

# US Market – Greedflation is On Its Last Legs

Profit Driven Inflation Insidious But Unsustainable

KGI Wealth Management Special Report | Investment Insight

Gunta Serikijcharoen | Wealth Management Research

Peer-reviewer: Ana Paepipatmongkol (No. 056084)

## Key takeaways

- หนึ่งในสาเหตุที่ทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ สามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีในช่วงที่ผ่านมาคือ ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาสแรกที่ผ่านมาแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาด โดยเงินเฟ้อที่สูงกลับกลายเป็นข้ออ้างให้บริษัทปรับขึ้นราคาขายของสินค้า โดยเฉพาะในช่วงการระบาดของ COVID-19
- KGI WMR ประเมินว่า โอกาสการปรับขึ้นราคาจะลดหายไปในระยะข้างหน้าเนื่องจาก 1) ผู้บริโภคเริ่มรับรู้ถึงแนวทางการปรับขึ้นราคาสินค้าที่สูงเกินความจำเป็นและไม่ยอมโดนเอาเปรียบ 2) กำลังซื้อของผู้บริโภคที่หายไปจากเงินออมที่ลดลง และหนี้สินที่ทับถมมาขึ้นเรื่อยๆ และ 3) แนวโน้มการใช้จ่ายด้านสินค้าไปบริการ (Goods to Services) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และเพิ่งดำเนินมาได้เพียงครึ่งทาง ซึ่งคาดว่าจะมีผลกระทบเชิงลบต่อราคาสินค้าต่อเนื่อง
- หากปรากฏการณ์นี้หายไปจนอัตรากำไรของบริษัทกลับเข้าสู่ระดับปกติ ประกอบกับรายได้ที่อาจลดลงได้ในช่วงเศรษฐกิจถดถอย KGI WMR ประเมินว่า EPS ของ S&P 500 ยังคงมี Downside Risk อยู่ถึง -17%

**สรุป:** เมื่อตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงขาดลง KGI WMR แนะนำให้ใช้กลยุทธ์แบบ Absolute Return ผ่านกองทุน SCBGEAR

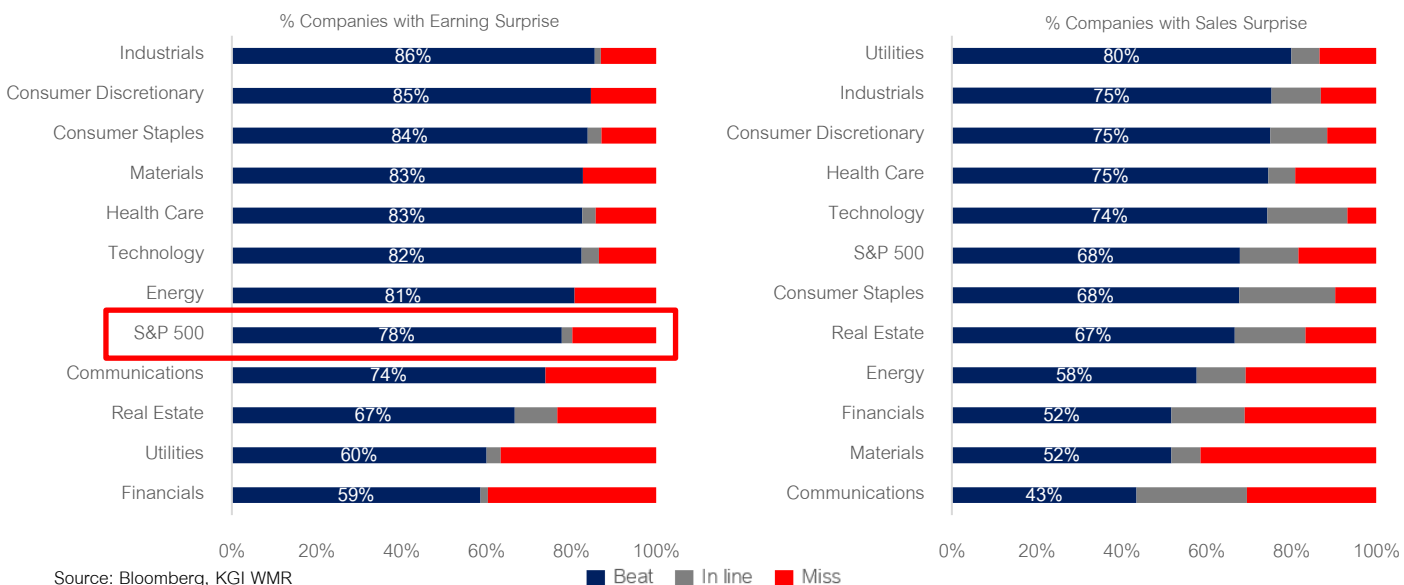
## Q1/2023 Earnings Beat – Majority (78%) of Listed Companies Had Earnings Surprises

