

ในช่วงที่ผ่านมาอัตราเงินเฟ้อในหลายประเทศเริ่มกลับมาขยายตัวตามทิศทางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ หลังจากที่ได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ในปีก่อน โดยบางประเทศเริ่มเห็นตัวเลขเงินเฟ้อที่พุ่งสูงเลยกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อและมากกว่าที่ตลาดและนักวิชาการคาดการณ์ไว้ โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อในประเทศสหรัฐฯ (ภาพที่ 1) ซึ่งสร้างความกังวลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า บทวิเคราะห์นี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทำความเข้าใจถึงภาวะดังกล่าว รวมถึงแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อในระยะต่อไป

ภาวะ Reflation เกิดจากอะไร?

ภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดและกิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มทยอยกลับเข้าสู่ภาวะปกติ (normalization) ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นสูงขึ้น หรือที่เรียกกันว่า ภาวะ reflation¹ โดยอัตราเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงและร้อนแรงนี้ยังเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวอื่น ๆ ได้แก่ ราคาสินค้าบางกลุ่มที่เร่งตัวขึ้นจาก pent-up demand หลังเริ่มทยอยเปิดเมือง ประกอบกับมาตรการเยียวยาของภาครัฐ อีกทั้งปัญหา supply disruption ที่ส่งผลให้ราคาสินค้าปรับเพิ่มขึ้น รวมถึงผลของฐานที่ต่ำในปีก่อน อย่างไรก็ตาม คาดว่าผลของปัจจัยชั่วคราวจะเริ่มคลี่คลายและอัตราเงินเฟ้อจะชะลอลงในช่วงครึ่งหลังของ ปี 2021

ปัจจัยชั่วคราวที่ทำให้เงินเฟ้อขยายตัวแรงในหลายประเทศคือ?

- 1) **Pent-up demand** จากมาตรการเยียวยาและฟื้นฟูในหลายประเทศ โดยเฉพาะมาตรการที่เกี่ยวข้องกับการแจกเงิน ซึ่งภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้ความต้องการใช้จ่ายของประชาชนที่ถูกอั้นไว้ปลดล็อก และผลักดันให้ราคาสินค้าและบริการปรับสูงขึ้น
- 2) **Supply disruption** ในสินค้าบางกลุ่มที่การผลิตยังไม่เพียงพอต่อความต้องการ โดยเฉพาะสินค้าที่เกี่ยวข้องกับ semiconductor ซึ่งอุปสงค์เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว ส่งผลให้สินค้าและวัตถุดิบบางประเภทขาดแคลน และนำไปสู่การปรับเพิ่มขึ้นของราคาวัตถุดิบและสินค้า โดยปริมาณสินค้าที่ยังไม่สามารถผลิตได้ทันนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการฟื้นตัวที่ไม่เท่าเทียมกันในกลุ่มประเทศ DM และ EM อันเป็นผลจากการกระจายวัคซีนที่แตกต่างกัน ประกอบกับปัญหาการขนส่งล่าช้าและการขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์เป็นปัจจัยซ้ำเติมให้ปัญหาการขาดแคลนสินค้าอาจยืดเยื้อไปอีกระยะหนึ่ง (ภาพที่ 2)

¹ ภาวะ reflation คือภาวะที่อัตราเงินเฟ้อกลับมาปรับสูงขึ้น ซึ่งมักเกิดในช่วงการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ (economic recovery) ที่ประเทศมีการใช้นโยบายการเงินหรือนโยบายการคลัง เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้พ้นจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (recession) ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่เงินเฟ้อลดลงต่ำหรืออาจติดลบ

ทำไมอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ² ถึงขยายตัวแรงกว่าประเทศอื่น ๆ ?

เพราะการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจนขึ้นและกิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มทยอยกลับเข้าสู่ภาวะปกติ โดยจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องและการแจกจ่ายวัคซีนที่ทั่วถึง ส่งผลให้ภาครัฐผ่อนคลาย

คลายมาตรการควบคุมและภาคบริการสามารถกลับมาเปิดบริการได้ตามปกติ ประกอบกับภาครัฐมีการอัดฉีดผ่านมาตรการฟื้นฟูและเยียวยาขนาดใหญ่อย่างต่อเนื่อง (“Build Back Better”) ส่งผลให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวสูงขึ้นเป็นการชั่วคราว (transitory inflation)

ทำไมเงินเฟ้อที่ขยายตัวสูงยังมองว่าไม่น่ากังวล ?

1) ราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นเป็นเพียงสินค้าบางกลุ่ม: เงินเฟ้อทั่วไปที่ขยายตัวสูงในเดือน เม.ย. - พ.ค. 64 เป็นผลจากราคาสินค้า 2 กลุ่ม ที่ขยายตัวสูง (ภาพที่ 3) ได้แก่

- กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการ (service) และกิจกรรมนอกบ้านที่ได้รับอานิสงส์จากการทยอยผ่อนปรนมาตรการควบคุมการระบาด อาทิ ราคาตั๋วเครื่องบินและรถเช่า
- กลุ่มที่ได้รับผลกระทบจาก supply shortage โดยเฉพาะ การขาดแคลน semiconductor ที่ส่งผลต่ออุตสาหกรรมรถยนต์ และส่งผลไปถึงตลาดรถยนต์มือสอง โดยดัชนีราคารถยนต์มือสองขยายตัว 20.9% (y-o-y) และ 29.7% (y-o-y) ในเดือน เม.ย. และ พ.ค. 64 ตามลำดับ

ทั้งนี้ หากพิจารณาเฉพาะสินค้าส่วนใหญ่โดยตัดกลุ่มสินค้าที่มีราคาเพิ่มขึ้นสูงสุดและน้อยสุดออกแล้ว (trimmed CPI) ภาพรวมเงินเฟ้อยังคงขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามการ normalization ของเศรษฐกิจ (ภาพที่ 4)

2) ผลจาก pent-up demand และปัญหา supply shortage ที่ส่งผลให้ราคาสินค้าเพิ่มขึ้น รวมถึงผลของฐานต่ำในปีก่อน จะทยอยหมดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2021

- ภายหลังจากทยอยกลับสู่ภาวะปกติ (normalization) ราคาสินค้าที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการมีแนวโน้มชะลอลง รวมทั้งผลของ pent-up demand ที่จะลดลงเมื่อมาตรการเยียวยาหมดไป (stimulus checks เริ่มหมดลงในช่วงไตรมาสที่ 2 ปีนี้ และ unemployment benefits จะสิ้นสุดในเดือน ก.ย. 64) (ภาพที่ 5)
- คาดว่าปัญหา supply shortage จะเริ่มคลี่คลาย เมื่อสามารถปรับปริมาณการผลิตให้สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศอื่น ๆ
- นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูง ส่วนหนึ่งเป็นผลจากฐานต่ำในไตรมาสที่ 2 ปีก่อน ซึ่งสหรัฐฯ เจอการระบาดของ COVID-19 เป็นครั้งแรกและมีมาตรการปิดเมืองเพื่อจำกัดจำนวนผู้ติดเชื้อ (ภาพที่ 6)

² ดัชนีราคาผู้บริโภคสหรัฐฯ มี 2 ตัวที่สำคัญคือ (1) personal consumption expenditures (PCE) ที่สำรวจจากยอดค้าปลีกภาคธุรกิจ และ (2) consumer price index (CPI) ที่สำรวจจากผู้บริโภค โดยสินค้าในตะกร้า PCE มีความหลากหลายและมีการกระจายน้ำหนักมากกว่าสินค้าในตะกร้า CPI รวมถึง PCE มีการปรับน้ำหนักเป็นประจำ เพื่อให้สอดคล้องกับทิศทางการใช้จ่ายของครัวเรือนที่เปลี่ยนแปลง (เป็นประเด็นที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ให้ความสำคัญ โดยเฉพาะ core PCE) โดยความแตกต่างเหล่านี้ส่งผลให้ตัว CPI มีความผันผวนมากกว่า PCE แต่โดยรวมมีทิศทางที่สอดคล้องไปด้วยกัน

3) Inflation expectation ยังอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ ในภาพรวม inflation expectation³ มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามการ normalization ของเศรษฐกิจ โดยอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะยาวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่ยังอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีต นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ระยะยาวยังคงต่ำกว่าระยะสั้น สะท้อนมุมมองตลาดว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับลดลงในระยะต่อไป (ภาพที่ 7) นอกจากนี้ ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ยังคงมองว่าเงินเฟ้อที่สูงในปัจจุบันเป็นปัจจัยชั่วคราว และจะสามารถคุมให้เงินเฟ้อให้อยู่ในกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อเฉลี่ย (Average Inflation Targeting) ซึ่งยอมให้อัตราเงินเฟ้อสามารถสูงกว่าค่าปกติได้ในช่วงระยะเวลาหนึ่ง และจะยังคงการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อไป โดยจากการสำรวจตลาดและกลุ่มนักวิชาการมองว่าการสื่อสารของ Fed ยังคงมีความน่าเชื่อถือ ชัดเจน และคงเส้นคงวา (ภาพที่ 8)

มีความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะขยายตัวสูงต่อเนื่องและไม่สามารถควบคุมได้

