

FAOQ

FOCUSED AND QUICK

ISSUE 32

April 18, 2011

ทำไม รพท. ไม่ต้องดูตสภาพคลองเพิ่ม เมื่อมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย?

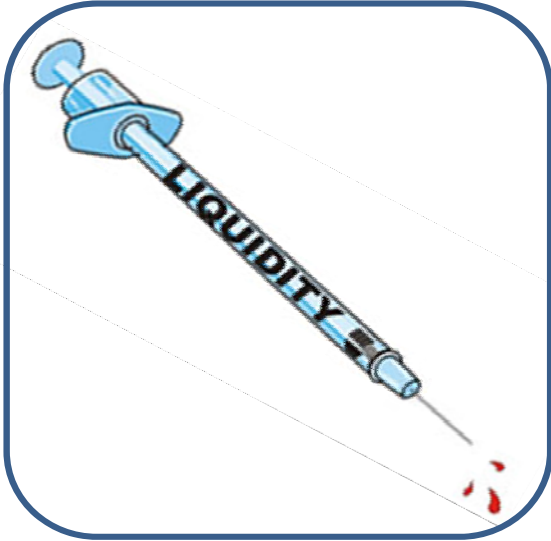
รุ่ง โพษานนท์ มัลลิกะมาส

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

ทำไม ธปท. ไม่ต้องดูสภาพคล่องเพิ่ม เมื่อมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย?

April 18,
2011

รุ่ง โพษานนท์ มัลลิกะมาส



*

ธปท. ไม่เพียงแต่คุม
อุปทานของเงินหรือ
สภาพคล่องในตลาดเงิน
แต่กรอบ Monetary
operations ที่วางไว้
ทำให้ ธปท. มีอิทธิพล
เหนืออุปสงค์ในตลาดเงินด้วย

Summary

สิ่งสำคัญที่ทำให้ ธปท. ไม่ต้องดูสภาพคล่องเพิ่มขึ้นในทันทีเมื่อ กนง. ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายคือ กติกาที่ ธปท. วางไว้ล่วงหน้าและผู้เล่นในตลาดทราบโดยทั่วกัน ได้แก่ (1) ธปท. จะทำธุรกรรมกับธนาคารพาณิชย์ในอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นผ่าน OMO ซึ่งมีผลเปลี่ยนแปลง opportunity cost ของการกู้ยืมอื่นในตลาดการเงินทันที และ (2) ธปท. พร้อมทั้งจะเพิ่มหรือลดสภาพคล่องแบบไม่อันหากอัตราดอกเบี้ยในตลาดไม่ปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ กนง. ประกาศ โดยจะดำเนินการผ่าน Standing Facility ซึ่งทำให้ตลาดยิ่งเชื่อมั่นในความสามารถของ ธปท. ที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยไปสู่ระดับอัตราดอกเบี้ยใหม่ได้จริง

กติกาดังกล่าวเสมือนเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้เล่นในตลาดต้องปรับตัวสอดคล้องกับสิ่งที่ ธปท. ต้องการเห็น เมื่อสัญญาณมีความน่าเชื่อถือ ธปท. จึงไม่ต้องทำอะไรเพราะตลาดปรับตัวเองโดยอัตโนมัติไปแล้ว

ที่ผ่านมา ธปท. ส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในช่วงขาขึ้น และบ่อยครั้งจะได้ยินคำถามว่า สมมติคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก ธปท. ต้องดูสภาพคล่องเพิ่มขึ้นเท่าใดในวันเดียวกันนั้น เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้นไปอยู่ในระดับที่สูงขึ้นตามที่ กนง. กำหนด

คำตอบคือ **ไม่ว่า กนง. มีมติเช่นใด ธปท. จะดูสภาพคล่องเท่าเดิม** ซึ่งคำตอบนี้มักทำให้คนฉงน เพราะเป็นที่ทราบกันดีว่าธนาคารกลาง เช่น ธปท. เป็นผู้กำหนดอุปทานของเงินหรือสภาพคล่องในตลาดเงิน เมื่อคิดตามหลักอุปสงค์และอุปทานหากต้องการให้ราคา (ในที่นี่คืออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน) ปรับสูงขึ้น สิ่งที่คุณควบคุมอุปทานควรทำคือลดปริมาณอุปทานลง แล้วเหตุใด ธปท. จึงไม่ต้องลดอุปทานของเงินผ่านการดูสภาพคล่องให้มากขึ้นกว่าปกติ?

