

FAO

FOCUSED AND QUICK

ISSUE 37

May 23, 2011

อัตราแลกเปลี่ยนของไทย ทำหน้าที่เป็น Shock Absorber ได้ดีเพียงใด?

ณชา อนันต์โชติกุล และ เกษมสุข หักชาติพงษ์ (นศ.ฝึกงาน)

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

อัตราแลกเปลี่ยนของไทย ทำหน้าที่เป็น Shock Absorber ได้ดีเพียงใด?

May 23,
2011

ณชา อนันต์โชติกุล เกษมสุข ทักษาดิพงษ์ (นศ. ฝึกงาน)



อัตราแลกเปลี่ยนที่
เคลื่อนไหวได้ตาม
การเปลี่ยนแปลง
ของภาวะตลาด
จะมีบทบาทสำคัญ
ในการช่วยรักษา
เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

Summary

ความเชื่อมโยงของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกที่สูงขึ้นและซับซ้อนขึ้นกว่าในอดีตทำให้ความสามารถของระบบเศรษฐกิจในการปรับตัวได้อย่างราบรื่นและทันท่วงทีเพื่อรองรับผลกระทบจาก shock ต่างๆ เป็นที่ปรารถนาของผู้ดำเนินนโยบายและประชาชนในประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นมีบทบาทสำคัญในการเป็น Shock absorber เพื่อช่วยรักษาเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจได้ และจากการศึกษาทางเศรษฐมิติพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนของไทยทำหน้าที่ได้ดีในระดับหนึ่งเมื่อประสบกับ World demand shock และ Terms of trade shock แต่ไม่พบบทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในการเป็น shock absorber ในกรณีของ Oil price shock เนื่องจากเศรษฐกิจไทยอาจไม่ได้รับผลกระทบมากนักจากการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันในตลาดโลกจากการที่ทางการมีมาตรการควบคุมราคาน้ำมันภายในประเทศ นอกจากนี้ ยังพบว่าค่าเงินของไทยใช้เวลาานกว่าและเปลี่ยนแปลงไปในขนาดที่น้อยกว่าค่าเงินของเกาหลีใต้ในการปรับตัวเพื่อลดทอนผลกระทบจาก shocks ซึ่งอาจสะท้อนความแตกต่างด้านนโยบายการดูแลค่าเงินของทางการในสองประเทศ บทบาทของทางการไทยทั้งในกรณีการตรึงราคาน้ำมันและการดูแลค่าเงินนี้อาจช่วยรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจได้ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวการปล่อยให้กลไกตลาดทำงานจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจได้อย่างแท้จริงและยั่งยืน

ระบบเศรษฐกิจขนาดเล็กและเปิด (Small open economy) ดังเช่นประเทศไทย นั้น ด้วยตลาดภายในประเทศยังคงมีขนาดเล็ก เศรษฐกิจจึงมักพึ่งพาการส่งออกเป็นตัวขับเคลื่อน

หลัก อัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดมูลค่าการส่งออกและนำเข้าของประเทศ จึงมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนไม่ได้

จำกัดอยู่เพียงเป็นตัวกำหนดราคาหรือความสามารถในการแข่งขันในตลาดซื้อขายสินค้าและบริการระหว่างประเทศเท่านั้น¹ อัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่น (Flexible exchange rate) เคลื่อนไหวได้ตามภาวะตลาดจะมีบทบาทสำคัญในการช่วยรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจของประเทศอีกด้วย

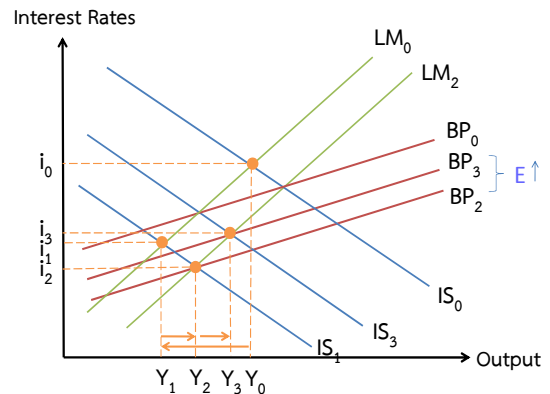
บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

