

ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยต่ออัตราแลกเปลี่ยน

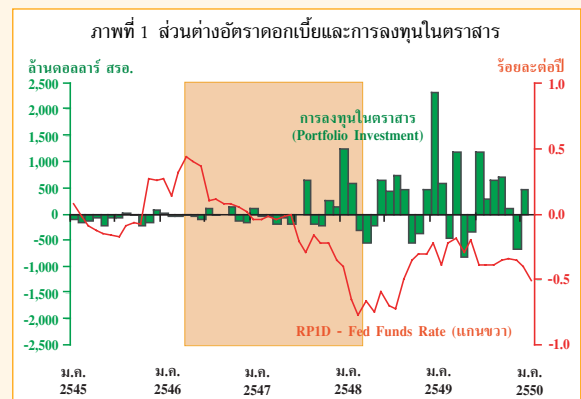
เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปีที่ผ่านมาทำให้เกิดความกังวลว่าอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของภาคการส่งออกซึ่งเป็นกำลังขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในขณะนี้ ความกังวลดังกล่าวได้นำไปสู่การนำมาตรการต่างๆ มาใช้เพื่อชะลอการแข็งค่าขึ้นของเงินบาท นอกจากนี้ สาธารณชนยังได้กล่าวถึงการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งเชื่อว่าจะเป็นอีกวิธีหนึ่งที่จะช่วยให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงได้ ผ่านส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของไทยและต่างประเทศที่ลดลง อันจะส่งผลให้เงินทุนบางส่วนไหลออกไปต่างประเทศเพื่อรับผลตอบแทนที่ดีกว่า และเมื่อเงินทุนไหลออกไปก็จะกดดันให้เงินบาทอ่อนค่าลง

อย่างไรก็ดี การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อค่าเงินได้จริงหรือไม่ขึ้นอยู่กับการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย 2 ประการ คือ (1) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต้องส่งผลกระทบต่อราคาย้ายของเงินทุน และ (2) การเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการเคลื่อนไหวในอัตราแลกเปลี่ยน

บทความในกรอบนี้ต้องการวิเคราะห์ว่าเงื่อนไขทั้ง 2 ประการข้างต้นเป็นจริงหรือไม่ในกรณีของประเทศไทย ซึ่งจะนำไปสู่บทสรุปว่าการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะมีประสิทธิผลในการช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและการเคลื่อนย้ายของเงินทุน

ตามทฤษฎี เงินทุนเคลื่อนย้ายจะหาผลตอบแทนที่สูงที่สุดในระยะที่ผ่านมาส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีผลเพียงบางส่วนต่อการเคลื่อนย้ายของเงินทุน จากภาพที่ 1 จะเห็นได้ว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจากค่าเฉลี่ยร้อยละ 0.20 ในปี 2546 เป็นร้อยละ -0.56 ในปี 2548 ตามวัฏจักรดอกเบี้ยที่ให้อัตราดอกเบี้ย Fed Funds โดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นมากกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนระยะ 1 วัน แต่ส่วนต่างที่ลดลงนี้ไม่ได้ทำให้เงินทุนไหลออกมากขึ้น แต่กลับทำให้เงินทุนไหลเข้ามาเพิ่มขึ้นจากเงินทุนไหลออก^{1/} จำนวน 0.2 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ ในปี 2546 เป็นเงินทุนไหลเข้าจำนวน 2.6 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ ในปี 2548 ซึ่งช่วงที่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไม่ใช่ปัจจัยเดียวที่นักลงทุนให้ความสำคัญ



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ปัจจัยอื่นที่สำคัญต่อเงินทุนเคลื่อนย้าย คือ ความเชื่อมั่นและความเสี่ยง ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือการที่นักลงทุนต่างประเทศโยกย้ายการถือครองสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่กลับไปถือครองสินทรัพย์ในตลาดหลักทั้งที่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่าง 2 ตลาดไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ หรือที่เรียกกันว่าภาวะ Emerging Market Risk Aversion^{2/} ดังเช่นที่เกิดขึ้นเมื่อกลางปี 2549 และต้นปี 2550