FAQ ฉบับนี้ขอถือโอกาสในช่วงใกล้การประชุม กนง. ในอีกไม่กี่วันข้างหน้า เล่าให้ท่านผู้อ่านที่ยังมีข้อสงสัยสงสัยข้างต้นฟังว่า แท้ที่จริงแล้ว ธปท. ไม่ได้เป็นผู้คุมอุปทานของเงินหรือสภาพคล่องในตลาดเงินเพียงอย่างเดียว แต่กรอบการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary operation framework) ที่วางไว้ทำให้ ธปท.

มีอิทธิพลเหนืออุปสงค์ในตลาดเงินด้วย อิทธิพลดังกล่าวทำให้ตลาดมีการปรับตัวโดยอัตโนมัติและ ธปท. ไม่ต้องทำอะไรเพิ่มเติมแม้ กนง. มีมติให้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินถูกกำหนดใน Market for reserves

อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินถูกกำหนดในตลาดที่เรียกกันว่า **Market for reserves** โดย reserves หมายถึงปริมาณเงินที่ธนาคารพาณิชย์ต้องการถือไว้ในบัญชีของตนที่ฝากไว้กับธนาคารกลาง ในกรณีของประเทศไทยเรียกกันว่า “บัญชี CA (Current Account)” โดยสำนักเงินฝากและตราสารหนี้ของ ธปท. ทำหน้าที่รับฝากเงินนี้และดูแลบัญชีให้กับธนาคารพาณิชย์

สาเหตุที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินถูกกำหนดใน Market for reserves เพราะหากธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องมากเกินไป กล่าวคือมีเงินในบัญชี CA เกินความต้องการ ธนาคารพาณิชย์จะพยายามเอาสภาพคล่องส่วนเกินนั้นไปปล่อยกู้ให้กับธนาคารพาณิชย์อื่น ซึ่งจะเกิดแรงกดดันให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับลดลง ในทางตรงกันข้าม หากธนาคารพาณิชย์มีเงินในบัญชีต่ำกว่าความต้องการ ก็จะพยายามไปกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์แห่งอื่นและเป็นแรงกดดันให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับสูงขึ้น

ทั้งนี้ ปริมาณความต้องการหรือ **Demand for reserves** ของธนาคารพาณิชย์ขึ้นอยู่กับความจำเป็น 2 ประการ คือ (1) **ความจำเป็นต้องการเงินสำรองตามกฎหมาย (Required reserves)** ซึ่งปัจจุบันกำหนดให้ในแต่ละปีของการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Maintenance period)

