

โจทย์ยากและการกิจข้างหน้าของธนาคารกลางท่ามกลางยุคโครonavirus และโลกแปรปรวน: บทเรียนจากต่างประเทศ

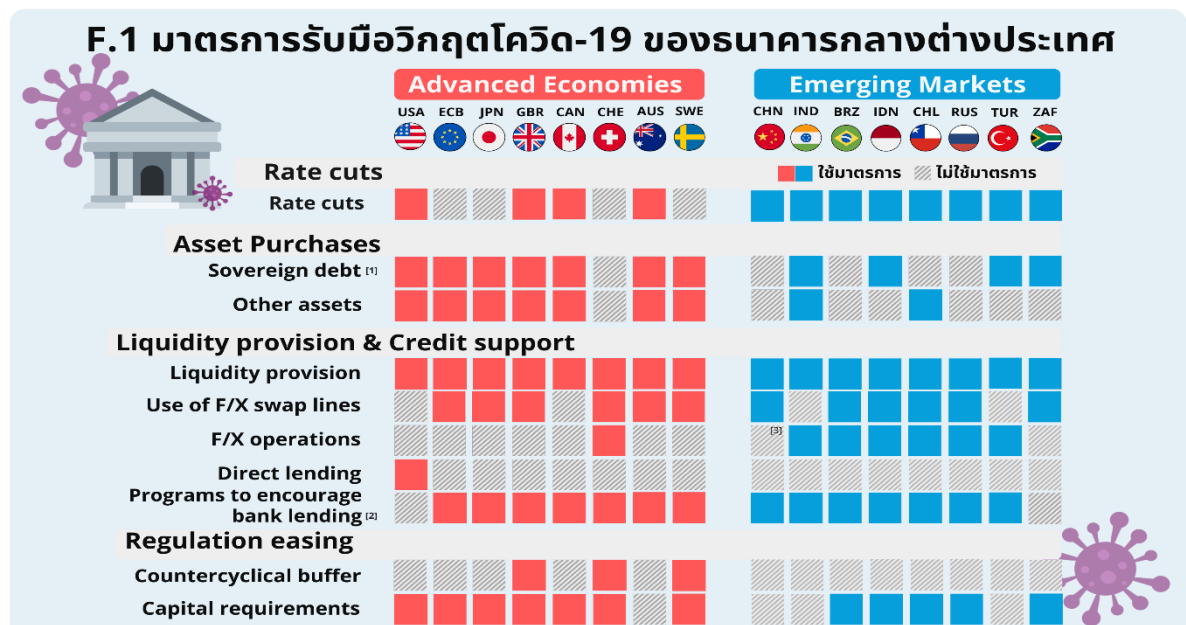
คอลัมน์ "เจาะลึก" นสพ. กรุงเทพธุรกิจ
ฉบับที่ 14/2565 วันที่ 22 ก.ค. 2565

ดร.เสาวณี จันทะพงษ์
ผู้เชี่ยวชาญอาวุโส ฝ่ายเศรษฐกิจมหภาค
ธนาคารแห่งประเทศไทย
ปวันรัตน์ เหลืองมณีนกุล
คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

เมื่อ 12 ก.ค. 65 WHO เตือนว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด 19 ยังไม่จบ^[1] สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านสาธารณสุขต่อเศรษฐกิจโลกยังคงมีอยู่ และผู้ผลิตและประชาชนต้องดำรงชีวิตในยุคความไม่แน่นอนสูงต่อไป บทความนี้จะพูดถึงโจทย์ยากของธนาคารกลางผู้เป็นกองหลังช่วยรับมือในช่วงภาวะวิกฤตโควิด 19 และความท้าทายข้างหน้าต่อภารกิจของธนาคารกลาง ทั้งผลจากวิกฤตสงครามยูเครนราคาน้ำมัน ราคาอาหาร รวมถึงตัวแปรจากเทคโนโลยีทางการเงิน (FinTech) และวิกฤตโลกรวน (Climate change)

ธนาคารกลางกับบทบาทช่วยพยุงเศรษฐกิจในภาวะวิกฤตด้วยนวัตกรรมเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ ผสมผสานกับเครื่องมือเดิม และในปริมาณที่สูงอย่างไม่เคยมีมาก่อน

