

## หมดยุคดอกเบี้ยต่ำ?

ดอน นาครทรรพ

ธนาคารแห่งประเทศไทย

ไทยกำลังจะหมดยุคดอกเบี้ยต่ำแล้วหรือไม่ คงเป็นคำถามหนึ่งที่หลายคนมีในใจ หลังจากที่คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ส่งสัญญาณชัดเจนว่า จะพิจารณาเวลาที่เหมาะสมในการทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะต่อไป

คำถามนี้จริงๆแล้วยากที่จะตอบได้ เพราะเราไม่ทราบว่ อัตราดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายกี่ครั้ง และจะไปสิ้นสุดที่เท่าไร **เท่าที่ตอบได้ตอนนี้ คือ ยุคดอกเบี้ย “ต่ำเป็นพิเศษ” กำลังจะสิ้นสุดลง**

มองย้อนกลับไปในอดีต ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันที่ร้อยละ 0.50 ต่อปี เป็นระดับที่ต่ำที่สุดตั้งแต่ไทยเริ่มมีการใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน (อัตราดอกเบี้ยนโยบายเกิดขึ้นพร้อมกับการเปลี่ยนมาใช้กรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่มีเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายในปี 2543 ช่วงก่อนหน้านั้นในปี 2541-42 รพท. ดำเนินนโยบายการเงินโดยมีปริมาณเงินเป็นเป้าหมาย ขณะที่ก่อนเดือนกรกฎาคม ปี 2540 รพท. ดำเนินนโยบายการเงินแบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จึงไม่มีความจำเป็นที่ต้องมีอัตราดอกเบี้ยนโยบาย)

ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะลงมาที่ร้อยละ 0.50 ต่อปี ในปัจจุบัน ระดับต่ำสุดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ร้อยละ 1.25 ต่อปี ในช่วงปี 2546-2547 และช่วงปี 2552-2553 โดยค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอด 20 กว่าปีที่ผ่านมามีอยู่ที่ร้อยละ 2.0 ต่อปี

สมมติให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายรอบนี้ปรับขึ้นไปสูงสุดที่ร้อยละ 1.50 ต่อปี ตามที่สำนักวิจัยสำนักหนึ่งคาดไว้ อัตราดอกเบี้ยนโยบายก็ยังถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำมาก



ไม่เพียงแต่ระดับต่ำสุดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันจะต่ำกว่าระดับต่ำสุดในอดีต แต่ระยะเวลาที่แช่ไว้ยังยาวนานกว่าอีกด้วย โดยระดับต่ำสุดทั้งสองครั้งในอดีตกินเวลาเพียงปีเศษๆ ขณะที่นับถึงตอนนี้ เราอยู่กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ร้อยละ 0.50 ต่อปี มาเกินสองปีแล้ว

คงไม่ต้องถามว่าเรามาถึงจุดนี้ได้อย่างไร การแพร่ระบาดของโควิด-19 กระทบเศรษฐกิจไทยรุนแรงมาก โดยจนถึงตอนนี้ กิจกรรมทางเศรษฐกิจยังไม่กลับไปเท่ากับระดับก่อนการระบาดของโควิด-19 จึงมีความจำเป็นที่ กนง. ต้องใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษในการดูแลเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่อธิบายว่า ทำไมไทยจึงยังไม่ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยโลก ที่หลายธนาคารกลางปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปก่อนหน้านี้แล้ว

อย่างไรก็ดี ล่าสุด กนง. ประเมินว่า การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยเป็นไปอย่างต่อเนื่องและมีโอกาสฟื้นตัวได้ดีกว่าที่เคยประเมินไว้ การดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษจึงมีความจำเป็นลดลง ประกอบกับ กนง. ประเมินว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะช่วยลดความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อสูงและการสะสมความเสี่ยงในระบบการเงินที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับไปสูงกว่าระดับก่อนการระบาดของโควิด-19 ในปีหน้า

ในส่วนของเงินเฟ้อ นั้น ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ให้สัมภาษณ์ว่า หากปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเข้าเกินไป จะคุมเงินเฟ้อได้ยาก แม้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อประชาชนในเรื่องของต้นทุนการกู้ยืม โดยเฉพาะครัวเรือนรายได้น้อย แต่ก็ยังน้อยกว่าเมื่อเทียบกับการปล่อยให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นสูง

ผมขอขยายความตรงนี้เพิ่มเติม ที่ว่าผลกระทบจากเงินเฟ้อมากกว่าผลของอัตราดอกเบี้ยนั้นน่าจะชัดเจน เพราะค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าและบริการของคนส่วนใหญ่สูงกว่าค่าใช้จ่ายอัตราดอกเบี้ยมาก อีกทั้งขนาดของอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันก็มากกว่าขนาดของอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นหลายเท่า อย่างไรก็ตาม หลายท่านอาจจะสงสัยว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในภาวะปัจจุบันจะช่วยป้องกันไม่ให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นได้อย่างไร โดยเฉพาะก่อนหน้านี้ไม่นาน ธปท. ยังบอกว่าเงินเฟ้อไทยมาจากด้านต้นทุน ทั้งจากราคาอาหารและราคาพลังงาน ซึ่ง ธปท. ทำอะไรไม่ได้