ล่าสุด บริษัทจดทะเบียนกว่า 97.2% ใน S&P 500 ประกาศผลประกอบการประจำไตรมาส 1 ปี 2023 เป็นที่เรียบร้อยแล้ว โดยในไตรมาสนี้ สัดส่วนบริษัทจดทะเบียนที่สามารถทำผลประกอบการเกินความคาดหมายของตลาด (Earning Surprise) สูงถึง 78% (Figure 1) ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 73% โดยผลกำไรโดยรวมของ S&P 500 ออกมาสูงกว่าคาดการณ์ตลาดถึง 6.45% ซึ่งสูงที่สุดนับตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2021 นับเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าคาดในช่วงที่ผ่านมา (S&P 500 +11.31% YTD)

โดยสาเหตุหนึ่งที่น่าสนใจของผลกำไรของภาคเอกชนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา คือ ภาวะเงินเฟ้อจากความโลภของบริษัท หรือ Greedflation ก่อนอื่น KGI WMR ขออธิบายก่อนว่าภาวะ Greedflation คืออะไร

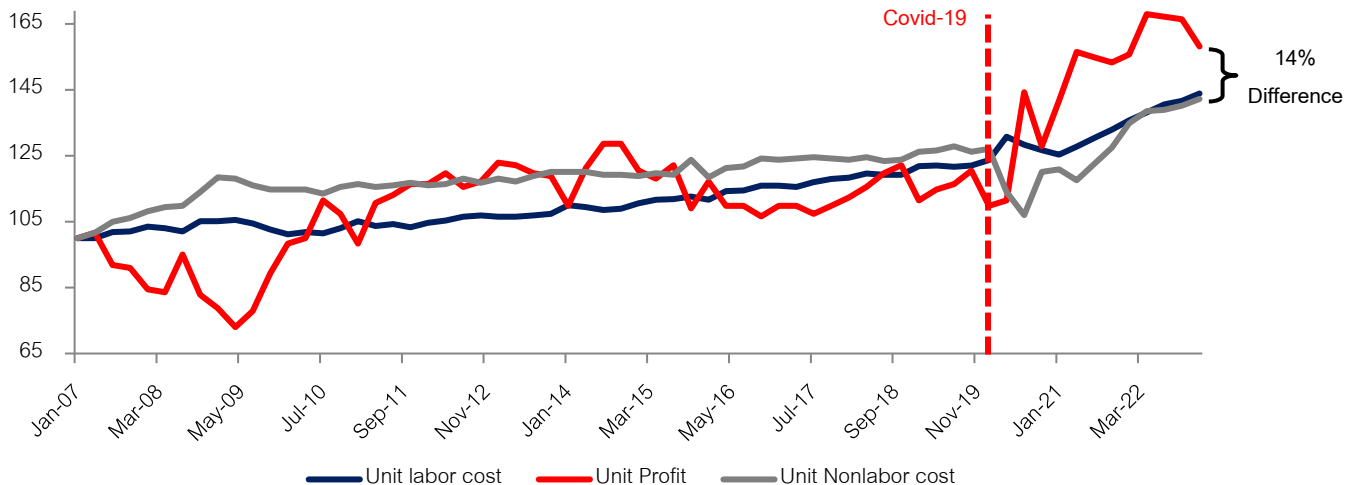
Greedflation คือ ภาวะที่ผู้ประกอบการหาเหตุผลในการขึ้นราคาสินค้า เช่น วัตถุดิบมีราคาสูงขึ้น เพื่อจูงใจให้ผู้บริโภคเชื่อว่าการขึ้นราคาสินค้ามีความสมเหตุสมผล จึงยอมจ่ายราคาที่สูงขึ้น จนสุดท้ายแล้วผู้ประกอบการสามารถขึ้นราคาสินค้ามากกว่าราคาวัตถุดิบที่ราคาสูงขึ้นโดยที่ผู้บริโภคไม่รู้ตัว ทำให้อัตรากำไร (Profit Margin) ปรับตัวขึ้นตามมา และทำให้ผู้บริโภครับภาระเงินเฟ้อมากกว่าที่ควรจะเป็น

Figure 1: 78% of US Market Beat Consensus - S&P 500 Sales and Earnings Surprises in Q1/2023



Source: Bloomberg, KGI WMR

Figure 2: Greedflation – Companies Opportunistically Raised Unit Profits Higher Than Their Unit Costs



