

ถึงคราวธนาคารกลางทุกแห่งต้องดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ?

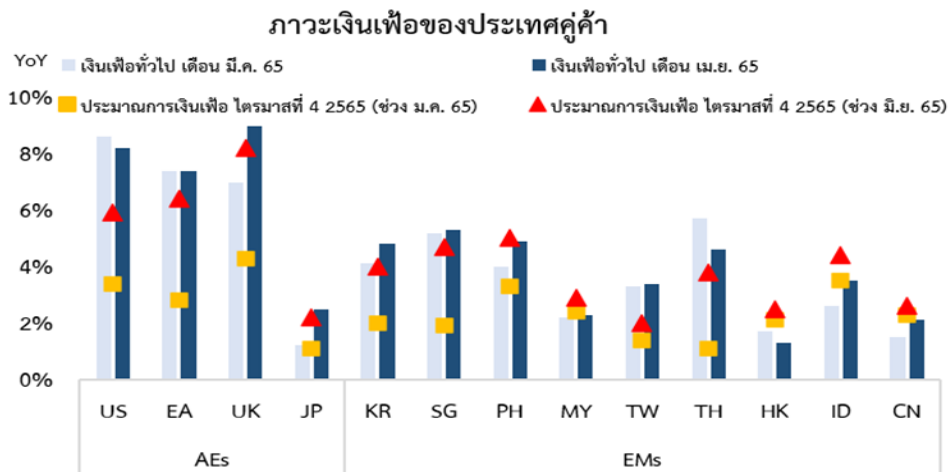
คอลัมน์ "มองสี่เบี้ย" นสพ. กรุงเทพธุรกิจ
ฉบับที่ 12/2565 วันที่ 21 มิ.ย. 2565

ศุภพิณรัตน์ วงศ์สินศิริกุล
วชรวิช รัมอินทรา
ฝ่ายเศรษฐกิจมหภาค
ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)

ตั้งแต่ครั้งหลังปี 64 ธนาคารกลางหลายประเทศ เริ่มปรับนโยบายการเงินสู่ภาวะปกติ (Normalization) และเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปี 65 หลังจากที่ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในช่วงวิกฤตโควิดปี 63 โดยการปรับนโยบายฯ ของธนาคารกลางต่าง ๆ นั้นมีปัจจัยร่วมสำคัญที่สอดคล้องกับเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงิน คือ การรักษาเสถียรภาพราคา (price stability หรือ inflation) ควบคู่กับการดูแลการเติบโตทางเศรษฐกิจ (growth) และการรักษาเสถียรภาพระบบการเงิน (financial stability)

การเติบโตทางเศรษฐกิจที่กลับเข้าสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต COVID-19 แล้วและเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงกว่ากรอบเป้าหมายค่อนข้างมาก เป็นปัจจัยสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ

ธนาคารกลางทุกแห่งให้ความสำคัญกับการขยายตัวของเศรษฐกิจเป็นอันดับแรก และเมื่อเศรษฐกิจเติบโตทยอยกลับสู่ปกติ คือ ใกล้เคียงระดับก่อนโควิดช่วงต้นปี 64 นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากจึงจำเป็นน้อยลง ปัจจุบันเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าของไทยเกือบครบทุกประเทศได้กลับเข้าสู่ปกติแล้ว ประกอบกับเผชิญภาวะเงินเฟ้อที่สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลางมาเป็นระยะเวลาหนึ่ง โดยเฉพาะกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก (Advanced Economies: AEs) (อาทิ สหรัฐฯ กลุ่มประเทศยูโร ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่เร่งการตัดสินใจดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ



ที่มา: CEIC, Bloomberg (As of 9 มิ.ย. 65)

เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่ คือราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์เป็นผลจาก supply shock ตามปัญหา supply disruption ความขัดแย้งของรัสเซีย-ยูเครน ตลอดจนความเสี่ยงจากมาตรการควบคุมฯ ในจีน เกิดการส่งผ่านต้นทุนอย่างต่อเนื่องทำให้ราคาสินค้าต่าง ๆ ปรับขึ้นเป็นระลอก (second round effect) จนเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง ยากต่อการนำกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายและซ้ำเติมการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงได้ แม้เงินเฟ้อจะมีเหตุมาจากปัญหาอุปทานซึ่งนโยบายการเงินดูแลไม่ได้มาก แต่**นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากเกินไปจะทำให้เกิดอุปสงค์ที่ไปเพิ่มเชื่อให้กับเงินเฟ้อและเงินเฟ้อคาดการณ์**

