

นโยบายการเงินไทยในปัจจุบัน

จาคูรงค์ จันทรัมย์*

พรเพ็ญ สดศรีชัย*

	หน้า
1. บทนำ	1
2. รูปแบบของการดำเนินนโยบายการเงิน	1
2.1 การตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Targeting)	3
2.2 การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting)	4
2.3 การเปลี่ยนเป้าหมายไปตามสถานการณ์ (“Classic” or “Just-Do-It” Approach)	5
2.4 การตั้งเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting)	5
3. นโยบายการเงินของไทยในอดีตจนถึงปัจจุบัน	7
3.1 มูลค่าเงินบาทกับตรรกะการเงิน : พลุศจิกายน 2527 – มิถุนายน 2540	7
3.2 กรอบการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว	9
3.2.1 การดำเนินนโยบายการเงินแบบ “Monetary Targeting” ในเชิงปฏิบัติ	9
3.2.2 การกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวันและการบริหารสภาพคล่อง	11
3.2.3 ปัญหาและอุปสรรคของการกำหนดเป้าหมายทางการเงินปัจจุบัน	13
4. ปัญหาและอุปสรรคของนโยบายการเงินของไทยในระยะต่อไป	17
<u>ภาคผนวก 1</u> นิยามของเป้าหมายทางการเงินที่ใช้ในปัจจุบัน	
<u>ภาคผนวก 2</u> เจื่อนใจ IMF ที่ว่าด้วยเกณฑ์ปฏิบัติ	
<u>ภาคผนวก 3</u> ขั้นตอนการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary targeting)	
<u>ภาคผนวก 4</u> การกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวัน	

* จาคูรงค์ จันทรัมย์ ปัจจุบันเป็นผู้บริหารที่มิวิเคราะห์การเงิน ฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจในประเทศ
สาขานโยบายการเงิน (Email: jaturonj@bot.or.th Tel: 283-5621) และพรเพ็ญ สดศรีชัย เป็นเศรษฐกร
ในทีมวิเคราะห์การเงิน ผู้เขียนขอขอบคุณเศรษฐกรทุกท่านในทีมวิเคราะห์การเงินที่ให้ความช่วยเหลือ
ด้านข้อมูลและการวิเคราะห์อย่างเต็มที่

Present Monetary Policy Implementation

*Jaturong Jantarangs**

*Pornpen Sodsrichai**

	Page
1. Introduction	1
2. Framework of Monetary Policy Management	1
2.1 Exchange Rate Targeting	3
2.2 Monetary Targeting	4
2.3 “Classic” or “Just-Do-It” Approach	5
2.4 Inflation Targeting	5
3. Past and Present Monetary Policy Implementation	7
3.1 Basket-Peg Exchange Rate Regime: November 1984 – June 1997	7
3.2 Present Monetary Policy Framework under Floating Exchange Rate Regime	9
3.2.1 Monetary Targeting in Practice	9
3.2.2 Daily Monetary Base Targeting and Liquidity Management	11
3.2.3 Challenges of Monetary Targeting Framework	13
4. Challenges of Monetary Policy in Thailand ahead	17
<u>Appendix I</u> Definitions of Monetary Targets	
<u>Appendix II</u> Conditionality on Performance Criterion under Current IMF Program	
<u>Appendix III</u> Process of Monetary Targeting	
<u>Appendix IV</u> Daily Monetary Base Targeting	

* Jaturong Jantarangs is currently the Team Executive of Monetary Conditions Team, Domestic Monetary Policy Department, Monetary Policy Group (Email: jaturonj@bot.or.th Tel: 283-5621), while Pornpen Sodsrichai is an economist in the team. The authors would like to express deep appreciation for all economists in the Team for their full supports on data and analysis.