สิ่งสำคัญสำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน ก็คือ การที่เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ ทั้งในด้านปริมาณและด้านราคาก็คือ มีอัตราการขยายตัวของ Output ค่อนข้างสม่ำเสมอในระดับที่ใกล้เคียงกับศักยภาพของเศรษฐกิจ และมีอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ

อัตราแลกเปลี่ยนที่เคลื่อนไหวได้ตามภาวะตลาดเป็นกลไกราคาตัวหนึ่งที่สามารถช่วยรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ โดยการลดทอนผลของ shock ที่จะมีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ และระดับราคาภายในประเทศ (Shock absorber/Automatic stabilizer) ยกตัวอย่างเช่น (รูปที่ 1)² ในกรณีที่วิกฤตการเงินในต่างประเทศทำให้อุปสงค์ต่างประเทศต่อสินค้าและบริการของประเทศลดลง เศรษฐกิจหดตัว ($IS_0 \rightarrow IS_1$ ส่งผลให้ $Y_0 \rightarrow Y_1$) นโยบายการเงินตอบสนองโดยการลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศ ($LM_0 \rightarrow LM_2$ ซึ่งช่วยให้ $Y_1 \rightarrow Y_2$) นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงอาจส่งผลให้เกิดเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกสุทธิ อัตราแลกเปลี่ยนที่เคลื่อนไหวได้ก็จะอ่อนค่าลง

โดยอัตโนมัติ และการที่ค่าเงินอ่อนลงก็จะทำให้การส่งออกของประเทศขยายตัว³ ($IS_1 \rightarrow IS_3$ และ $Y_2 \rightarrow Y_3$) บรรเทาผลกระทบของวิกฤตโดยไม่ทำให้ output หดตัวลงจากเดิมมากนัก (Y_0 เทียบกับ Y_3)

รูปที่ 1 : The Open Economy IS-LM-BP diagram



สำหรับเสถียรภาพด้านราคา อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นสามารถช่วยบรรเทาแรงกดดันเงินเฟ้อได้ ผ่านทางการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้านำเข้าไปยังระดับเงินเฟ้อในประเทศ (Pass-through effect) ยกตัวอย่างเช่น หากเศรษฐกิจขยายตัวในระดับสูงจนนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาภายในประเทศ และในขณะเดียวกันอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงก็จูงใจให้มีเงินทุนเคลื่อนย้ายไหลเข้ามาเพิ่มขึ้น ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น ค่าเงินที่แข็งขึ้นนี้จะทำให้ประเทศนำเข้าสินค้าในราคาที่ถูกลง (โดยเฉพาะน้ำมันดิบ ซึ่งเป็นต้นทุนการผลิตที่สำคัญ) ช่วยลดแรงกดดันต่อราคาสินค้าภายในประเทศได้⁴

¹ อัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ในการพิจารณาความสามารถในการแข่งขัน คือ Nominal effective exchange rate (NEER) ซึ่งเป็นอัตราแลกเปลี่ยนเทียบกับคู่ค้าและคู่แข่งที่สำคัญของประเทศ

² อธิบายโดยใช้ Mundelling-Fleming model

³ การที่การปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนช่วยขยายผลของนโยบายการเงินต่อ output เรียกว่าเป็นบทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนในการเป็นหนึ่งในช่องทางส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังระบบเศรษฐกิจ (monetary policy transmission channel)

⁴ ชญาวุฒิ และคณะ (2008) พบว่าในกรณีของไทย อัตราแลกเปลี่ยนสามารถช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อได้ แต่มีประสิทธิผลในระยะสั้นเท่านั้น