ปัจจัยที่สำคัญอีกประการ คือ การคาดการณ์ด้านอัตราแลกเปลี่ยน เพราะนอกจากผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยแล้ว การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินก็มีส่วนกำหนดต่อผลตอบแทนการลงทุนด้วย ดังนั้น หากนักลงทุนคาดว่าเงินสกุลใดสกุลหนึ่งจะแข็งค่าขึ้นมาก ซึ่งอาจจะเป็นเพราะพื้นฐานเศรษฐกิจที่ดี หรือแรงกดดันจากการเก็งกำไรค่าเงิน เป็นต้น ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินสกุลนั้นจะต่ำ แต่หากเงินสกุลนั้นแข็งค่าขึ้นมากจริง การลงทุนในสินทรัพย์สกุลดังกล่าวก็อาจจะยังน่าสนใจเมื่อเทียบกับการลงทุนในสินทรัพย์สกุลอื่น ในกรณีของเงินบาทจะเห็นช่องทางการทำกำไรได้อย่างชัดเจน ตัวอย่างเช่น ในเดือนมกราคม 2549 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นของไทยและสหรัฐฯ อยู่ที่ร้อยละ 3.93 และ 4.34 ตามลำดับ หากนักลงทุนใช้เงิน 1 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ มาลงทุนในไทยเป็นระยะเวลา 1 ปี ณ อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยเดือนมกราคม 2549 ที่ 39.58 บาทต่อดอลลาร์ สหรัฐ หลังจาก 1 ปีผ่านไปจะได้เงินคืน (1.0393 x 39.58) = 41.14 ล้านบาทในเดือนมกราคม 2550 ในช่วงเดียวกันนี้เงินบาทได้แข็งค่าขึ้นเป็น 35.93 บาทต่อดอลลาร์ สหรัฐ เงินจากการลงทุนดังกล่าวจึงเท่ากับ 1.14 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ และเมื่อหักเงินต้น 1 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ รวมทั้งดอกเบี้ยเงินยืม 0.0434 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ แล้ว ยังคงได้กำไรสุทธิ 0.10 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ^{3/}

^{1/} ซึ่งในที่นี้พิจารณาเฉพาะการลงทุนในตราสาร (Portfolio Investment) ซึ่งน่าจะอิงกับส่วนต่ออัตราผลตอบแทนมากกว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายประเภทอื่น ๆ

^{2/} รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ ฉบับเดือนตุลาคม 2549

^{3/} กำไรสุทธิ = (กำไรจากค่าเงินที่แข็งค่าขึ้นและผลตอบแทน) + กำไรจากส่วนต่างของผลตอบแทน
 $10.15\% = (10.16\% \times (1 + 3.93\%)) + (3.93\% - 4.34\%)$

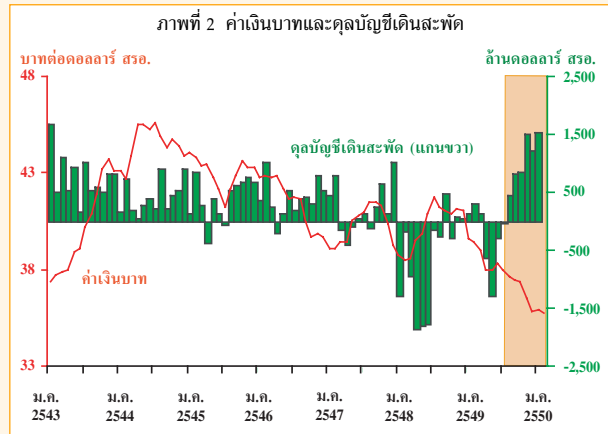
ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนขึ้นอยู่กับหลากหลายปัจจัยเช่นกัน ซึ่งในช่วงที่ผ่านมาเงินทุนเคลื่อนย้ายเป็นเพียงปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน

ปัจจัยอื่นที่สำคัญและส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน คือ การแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องของค่าเงินภูมิภาคเมื่อเปรียบเทียบกับสกุลดอลลาร์ สหรัฐ อันเป็นผลเนื่องมาจากความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ปรับลดลง และการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องของไทยตั้งแต่เดือนสิงหาคม 2549 เป็นต้นมา

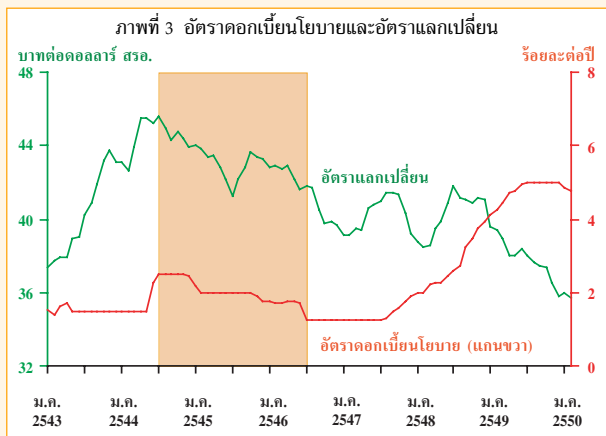
จะสังเกตได้ว่า ในปี 2549 มีเงินทุนไหลเข้า^{4/} ในระดับสูง โดยในช่วง 11 เดือนแรกมีเงินทุนไหลเข้าทั้งสิ้น 5.5 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ แต่หลังจากการออกมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำเข้าระยะสั้นเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2549 ทำให้มีเงินทุนไหลออกรวม 0.2 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในเดือนธันวาคม 2549 และมกราคม 2550 อย่างไรก็ดี อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์ สหรัฐ และดัชนีค่าเงินบาทยังคงแข็งค่าขึ้นร้อยละ 0.6 และ 1.8 ตามลำดับ ระหว่าง

สิ้นเดือนพฤศจิกายน 2549 และสิ้นเดือนมกราคม 2550 ซึ่งการแข็งค่าของเงินบาทดังกล่าวเกิดจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดรวม 2.8 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในเดือนธันวาคม 2549 และมกราคม 2550 ที่สร้างแรงกดดันให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งที่มีเงินทุนไหลออก



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

เนื่องจากเงินทุนเคลื่อนย้ายถูกกำหนดโดยหลากหลายปัจจัยมิใช่เฉพาะส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ในขณะเดียวกัน นอกจากเงินทุนเคลื่อนย้ายแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้น ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยต่ออัตราแลกเปลี่ยนในทางปฏิบัติอาจไม่สำคัญเท่ากับความสัมพันธ์ทางทฤษฎี จากข้อมูลในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาพบว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมิได้ส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ^{5/} เห็นได้ชัดเจนว่าในช่วงอัตราดอกเบี้ยขาลง อาทิ การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากร้อยละ 2.50 ในเดือนกรกฎาคม 2544 เป็นร้อยละ 1.25 ในเดือนกรกฎาคม 2546 อัตราแลกเปลี่ยนกลับแข็งค่าขึ้นจาก 45.62 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เป็น 41.78 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ. ดังนั้นการลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนอาจไม่ประสบผลมากเท่าที่คาดการณ์ไว้

^{4/} เฉพาะการลงทุนในตราสาร

^{5/} $\Delta \ln(\text{THB/USD}) = -0.002 - 0.471 (\text{RP1D} - \text{Fed Funds}) - 0.009 (\text{Portfolio Investment in bn USD}) - 0.005 (\text{Current Account in bn USD})$
 (-1.145) (-1.040) (-2.817) (-2.157)

ช่วงข้อมูลคือเดือนมกราคม 2545 ถึงมกราคม 2550 และในวงเล็บคือค่า t-statistics