ปัจจุบันแม้ว่าภาพรวมในหลายประเทศยังสามารถยึดเหนี่ยวเงินเฟ้อคาดการณ์ไว้ได้ (well-anchored) สะท้อนจากเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะปานกลางที่ต่ำกว่าระยะสั้น แต่หากเปรียบเทียบประมาณการเงินเฟ้อในช่วงสิ้นปีของนักวิเคราะห์จะเห็นว่าปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอย่างมีนัยตั้งแต่ต้นปี 65 ทำให้ธนาคารกลางต่าง ๆ เร่งปรับนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติเพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าวข้างต้น

ธนาคารกลางบางแห่งดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ ส่วนหนึ่งเพื่อลดการสะสมความเสี่ยงในภาคส่วนที่อาจกระทบเสถียรภาพระบบการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินการคลังที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษอาจส่งผลต่อเสถียรภาพระบบการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการสร้างความต้องการที่อยู่อาศัยหรือสินเชื่อครัวเรือนมากเกินไป หรือเกิดจากความเปราะบางตั้งแต่ก่อนเกิดโควิด ทำให้ธนาคารบางประเทศต้องนำนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติเพื่อดูแล financial stability ด้านต่าง ๆ ทั้งด้านหนี้ครัวเรือน และตลาดอสังหาริมทรัพย์ อาทิ ธนาคารแห่งประเทศไทย (BoK) ที่ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในช่วงปลายปี 2564 โดยให้ความสำคัญกับหนี้ครัวเรือนและราคาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ **ธนาคารกลางบางแห่งมีแนวทางการปรับนโยบายการเงินตามธนาคารกลางสหรัฐฯ จากแรงกดดันของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (Interest rate differential)** เพื่อรักษาเสถียรภาพด้านต่างประเทศ และการเคลื่อนย้ายเงินทุน เช่น ธนาคารกลางฮ่องกง (HKMA) ที่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายหลัง Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากฮ่องกงใช้ระบบตรึงอัตราแลกเปลี่ยนแบบเข้มงวด (Currency Board)

ปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายการเงิน					
Central Bank	GDP เข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 (Q4/2562)	แรงกดดันด้านเงินเฟ้อ		แรงกดดันเสถียรภาพระบบการเงิน (แรงกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ยของ FED)	การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งหลัง COVID-19 (bps ที่ขึ้นจนถึงปัจจุบัน)
		เงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง (เทียบกับช่วงต้นปี)	ประมาณการเงินเฟ้อของตลาด (เทียบกับช่วงต้นปี)		
KR	Q1/2564	✓ (↑)	(↑)		Q3/2564 (125 bps)
SG*	Q1/2564	✓ (↑)	(↑)		Q4/2564 (150 bps)
UK	Q1/2565	✓ (↑)	✓ (↑)		Q4/2564 (115 bps)
US	Q2/2564	✓ (↑)	✓ (↑)		Q1/2565 (150 bps)
HK	Q1/2564	(↑)	(↑)	✓	Q1/2565 (150 bps)
TW	Q3/2563	✓ (↑)	(↑)	✓	Q1/2565 (37.5 bps)
AU	Q1/2564	✓ (↑)	✓ (↑)		Q2/2565 (75 bps)
MY	Q1/2565	✓	(↑)	✓	Q3/2565 (25 bps)
PH	Q1/2565	✓ (↑)	(↑)	✓	Q3/2565 (25 bps)
EA**	Q4/2564	✓ (↑)	✓ (↑)	✓	Q3/2565
ID**	Q4/2564	(↑)	(↑)	✓	H2/2565
JP**	-	(↑)	(↑)	✓	2566
CN**	Q3/2563	(↑)	(↑)		หลัง 2566

เข้าสู่/อยู่ในวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น
ยังไม่เข้าสู่วัฏจักร

Note * MAS ใช้วิธีกำหนดกรอบอัตราแลกเปลี่ยน
 **การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายหลัง COVID-19 ของ EA ID JP และ CN เป็นคาดการณ์ของตลาด (As of 16 มิ.ย. 65)

นอกจากนี้ ธนาคารกลางจำเป็นต้องสื่อสารและส่งสัญญาณก่อนดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ เพื่อให้ภาคธุรกิจและครัวเรือน ตลอดจนภาคการเงินมีมุมมองเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่สอดคล้องกัน และเชื่อมั่นว่าการดำเนินนโยบายการเงินจะสามารถยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อระยะปานกลาง โดยการสื่อสารและส่งสัญญาณของธนาคารกลางประเทศคู่ค้าในช่วงที่ผ่านมา สามารถสรุปได้ 2 เรื่อง

