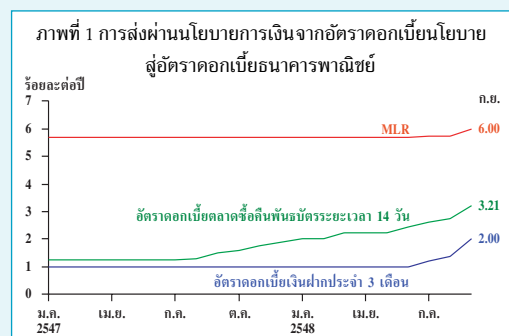


## การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย

ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน คือ ความสามารถในการส่งผ่านจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ผลิตภัณฑ์มวลรวม ซึ่งจะส่งผลไปสู่อัตราเงินเฟ้อในประเทศในที่สุด กระบวนการส่งผ่านดังกล่าวเริ่มจากธนาคารกลางประกาศปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและบริหารสภาพคล่องในตลาดเงินเพื่อให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับนโยบาย กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินดังกล่าวจะผ่านช่องทางต่าง ๆ อาทิ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน ช่องทางราคาสินทรัพย์ และช่องทางการคาดการณ์ (รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับช่องทางต่าง ๆ อ่านได้จากรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อเดือนตุลาคม 2547)

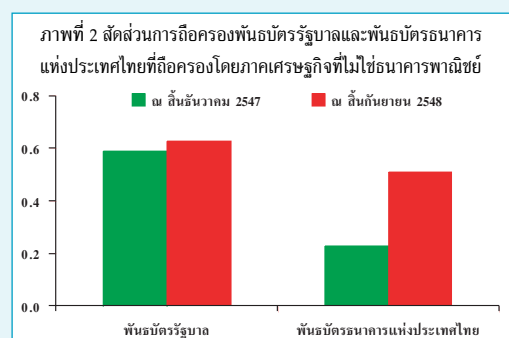
### การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยในกรณีประเทศไทย

ช่องทางอัตราดอกเบี้ยเป็นช่องทางที่สำคัญในการส่งผ่านนโยบายการเงินสำหรับเศรษฐกิจไทย เนื่องจากภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจยังพึ่งพาธนาคารพาณิชย์เป็นหลักในการกู้ยืมเพื่อใช้จ่ายและการลงทุน ซึ่งกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยสามารถอธิบายได้ดังนี้ กล่าวคือ เมื่อธนาคารกลางปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (1) อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินจะปรับสูงขึ้นผ่านการดำเนินการผ่านตลาดเงินของธนาคารกลาง (2) โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยแบบมีระยะเวลา (Term Structure of Interest Rates) จะปรับตามการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต (3) อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์จะปรับสูงขึ้นตามโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยแบบมีระยะเวลา และ (4) อัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่แท้จริงจะปรับสูงขึ้น เนื่องจากในระยะสั้นมีความหนักของระดับราคา โดยการเปลี่ยนแปลงสุดท้ายนี้จะส่งผลให้ภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจชะลอการบริโภคและการลงทุนตามต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) ที่สูงขึ้น



หมายเหตุ: อัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์เฉลี่ยธนาคารขนาดใหญ่ 4 แห่ง  
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ดอกเบี้ยนโยบายอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งน่าจะนำไปสู่การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่เร็วขึ้น สำหรับปัจจัยที่ทำให้กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยเริ่มปรับดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมาสรุปได้ดังนี้



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

การส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์นั้นค่อนข้างใช้เวลาในช่วงที่ผ่านมา ภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่าแม้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือนสิงหาคม 2547 แต่อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์เริ่มปรับขึ้นในเดือนพฤษภาคม 2548 โดยสาเหตุที่ธนาคารพาณิชย์ใช้เวลานานในการตอบสนองต่อการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นผลจากสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินที่ยังคงมีอยู่มาก ซึ่งเป็นผลต่อเนื่องมาจากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 อย่างไรก็ดี ในเดือนกันยายน 2548 ธนาคารพาณิชย์เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ปัจจัยแรกเป็นผลจากการที่ภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจย้ายเงินออมออกจากธนาคารพาณิชย์ และจากการที่ธนาคารพาณิชย์บางแห่งต้องการระดมเงินฝากในอัตราที่เร่งขึ้น ในส่วนของปริมาณเงินฝากที่ชะลอลงนั้น เนื่องจากภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจได้มีการย้ายเงินฝากจากธนาคารพาณิชย์ไปยังทางเลือกอื่นในการออม ( อาทิ พันธบัตรรัฐบาล) ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากซึ่งอยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอด ภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของการถือครองพันธบัตรรัฐบาล

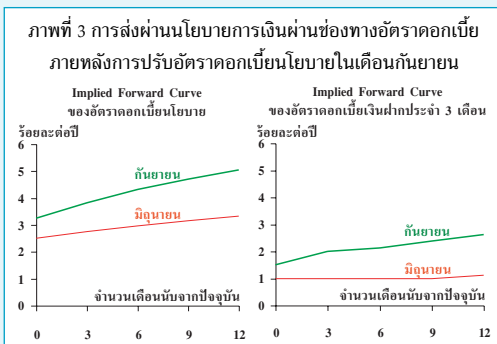
และโดยเฉพาะพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย โดยภาคเศรษฐกิจที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์นั้น ได้เพิ่มขึ้นมากนับจากสิ้นปี 2547 ถึง ณ สิ้นเดือนกันยายน 2548

ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ถึงแม้ว่าโดยภาพรวมสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินยังอยู่ในระดับสูง แต่ธนาคารพาณิชย์ขนาดกลางและเล็กบางแห่งที่มีสภาพคล่องส่วนเกินต่ำต้องเริ่มระดมเงินฝากเพิ่มขึ้น เพื่อรองรับการขยายตัวของสินเชื่อสำหรับการลงทุนที่มีแนวโน้มสูงขึ้นในอนาคต ทำให้ธนาคารขนาดใหญ่บางแห่งที่แม้จะมีสภาพคล่องส่วนเกินเหลืออยู่ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในที่สุด มิฉะนั้นอาจจะเสียลูกค้าให้กับธนาคารที่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากไปก่อนหน้า ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ความต้องการระดมทุนของภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยแบบมีระยะเวลาในตลาดการเงินที่ได้ปรับตัวสูงขึ้นไปก่อนหน้านี้ ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้โดยไม่มีผลกระทบต่อเรื่องของการเสียลูกค้าอย่างมีนัยสำคัญ โดยรวมแล้ว ความหนักของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ที่มีแนวโน้มลดลงนี้ จะนำไปสู่การส่งผ่านนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้นกว่าเดิม

ปัจจัยที่สองที่ส่งผลให้การส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ปรับดีขึ้น เป็นผลจากกลยุทธ์ของธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากขณะนี้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในทิศทางขาขึ้นตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ส่งสัญญาณมาโดยตลอด ธนาคารพาณิชย์สามารถที่จะคงต้นทุนในการจ่ายดอกเบี้ยเงินฝากได้โดยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ณ วันนี้เพื่อดึงดูดลูกค้า แทนที่จะรอให้อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นต่อไปอีก แล้วจึงจะมาแข่งขันขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อขยายฐานเงินฝากแต่ด้วยต้นทุนที่สูงกว่า

#### การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายล่าสุด

ปัจจัยสำคัญที่อธิบายถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มร้อยละ 0.50 ต่อปีและส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่สนองตอบอย่างรวดเร็วคือการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์เกี่ยวกับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตที่จะเป็นไปได้ในอัตราที่เร่งขึ้น



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

อนึ่ง ลักษณะที่เป็นพลวัตมากขึ้นของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์โดยรวมมีความเสี่ยงมากขึ้นจากการสูญเสียฐานเงินฝากให้แก่หลักทรัพย์ตราสารหนี้ โดยเฉพาะกรณีที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วกว่าค่าประมาณการกลางที่แสดงโดย Implied Forward Curves ในภาพที่ 3

\* อัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ที่นำมาเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย คือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ซึ่งมีอายุที่ใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะเวลาราว 14 วันมากที่สุด