

แนวทางการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral Real Interest Rate)

ในช่วงที่ผ่านมา หลายประเทศได้เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเข้าสู่ระดับที่เหมาะสมมากขึ้น (Monetary Policy Normalization) เนื่องจากเศรษฐกิจมีสัญญาณการฟื้นตัวชัดเจน หลังจากที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการเงินโลกในช่วงปลายปี 2551 อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะต่อไปควรจะอยู่ที่ระดับใด เป็นคำถามสำคัญที่ผู้กำหนดนโยบายจำเป็นต้องพิจารณา โดยหนึ่งในแนวทางการพิจารณา คือ การประมาณค่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง

อัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง หรือ Neutral Real Interest Rate หมายถึง ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ทำให้เศรษฐกิจอยู่ในภาวะสมดุล คือ เศรษฐกิจสามารถขยายตัวได้ตามศักยภาพระยะยาว ขณะที่สามารถรักษาระดับเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ อีกทั้งเป็นระดับดอกเบี้ยที่สะท้อนแนวนโยบายการเงินที่เป็นกลาง (Neutral stance) ไม่ผ่อนคลายเป็นและไม่ตึงตัวมากเกินไป ดังนั้น ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง สะท้อนนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็น จะส่งผลให้เศรษฐกิจขยายตัว รวมถึงการสร้างแรงกดดันต่อแนวโน้มเงินเฟ้อ ในทางกลับกัน หากอัตราดอกเบี้ยจริงสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง จะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัว และลดแรงกดดันต่อแนวโน้มเงินเฟ้อลง

ประโยชน์ที่จะได้จากการหาอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง คือ การนำไปเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อสะท้อนแนวทางของนโยบายการเงินในแต่ละช่วง และประกอบการพิจารณาความจำเป็นของการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเข้าสู่ในระดับที่เหมาะสม ร่วมกับปัจจัยอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม มีข้อควรระวังของการนำไปใช้อ้างอิง เพราะระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางอาจเปลี่ยนแปลงได้ ตามสภาวะแวดล้อมและโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไปตามกาลเวลา

วิธีการคำนวณหาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลางมีหลากหลายรูปแบบ และแต่ละวิธีมีข้อสมมติและข้อจำกัดที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม บทความนี้จะกล่าวถึงวิธีการคำนวณที่แพร่หลาย 3 วิธี คือ วิธีที่ 1 การคำนวณโดยใช้ค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงย้อนกลับไปในอดีต โดยระดับของอัตราดอกเบี้ย สะท้อนถึงผลของการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับอิทธิพลจากวัฏจักรเศรษฐกิจ (Business Cycle) ทั้งจากช่วงเศรษฐกิจที่เติบโตและซบเซา ส่งผลให้ค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวสามารถนำมาเป็นตัวแทนของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางได้ อย่างไรก็ตาม หากโครงสร้างเศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลง อาจทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางแตกต่างกันไปในแต่ละช่วงวัฏจักรเศรษฐกิจได้

วิธีที่ 2 คำนวณจากสมการ Taylor rule^{1/} เป็นสมการที่อธิบายพฤติกรรมการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อ Inflationary Gap และ Output Gap โดยอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับดุลยภาพ เป็นอัตราดอกเบี้ยที่เศรษฐกิจเติบโตตามศักยภาพและเงินเฟ้อมีเสถียรภาพ (อีกนัยหนึ่ง คือ Inflationary Gap และ Output Gap มีค่าเป็นศูนย์) โดยวิธีการนี้ใช้กันอย่างแพร่หลายในหมู่นักวิชาการ อย่างไรก็ตาม การคำนวณหา Output Gap มีหลากหลายวิธี และยังเป็นที่ยกเถียงในหมู่นักวิชาการถึงข้อจำกัดต่างๆ นอกจากนี้ วิธีนี้เป็นการศึกษาพฤติกรรมปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายย้อนไปในอดีต เช่นเดียวกับวิธีแรก ไม่ใช่เป็นการคาดการณ์ไปข้างหน้า ซึ่งอาจไม่สอดคล้องต่อการนำไปประยุกต์ใช้กับการกำหนดนโยบายการเงินที่ต้องพิจารณาพลวัตที่จะเกิดในอนาคต

วิธีที่ 3 พิจารณาจากการคาดการณ์ของตลาดเงินเกี่ยวกับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยคำนวณหาแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต หรือที่เรียกว่า Implied forward curve^{2/} คือ เส้นที่แสดงแนวโน้ม (Expected Path) ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ณ เวลาหนึ่งๆ ในอนาคตตามความเห็นของนักลงทุนในตลาดการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะ 1 วันในอีก 2 ปีข้างหน้าจะเป็นเท่าใด โดยวิธีนี้จะสามารถรับรู้การคาดการณ์ของตลาดเงินเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต ถือว่าเป็นความคิดเห็นของคนส่วนใหญ่ในตลาดเงินและเป็นการมองไปข้างหน้า อย่างไรก็ตาม การคำนวณแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตอ้างอิงจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ส่งผลให้การคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางมีการเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอตามการคาดการณ์ความเสี่ยงของนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้

อย่างไรก็ดี การนำอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางไปใช้สำหรับกำหนดแนวนโยบายมีข้อจำกัดอยู่บ้างในทางปฏิบัติ เนื่องจากไม่มีวิธีการคำนวณใดที่จะได้คำตอบอย่างชัดเจนทั้งหมด อีกทั้ง ระดับของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางนั้นจะเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ตามสภาวะแวดล้อมและโครงสร้างเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ส่งผลให้การประมาณการต้องมีการปรับปรุงให้ทันสมัยอย่างสม่ำเสมอต่อการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางเป็นเพียงเครื่องชี้แนวการดำเนินนโยบายการเงินเท่านั้น ผู้กำหนดนโยบายยังคงต้องพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องควบคู่กัน และไม่จำเป็นต้องยึดติดกับการที่จะดำเนินนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางเพียงอย่างเดียว โดยไม่คำนึงถึงปัจจัยและความเสี่ยงต่างๆ ที่จะมีผลกระทบต่อโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ

^{1/} $i_t = i^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*) + \varepsilon_t$

โดย i_t = อัตราดอกเบี้ยนโยบาย; i^* = อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ; $\pi_t - \pi^*$ = อัตราเงินเฟ้อ-อัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย; $y_t - y^*$ = ผลผลิต-ผลผลิตศักยภาพ

^{2/} รายละเอียดปรากฏใน “การประเมินแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์” รายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ เดือนกรกฎาคม 2551 (หน้า 30-31)