ธนาคารพาณิชย์ต้องถือเงินสำรองไว้ในบัญชี CA ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 0.8¹ ของเงินรับฝากจากลูกค้าในปีก่อนหน้า แต่ธนาคารพาณิชย์ไม่จำเป็นต้องมีเงินในบัญชี CA เป็นจำนวนที่เท่ากันในแต่ละวัน กล่าวคือธนาคารพาณิชย์สามารถบริหารระดับเงินสำรองให้เคลื่อนไหวได้ แต่เมื่อครบหนึ่งปี ระดับเงินสำรองเฉลี่ย (Reserves averaging) จากแต่ละวันต้องไม่ต่ำกว่าที่กฎหมายกำหนด และ (2) **ความต้องการเผื่อเงินหรือมี Excess reserves ไว้สำหรับธุรกรรมชำระเงิน (Payments system transactions)** เนื่องจากบัญชี CA เป็นบัญชีที่ใช้รองรับธุรกรรมต่างๆ ในระบบการชำระเงินทางอิเล็กทรอนิกส์ ดังนั้น หากมีธุรกรรมที่ไม่ได้คาดไว้มาตัดเงินในบัญชี อาจทำให้เงินในบัญชี CA ต่ำกว่าปริมาณเงินสำรองที่กฎหมายกำหนดตามข้อ (1) ธนาคารพาณิชย์จึงมักมีเงินในบัญชี CA เกินกว่าระดับที่กฎหมายกำหนด ให้พอต่อการรองรับการหักบัญชีในระบบการชำระเงิน นอกจากนี้ ปริมาณความต้องการถือ reserves (ส่วนที่เป็น excess reserves) อาจแปรผกผันกับอัตราดอกเบี้ย (downward sloping) เพราะหากอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง ต้นทุนของการถือเงินไว้ในบัญชี CA แทนที่จะไปลงทุนอย่างอื่นจะสูง ทำให้ธนาคารพาณิชย์ยังไม่ต้องการมีเงินไว้ในบัญชี CA มากกว่าที่จำเป็นตามกฎหมาย แต่หากอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ Opportunity cost ของการมีเงินในบัญชี CA ก็จะต่ำตามไปด้วย

ในแต่ละวันธนาคารพาณิชย์จะพยายามบริหารเงินตั้งแต่เช้าเพื่อให้ reserves ณ สิ้นวันอยู่ในระดับที่ต้องการ อย่างที่กล่าวข้างต้น ในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์คาดว่าหากไม่ทำอะไรเลยจะมีเงินต่ำกว่าที่ต้องการ ธนาคารพาณิชย์จะไปกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์แห่งอื่นมาเสริมสภาพคล่อง ส่วนในกรณีที่ธนาคารพาณิชย์คาดว่าจะมีเงินมากกว่าที่ต้องการ ธนาคารพาณิชย์จะนำเงินส่วนเกินไปให้กู้

¹ และเมื่อรวมกับเงินสดที่ศูนย์เงินสดกลางของธนาคารพาณิชย์แล้วต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1

กับธนาคารพาณิชย์อื่นที่ต้องการสภาพคล่องในวันนั้น หรือมีฉะนั้นจะนำมาลงทุนกับ ธพท.² ผ่านช่องทาง Open Market Operations (OMO) ต่างๆ ได้แก่ การประมูลพันธบัตร ธพท. และการให้ ธพท. กู้ผ่านธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase agreement หรือ Repo)

ด้าน Supply of reserves ปัจจุบันที่สำคัญที่สุดคือการบริหารสภาพคล่องของ ธพท.³ โดย ธพท. กำหนดปริมาณเงินในตลาดเงินได้ผ่านขนาดของการดูดหรือปล่อยสภาพคล่องด้วยธุรกรรม OMO⁴ ซึ่งโดยปกติธุรกรรมทั้งหมดจะดำเนินการเสร็จสิ้นตั้งแต่ช่วงเช้าของวัน หรืออย่างช้าประมาณบ่าย 2 โมงครึ่ง⁵ ในภาวะปกติที่ไม่มีเหตุการณ์ไม่คาดฝัน ธพท. จะกำหนดปริมาณเงินในตลาดจากทั้งสถิติในอดีตและการวิเคราะห์ภาวะปัจจุบัน ให้อยู่ในระดับที่สอดคล้องกับความต้องการของทั้งระบบ

