

WE-MPG

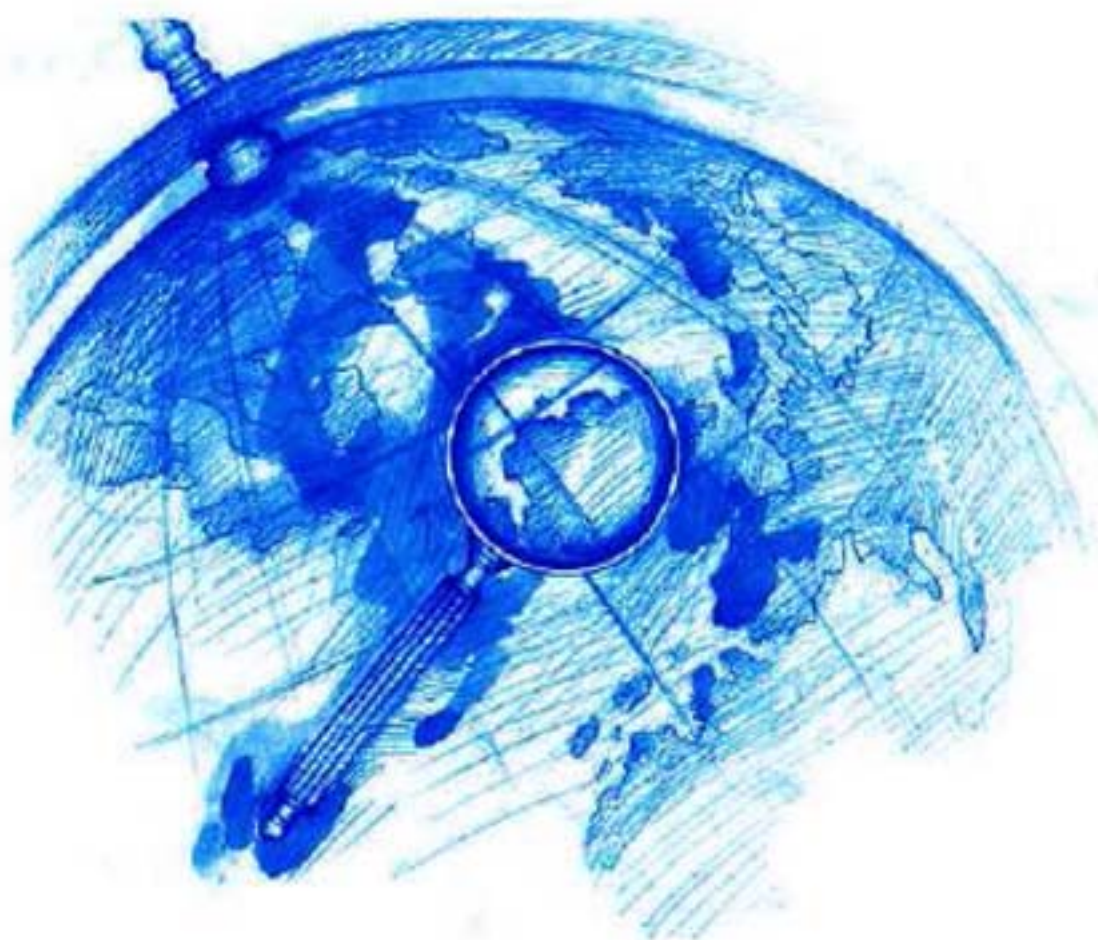
Wide-angled Economics Monetary Policy Group

เจาะมาตรการ unconventional ของธนาคารกลาง

กฤตินันท์ เวียงวังชัย และ อภิวรรณ นิมละมัย

แวนชยาเศรษฐกิจ-สาขนโยบายการเงิน

ฉบับที่ 16 เดือนกันยายน 2552



เจาะมาตรการ unconventional ของธนาคารกลาง¹ (Decoding Central Banks' Unconventional Measures)

กฤตินันท์ เวียงวังชัย และ อภิวรรณ นิ่มละมัย²

I. บทนำ

วิกฤตเศรษฐกิจโลกครั้งปัจจุบันที่เริ่มต้นจากปัญหาภาคสถาบันการเงิน ได้ส่งผลกระทบต่อระบบการเงินทั้งระบบ นอกจากนั้นยังได้ลุกลามไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงอย่างรวดเร็ว และเนื่องจากเป็นวิกฤตเศรษฐกิจที่ประเทศต่างๆ ทั่วโลกได้รับความเสียหายมากเป็นประวัติการณ์ทางการจึงได้ใช้มาตรการทั้งด้านการคลังและการเงินอย่างเร่งด่วน เพื่อหยุดยั้งวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงและแพร่กระจายอย่างรวดเร็วไปยังประเทศต่างๆ³

สำหรับมาตรการทางการเงิน ธนาคารกลางหลายแห่ง โดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว (Advanced economies) ซึ่งได้รับผลกระทบทางการเงินอย่างมาก ได้ใช้เครื่องมือทางการเงินที่มีอยู่อย่างเต็มที่ โดยเฉพาะการลดดอกเบี้ยนโยบายจนใกล้ศูนย์ เพื่อแก้ไขวิกฤตทางการเงินที่ลุกลามไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง อย่างไรก็ตาม จากการที่วิกฤตมีความรุนแรงมาก และทำให้เกิดปัญหาอย่างกว้างขวางในตลาดเงินและสินเชื่อ ธนาคารกลางจึงได้นำมาตรการ unconventional ซึ่งเป็นมาตรการที่มีได้ใช้ในช่วงเวลาปกติมาใช้ เพื่อช่วยลดความตึงตัวของตลาดการเงินและกระตุ้นระบบเศรษฐกิจให้ขับเคลื่อนต่อไปข้างหน้าได้

อย่างไรก็ตาม มาตรการเหล่านี้หลายมาตรการยากต่อการเข้าใจของสาธารณชน ดังนั้นบทความนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับมาตรการ unconventional ที่ธนาคารกลางหลายประเทศนำมาใช้ รวมถึงประสิทธิภาพและช่องทางการส่งผ่านไปสู่ระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ยังได้วิเคราะห์ถึงความจำเป็นของการใช้มาตรการนี้ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (Emerging economies) ด้วยดังนี้

II. ความหมายของมาตรการ unconventional

ความตึงตัวของภาวะทางการเงินและความเสี่ยงของสถาบันการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นมากเป็นประวัติการณ์ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วในช่วงการล่มสลายของเลห์แมน บราเธอร์สในเดือนกันยายน 2551 และได้สร้างความกังวลต่อนักลงทุนรวมไปถึงผู้ประกอบการและผู้บริโภคที่ได้รับ

1 ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

2 เศรษฐกร ทีมเศรษฐกิจโลก ส่วนเศรษฐกิจระหว่างประเทศ สาขานโยบายการเงิน

3 คู่มือวิเคราะห์ได้ใน “การแพร่กระจายของวิกฤตเศรษฐกิจการเงินสหรัฐฯ ไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจโลก”, แวนชายเศรษฐกิจ, 14 ก.ค. 2552

ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้ การใช้นโยบายทางการเงินด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจนมาสู่ระดับที่ต่ำมากหรือเข้าใกล้ศูนย์ของธนาคารกลางในกลุ่มประเทศ G3 (สหรัฐอเมริกา ยุโรป และญี่ปุ่น) และประเทศพัฒนาแล้วไม่เพียงพอที่จะกระตุ้นให้เกิดการกู้ยืมหรือพยุงเศรษฐกิจได้ ดังนั้นธนาคารกลางหลายแห่งโดยเฉพาะธนาคารในประเทศพัฒนาแล้วจึงหันมาใช้มาตรการ unconventional ควบคู่ไปกับการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

แม้ยังไม่มียุทธศาสตร์ใดนิยามความหมายของมาตรการ unconventional ไว้อย่างชัดเจน แต่จากประสบการณ์การใช้นโยบายดังกล่าวของประเทศต่างๆ ที่ผ่านมา สามารถสรุปได้ว่ามาตรการ unconventional ของธนาคารกลาง คือ มาตรการที่อยู่นอกเหนือจากมาตรการปกติทั่วไป (Conventional) เมื่อการใช้เครื่องมือทางการเงินโดยทั่วไปไม่เพียงพอ หรือไม่สามรถบรรลุการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจได้⁴

โดยทั่วไปแล้ว เราสามารถแบ่งมาตรการ unconventional ออกเป็น 3 มาตรการใหญ่ๆ ดังนี้

1. Capital injection และ Liquidity easing เป็นมาตรการเพิ่มทุน โดยตรงกับสถาบันการเงินและการปล่อยสภาพคล่องให้สถาบันการเงินแห่งใดแห่งหนึ่งหรือแก่ตลาดการเงินทั้งระบบตามลำดับ ทั้งนี้ liquidity easing อยู่ในรูปแบบต่างๆ เช่น การขยายขอบเขตการรับสินทรัพย์ค้ำประกัน การเพิ่มคู่ค้าการทำธุรกรรมกับธนาคารกลาง การปล่อยเงินกู้โดยตรง การทำ swap lines ระหว่างธนาคารกลาง และการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ที่ขาดสภาพคล่องกับสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องดีกับธนาคารพาณิชย์ ถึงแม้ว่ามาตรการเหล่านี้อาจมีความหมายใกล้เคียงกับมาตรการ lender of last resort⁶ ของธนาคารกลาง แต่ขนาดและขอบเขตของการอัดฉีดสภาพคล่องในครั้งนี้นี้สูงกว่ามาตรการ lender of last resort ที่ธนาคารกลางใช้เพื่อแก้ปัญหาต่างๆ ในอดีตเป็นอย่างมาก

