

อัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral Real Interest Rate)

Neutral Real Interest Rate (NRIR) ซึ่งมีพื้นฐานความคิดจาก Knut Wicksell (ค.ศ. 1851-1926) คือ ระดับอัตราดอกเบี้ยที่จะรักษาอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจตามศักยภาพในระยะยาว และรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและมีเสถียรภาพ

หากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง¹ ในปัจจุบันต่ำกว่า NRIR สะท้อนว่า นโยบายการเงินมีลักษณะผ่อนคลาย ส่งผลกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัวและอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้น แต่หากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในปัจจุบันสูงกว่า NRIR สะท้อนว่า นโยบายการเงินมีลักษณะเข้มงวดส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวและอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลง ดังนั้น NRIR จึงอาจใช้เป็นเครื่องมือในการพิจารณาทิศทางนโยบายการเงินในระยะยาวหนึ่ง ๆ ได้

อย่างไรก็ดี การคำนวณหา NRIR อาจทำได้หลายวิธี ซึ่งใช้สมมติฐานที่แตกต่างกัน ทำให้ผลที่ได้มีค่าแตกต่างกันออกไป จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าวิธีใดเป็นวิธีที่ถูกต้องที่สุด นอกจากนี้ NRIR อาจเปลี่ยนแปลงได้เมื่อเวลาผ่านไป เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อม ดังนั้นจึงมักจะแสดงเป็นค่าประมาณในช่วงกว้าง ๆ เพื่อใช้เป็นเกณฑ์ประกอบการพิจารณาว่าระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่สะท้อนนโยบายการเงินที่เข้มงวดหรือผ่อนคลายสำหรับภาวะเศรษฐกิจ ณ ช่วงเวลาหนึ่ง ๆ

ตัวอย่างการคำนวณหา NRIR ของสหรัฐฯ

ธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ต่อเนื่องมาแล้วถึง 15 ครั้งนับจากเดือนมิถุนายน 2547 โดยปรับขึ้นครั้งละร้อยละ 0.25 ต่อปี รวมเป็นการปรับขึ้นร้อยละ 3.75 ต่อปี ซึ่งนับเป็นการปรับขึ้นต่อเนื่องที่มากที่สุด หลังจากที่เคยปรับขึ้นถึงร้อยละ 3.25 ต่อปี ในช่วงปี 2531-2533 โดยล่าสุดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ปรับขึ้นไปอยู่ที่ร้อยละ 4.75 ต่อปีในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) เมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2549

จากที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ไปมากแล้ว ทำให้เริ่มมีการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ อาจยุติการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเร็ว ๆ นี้ โดยอาจมีการปรับขึ้นอีก 1-2 ครั้งเท่านั้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ในปัจจุบันน่าจะเข้าใกล้ระดับ Neutral Rate แล้ว ซึ่ง Janet Yellen ผู้ว่าการของ Federal Reserve Bank of San Francisco และกรรมการ FOMC ได้กล่าวถึง “3.5-5.5 percent neutral zone” หรือ อัตราดอกเบี้ย Fed Funds ที่ทำให้เงินเป็นกลางและเอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในระยะยาว²

ทั้งนี้ ในกรณีของสหรัฐฯ ได้มีการศึกษาเพื่อหา NRIR โดยวิธีต่าง ๆ อาทิ

1. การประมาณด้วยวิธีการทางสถิติ (Simple Statistical Approach)³ โดยอาศัยสมมติฐานว่า NRIR คือ แนวโน้ม (Trend) ของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และพบว่าในช่วงหลังปี 2543 เป็นต้นมา Trend นี้ต่ำลงเข้าใกล้ศูนย์ซึ่งหากคิดกลับเป็นอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Rate) โดยการปรับด้วยการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา ซึ่งพิจารณาจาก Personal Consumption Expenditure (PCE) Deflator (ประมาณร้อยละ 3.0) จะได้ค่าของ Neutral Nominal Fed Funds Rate ปัจจุบันที่ประมาณร้อยละ 3.0

¹ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (real interest rate) โดยทั่วไปจะใช้อัตราดอกเบี้ยที่เป็น nominal หักด้วยอัตราเงินเฟ้อ เพื่อสะท้อนผลตอบแทนที่แท้จริง

² สุนทรพจน์ในงาน Salt Lake City Community Leaders Luncheon ที่มลรัฐ Utah เมื่อวันที่ 18 ตุลาคม 2548

³ Wu, T. (2005), “Estimating the “Neutral” Real Interest Rate in Real Time”, Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Letter*, No. 2005-27.