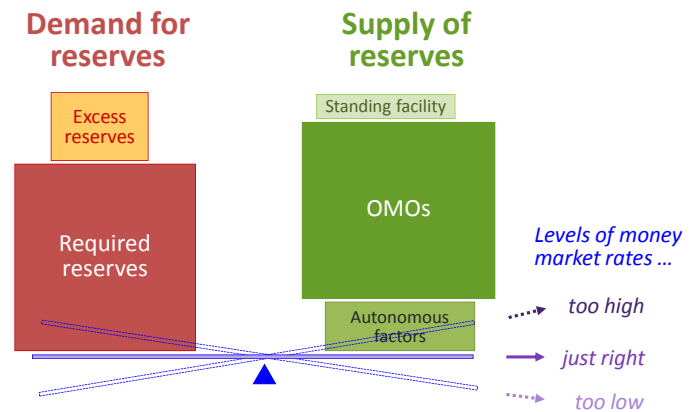
² ธนาคารพาณิชย์แห่งหนึ่งอาจขาดสภาพคล่องหรือมีสภาพคล่องส่วนเกินในแต่ละวัน แต่เมื่อพิจารณาทั้งระบบ ตลาดเงินของไทยมีสภาพคล่องส่วนเกินอยู่เป็นจำนวนมาก นับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียในปี 1997-1998 สืบเนื่องจากการขาดความเสียหายของสถาบันการเงิน โดยกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ (FIDF) ซึ่งทำให้ Supply of reserves เพิ่มขึ้น ต่อมาสภาพคล่องส่วนเกินยังคงอยู่เป็นจำนวนมากและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะเป็นช่วงที่เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าและ ธพท. ได้เข้าแทรกแซงค่าเงินเพื่อชะลอการแข็งค่าของเงินบาท ทำให้มีการอัดฉีดสภาพคล่องเงินบาทเข้าสู่ตลาดเงินจากการซื้อเงินดอลลาร์ สรอ. หรืออีกนัยหนึ่งธนาคารพาณิชย์ได้รับเงินบาทเป็นจำนวนมากแลกกับการขายเงินดอลลาร์ สรอ. ให้กับ ธพท. ซึ่งเงินบาทที่เกินกว่าความต้องการของธนาคารพาณิชย์ (และระบบเศรษฐกิจ) ทำให้ ธพท. ต้องดูดซับสภาพคล่องเงินบาทกลับผ่าน OMO อย่างต่อเนื่อง

³ มีปัจจัยอื่น (Autonomous factors) ที่อาจมีผลต่อ Supply of reserves อาทิ กิจกรรมทางเศรษฐกิจของภาคเอกชนและภาครัฐ โดยการเบิกจ่ายเงินของภาครัฐจากบัญชีเงินคลังที่อยู่กับ ธพท. จะทำให้มีเงินเข้าสู่บัญชี CA ของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น เป็นต้น

⁴ อย่างไรก็ตามก็ดี ในความเป็นจริงธนาคารพาณิชย์สามารถลงทุนกับ ธพท. ได้ในปริมาณเท่าที่ต้องการ เนื่องจาก ธพท. รับการลงทุนระยะข้ามคืนในธุรกรรม Repo ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายแบบไม่จำกัดจำนวน

⁵ เฉพาะวันที่มีการประชุม กนง.

รูปที่ 1 Market for Reserves



และธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งจะกั๊ยระหว่างกันจนระดับ reserves ของตนอยู่พอดีๆ กับความต้องการส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทรงตัวอยู่ใกล้กับหรือเท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (รูปที่ 1)

