยล่าสุด จากข้อมูลของทางการยุโรปได้ระบุว่าดีลที่เป็นกิจกรรม Merger & Acquisitions เกี่ยวกับ CRE ในยุโรปได้ลดลงถึงจุดต่ำสุดแบบ Record All-time Low นับตั้งแต่มีการเก็บสถิตินี้เป็นต้นมา

ภาพแสดงร้อยละอัตราการเปลี่ยนแปลง (ต่อปี) ของมูลค่า Commercial Real Estate แยกตามรายประเทศในยุโรป



ที่มา: ธนาคารกลางยุโรป

- ในขณะที่เมื่อหันมาพิจารณาตลาด CRE ของยุโรปแบบรายประเทศ ณ ต้นปี 2023 ในส่วน Prime Office และ Prime Retail จะพบว่า ในส่วนของ Prime Office ในประเทศออสเตรีย ฝรั่งเศส และฟินแลนด์ มีมูลค่าตลาดลดลงประมาณ 20% หรือมากกว่า ในส่วน Prime Office ของเนเธอร์แลนด์ เยอรมัน สเปน และเบลเยียม มีมูลค่าตลาดลดลงระหว่าง 10-15% โดยที่ Prime Office ของอิตาลี มีมูลค่าตลาดลดลงประมาณ 8% โดยที่ Prime Office ของไอร์แลนด์และกรีซ มีมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้น
- ทางด้าน Prime Retail มีมูลค่าที่ลดลงน้อยกว่า Prime Office โดยที่ Prime Retail ของฟินแลนด์ และเนเธอร์แลนด์ มีมูลค่าตลาดลดลงประมาณ 15% และ ของเยอรมัน มีมูลค่าตลาดลดลงประมาณ 12% สำหรับในส่วนของ Prime Retail ของ ฝรั่งเศส สเปน เบลเยียม และ โปรตุเกส มีมูลค่าของ Prime Retail ลดลงประมาณ 6-8% โดยที่ Prime Retail ของไอร์แลนด์ อิตาลี และกรีซ มีมูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้น

4th Macro Risk: ความเสี่ยงของเศรษฐกิจยุโรป

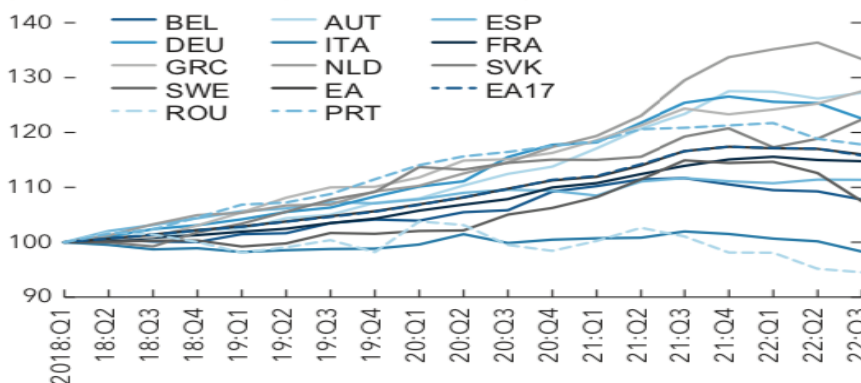
สถานการณ์อสังหาริมทรัพย์ของยุโรปที่ดูประหลาด ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจยุโรป ดังนี้

