INVEST SIGHT

VOL.2 2022

GO FOR DEFENSIVE
BEWARE OF
THE SUPER BUBBLES
WARNING SIGNALS

LH BANK

ADVISORY

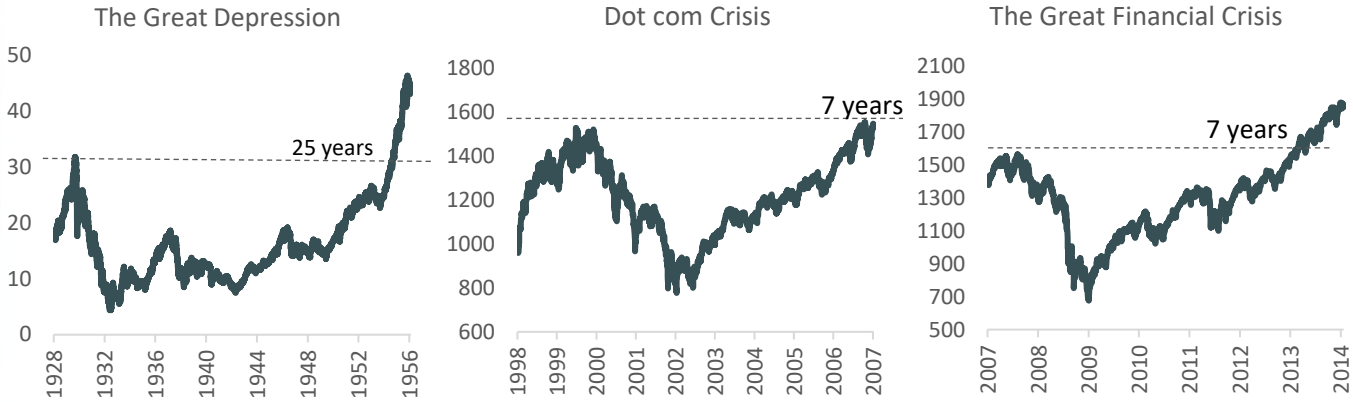
Go for defensive
Beware of the super bubbles warning signals

ตลอดปี 2021 นักลงทุนได้อิ่มเอมกับตลาดหุ้นที่เคยพุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่องตลอดปี เช่นเดียวกันกับราคาของสินทรัพย์โภคภัณฑ์และราคาบ้านที่ได้รับแรงผลักดันจากเม็ดเงินในมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนานใหญ่ (easy money) แต่เมื่อสภาพคล่องเกิดภาวะล้นตลาด ในปี 2022 นักลงทุนจึงต้องการเผชิญหน้ากับการดึงสภาพคล่องออกจากระบบและเปลี่ยนทิศยกระดับความรัดกุมในมาตรการทางเงินของธนาคารกลางในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วมากยิ่งขึ้น ดังนั้น ด้วยระดับมูลค่าพื้นฐานของตลาดหุ้นโลกที่ตึงตัว การปรับฐานลงของสินทรัพย์ทั่วโลกเป็นสิ่งที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้

ความผันผวนของตลาดหุ้นตลอดปีที่ผ่านมาสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนต่างรับรู้ปัจจัยของการปรับมาตรการทางการเงินของธนาคารกลางทั่วโลก โดยเฉพาะการขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาระยะหนึ่งแล้ว แต่ประเด็นสำคัญคือ นักลงทุนโดยมากยังมองข้าม โอกาสการเกิด inverted yield curve ประกอบกับราคาของสินทรัพย์ต่างๆ เช่น ตลาดหุ้น ราคาบ้านและสินทรัพย์โภคภัณฑ์ ที่ปรับตัวขึ้นสูงจนกระทั่งมีโอกาสว่าฟองสบู่ลูกใหญ่หลายลูก หรือ Super bubbles เริ่มตึงตัวพร้อมที่จะปะทุทุกเมื่อ

ดังนั้น คำถามที่สำคัญในปัจจุบันคือ แม้ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะประกาศปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมในเดือนมี.ค. แล้ว ความผันผวนและปัจจัยเสี่ยงในตลาดการเงินที่ยังไม่หมดสิ้นลง จะมีความรุนแรง และกระจายออกเป็นวงกว้างเข้าสู่สินทรัพย์อื่นหรือไม่? แล้วนับต่อจากนี้นักลงทุนควรทำเช่นไร?

Figure 1 : Case study from the last three super bubble bursts



source : Bloomberg, LH Bank Advisory

When bubbles are ready to burst

หากมองย้อนกลับไปในอดีต ในทุกครั้งของการเกิดเหตุการณ์ Super bubbles ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ต้องใช้ระยะเวลานานเฉลี่ยกว่า 13 ปีในการฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับเดิมก่อนการเกิดวิกฤติ (Figure 1) ดังนั้นเมื่อสัญญาณของฟองสบู่ที่ขยายใหญ่ขึ้นอย่างชัดเจนจาก 4 ปัจจัยหลัก ได้แก่ 1) ท่าทีการดำเนินมาตรการทางการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ ที่รุนแรงและรวดเร็วกว่าคาดการณ์เดิม 2) yield curve flattening ที่อาจกลับตัวเป็น inverted yield curve ในอนาคต 3) การก้าวผ่านจุดสูงสุดในหลายด้าน ทั้ง peak earnings, peak growth และ peak index และ 4) นักลงทุนยังเข้าเก็งกำไรแม้ราคาสินทรัพย์ เช่นราคาบ้าน สินทรัพย์โภคภัณฑ์ และราคาหุ้น พร้อมใจกันปรับตัวขึ้นทำระดับสูงสุดใหม่ตลอดปี 2021 จึงสร้างความหวาดผวาให้แก่นักลงทุนมิใช่น้อย

Go for defensive
Beware of the super bubbles warning signals

FED is gearing up to hasten the hawkishness

เป็นที่แน่ชัดแล้วว่าในปี 2022 ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะเร่งเครื่องดำเนินมาตรการทางการเงินอย่างรัดกุม ทั้งในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งปัจจุบันนักวิเคราะห์และนักลงทุนคาดการณ์ว่าจะเกิดขึ้น 5-7 ครั้ง ตลอดปีโดยเริ่มในเดือนมี.ค. พร้อมทั้งการยุติการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านมาตรการ QE ในเดือนเดียวกัน ก่อนเปลี่ยนทิศเข้าสู่การลดขนาดงบดุลหรือ Quantitative Tightening (QT) ในช่วงกลางปีนี้

ทิศทางเหล่านี้เปรียบได้ดั่งฝันร้ายที่กลับเข้ามาในห้วงความคิดของนักลงทุนอีกครั้งให้ย้อนกลับไปสู่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยด้วยความรวดเร็ว โดยเฉพาะการเร่งเครื่องในช่วงปี 2004-2006 และ 2015-2018 พร้อมทั้งถอนสภาพคล่องออกจากระบบในปี 2017 ซึ่งในอดีตดัชนี S&P 500 ร่วงลงโดยเฉลี่ยราว 10% ในระยะเวลาเพียง 2 เดือนหลังการขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก (Table 1) ดังนั้นจึงไม่อาจปฏิเสธได้ว่าระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า โอกาสในการปรับตัวลงของตลาดหุ้นสหรัฐฯ รวมถึงการส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นโลกนั้นยังไม่จบสิ้นลง

Table 1 : Fed's next action reminds of nightmare

Interest Rate Hike				S&P 500 correction	
First	Last	times of rate hike	rate hike range	correction	number of days
Feb-94	Feb-95	7	300 bps	-8.86%	63 days
Jun-99	May-00	7	275 bps	-10.60%	73 days
Jun-04	Jun-06	17	425 bps	-7.07%	50 days
Dec-15	Dec-18	9	225 bps	-11.77%	57 days
average				-9.58%	61 days

source : Bloomberg, LH Bank Advisory

The big threat behinds the Fed tightening

แม้ว่าจุดประสงค์หลักของการกลับทิศมาตรการทางการเงินเข้าสู่เชิงรัดกุมมากยิ่งขึ้นนั้นมุ่งเน้นสู่การควบคุมความร้อนแรงของอัตราเงินเฟ้อซึ่งส่งผลเสียต่อพื้นฐานของเศรษฐกิจและเพื่อปรับสมดุลของเศรษฐกิจให้เข้าระดับปกติ (normalization) แต่ LH Bank Advisory มองว่าเฟดจะดำเนินมาตรการอย่างรวดเร็วเกินกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์และยอมรับได้ เนื่องด้วยมาตรการทางการเงินในปัจจุบัน ยังคงล่าช้ากว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ (behind the curve) ดังนั้นการดึงสภาพคล่องออกจากระบบจำนวนมหาศาล ซึ่งเคยเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของตลาดหุ้นตลอดปี 2020-2021 ที่ผ่านมา จะส่งผลให้ตลาดการเงินอาจเกิดการปรับฐานครั้งใหญ่หรือเข้าสู่ภาวะถดถอยได้