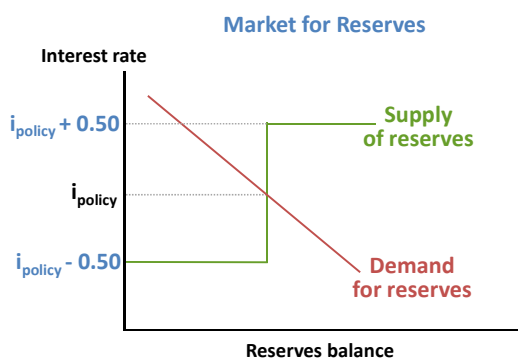
แต่ถึงแม้เกิดเหตุการณ์ไม่คาดฝัน ธนาคารพาณิชย์ก็ยังไม่จำเป็นต้องตระหนก เนื่องจากกติกา 2 ข้อ ได้แก่ (1) เกณฑ์การดำรงเงินสำรองอนุญาตให้มีการเฉลี่ยข้ามปีได้บ้าง ดังนั้น แม้เกิดสิ่งที่ทำให้มี reserves น้อยกว่าคาดก็ไม่จำเป็นต้องเร่งรีบไปกู้มาชดเชยจนมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดให้เปลี่ยนไป เพราะยังมีวันอื่นๆ ที่สามารถดำรงเงินสำรองเพิ่มเติมเพื่อชดเชยได้ และ (2) ธพท. ก็เหมือนกับธนาคารกลางอีกหลายประเทศที่มี Standing Facility (SF) ลีนวัน⁶ เป็นหน้าต่างที่พร้อมปล่อยกู้ระยะข้ามคืนให้กับธนาคารพาณิชย์แบบไม่จำกัดปริมาณ (ตราบใดที่ธนาคารพาณิชย์มีหลักทรัพย์ขึ้นตีมาวางเป็นหลักประกัน) ที่อัตราแพงเป็นพิเศษ คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายบวกร้อยละ 0.50 และรับฝากเงินระยะข้ามคืนจากธนาคารพาณิชย์แบบไม่จำกัดปริมาณเช่นกัน โดยให้อัตราผลตอบแทนต่ำเป็นพิเศษ คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายลบร้อยละ 0.50 อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ไม่ค่อยดีสำหรับธนาคารพาณิชย์เป็นความตั้งใจของ ธพท. ที่จะลดแรงจูงใจของธนาคารพาณิชย์ในการรอจนสิ้นวันและมาใช้ Standing Facility เพื่อหาสภาพคล่อง

⁶ ทำการในเวลา 16.30 ถึง 17.30 น.

ที่ขาดอยู่หรือลงทุนสภาพคล่องส่วนเกิน ซึ่งเป็นการกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์วางแผนบริหารสภาพคล่องอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

การทำงานของ Standing Facility ตามแนวทางข้างต้นทำให้เกิดขอบเขต (corridor) ที่จำกัดการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินระยะข้ามคืนให้อยู่ภายใน +/- ร้อยละ 0.50 ของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ด้วยผลของเส้นอุปทานของเงินหรือ reserves ที่มีลักษณะพิเศษตามรูปที่ 2 โดยสิ่งที่สำคัญคือ อุปทานจะ perfectly elastic ณ อัตราดอกเบี้ยที่เป็นขอบบนและขอบล่างของ corridor และในระหว่างกลางเส้นอุปทานมีลักษณะตั้งฉาก โดยตำแหน่งถูกกำหนดด้วยขนาดของ OMO

รูปที่ 2 เส้น Supply of reserves เมื่อมี Standing Facility



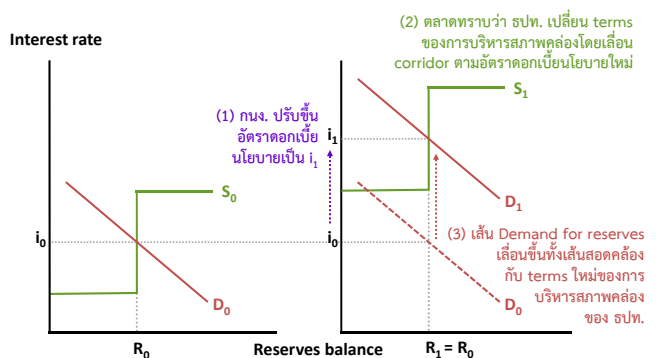
Monetary operation framework มีอิทธิพลต่อ Demand for reserves

เมื่อ กนง. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อะไรจะเกิดขึ้นกับเส้น Demand for reserves และเส้น Supply of reserves?