ในทางทฤษฎี การปรับขึ้นของเงินเฟ้อเกิดขึ้นได้จาก 3 ปัจจัย 1. ปัจจัยด้านต้นทุนที่ได้กล่าวมาแล้ว 2. ปัจจัยด้านอุปสงค์ หรือความต้องการซื้อสินค้าและบริการ ซึ่งถ้ามีความต้องการสินค้าและบริการมาก กลไกตลาดจะนำไปสู่ราคาสินค้าและบริการที่สูงขึ้น และ 3. การคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต ที่หากผู้ประกอบการและแรงงาน คาดว่าราคาในอนาคตจะปรับสูงขึ้น ก็จะปรับราคาสินค้าและการเรียกร้องค่าแรงขึ้นตามการคาดการณ์

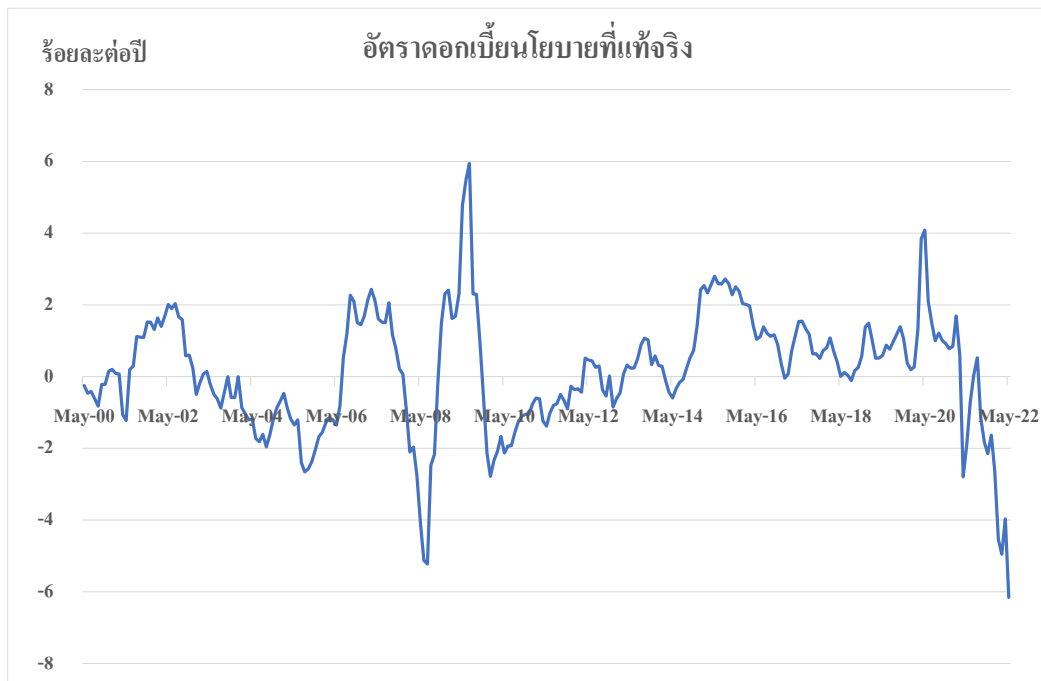
ที่ผ่านมา เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบรุนแรงจากการระบาดของโควิด-19 ทำให้ความต้องการสินค้าและบริการหายไป ผู้ประกอบการอยากปรับขึ้นราคาก็ทำไม่ได้เพราะไม่มีกำลังซื้อ อัตราเงินเฟ้อไทยจึงอยู่ในระดับต่ำ ก่อนที่จะปรับเพิ่มขึ้นเพราะปัจจัยด้านต้นทุน โดยเมื่อเดือนกรกฎาคม 2564 ธปท. ยังต้องเขียนจดหมายเปิดผนึกอธิบายว่าทำไมอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในระหว่างเดือนกรกฎาคม 2563 - เดือนมิถุนายน 2564 จึงอยู่ต่ำกว่าขอบล่างของกรอบเป้าหมายนโยบายที่ร้อยละ 1-3 ต่อปี

อย่างไรก็ดี กนง. ประเมินว่าข้อมูลเศรษฐกิจไทยในไตรมาส 1 ของปีนี้ ชี้ถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยที่เข้มแข็งกว่าที่ กนง. ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ ประกอบกับข้อมูลเร็วหลังการทยอยเปิดเมืองและเปิดประเทศ ชี้ว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศและนักท่องเที่ยวต่างประเทศในระยะต่อไปมีแนวโน้มดี ซึ่งหมายความว่า **ปัจจัยกดดันเงินเฟ้อจากด้านอุปสงค์จะทยอยเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และโดยเฉพาะในปีหน้า**