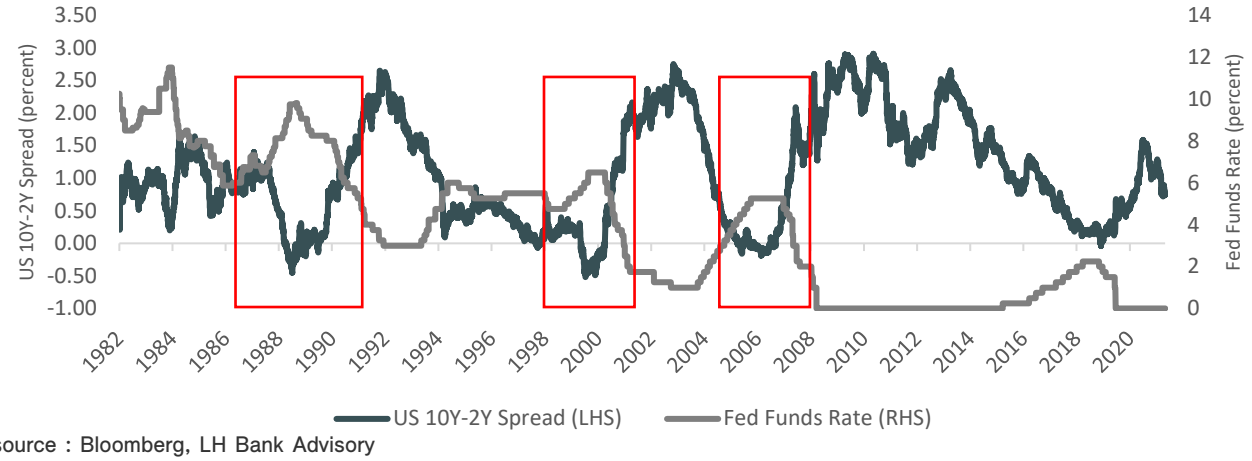
The coming back of inverted yield curve

ผลพวงจากความหวาดหวั่นต่อการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วของธนาคารกลางสหรัฐฯ ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความกังวลต่อความเสี่ยงในระยะสั้นและผลักดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้นจะพุ่งทะยานขึ้นไปได้เร็วกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว ส่งผลให้เกิด

Go for defensive
Beware of the super bubbles warning signals

flattening yield curve และคาดการณ์ว่าจะต่อเนื่องไปจนกระทั่งเกิด inverted yield curve ตามหลังจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างร้อนแรงดังเช่นในช่วงปี 1989, 1998, 2001, 2006-2007 และ 2019 ตามลำดับ (Figure 2)

Figure 2 : Inverted yield curve reflects the recession signal



source : Bloomberg, LH Bank Advisory

อย่างไรก็ตาม จากบทเรียนในอดีตสะท้อนให้เห็นว่าทุกครั้งหลังการเกิด inverted yield curve เศรษฐกิจของสหรัฐฯ จะต้องเผชิญกับภาวะถดถอยในระยะ 13-14 เดือนถัดมาโดยเฉลี่ย (Table 2) แต่ในครั้งนี้ปัจจัยสภาวะแวดล้อมของเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไปจาก 1) ระดับมูลค่าพื้นฐานของตลาดหุ้นที่อยู่ในระดับสูงแม้มีการปรับฐานลงมาแล้ว 2) ราคาสินทรัพย์โภคภัณฑ์ที่ยังร้อนแรงอยู่ใน Commodity Super Cycle 3) real yield อยู่ในแดนลบ ที่ผลักดันให้โอกาสเกิด inverted yield curve เป็นไปได้ง่ายยิ่งขึ้น และ 4) การก้าวผ่านจุดสูงสุดในด้านของอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจและผลประกอบการ โดยปัจจัยข้างต้นเป็นแรงกดดันให้การปรับตัวลดลงของตลาดหุ้นในอนาคตมีโอกาสลึกและเร็วกว่าเหตุการณ์ในอดีตที่ผ่านมาซึ่งสัญญาณของภาวะเศรษฐกิจถดถอยนี้จะส่งผลกระทบต่อหุ้นกลุ่ม growth และ high beta ดังนั้นแล้วคำถามสำคัญในปัจจุบันก่อนที่เฟดจะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกคือ หลังจากนี้การเลือกการลงทุนในกลุ่มใดจะปลอดภัย? กลยุทธ์การ Buy on dip เข้าสะสมหุ้นกลุ่มเติบโตในช่วงที่ตลาดหุ้นปรับฐานครั้งนี้นับว่ามีความเสี่ยงในอนาคตหรือไม่?