สมมติเราเชื่อก่อนว่า ธพท. ไม่ต้องทำอะไรต่างไปจากเดิม แปลว่าไม่มีอะไรเกิดขึ้นกับเส้น Supply of reserves และหากเส้น Demand for reserves ไม่เปลี่ยนแปลงด้วย Supply และ Demand จะตัดกันที่อัตราดอกเบี้ยเดิม คือ อัตราดอกเบี้ยก่อนที่ กนง. จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งไม่สอดคล้องกับสิ่งที่ ธพท. ต้องการ

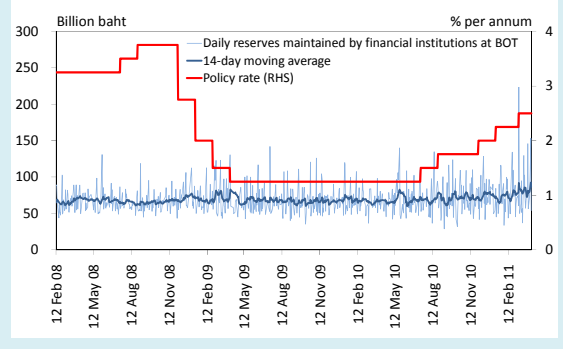
ดังนั้น เส้น Demand จะต้องปรับตัว โดยการปรับตัวเป็นไปดังในรูปที่ 3 คือ เมื่อตลาดทราบมติ กนง. เส้น Demand จะ shift ขึ้นไปทั้งเส้นในทันทีและในขนาดที่เท่ากับ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ กนง. ทั้งนี้เพราะทุกคนในตลาดทราบว่า ด้วย Monetary operation framework ที่มีอยู่ (โดยเฉพาะการมี Standing Facility ที่ทำให้มั่นใจว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดไม่อาจหลุดออกนอก corridor) ธพท. จะสามารถทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ใกล้หรือเท่ากับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทุกคนจึงทำธุรกรรมกู้ยืมที่อัตราดอกเบี้ยใหม่แทนอัตราดอกเบี้ยเดิมในทันที ยกตัวอย่างเช่น กนง. ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจากร้อยละ 2.00 ต่อปี เป็นร้อยละ 3.00 ต่อปี แม้จะมีคนอยากขอกู้ที่อัตราดอกเบี้ยเดิม แต่ในตลาดเงินจะไม่มีใครยอมให้กู้ที่อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 2.00 อีกต่อไป เพราะอย่างน้อยที่สุดธนาคารพาณิชย์ไปให้ ธพท. กู้ที่หน้าตา Standing Facility ก็ได้ผลตอบแทนที่ร้อยละ 2.50 แล้ว หรือไม่เช่นนั้น ถือเงินสำรองจำนวนมากหน่อยในบัญชี CA วันนี้ (ซึ่งจะไม่เสียประโยชน์เพราะสามารถลดการถือเงินสำรองในบัญชี CA ในวันข้างหน้าเพื่อชดเชยกันได้ สอดคล้องกับรูปที่ 3 ด้านขวามือที่แสดงให้เห็นว่า ณ อัตราดอกเบี้ยเดิม i_0 ธนาคารพาณิชย์ยินดีจะถือ reserves ในจำนวนที่มากขึ้นภายใต้เส้น Demand ใหม่ D_1) และนำเงินไปลงทุนกับ ธพท. ในวันรุ่งขึ้นผ่านเครื่องมือ OMO เช่น Repo อายุ 1 วัน จะได้รับผลตอบแทนที่ร้อยละ

รูปที่ 3 เส้น Demand for reserves จะ shift ทั้งเส้นเมื่อมีการปรับดอกเบี้ยนโยบายและตลาดเชื่อมั่นว่า ธพท. สามารถทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในระดับที่ใกล้หรือเท่ากับดอกเบี้ยนโยบายใหม่



สิ่งที่ยืนยันให้เห็นว่า ธพท. ดูดซับสภาพคล่องในปริมาณเท่าเดิมไม่ว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรือไม่ คือ ระดับ reserves ที่ธนาคารพาณิชย์ถือ ณ สิ้นแต่ละวันที่ค่อนข้างคงที่ แม้ในช่วงที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งข้างขึ้นและข้างลง (รูปที่ 4) หาก ธพท. ต้องดูสภาพคล่องเพิ่มขึ้นเมื่อมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เรายังจะเห็นระดับ reserves ของธนาคารพาณิชย์ที่ต่ำลงหรือในทางตรงกันข้าม เมื่อมีการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายก็ควรที่จะเห็นระดับ reserves ของธนาคารพาณิชย์ที่สูงขึ้นจากการดูน้อยลงของ ธพท. แต่สิ่งที่เกิดขึ้นจริงไม่ได้เป็นเช่นนั้น