แม้อัตราเงินเฟ้อในหลายประเทศกลับมาเพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาจะเป็นผลจากการทยอยฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ภายหลังจากแพร่ระบาดคลี่คลายในหลายประเทศและจากปัจจัยชั่วคราว แต่ยังคงมีปัจจัยที่อาจส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง (accelerating and persistent inflation) และทำให้ไม่สามารถควบคุมอัตราเงินเฟ้อได้ ประกอบด้วย

ระยะสั้น

- โอกาสที่จะเกิด post-pandemic boom ภายหลังจากแพร่ระบาดคลี่คลาย โดยเศรษฐกิจกลับสู่สภาวะปกติ และมีการทยอยเปิดประเทศ ซึ่งมาพร้อม pent-up demand รอบใหม่ และส่งผลให้เงินเฟ้อทั่วโลกปรับสูงขึ้น
- โอกาสที่เม็ดเงินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะมีผลต่ออัตราเงินเฟ้อมากกว่าที่คาดไว้ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ที่มีการเร่งผลักดันมาตรการฟื้นฟูเศรษฐกิจขนาดใหญ่ “Build Back Better” ซึ่งจะส่งผลให้เม็ดเงินไหลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจมากขึ้นในช่วง 8-10 ปีข้างหน้า และอาจส่งผลกระทบต่อประเทศอื่น ๆ มากกว่าที่คาดไว้ (spillover)
- ปัญหาด้าน supply จากปัญหา disruption ที่มีโอกาสยืดเยื้อและรุนแรงกว่าคาด หากมีการแพร่ระบาดระลอกใหม่โดยเฉพาะ ในกลุ่มประเทศส่งออกในเอเชีย ส่งผลกระทบต่อราคาวัตถุดิบ โดยเฉพาะ semiconductor และทำให้ราคาสินค้าที่เกี่ยวข้องเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยการผลิตสินค้ากลุ่มดังกล่าวยังคงกระจุกตัวอยู่บางประเทศ รวมถึงปัญหาด้านการขนส่งที่ล่าช้า อาจส่งผลให้การขาดแคลนยืดเยื้อออกไปอีก
- ความเสี่ยงของธนาคารกลางในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ โดยเฉพาะ Fed ที่ปรับเป้าหมายเงินเฟ้อเป็นเงินเฟ้อเฉลี่ยแบบยืดหยุ่น ซึ่งสร้างความไม่แน่นอนจากการไม่ระบุกรอบค่าเฉลี่ยที่ชัดเจน อาจส่งผลกระทบต่อ credibility ของธนาคารกลาง และอาจซ้ำรอยเหตุการณ์ในช่วง 1970s ที่ไม่สามารถควบคุมเงินเฟ้อได้ รวมทั้ง

³อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (Inflation expectation) คือ อัตราเงินเฟ้อในอนาคตที่ครัวเรือนคาดว่าจะเกิดขึ้น ซึ่งมีความสำคัญกับแนวโน้มเงินเฟ้อในอนาคต

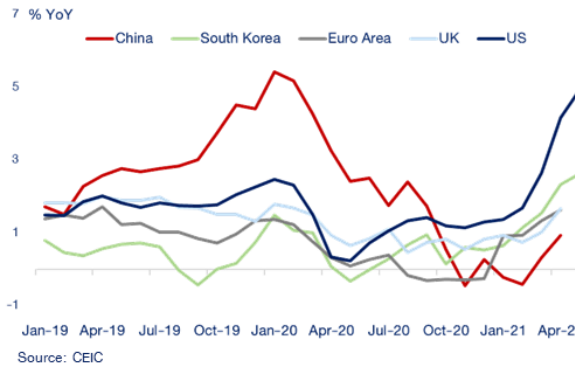
การทำ Quantitative Easing (QE) ที่บางส่วนทำการเข้าซื้อ mortgage backed securities (MBS) ซึ่งเสมือนเป็นการสนับสนุนให้ราคาอสังหาริมทรัพย์ปรับเพิ่มขึ้น