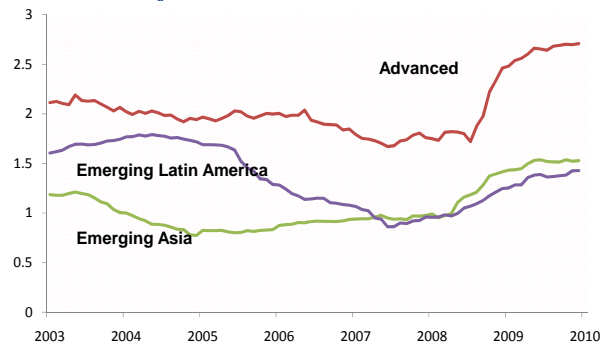
Shock absorber vs. Source of shocks

บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนในการเป็น shock absorber มีความสำคัญเป็นพิเศษในกรณีที่ตัวแปรอื่นๆ ในระบบเศรษฐกิจ เช่น ราคาและค่าจ้างแรงงาน ไม่สามารถปรับตัวได้ทันทีตามภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไป (nominal rigidities) ไม่ว่าจะเป็นเพราะต้นทุนในการปรับราคาสินค้า หรือทางการมีมาตรการควบคุมราคา (price control) หรืออำนาจการตรึงค่าจ้างแรงงานของลูกจ้างอยู่ในระดับต่ำ ในกรณีนี้ อัตราแลกเปลี่ยนที่เคลื่อนไหวตามภาวะตลาดจะเปลี่ยนแปลงได้รวดเร็วกว่าตัวแปรราคาตัวอื่นๆ และนำไปสู่การปรับตัวของเศรษฐกิจผ่านการเปลี่ยนแปลงของการส่งออกสุทธิ ช่วยลดทอนผลกระทบของ shock ต่อรายได้โดยรวมของประเทศและการจ้างงาน

อย่างไรก็ดี สำหรับในประเทศกำลังพัฒนาที่มีตลาดการเงินและตลาดอัตราแลกเปลี่ยนขนาดเล็ก และไม่มีความลึกและกว้างพอ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ไม่ว่าจะมาจากการเก็งกำไรค่าเงินหรือความตื่นตระหนกของนักลงทุนต่อข่าวลือต่างๆ อาจไม่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของพื้นฐานเศรษฐกิจที่แท้จริง อัตราแลกเปลี่ยนจึงมักถูกมองว่าเป็นตัวสร้างความผันผวนต่อเศรษฐกิจ (Source of shocks) มากกว่าที่จะเป็นตัวดูดซับ shocks ซึ่งเป็นเหตุผลหนึ่งที่ในอดีตประเทศกำลังพัฒนามักจะใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และถึงแม้ว่าในปัจจุบันประเทศเหล่านี้จะเปลี่ยนมาประกาศใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่นมากขึ้น แต่ในทางปฏิบัติก็ยังคงไม่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวได้มากนัก (รูปที่ 2) Calvo and Reinhart (2002) อธิบายปรากฏการณ์นี้ว่าเป็น “Fear of Floating” โดยเฉพาะสำหรับประเทศกำลังพัฒนาที่มีหนี้ใน

สกุลเงินต่างประเทศอยู่ในระดับสูงและประสบกับปัญหาเงินเฟ้อ เพราะอัตราแลกเปลี่ยนที่ผันผวนจะทำให้ความเสี่ยงด้านงบดุลของประเทศและเสถียรภาพด้านราคาสูงตามไปด้วย⁵

รูปที่ 2 : Exchange rate volatility



Source: IFS, authors' calculation

Note: 3-year rolling window standard deviation of FX monthly returns, group average

อัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็น Shock absorber ได้ดีเพียงใด?

จากการทบทวนงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาทั้งที่เป็นการศึกษาแบบ cross-country และการศึกษารายประเทศ ไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า โดยทั่วไปแล้วอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นนั้นเป็น Shock absorber หรือเป็น Source of shock กันแน่ ทั้งนี้ เป็นเพราะอัตราแลกเปลี่ยนจะทำหน้าที่เป็น Shock absorber ได้ดีเพียงใดขึ้นอยู่กับเงื่อนไขและปัจจัยแวดล้อมของแต่ละประเทศ ไม่ว่าจะเป็นลักษณะโครงสร้าง

⁵ ในระยะหลัง หลังจากที่ประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศมีงบดุลระหว่างประเทศที่แข็งแกร่งขึ้นและจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อได้ดีขึ้น ทฤษฎี “Fear of Floating” จึงมีความสำคัญลดลง และถูกแทนที่ด้วย “Fear of Appreciation” (Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2007) กล่าวคือ ประเทศกำลังพัฒนามักไม่ปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้นมากเพราะกลัวจะบั่นทอนความสามารถในการแข่งขันในตลาดส่งออก

⁶ ตัวอย่างเช่น Edwards and Levy-Yeyati (2005) ศึกษาโดยใช้ Cross-country data และพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่นสามารถลดผลกระทบจาก Terms of trade shock ได้ดีกว่าอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ โดยเฉพาะในกรณีที่เผชิญกับ Negative shock ในขณะที่ Farrant and Peersman (2006) ใช้ Structural VAR ในการศึกษาวิจัยรายประเทศสำหรับประเทศพัฒนาแล้ว พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนเป็น Source of shocks มากกว่าที่จะเป็น Shock absorber