- ภาคอสังหาริมทรัพย์ยุโรป ในขณะนี้ ถือว่ามีสัญญาณที่ชัดเจนมากขึ้นเรื่อยๆว่าจะมีสัญญาณฟองสบู่เกิดขึ้นอย่างชัดเจน โดยราคาอสังหาริมทรัพย์ (หลังหักเงินเฟ้อ) ของประเทศเชค ฮังการี ไอซ์แลนด์ ลักเซมเบิร์ก เนเธอร์แลนด์ และ โปรตุเกส เพิ่มขึ้นจากปี 2015 ถึงปัจจุบันอยู่ประมาณ 2 เท่า นอกจากนี้ ความแตกต่างระหว่างระดับราคาอสังหาริมทรัพย์กับรายได้ของประชาชนชาวยุโรป รวมถึงความแตกต่างระหว่างระดับราคาอสังหาริมทรัพย์กับค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ ยิ่งสูงมากขึ้นเรื่อยๆ นั่นคือระดับราคาอสังหาริมทรัพย์ได้สูงมากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งระดับอัตราส่วนของระดับราคาอสังหาริมทรัพย์กับรายได้ของประชาชนชาวยุโรป ได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวถึง 30% นอกจากนี้ งานวิจัยเชิงประจักษ์ให้ผลลัพธ์ว่าเมื่อเชื่อมโยงราคาอสังหาริมทรัพย์กับปัจจัยที่กำหนดราคาอสังหาริมทรัพย์ พบว่าระดับราคาจริงสูงเกิน 15-20% ในหลายๆประเทศในยุโรป
- ดังนั้น ด้วยบรรยากาศที่อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบ้านยังคงเป็นขาขึ้น รายได้ที่แท้จริงจึงลดลงจากผลกระทบของเงินเฟ้อ เราจึงเริ่มเห็นราคาบ้านเริ่มลดลงในยุโรปหลายประเทศ ดังรูป นอกจากนี้ รายงานจากธนาคารกลางยุโรประบุว่าหากราคาอสังหาริมทรัพย์ในยุโรปลดลงมากกว่า 20% จะทำให้ระดับอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของแบงก์ยุโรปลดลงระหว่าง 1-3%

ภาพแสดงการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาบ้านของประเทศต่างๆในยุโรป นับตั้งแต่ปี 2018

Box Figure 3.1. Europe: Evolution of Real House Prices

(Selected countries, 2018:Q4 = 100)



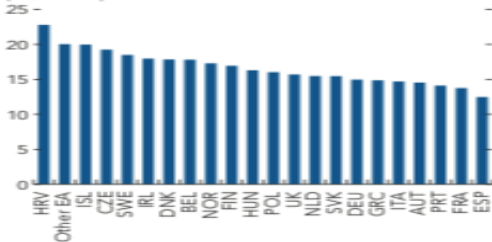
ที่มา: ธนาคารกลางยุโรป



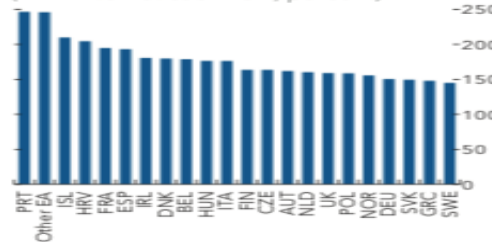
- นอกจากนี้ คาดว่าอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของยุโรปปี 2023 จะติดลบเล็กน้อย แม้เหตุการณ์ธนาคารเครดิต สวิส จะจบลงด้วยการเทคโอเวอร์ของ UBS ทว่าอัตราส่วนทางการเงินต่างๆของแบงก์ยุโรปยังคงแข็งแกร่ง
- ท่ามกลางความเสี่ยงของเสถียรภาพด้านสถาบันการเงินที่สูงมากขึ้นเรื่อยๆในไตรมาสแรก ปี 2023 กังจากเหตุการณ์แบงก์เครดิตสวิสในยุโรป และธนาคาร SVB ในสหรัฐ ได้ทำให้ราคาหุ้น ระดับต้นทุนของ CDS และอันดับเครดิตในตลาดรองของแบงก์ในยุโรปย่ำแย่ลงเรื่อยๆ อย่างไรก็ตาม วัฏจักรของยุโรปในปัจจุบัน ถือว่ามีความเข้มแข็งมากขึ้นจากการปรับเกณฑ์กำกับทางการเงินต่างๆของทางการให้เข้มแข็งมากขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงทศวรรษ 2010 จึงทำให้เราได้เห็นอัตราเงินกองทุน Tier 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยงยังสูงกว่า 16% และ อัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องต่อภาระหนี้สินระยะสั้นในช่วงวิกฤต ยังสูงกว่า 150% อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการระดมเงินทุนของแบงก์ผ่าน Wholesale Funding และ ผ่านเงินฝากที่ไม่ได้รับการคุ้มครองจากทางการของหน่วยงานที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน Non-financial corporations ยังถือว่าค่อนข้างสูง โดยอยู่ที่ระดับ 22% และ 37% ของทั้งหมด ตามลำดับ

ภาพแสดงอัตราส่วนเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยง อัตราส่วน Liquidity Coverage อัตราส่วนแหล่งการเงินแบบ Wholesale และอัตราส่วนหนี้เสีย ของธนาคารต่างๆของยุโรป