ระยะกลาง – ยาว

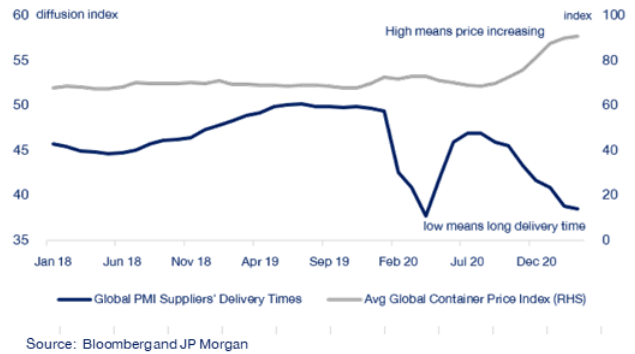
ความเสี่ยงของปัญหาระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่อาจลามไปสู่การเกิด decoupling หรือการแยกขั้วอำนาจโลกที่ชัดเจนขึ้น โดยเฉพาะในมิติของการแยกห่วงโซ่การผลิตของโลก ตั้งแต่การขึ้นภาษีภายใต้สงครามการค้า ไปจนถึงการกีดกันไม่ให้ภาคธุรกิจของจีนเข้าถึงเทคโนโลยี ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการผลิตสินค้าปรับสูงขึ้น และส่งผลให้อัตราเงินเพื่อเพิ่มขึ้นได้ ทั้งนี้ เริ่มเห็นสัญญาณการแบ่งแยกที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากตัวแผนฟื้นฟูเศรษฐกิจ Build Back Better ของสหรัฐฯ เพื่อให้สามารถแข่งขันกับจีนได้ในอนาคต โดยเฉพาะการสนับสนุนการทำ R&D ของ high-tech industries ในประเทศสหรัฐฯ และการร่วมมือกับประเทศพันธมิตรเพื่อสร้างห่วงโซ่การผลิตที่ไม่มีจีนร่วมอยู่ด้วย ขณะที่จีนเองก็ปรับแผนพัฒนาเศรษฐกิจเป็น dual-circulation ที่เน้นพึ่งพาตนเองมากขึ้น (self-reliant) เช่นกัน

ภาคผนวก

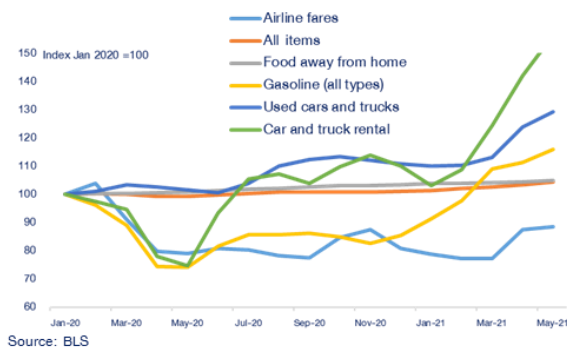
ภาพที่ 1: CPI of trading partners (DM)



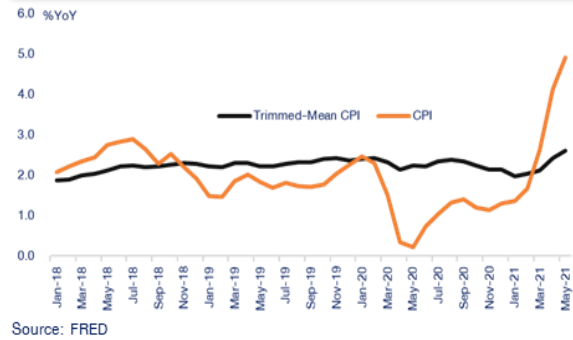
ภาพที่ 2: Delivery Time & Global Container Price



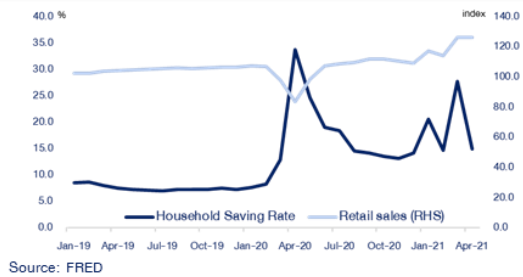
ภาพที่ 3: US CPI, selected items



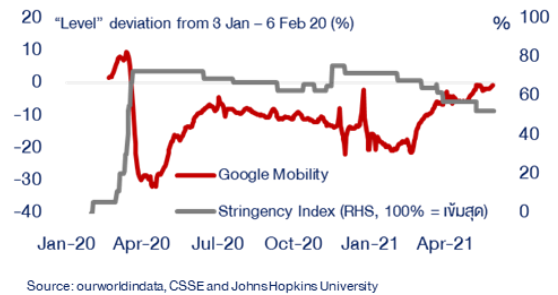
ภาพที่ 4: US Trimmed CPI



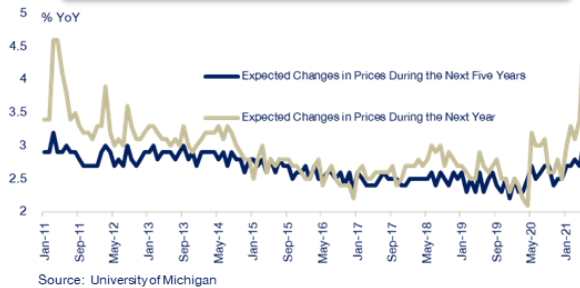
ภาพที่ 5: US saving and retail sales



ภาพที่ 6: Stringency index and Google mobility



ภาพที่ 7: inflation expectation



ภาพที่ 8: Survey of Primary Dealers

	Number of Respondents
1 - Ineffective	0
2	0
3	6
4	15
5 - Effective	3
# of Responses	24

Source: Federal Reserve Bank of New York