อย่างไรก็ดี วิธีนี้อาจเหมาะสำหรับช่วงเวลาที่ยอดตราดอกเบี้ยที่แท้จริงผันผวนน้อย โดยจะมีความคลาดเคลื่อนสูงหากเป็นช่วงที่อัตรา การขยายตัวทางเศรษฐกิจ หรืออัตราเงินเฟ้อมีการเปลี่ยนแปลงมาก ทั้งนี้ ในช่วงหลังปี 2547 เป็นต้นมา อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ มีแนวโน้ม สูงขึ้นจึงอาจเป็นไปได้ที่ค่าประมาณของ Neutral Nominal Fed Funds Rate ตามวิธีนี้ที่ร้อยละ 3 ต่อปี อาจต่ำกว่าที่ควรจะเป็น นอกจากนี้ การ วิเคราะห์โดยวิธีนี้ได้คำนึงถึงความสัมพันธ์ระหว่าง NRIR และภาวะเศรษฐกิจ เช่น Output Gap อัตราเงินเฟ้อ และอัตราการว่างงาน ซึ่งเป็น ปัจจัยสำคัญในคำนิยามของ NRIR

2. การประมาณด้วยเส้นผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่ผูกกับอัตราเงินเฟ้อ⁴ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะยาวในอนาคต (ประมาณ 10-30 ปีข้างหน้า) ที่คำนวณได้จากผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่ผูกกับอัตราเงินเฟ้อ (Inflation-indexed Government Securities) เป็นตัวประมาณการของ NRIR เพราะสะท้อนทัศนคติของนักลงทุนในตลาดที่เห็นว่าคุณภาพของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในระยะยาวควรอยู่ใน ระดับใด จากการศึกษาดังกล่าวให้ค่า NRIR ที่ร้อยละ 3.86 ต่อปี สำหรับปี 2543 ซึ่งหากใช้สมมติฐานอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยที่ประมาณร้อยละ 3.4 ในปีดังกล่าวจะให้ค่า Neutral Nominal Fed Funds Rate ที่ร้อยละ 7.2 ต่อปี (อัตราดอกเบี้ย Fed Funds ณ สิ้นปี 2543 อยู่ที่ร้อยละ 6.5 ต่อปี) ทั้งนี้ ยังไม่มีการศึกษาต่อเนื่องถึงปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม วิธีนี้มีข้อด้อยที่สำคัญ คือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะสั้นในอนาคตที่คำนวณได้นั้น รวมค่า Risk Premium และ Liquidity Premium เข้าไว้ด้วย ดังนั้น ค่าที่ได้จึงมีระดับสูงกว่าค่าที่สะท้อนการคาดการณ์จากพื้นฐานของปัจจัย ทางเศรษฐกิจตามคำนิยามของ NRIR

3. การประมาณด้วยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (Structural Macroeconomic Modelling Techniques)⁵ การศึกษาของ Laubach and Williams (2003) อาศัยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคซึ่งประกอบด้วยสมการ 3 สมการตามทฤษฎี ได้แก่ (1) IS Equation เชื่อมโยง Output Gap กับ NRIR (2) Phillips Curve เชื่อมโยงเงินเฟ้อกับ Output Gap และ (3) สมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง NRIR และแนวโน้ม การขยายตัวทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้การประมาณการจากแบบจำลองนี้พบว่า NRIR ในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา มีค่าระหว่างร้อยละ 2-4 ต่อปี

สำหรับในช่วงต้นปี 2548 NRIR อยู่ที่ประมาณร้อยละ 2.25 ต่อปี ซึ่งหากปรับด้วย PCE Deflator เฉลี่ยของปี 2548 ที่ร้อยละ 2.75 จะได้ค่าของ Neutral Nominal Fed Funds Rate ที่ประมาณร้อยละ 5.0 ต่อปี วิธีนี้มีข้อดี คือ การใช้แบบจำลองและตัวแปร เศรษฐกิจเพื่อคำนวณหาค่า Neutral Real Interest Rate แต่การประมาณการค่อนข้างซับซ้อนและขึ้นอยู่กับสมมติฐานที่ใช้

ข้อควรระวังในการใช้ Neutral Real Interest Rate

ปัญหาที่สำคัญของการประมาณ NRIR ได้แก่ (1) การเปลี่ยนแปลงของข้อมูล ทั้งจากข้อมูลที่มีเพิ่มขึ้นมาใหม่และการปรับตัวเลข ย้อนหลัง ซึ่งจะทำให้ผลที่ได้เปลี่ยนแปลงไป และ (2) ความไม่แน่นอนในการจัดทำแบบจำลอง เนื่องจากแบบจำลองเศรษฐกิจอาจมีได้หลายแบบ ขึ้นอยู่กับวิธีการประมาณการและสมมติฐานที่ใช้ ซึ่งการนิยามแบบจำลองที่ต่างกันก็ให้ผลที่ต่างกัน

จะเห็นได้ว่า แนวความคิดของ NRIR ในระยะกลางเป็นประโยชน์ เพื่อใช้อ้างอิงในการดำเนินนโยบายทางการเงินในทางทฤษฎี แต่ทางปฏิบัติ ความเข้าใจในความหมายของ NRIR ยังมีหลากหลายและไม่เป็นมาตรฐานเดียวกัน ดังนั้น จึงต้องใช้ด้วยความระมัดระวัง โดยพิจารณาประกอบกับปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ โดยเฉพาะภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน แนวโน้ม และความเสี่ยงในอนาคต

⁴ Bomfirm, A.N. (2001), "Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What Can We Learn from Yields on Indexed Bonds?", Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, No. 2001-53.

⁵ Laubach, T. and J.C. Williams (2003), "Measuring the Natural Rate of Interest", The Review of Economics and Statistics, Vol. 85(4), pp. 1063-1070.