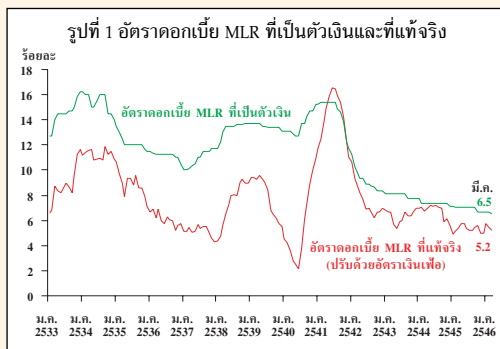


อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและการดำเนินนโยบายการเงิน

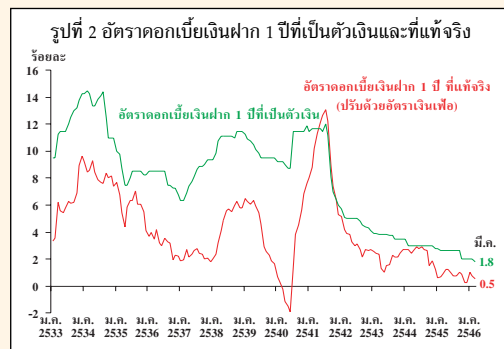
ในช่วงที่ผ่านมาธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นการชั่วคราวเพื่อกระตุ้นการขยายตัวของเศรษฐกิจ โดยปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 14 วันอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2545 จากร้อยละ 2.25 ต่อปี เป็นร้อยละ 1.75 ต่อปี ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ตามอย่างต่อเนื่อง จึงทำให้หลายฝ่ายเกิดความกังวลถึงผลกระทบต่อภาคธุรกิจ โดยเฉพาะผู้ที่พึ่งพิงรายได้จากการออมเป็นหลักอาจจะได้รับผลตอบแทนจากการออมลดลงเรื่อยๆ หากคิดในรูปของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) ดังนั้น คณะกรรมการฯ เห็นความจำเป็นที่จะต้องการสร้างความเข้าใจในข้อเท็จจริงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงคำนวณจากอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) หักด้วยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) ที่คาดการณ์ โดยอัตราเงินเฟ้อที่แท้จริงจะขึ้นอยู่กับพฤติกรรมคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของประชาชน ทั้งนี้ ในแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคของ ธปท. ได้ตั้งสมมติฐานว่ามีลักษณะที่เป็น Rational Expectations ซึ่งอาศัยข้อมูลในอดีตและการคาดการณ์ในอนาคตประกอบกัน (Forward and Backward Looking) ทั้งนี้ ธปท. ได้ใช้อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ที่ได้จากแบบจำลองนี้ในการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะเป็นการคำนวณรายรับดอกเบี้ยที่จะเกิดขึ้นและสามารถนำไปใช้จ่ายในอนาคต ดังนั้น การคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง โดยใช้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินหักด้วยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปัจจุบันจึงไม่ถูกต้องนัก

จากวิธีการคำนวณข้างต้น อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงทั้งเงินฝากและเงินให้กู้มีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ต้นปี 2542 เป็นต้นมา โดย ณ เดือนมีนาคม 2546 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริงอยู่ที่ร้อยละ 0.5 ต่อปี ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่แท้จริงอยู่ที่ร้อยละ 5.2 ต่อปี ทั้งนี้ มีข้อสังเกตว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริงอยู่ในระดับต่ำกว่าจุดต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2533 (ไม่รวมช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540) ที่อยู่ที่ร้อยละ 1.1 ต่อปี ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ยังอยู่ในระดับที่สูงกว่าจุดต่ำสุดในช่วงเดียวกัน



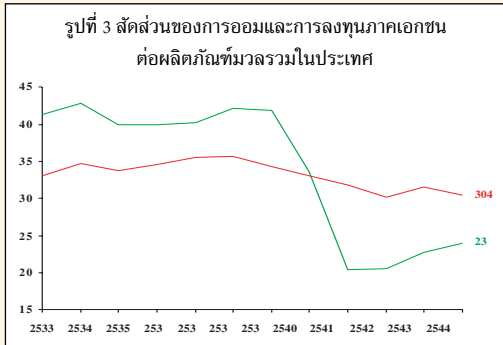
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



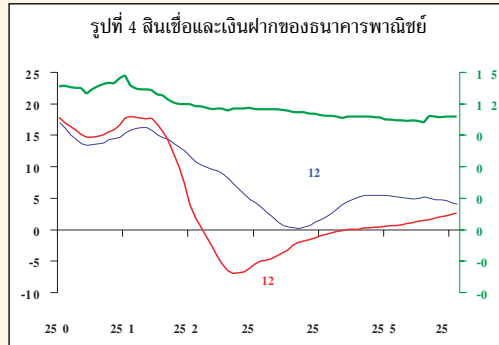
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