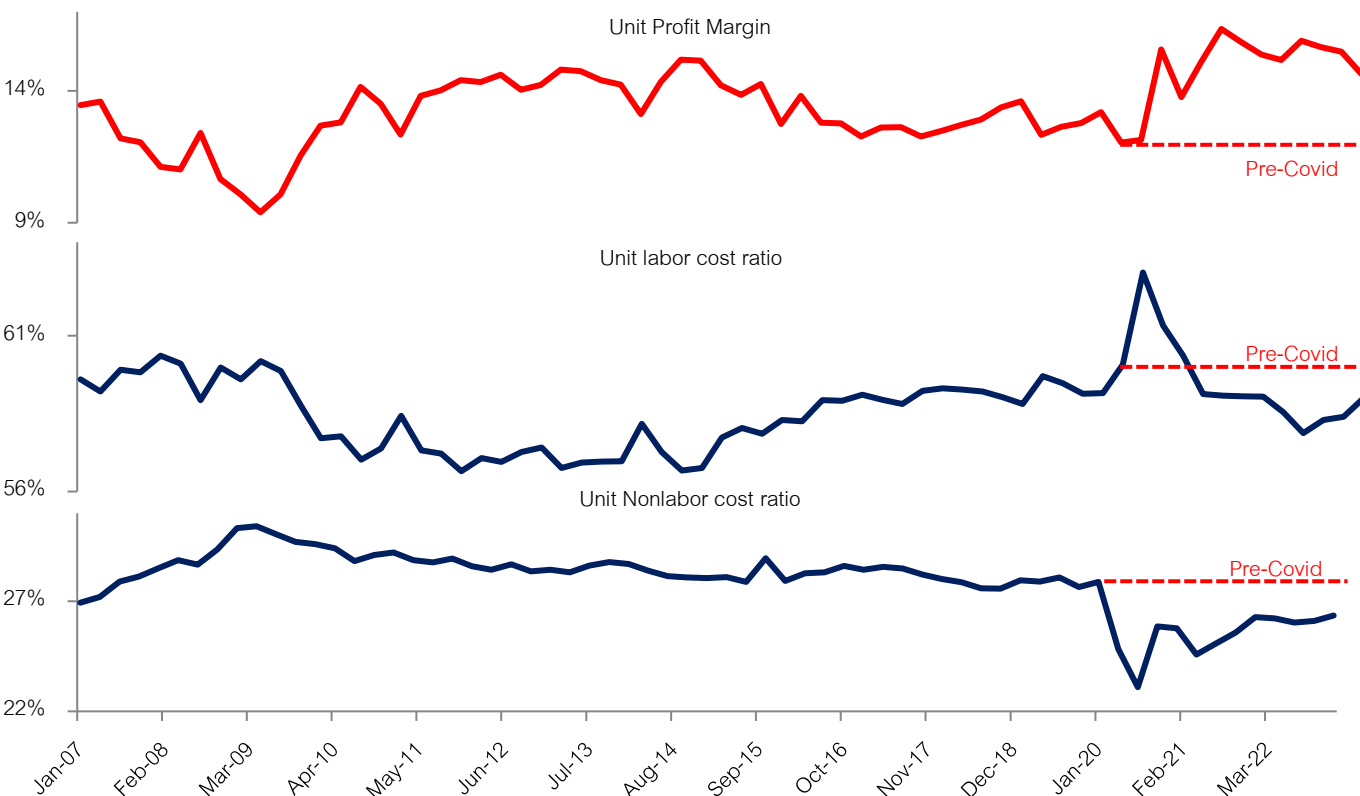
Source: BEA via FRED, KGI WMR

**COVID-19 and Ukraine War – Price Gouging Corporates Raised Prices While Keeping Wages Depressed**

ปรากฏการณ์นี้สามารถเห็นได้ในช่วงที่ผ่านมาจากกำไรต่อหน่วยของบริษัท (Unit Profit) ที่เร่งตัวขึ้นเร็วกว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้นประมาณ 14% เพราะว่าบริษัทสามารถขึ้นราคาสินค้าได้มากกว่าการเติบโตของต้นทุน (Figure 2) โดยให้เหตุผลกับผู้บริโภคว่าต้นทุนสูงขึ้นจากทั้งมาตรการล็อกดาวน์ช่วง COVID-19 และถูกซ้ำเติมโดยสงครามรัสเซีย-ยูเครน ส่งผลให้อัตรากำไรต่อหน่วย (Unit Profit Margin) ของบริษัทพุ่งสูงจากระดับก่อน COVID-19 ที่ 12.1% จนล่าสุดอยู่ที่ 14.7% (เคยทำระดับสูงสุดที่ 16.4% ในไตรมาส 1 ปี 2021) (Figure 3)

คำถามสำคัญ คือ ปรากฏการณ์ Greedflation นี้ จะสามารถขับเคลื่อนและพยุลงภาคธุรกิจของสหรัฐฯ ต่อไปได้หรือไม่?

Figure 3: Corporate Greed – Note Both Labor and Non-Labor Cost Ratios are Below Pre-Covid Levels



