"Revisiting the last decade of monetary policy"

Closing panel โดย ดร.เศรษฐพุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ

ผู้ว่าการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

BIS Annual Conference 2024

ณ เมืองบาเซิล ประเทศสวิตเซอร์แลนด์

ช่วงทศวรรษที่ผ่านมา กรอบการดำเนินนโยบายการเงินถูกทดสอบจากทั้งอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำต่อเนื่องและการเร่งตัวของอัตราเงินเฟ้อโดยมิได้คาดหมาย ท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในระบบเศรษฐกิจการเงินและภูมิรัฐศาสตร์ ซึ่งทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความท้าทายมากขึ้น จากประสบการณ์ดังกล่าว ผมอยากจะยก**บทเรียนสำคัญขึ้นหนึ่งบทเรียน และคำถามชวนคิดอีกหนึ่งคำถาม**

เริ่มกันที่การถอดบทเรียน ความไม่แน่นอนที่เกิดขึ้นในตลาดหนึ่งทศวรรษที่ผ่านมา ชี้ให้เห็นถึง**ความจำเป็นของการมีกรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่ยืดหยุ่น (robust monetary policy framework)** ซึ่งมีคุณลักษณะสามประการดังต่อไปนี้

ประการแรก คือ การ**ให้ความสำคัญแก่เสถียรภาพ** โดยในช่วงที่สัญญาณชี้วัดทางเศรษฐกิจมีความผันผวน (noisy economic signals) นโยบายการเงินเองไม่ควรสร้างความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้นไปอีก ซึ่งหมายความว่า การดำเนินนโยบายการเงินต้องให้ความสำคัญในการสร้างเสถียรภาพ และ**ไม่ตอบสนองกับข้อมูลใหม่เกินจำเป็น**เนื่องจากข้อมูลอาจมีความผันผวนมาก เราควรดำเนินนโยบายการเงินโดยพิจารณาแนวโน้มเศรษฐกิจภาพรวมในระยะข้างหน้าเป็นสำคัญ (outlook-dependent) มากกว่าพิจารณาจากข้อมูลล่าสุดเพียงอย่างเดียว (data-dependent) ซึ่งเป็นความท้าทายของการแยกแยะสัญญาณที่สำคัญต่อการดำเนินนโยบาย ตัวอย่างเช่น หากอัตราเงินเฟ้อเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาเชิงเปรียบเทียบ (relative price change) ในหลายหมวดสินค้า ความท้าทายคือการมองข้ามการเปลี่ยนแปลงของราคาส่วนที่เป็นแนวโน้มชั่วคราวให้ได้ และมุ่งไปที่การเปลี่ยนแปลงของแนวโน้มพื้นฐานของราคา เพื่อ**หลีกเลี่ยงการปรับเปลี่ยนนโยบายโดยไม่จำเป็น** ซึ่งช่วงทศวรรษที่ผ่านมาเตือนให้เราตระหนักและยอมรับว่า นโยบายการเงินนั้นไม่สามารถแก้ไขปัญหาทุกอย่างได้ โดยเฉพาะช่วงล่าสุดที่เงินเฟ้อปรับสูงขึ้น จะเห็นได้ว่าเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของราคาที่อยู่นอกเหนือการควบคุม

ประการที่สอง คือการ**รักษาทางเลือกในการดำเนินนโยบาย**ท่ามกลางความไม่แน่นอน เพื่อหลีกเลี่ยงการถูกบังคับให้ต้องดำเนินนโยบายแบบกลับทิศ หมายความว่าเราไม่ควรมุ่งดำเนินนโยบายที่เพียงเหมาะสมที่สุดสำหรับเฉพาะช่วงเวลานั้น ๆ แต่ควรเลือกนโยบายที่สามารถรองรับแนวโน้มเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอน หรือรองรับสภาวะเศรษฐกิจที่จะเปลี่ยนแปลงได้ โดยต้องไม่เพิ่มข้อจำกัดในการดำเนินนโยบายของตัวเองโดยไม่จำเป็น เช่น การทำ forward guidance ที่มากเกินไป โดยเฉพาะในรูปแบบที่ต้องชี้ชัดเจนว่าทิศทางของนโยบายการเงินจะเป็นอย่างไรล่วงหน้า ซึ่งเช่นนี้เป็นเหมือนเป็นการมัดมือตัวเอง นอกจากนี้ การมีกันชนในด้านอื่นๆ เช่น ภาคธนาคารที่เข้มแข็ง เงินสำรองระหว่างประเทศที่เพียงพอ และการรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (policy space) ในระดับที่เหมาะสม ถือเป็นกลไกสำคัญที่จะสามารถช่วยรักษาทางเลือกและเพิ่มความสามารถของการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อรองรับความเสี่ยงต่างๆ ในระยะข้างหน้าได้