ของเศรษฐกิจ ลักษณะของ shock ที่แต่ละประเทศมักจะเผชิญ และที่สำคัญ คือ นโยบายในการดูแลอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งในบางกรณีอาจจำกัดศักยภาพในการเป็น shock absorber ของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศได้

FAQ ฉบับนี้จึงทำการศึกษาระดับปัจจัยถึงบทบาทนี้ของอัตราแลกเปลี่ยนในบริบทของประเทศไทยเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ ได้แก่ มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ที่มี Business cycle และประสบกับ shocks ในลักษณะคล้ายคลึงกับไทย แต่ก็ยังมีความแตกต่างในหลายด้าน (ตารางที่ 1) ไม่ว่าจะเป็นระดับการพึ่งพาการส่งออก ความเชื่อมโยงกับระบบเศรษฐกิจและการเงินโลก ระดับการพัฒนาของตลาดการเงิน และที่สำคัญคือ นโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของแต่ละประเทศมีการตอบสนองต่อ shock ต่างๆ แตกต่างกัน

ตารางที่ 1: ความแตกต่างของตัวแปรทางเศรษฐกิจและการเงิน

	Thailand	Malaysia	Korea
GDP size (USD Mn)	174,693	136,134	750,767
GDP per capita (USD)	2,666	5,3467	15,627
Export (%GDP)	70.0	113.2	39.7
Energy Import (%Energy use)	43.4	-51.5	81.4
Stock Market Cap. (%GDP)	45.4	44.8	144.5
Bond Market Cap. (%GDP)	49.7	95.2	102.9
FX bid-ask spread (%)	0.370	0.098	0.047
Gross Flow (%GDP)	11.8	17.5	18.5
Financial Account Volatility ¹	3.7	4.8	1.8
Exchange Rate Volatility ²	3.5	3.6	6.9

Source: IFS, WDI, BIS, Bloomberg, BOT, authors' calculations.

Note: Average 2000-2010; except for FX bid-ask spread, 2006-2010.

¹ Financial account volatility measured by standard deviation of quarterly net financial flows. ² Exchange rate volatility is annualized exponential weight moving average (EWMA) of daily FX returns.

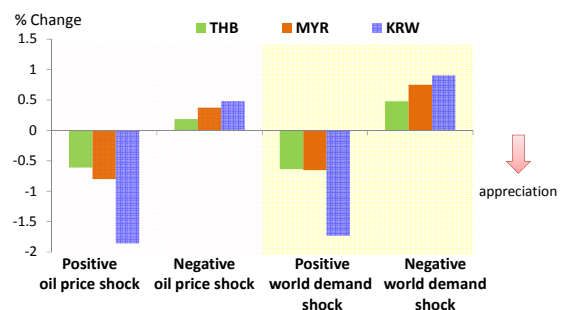
Shocks ที่เราพิจารณาในการศึกษานี้ ได้แก่ (1) World demand shock (2) Oil price shock และ (3) Terms of trade shock⁷ หาก

⁷ Terms of trade (ToT) คือ ราคาสินค้าส่งออกเทียบกับราคาสินค้านำเข้าของแต่ละประเทศ หาก ToT มีค่าสูงขึ้น หมายถึงประเทศนั้นๆ ได้ประโยชน์มากขึ้นจากการค้าระหว่างประเทศ เนื่องจากสินค้าที่ส่งออกได้ราคาสูงขึ้นเทียบกับราคาสินค้านำเข้า

อัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทในการเป็น shock absorber เราควรเห็นอัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่ช่วยลดทอนผลกระทบของ shock ต่อเศรษฐกิจ นั่นคือทำให้ GDP เพิ่มขึ้นหรือลดลงในทางตรงกันข้ามกับผลโดยตรงจาก shock กล่าวคือ ในกรณีของ Negative world demand shock และ terms of trade shock อัตราแลกเปลี่ยนควรอ่อนค่าลงเพื่อช่วยกระตุ้นอุปสงค์จากต่างประเทศ และสำหรับกรณีของ Oil price shock อัตราแลกเปลี่ยนควรปรับไปในทางที่ช่วยรักษาเสถียรภาพด้านราคาภายในประเทศ นั่นคือควรแข็งค่าขึ้นเมื่อประสบกับ Positive oil price shock