รัฐบาลและธนาคารกลางทั่วโลกต่างทุ่มทรัพยากรทุกด้านช่วยพยุงเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกที่หยุดชะงักลงจากมาตรการล็อกดาวน์ เช่น มาตรการสาธารณสุขด้านการจัดหาวัคซีน มาตรการช่วยเหลือด้านรายได้แก่ธุรกิจและประชาชน เป็นต้น โดยมาตรการรับมือกับวิกฤตโควิด 19 ของธนาคารกลางต่างประเทศ สรุปสาระสำคัญดังนี้ (F.1)

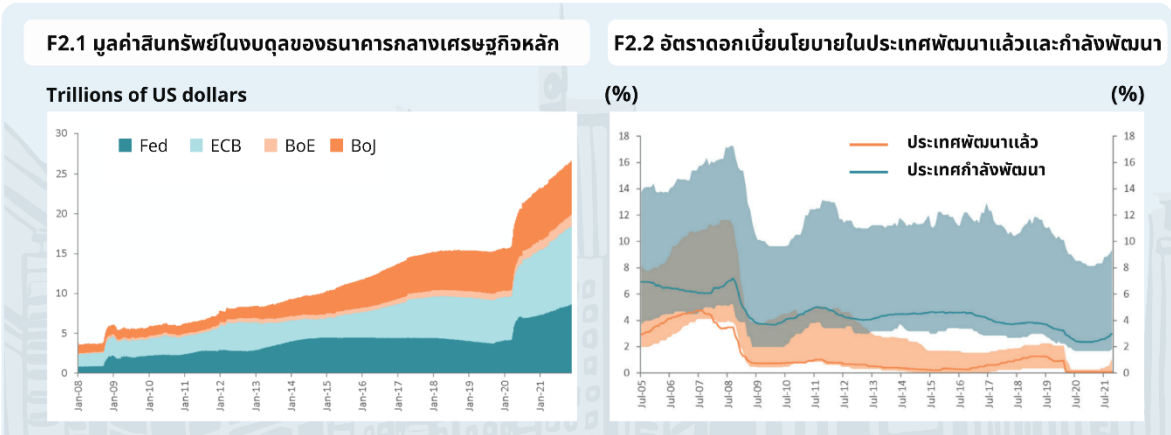


Notes: [1] Central Governments only. State or regional governments are included in the 'Other assets' column. [2] Includes funding for lending programs as well as other steps to reduce lending costs, including targeted reductions in reserve requirements. [3] The PBOC took steps to "advance RMB exchange rate formation mechanism reform"
Sources:
- Bill English, Kristin Forbes and Angel Ubide (2021), Monetary Policy and Central Banking in the Covid era: Key insights and challenges for the future, in Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era, CEPR Press Press.
- Lu Marcus (2020), How Global Central Banks are Responding to COVID-19, in one chart, www.visualcapitalist.com. และดัดแปลงโดยผู้เขียน

(1) ธนาคารกลางทั่วโลกพัฒนานวัตกรรมเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ ผสมผสานกับเครื่องมือทางการเงินดั้งเดิม^{[2],[3]} และในปริมาณที่สูงอย่างไม่เคยมีมาก่อน (F.1) นับตั้งแต่เริ่มการระบาดใหญ่ เฉพาะธนาคารกลางกลุ่มเศรษฐกิจหลัก สหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และอังกฤษ ได้ใช้นวัตกรรมเครื่องมือ

นโยบายการเงินนอกกรอบ คือมาตรการการผ่อนคลายเชิงปริมาณ “คิ่วอี (Asset purchases)” ผ่านการเข้าซื้อตราสารทางการเงินระยะกลาง-ยาว เช่น พันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้เอกชน และสินทรัพย์อื่นๆ อัดฉีดเงินเข้าไปในระบบเพื่อให้ธุรกิจมีสภาพคล่องเพียงพอเพื่อให้ธุรกิจเดินต่อไปได้ ช่วยพยุงการจ้างงานให้แรงงานมีงานทำและมีรายได้ และสร้างความเชื่อมั่นในระบบเศรษฐกิจโดยรวม มีมูลค่าถึง 10.2 ล้านล้าน USD สูงกว่าในช่วงปี 2008 ซึ่งมีวิกฤตการเงินโลก (GFC) ถึงสองเท่ากว่า และมูลค่าสะสมสูงถึง 25.9 ล้านล้าน USD^[4] (F2.1)