ประการที่สามคือ **การใช้เครื่องมือแบบผสมผสาน** (macro-financial stability framework: MFSF หรือ Integrated Policy Framework: IPF) เพื่อดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงิน ซึ่งจะเป็นการช่วยลดการ trade-off ของนโยบายและทำให้เรามีอิสระในการใช้นโยบายการเงินมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น การแทรกแซงค่าเงิน (FXI) ซึ่งถือเป็นมาตรการสำคัญสำหรับประเทศเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็กอย่างประเทศไทย ที่ใช้เพื่อช่วยลดความผันผวนในตลาดการเงิน และการใช้มาตรการ macroprudential เพื่อลดการสะสมของ financial imbalance ควบคู่ไปกับการใช้มาตรการทางการเงินเพื่อดูแลกลุ่มเปราะบาง เป็นต้น อย่างไรก็ดี การนำ MFSF ไปใช้จริงนั้น ยังต้องได้รับการพัฒนาอีกมาก เพราะแม้เราจะมีเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการช่วยชี้แนะอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม เช่น Taylor rules หรือ r-star (the real natural rate of interest) แล้ว แต่เรายังขาดเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการช่วยชี้แนะการดำเนินนโยบายแบบผสมผสานที่เหมาะสม เช่น "credit-to-GDP star"

มาถึงคำถามที่อยากชวนคิดกันบ้าง หากมองย้อนดูแล้ว ในช่วงสองถึงสามทศวรรษที่ผ่านมานั้น การดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (inflation targeting) ถือว่า**ได้ผลเป็นอย่างดี** ไม่ว่าจะพิจารณาจากแง่มุมด้านการลดความผันผวนของเศรษฐกิจ ลดอัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ย หรือการช่วยสร้างเสถียรภาพในระบบการเงินและธนาคาร ซึ่งสำหรับประเทศตลาดเกิดใหม่นั้น ความน่าเชื่อถือของกรอบการดำเนินนโยบาย และความเป็นอิสระของธนาคารกลางนับเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งเสริมให้เศรษฐกิจมีภูมิคุ้มกัน ทนทานต่อผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของประเทศหลักทั่วโลกได้

อย่างไรก็ดี แม้ธนาคารกลางจะสามารถทำหน้าที่ดูแลเศรษฐกิจได้ค่อนข้างดีในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา แต่ปัจจุบัน ธนาคารกลางในหลายประเทศรวมทั้งไทยยังเผชิญกับแรงกดดันอย่างสูงในประเด็นความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบาย และดูเหมือนว่า**การปฏิบัติได้สำเร็จลุล่วงตามพันธกิจอาจไม่ใช่เงื่อนไขที่เพียงพอสำหรับการคงไว้ซึ่งความเป็นอิสระ** ซึ่งผมอาจไม่มีคำตอบที่ชัดเจนถึงเหตุดังกล่าว จึงขอฝากข้อสังเกตไว้สามประเด็น

ข้อแรกคือ **key performance indicators (KPIs) ที่ธนาคารกลางตั้งไว้ไม่สอดคล้องกับ KPIs ที่บุคคลทั่วไปคาดหวังจากธนาคารกลาง** การดำเนินนโยบายการเงินจะเป็นการมองเศรษฐกิจในระดับมหภาค ซึ่งอาจไม่สะท้อนความแตกต่างที่ซ่อนอยู่ในแต่ละกลุ่มรายได้ สาขาธุรกิจและครัวเรือน ทำให้มุมมองต่อภาพเศรษฐกิจแตกต่างจากการรับรู้ของคนหรือธุรกิจในแต่ละกลุ่มได้ รวมถึงยังมีความแตกต่างในมิติเวลา ที่**การดำเนินนโยบายจะต้องคำนึงถึงผลในระยะปานกลาง** ขณะที่โดยทั่วไปภาคธุรกิจหรือประชาชนจะให้น้ำหนักกับสถานการณ์ในปัจจุบันมากกว่า นอกจากนี้ มุมมองที่แตกต่างกันยังอาจเกิดจากบทบาทของธนาคารกลางเองที่จะ**ดำเนินนโยบายเพื่อป้องกันไม่ให้สถานการณ์เลวร้ายเกิดขึ้น** อาทิ การเกิดวิกฤตเงินเฟ้อ หรือวิกฤตสถาบันการเงิน ซึ่งหากดำเนินได้สำเร็จ คนทั่วไปย่อมไม่เผชิญกับสถานการณ์เลวร้ายดังกล่าว และไม่รับรู้ถึงผลกระทบโดยจะรับรู้เพียงผลข้างเคียงจากการป้องกันสถานการณ์ ซึ่งอาจส่งผลต่อการใช้ชีวิตบ้าง เปรียบเสมือนกับคนไข้ที่จะรับรู้เพียงรสขมของยา แต่จะไม่รับรู้ผลจากพิษไข้หากอาการทรุดลงไปมากกว่านี้ การอธิบายผลของนโยบายด้วยการยกตัวอย่างเหตุการณ์ที่ยังไม่เกิดขึ้น (counterfactual) จึงอาจช่วยสร้างความเข้าใจต่อการดำเนินนโยบายได้เพียงระดับหนึ่งเท่านั้น