จากการพิจารณาข้อมูลในเบื้องต้น (รูปที่ 3) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนของทั้ง 3 ประเทศตอบสนองต่อ shocks โดยการเคลื่อนไหวไปในทางที่ช่วยลดทอนผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริง แต่ในขนาดที่ต่างกัน โดยค่าเงินของเกาหลีใต้ตอบสนองต่อ shocks มากกว่าอีกสองประเทศในทุกกรณี ในขณะที่ค่าเงินของไทยและมาเลเซียมีขนาดการเปลี่ยนแปลงที่ใกล้เคียงกัน ซึ่งสะท้อนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเกาหลีใต้ที่ปล่อยให้ค่าเงินเคลื่อนไหวได้อย่างอิสระกว่าไทยและมาเลเซีย

รูปที่ 3 : การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนหลังจากเกิด Shock



Source: IFS, authors' calculations

Note: Average 1-month THB/USD, MYR/USD, KRW/USD following respective shock. World demand and oil price shocks are captured by a threshold of ± 2 S.D. of US monthly industrial production index and Dubai crude oil price, respectively.

อย่างไรก็ตาม การคาดการณ์เปลี่ยนแปลงของค่าเงินเพียงผิวเผินเช่นนี้อาจไม่สามารถสรุปได้ว่าค่าเงินนั้นตอบสนองต่อ shock ได้ดีเพียงใด เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นอีกหลายปัจจัยที่อาจเกิดขึ้นพร้อมๆ กัน เช่น การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้น การจะตอบคำถามหลักของ FAQ นี้จึงต้องใช้วิธีทางเศรษฐมิติเข้ามาช่วย

ผลการศึกษาทางเศรษฐมิติ

การศึกษาโดยอาศัยวิธี System of simultaneous equations⁸ พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนของเกาหลีใต้ทำหน้าที่เป็น Shock absorber ได้ดีที่สุดในทุกกรณี ในขณะที่ค่าเงินของไทยตอบสนองต่อ shocks ได้ดีกว่าค่าเงินมาเลเซีย ยกเว้นกรณี Oil price shock ที่พบว่าค่าเงินไทยไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ต่างจากค่าเงินของอีกสองประเทศที่มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางที่คาดการณ์ไว้ (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2 : ค่าสัมประสิทธิ์จากสมการอัตราแลกเปลี่ยน (1999-2011)

	Expected Sign	Thailand	Malaysia	South Korea
World Demand Shock	-	-0.968*** (6.24)	-0.601*** (6.59)	-1.281*** (6.37)
Oil Price Shock	-	-0.006 (0.36)	-0.047*** (4.77)	-0.094*** (4.14)
Terms of Trade Shock	-	-0.306*** (2.51)	-0.121*** (3.20)	-0.369*** (4.52)
R-sq from FX eqn		0.495	0.467	0.599

Note: Dependent variable is the bilateral exchange rate (THB/USD, MYR/USD, KRW/USD)
All variables in regression equation are in log 6-month difference, except for interest rates (see Appendix). T-statistics in parentheses.
*, **, *** denote significance level at 0.10, 0.05, and 0.01, respectively.

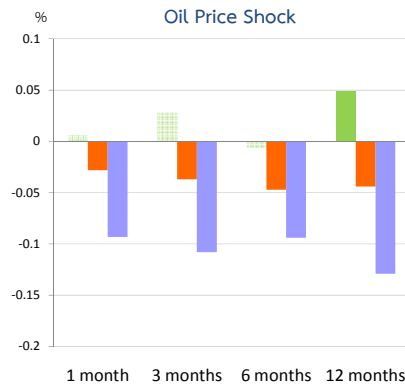
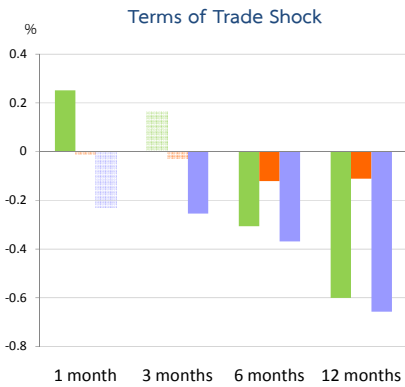
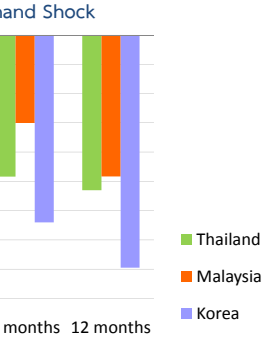
นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้น (1 เดือน) เทียบกับระยะที่ยาวขึ้น (3, 6, 12 เดือน) จะเห็นได้ว่า (รูปที่ 4) อัตราแลกเปลี่ยนของไทยจะใช้เวลา

⁸ ดู Appendix สำหรับวิธีการศึกษาและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ค่อนข้างนานในการปรับตัวเพื่อช่วยลดผลกระทบจาก shocks⁹ เช่นเดียวกันกับมาเลเซีย ในขณะที่ค่าเงินของเกาหลีใต้โดยรวมแล้วปรับตัวต่อ shock ได้รวดเร็วกว่าและในขนาดที่ใหญ่กว่าในทุกช่วงเวลา

⁹ ในกรณีของ Terms of trade shock การเคลื่อนไหวของค่าเงินในระยะ 1 เดือนกลับมีทิศทางตรงกันข้ามกับที่ควรจะเป็น ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลมาจาก J-curve effect คือ การที่มูลค่าการส่งออกนำเข้ายังไม่ได้รับผลกระทบในทันทีที่ราคาสินค้าส่งออกนำเข้าเปลี่ยนแปลงไป เนื่องจากผู้ส่งออกและผู้นำเข้าต้องใช้เวลาในการหาตลาดหรือ Supplier ใหม่ รวมถึงการที่ราคาได้ถูกกำหนดไว้ล่วงหน้าระยะหนึ่งก่อนการส่งมอบสินค้า

ตอบสนองของอัตราแลกเปลี่ยน*



สถิติจาก regression results
 significance level ต่ำกว่าระดับ 0.10

ทำไมอัตราแลกเปลี่ยนของไทยจึงตอบสนองต่อ Oil price shock ไม่ดีนัก

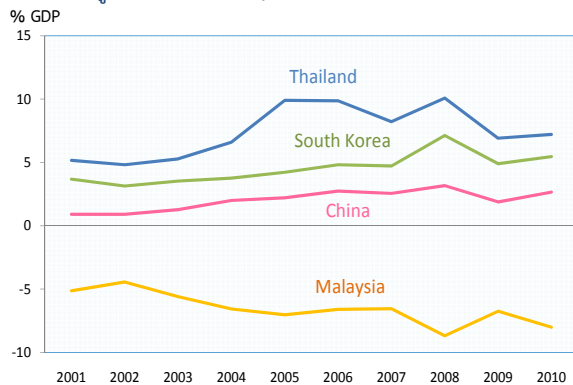
ตามที่ทราบกันดีว่าประเทศไทยมีมาตรการควบคุมราคาน้ำมันดีเซลเพื่อบรรเทาความเดือดร้อนของประชาชน¹⁰ จึงเป็นเรื่องที่น่าแปลกใจนักที่เราพบว่า ค่าเงินของไทยทำหน้าที่เป็น shock absorber ได้ไม่ดีในกรณีการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันในตลาดโลก เนื่องจากเศรษฐกิจภายในประเทศไม่ได้รับผลกระทบของการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบในต่างประเทศอย่างที่ควรจะเป็น ทำให้ไม่จำเป็นต้องพึ่งพา

บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนในการลดทอนผลกระทบ

อย่างไรก็ดี ด้วยสัดส่วนการพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันที่สูง (รูปที่ 5) การที่ทางการยังคงมาตรการชดเชยราคาน้ำมัน ประกอบกับการที่ค่าเงินของไทยมักไม่แข็งค่าเพื่อช่วยลดมูลค่าการนำเข้าในกรณีที่ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น นั่นหมายถึงทางการต้องแบกรับภาระการชดเชยราคาน้ำมันที่สูงกว่าในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนทำงานเป็น shock absorber ซึ่งจะเพิ่มความเปราะบางและความเสี่ยงแก่ระบบเศรษฐกิจต่อการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลกในระยะยาว

¹⁰ รายละเอียดติดตามได้ใน FAQ Issue 18 “แนวโน้มราคาน้ำมันในปี 2554 และความเหมาะสมของนโยบายชดเชยราคา”