ธนาคารกลางทั้งกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Advanced Economies: AEs) และกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EMs) ต่างพากันใช้เครื่องมือนโยบายการเงินดั้งเดิมคือลดอัตราดอกเบี้ย ยกเว้นยุโรป ญี่ปุ่น ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำอยู่แล้วที่ 0% และ 0.25% จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจตั้งแต่วิกฤต GFC (F.1 และ F2.2) จะเห็นว่าในวิกฤตนี้เครื่องมือทางการเงินได้ถูกนำมาประยุกต์ใช้อย่างหลากหลาย และในปริมาณที่สูงอย่างที่ไม่เคยดำเนินการมาก่อนในอดีต^[5] โดยเครื่องมือที่ถูกใช้อย่างมากทั้งกลุ่ม AEs และ EMs คือ การซื้อขายตราสารต่างๆ (คิ่วอี) การปล่อยสภาพคล่องให้สถาบันการเงินผ่านการกู้ยืม โดยเฉพาะเพื่อช่วยเหลือแก่กลุ่มเป้าหมายเจาะจง เช่น กลุ่ม SMEs และการผ่อนคลายเกณฑ์การดำรงเงินกองทุนภายใต้เกณฑ์การกำกับสถาบันการเงิน



Source: United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN) (2022), The monetary policy response to COVID-19: the role of asset purchase programmes, Policy Brief No. 129, Feb

(2) เป็นจุดเปลี่ยนของนโยบายการเงินในกลุ่ม EMs จากข้อมูลของ IMF พบว่าธนาคารกลางของ EMs จำนวน 27 แห่งใช้มาตรการคิ่วอีเป็นครั้งแรกในช่วงปี 2020 ทั้งในแอฟริกา (10 แห่ง), เอเชีย (9 แห่ง) และ ละตินอเมริกาและแคริบเบียน (8 แห่ง) แต่แตกต่างจากกรณีของ AEs ตรงที่มีปริมาณที่ค่อนข้างต่ำและระยะเวลาซื้อคืนที่จำกัด

บทเรียนและผลข้างเคียงของมาตรการรับมือวิกฤตโควิด 19

การรับมือกับวิกฤตโควิด 19 ได้ให้บทเรียนสำคัญดังนี้คือ

(1) **ผลข้างเคียงด้านบวก 2 ข้อ** คือ (1.1) เครื่องมือทางการเงินที่ได้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานไว้ตั้งแต่วิกฤต GFC ช่วยให้ระบบธนาคารพาณิชย์ของกลุ่มประเทศนี้มีเสถียรภาพ เช่น วงเงินกู้ระยะยาวของ ECB และ BoJ และความร่วมมือการบริหารสภาพคล่องเงินตราระหว่างประเทศ (FX Swap) ระหว่าง Fed, ECB และธนาคารประชาชนแห่งประเทศจีน (PBOC) ช่วยลดความตึงเครียดด้านสภาพคล่องในตลาดเงินทุนทั่วโลกได้^[2] และ (1.2) ในกรณีของสหภาพยุโรปและเกาหลีใต้ ได้ใช้วิกฤตนี้เป็นโอกาส เพิ่มการใช้จ่ายทางการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้น และเพิ่มความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวทั้งด้านดิจิทัลทรานส์ฟอร์มชัน และการกำหนดมาตรฐานที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมระหว่างประเทศ (Global Green Standard)^[6]

(2) ผลข้างเคียงที่ไม่พึงประสงค์ของมาตรการควอดริสเปนด์ 2 ข้อ (UN, 2022) คือ (2.1) ราคากลางอาจประเมินความเสี่ยงต่ำเกินไป (Underpricing of risk) ทำให้ราคาสินทรัพย์สูงเกินจริง และอาจสร้างการบิดเบือนด้านเครดิตและการตัดสินใจลงทุน ซึ่งจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ และการเงินในระยะข้างหน้าได้ (2.2) Fed และ ECB ต้องเผชิญกับความท้าทายต่อการปรับขนาดโครงการซื้อพันธบัตร โดยไม่สร้างผลกระทบต่อตลาดการเงินโลก ซึ่งต้องคำนึงถึงทั้งขนาดและความเร็ว ขณะเดียวกันการดำเนินนโยบายการเงินกลับสู่ปกติผ่านการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะสร้างแรงกดดันต่อประเทศที่มีภาวะหนี้สาธารณะในระดับสูง เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และอิตาลี

ภารกิจข้างหน้าของธนาคารกลาง ท่ามกลางโลกแปรปรวนทั้งเทคโนโลยีทางการเงิน โลกรวน และความเหลื่อมล้ำทางสังคม

ท่ามกลางยุคโรครวนที่การระบาดของโรคโควิด 19 ยังไม่จบ และโลกแปรปรวนจากวิกฤตหลายด้าน รวมถึงโลกยุคนิวอร์มอล ธนาคารกลางถูกคาดหวังให้ขยายบทบาทกว้างขึ้น นอกเหนือจากเป้าหมายที่กำหนดตามกฎหมาย⁷⁾ โดยธนาคารกลางกลุ่มใหญ่เน้นเป้าหมายด้านเสถียรภาพราคา และส่วนน้อยเน้นเป้าหมายอื่นๆ ด้วย เช่น เสถียรภาพการเงิน เสถียรภาพด้านอัตราแลกเปลี่ยน ด้านสวัสดิการสังคม และด้านการเติบโตทางเศรษฐกิจ (F.3)

F.3 เป้าหมายนโยบายการเงินของธนาคารกลาง

| | บังคับตามกฎหมาย | | | อื่นๆ (Extra-statutory) | |
|---|---------------------------|-------------------------|-----------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|
| | รัฐธรรมนูญ (Constitution) | สนธิสัญญา ระหว่างประเทศ | พระราชบัญญัติ (Statute) | แถลงการณ์ (Published statement) | ธรรมเนียมปฏิบัติ (Accepted practice) |
| Objective that include price stability | | | | | |
| Price stability | DE | | BR, IS, JP, KR, NZ | CA, ID, JP, PH, SE, ZA | |
| Price stability with subsidiary macro objectives | CZ | AT, BE, DE, ECB | AT, CH, CZ, DE, ECB, TH, UK | AU, CZ, NZ, PL, UK | US |
| Price stability alongside other macro objectives | | | CA, US | | |
| Objective that are equivalent to price stability | | | | | |
| Domestic purchasing power | MX | | AR, BR, IL, MX | | |
| Objective that do not expressly refer to price stability | | | | | |
| Monetary stability | | | IN, MY, SG, TH | | |
| Value/stability of currency | ZA, PL, RU | | AU, BR, CN, IN, MY, RU, ZA | | |
| General welfare, general economic health, growth, development | CH | | AU, BR, IL, MY | | |

บทบาทธนาคารกลางข้างหน้า

- Fed** Now talking about wanting to help lower income families and moving to average inflation targeting
- ECB** ECB is calling for a greater role in the fight against climate change
- Bank of England** Launched its first green stress tests of banks and insurers to assess how exposed they are to climate risks
- Bank of Korea** Included an employment component
- Bank of New Zealand** Added house price inflation
- PBoC** Increased the allocation of green bonds while controlling investments in high-pollution assets
- Bank Indonesia** Pressured on central bank's independence by buying billions of US dollars of sovereign bonds directly from the government

Sources:
 - David Archer (2009), Role and objective of modern central banks, in Issues in the Governance of Central Banks: A report from the Central Bank Governance Group, BIS, May
 - Rajeev De Mello (2021), Governments look for new roles for central banks, OMFIF, Official Monetary and Financial Institutions Forum
 - Mark John and Sam Holmes (2021), Factbox: How Central Banks are Responding to Climate Change, Reuters, 18 Jun