2. Credit easing เป็นมาตรการเพื่อช่วยบรรเทาการตึงตัวในตลาดสินเชื่อโดยตรงและกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ผ่านการเข้าช่วยเหลือในตลาดการเงินสำคัญๆ เช่น ตลาดสินเชื่อบ้าน ตลาดตราสารหนี้ และหลักทรัพย์ภาคเอกชน ด้วยการเข้าซื้อสินทรัพย์เสี่ยงจำพวก Collateralized Debt Obligations (CDOs) จากภาคเอกชน การเข้าซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และการเข้าซื้อพันธบัตรภาคเอกชน ทั้งนี้ ข้อสังเกตที่สำคัญคือ หลายมาตรการมีลักษณะกึ่งมาตรการการคลังที่ต้องอาศัยความร่วมมือจากรัฐบาลเป็นหลัก

⁴ รายละเอียดเพิ่มเติมในหัวข้อ III

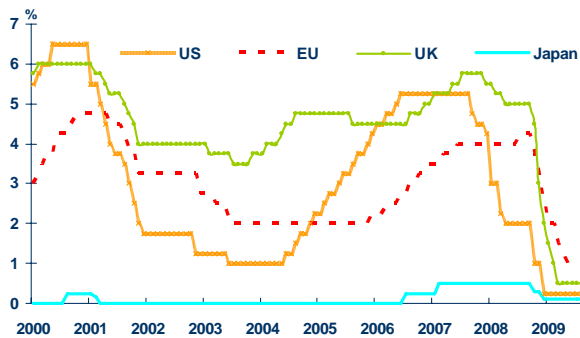
⁵ ตัวอย่างคือ ธนาคารกลางแคนาดากล่าวว่า “เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายถึงจุดต่ำสุด ก็จำเป็นที่ควรจะต้องมีนโยบายอื่นเข้ามา เพื่อดูแลระดับอัตราดอกเบี้ยให้คงอยู่ในระดับต่ำได้” ขณะที่ ธนาคารกลางฝรั่งเศสชี้ว่า “ธนาคารกลางใช้นโยบาย unconventional เมื่อช่องทางการส่งผ่านด้วยอัตราดอกเบี้ยไม่สามารถทำงานได้”

⁶ Lender of last resort หมายถึง บทบาทของธนาคารกลางในการเป็นแหล่งเงินกู้สุดท้ายของสถาบันการเงินในยามที่ไม่สามารถระดมทุนด้วยตนเองได้ โดยใช้เครื่องมือทางการเงินของธนาคารกลางเข้าช่วยเหลือสถาบันการเงินที่ประสบปัญหาทางการเงิน

3. Quantitative easing เป็นมาตรการที่ธนาคารกลางในประเทศพัฒนาแล้วนำมาใช้เพื่อเพิ่มสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจอีกช่องทางหนึ่ง รวมทั้งเพื่อลดผลตอบแทน (yield) ของพันธบัตรให้อยู่ในระดับต่ำ จากความกังวลต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ามหาศาลของภาครัฐ ที่ส่งผลให้ yield ของพันธบัตรรัฐบาลเร่งสูงขึ้น ธนาคารกลางจึงเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจำนวนมากจากสถาบันการเงิน โดยหวังว่าการเข้าซื้อนี้จะส่งผลให้ yield อยู่ในระดับต่ำ และทำให้ภาคธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำลงได้

III. Conventional VS. Unconventional measures

รูปที่ 1 อัตราดอกเบี้ยนโยบายของกลุ่มประเทศพัฒนา

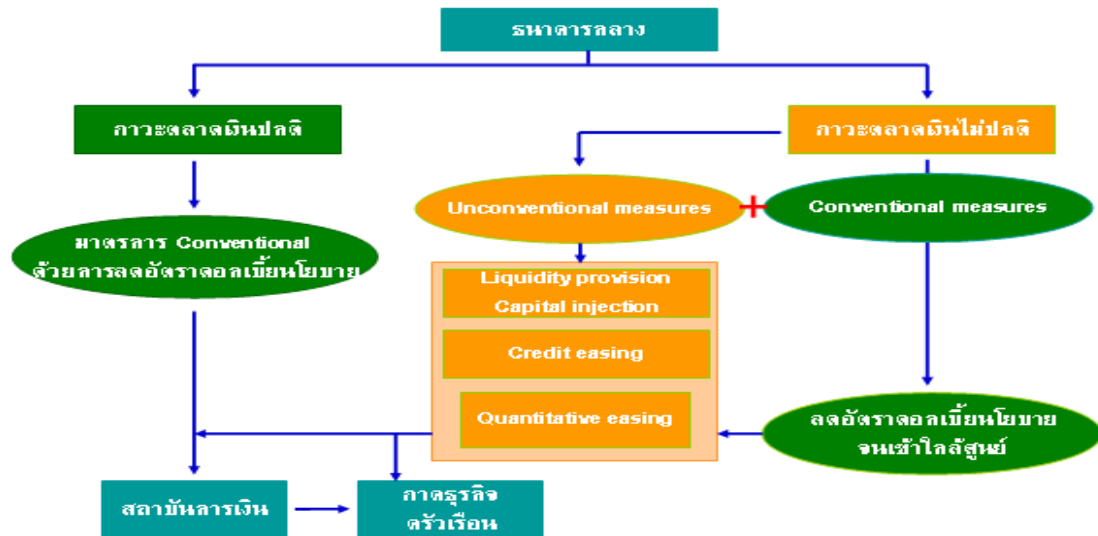


ที่มา : Bloomberg

เงินกู้ เงินโอน การยกเลิก reserve requirement ชั่วคราว และการเพิ่ม facility สำหรับการกู้เงินให้มากขึ้น อย่างไรก็ตาม การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายดังรูปที่ 1 ที่ธนาคารกลางในประเทศพัฒนาแล้วปรับลดจนใกล้ระดับร้อยละศูนย์ เพื่อลดต้นทุนและกระตุ้นให้เกิดการกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจนั้นต้องใช้ระยะเวลาในการส่งผ่านอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปยังธนาคารพาณิชย์และส่งต่อไปถึงภาคธุรกิจและครัวเรือนอีกต่อหนึ่ง ซึ่งประสิทธิภาพในการส่งผ่านนี้ลดลงมากเมื่อเข้าสู่ภาวะวิกฤต จึงเป็นเหตุผลที่สำคัญทำให้ธนาคารกลางในประเทศที่ได้รับผลกระทบรุนแรงจากวิกฤตการเงินจำเป็นต้องใช้มาตรการทางการเงินแบบ unconventional

จากวิกฤตทางเศรษฐกิจหลายๆครั้งที่ผ่านมา หรือแม้กระทั่งวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้ ธนาคารกลางหลายแห่งได้ใช้มาตรการทางการเงินแบบปกติ (Conventional) ในการกระตุ้นระบบเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ซึ่งประกอบด้วย การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การลดอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย (Reserve requirement) และการเพิ่มสภาพคล่องผ่านช่องทาง lender of last resort อาทิ การให้

รูปที่ 2 มาตรการ conventional และ unconventional ของธนาคารกลาง



สาเหตุที่ทำให้ช่องทางการส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ยไม่สามารถทำงานได้เต็มประสิทธิภาพ มาจากการที่ตลาดการเงินไม่สามารถทำงานตามปกติ หลังจากการล้มละลายของเลห์แมน บราเธอร์สที่สร้างความวิตกกังวลเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ทำธุรกรรมทางการเงินเกี่ยวข้องกับเลห์แมน บราเธอร์ส ทำให้สภาพคล่องในตลาดการเงินหลายภูมิภาคตึงตัวรุนแรงมากขึ้น จากขนาดและความเชื่อมโยงที่สูงของเลห์แมน บราเธอร์สกับสถาบันการเงินอื่นๆ ที่ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์มีกังวลต่อความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นหากปล่อยกู้แก่ภาคเอกชน ธนาคารกลางในประเทศพัฒนาแล้วหลายแห่งที่ได้รับผลกระทบทางการเงินชัดเจน จึงตัดสินใจดำเนินนโยบายทางการเงินแบบ unconventional ควบคู่ไปกับการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพราะเชื่อว่ามาตรการ unconventional จะสามารถเข้าช่วยเหลือภาคการเงินได้รวดเร็วกว่าและเป็นการเข้าช่วยเหลือในตลาดที่มีปัญหาโดยตรงดังแสดงในรูปที่ 2

IV. การดำเนินการและช่องทางการส่งผ่านของมาตรการ Unconventional

มาตรการ unconventional ที่ธนาคารกลางนำมาใช้ด้วยการเข้าซื้อทรัพย์สินทั้งภาครัฐและเอกชน ซึ่งมีจุดประสงค์ในการเพิ่มสภาพคล่องหรืออัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ เพื่อกระตุ้นให้เกิดการใช้จ่ายนั้น มีกลไกที่ทำให้สภาพคล่องในระบบเพิ่มขึ้น และกระตุ้นการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากธนาคารกลางซึ่งเป็นผู้ควบคุมปริมาณเงินในระบบสามารถเพิ่มเงินในระบบได้ด้วยการซื้อสินทรัพย์จากภาคเอกชน (Credit easing และ Quantitative easing) ที่เป็นเช่นนั้น เนื่องจากสถาบันการเงินจำเป็นต้องมีบัญชีเงินฝากไว้ที่ธนาคารกลางทั้งในรูปของเงินสดสำรองตามกฎหมาย (Reserve requirement) และเงินสดสำรองส่วนเกิน (Excess reserve)