นโยบายการเงินไทยในปัจจุบัน

Present Monetary Policy Implementation

Presented at

สัมมนาทางวิชาการ “นโยบายการเงินไทยในศตวรรษที่ 21”

Economic Symposium “Thai Monetary Policy in the 21st Century”

จตุรงค์ จันทรัมย์

Jaturong Jantarangs

พรเพ็ญ สดศรีชัย

Pornpen Sodsrichai

สายนโยบายการเงิน

Monetary Policy Group

ธนาคารแห่งประเทศไทย

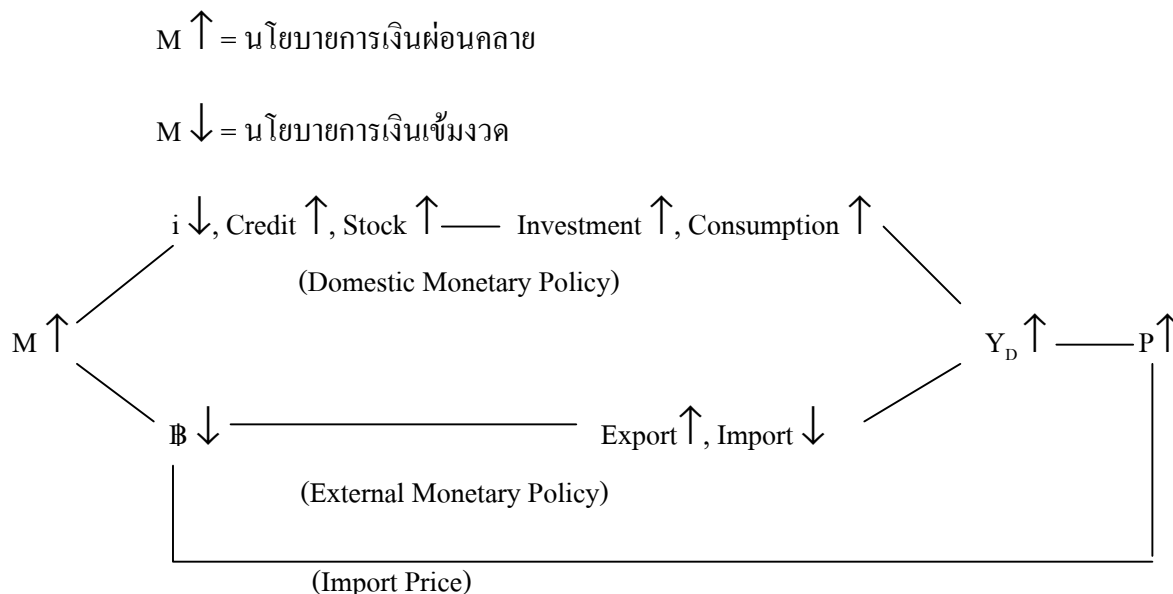
Bank of Thailand

1. บทนำ

บทความนี้มีจุดประสงค์เพื่อให้เข้าใจถึงรูปแบบของการดำเนินนโยบายการเงินที่ธนาคารกลางต่าง ๆ นำมาใช้ตั้งแต่อดีตถึงปัจจุบันและเป็นที่รู้จักทั่วไป รวมทั้งกล่าวถึงข้อดีและปัญหาของแต่ละรูปแบบ (หัวข้อที่ 2) พร้อมทั้งอธิบายถึงวิธีการดำเนินนโยบายการเงินของไทยในเชิงปฏิบัติตั้งแต่ในยุคที่มีการผูกค่าเงินบาทไว้กับตราเงิน จนถึงยุคอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ตั้งแต่กลางปี 2540 เป็นต้นมา (หัวข้อที่ 3) สำหรับในหัวข้อที่ 4 นั้น จะได้กล่าวถึงปัญหา และอุปสรรคในการดำเนินนโยบายการเงินของไทยที่จำเป็นต้องแก้ไขในระยะต่อไป

2. รูปแบบของการดำเนินนโยบายการเงิน (Framework of Monetary Policy Management)

ก่อนที่จะกล่าวถึงรูปแบบของการดำเนินนโยบายการเงิน ควรได้อธิบายถึงกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary Policy Transmission Mechanism) ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบง่าย ๆ ก่อน เพื่อจะได้มีความเข้าใจตรงกันในความหมายของนโยบายการเงินในส่วนที่เป็นนโยบายการเงินในประเทศ (Domestic Monetary Policy) และนโยบายการเงินด้านต่างประเทศ (External Monetary Policy) เพื่อให้บรรลุเป้าหมายสุดท้าย (ultimate target) ที่สำคัญคือ ผลผลิต (output) และระดับราคา (price)