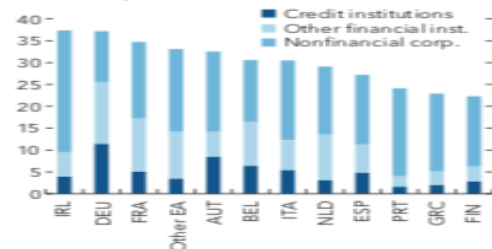
Box Figure 6.1. Europe: Common Equity Tier 1 Ratio, 2022:Q3
(Percent)



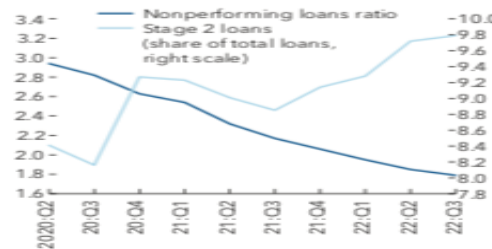
Box Figure 6.2. Europe: Bank Liquidity Coverage Ratio, 2022:Q3
(HQLA to net cash flow, percent)



Box Figure 6.3. Wholesale Funding in Euro Area Banks
(Percent of total financial liabilities, June 2022)



Box Figure 6.4. NPLs and Stage 2 Loans in Euro Area Banks
(Percent)



Sources: Bank of England; Bloomberg Finance L.P.; European Banking Authority, Transparency Data; ECB 2022; UK Office for National Statistics; and IMF staff calculations.
Note: Country abbreviations are International Organization for Standardization country codes. EA – euro area; HQLA – high-quality liquid assets; NPLs – nonperforming loans.

ที่มา: ธนาคารกลางยุโรป

- กระนั้นก็ดี จุดอ่อนของแบงก์ยุโรปยังมีให้เห็น จาก 3 ปัจจัย ได้แก่
 1. unrealized loss ของพันธบัตรหรือหุ้นระยะยาวที่แบงก์ถืออยู่: อัตราดอกเบี้ยที่มีระดับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วส่งผลกระทบต่อแบงก์ที่มีพันธบัตรหรือหุ้น (Fixed Income Asset) อยู่เยอะ ยกตัวอย่าง เมื่อเกิด funding shock ต่อแบงก์เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงต่อ Sentiment ของตลาด โดยสินทรัพย์ดังกล่าวต้องขายด้วยผลขาดทุน โดยแม้ว่าจะมีความเสี่ยงดังกล่าวอยู่ค่อนข้างมาก กว่าแบงก์ยุโรปโดยส่วนใหญ่มีระดับอัตราเงินกองทุนชั้น 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยงเกินค่าขั้นต่ำที่ทางการกำหนดไว้
 2. คุณภาพสินทรัพย์ที่เลวร้ายลง: แม้ว่าอัตราส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ของแบงก์ยุโรปในขณะนี้ ถือว่าอยู่ในระดับต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ ทว่าสินเชื่อที่จัดชั้นว่าต้องจับตาว่าอาจมีปัญหาค่าความเสี่ยงด้านเครดิตกำลังเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ หรือทางยุโรปเรียกว่า Stage 2 Loan ดังรูป
 3. Feedback loop ของสถาบันการเงินประเภท Nonbank หรือ Nonbank Financial Institutions (NBFIs) เมื่อเกิดความกังวลต่อตลาดที่ส่งต่อถึงแบงก์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง NBFIs ที่มีหนี้อยู่ในพอร์ตค่อนข้างเยอะ โดยความเสี่ยงจะสูงมากขึ้นหากอัตราเงินเฟ้ออยู่ในขาขึ้นและธนาคารกลางขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
- ทั้งนี้ การใช้แนวทางบาเซล 3 ของแบงก์ยุโรปอย่างเต็มที่และจริงจัง น่าจะทำให้ระดับความเสี่ยงดังกล่าวลดลง