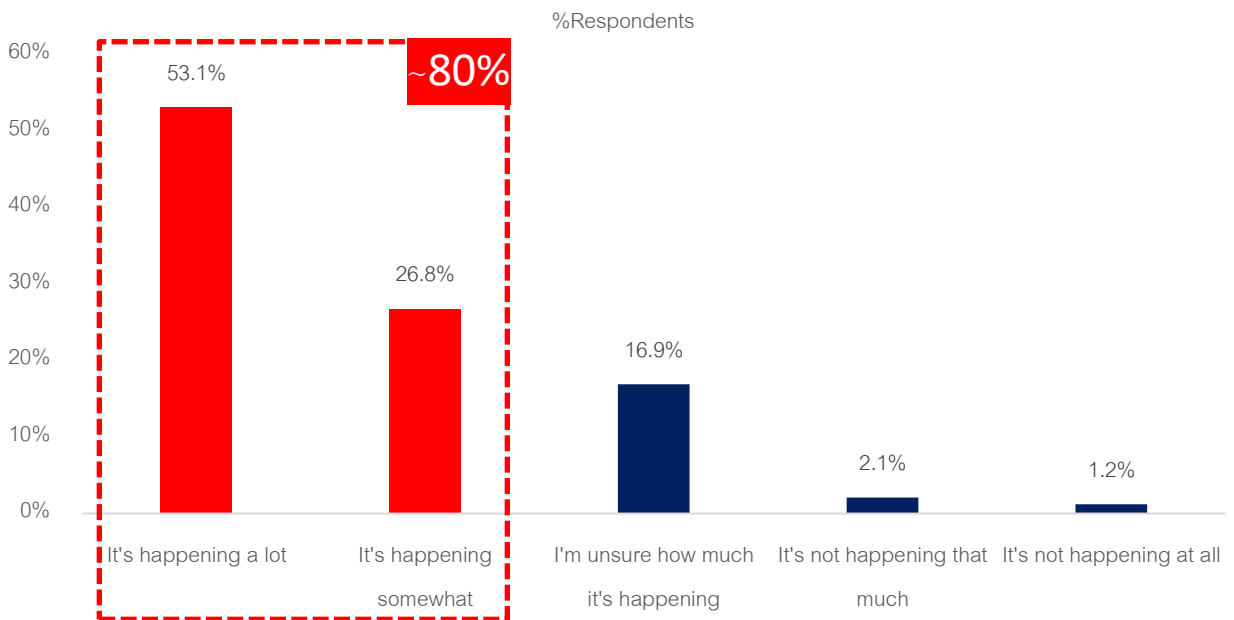
Source: BEA via FRED, KGI WMR

## KGI WMR คาดว่าปรากฏการณ์ Greedflation นี้มาถึงทางตันแล้ว จากเหตุผลดังนี้

### Consumer Awareness Killing Greedflation's Future – Buyers No Longer Gullible

**ข้อแรก** คือ ผู้บริโภคเริ่มรู้ทันกลของผู้ประกอบการแล้ว เห็นได้จากผลสำรวจจาก Attest ที่ระบุว่า ประชาชนชาวสหรัฐฯ เกือบ 80% เห็นว่าปรากฏการณ์ Greedflation เกิดขึ้นอยู่บ้างถึงมาก (Figure 4) และเมื่อหันกลับไปมองนิยามของ Greedflation ที่ให้ไว้ข้างต้น ความไม่รู้ตัวของผู้บริโภคเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ผู้ประกอบการยังสามารถขึ้นราคาสินค้ามากกว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ ดังนั้นเมื่อผู้บริโภคเริ่มรู้ตัวแล้ว เขาจะเริ่มต่อต้านการขึ้นราคาสินค้า จนบริษัทจะไม่สามารถฉวยโอกาสขึ้นราคาเพื่อเพิ่ม Profit Margin ได้อีกต่อไป จากนั้น Greedflation ก็จะหายไปนั่นเอง

Figure 4: About 80% of US Consumers Are Aware of Greedflation



Source: Attest via MarketingCharts, KGI WMR

### US Consumers No Longer Able to Sustain Higher Prices

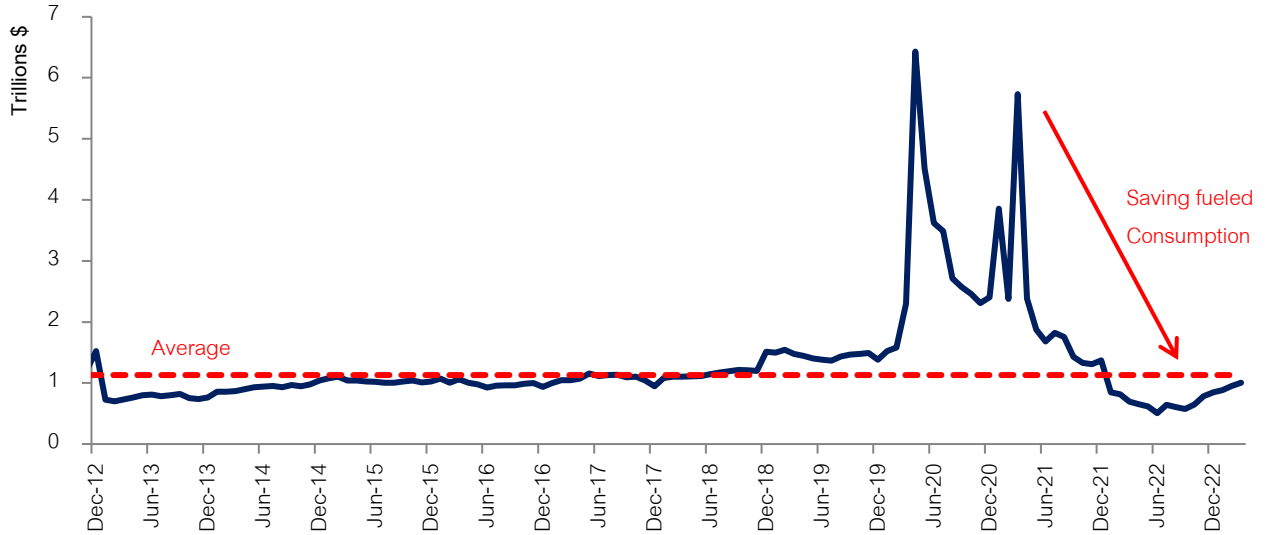
**ข้อสอง** คือ สถานะทางการเงินของชาวอเมริกันที่เปราะบาง แต่ตลาดมีมุมมองเป็นบวกต่อภาพรวมเศรษฐกิจสูงเกินไป จากดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังคงแข็งแกร่ง เช่น ผลผลิตมวลรวม (GDP) ที่สามารถเติบโตได้ +1.3%QoQ ในไตรมาส 1 ที่ผ่านมา (second estimate) หรือ ยอดใช้จ่ายของผู้บริโภค (Consumer Spending) เติบโต +0.8%QoQ ในเดือน เม.ย.

