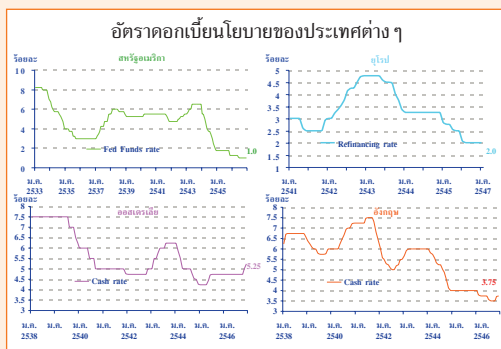
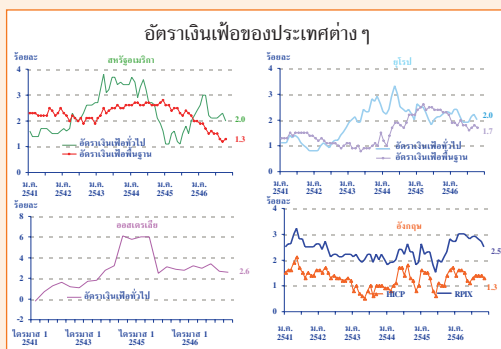


## ทิศทางอัตราดอกเบี้ยโลก

ทิศทางอัตราดอกเบี้ยโลกนับเป็นประเด็นเศรษฐกิจที่สำคัญประการหนึ่งที่คณะกรรมการฯ พิจารณาว่าจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป อัตราดอกเบี้ยเริ่มแสดงแนวโน้มขาขึ้นในบางประเทศในไตรมาสสุดท้ายของปี 2546 โดยธนาคารกลางอังกฤษได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 0.25 ต่อปี ในขณะที่ธนาคารกลางออสเตรเลียปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยขึ้น 2 ครั้ง ๆ ละร้อยละ 0.25 ต่อปี ส่วนอัตราดอกเบี้ยของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก โดยส่วนใหญ่คาดว่าจะได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ดังนั้นการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศในระยะต่อไปน่าจะมีแนวโน้มขาขึ้นจากผลของภาวะเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ทั้งนี้อาจส่งผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวน ทั้งจากการคาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยและทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุน



ที่มา: Bloomberg



ที่มา: Bloomberg

ในขณะนี้หมดไป อัตราเงินเฟ้ออาจปรับสูงขึ้นไปอีก นอกจากนี้ สินเชื่อที่ยังขยายตัวสูงที่ร้อยละ 14 โดยเฉพาะสินเชื่อภาคครัวเรือนขยายตัวถึงร้อยละ 20 ซึ่งสูงกว่าการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ ส่งผลให้ธนาคารกลางออสเตรเลียปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่อง 2 ครั้งติดต่อกันเพื่อควบคุมไม่ให้สินเชื่อขยายตัวเร็วเกินไปและลดแรงกดดันของอัตราเงินเฟ้อ

สำหรับธนาคารกลางอังกฤษ สาเหตุของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเนื่องมาจากการที่เศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้น และสินเชื่อขยายตัวอย่างมาก โดยเฉพาะสินเชื่อในตลาดที่อยู่อาศัย ซึ่งส่งผลให้แรงกดดันด้านเงินเฟ้อค่อย ๆ เพิ่มขึ้น โดยอัตราเงินเฟ้อในช่วงที่ธนาคารกลางอังกฤษตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ร้อยละ 2.7 (ค.ค. 2546) ซึ่งสูงเกินกว่าอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย RPIX (Retail Prices Index Excluding Mortgage Interest Payments) ที่ร้อยละ 2.5

การที่ประเทศต่างๆ จะพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายย่อมขึ้นอยู่กับภาระเร่งตัวของเศรษฐกิจในประเทศ และความเสี่ยงที่การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นในอนาคต โดยมีตัวชี้วัดความรุนแรงของเศรษฐกิจ อาทิ อัตราการใช้กำลังการผลิต แนวโน้มการลงทุนภาคเอกชน ภาวะสภาพคล่องการขยายตัวของสินเชื่อ อัตราแลกเปลี่ยน และราคาสินทรัพย์ เป็นต้น

ในกรณีของธนาคารกลางออสเตรเลีย แม้ว่าผลของอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นจะทำให้อัตราเงินเฟ้อลดต่ำลงมาอยู่ในระดับที่เข้าใกล้กึ่งกลางของระดับเป้าหมายที่ร้อยละ 2.5 ต่อปี แต่คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากการที่อุปสงค์และตลาดแรงงานขยายตัวอย่างต่อเนื่อง กอปรกับราคาสินทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น อีกทั้งมีแรงกดดันด้านราคาของ Non-tradable Sector ที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น ธนาคารกลางออสเตรเลียพิจารณาว่าหากผลของอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นอยู่

อย่างไรก็ตาม เมื่อวันที่ 10 ธันวาคม 2546 ธนาคารอังกฤษได้เปลี่ยนเป้าหมายเงินเฟ้อจาก RPIX มาเป็น Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) ที่ร้อยละ 2 และกำหนด band +/- ร้อยละ 1 ซึ่งเป็นอัตราเงินเฟ้อที่ไม่รวมราคาที่อยู่อาศัย แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อ HICP จะยังอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมาย แต่ธนาคารกลางอังกฤษอาจปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยขึ้นได้อีกในระยะต่อไป เนื่องจากการคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้นจากการที่อุปสงค์ปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม การแข็งค่าขึ้นอย่างมาก ของปอนด์สเตอร์ลิง ในช่วงที่ผ่านมา จะช่วยลดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ ซึ่งจะทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยไม่เร็วจนเกินไปนัก

#### แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของประเทศอุตสาหกรรมหลักและประเทศในภูมิภาค

อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เป็นตัวแปรด้านต่างประเทศที่คณะกรรมการฯ ต้องคาดการณ์ทิศทางล่วงหน้าไป 8 ไตรมาส เพื่อใช้ในการประมาณการเศรษฐกิจและแนวโน้มเงินเฟ้อจากแบบจำลอง แม้ว่าคณะกรรมการฯ ใช้ข้อสมมติว่าอัตราดอกเบี้ย Fed Funds อยู่ที่ร้อยละ 1 ต่อปี ไปจนถึงกลางปี 2547 ก่อนที่จะปรับขึ้นต่อเนื่อง จากการที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ทว่าวิเคราะห์บางรายคาดว่าสหรัฐฯ จะคงอัตราดอกเบี้ยต่ำไปจนถึงปี 2548 หรือนานกว่านั้น เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในเดือนพฤศจิกายน 2546 อยู่ที่ร้อยละ 1.1 ทั้งนี้ สาเหตุที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำเนื่องจากผลผลิตภาพ (Productivity) ของแรงงานปรับตัวดีขึ้นในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ส่งผลให้ Potential Output ปรับดีขึ้นและต้นทุนการผลิตปรับลดลง ทำให้ระดับราคาโดยรวมลดลง นอกจากนี้ ปัญหาการว่างงานที่ยังอยู่ในระดับสูงยังคงเป็นข้อจำกัดในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน ทำให้อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำต่อไป เนื่องจากภาคธุรกิจไม่สามารถปรับเพิ่มราคาสินค้าได้ มีผลให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยังคงต้องรักษาอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำต่อไปอีกระยะหนึ่ง เพื่อสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ และรักษาไม่ให้อัตราเงินเฟ้อลดต่ำลงไปกว่านี้ นอกจากนี้ ยังมีความเห็นว่าหากธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วเกินไป อาจทำให้เศรษฐกิจที่กำลังฟื้นตัวชะลอตัวได้

ในส่วนของทิศทางอัตราดอกเบี้ยของกลุ่มประเทศยุโรป นักวิเคราะห์คาดว่าธนาคารกลางกลุ่มประเทศยุโรป (ECB) จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ร้อยละ 2 ต่อไปอีกระยะหนึ่ง ทั้งนี้ แม้ว่าเศรษฐกิจกลุ่มประเทศยุโรปจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ก็ยังเป็นไปอย่างช้าๆ โดยผู้บริหารของ ECB ยืนยันว่าแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบันเหมาะสมแล้ว นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงเป้าหมายที่ร้อยละ 2 ประกอบกับค่าเงินยูโรที่แข็งค่าขึ้นมาก โดยในช่วง 1 ปีที่ผ่านมาค่าเงินยูโรแข็งค่าขึ้นถึงร้อยละ 17 ช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม หากค่าเงินยูโรยังมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น จนเป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวที่ประปราย อาจมีความเป็นไปได้ที่ ECB อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ย

สำหรับญี่ปุ่น ก็ดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นเพิ่มขึ้น จากการแข็งค่าขึ้นของเงินเยน ในขณะที่แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของประเทศในภูมิภาคเอเชีย คาดว่ายังคงอยู่ในระดับต่ำ แม้ว่าเศรษฐกิจเอเชียจะมีทิศทางขยายตัวดีขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจโลก แต่ยังคงไม่มีแรงกดดันด้านราคา อัตราเงินเฟ้อของประเทศในเอเชียเกือบทุกประเทศมีแนวโน้มชะลอลงนับตั้งแต่ต้นปี ยกเว้นจีนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยอัตราเงินเฟ้อของประเทศจีน เกาหลี และไต้หวัน ในปี 2546 อยู่ในระดับเฉลี่ยประมาณร้อยละ 1-2 ในขณะที่ฮ่องกงยังคงอยู่ในภาวะเงินฝืดต่อเนื่องมาเกือบ 5 ปี ในส่วนของ สิงคโปร์ และมาเลเซีย อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำเช่นกัน โดยอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าร้อยละ 2

เศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวและมีอัตราขยายตัวที่เร่งขึ้นนี้ นับเป็นความท้าทายของการดำเนินนโยบายการเงิน ปกติผลของนโยบายต้องใช้เวลาในการส่งผ่าน ความสำเร็จของผู้บริหารนโยบายการเงินจึงอยู่ที่ความสามารถที่จะมองไปข้างหน้าว่าภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและการเงินในปัจจุบัน มีปัจจัยหรือความเสี่ยงใดบ้างที่อาจมีผลให้เกิดอัตราเงินเฟ้อเร่งขึ้นในอนาคต และดำเนินนโยบายโดยมีจุดยืนที่ระมัดระวังมิให้เงินเฟ้อเกิดขึ้นได้อีกในอนาคต ดังนั้น คณะกรรมการฯ มีความเห็นว่าการเลือกเวลาที่เหมาะสมในการปรับแนวนโยบายการเงิน เพื่อให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพ รวมทั้งการเตรียมตลาดให้มีการปรับตัวล่วงหน้าต่อการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเป็นสิ่งจำเป็น