รูปที่ 4 ปริมาณเงินในบัญชี CA ของธนาคารพาณิชย์อยู่ในระดับค่อนข้างคงที่แม้ในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



3.00 ดังนั้น สิ่งที่จะเกิดขึ้นคือ เงินมีจำนวนเท่าเดิม แต่คนที่เป็นเจ้าของเงินจะทำธุรกรรมที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นทันที และทำได้จริงเพราะคู่ค้าทราบเช่นเดียวกันว่า opportunity cost ของเงินนั้นได้ปรับสูงขึ้นไปแล้วจากกติกาต่างๆ ที่ ธพท. วางไว้

สรุป

เมื่อ กนง. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สิ่งสำคัญที่ช่วยให้ ธพท. ไม่ต้องปรับปริมาณการดูสภาพคล่องในทันที คือ กติกาที่ ธพท. วางไว้ล่วงหน้าและผู้เล่นในตลาดทราบโดยทั่วกัน ได้แก่ (1) ธพท. จะทำธุรกรรมกับธนาคารพาณิชย์ในอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นผ่าน OMO ซึ่งมีผลเปลี่ยนแปลง opportunity cost ของการกู้ยืมอื่นในตลาดการเงินทันที และ (2) ธพท. พร้อมทั้งจะเพิ่มหรือลดสภาพคล่องแบบไม่อันหากอัตราดอกเบี้ยในตลาดไม่ปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ กนง. ประกาศ

โดยจะดำเนินการผ่าน Standing Facility ซึ่งทำให้ตลาดยิ่งเชื่อมั่นในความสามารถของ ธพท. ที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยไปสู่ระดับอัตราดอกเบี้ยใหม่ได้จริง

กติกาดังกล่าวเสมือนเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้เล่นในตลาดต้องปรับตัวสอดคล้องกับสิ่งที่ ธพท. ต้องการเห็น เมื่อสัญญาณมีความน่าเชื่อถือ ธพท. จึงไม่ต้องทำอะไรเพราะตลาดปรับตัวเองโดยอัตโนมัติไปแล้ว ในระยะสั้นเราถึงไม่เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลต่อการบริหารสภาพคล่องของ ธพท. แต่อย่างไรก็ตาม

อย่างไรก็ดี เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจผ่านกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary policy transmission) และเนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจสามารถมีผลต่อทั้ง Demand for reserves และ Supply of reserves ในระยะยาว หลังจากกระบวนการส่งผ่านดังกล่าวใช้เวลาหลายไตรมาสและเห็นผลชัดเจน ธพท. อาจต้องดูซับสภาพคล่องในปริมาณที่แตกต่างไปจากกรณีที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ผู้เขียนขอขอบคุณเพื่อนร่วมงานหลายท่านที่ให้ความเห็นอันเป็นประโยชน์ต่อการปรับปรุงบทความนี้ โดยเฉพาะคุณปิติ ดิษยทัต และคุณสุโข ว่างไวศรีวัฒน์

สำหรับท่านผู้อ่านที่อยากได้รับความรู้เพิ่มขึ้นในประเด็นข้างต้นและ “puzzle” อื่นๆ ที่น่าสนใจเกี่ยวกับ Monetary policy operations ขอแนะนำบทความของ Piti Disyatat, “Monetary Policy Implementation: Misconceptions and Their Consequences”, BIS Working Papers No. 269, December 2008 และบทความของ Charles A. E. Goodhart, “The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts,” *Economica* (2009), pp. 1-11.

Contact author:



Roong Mallikamas
Director, Economic Research
roongp@bot.or.th