สาเหตุหลักที่กดดันให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยลดลงอย่างต่อเนื่องนั้น เกิดจากเศรษฐกิจไทยมีระดับการใช้จ่ายในการลงทุนลดลงในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 เนื่องจากโครงการการลงทุนต่างๆ ลดลงอย่างรวดเร็ว จากการที่นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนเฉพาะในโครงการที่ได้รับผลตอบแทนที่ดีเท่านั้น ทำให้ความต้องการเงินทุนหรืออุปสงค์ของเงินทุนลดลง พิจารณาจากสัดส่วนการลงทุนในประเทศต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ที่ลดลงอย่างรวดเร็วจากระดับมากกว่าร้อยละ 40 ของ GDP ก่อนปี 2540 เหลือเพียงประมาณร้อยละ 25 ของ GDP ในปัจจุบัน ในขณะที่พฤติกรรมออมของประชาชนยังคงค่อนข้างคงที่ พิจารณาจากสัดส่วนการออมในประเทศต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศค่อนข้างทรงตัว ทำให้อุปทานของเงินทุนที่ยังคงมีอยู่มากเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งซึ่งกดดันให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ ระบบสถาบันการเงินที่ประสบปัญหาไม่สามารถปล่อยสินเชื่อ

ที่เป็นแหล่งรายได้หลักได้ ทำให้ไม่สามารถเสนอผลตอบแทนของเงินฝากได้ในระดับที่สูง ในขณะที่ประชาชนยังคงไม่เลือกลงทุนในสินทรัพย์อื่นนอกเหนือจากเงินฝาก ส่วนหนึ่งเนื่องจากไม่มีทางเลือกในการออมที่มีความหลากหลายเพียงพอ ส่งผลให้สภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นต่อเนื่องและเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่กดดันให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลง



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจึงเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดพฤติกรรมการออมและการใช้จ่ายของประชาชน ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อประชาชนผู้ออม 2 ด้านด้วยกัน กล่าวคือ 1) ผลกระทบด้านราคา (Price Effect) การลดลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะทำให้การออมของประชาชนโดยทั่วไปลดลง และเพิ่มการใช้จ่ายมากขึ้น หรือบางส่วนอาจจะหันไปออมในตราสารทางการเงินประเภทอื่น เช่น ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ หรือตลาดหุ้น เป็นต้น 2) ผลกระทบด้านรายได้ (Income Effect) สำหรับประชาชนที่พึ่งพารายได้จากดอกเบี้ยหรือเป็นผู้ออม การลดลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงทำให้รายได้ลดลง ซึ่งมีผลทำให้การใช้จ่ายลดลง แต่ในแง่ของผู้กู้ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ลดลงนั้น จะทำให้ผู้กู้มีภาระจ่ายดอกเบี้ยลดลง ทำให้ครัวเรือนและธุรกิจที่เป็นผู้กู้มีรายได้มากขึ้น ผลกระทบทางรายได้จากการที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงจึงแตกต่างกันไปสำหรับผู้กู้และผู้ออม ที่ผ่านมาพิจารณาจากอัตราการขยายตัวของยอดขายรถยนต์ รถจักรยานยนต์ รวมทั้งสินเชื่อประเภทอุปโภคบริโภคที่ขยายตัวต่อเนื่อง นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับต่ำยังอาจสนับสนุนให้ผู้ฝากหันไปแสวงหาทางเลือกในการลงทุนอื่น ซึ่งในที่สุดจะเป็นการเพิ่มราคาของสินทรัพย์ และสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ รวมทั้งเพิ่มความมั่งคั่ง (Wealth) ของผู้บริโภคอีกด้วย

ในส่วนของกรณีดำเนินนโยบายการเงิน อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงทำหน้าที่เป็นกลไกที่สำคัญประการหนึ่งของกลไกส่งผ่านนโยบายการเงิน ในกรณีที่การปรับตัวของราคาเป็นไปอย่างช้าๆ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในระยะสั้น จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันเป็นการชั่วคราว ซึ่งจะมีผลต่อการตัดสินใจในการบริโภคและการลงทุน แต่หากกรณีที่ระดับราคาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงเสมือนกับเป็นการผ่อนคลายนโยบายการเงินโดยปริยาย ดังนั้น จึงมีความจำเป็นที่ธนาคารกลางต้องติดตามความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เพื่อช่วยในการประเมินทิศทางนโยบายการเงินที่เหมาะสมต่อไป

โดยสรุป อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมิใช่จะสะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศเพียงอย่างเดียว แต่ยังคงแสดงถึงระดับคุณภาพที่สอดคล้องกับเสถียรภาพและศักยภาพการขยายตัวของเศรษฐกิจด้วย กล่าวคือ ในช่วงเศรษฐกิจขยายตัว การขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้การลงทุนและการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคปรับลดลง ในขณะที่ในช่วงเศรษฐกิจหดตัวจะเกิดผลในทางกลับกัน