รูปที่ 1 กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว

การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวนั้น จะมีผลให้อัตราดอกเบี้ย (i) ลดลง ซึ่งจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลงทุนและการบริโภค และจะมีผลต่อความต้องการสินค้าและบริการ (Y_D) และระดับราคาสินค้าในประเทศ (P) ซึ่งช่องทางนี้อาจเรียกได้ว่าเป็นนโยบายการเงินในประเทศ (Domestic Monetary Policy)

ในอีกด้านหนึ่ง การใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายน่าจะมีผลให้ค่าเงินอ่อนลง (B) ซึ่งช่วยกระตุ้นการส่งออกและชะลอการนำเข้า ซึ่งจะมีผลต่อความต้องการสินค้าและบริการ และระดับราคาสินค้าในประเทศได้ ซึ่งช่องทางนี้อาจเรียกได้ว่าเป็นนโยบายการเงินด้านต่างประเทศ (External Monetary Policy) นอกจากนี้ อัตราแลกเปลี่ยนยังมีผลโดยตรงต่อระดับราคาในประเทศผ่านทางราคาสินค้านำเข้า

ภายใต้วิกฤตเศรษฐกิจและการเงินที่ระบบสถาบันการเงินมีปัญหา และอัตราแลกเปลี่ยนถูกกระทบด้วยปัจจัยอื่นมากกว่านโยบายการเงินและนโยบายอัตราดอกเบี้ย^{1/} การดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้น จะได้ผลน้อยมาก ในทางตรงกันข้าม การดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดภายใต้ภาวะวิกฤตเศรษฐกิจ ถึงแม้ว่าจะไม่ช่วยให้ค่าเงินแข็งขึ้นเสมอไป แต่กลับจะมีผลมากต่อการหดตัวของเศรษฐกิจ เนื่องจากเป็นช่วงที่ภาคสถาบันการเงินและธุรกิจกำลังมีปัญหา cash flow อยู่แล้ว

สำหรับรูปแบบการดำเนินนโยบายการเงินในประเทศต่าง ๆ ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันนั้น จะมีข้อแตกต่างสำคัญอยู่ที่ตัวแปรที่ธนาคารกลางต้องการจะควบคุม (Policy Anchor) เพื่อกำหนด และส่งสัญญาณทิศทางนโยบายการเงิน ซึ่งมีประเด็นสำคัญ 3 เรื่องที่ต้องพิจารณา คือ (1) จะใช้ตัวแปรใดเป็น Policy Anchor (2) มีการประกาศเป้าหมายของตัวแปรนั้นล่วงหน้าหรือไม่ (Pre-Announcement) และ (3) มีการยึดมั่นต่อตัวแปรนั้นมากน้อยเพียงใด (Level of Commitment) ซึ่งรูปแบบนโยบายการเงินที่แพร่หลายในอดีตจนถึงปัจจุบัน อาจแบ่งออกได้เป็น 4 รูปแบบหลัก ได้แก่ (1) การตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Targeting) (2) การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting) (3) การไม่มีรูปแบบที่แน่นอน (Classic หรือ Just-do-it Approach) และ (4) การตั้งเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ซึ่งเป็นรูปแบบที่กำลังได้รับการยอมรับมากขึ้น โดยมีสาระสำคัญของแต่ละรูปแบบ ดังนี้

^{1/} ในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจของไทย การทดสอบทางเศรษฐมิติด้วยข้อมูลรายวันพบว่า อัตราดอกเบี้ยและค่าเงินบาทมีความสัมพันธ์ในทางลบ และเป็นไปในลักษณะที่อัตราแลกเปลี่ยน cause อัตราดอกเบี้ย เนื่องจาก เมื่อมีแรงกดดันต่อค่าเงินบาทจากปัจจัยต่าง ๆ ธนาคารแห่งประเทศไทยมักจะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยขึ้น (policy response explanation) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาที่พบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกับค่าเงินที่แท้จริงสำหรับประเทศไทย และเกาหลี แต่กลับพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกในกรณีของ ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ (Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: the Case of Asia, by Ilan Goldfajn and Taimur Baig, a paper presented at the Workshop on Credit Crunch in East Asia: What do we know? November 30-December 1, 1999, Washington, DC).