อย่างไรก็ตาม ความแข็งแกร่งเหล่านี้ตั้งอยู่บนปัจจัยที่เปราะบาง กล่าวคือ ในช่วง COVID-19 สหรัฐฯ มีนโยบายช่วยเหลือที่สำคัญ คือ การแจกเงิน (Helicopter Money) ให้กับประชาชน ทำให้ชาวอเมริกันนำเงินเหล่านั้นไปจ่ายหนี้ และเก็บออม จนชาวอเมริกันมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง สามารถจ่ายสินค้าที่ราคาสูงขึ้นได้โดยไม่ทักท้วงใดๆ

โดยสถานการณ์ตอนนี้พลิกจากหน้ามือเป็นหลังมือ คือ ประชาชนใช้เงินออมมาบริโภคจนเงินออมอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว (Figure 5) ขณะเดียวกันผู้บริโภคก็นำเงินในอนาคตมาใช้ผ่านบัตรเครดิต จนยอดคงค้างในบัตรเครดิตของชาวอเมริกันทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่เกือบ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (Figure 6) หมายความว่าฐานะทางการเงินของชาวอเมริกันเริ่มอ่อนแอลง และมีความเสี่ยงที่การเติบโตของเศรษฐกิจจะพลิกกลับเป็นหดตัวได้ในระยะเวลาสั้นๆ หากมีปัจจัยลบเข้ามากระทบในอนาคต ซึ่งไม่ใช่เรื่องใหม่แต่อย่างใด เพราะในอดีตเศรษฐกิจสหรัฐฯ สามารถเติบโตได้สูงถึง 2.7% โดยเฉลี่ยในช่วง 3 ไตรมาสก่อนจะพลิกเป็นภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Figure 7)

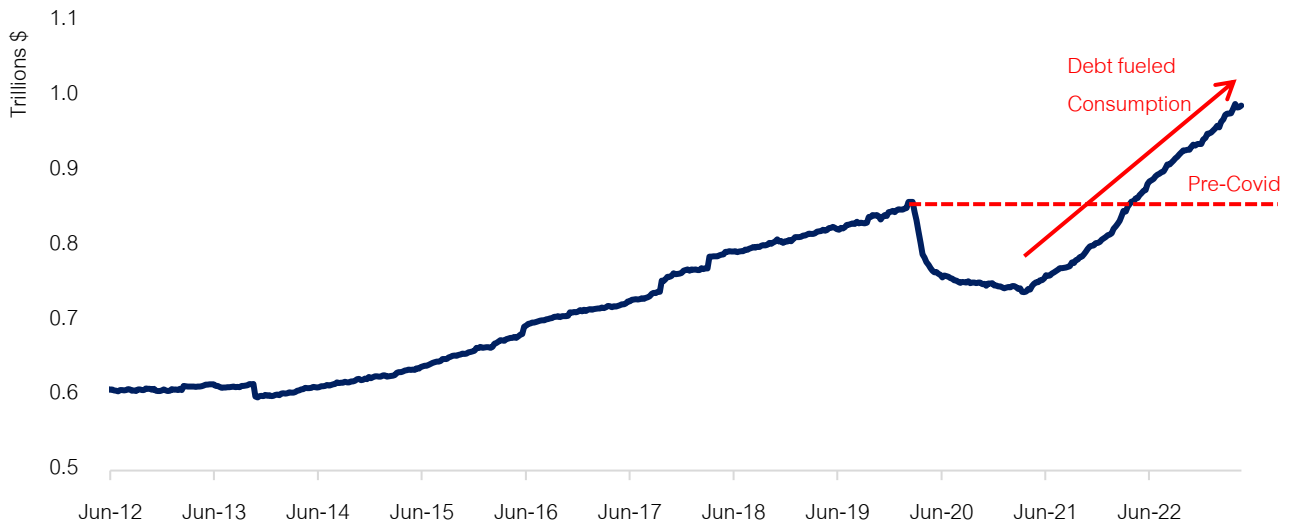
ขณะที่ปัจจัยลบที่ KGI WMR เล็งเห็นในตอนนี้ คือ ปัญหาสินเชื่อตึงตัว (Credit Crunch) ที่จะทำให้ผู้บริโภคเข้าถึงสินเชื่อผู้บริโภคแบบต่างๆ ได้ยากขึ้น และมีต้นทุนเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผู้บริโภคอาจมีการลดการใช้จ่าย โดยเฉพาะสินค้าที่ถูกปรับราคาสูงขึ้น KGI WMR จึงประเมินว่า ธุรกิจจึงต้องจ่ายอัตราราคาลงและเลิกใช้กลยุทธ์ Greedflation ในอนาคต

Figure 5: US Personal Savings Now at Normalised Levels



Source: FRED, KGI WMR

Figure 6: Consumers Borrowing Just to Get-by – Consumer Loans at Historical Peak of Almost \$1 Trillion