BOX I. มาตรการ Quantitative easing ของธนาคารกลางญี่ปุ่น

ประสบการณ์ของมาตรการ unconventional ในอดีตที่เด่นชัด และเป็นที่ยกถึงถึงประสิทธิภาพมากที่สุด คือ มาตรการ quantitative easing (QE) ของญี่ปุ่นในช่วงเดือนมีนาคม 2001 ถึง มีนาคม 2006 ที่มีการใช้ควบคู่ไปกับนโยบายอัตราดอกเบี้ยที่ร้อยละศูนย์

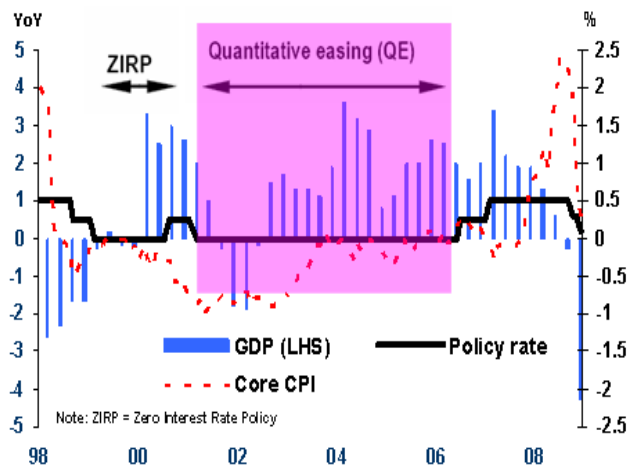
ลำดับเหตุการณ์ และการใช้ quantitative easing

ตลอดช่วงปลายทศวรรษ 1990 จนถึงต้นทศวรรษ 2000 ญี่ปุ่นต้องเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจที่ยาวนาน จากปัญหาฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์แตก ซึ่งทำให้ราคาสินทรัพย์ลดลงอย่างมาก และส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์อื่นๆ อย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นผลมาจากสภาพคล่องที่สิ้นระบบและกฎเกณฑ์การควบคุมสถาบันการเงินที่ไม่เข้มงวด ดังนั้น เพื่อแก้ไขและหยุดยั้งวิกฤตเศรษฐกิจ ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายถึง 8 ครั้ง ตั้งแต่กลางปี 1991 ถึง ปี 1995 จากร้อยละ 6 เหลือร้อยละ 0.5

อย่างไรก็ดี สถานการณ์ทางการเงินและปัญหาสถาบันการเงินก็ยังไม่ดีขึ้น กอปรกับวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียในปี 1997 ส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงินที่สำคัญในญี่ปุ่นล้มละลาย สภาพคล่องทางการเงินและตลาดสินเชื่ออยู่ในภาวะตึงตัว ทำให้ญี่ปุ่นเข้าสู่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจเต็มรูปแบบ จนกระทั่งในเดือนกุมภาพันธ์ 1999 ธนาคารกลางญี่ปุ่นจึงได้ตัดสินใจลดดอกเบี้ยนโยบายมาอยู่ที่ร้อยละศูนย์

เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มมีสัญญาณที่ดีขึ้นในช่วงต้นปี 2000 และดูเหมือนว่ามาตรการทางการเงินได้ส่งผลทำให้เศรษฐกิจขยายตัวติดต่อกันหลายไตรมาส ธนาคารกลางญี่ปุ่นจึงปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาอยู่ที่ร้อยละ 0.25 อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของ

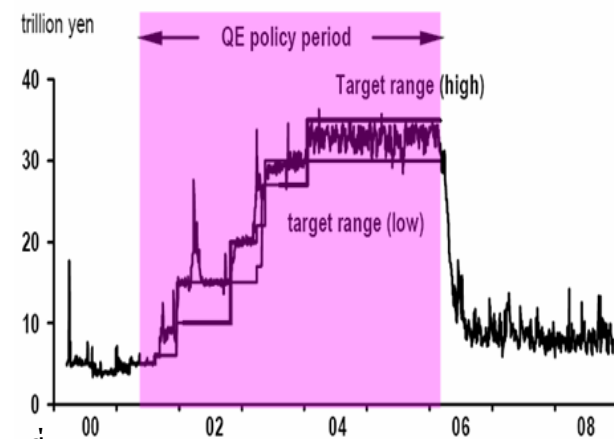
รูปที่ 3 ผลของมาตรการ QE ต่ออัตราเงินเฟ้อและ GDP



ที่มา : Bloomberg

รูปที่ 4 การกำหนดเป้าหมาย current account balance

ของ BOJ ในช่วงมาตรการ QE



ที่มา : Global Data Watch, JP Morgan, 2 Jan 09.

เศรษฐกิจยังคงเปราะบางอยู่มากเนื่องจากปัญหาของภาวะเงินฝืด และการกู้ยืมภาคธนาคารที่ยังหดตัวมาก จึงทำให้ธนาคารกลางญี่ปุ่นตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาอยู่ที่ร้อยละ 0 อีกครั้งในเดือนมีนาคม 2001 และได้ประกาศใช้มาตรการ Quantitative easing โดยกำหนดระยะเวลาการดำเนินมาตรการดังกล่าวจนกว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (อัตราเงินเฟ้อทั่วไปไม่รวมอาหารสด) เป็นบวกต่อเนื่อง จากรูปที่ 3 จะเห็นว่าแม้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจะขยายตัวแล้ว แต่ธนาคารกลางญี่ปุ่นยังคงใช้มาตรการ Quantitative easing ต่อไป เนื่องจากเศรษฐกิจยังอยู่ในภาวะเงินฝืด (อัตราเงินเฟ้อติดลบ)

นอกจากนี้ ธนาคารกลางญี่ปุ่นยังได้เปลี่ยนเป้าหมายทางการเงิน โดยเพิ่มระดับเป้าหมายยอดเงินฝาก (current account) ของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้ที่ธนาคารกลาง (เงินสดสำรองตามกฎหมายและเงินสดสำรองส่วนเกิน) ดังรูปที่ 4 ซึ่งในระยะแรกของมาตรการ ธนาคารกลางได้กำหนดเป้าหมายเอาไว้ที่ 5 ล้านล้านเยน เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในตลาดกู้ยืมและกดดันให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับร้อยละศูนย์ต่อไป อย่างไรก็ตาม สินเชื่อยังไม่มีสัญญาณของการขยายตัวและยังคงหดตัวอยู่ค่อนข้างมาก ทำให้ธนาคารกลางญี่ปุ่นเพิ่มเป้าหมายขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 35 ล้านล้านเยนในปี 2004

ตลอดช่วงมาตรการ quantitative easing ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้เพิ่มปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจาก 400 พันล้านเยนต่อเดือน เป็น 1.2 ล้านล้านเยนต่อเดือน นอกจากนี้ ยังได้ขยายขอบเขตของมาตรการ unconventional เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดอื่นๆ อาทิ การขยายประเภทของหลักทรัพย์ค้ำประกันในการขอกู้ ซึ่งรวมไปถึงพันธบัตรเอกชน เอกสารเงินกู้ และตราสารอื่นที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน การเข้าซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และการเข้าซื้อ asset backed securities ส่งผลให้งบดุลของธนาคารกลางญี่ปุ่นเพิ่มสูงขึ้นมากจาก 91 ล้านล้านเยนในปี 1998 เป็น 155 ล้านล้านเยนในปี 2006

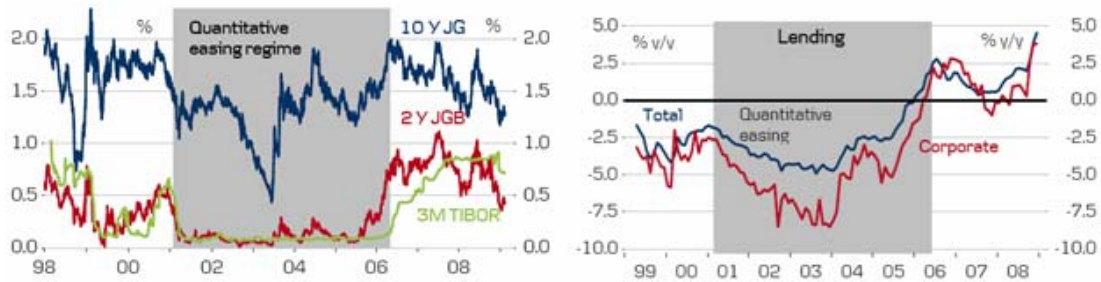
ทั้งนี้ ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ส่งสัญญาณการยกเลิกมาตรการ quantitative easing ไว้ค่อนข้างชัดเจนตั้งแต่เริ่มใช้มาตรการ โดยกล่าวว่า จะดำเนินมาตรการนี้ไปจนกว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะออกจากภาวะเงินฝืด ซึ่งต้องประกอบไปด้วย 2 เงื่อนไข ดังนี้ 1) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (อัตราเงินเฟ้อทั่วไปไม่รวมอาหารสด) เป็นบวกต่อเนื่อง และ 2) คณะกรรมการนโยบายการเงินคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะขยายตัวในอนาคต

ประสิทธิภาพของมาตรการ Quantitative easing

ประสิทธิภาพในการใช้มาตรการ quantitative easing ของญี่ปุ่นนั้นไม่ชัดเจนและเป็นที่ถกเถียง ส่วนหนึ่งเนื่องจากการดำเนินมาตรการจากทางการหลายๆ มาตรการพร้อมๆ กัน ทำให้ไม่สามารถแยกผลของแต่ละมาตรการออกมาได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ ช่วงที่ใช้มาตรการดังกล่าวยังเป็นช่วงที่เศรษฐกิจโลกขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง ฝ่ายที่เห็นว่าไม่มีประสิทธิภาพชี้ว่ามาตรการนี้มิได้ช่วยให้การกู้ยืมภาคธนาคารปรับดีขึ้น (ยกเว้นในช่วงหลัง) ซึ่งเป็นผลมาจากระบบธนาคารที่ยัง

อ่อนแอและยังไม่ได้รับการฟื้นฟูและปรับโครงสร้าง ทำให้ภาคธนาคารไม่มีความต้องการที่จะปล่อยกู้มากนักแม้จะมีมาตรการดังกล่าว อีกทั้งบุคลากรของภาคธุรกิจที่ยังเข้มแข็งไม่มีแนวโน้มที่จะจะไปขยายกิจการเป็นสำคัญ

รูปที่ 5 ผลตอบแทน (Yield) ของพันธบัตรรัฐบาล และการกู้ยืมของญี่ปุ่น



ที่มา : Flash Comment. Danske Bank. 18 Feb 09.

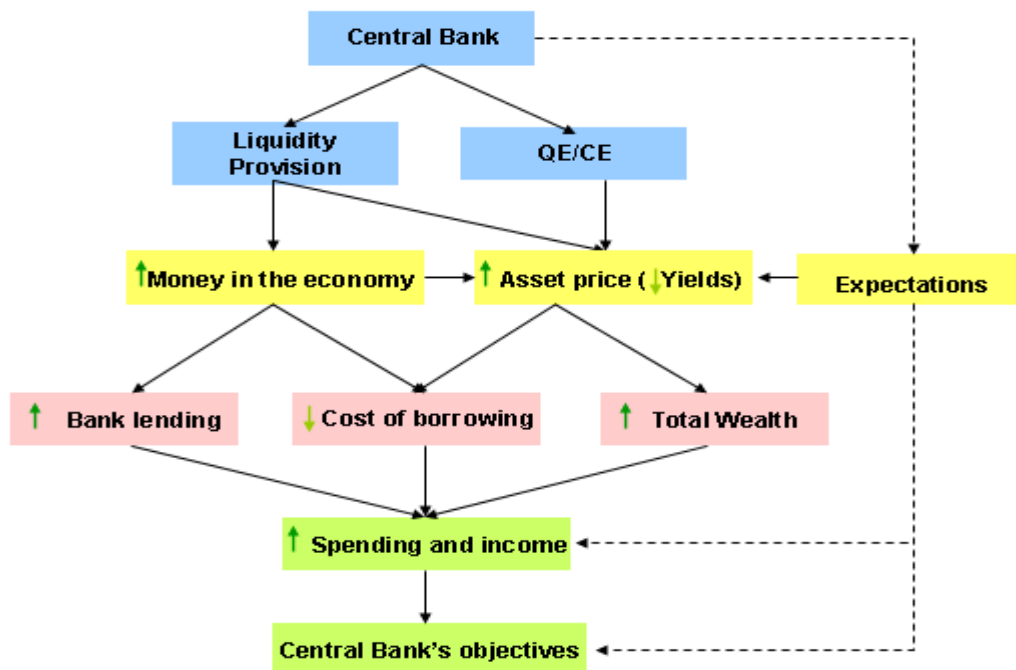
อย่างไรก็ตาม ฝ่ายที่เห็นว่ามีประสิทธิภาพชี้ว่า การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารกลางดังรูปที่ 5 มีส่วนสำคัญในการช่วยลดต้นทุนการระดมยืมระยะยาวลงได้ ถึงแม้จะไม่ได้ลดลงตลอดช่วงของมาตรการ quantitative easing แต่ก็มีผลให้ต้นทุนในการกู้ยืมของธุรกิจผ่อนคลายลง และช่วยกระตุ้นให้เกิดการลงทุนในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ เมื่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นกลับมาขยายตัวได้อีกครั้งในปี 2003 ธนาคารกลางญี่ปุ่นยังคงใช้มาตรการนี้อย่างต่อเนื่อง (เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังคงติดลบและไม่มีสัญญาณที่จะกลับมาขยายตัวได้) ซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถคาดได้ว่า ธนาคารกลางจะไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างแน่นอนหากไม่มีสัญญาณของการเร่งตัวของราคาสินค้าอย่างต่อเนื่อง การส่งสัญญาณนี้ช่วยให้นักธุรกิจสามารถวางแผนในการลงทุนได้ดีขึ้น

ดังนั้น โดยทั่วไปเมื่อสถาบันการเงินนำทรัพย์สินมาขายให้กับธนาคารกลางก็จะได้รับการโอนเงินผ่านบัญชีเงินสดสำรองส่วนเกิน อย่างไรก็ตาม การถือเงินในบัญชีเงินสดสำรองส่วนเกินที่สูงขึ้น มีต้นทุนเนื่องจากเงินฝากในบัญชีไม่ได้รับดอกเบี้ยหรือหากได้รับก็ค่อนข้างต่ำ จึงมีแรงจูงใจให้สถาบันการเงินถอนเงินสดออกไปปล่อยกู้ หรือลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า ส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นและเกิดการใช้จ่ายผ่านช่องทางการส่งผ่านในระบบเศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งนี้ปริมาณเงินหรือสภาพคล่องของสถาบันการเงินจะมากหรือน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับสภาพคล่องของสินทรัพย์ที่นำมาขายให้กับธนาคารกลางเป็นสำคัญ

มาตรการ unconventional ทั้ง 3 มาตรการ สามารถส่งผ่านไปยังระบบเศรษฐกิจผ่าน 3 ช่องทางหลัก ดังแสดงในรูปที่ 6

1. ช่องทางสินทรัพย์หรือด้านราคา (Asset Price Channel) เป็นช่องทางที่มาตรการ unconventional มีผลให้ราคาสินทรัพย์โดยรวมเพิ่มสูงขึ้น เมื่อธนาคารกลางซื้อสินทรัพย์ใดๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้ภาคเอกชน จะมีผลทำให้ราคาสินทรัพย์นั้นๆ เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากเป็นการช่วยเพิ่มอุปสงค์ในตลาด ทำให้ผู้ถือครองสินทรัพย์นั้นๆ มีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น อีกทั้งเมื่อราคาสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ต้นทุนในการกู้ยืมหรือ yield ของภาคเอกชนและครัวเรือนก็ลดลงเช่นเดียวกัน ดังนั้น เมื่อรายได้เพิ่มขึ้นและการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของภาคเอกชนง่ายขึ้นและถูกลง ก็จะช่วยรักษาระดับการผลิต การจ้างงาน และสนับสนุนการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคของครัวเรือน ส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจขยายตัว

รูปที่ 6 ช่องทางการส่งผ่านของมาตรการ Unconventional



ที่มา : Bank of England's Quarterly Bulletin Q2:2009; Bank of Thailand's staff.

นอกจากนี้ สถาบันการเงินที่ได้รับเงินจากการขายสินทรัพย์ให้กับธนาคารกลาง อาจเปลี่ยนรูปเงินสดเป็นสินทรัพย์อื่นทันที เนื่องจากเงินสดเป็นสินทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำ ดังนั้น เมื่อสถาบันการเงินนำเงินสดไปซื้อสินทรัพย์อื่นๆ ก็จะส่งผลให้ราคาของสินทรัพย์อื่นๆ โดยรวมเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ราคาสินทรัพย์ผ่านกระบวนการส่งผ่านดังกล่าวข้างต้นอีกครั้ง

2. ช่องทางกู้ยืมหรือด้านปริมาณ (Lending Channel) คือช่องทางที่มาตรการ unconventional ช่วยให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้มากขึ้น โดยเมื่อธนาคารพาณิชย์มีเงินสดสำรอง

ส่วนเกินที่ธนาคารกลางเพิ่มมากขึ้น จากการนำสินทรัพย์มาขายให้กับธนาคารกลาง ส่งผลให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเงินสดสำรองส่วนเกินนี้เองจะมีผลตอบแทนที่ต่ำมากหากเก็บไว้ในบัญชีเป็นจำนวนมาก ดังนั้น ธนาคารพาณิชย์จึงมีแรงจูงใจที่จะนำเงินนั้นออกมาปล่อยกู้ให้แก่ภาคเอกชนมากขึ้น ซึ่งก็จะส่งผลช่วยให้การบริโภคและลงทุนในระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น