2.1 การตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Targeting)

การตั้งเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนนั้น มีทั้งลักษณะที่เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ (fixed exchange rate) และระบบที่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปตามกลไกตลาด แต่จะใช้เป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องชี้นำนโยบายการเงิน ซึ่งทั้ง 2 ระบบ นั้น ธนาคารกลางจะต้องปล่อยเงิน หรือดูดเงิน (คือปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ย หรือปรับลดอัตราดอกเบี้ย) ให้สอดคล้องกับ demand และ supply ในตลาดเงินตราต่างประเทศ เพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้เป็นที่ตั้งเป้าหมายไว้ การดำเนินนโยบายการเงินแบบนี้เป็นแบบ external monetary policy โดยไม่มีอิสระในการดำเนินนโยบาย domestic monetary policy ภายใต้กฎเกณฑ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศที่ค่อนข้างเสรี

การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเป็นรูปแบบการดำเนินนโยบายการเงินที่มีมาตั้งแต่ก่อนสงครามโลกครั้งที่หนึ่ง และก่อนที่จะมีการก่อตั้งธนาคารกลาง ภายใต้ระบบมาตรฐานทองคำ (gold standard) ซึ่งแต่ละประเทศจะกำหนดค่าเงินของตนเทียบกับปริมาณทองคำ และมีการ back-up ปริมาณเงินด้วยทองคำตามราคามาตรฐานที่กำหนดไว้ ระบบ gold standard ได้สูญสลายไป เมื่อเกิดสงครามโลกครั้งที่หนึ่งเมื่อปี ค.ศ. 1914 ต่อมา หลังสงครามโลกครั้งที่สอง ยังคงมีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ภายใต้ระบบ Bretton Woods และหลังจากที่ยกเลิกระบบนี้ไปเมื่อปี ค.ศ. 1971 ประเทศอุตสาหกรรมได้หันไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ในขณะที่การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting) เริ่มแพร่หลายมากขึ้น พร้อม ๆ กับแนวคิด Monetarism อย่างไรก็ตาม ประเทศกำลังพัฒนาหลายแห่งได้หันกลับไปใช้เป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนอีกครั้ง เพื่อแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อที่เกิดจากการขาดดุลของภาครัฐเป็นสำคัญ

ข้อดีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้น มี 3 ประเด็นสำคัญที่กล่าวถึงกันมากที่สุด คือ (1) ในกรณีของประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัญหาเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง (ส่วนใหญ่เกิดจากการที่รัฐบาลขาดดุลงบประมาณมากและติดต่อกันเป็นเวลานาน) การผูกค่าเงินไว้กับประเทศที่ค่าเงินแข็งและอัตราเงินเฟ้อต่ำจะทำให้อัตราเงินเฟ้อของประเทศนั้นลดลงได้อย่างรวดเร็ว (convergence of price) (2) มีความเชื่อว่าการกำหนดค่าเงินให้คงที่จะทำให้สร้างบรรยากาศของความมั่นคงต่อการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ โดยไม่ต้องกังวลต่อความผันผวนของค่าเงินซึ่งอาจไม่เป็นไปตามปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจ และ (3) ในเชิงนโยบายการเงิน การกำหนดค่าเงินจะเป็นการบังคับไม่ให้ธนาคารกลางปล่อยเงินออกมามากเกินไป (เพื่อ finance การขาดดุลของภาครัฐ) เนื่องจากจะทำให้ค่าเงินอ่อนลงกว่าที่ตั้งเป้าหมายไว้ จึงเป็นการสร้าง discipline การดำเนินนโยบายการเงินได้ทางหนึ่ง