5th Macro Risk: ประเด็นความเสี่ยงหลักจากกรณี SVB Bank

- มี 4 หัวข้อหลักจากการตรวจสอบกรณี SVB Bank โดยทางการสหรัฐฯ ดังนี้

Key Takeaway 1: ผู้บริหารของ SVB ล้มเหลวในการบริหารความเสี่ยง

การล้มลงของ SVB สามารถโยงสาเหตุโดยตรงว่ามาจากการที่คณะกรรมการและผู้บริหารของ SVB ล้มเหลวในการดูแลความเสี่ยงซึ่งอยู่ในโมเดลทางธุรกิจและกลยุทธ์ของงบดุลได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงไม่ได้ใช้ความพยายามอย่างเพียงพอและทันเวลาในการสร้างกรอบธรรมาภิบาลและระบบบริหารความเสี่ยง (governance and risk-management framework) เพื่อให้ตามทันต่อความเสี่ยงของโมเดลทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว

- การเติบโตของ SVB Bank
- SVB เป็น bank holding company ขนาดใหญ่ โดยมีมูลค่าสินทรัพย์รวมที่ 2.12 แสนล้านดอลลาร์ เมื่อล้มละลายลงในเดือนมีนาคม 2023 โดย SVB ให้บริการทางการเงินต่อบริษัทในเซกเตอร์เทคโนโลยีและ life science โดยระหว่างปี 2019 ถึง ปี 2021 ทาง SVB มีขนาดสินทรัพย์ที่เติบโตขึ้นถึง 3 เท่า จากการไหลเข้ามาของเงินฝากอย่างรวดเร็วของ VC ของบริษัทเทคโนโลยี พร้อมกับบรรยากาศอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ โดยเงินฝากส่วนใหญ่ไม่ได้รับการคุ้มครองจากสถาบันประกันเงินฝาก (FDIC) และ SVB นำไปลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารซึ่งมีอายุแบบระยะยาว
- ในปี 2022 เมื่อระดับอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น เราพบว่าเงินฝากของ SVB ไหลออกไปเรื่อยๆ รวมถึงเกิด unrealized loss ในตราสารหลักทรัพย์ระยะยาวที่ SVB ถือครอง โดยการล้มลงของ SVB สะท้อนถึงความไม่มีประสิทธิภาพของการบริหารความเสี่ยง สภาพคล่องและความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ย รวมถึงไม่มีระบบธรรมาภิบาลที่ดีเพียงพอ โดยที่คณะกรรมการบริษัทไม่ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับความเสี่ยงของ SVB อย่างเพียงพอ ในขณะที่คณะกรรมการบริษัทก็ไม่ได้บังคับให้ผู้บริหารรับผิดชอบในสิ่งที่เกิดขึ้น ยกตัวอย่างเช่น บอร์ดไม่ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับปัญหาสภาพคล่องของ SVB จนกระทั่งเดือนพฤศจิกายน 2022 แม้ว่าสถานการณ์ของ SVB จะย่ำแย่ลงมากแล้ว

ในขณะที่แพ็คเกจการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหารของ SVB กลับขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนของหุ้น SVB และผลกำไรบริษัทเป็นหลัก แทนที่จะขึ้นอยู่กับมาตรฐานระดับความเสี่ยงของบริษัท

- นอกจากนี้ SVB ยังไม่ผ่านเกณฑ์การทดสอบภาวะวิกฤตภายในบริษัท หรือ Internal Liquidity Stress Test (ILST) ของตนเอง ที่เริ่มใช้ในเดือนกรกฎาคม 2022 เมื่อขนาดของสินทรัพย์ของ SVB มีระดับเกิน 1 แสนล้านดอลลาร์ โดยผู้บริหารแก้ปัญหานี้โดยจัดให้มีการเพิ่ม Funding Capacity กว่าที่ไม่ได้ปฏิบัติแบบจริงจังภายในเดือนมีนาคม 2023 ดังที่ได้วางแผนกันเอาไว้ก่อนหน้านี้ รวมถึงยังไปใช้สมมติฐานที่เข้มน้อยกว่าสำหรับการทดสอบภาวะวิกฤตอีกด้วย
- ท้ายสุด ยังมีการดึงเครื่องมือการบริหารความเสี่ยงที่ใช้ hedge หรือป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยออกจากการปฏิบัติงานจริง

- การล้มลงของ SVB
- เมื่อความเสี่ยงต่อบดุลของบริษัทเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ SVB ตัดสินใจประกาศแผนการทำ restructure บดุลของตนเอง ในวันที่ 8 มีนาคม 2023 โดย SVB ขายหลักทรัพย์ ประเภท Available for Sale (AFS) มูลค่า 2.1 หมื่นล้านดอลลาร์ ด้วยผลขาดทุนหลังหักภาษีมูลค่า 1.8 พันล้านดอลลาร์ โดยมีแผนจะเพิ่มเงินกู้ยืมหนี้ระยะสั้นจาก 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์ เป็น 3 หมื่นล้านดอลลาร์ รวมถึงจะระดมเงินผ่านตราสารทุนอีก 2.25 พันล้านดอลลาร์ อย่างไรก็ตาม ในวันรุ่งขึ้น มีผู้ที่มาถอนเงินมากมาย โดยเฉพาะในส่วนที่ไม่ได้คุ้มครองเงินฝาก จนกระทั่งในวันที่ 9 มีนาคม 2023 ทาง SVB ต้องสูญเสียเงินฝากไปอีก 4 หมื่นล้านดอลลาร์ โดยผู้บริหารคาดว่าจะเสียเงินฝากไปอีก 1 แสนล้านดอลลาร์ ในวันรุ่งขึ้น
- ทั้งนี้ การไหลออกของเงินฝากดังกล่าวคิดเป็น 85% ของเงินฝากทั้งหมด โดย bank run ในครั้งนี้ ถือว่าเลวร้ายกว่าวิกฤตแบงก์ครั้งก่อนๆในอดีตที่ผ่านมาเป็นอย่างมาก นอกจากนี้ SVB ยังไม่ได้มีการทดสอบระบบต่างๆก่อนที่จะสามารถใช้บริการความช่วยเหลือทางการเงินจากทางการ หรือแม้แต่กระทั่งไม่ได้ทดสอบระบบกระบวนการขายทอดตลาดสินทรัพย์เมื่อเกิดการล้มละลายอีกด้วย
- การล้มละลายของ SVB แบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา โดยช่วงแรก ศักยภาพด้านการบริหารความเสี่ยงไม่ได้เพิ่มตามขนาดของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น และ ช่วงเวลาที่สอง SVB ไม่ได้พัฒนาศักยภาพในการทำแผนสำรองที่จะมีแหล่งเงินทุนสำรองเมื่อฉุกเฉิน จนเกิดการโกลาหลต่อการหาเงินฝากมาจ่ายคืนลูกค้าเมื่อเกิด bank run
- การตรวจตราจาก Federal Reserve ของ SVB นั้น มีความกำกวมอยู่ตรงกลางระหว่าง Regional Federal Reserve Bank กับ Federal Reserve Bank ที่เป็นสำนักงานใหญ่ ในช่วงที่สินทรัพย์ SVB อยู่ประมาณขนาด 1 แสนล้านดอลลาร์ เมื่อ 3-4 ปีก่อน ในขณะที่ช่วงเวลา 2 ปีล่าสุด SVB มีขนาดเกิน 1 แสนล้านดอลลาร์ ซึ่งต้องเป็นหน้าที่ของธนาคารกลางสำนักงานใหญ่ จึงทำให้เกิดความกำกวมระหว่าง 2 หน่วยงานในช่วงเวลาที่ผ่านมาในหลายส่วนในช่วงที่ผ่านมา

Key Takeaway 2: ผู้กำกับสถาบันการเงินไม่ได้ทราบซึ่งถึงจุดเปราะบางของ SVB ที่มีขนาดและความซับซ้อนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

- โดย ณ ช่วงเวลาที่ SVB ล้มลงในเดือนมีนาคม 2023 มีการพบจุดที่ต้องแก้ไขจากการตรวจของทางการครั้งล่าสุดอยู่ 31 ประการ หรือ คิดเป็น 3 เท่าของค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยพบจุดอ่อนของ SVB ในส่วนธรรมาภิบาลและบริหารความเสี่ยง สภาพคล่อง การบริหารอัตราดอกเบี้ย และเทคโนโลยี
- แม้จากระบบการจัดอันดับความเสี่ยงแบบ Large Financial Institution (LFI) rating system ในเดือนสิงหาคม 2022 ระบบการจัดอันดับจะได้ไฮไลต์จุดอ่อนสำคัญกว่าไม่ได้พิจารณาจุดเปราะบางทั้งหมดของ SVB ได้แบบละเอียดเพียงพอ ภายใต้กรอบดังกล่าว ผู้กำกับสถาบันการเงินได้ประเมิน SVB ไว้ดังนี้
 - ธรรมาภิบาลและการควบคุม: อันดับ “Deficient-1” เป็นอันดับที่ต่ำกว่าระดับที่น่าพึงพอใจ (Satisfactory) โดยผู้กำกับสง. ได้ให้ความเห็นว่า “ธรรมาภิบาลและการควบคุมอยู่ในระดับที่น่าพอใจ” และ “ระบบการบริหารความเสี่ยงไม่มีประสิทธิภาพ” โดยมีการพบข้อที่น่าจับตา 3 ข้อ ในเดือนพฤษภาคม 2022
 - สภาพคล่อง: ได้การจัดอันดับเป็น “Conditionally Meets Expectations (CME)” แม้จะถือว่าผ่าน แต่พบข้อบกพร่องอยู่ 6 ข้อ ในเดือนพฤศจิกายน 2021
 - เงินกองทุน: แม้ว่าจะได้ให้ผ่านแบบ “Broadly Meets Expectations (BME)” ทว่าตั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับการทดสอบ Interest Rate Risk (IRR) Simulation ในเดือนพฤศจิกายน 2022