Source: FRED, KGI WMR

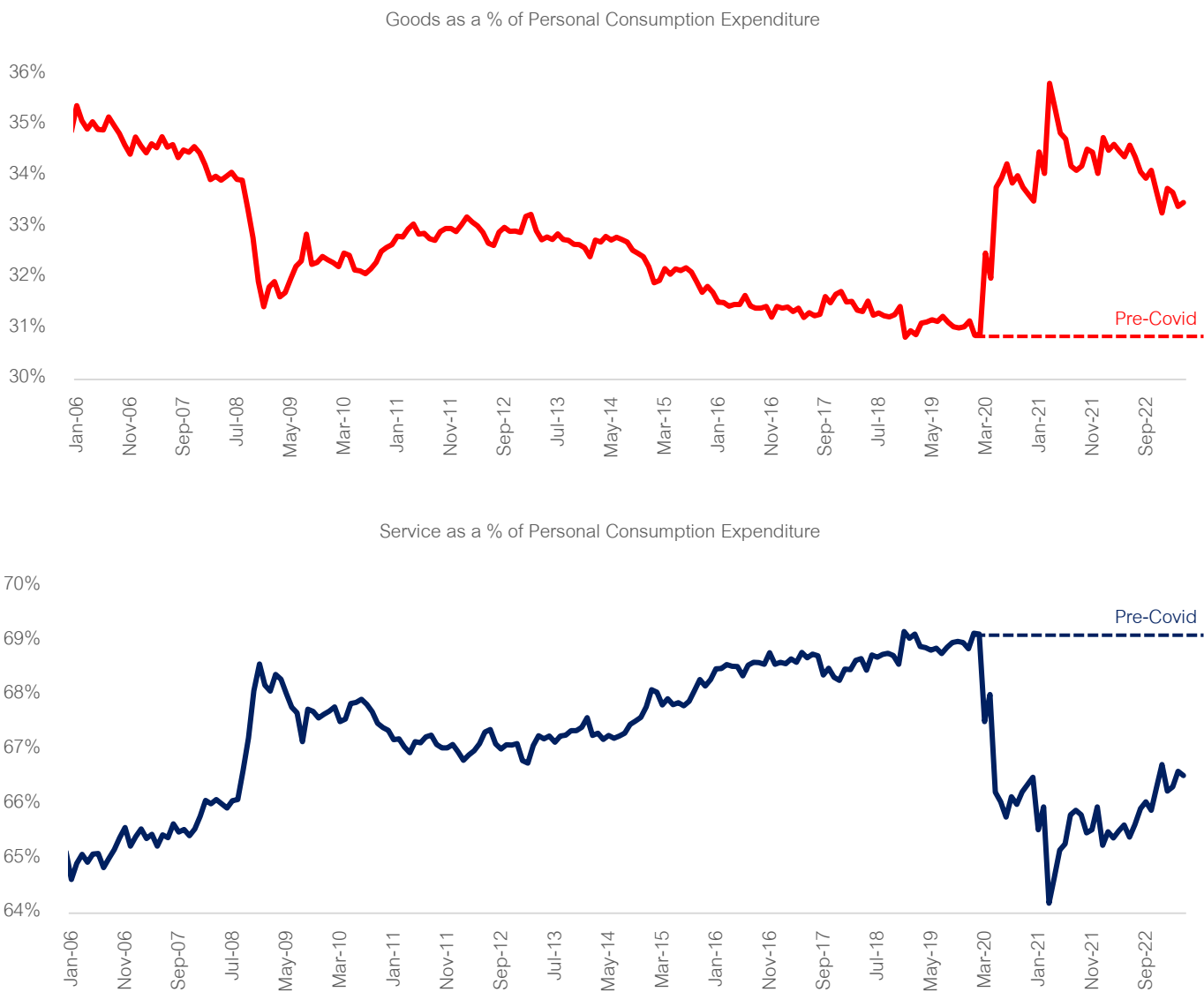
Figure 7: “Everything Is Fine Until It Is Not” – US Economy Grew 2.7% On Average Before Previous Recessions

+2.7% On Average

Q4/1989	+0.8%	Q2/2000	+7.5%	Q2/2007	+2.6%
Q1/1990	+4.5%	Q3/2000	+0.4%	Q3/2007	+2.4%
Q2/1990	+1.5%	Q4/2000	+2.4%	Q4/2007	+2.5%
----1990 Recession----		----2001 Recession----		----1990 Recession----	