ขณะเดียวกัน กนง. มองว่าแรงกดดันเงินเฟ้อจากด้านต้นทุนจะอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่คาด ซึ่งอาจมีผลต่อคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาวของประชาชนและธุรกิจ กนง. จึงต้องการส่งสัญญาณว่า กนง. เอาจริงในการดูแลปัญหาเงินเฟ้อ เพื่อไม่ให้การคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตเตลิดไปไกล ข้าเดิมแรงกดดันเงินเฟ้อจากต้นทุนและอุปสงค์

ในมุมมองของนโยบายการเงิน การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ไม่ใช่การไปจุดเศรษฐกิจที่กำลังฟื้นตัว แต่เป็นการดูแลแรงกดดันเงินเฟ้อจากอุปสงค์ไม่ให้เพิ่มขึ้นเร็วเกินไปจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำเป็นพิเศษ ซึ่งเป็นที่มาของการเปรียบเทียบว่า กนง. เพียงต้องการจะผ่อนคันเร่ง ไม่ใช่การเหยียบเบรก

คำว่าอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำเป็นพิเศษ ไม่ได้หมายถึงระดับของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ร้อยละ 0.50 ต่อปี เพียงอย่างเดียว แต่ยังครอบคลุมถึงส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ หรือที่นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า “อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (Real policy rate)” ด้วย



ในสถานการณ์ปัจจุบันที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่กับที่ แต่อัตราเงินเฟ้อพุ่งสูงขึ้นเรื่อยๆ อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงจึงติดลบมากขึ้น ทำให้แรงกระตุ้นเศรษฐกิจจากนโยบายการเงินเพิ่มสูงขึ้น เปรียบเหมือนคันเร่งที่อยู่ๆก็เร่งแรงขึ้นเองโดยอัตโนมัติ แม้เราจะเหยียบคันเร่งด้วยแรงเท่าเดิม

ขอยกตัวอย่างในการอธิบาย สมมติว่า ตอนต้นปี เรามีเงิน 100 บาท ซื้อสินค้าราคา 100 บาทได้ 1 ชิ้น เราเอาเงิน 100 บาทนี้ไปฝากธนาคารที่อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 0.50 ต่อปี สิ้นปีเราจะมีเงิน 100.50 บาท แต่ถ้าราคาของสินค้าที่เราเคยซื้อปรับขึ้นไปร้อยละ 7 ต่อปี เป็น 107 บาท ณ สิ้นปี เท่ากับว่า จริงๆแล้ว ผลตอบแทนจากเงินฝากติดลบ เพราะเมื่อครบปี เงินต้นบวกดอกเบี้ยที่เราได้ไม่พอที่จะซื้อสินค้าชิ้นเดิมแล้ว

ในกรณีนี้ ผู้ฝากเงินจะมีแรงจูงใจเอาเงินฝากออกมาใช้จ่ายใช้สอย เพราะการซื้อของตอนนี้ได้ราคาที่ถูกกว่าการรอไปซื้อในอนาคต นโยบายการเงินที่ไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นตามเงินเฟ้อจึงเป็นการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจโดยปริยาย

ในรูปประกอบ เราจะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง (ในที่นี้ใช้อัตราเงินเฟ้อในเดือนเดียวกันเป็นตัวหักแทนเงินเฟ้อคาดการณ์) ของไทยไม่เพียงจะติดลบสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แต่ยังเป็นการติดลบในระดับที่สูงขึ้นเร็วมาก จากการเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา

ที่สำคัญไม่แพ้กัน หรืออาจจะมากกว่าด้วยซ้ำ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ติดลบมาก (ซึ่งทำให้การฝากเงินมีผลตอบแทนที่ติดลบมาก หลังหักผลของเงินเฟ้อออกไปแล้ว) นอกจากจะเป็นตัวกระตุ้นอุปสงค์แล้ว ยังเป็นเชื้อไฟอย่างดีของการเก็งกำไร และการแสวงหาผลตอบแทนการลงทุนที่มีการประเมินความเสี่ยงต่ำเกินไป ทั้งการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และการลงทุนในกิจการที่มีใช้ธุรกิจหลัก ซึ่งเป็นการสะสมความเสี่ยงต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน และเป็นสิ่งที่ กนง. ไม่อยากเห็นอย่างยิ่ง

แล้วสุดท้ายระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมควรจะอยู่ที่เท่าไร คำตอบนี้ขึ้นกับบริบทเศรษฐกิจ ทั้งแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจ เงินเฟ้อคาดการณ์ในอนาคต และความเสี่ยงต่อเสถียรภาพของระบบการเงินในขณะนั้น แต่ที่แน่ๆ อัตราดอกเบี้ยที่ร้อยละ 0.50 ต่อปี นั้นต่ำเกินไปที่จะอยู่ระดับนี้ต่อไปเรื่อยๆ ในสถานการณ์ปัจจุบัน

---

*บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคลซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย*