



# The Fundamental View

■ ทอม ไพบูลย์

paiboon@tisco.co.th

## อิจฉาอินโดนีเซีย

**พ**มเมื่อดูสถานการณ์ทางการเมืองของบ้านเราแล้ว ทำให้คิดถึงประเทศที่อยู่ใกล้กับเราอย่าง อินโดนีเซีย ไม่ได้ ไม่ใช่เพราะประเทศเขาก็กำลังมีการชุมนุมประท้วงขับไล่รัฐบาลกันอยู่ หรือมีการแบ่งประชาชนออกเป็นฝ่ายเหลือง ฝ่ายแดง ฝ่ายชมพู อย่างที่เรากำลังประสบอยู่ แต่เป็นเพราะ อินโดนีเซีย ซึ่งก็เคยมีเหตุการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองสารพัดรูปแบบเมื่อหลายปีก่อน และในบางครั้งดูจะรุนแรงไปกว่าที่เรากำลังเผชิญอยู่เสียด้วยซ้ำ

แต่มาในระยะหลังนี้ สถานการณ์ทางการเมืองของอินโดนีเซียดีขึ้น และมีเสถียรภาพมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด และเพราะเหตุนี้เอง ตลาดหุ้นของอินโดนีเซีย ได้กลายเป็น Investment Destination (จุดหมายของการลงทุน) ที่เป็นเป้าหมายของนักลงทุนทั่วโลกไปแล้ว

ผิดกับของเรานี้บ่นวัน มีแต่นักลงทุนจะคอยตีจากไป เม็ดเงินต่างชาติที่ยังคงหลั่งไหลอยู่ในตลาดหุ้นส่วนมาก จะเป็นเงินลงทุนของ กองทุน Hedge Funds หรือไม่กี่กองทุน ประเภท Index Funds ส่วนอีกกลุ่มก็เป็นพวก Opportunistic Funds ซึ่งจะเข้ามาลงทุนแบบเก็งกำไร เมื่อคิดว่าตลาดหุ้นจะเกิดการ Rebound ในช่วงสั้นๆ พอได้กำไรแล้วก็ขายหุ้นออกทั้งหมด

เม็ดเงินจากนักลงทุนระยะยาวประเภท Long-Only Funds ในระยะ 3-4 ปีมานี้ ไหลเข้าตลาดหุ้นไทยน้อยมาก เพราะปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองของเรา Long Funds ที่ยังเข้ามาอยู่ก็จะเป็น พวก Bottom Up (Stock Selection) หรือ พวกที่เน้นของถูกจะเป็นส่วนใหญ่ Long Funds พวกที่ใช้ Top-Down Approach ที่เน้นลงทุนในประเทศ ที่มี Macro Fundamentals ที่แข็งแกร่งนั้นแทบจะไม่เหลืออยู่ในตลาดไทยแล้ว ซึ่งเป็นที่น่าเสียดายอย่างมาก เพราะนักลงทุนประเภทหลังนี้ เป็นกลุ่มที่มีเม็ดเงินภายใต้การบริหารมากที่สุด

ผมยังจำได้เมื่อช่วงวิกฤติเศรษฐกิจเอเชียปี 1997 เศรษฐกิจและตลาดหุ้นของไทยและอินโดนีเซียบอบช้ำไม่แพ้กัน ทั้ง 2 ประเทศต้องเผชิญกับวิกฤติสถาบันการเงินซึ่งลุกลามไปเป็นวิกฤติเศรษฐกิจในที่สุด แต่ช่วงนั้นตลาดหุ้นไทยได้รับผลกระทบมากกว่าอินโดนีเซียมาก SET INDEX ลดลงจากจุดสูงสุดเมื่อต้นปี 1994 ที่ 1,789 จุด มาเหลือเพียง 204 จุด เมื่อเดือนกันยายน ปี 1998 ขณะที่ตลาดหุ้นอินโดนีเซีย ปรับลดลงจากจุดสูงสุด (ณ เวลานั้น) ที่ 742 จุดมาอยู่ที่ 255 จุด