Source: FRED, KGI WMR

Figure 8: Goods to Service Rotation is Just Half Way There



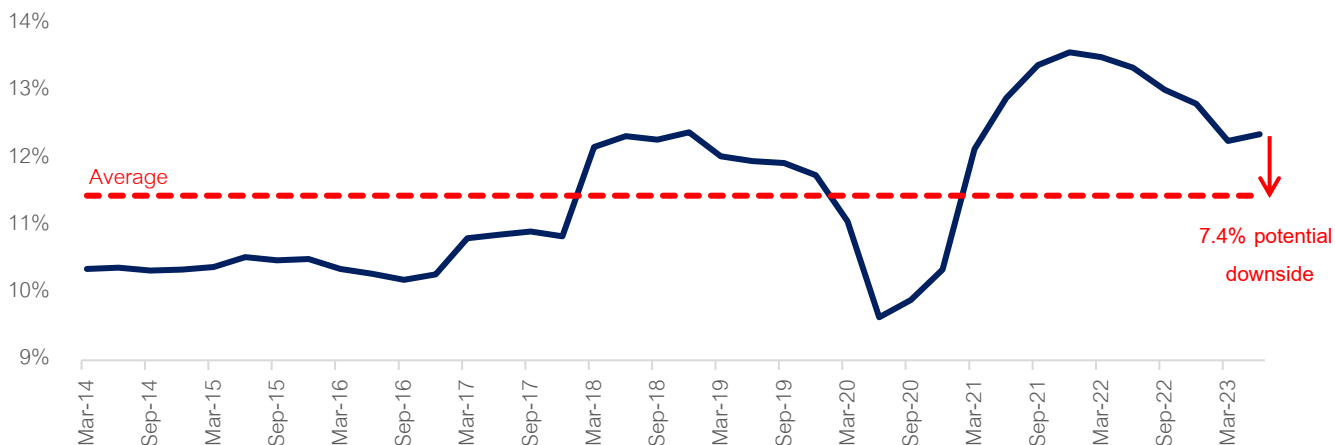
Source: FRED, KGI WMR

**Consumer Not Buying Goods – Now a Smaller Portion of a Smaller Consumer Wallet**

ข้อสาม คือ พฤติกรรมของผู้บริโภคเปลี่ยนไป จากเดิมเน้นซื้อสินค้า (Goods) ในช่วงล็อกดาวน์หลังการระบาดของ COVID-19 เนื่องจากไม่สามารถเดินทางออกจากบ้านไปไหนมาไหนได้ มาเป็นการใช้จ่ายด้านบริการ (Services) โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2021 ที่มีการคลายล็อกดาวน์ และเมื่อดูสัดส่วนค่าใช้จ่ายระหว่างสินค้าและการบริการจะพบว่า ปัจจุบันสัดส่วนของการบริการเพิ่งปรับขึ้นมาถึงแค่ครึ่งทางจากระดับก่อนเกิด COVID-19 เท่านั้น (Figure 8) หมายความว่าแนวโน้มการเปลี่ยนผันจากสินค้าเป็นการบริการยังไม่จบ และยังสามารถเพิ่มขึ้นได้อีก

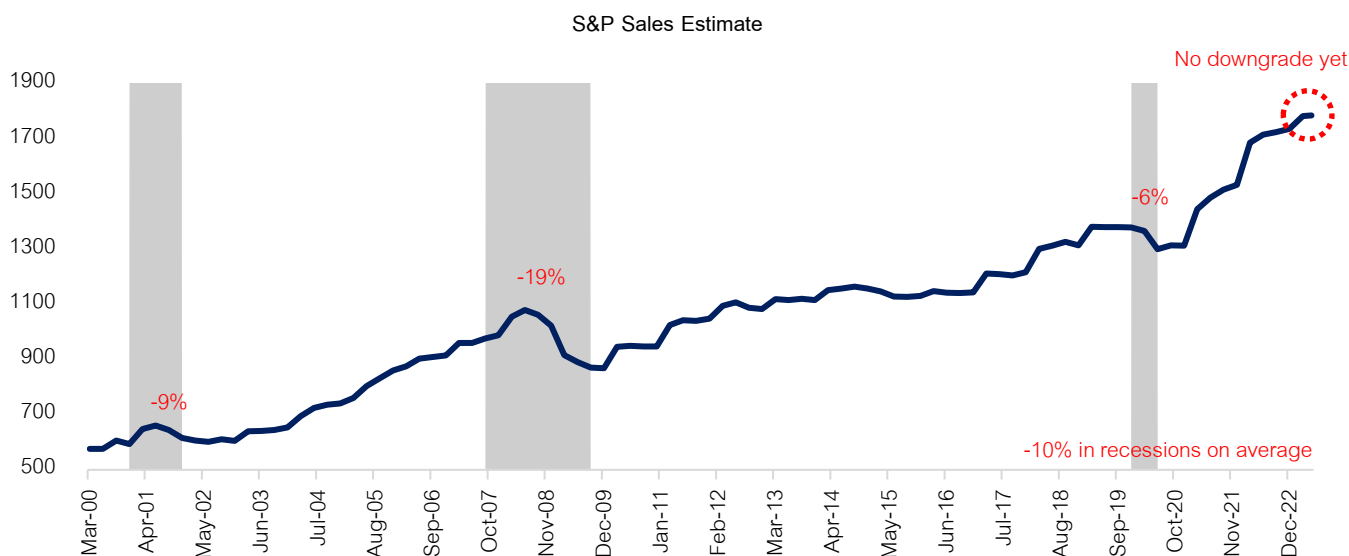
ดังนั้น ผู้ประกอบการที่เน้นขายสินค้า นอกจากจะเผชิญกับกำลังซื้อของผู้บริโภคที่น้อยลงแล้ว ยังต้องเผชิญกับอุปสรรคที่ผู้บริโภคมีแนวโน้มการจับจ่ายใช้สอยในภาคบริการที่มากขึ้น ส่งผลให้ผู้ประกอบการมีอำนาจด้านราคาสินค้าต่ำลงจนไม่สามารถใช้กลยุทธ์ Greedflation ได้อีกต่อไป โดยเฉพาะสินค้าที่ฟุ่มเฟือยและไม่จำเป็นต่อการดำรงชีวิตประจำวัน