รูปที่ 5 : Net oil import to GDP, 2001-2010



Sources: CEIC, World Bank

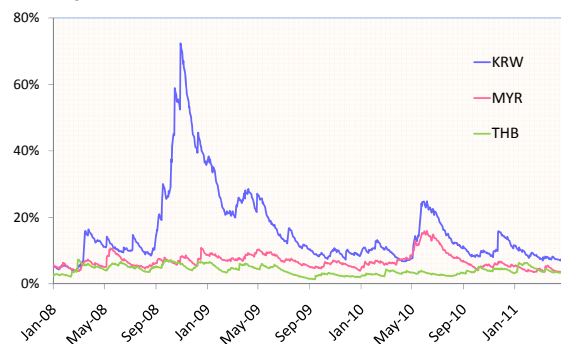
ทำไมอัตราแลกเปลี่ยนของไทยใช้เวลาในการปรับตัวนานและในขนาดที่น้อยกว่า

การศึกษาข้างต้นพบว่า เมื่อเทียบกับค่าเงินของเกาหลีใต้ ค่าเงินของไทยใช้เวลาานกว่าถึงจะเห็นการตอบสนองต่อ shocks ต่างๆ อย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งขนาดของการปรับตัว ก็ยังต่ำกว่าเกาหลีใต้แม้เวลาผ่านไปถึง 12 เดือน แล้วก็ตาม ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะระบบเศรษฐกิจของประเทศเกาหลีใต้ซึ่งเป็นประเทศที่ใหญ่กว่าและเป็นประเทศพัฒนาแล้ว มีความเชื่อมโยงกับระบบเศรษฐกิจโลกมากกว่า ทั้งด้านการค้าการลงทุนและการเงิน จึงมีปัจจัยต่างๆ รวมถึงความหลากหลายของผู้เล่นในตลาดการเงินและตลาดอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าเงินเคลื่อนไหวไปตามการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจได้ดีกว่าในกรณีของไทยหรือมาเลเซีย

แต่ส่วนที่สำคัญไปกว่านั้น คือ นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของเกาหลีใต้เอง ที่ปล่อยให้ค่าเงินเคลื่อนไหวได้อิสระกว่า (รูปที่ 6) ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะมีตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดเครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (hedging instruments) ที่กว้างและลึกพอ จึงทำให้กลไกตลาดทำงานได้ดีในการรักษาสมดุลของค่าเงินและเอื้อให้ผู้ประกอบการหรือผู้ลงทุนสามารถป้องกันความเสี่ยงด้วยตนเอง

ในขณะที่สำหรับไทย เช่นเดียวกับประเทศกำลังพัฒนาโดยทั่วไปที่นอกจากจะพึ่งพาการส่งออกสูงแล้ว การมีตลาดอัตราแลกเปลี่ยนที่เล็กและตื้นทำให้โอกาสที่อัตราแลกเปลี่ยนจะเป็น source of shock จึงมีมากกว่า ทางการจึงมักจำเป็นต้องเข้าดูแลเพื่อลดความผันผวนในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งทำให้บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในการเป็น shock absorber ถูกจำกัดไปด้วย

รูปที่ 6 : ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนสกุลต่างๆ



Sources: BOT

Note: Exponential weight moving average of daily FX returns, annualized

บทสรุป

ความเชื่อมโยงของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกที่สูงขึ้นและซับซ้อนขึ้นกว่าในอดีต ทำให้โอกาสที่ shock จากประเทศใดประเทศหนึ่งหรือตลาดใดตลาดหนึ่งในโลกจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ในวงกว้าง มีความเป็นไปได้เพิ่มสูงขึ้นและทวีความรุนแรงมากขึ้นตามที่ประจักษ์ในวิกฤตการเงินโลกครั้งที่ผ่านมามา ดังนั้น ความสามารถของระบบเศรษฐกิจในการปรับตัวได้อย่างราบรื่นและทันท่วงทีเพื่อรองรับผลกระทบจาก shock ต่างๆ จึงเป็นที่ปรารถนาของผู้ดำเนินนโยบายและประชาชนในประเทศ

FAQ ฉบับนี้ชี้ให้เห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นสามารถเป็น shock absorber เพื่อช่วยรักษาเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจได้

และกรณีศึกษาของไทยพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนของไทยทำหน้าที่ได้ดีในระดับหนึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับ World demand shock และ Terms of trade shock แต่ไม่พบบทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในการเป็น shock absorber ในกรณีของ Oil price shock เนื่องจากเศรษฐกิจไทยอาจไม่ได้รับผลกระทบมากนักจากการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันในตลาดโลกจากการที่ทางการมีมาตรการควบคุมราคาน้ำมันภายในประเทศ นอกจากนี้ ยังพบว่าค่าเงินของไทยใช้เวลาานกว่าและเปลี่ยนแปลงไปในขนาดที่น้อยกว่าค่าเงินของเกาหลีใต้ในการปรับตัวเพื่อลดทอนผลกระทบจาก shock ต่างๆ ซึ่งอาจสะท้อนความแตกต่างด้านนโยบายการดูแลค่าเงินของทางการในสองประเทศ

บทบาทของทางการไทยทั้งในกรณีการตรึงราคาน้ำมันและการดูแลค่าเงินนี้ อาจช่วยรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจได้ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวการปล่อยให้กลไกตลาดทำงานจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจได้อย่างแท้จริงและยั่งยืน

Appendix

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่ 1999M1 ถึง 2011M1 วิธีทางเศรษฐมิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือ Three-stage least square

(3SLS) ซึ่งเป็นระบบสมการ (System of simultaneous equations) ที่อนุญาตให้ตัวแปรต้นสามารถเป็นตัวแปรตามในสมการอื่นๆ ในระบบได้ในเวลาเดียวกัน เพื่อลดปัญหา Endogeneity ของตัวแปรในระบบเศรษฐกิจ ตัวแปรที่ใช้ประกอบด้วย

y = ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมของประเทศที่ศึกษา

y^* = ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมของสหรัฐฯ

r = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของประเทศที่ศึกษา

r^* = อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ

p = ดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศที่ศึกษา

e = อัตราแลกเปลี่ยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

tot = Terms of trade ของประเทศที่ศึกษา

oil = ราคาน้ำมันดิบ Dubai

ทั้งนี้ ตัวแปรของประเทศสหรัฐฯ ใช้เป็น Proxy แทน Global economy และตัวแปรทั้งหมดยกเว้นอัตราดอกเบี้ยอยู่ในรูปของ Log difference (1-, 3-, 6-, or 12-month difference)

กำหนดความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ในระบบสมการดังนี้

$$y = \beta_1 y^* + \beta_2 e + \varepsilon_y \quad (1)$$

$$p = \beta_3 y + \beta_4 oil + \varepsilon_p \quad (2)$$

$$r = \beta_5 p + \beta_6 y + \varepsilon_r \quad (3)$$

$$e = \beta_7 r + \beta_8 y + \beta_9 r^* + \beta_{10} y^* + \beta_{11} oil + \beta_{12} tot + \varepsilon_e \quad (4)$$

ผลการศึกษาในตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์และ t-stat เฉพาะของตัวแปร y^* , oil, และ tot จากสมการที่ (4) เท่านั้น

ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณรุ่ง มัลลิกะมาส คุณสมศจิติชคณิต คุณชญาวดี ชัยอนันต์ และคุณนวัต หนูขวัญ สำหรับคำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการปรับปรุงบทความนี้

Contact authors:



ณชา อนันต์โชติกุล
นักวิจัยอาวุโส
ฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ
nashaa@bot.or.th

เกษมสุข ทักษาดิพงษ์
นักศึกษาคณะฝึกงาน
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
Aeg94@hotmail.com

References

- Calvo, G. A. and C. M. Reinhart, “Fear of Floating” (2002), *Quarterly Journal of Economics*, Volume 107, May 2002, pp. 379-408.
- Chai-anant, C., R. Pongsaparn and K. Tansuwanarat (2008), “Role of Exchange Rate in Monetary Policy under Inflation Targeting: A Case Study for Thailand,” Bank of Thailand Symposium, September 2008.
- Edwards, S. and E. Levy-Yeyati (2005), “Flexible exchange rates as a Shock absorbers,” *European Economic Review*, Volume 49, Number 8, November 2005, pp. 2079-2105.
- Farrant, K. and G. Peersman (2006), “Is the Exchange Rate a Shock Absorber or a Source of Shocks? New Empirical Evidence,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Volume 38, Number 4, June 2006, pp. 939-961.
- Levy-Yeyati, E. and F. Sturzenegger (2007), “Fear of Appreciation,” World Bank Policy Research Working Paper Series, Number 4387, November 2007.