3. ช่องทางการคาดการณ์ (Expectation Channel) ถือเป็นช่องทางที่สำคัญอีกช่องทางหนึ่ง หากมาตรการสามารถช่วยให้ความเชื่อมั่นปรับตัวขึ้นก็จะทำให้ประชาชนและภาคธุรกิจเร่งบริโภคและลงทุนมากขึ้น และทำให้ราคาสินทรัพย์ต่างๆ เพิ่มสูงขึ้นด้วย

ดังนั้น มาตรการ unconventional จึงสามารถส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจผ่าน 3 ช่องทางหลักที่จะช่วยเร่งสร้างรายได้ให้เพิ่มมากขึ้น ขณะเดียวกันก็จะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายของภาคธุรกิจและครัวเรือนให้สูงขึ้น และเอื้อต่อการบรรลุเป้าหมายของธนาคารกลางในการรักษาเสถียรภาพทางด้านราคา การขยายตัวทางเศรษฐกิจ และเสถียรภาพทางการเงิน

V. การประเมินประสิทธิผลของการใช้มาตรการ unconventional

การประเมินประสิทธิผลของการใช้มาตรการ unconventional แต่ละมาตรการนั้นทำได้ยาก เนื่องจากทางการดำเนินมาตรการเพื่อช่วยตลาดการเงินหลายๆ มาตรการพร้อมๆ กัน นอกจากนี้ การส่งผ่านของนโยบายการเงินที่ต่างไปจากช่วงปกติก็ทำให้ต้องใช้เวลาระยะหนึ่ง⁷ ก่อนที่จะสามารถเห็นผลของมาตรการดังกล่าว อย่างไรก็ตาม จากรูปที่ 7 โดยรวม มาตรการ unconventional มีบทบาทสำคัญในการลดภาวะตึงตัวของสภาพคล่องในตลาดเงินในระดับหนึ่ง สะท้อนจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (spreads) ต่างๆ ที่ปรับลดลงมากในช่วงปัจจุบัน ซึ่งแสดงถึงต้นทุนการกู้ยืมที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตามตลาดสินเชื่อยังคงตึงตัวอยู่ เมื่อเทียบกับช่วงก่อนวิกฤต โดยการขยายตัวของปริมาณสินเชื่อและยอดการออกพันธบัตรภาคเอกชน (Commercial Paper) ยังคงอยู่ในระดับต่ำสำหรับมาตรการ quantitative easing ยังไม่ชัดเจนว่าช่วยให้ yield ลดลงชัดเจน ทั้งนี้ ในประเทศสหรัฐฯ อังกฤษ และญี่ปุ่น การประกาศใช้มาตรการ quantitative easing ทำให้ผลตอบแทนปรับลดลงเพียงระยะสั้นๆ ก่อนที่จะปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้ง

⁷ อาทิ เมื่อวันที่ 12 สิงหาคม 2552 ผู้ว่าการธนาคารอังกฤษ นาย Mervyn King กล่าวว่า น่าจะใช้เวลาอย่างน้อย 6 เดือนนับจากเริ่มดำเนินมาตรการก่อนที่จะสามารถประเมินการเปลี่ยนแปลงของสินเชื่อซึ่งเป็นผลของการใช้มาตรการ quantitative Easing ของอังกฤษได้

BOX II. มาตรการ unconventional ในประเทศต่างๆ

ขนาดการใช้มาตรการ unconventional มีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศในช่วงที่ผ่านมา ขึ้นอยู่กับระดับความรุนแรงของผลจากวิกฤตเศรษฐกิจในแต่ละประเทศเผชิญ และลักษณะระบบการเงิน รวมทั้งเครื่องมือทางการเงินในประเทศนั้นๆ เป็นสำคัญ ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 มาตรการการเข้าซื้อสินทรัพย์ของธนาคารกลางต่างๆ

ธนาคารกลาง	อัตราดอกเบี้ย นโยบาย ณ 22 ก.ย. 2552	สินทรัพย์ที่ซื้อ ณ 22 ก.ย. 2552 (Unconventional measures)
สหรัฐฯ	0-0.25%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ซื้อ agency mortgage-backed securities มูลค่า 1.25 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ▪ ซื้อ agency debt มูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์ สรอ. ▪ ซื้อพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์ สรอ.
สหภาพยุโรป	1%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ซื้อพันธบัตรในรูปเงินยูโร มูลค่า 6 หมื่นล้านยูโร
อังกฤษ	0.5%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ซื้อพันธบัตรรัฐบาลและออกชนมูลค่า 125 พันล้านปอนด์ ▪ โดยซื้อพันธบัตรรัฐบาลไปแล้ว 109 พันล้านปอนด์
ญี่ปุ่น	0.1%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ซื้อ corporate paper และ ABCP มูลค่า 3 ล้านล้านเยน ▪ ซื้อ corporate bonds, subordinate loans และหุ้น มูลค่าอย่างละ 1 ล้านล้านเยน ▪ ซื้อพันธบัตรรัฐบาล มูลค่า 21.6 ล้านล้านเยนต่อปี

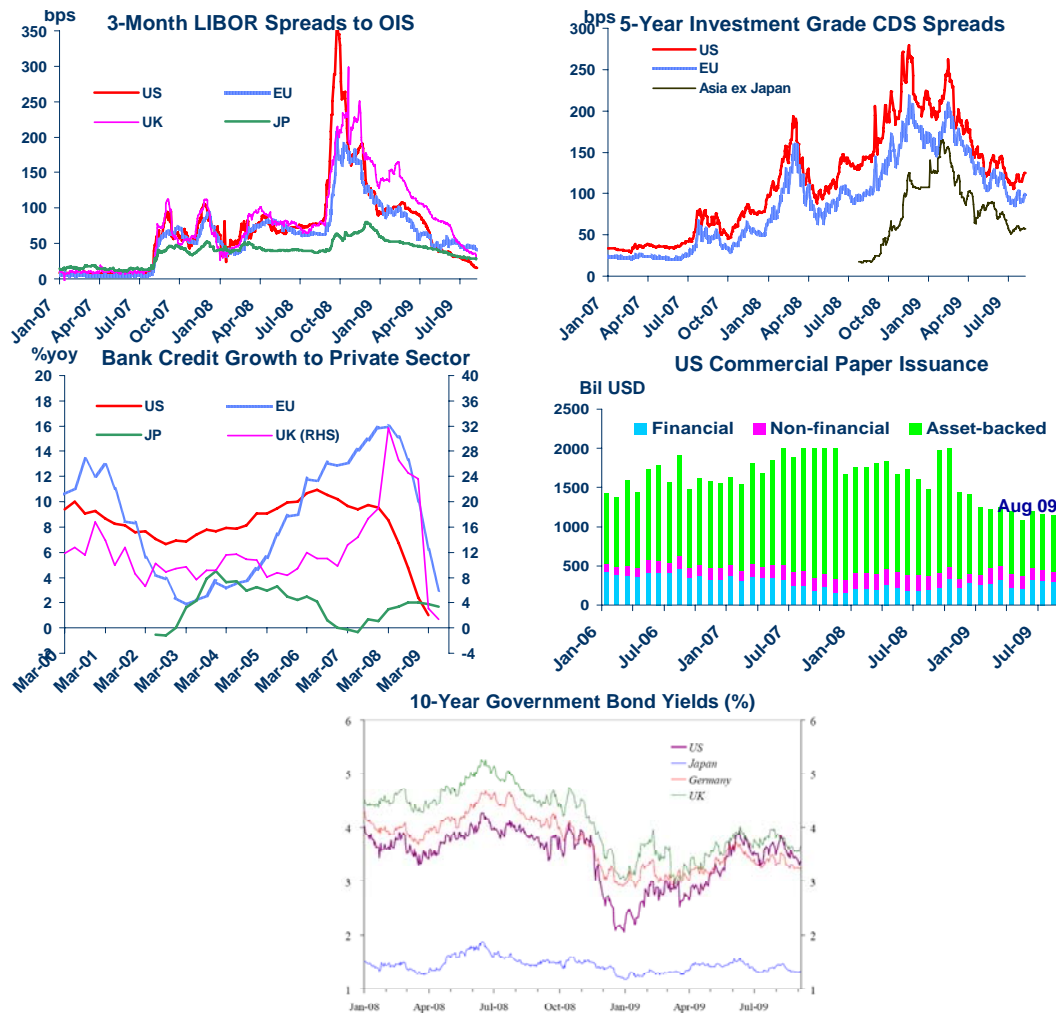
สหรัฐฯ – การใช้มาตรการ unconventional ของธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ FED ครอบคลุมสินทรัพย์หลายประเภทด้วยกัน เช่น ตราสารหนี้ภาคเอกชน (Commercial paper) และตราสารที่ค้ำประกันด้วยหลักทรัพย์อื่น (Asset-backed-securities) ซึ่งการซื้อสินทรัพย์อาจเป็นการเข้าซื้อโดย FED หรือ FED เป็นผู้ให้เงินทุนแก่สถาบันการเงินเพื่อไปซื้อสินทรัพย์จากภาคเอกชนอีกต่อหนึ่ง นอกจากนี้ FED ยังได้ขยายขอบเขตการซื้อสินทรัพย์ออกไปรวมถึงพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งส่วนใหญ่ของมาตรการจะเน้นไปที่การแก้ไขปัญหาในแต่ละตลาด เช่น ตลาดสินเชื่อบ้าน อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนและตลาดเงินของสหรัฐฯ มีมูลค่าที่สูงมาก จึงทำให้มาตรการ unconventional ของ FED มีมูลค่าที่สูงมากตามไปด้วย