Figure 9: S&P 500 Profit Margin Estimate to Normalize Further



Source: Bloomberg, KGI WMR

Figure 10: S&P 500 Sales Estimate Fell -10% on Average in Recessions



Source: Bloomberg, KGI WMR

**The End of “Greedflation” Puts >17% Downside Risk to Market’s Earnings Expectations**

คำถามที่สำคัญที่สุด คือ Greedflation ที่หายไป จะกระทบต่อการลงทุนอย่างไร ซึ่งการวิเคราะห์ของ KGI WMR จะพบว่าผลกระทบจะเกิดขึ้น 2 เหตุการณ์ คือ

- (1) คาดการณ์ยอดขาย (Sales Estimates) ในช่วงเศรษฐกิจถดถอยจะหดตัวประมาณ -10% โดยเฉลี่ย
- (2) เมื่อผู้ประกอบการไม่สามารถขึ้นราคาสินค้าได้อีกต่อไป อัตรากำไรก็จะกลับไปเป็นปกติ ซึ่งปัจจุบันคาดการณ์อัตรากำไร (Net Profit Margin Estimates) ของ S&P 500 อยู่ที่ 12.4% ซึ่งยังห่างจากค่าเฉลี่ย 11.5% ซึ่งคิดเป็น Downside risk ถึง -7.3% ดังนั้น ผลกระทบต่อกำไรของ S&P 500 เมื่อรวม 2 เหตุการณ์จะอยู่ที่ประมาณ -17.3% ซึ่งหาก P/E ไม่มีการเปลี่ยนแปลง หรือคงเดิมที่ประมาณ 19 เท่า หมายความว่า S&P 500 ยังมี Downside Risks อยู่ประมาณ 16-20% และหาก P/E ปรับลดลงไปเท่าค่าเฉลี่ยในช่วงเศรษฐกิจถดถอย S&P 500 ที่ประมาณ 16 เท่า จะมี Downside Risks เพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 30-30% (Figure 11)

ในสถานการณ์ที่ตลาดหุ้นยังคงมีความเสี่ยงขาดลง KGI WMR แนะนำให้นักลงทุนเลือกลงทุนในกองทุนที่มีกลยุทธ์ Absolute Return ผ่านกองทุน SCB Global Equity Absolute Return Fund (SCBGEAR)

Figure 11: S&P 500 Index Faces Downside Risk – WMR Scenario of -17% EPS Drop

		Forward EPS Downgrade					
		0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%
PE	19	4157.9	3950.0	3742.1	3534.2	3326.3	3118.4
	18	3939.0	3742.1	3545.1	3348.2	3151.2	2954.3
	17	3720.2	3534.2	3348.2	3162.2	2976.2	2790.1
	16	3501.4	3326.3	3151.2	2976.2	2801.1	2626.0
	15	3282.5	3118.4	2954.3	2790.1	2626.0	2461.9
	14	3063.7	2910.5	2757.3	2604.1	2451.0	2297.8
	13	2844.9	2702.6	2560.4	2418.1	2275.9	2133.6
12	2626.0	2494.7	2363.4	2232.1	2100.8	1969.5	
PE	19	-1.1%	-6.1%	-11.0%	-16.0%	-20.9%	-25.8%
	18	-6.3%	-11.0%	-15.7%	-20.4%	-25.1%	-29.7%
	17	-11.5%	-16.0%	-20.4%	-24.8%	-29.2%	-33.6%
	16	-16.7%	-20.9%	-25.1%	-29.2%	-33.4%	-37.6%
	15	-21.9%	-25.8%	-29.7%	-33.6%	-37.6%	-41.5%
	14	-27.1%	-30.8%	-34.4%	-38.1%	-41.7%	-45.4%
	13	-32.3%	-35.7%	-39.1%	-42.5%	-45.9%	-49.3%
12	-37.6%	-40.7%	-43.8%	-46.9%	-50.0%	-53.2%	

Source: Bloomberg, KGI WMR

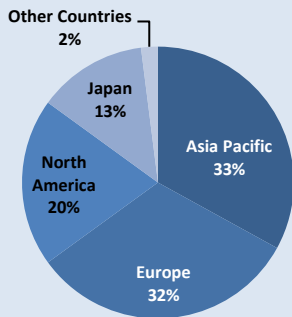
■ Without P/E Derating  
 ■ With P/E Derating

# Funds Recommendation

## SCB Global Equity Absolute Equity (SCBGEAR) [อ่านหนังสือชี้ชวนการลงทุนได้ที่นี้](#)

กองทุนมีนโยบายลงทุนในกองทุนหลัก Jupiter Merian Global Equity Absolute Return ผ่านรูปแบบการจัดการกองทุนแบบ Active management Long/Short อีกทั้งมีนโยบายไม่ให้ความผันผวนของผลการดำเนินงานกองทุนเกินกว่า 6% ต่อปี

### Region Allocation



### Sector Allocation