Key Takeaways 3: แม้ว่าผู้กำกับสง. จะชี้ถึงจุดเปราะบางของ SVB ที่ไม่ได้ทำให้มีการระบุขั้นตอนการแก้ไขปัญหาดังกล่าวอย่างรวดเร็วเพียงพอ

- การโยกย้าย Portfolio และการทำให้มาตรฐานเข้มและสูงขึ้น
- ในกรณีของ SVB ผู้กำกับสง. ใช้เวลาถึง 7 เดือน ตั้งแต่ที่ทราบว่าสถานการณ์สภาพคล่องของบริษัทย่ำแย่ลงจนเกิด unrealized loss ต่อพอร์ตโฟลิโอของหลักทรัพย์ และมุมมองผลประกอบการดูไปแล้วจะย่ำแย่ลง จนนำไปสู่การให้ SVB เริ่มกระทำการปรับปรุงผ่าน MOU เกี่ยวกับการปรับปรุงสถานะสภาพคล่อง ระบบการบริหารความเสี่ยง และระบบธรรมาภิบาลและควบคุม โดยเวลาส่วนใหญ่ของทางการที่ใช้ไปใน 7 เดือนดังกล่าว ส่วนใหญ่เป็นการเก็บหลักฐานต่างๆไปเรื่อยๆ

- นอกจากนี้ การที่พอร์ตสินทรัพย์ของ SVB เติบโตขึ้น จนเปลี่ยนจากพอร์ตโพลีโอแบบ Regional Bank Organization (RBO) ซึ่งเป็นพอร์ตที่การตรวจของเฟดไม่เข้มมาก มาเป็น Large and Foreign Banking Portfolio (LBFO) ซึ่งเป็นพอร์ตที่การตรวจของเฟดเข้มมากกว่า ในเดือนมีนาคม 2021 ทำให้มีการเปลี่ยนทีมงานใหม่ของการมาดูแล SVB จากเดิม 8 คนมาเป็น 20 คน จึงทำให้ความต่อเนื่องในการดูแลมีไม่มากนัก
- และจากการที่ SVB เปลี่ยนจาก RBO มาเป็น LBFO นี้เอง ที่มีมาตรฐานความเข้มข้นในการกำกับที่มีมาตรฐานสูงขึ้น ตามกฎหมายแล้ว SVB สามารถมีเวลาพอสมควรที่จะได้รับการอนุญาตจากทางการในการปรับตัวก่อนที่จะต้องทำให้อยู่ในกฎเกณฑ์ของทางการ โดย SVB สามารถชะลอการเริ่มส่งข้อมูลต่างๆให้ทางการถึงเดือนสิงหาคม 2022
- นอกจากนี้ การที่ SVB มีผลของการประเมินความเสี่ยงสภาพคล่องที่ดีในช่วงที่เป็นพอร์ตโพลีโอ RBO ทำให้แม้จะได้รับการประเมินที่ไม่น่าพึงพอใจในส่วนสภาพคล่องในปลายปี 2022 ตามเกณฑ์แล้ว ก็ยังสามารถมีเวลาเพิ่มเติมในการแก้ไขได้
- ในภาพรวม วิธีการกำกับแบงก์ SVB จะใช้เวลาส่วนใหญ่ในการพิจารณาข้อเท็จจริงเกี่ยวกับความเสี่ยงของ SVB และเน้นรวบรวมข้อมูลจนกระทั่งได้รับการเห็นชอบจากสมาชิกทุกคนในทีมตรวจสอบของเฟดว่า SVB มีความบกพร่องต่อการบริหารความเสี่ยงและหลักธรรมาภิบาลอย่างแท้จริง รวมถึงการได้รับการจัดอันดับที่ดีในช่วงเป็นพอร์ตโพลีโอ RBO จึงทำให้ทีมงานตรวจสอบต้องให้เครดิต SVB ไว้ก่อนว่าทำตามกฎเกณฑ์ได้ดีในการตรวจสอบครั้งล่าสุด รวมถึงพอร์ตโพลีโอสินทรัพย์ของแบงก์ SVB ก็เติบโตได้ดีในตอนนี้ จึงส่งผลให้การ downgrade ทำได้ไม่ง่ายนัก หากไม่หนักหนาสาหัสจริงๆ นอกจากนี้ ความไม่ชัดเจนว่าใครจะเป็นผู้รับผิดชอบทำการ rating แบงก์ SVB โดยตรงระหว่างเฟดสาขาซานฟรานซิสโก กับ เฟดสำนักงานใหญ่ ก็เป็นสิ่งที่ทำให้เกิดความล่าช้าในการจัดการปัญหา SVB Bank ในครั้งนี้