กลุ่มประเทศยูโร – ใช้มาตรการสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อให้แก่ธนาคารพาณิชย์ และประกาศการเข้าซื้อพันธบัตรที่อยู่ในรูปเงินยูโร มูลค่า 6 หมื่นล้านยูโร อย่างไรก็ตาม ความสามารถในการใช้ unconventional measure ของกลุ่มประเทศยูโรอาจมีจำกัด เนื่องจากธนาคารกลางยุโรปหรือ ECB ไม่สามารถเข้าไปซื้อสินทรัพย์เจาะจงเป็นรายประเทศได้

อังกฤษ – ธนาคารกลางอังกฤษหรือ BOE ได้ใช้มาตรการ unconventional ที่ค่อนข้างหลากหลายเช่นเดียวกับสหรัฐฯ ด้วยการเข้าซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชน พันธบัตรภาคเอกชน และพันธบัตรภาครัฐ โดยมีวงเงินรวมทั้งสิ้น 125 พันล้านปอนด์ ซึ่งเน้นไปที่การซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับระบบเศรษฐกิจเป็นหลัก

ญี่ปุ่น – ธนาคารกลางญี่ปุ่นหรือ BOJ ได้กลับมาใช้มาตรการ unconventional อีกครั้ง หลังจากที่เคยใช้มาแล้วเมื่อ 7 ปีที่ผ่านมา ครั้งนี้ธนาคารกลางญี่ปุ่นยังคงเน้นการลดต้นทุนกู้ยืมระยะยาวด้วยการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเช่นเดิม ขณะที่มีการเข้าซื้อตราสารเอกชน และหุ้นเพิ่มเติมด้วย

รูปที่ 7 สภาวะตลาดการเงิน



ที่มา: Bloomberg; Federal Reserve Board

VI. ความเสี่ยงจากการใช้มาตรการ unconventional

การใช้มาตรการ unconventional ควบคู่ไปกับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวิกฤตการเงินครั้งปัจจุบันช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการส่งผ่านนโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม ธนาคารกลางต้องใช้มาตรการ unconventional ดังกล่าวด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากการใช้มาตรการ unconventional อาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงด้านต่างๆ ของธนาคารกลาง ดังนี้

- การวางกรอบและการประเมินผลของการดำเนินนโยบาย

มาตรการ unconventional เป็นมาตรการที่อยู่นอกเหนือจากมาตรการปกติของธนาคารกลาง ดังนั้น การวางกรอบการดำเนินนโยบายจึงทำได้ยาก นอกจากนี้ การประเมินผลของนโยบายก็ยังมีข้อจำกัด เนื่องจากลักษณะการส่งผ่านที่แตกต่างไปจากช่วงภาวะการเงินปกติ

- การบิดเบือนกลไกตลาด

แม้ว่าการเข้าช่วยเหลือภาคธนาคาร จะเป็นการจำกัดความเสียหายของผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจอื่นๆ แต่อาจเป็นการบิดเบือนกลไกตลาด (Moral Hazard) โดยอาจเป็นการกระตุ้นให้ธนาคารต่างๆ ขาดความระมัดระวังในการทำธุรกิจปล่อยกู้หรือลงทุนในระยะต่อไป เนื่องจากเชื่อว่าตนเองไม่ต้องรับภาระขาดทุนทั้งหมด โดยภาครัฐจะเข้าช่วยเหลือภาคธนาคารหากเกิดปัญหาขึ้นในอนาคต

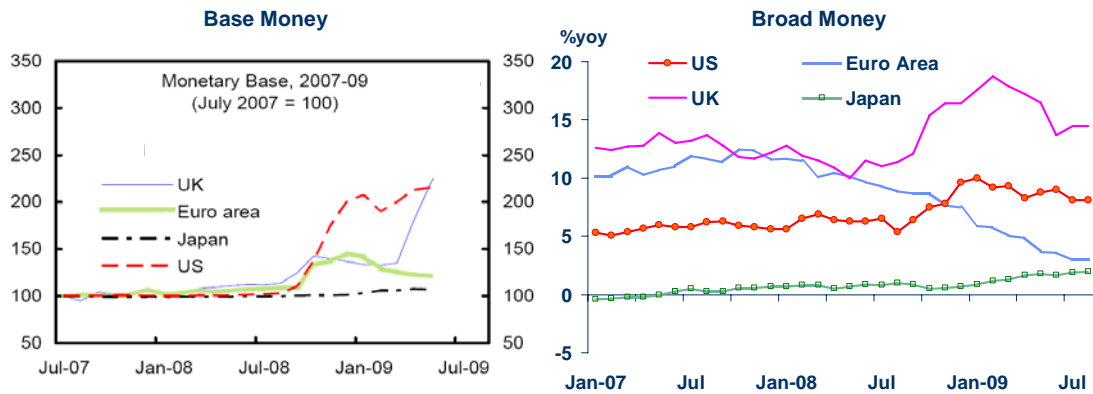
- ความเสี่ยงของงบดุลธนาคารกลาง

ความเสี่ยงของงบดุลธนาคารกลางสูงขึ้น เป็นผลจากการเข้าซื้อสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงจากเอกชน โดยเฉพาะมาตรการ credit easing ซึ่งมุ่งเน้นที่จะเข้าซื้อพันธบัตรภาคเอกชนเพื่อลดสินทรัพย์เสี่ยงจากงบดุลของธนาคารพาณิชย์และลดความตึงตัวในการระดมทุนของภาคเอกชน ทั้งนี้ ธนาคารกลางอาจได้รับผลกำไรหากราคาสินทรัพย์ดังกล่าวปรับดีขึ้นในอนาคต แต่ธนาคารกลางอาจต้องรับภาระขาดทุน หากสถาบันการเงินเกิดการล้มละลายขึ้น หรือในส่วนของมาตรการ quantitative easing ที่ธนาคารกลางอาจต้องรับภาระขาดทุนในรูปของราคาพันธบัตรที่ลดลงตามราคาตลาด (mark-to-market) หากอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นก่อนที่พันธบัตรจะครบกำหนดอายุ

- แรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อ

ความเสี่ยงที่สำคัญที่สุด คือ แรงกดดันต่อการคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตที่คาดว่าจะปรับสูงขึ้น เมื่อเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวชัดเจน ทั้งนี้ การใช้มาตรการ unconventional ส่งผลให้ปริมาณฐานเงินหรือ base money เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ดังแสดงในรูปที่ 8 โดยเฉพาะสหรัฐฯ กลุ่มประเทศยูโร และอังกฤษ แม้ว่าความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะเร่งสูงขึ้นยังมีไม่มากนักในปัจจุบัน เนื่องจากการเงินที่ย่ำแย่ของภาคธนาคารที่ยังต้องทำการปรับโครงสร้าง (De-leveraging) ประกอบกับประสิทธิภาพที่ลดลงของการส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทำให้ยอดการปล่อยกู้ของธนาคาร (Credit Growth) และปริมาณเงินในความหมายกว้างในรูป broad money ยังไม่ปรับดีขึ้นในปัจจุบัน

รูปที่ 8 ปริมาณเงิน



ที่มา: Bloomberg; UK-Staff Report for the 2009 Article IV Consultation, IMF

แต่เครื่องชี้ดังกล่าวเป็นสิ่งที่ธนาคารกลางต้องให้ความสำคัญในระยะต่อไป โดยเมื่อการส่งผ่านนโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติแล้ว คาดว่าสภาพคล่องที่ทางการอัดฉีดเข้าไปในระบบจะส่งผ่านไปยังปริมาณเงินและสินเชื่อให้ขยายตัวอย่างรวดเร็ว และอาจเป็นความเสี่ยงสำคัญต่ออัตราเงินเฟ้อในระยะต่อไป

VII. Exit Strategy (การถอนหรือผ่อนคลายนโยบายการเงิน unconventional)

การดำเนินนโยบายของธนาคารกลางเพื่อรับมือกับวิกฤตเศรษฐกิจนั้น มีความสำคัญทั้งในขณะที่ยุติเศรษฐกิจอยู่ในช่วงวิกฤต และในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัว ซึ่งโดยหลักการ การวางกรอบการดำเนิน exit strategy นั้น ควรทำตั้งแต่ขั้นการเริ่มวางกรอบการดำเนินมาตรการ unconventional (IMF 2009) โดยประเด็นหลักที่ธนาคารกลางต้องคำนึงถึง คือ 1) เป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อการดำเนินนโยบายภายใต้กรอบเป้าหมายเดิม อาทิ กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ก็จำเป็นต้องถอนหรือผ่อนคลายนโยบายการเงิน unconventional เมื่อมีสัญญาณว่ามาตรการดังกล่าวก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านอัตราเงินเฟ้อ 2) นโยบายควรจะต้องเอื้อต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจกลับเข้าสู่ภาวะวิกฤตอีกครั้ง ทั้งนี้ ปัจจัยที่ธนาคารกลางต้องคำนึงถึง ประกอบด้วย

1. ระยะเวลา (Timing)