ที่น่าเศร้าใจ ก็คือ มาถึงวันนี้ 12 ปีหลังจากที่ตลาดหุ้นไทย และอินโดนีเซีย ประสบชะตากรรมเดียวกัน ตลาดหุ้นไทยฟื้นตัวกลับมาอยู่ที่เพียง 726 จุด ซึ่งยังไม่ถึงครึ่งหนึ่งของจุดสูงสุดช่วงก่อนปี 1997 เสียด้วยซ้ำ ขณะที่ ณ วันนี้ ดัชนีตลาดหุ้นอินโดนีเซีย อยู่สูงถึง 2,840 จุด หรือเกือบ 4 เท่าของจุดสูงสุดเดิม

### เกิดอะไรขึ้นกับอินโดนีเซีย

ผมเชื่อว่า เหตุผลหลัก คือ สถานการณ์การเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา นำไปสู่การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพ และมีความต่อเนื่อง บวกกับความพยายามที่จะ Reform โครงสร้างทางเศรษฐกิจอย่างจริงจัง สิ่งเหล่านี้ทำให้เกิดความเชื่อมั่นในหมู่นักลงทุนต่างประเทศว่า เศรษฐกิจอินโดนีเซีย น่าจะสามารถขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องในระดับ 5-6% ต่อปีในอนาคต

มุมมองที่เป็นบวกของนักลงทุนต่างชาติ สะท้อนออกมาให้เห็นชัดเจนในตัวเลขการลงทุนในตลาดหุ้นของอินโดนีเซียช่วง 4 ปีที่ผ่านมา หรือตั้งแต่ปี 2006 ซึ่งเป็น



ส่วนเรามองว่า Political Risk ของไทยดูเหมือนว่าจะได้ทันจุดที่เสี่ยงที่สุด (ในเดือน เม.ย.

2552) ไปแล้ว ถ้ามองเป็นกราฟ ก็คือ ดัชนี Political Risk น่าจะ Peak ไปแล้วเมื่อสงครามตีปีทีแล้ว ดังนั้น จึงเชื่อว่าราคาหุ้นน่าจะได้สะท้อนถึง Political Risk ในปัจจุบันไปแล้ว ที่สำคัญเป็นเพราะพวกเขาเชื่อว่า รัฐบาลน่าจะได้เรียนรู้จากเหตุการณ์ชุมนุมประท้วงในหลายครั้งที่ผ่านมา และน่าจะสามารถนำประสบการณ์เหล่านั้นมาใช้เพื่อควบคุมการชุมนุมรอบนี้ให้อยู่ในความสงบเรียบร้อยได้ โดยเฉพาะรัฐบาลนี้ ได้มีเวลาบริหารประเทศมากกว่า 1 ปีแล้ว ถ้าเทียบกับเมื่อสงครามตีปีแล้ว ซึ่งเพิ่งได้เข้ามาบริหารงานเพียงไม่กี่เดือน และอาจทำให้การดูแลฝูงชนทำได้ไม่ดีเท่าที่ควรในคราวนั้น

**ประการที่สี่** ทุกครั้งที่เกิดเหตุการณ์รุนแรงทางการเมืองขึ้น ซึ่งไม่ว่าจะเป็นการปฏิวัติเมื่อปี 2549 การปิดสนามบินเมื่อปลายปี 2551 หรือการชุมนุมเมื่อเมษายนปีที่แล้ว ตลาด **หุ้นจะมีการปรับตัวลงน้อยมากในช่วงแรกๆ** และถ้าวัดดัชนี SET Index 6-12 เดือนหลังจากเกิดเหตุการณ์ ก็มักจะให้ผลตอบแทนที่เป็นบวกอยู่เสมอ ผิดกับการปรับลดลงของ SET Index เมื่อเกิดเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจหรือการเปลี่ยนแปลงทางด้านนโยบาย เช่น การทำ Capital Control เมื่อ 3 ปีที่แล้ว หรือวิกฤติ Subprime ที่เพิ่งผ่านมามาก ตลาดหุ้นจะลงหนักกว่ามากในช่วงแรก และก็จะใช้เวลานานกว่าที่จะฟื้นกลับมาที่เดิม