แม้ว่าที่จริงแล้วประเด็นดังกล่าวก็เป็นประเด็นปกติของการดำเนินนโยบายการเงิน ไม่ได้ถือเป็นเรื่องใหม่แต่ทำไมความไม่พอใจทวีความรุนแรงขึ้นในช่วงหลัง คำถามนี้นำมาสู่ข้อสังเกตที่สองคือ ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา **รูปแบบและวิธีการของการอภิปรายประเด็นหรือเรื่องราวต่างๆ ในสังคมเราเปลี่ยนไปอย่างมาก** จากที่เคยเป็นแบบรวมศูนย์ (centralized) ผ่านสื่อมวลชนแบบดั้งเดิม (โทรทัศน์ วิทยุ หรือหนังสือพิมพ์) กลายเป็นแบบกระจายตัวมากขึ้น (decentralized) ผ่าน social media หรือแพลตฟอร์มออนไลน์ต่างๆ ซึ่งการกระจายตัวที่มากขึ้นและการแข่งขันเพื่อดึงความสนใจทำให้มีการขยายความในประเด็นที่มีความเห็นต่างและแบ่งขั้วทางความคิดมากขึ้น การสื่อสารข้อมูลที่ถูกต้องจากธนาคารกลางเองก็เป็นเรื่องที่ท้าทายมากขึ้นเช่นกัน

ข้อสังเกตสุดท้ายคือ ในทศวรรษที่ผ่านมา ธนาคารกลางต่างๆ ต้องเผชิญกับความท้าทายที่มากขึ้น ส่งผลให้ต้องมีการดำเนินนโยบายแบบใหม่ (unconventional policy) มีการขยายงบดุลของธนาคารกลาง หรือการใช้มาตรการรับมือกับวิกฤตเพื่อให้เกิดผลในวงกว้าง **ซึ่งล้วนเป็นการขยายขอบเขตบทบาท (footprint) ของธนาคารกลางในตลาดภาคเอกชนมากขึ้น** ซึ่งเป็นการเพิ่มความคาดหวังของประชาชนในสิ่งที่ธนาคารกลางสามารถทำได้ เปรียบเหมือนว่านอกจากประชาชนจะเลื่อนหลักชัยให้ธนาคารกลางต้องวิ่งไปไกลมากขึ้น ยังเพิ่มจำนวนหลักชัยให้ธนาคารกลางต้องวิ่งเข้าหามากขึ้นด้วย และเมื่อความคาดหวังเพิ่มขึ้น การรักษาชื่อเสียงหรือความน่าเชื่อถือ รวมถึงรักษาความเป็นอิสระก็จะยากขึ้นด้วย

ไม่ว่าเหตุผลอะไรที่ทำให้ผลงานของธนาคารกลางกับภาพลักษณ์ในสายตาของประชาชนไม่สอดคล้องกันนั้น ธนาคารกลางเองต้องทำความเข้าใจและหาทางรับมือให้ได้ เพราะความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งที่จะทำให้ธนาคารกลางสามารถปฏิบัติตามพันธกิจ ซึ่งแม้ว่าเรามักจะผูกความเป็นอิสระของธนาคารกลางไว้กับการดำเนินนโยบายการเงิน แต่ในความเป็นจริงแล้ว **ความเป็นอิสระของเรายังขึ้นอยู่กับการทำหน้าที่ด้านอื่นๆ ด้วย** โดยเฉพาะการกำกับดูแลสถาบันการเงิน ซึ่งที่ผ่านมาประชาชนยังไม่พอใจในประเด็นด้านการกำกับดูแลสถาบันการเงิน เช่น ค่าธรรมเนียม การเข้าถึงบริการทางการเงิน กำไรของธนาคาร หรือการเลิกกิจการของธนาคาร ดังนั้นผมขอฝากข้อคิด (food for thought) ไว้ว่า **การจะดำเนินนโยบายการเงินได้ดีนั้น ต้องรวมถึงการทำหน้าที่ของธนาคารกลางในมิติอื่นๆ ได้ดีควบคู่กันด้วย**