ระยะเวลาและปริมาณการเปลี่ยนทิศทาง การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นแบบตั้งตัวมีความสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยหากธนาคารกลางถอนมาตรการต่างๆ เร็วหรือแรงเกินไป ก็อาจบั่นทอนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ในขณะที่ การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นระยะเวลานานเกินไป อาจมีความเสี่ยงให้อัตราเงินเฟ้อเร่งสูงขึ้นในระยะต่อไปได้ ทั้งนี้ อาจกล่าวได้ว่าธนาคารกลางอาจถอนมาตรการ unconventional ได้เมื่อมาตรการ

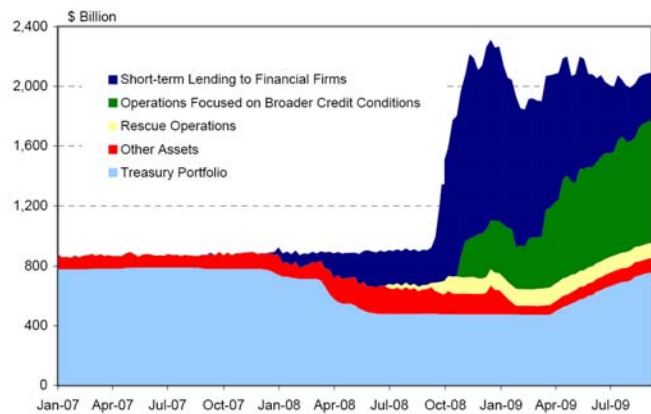
ดังกล่าวช่วยให้ภาวะตลาดการเงินกลับเข้าสู่ภาวะปกติหรือช่องทางการส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังปริมาณเงินและสินเชื่อทำงานได้อย่างเป็นปกติแล้ว

2. ขั้นตอน (Sequence)

ในวิกฤตครั้งปัจจุบัน ธนาคารกลางดำเนินมาตรการการเงินหลายมาตรการเพื่อผ่อนคลายความตึงตัวในตลาดการเงินดังกล่าวไปแล้วข้างต้น ซึ่งในปัจจุบัน ยังเป็นที่ถกเถียงกันว่า ธนาคารกลางจะต้องถอนมาตรการ conventional หรือ unconventional ใดก่อน โดยธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank: ECB) แสดงความเห็นว่าคุณต้องถอนมาตรการอื่นๆ ก่อนที่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ECB 2009) เพื่อให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยมีประสิทธิผล ในขณะที่ธนาคารกลางอังกฤษ (Bank of England: BOE) กล่าวว่า สามารถถอนมาตรการใดก่อนก็ได้ เมื่อภาวะเศรษฐกิจปรับดีขึ้น ทั้งนี้ บทวิเคราะห์นี้เห็นว่าขั้นตอนการถอนมาตรการ unconventional ต่างๆ นั้น ควรจะขึ้นอยู่กับโครงสร้างของมาตรการในแต่ละประเทศ และควรจะให้ยืดหยุ่นสอดคล้องกับภาวะตลาดการเงินในขณะนั้นเป็นสำคัญ

โดยมาตรการ liquidity provision นั้น เป็นการเสริมสภาพคล่องให้กับตลาดการเงินในระยะสั้นๆ จึงควรที่จะเป็นมาตรการแรกๆ ที่สามารถถอนได้โดยอัตโนมัติ เมื่อตลาดการเงินเข้าสู่ภาวะปกติมากขึ้น ซึ่งแตกต่างจากมาตรการ unconventional อื่นๆ ที่มีระยะเวลา (Term) ยาวนานกว่า จากรูปที่ 9 พบว่า ปริมาณสภาพคล่องจากมาตรการ liquidity provision ของสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลงในช่วงปัจจุบัน สะท้อนจากการที่ธนาคารสหรัฐฯ ปล่อยให้มาตรการที่ประกาศก่อนหน้านี้หมดอายุโดยที่ไม่ได้ต่ออายุ (rollover) และไม่ได้ดำเนินการเพิ่ม

รูปที่ 9 งบดุลของธนาคารสหรัฐฯ



ที่มา: Macroeconomic Advisers, 10 Sep 09.

ส่วนของมาตรการ quantitative easing นั้น ธนาคารกลางต้องหยุดซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มก่อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อส่งสัญญาณการลดการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลาย แต่การลดปริมาณการถือครองพันธบัตรรัฐบาลนั้น ธนาคารกลางต่างๆ ก็มีทางเลือกที่จะขายพันธบัตรสู่ตลาด ถือพันธบัตรจนครบกำหนดอายุ หรือออกพันธบัตรใหม่เพื่ออุดหนุนสภาพคล่อง ซึ่งทางเลือกของแต่ละธนาคารกลางขึ้นอยู่กับสถานะของตลาดการเงินนั้นๆ โดยวิธีที่เลือกจะต้องไม่ทำให้เกิดผลกระทบในแง่ความผันผวนในตลาด

มาตรการ credit easing จะสามารถถอนได้ต่อเมื่อภาวะในตลาดสินเชื่อดังกล่าวปรับตัวดีขึ้นแล้ว อย่างไรก็ตาม คาดว่าผลกระทบที่รุนแรงจากวิกฤตการเงินปัจจุบัน โดยเฉพาะผลกระทบต่อตลาด securitized products อาทิ CDOs และ MBS ทำให้ทางการยังคงต้องการให้ความช่วยเหลือผ่านมาตรการ credit easing ในระยะต่อไป

3. การสื่อสาร (Communication)

การสื่อสารเป็นส่วนสำคัญต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงวิกฤต ธนาคารกลางควรที่จะสื่อสารนโยบายให้ชัดเจนเพื่อตรึงการคาดการณ์ (Anchor Expectation) ของตลาด จากประสบการณ์ในอดีต การที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นสื่อสารอย่างชัดเจนเกี่ยวกับเงื่อนไขของการดำเนิน exit strategy ทำให้ตลาดสามารถคาดการณ์และวางแผนเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในอนาคตได้

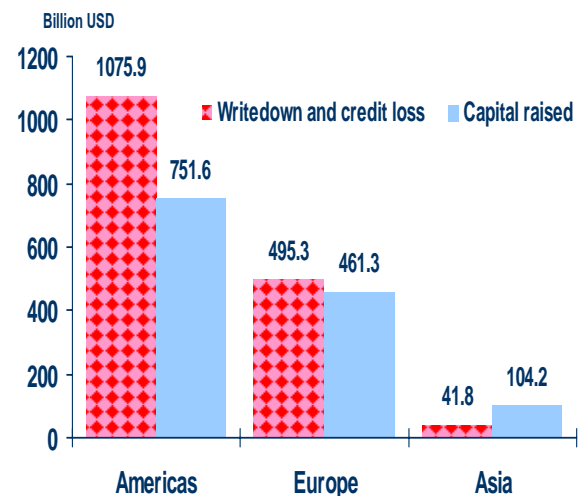
VIII. การใช้มาตรการ unconventional ในประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย

ในช่วงที่ผ่านมา ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในเอเชียมีเพียงประเทศเกาหลีใต้เท่านั้น ที่ดำเนินมาตรการ unconventional โดยจัดตั้ง กองทุน Banking Recapitalization Fund ที่เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล เพื่อช่วยเหลือสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ในประเทศที่พึ่งพิงการระดมทุน (Wholesale funding) จากต่างประเทศสูง

สำหรับประเทศอื่นๆ ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในเอเชียส่วนใหญ่ยังสามารถใช้มาตรการ conventional เพื่อรับมือกับวิกฤตครั้งปัจจุบัน โดยยังไม่มีความจำเป็นต้องใช้มาตรการ unconventional เนื่องจาก

1. สถาบันการเงินมีสินทรัพย์เสี่ยงในระบบน้อย โดยธนาคารพาณิชย์ในภูมิภาคมีการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงต่างประเทศในปริมาณที่ไม่มากนัก จากรูปที่ 10 สถาบันการเงินทั่วโลก โดยเฉพาะในสหรัฐฯ และยุโรปยังคงต้องระดมทุนเพื่อรองรับการตัดหนี้สูญ (Writedowns Credit Loss) จากสินทรัพย์เสี่ยงต่อไป แต่ผลกระทบโดยตรงของปัญหา Sub-prime ต่อสถาบันการเงินในเอเชียนั้นอยู่ในระดับต่ำ โดย ณ วันที่ 4 ก.ย. 2552 สถาบันการเงินในเอเชียตัดหนี้สูญไปแล้ว 41.8 พันล้าน ดอลลาร์ สหรัฐ. แต่สามารถระดมทุนเพิ่มแล้ว 104.2 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ.

รูปที่ 10 มูลค่าความเสียหายและการระดมทุนในตลาดการเงินต่างๆ



ที่มา: Bloomberg, 4 Sep 09.