ผู้เขียนได้รวบรวมข้อมูลแนวโน้มบทบาทใหม่ข้างหน้าของธนาคารกลาง 7 ประเทศ^{[8],[9]} แบ่งได้ 4 ด้าน คือ ด้านการลดความเหลื่อมล้ำด้านรายได้ (สหรัฐ และเกาหลี) ด้านโลกรวน (Climate change) (ยุโรป อังกฤษ และจีน) ด้านเสถียรภาพระบบการเงิน (ราคาอสังหาริมทรัพย์) (นิวซีแลนด์) และด้านการเติบโตทางเศรษฐกิจ (อินโดนีเซีย)

ตัวอย่างเป้าหมายด้านโลกรวน (Climate Change) คือ ECB จะทดสอบ Climate stress test ในปี 2022 และกำลังพิจารณาแก้ไขกฎเกณฑ์การกู้ยืมเงินสำหรับโครงการที่สร้างมลพิษให้มีต้นทุนที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังมีความท้าทายในทางปฏิบัติ เนื่องจากธนาคารกลางต้องพัฒนาเครื่องมือวิเคราะห์และโครงสร้างพื้นฐานของข้อมูล ต้องมีแบบจำลองใหม่ที่เหมาะสมที่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศและนโยบายสภาพภูมิอากาศ และต้องทำงานแบบบูรณาการสหวิทยาการ (Interdisciplinary work) กับหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง^[10] หรือกรณีสกุลเงินดิจิทัลของธนาคารกลาง (CBDC) ซึ่ง ECB ให้

แนวทางว่า “Digital Euro” จะไม่แทนที่เงินสด แต่เป็นการเติมเต็ม ทำให้ผู้บริโภคมีทางเลือกมากขึ้นในการชำระเงิน แต่ก็ยังมีความท้าทายที่ธนาคารกลางจะต้องตรวจสอบถึงความเสี่ยงทางไซเบอร์และ ให้อดคล้องกับกฎเกณฑ์การปกป้องข้อมูล เป็นต้น^[11]

ท้ายสุด “บทบาทของธนาคารกลางข้างหน้าต้องอยู่ภายใต้ฉันทามติทางสังคมในวงกว้าง” ที่อาจเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยดำรงไว้ซึ่งความโปร่งใสของกระบวนการตัดสินใจที่คำนึงถึงต้นทุนทางสังคมและประโยชน์ของการดำเนินการนโยบาย รวมถึงสื่อสารเชิงรุกกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องทั้งหมด

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

Endnotes:

- [1] UN News (2022), As virus spreads ‘freely’ COVID-19 ‘nowhere near over’: Tedros, 12 July 2022
- [2] Bill English, Kristin Forbes and Angel Ubide (2021), Monetary Policy and Central Banking in the Covid era: Key insights and challenges for the future in Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era, CEPR Press.
- [3] Lu Marcus (2020), How Global Central Banks are Responding to COVID-19, in One Chart, www.visualcapitalist.com
- [4] United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN) (2022), The monetary policy response to COVID-19: the role of asset purchase programmes, Policy Brief No. 129, Feb
- [5] ปิติ ดิษยทัต (2020), บทบาทเติมที่ไม่เหมือนเดิมของธนาคารกลางท่ามกลางวิกฤตโควิด-19, aBRIDGEd, สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์, 1 ก.ค.
- [6] Victoria Meyer and Jack Caporal (2021), The Shifting Roles of Monetary and Fiscal Policy in Light of Covid 19, Centre for Strategic and International Studies (CSIS) report, Washington, DC, Feb
- [7] David Archer (2009), Role and Objective of Modern Central Banks in Issues in the Governance of Central Banks: A Report From the Central Bank Governance Group, BIS, May
- [8] Rajeev De Mello (2021), Governments Look for New Roles for Central Banks, Commentary, Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF), 1 Apr
- [9] Mark John and Sam Holmes (2021), Factbox: How Central Banks are Responding to Climate Change, Reuters, 18 Jun
- [10] Claudia Buch (2021), Central Bank Independence: Mandates, Mechanisms, and Modifications, Remarks Prepared for the Panel Discussion “Lessons from Central Bank History?” on the Occasion of the Conference “From Reichsbank to Bundesbank”, Virtual Event, 24 Sep
- [11] Thomas Koss (2021), What Is the Role of the Central Bank of the Future, EY Insights, 22 Jun