ผลสำเร็จของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้น ขึ้นอยู่กับ 3 ปัจจัยสำคัญ คือ (1) ประเทศของสกุลเงินทั้งสองควรมีระดับการพัฒนา และโครงสร้างเศรษฐกิจและวงจรธุรกิจที่คล้ายกัน และ (2) อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดนั้นจะต้องอยู่ในระดับที่สมดุล กล่าวคือต้องไม่ทำให้เกิด macro-economic imbalance และ (3) การเปลี่ยนแปลงของ supply และ demand ของเงินตราต่างประเทศจะต้องไม่ถูกกระทบจากปัจจัย

ด้านการเงินมากเกินไป โดยเฉพาะการไหลเข้าออกของเงินทุนที่ไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจ ซึ่งปัจจัยทั้งสามดังกล่าว ยากที่จะเกิดขึ้นพร้อม ๆ กันได้ และยากที่จะรักษาไว้ได้ในระยะยาว ซึ่งเป็นจุดอ่อนที่นำไปสู่การเก็งกำไรค่าเงินได้ (speculative currency attacks) ดังนั้น การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ อาจเป็นทางเลือกที่เหมาะสมสำหรับการแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ หรือสร้างบรรยากาศให้กับการค้าและการลงทุนต่างประเทศได้ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวแล้ว ระบบนี้อาจสร้างปัญหาให้มากกว่าที่จะเป็นประโยชน์ และนอกเหนือจากผลเสียที่อาจเกิดจาก exchange rate misalignment แล้ว เมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดไว้ในระยะสั้น (short-term economic and financial shocks) ก็ไม่สามารถใช้นโยบาย domestic monetary policy เพื่อแก้ไขปัญหาได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากต้องดูแลอัตราแลกเปลี่ยน

2.2 การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (Monetary Targeting)

การตั้งเป้าหมายปริมาณเงิน (money supply) เป็นวิธีการที่แพร่หลายมาตั้งแต่ทศวรรษ 1970 พร้อม ๆ กับความนิยมของแนวคิด Monetarism โดยธนาคารกลางจะตั้งเป้าหมายปริมาณเงินให้สอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจในระดับที่จะสามารถรักษาเสถียรภาพด้านราคาเอาไว้ได้ ตามสมการ $MV = PQ$ (M = ปริมาณเงิน, V = money velocity, P = ราคั้บราคา, Q = ปริมาณผลผลิต) โดยการตั้งเป้าหมายปริมาณเงินนั้น เป็นการดำเนินนโยบายการเงิน domestic monetary policy โดยต้องปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนผันผวนได้บ้าง เพื่อให้บรรลุเป้าหมายสุดท้าย (price และ output)

ความสำเร็จของ monetary targeting นั้น ขึ้นอยู่กับ 2 ปัจจัยสำคัญ คือ (1) money supply ที่ธนาคารกลางพยายามจะควบคุมนั้น จะต้องมีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพ (หรือมีการเปลี่ยนแปลงที่คาดการณ์ได้) กับเป้าหมายสุดท้าย คือ output และ price และ (2) ธนาคารกลางสามารถควบคุม money supply นั้น ได้ดีแค่ไหน ซึ่งขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย เช่น ธนาคารกลางอาจขาดเครื่องมือในการควบคุมขาดความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน หรือตัวแปรที่ธนาคารกลางควบคุมได้ (ฐานเงิน อัตราดอกเบี้ย) อาจไม่มีความสัมพันธ์ที่คงที่กับ money supply ที่ต้องการควบคุม ซึ่งเป็นปัญหามากในเชิงปฏิบัติ