1. การสื่อสารการดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ ส่วนใหญ่ให้น้ำหนักมากที่สุดกับการเติบโตทางเศรษฐกิจจนกว่าจะฟื้นตัวได้ชัดเจนและต่อเนื่อง (โดยเปรียบเทียบกับระดับก่อนโควิด และมีการฟื้นตัวของตลาดแรงงาน) **แล้วจึงเปลี่ยนการสื่อสารมาให้น้ำหนักกับอัตราเงินเฟ้อมากขึ้น** นอกจากนี้ ธนาคารกลางบางแห่งได้สื่อสารถึงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่าง Fed ที่สูงขึ้น และทยอยถอนนโยบายการเงินต่าง ๆ ก่อนจะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยซึ่งส่งผลกระทบต่อในวงกว้าง โดยในกลุ่ม AEs จะทยอยลดการดำเนินนโยบายการเงินนอกกรอบ เช่น การลดและหยุดทำการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (Quantitative Easing: Fed, ECB, BOE, RBA, BOC) หรือยกเลิกการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield Curve Control: RBA) ก่อนปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ขณะที่ในกลุ่มภูมิภาคเอเชียทยอยถอนนโยบายที่ใช้สนับสนุนเศรษฐกิจชั่วคราวในช่วงการระบาด เช่น ธนาคารกลางอินโดนีเซีย (BI) ที่ทยอยเพิ่ม Reserve Requirement Ratio (RRR) หลังจากปรับลดไป 250 bps ในช่วงโควิด

2. มีการส่งสัญญาณนโยบายการเงินกลับสู่ปกติ (ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย) **ล่วงหน้าค่อนข้างชัดเจน ในกลุ่ม AEs มากกว่ากลุ่มประเทศเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย (EMs) ทั้งเรื่องขนาดและโอกาสการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย** โดยในกลุ่ม AEs จะใช้วิธีส่งสัญญาณผ่าน Official/Press statement เช่น การประชุม FOMC มี.ย. 65 ของ Fed ที่ปรับเพิ่มดอกเบี้ย 75 bps และค่ามัธยฐานของประมาณการอัตราดอกเบี้ย (Dot plot) ปี 65-66 หลังเงินเฟ้อไม่ชะลอลง ตลอดจนการตอบคำถามของ Powell ใน press conference สำหรับการส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย หรือการประชุมของ ECB รอบ มี.ย. 65 ที่ส่งสัญญาณล่วงหน้าว่าจะขึ้นดอกเบี้ย 25bps ในการประชุม ก.ค. 65 และจะขึ้นอีกอย่างน้อย 25bps ในการประชุมรอบ ก.ย. 65 เพื่อจัดการเงินเฟ้อ

สำหรับกลุ่ม EMs Asia ที่เป็นประเทศเศรษฐกิจเปิดขนาดใหญ่ เศรษฐกิจจากปัจจัยภายนอก รวมถึงเศรษฐกิจและนโยบายของประเทศใหญ่ๆ ได้ง่าย **ในขณะเดียวกันวัฏจักรเศรษฐกิจของกลุ่ม EMs ส่วนใหญ่ในปัจจุบันฟื้นตัวช้ากว่า ทำให้การชั่งน้ำหนักระหว่างการฟื้นตัวเศรษฐกิจและเสถียรภาพราคามีความท้าทายมากกว่า** ดังนั้น การสื่อสารส่วนใหญ่จะส่งสัญญาณ normalization ในรูปแบบเงื่อนไข เช่น ธนาคารกลางไต้หวัน มีโอกาสปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย หากเงินเฟ้อสูงต่อเนื่องหรือภาคส่วนที่ได้รับผลกระทบระยะยาว ฟื้นตัวชัดเจน หรือธนาคารกลางฟิลิปปินส์ (BSP) มีโอกาสปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย หากเงินเฟ้อสูงต่อเนื่อง และอาจทำให้ไม่สามารถยึดเหนี่ยวเงินเฟ้อคาดการณ์ได้

โดยสรุป การ normalization นโยบายการเงินของธนาคารกลางต่าง ๆ มีปัจจัยที่ใช้ประกอบการพิจารณาและแนวทางส่งสัญญาณและสื่อสารที่คล้ายคลึงกันในภาพใหญ่ แต่แตกต่างกันในวิธีการสื่อสารตามบริบทของแต่ละประเทศ เพื่อสร้างความเข้าใจให้ตลาดเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายการเงินอย่างค่อยเป็นค่อยไป และสามารถยึดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเฟ้อระยะปานกลาง ซึ่งประสบการณ์เหล่านี้จะเป็นบทเรียนให้กับประเทศไทยในระยะข้างหน้า

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

1/ เศรษฐกิจคู่ค้าของไทย (trading partners) ได้แก่ สหรัฐฯ กลุ่มประเทศยูโร ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร ออสเตรเลีย จีนฮ่องกง เกาหลีใต้ ไต้หวัน มาเลเซีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งนับได้ว่าครอบคลุมทั้งกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมหลัก (AEs) และกลุ่มประเทศเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย (EMs)