Table 2 : Inverted Yield Curve

Inverted Yield Curve					Recession					
Recession	Start Date	End Date	S&P 500	P/E (times)	Recession Start Date	Months to recssion	P/E (times)	Recession Months	S&P 500 correction	P/E (times) at the bottom of S&P 500 Index
1980 Recession	17-Aug-78	1-May-80	105.08	9.21	1-Jan-80	15	7.42	6	-7.54%	6.99
Double Dip Recession	11-Sep-80	18-Jul-82	125.66	8.27	1-Jul-81	10	8.95	16	-21.08%	7.07
Oil Shock 1990	5-Jan-89	19-Mar-90	280.01	12.29	1-Jul-90	18	15.29	8	-17.47%	13.47
Dotcom Bubble	3-Feb-00	28-Dec-07	1424.97	28.47	1-Mar-01	13	22.67	8	-22.19%	19.19
Global Financial Crisis	31-Jan-06	5-Jun-07	1280.09	17.24	1-Dec-07	22	16.68	18	-54.32%	11.10
Covid-19 Pandemic	26-Aug-19	2-Sep-19	2878.38	18.92	20-Feb-20	5	22.14	2	-33.92%	14.7
Average						13.83		9.67	-26.09%	

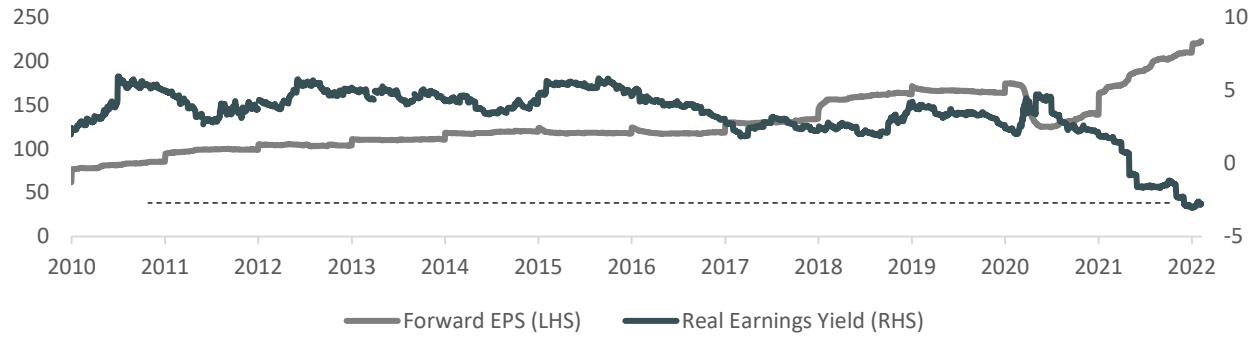
source : Bloomberg, LH Bank Advisory

Go for defensive
Beware of the super bubbles warning signals

We're in the negative earnings yield period, even though the corporate earnings reach its peak

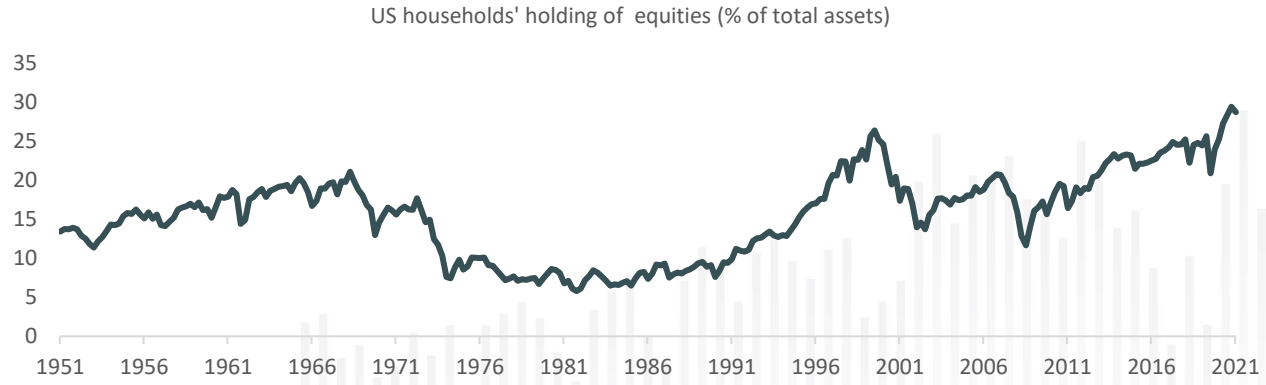
แม้ระดับราคาของตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะปรับตัวลงมาจากจุดสูงสุดเดิมกว่า 11.39% แล้ว แต่ความเปราะบางของตลาดหุ้นยังคงหลงเหลืออยู่ ทั้งการก้าวข้ามผ่านจุดสูงสุดของอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth) การทำจุดสูงสุดของผลประกอบการบริษัทจดทะเบียน (forward EPS) แต่ real earnings yield ของดัชนี S&P 500 ยังไม่สามารถพลิกฟื้นกลับมาแดนบวกได้ (Figure 3) ซึ่งหมายความว่าการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เมื่อนับรวมปัจจัยด้านอัตราเงินเฟ้อยังให้ผลตอบแทนเป็นลบอยู่ในปัจจุบัน ดังนั้นเมื่อประกอบภาพความเสี่ยงทั้งหมด พร้อมทั้งจำนวนการเข้าเก็งกำไรของนักลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น สะท้อนจากอัตราการถือครองหุ้นกว่า 30% ของสินทรัพย์ทั้งหมดในแต่ละครัวเรือน ซึ่งสูงกว่าระดับในปี 2000 ก่อนการเกิด Dotcom crisis (Figure 4) และอัตรา put/call ratio ที่ปรับตัวขึ้นทะลุระดับ 0.61 เท่า สูงที่สุดนับตั้งแต่การเกิดวิกฤติ Covid-19 ในเดือนมี.ค. 2020 LH Bank Advisory จึงแนะนำระมัดระวังการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ

Figure 3 : US Negative real earnings yield



Source : Bloomberg, LH Bank Advisory

Figure 4 : Higher speculative traders in the US stock market



Source : FRED, LH Bank Advisory

Go for defensive
Beware of the super bubbles warning signals

Seeking for the safe-haven assets amid the volatility

เพื่อหลีกเลี่ยงความผันผวนที่ยังมีโอกาสเกิดขึ้นในอนาคต LH Bank Advisory จึงแนะนำกลยุทธ์ Selective Buy โดยเลือกแบ่งการลงทุนดังนี้

1. ในเชิงภูมิภาค แนะนำกระจายการลงทุนออกจากประเทศฝั่งตะวันตกที่ต่างเร่งเครื่องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและถอนสภาพคล่องออกจากระบบจำนวนมหาศาล เข้าสู่ประเทศในภูมิภาคเอเชียที่บางประเทศเริ่มดำเนินการไปก่อนหน้าและปัจจุบันมีความยืดหยุ่นต่อการดำเนินนโยบายทางการเงิน
2. ลงทุนในอุตสาหกรรมที่มีลักษณะ Defensive มากยิ่งขึ้น และหุ้นกลุ่มที่มีมูลค่าพื้นฐานต่ำ หรือยังฟื้นตัวกลับมาไม่เท่าทันอุตสาหกรรมอื่น (laggard) รวมถึงสร้างโอกาสรับผลตอบแทนจากหุ้นกลุ่มที่จะได้รับประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจอย่างเต็มรูปแบบ เช่น กลุ่มการท่องเที่ยวและสันทนาการที่ฟื้นตัวได้อย่างโดดเด่นนับตั้งแต่ต้นปี ท่ามกลางการปรับฐานลงของตลาดหุ้นทั่วโลก

INVEST
INSIGHT