Monetary targeting นั้น ได้รับการยอมรับน้อยลง เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่าง money supply และเป้าหมายสุดท้ายนั้นมีความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ และยากที่จะอธิบายหรือ forecast การเปลี่ยนแปลงได้ล่วงหน้า ซึ่งเยอรมนี และสวิตเซอร์แลนด์ เคยเป็นประเทศที่ใช้นโยบายการเงินด้วยการคุม money supply มาช้านาน โดยมีการประกาศเป้าหมายปริมาณเงินล่วงหน้าในแต่ละปี จนเมื่อ 1 มกราคม 2542 เยอรมันได้เข้าร่วมกับกลุ่ม EMU (European Monetary Union) และเลิกใช้เป้าหมายปริมาณเงิน และสวิตเซอร์แลนด์ได้ยกเลิกเป้าหมายปริมาณเงินและฐานเงิน โดยหันมาตั้งเป้าหมายอัตราดอกเบี้ยแทนในวันที่ 13 ธันวาคม 2542 โดยธนาคารกลางสวิตเซอร์แลนด์ให้เหตุผลว่าเพื่อเพิ่มความโปร่งใสของนโยบายการเงิน

มากขึ้น และความสัมพันธ์ระหว่างฐานเงินกับปริมาณเงินนั้น ไม่คงที่ ทำให้ forecast ความต้องการฐานเงิน ผิดไปมาก ในทางปฏิบัติจึงไม่มีประเทศใดที่ใช้ monetary targeting อย่างเต็มรูปแบบ^{2/}

นอกเหนือจากปัญหาความสัมพันธ์ที่ไม่แน่นอนระหว่างเป้าหมายสุดท้ายและปริมาณเงิน และระหว่างปริมาณเงินกับสิ่งที่ธนาคารกลางควบคุมได้ (ฐานเงิน และอัตราดอกเบี้ย) ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้อีกคือ Monetary targeting ไม่มีกลไกที่จะบังคับให้ธนาคารกลางมีวินัย (Discipline) ในการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากปริมาณเงินนั้นเป็นสิ่งที่ประชาชนทั่วไปเข้าใจได้ยาก และเมื่อธนาคารกลางปล่อยเงินออกมาสู่ระบบมากเกินไป (เพื่อ finance การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาล) ธนาคารกลางอาจอ้างความไม่แน่นอนระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับเศรษฐกิจก็ได้

3. Classic หรือ Just-Do-It Approach

ธนาคารกลางส่วนใหญ่ ที่สำคัญ คือ ญี่ปุ่น และสหรัฐอเมริกา จะไม่ใช่อัตราแลกเปลี่ยน หรือ ปริมาณเงินตัวใดตัวหนึ่งเป็น policy anchor ในการกำหนดทิศทางนโยบายการเงิน แต่อาจใช้ตัวแปรหลายตัวพร้อม ๆ กันไป และอาจให้ความสำคัญกับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งมากในช่วงเวลาหนึ่ง จึงถือได้ว่ามีความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายมาก (policy flexibility) อย่างไรก็ตาม ความยืดหยุ่นนี้อาจเป็นดาบสองคมได้ เพราะทำให้ขาดความโปร่งใสของนโยบาย (transparency) และขาดระบบตรวจสอบที่จะทำให้ธนาคารกลางมีวินัย (discipline) ในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ ดังนั้น ธนาคารกลางที่จะมีความยืดหยุ่นของนโยบายในระดับนี้ได้ และได้รับการเชื่อถือจากประชาชน (credibility) ไปพร้อม ๆ กันนั้น จะต้องใช้เวลาในการพิสูจน์ตนเองระยะหนึ่งก่อนว่ามี commitment ในการดำเนินนโยบายเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อได้จริง

4. Inflation Targeting

หลังจากที่ประเทศต่าง ๆ ประสบปัญหาในการใช้อัตราแลกเปลี่ยน หรือปริมาณเงินเป็น policy anchor ในการดำเนินนโยบายการเงิน จึงเกิดแนวคิดที่จะใช้อัตราเงินเฟ้อ (หรือระดับราคา) มาเป็น policy anchor แทน (เริ่มจาก New Zealand ในปี ค.ศ.1990) โดยใช้บทเรียนจากอดีตเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องของ exchange rate targeting และ monetary targeting และจากแนวคิดพื้นฐานที่ว่า (1) ในระยะยาว นโยบายการเงินจะมีผลต่อระดับราคา โดยจะมีผลต่อ output ได้ในระยะสั้นเท่านั้น (2) อัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำจะช่วยให้ efficiency และ potential output สูงขึ้นได้ในระยะยาว