Key Takeaways 4: หน่วยงาน EGRRCPA ฟ่อนคลายกฎหมาย Dodd Frank จนทำให้การกำกับสถาบันการเงินเข้มน้อยลง

- ในปี 2018 หน่วยงาน EGRRCPA ที่จัดตั้งโดยโอดนัลด์ ทรัมป์ ได้เสนอให้ทางการทำการผ่อนคลายกฎหมาย Dodd Frank ด้วยการเพิ่มระดับสินทรัพย์ขั้นต่ำที่ต้องใช้กฎเกณฑ์ในการกำกับสถาบันการเงินที่เข้มงวดขึ้น จาก 5 หมื่นล้านดอลลาร์ เป็น 1

แสนล้านดอลลาร์ และทางกรรมการเฟดก็ได้อนุมัติข้อเสนอดังกล่าวในเดือนตุลาคม 2019 โดยให้มีผลย้อนหลังไปจนถึงเดือนกรกฎาคม 2018 ในการวัดสินทรัพย์เพื่อใช้ Threshold ขั้นต่ำดังกล่าว นั่นจึงส่งผลให้ SVB สามารถชะลอการใช้เกณฑ์ที่เข้มงวดขึ้นได้ถึง 3 ปี จากปี 2018 ให้มาใช้ในปี 2021

- นอกจากนี้ จากการแต่งตั้งผู้ช่วยประธานกรรมการเฟดท่านใหม่ เพื่อมาดูแลหน่วยงานกำกับสถาบันการเงินของเฟด ทำให้ Culture ของการทำงานของหน่วยงานกำกับสถาบันการเงินของเฟดได้เปลี่ยนเป็นในทิศทางที่จำเป็นต้องมีหลักฐานที่หนักแน่นเพียงพอก่อนที่จะนำไปถึงข้อสรุป นั่นทำให้ความรวดเร็วในการทำงานของหน่วยงานกำกับ SVB ใช้เวลานานกว่าในอดีตก่อนที่จะสามารถสรุปหลักฐานต่างๆจนได้เป็นข้อสรุปของการกำกับตรวจสอบ SVB
- นอกจากนี้ ในช่วงที่ SVB อยู่ภายใต้การกำกับเป็นพอร์ต RBO ในช่วงปี 2017 ถึง 2020 จำนวนชั่วโมงของการกำกับจากเฟดต่อ SVB ลดลง 40% ซึ่งในช่วงดังกล่าว ในขณะที่ขนาดสินทรัพย์ของระบบแบงก์กึ่งรัฐเพิ่มขึ้น 37% กว่าจำนวนพนักงานที่กำกับสง. ของเฟดลดลง 3% โดยช่วงโควิดยิ่งทำให้การดำเนินการกำกับแบบ On-Site ทำได้ยากยิ่งขึ้น โดยที่เมื่อการกำกับ SVB เริ่มเป็นแบบพอร์ตโฟลิโอแบบ LBFO ก็ต้องใช้ข้อมูลจากผลการกำกับในช่วงปี 2019 จากพอร์ตแบบ RBO