2. ระบบสถาบันการเงินมีความแข็งแกร่งและสามารถเป็นตัวกลางที่ทำหน้าที่ส่งผ่านนโยบายการเงินได้ การเตรียมพร้อมและพัฒนาการของระบบธนาคารพาณิชย์ที่ผ่านมาทำให้ระบบมีเสถียรภาพ ทั้งนี้ สถานะของธนาคารพาณิชย์ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในเอเชียส่วนใหญ่ที่ยังคงแข็งแกร่งในวิกฤตครั้งปัจจุบัน ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการปรับโครงสร้างการบริหารความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์หลังวิกฤตการเงินปี 1997 จากตารางที่ 2 เงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงโดยรวมสูงกว่ามาตรฐานมาก⁸ สะท้อนถึงความสามารถในการขยายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในภูมิภาคที่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี นอกจากนี้ สัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Nonperforming Loans) มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง และมีการกันสำรองเพื่อรองรับหนี้เสียสูงขึ้นมา

ตารางที่ 2 สถานะของธนาคารพาณิชย์ของประเทศในภูมิภาคเอเชีย

	Nonperforming Loans to Total Loans ¹		Bank Regulatory Capital to Risk-Weighted Assets ²		Bank Provisions to Nonperforming Loans ³		Private Sector Loans to Deposit ⁴	
	2000	2008	2000	2008	2000	2008	2000	2008
China, People's Rep. of	22.4	2.5	13.5	8.2	4.7	115.3	95.2	69.6
Hong Kong, China	5.9	1.2	17.8	14.7	—	—	66.7	47.3
Indonesia	20.1	3.2	12.5	16.8	36.1	98.5	39.2	80.1
Korea, Republic of	6.6	1.2	10.5	12.7	81.8	155.4	111.5	134.1
Malaysia	9.7	2.2	12.5	12.2	57.2	88.9	108.8	92.8
Philippines	15.1	3.5	16.2	15.7	43.7	86.0	82.0	78.3
Singapore	3.4	1.4	19.6	14.3	87.2	119.9	99.7	85.3
Taipei, China	5.3	1.5	10.8	10.8	24.1	76.6	77.5	73.1
Thailand	17.7	5.3	11.9	14.1	47.2	97.9	102.3	97.7
Memo								
eurozone	—	1.5	—	7.9	—	—	135.0	138.5
Japan	5.3	1.5	11.7	12.3	35.5	24.9	58.5	73.9
United States	1.1	2.3	12.4	12.5	146.4	84.7	110.6	109.2

ที่มา: Asia Economic Monitor, Asian Development Bank, Jun 09.

3. ระบบธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องเพียงพอ โดยเครื่องชี้สภาพคล่อง คือ สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ระดมได้ (Loans to Deposit) ปรับตัวลดลงในประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาค

อย่างไรก็ตาม การใช้มาตรการ **unconventional** ในประเทศเกิดใหม่ก็อาจมีข้อจำกัดเนื่องจากปัจจัยความเสี่ยงจากภายนอก โดยหากทางการอัดฉีดสภาพคล่องในระบบให้สูงขึ้น ก็มีโอกาสที่เงินทุนอาจจะเคลื่อนย้ายออกไปยังประเทศที่มีความมั่นคงทางเศรษฐกิจสูง (Safe Haven) และอาจส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนอีกด้วย นอกจากนี้ ตลาดเงินในประเทศเกิดใหม่ที่ระดับการ

⁸ มาตรฐานสากล (BIS) สถาบันการเงินต้องมีอัตราส่วนดังกล่าวขั้นต่ำร้อยละ 8

พัฒนาต่ำกว่าในประเทศ G3 อาจเป็นข้อจำกัดต่อธนาคารกลางในแง่การขาดเครื่องมือทางการเงินในการดำเนินมาตรการ unconventional

IX. สรุป

มาตรการ unconventional คือ มาตรการที่ธนาคารกลางใช้นอกเหนือจากมาตรการปกติทั่วไป เมื่อมาตรการทั่วไปไม่เพียงพอในการช่วยพยุงเศรษฐกิจหรือช่องทางการส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ยไม่สามารถทำงานได้เต็มประสิทธิภาพ ทั้งนี้ เมื่อพิจารณามาตรการ unconventional ตามเป้าหมายแล้ว สามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภทใหญ่ๆ คือ 1) มาตรการ liquidity easing และ capital injection 2) มาตรการ credit easing และ 3) มาตรการ quantitative easing โดยรวม มาตรการ unconventional มีบทบาทสำคัญในการลดภาวะตึงตัวของสภาพคล่องในตลาดเงินระดับหนึ่ง แต่ตลาดสินเชื่อยังคงตึงตัวอยู่ เมื่อเทียบกับช่วงก่อนวิกฤต สำหรับมาตรการ quantitative easing ไม่ชัดเจนว่าช่วยให้ yield ลดลงได้อย่างมีนัย

สำหรับในระยะต่อไปนั้น ในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัว การดำเนินนโยบาย exit strategy มีความสำคัญมาก โดยธนาคารกลางควรคำนึงถึง เป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงินและการเอื้อต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ คือ ต้องระวังไม่ให้เกิดการยกเลิกมาตรการ unconventional เร็วเกินไปจนกระทบต่อการฟื้นตัว หรือซ้ำเกินไปจนกระทบความเชื่อมั่นในการดูแลเสถียรภาพด้านราคา พร้อมทั้งต้องมีกลยุทธ์ในการสื่อสารอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อทำความเข้าใจกับสาธารณชน ซึ่งจะช่วยให้สามารถออกจากการใช้มาตรการเหล่านี้ได้อย่างราบรื่น

สำหรับกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในเอเชียส่วนใหญ่ พบว่า ยังไม่มีความจำเป็นต้องใช้ มาตรการ unconventional ในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากถือสินทรัพย์เสี่ยงต่างประเทศในระดับต่ำ กอปรกับความแข็งแกร่งของระบบการเงินที่เพิ่มขึ้นภายหลังวิกฤตเอเชียในปี 1997 แต่หากจะดำเนินมาตรการ unconventional ก็ยังอาจมีข้อจำกัดเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปตลาดที่มีความมั่นคงทางเศรษฐกิจสูง (Safe haven) และเครื่องมือทางการเงินที่ไม่เพียงพอเนื่องจากระดับการพัฒนาของตลาดการเงินที่ยังไม่สูงนัก

เอกสารอ้างอิง

- Asian Development Bank (2009), “Asia Economic Monitor”, June 2009.
- Bank of England (2009), “Research and analysis Quantitative easing”, Quarterly Bulletin Q2, 2009.
- Bank of England (2009), “World Television: Quarterly Inflation Report”, August 12, 2009.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2009), “The Federal reserve’s Balance Sheet”, Speech by Ben Bernanke delivered at the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Market Symposium, North Carolina, April 3, 2009.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2009), “Monetary Policy in the Financial Crisis”, Speech by Donald Kohn delivered at the Conference in Honor of Dewey Daane, Tennessee, April 18, 2009.
- Coronado, J. and Z. Pandl (2008), “Economic focus: Quantitative easing 101”, US Economics Research, Barclays Capital, December 8, 2008.
- Deutsche Bank Research (2009), “Medium-term Inflation Risks-How Much of a Threat are they?”, June 12, 2009.
- European Central Bank (2009), “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, Speech by Lorenzo Bini Smaghi delivered at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, April 28, 2009.
- European Central Bank (2009), “The Dual Crisis: Economic Impact, Policy Response and Exit Strategy”, Speech by Lucas Papademos delivered at the High-Level Panel Debate on “Europe in the Economic and Financial Crisis: How to bring back Prosperity for Everyone?”, Athens, May 27, 2009.
- European Central Bank (2009), “The ECB’s Exit Strategy”, Speech by Jean-Claude Trichet delivered at the ECB Watchers Conference, Frankfurt, September 14, 2009.
- European Central Bank (2009), “The Role of the ECB in Financial Crisis Management”, Speech by Lucas Papademos delivered at the Conference on the Cost of the Financial Crisis: Planning an Exit Strategy, Athens, May 27, 2009.
- Global Financial Stability Report (2009), IMF, April, 2009.
- International Monetary Fund (2009), “Global Financial Stability Report”, April.
- International Monetary Fund (2009), “UK-Staff Report for the 2009 Article IV Consultation”, July.

- Input for meeting of The Monetary and Financial Stability Committee of EMEAP (2009), IMF, 2009.
- Kanno, M. (2009), “How the BOJ’s quantitative easing did and will work” Economic Research Global Data Watch, JPMorgan, January 2, 2009.
- Maeda, E., B. Fujiwara, A. Mineshima and K. Taniguchi (2005), “Japan’s Open Market Operations under the Quantitative Easing Policy”, Bank of Japan Working Paper Series, Bank of Japan, April 2005.
- Meyer, H. L. and B. P. Sack (2008), “The FED’s new policy regime” Monetary Policy Insights, Policy Focus, Macroeconomic advisers, December 19, 2008.
- McCulley, P., (2009) “The Exit Strategy: It’s About Hiking the Fed Funds Rate, Not Necessarily Soaking Up Excess Reserves”, PIMCO Global Central Bank Focus, June.
- Nielsen, J. F. (2009), “BOJ preview: Unconventional easing to be stepped up”, Flash Comment, Danske Bank, February 18, 2009.
- Shirakawa, H. and S. Ogasawara (2008), “Impact of quantitative easing”, Japan Economics Weekly Updates, Credit Suisse, November 21, 2008.
- Spiegel, M. (2001), “Quantitative easing by the Bank of Japan” FRBSF Economic Letter, No. 2001-31, November 2, 2001.
- Spilimbergo, A., S. Symansky, O. Blanchard and C. Cottarelli (2008), “Fiscal Policy for the crisis” IMF Staff Position Note, IMF, December 29, 2008.
- Stone, M., K. Ishi, and E. Yehoue (2009), “Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies: Easing or Teasing”, IMF, July 2009.
- Wong, S. (2009), “Japan-Managing a crisis: the balance sheet view”, Standard Chartered, January 9, 2009.