ผมมองว่า เหตุผลหลักที่เม็ดเงินต่างชาติไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นไทยอย่างมากภายในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา คงไม่ใช่เป็นเพียงเพราะเชื่อว่าจะไม่เกิดเหตุการณ์บานปลายทางการเมืองเกิดขึ้นแน่นอนอย่างที่ผมได้กล่าวไว้ข้างต้น นักลงทุนต่างชาติส่วนใหญ่ไม่ได้กลัวปัญหาการเมืองบ้านเรา แต่ผมเชื่อว่า นอกจากเรื่องนี้แล้ว ปัจจัย **อื่นๆ ที่ทำให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามามากมาย มีอยู่ด้วยกัน 4 ข้อ คือ :**

**ข้อหนึ่ง** ความกังวลเรื่องค่าเงินทั้งของ Euro (จากปัญหา Greece) และ US Dollar (จากปัญหาการขาดดุลการค้าและตุลบัญชีเดินสะพัด) จึงมีการเข้ามาลงทุนใน Emerging Markets มากเป็นพิเศษ ในช่วง นี้ถ้าสังเกตให้ดีจะเห็นว่าไม่เฉพาะไทยเท่านั้น ที่มีเม็ดเงินต่างชาติไหลเข้า แต่แทบจะทุกประเทศใน Emerging Markets ก็มีเม็ดเงินต่างชาติเข้าจำนวนมหาศาลเช่นกัน

**ข้อสอง** ตัวเลขเศรษฐกิจโลกรวมทั้งของไทยมีแนวโน้มที่ดีขึ้นและการที่ธนาคารกลางของหลายๆ ประเทศ ยังชะลอที่จะขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งที่เศรษฐกิจเริ่มมีสัญญาณการฟื้นตัวอย่างชัดเจน ยิ่งทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจมากขึ้น ว่า ตลาดหุ้นโลกจะยังอยู่ในขาขึ้นอีกระยะหนึ่ง

**ข้อสาม** ความเสี่ยงที่ระบบเศรษฐกิจโลกจะเผชิญกับปัญหา Sovereign Crisis เริ่มลดน้อยลงกว่าเมื่อ 1-2 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจากประเทศใหญ่ๆ ในยุโรป เช่น เยอรมนี และฝรั่งเศส ตกลงที่จะช่วยเหลือ Greece

**ข้อสี่** ธนาคารกลางของสหรัฐฯ (US Federal Reserves) ประกาศชัดเจนว่าจะยังคงนโยบายดอกเบี้ยต่ำไปอีกระยะหนึ่งซึ่งก็หมายความว่า Fed จะยังคงปล่อยให้ปริมาณสภาพคล่องระดับสูงไว้ในระบบการเงินโลก การส่งสัญญาณเช่นนี้ ช่วยทำให้ sentiment ในตลาดหุ้นทั่วโลกดีขึ้น

ส่วนตัวแล้ว ผมยังคงเห็น Upside ของตลาดหุ้นไทยไม่มากนัก ในขณะนี้ ณ ระดับ SET Index ที่ประมาณ 730 จุด ณ ปัจจุบันนี้ ตลาดหุ้นเรา Trade อยู่ที่ค่า Forward P/E ปี 2010 ที่ 11 เท่า ซึ่งถ้าเปรียบเทียบกับอัตราการเติบโตเฉลี่ยของกำไรสุทธิที่ประมาณ 15% ต่อปีของปีนี้และปีหน้า ก็ถือว่าตลาดหุ้น Trade อยู่ในระดับที่กลางๆ ไม่ถูกหรือแพงจนเกินไป ถ้าสถานการณ์ทางการเมืองไม่เปลี่ยนแปลงมากไปกว่านี้ ผมยังเชื่อว่าเราจะเห็น SET Index ที่ประมาณ 800 กว่าจุดภายในสิ้นปีนี้ แต่ระหว่างทาง ยังมีความเป็นไปได้สูงว่าจะมี Correction เกิดขึ้น แต่ก็ไม่น่าจะทำให้ SET Index ตกลงไปต่ำกว่า 650 จุดมากนัก ส่วน Catalyst หลักที่จะทำให้เกิดแรงเทขายหุ้น จะมาจากการที่หลายๆ ประเทศ เริ่มใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นพร้อมๆ กัน (น่าจะเป็นในช่วงไตรมาสที่ 2-3)

พบกันใหม่เดือนหน้าครับ สวัสดี