^{2/} ในทางปฏิบัติเยอรมนีและสวีเดนก็ไม่ได้ยึดถือเป้าหมายอย่างเคร่งครัด ในกรณีของเยอรมนี นั้น จำนวนปีที่ปริมาณเงินที่เกิดขึ้นจริงอยู่ในเป้าหมายที่เป็น range นั้น จะเท่าๆ กับจำนวนปีที่ออกนอกเป้าหมาย

สาระสำคัญของ inflation targeting จะต้องประกอบด้วย

1. มีเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ หรือระดับราคาที่ชัดเจนและประกาศล่วงหน้า
2. มีการวางกรอบความรับผิดชอบชัดเจน ในกรณีที่ธนาคารกลางไม่สามารถทำตามเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ (accountability)
3. มีการวางกรอบให้ธนาคารกลางสามารถดำเนินนโยบายการเงินอย่างเป็นทางการได้อย่างอิสระจากรัฐบาลได้มากพอที่จะทำให้บรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อได้
4. มีกรอบในการประมาณการอัตราเงินเฟ้อล่วงหน้า (inflation forecast) ที่ดีพอที่จะนำมาใช้ชี้แนะนโยบายการเงินได้
5. มีเครื่องมือ (instrument) ที่ใช้ชี้นำทิศทางนโยบายการเงินได้อย่างชัดเจน ซึ่งประเทศที่ใช้ inflation targeting เกือบทั้งหมดจะใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดเงินเป็นตัวกำหนดนโยบาย

จะเห็นได้ว่ากรอบ inflation targeting นั้น ทำให้ธนาคารกลางมีความยืดหยุ่น (flexibility) ในการดำเนินนโยบายการเงินได้มาก และเมื่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินและตัวแปรทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง ก็ยังสามารถเปลี่ยนนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงนั้นได้ ควบคู่กันยังสามารถรักษาอัตราเงินเฟ้อได้ภายในเป้าหมาย และยังสามารถสร้างวินัย (discipline) ให้กับธนาคารกลางได้ด้วยการกำหนดความรับผิดชอบชัดเจน (accountability) อีกทั้งยังสร้างความโปร่งใสของการดำเนินนโยบายการเงิน (transparency) ด้วยการกำหนดเป้าหมายสุดท้าย (คืออัตราเงินเฟ้อ หรือระดับราคา) และเครื่องมือ (อัตราดอกเบี้ย) ไว้อย่างชัดเจนเช่นกัน ซึ่งทั้งหมดนี้ เป็นสิ่งที่นโยบายการเงินทั้งสามรูปแบบที่ได้กล่าวไว้แล้วในข้อ 2.1-2.3 ไม่สามารถทำให้เกิดขึ้นได้พร้อม ๆ กัน ซึ่งถ้าเป็นไปตามที่คาดไว้ inflation targeting จะช่วยให้เกิดความเชื่อถือนโยบายการเงิน (credibility) และทำให้การดำเนินนโยบายการเงินเกิดประสิทธิภาพสูงสุด

Inflation Targeting เป็นทางเลือกใหม่ที่ธนาคารกลางหลายแห่งได้เริ่มใช้ไปแล้ว และอีกหลายแห่ง (รวมทั้งธนาคารแห่งประเทศไทย) กำลังพิจารณานำมาใช้ หรืออย่างน้อยที่สุด ธนาคารกลางอีกหลายแห่งได้เริ่มประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่เป็นตัวเลขออกไป โดยที่อาจจะยังไม่มี framework ของ inflation targeting อย่างชัดเจน โดยมีความเชื่อว่าการประกาศตัวเลขเป้าหมายเงินเฟ้อออกไปจะทำให้เกิด expectation ซึ่งจะสามารถทำให้อัตราเงินเฟ้อเป็นไปตามที่ประกาศไว้ได้ อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติประเทศนั้นอาจจะยังใช้เครื่องมือ หรือ framework แบบอื่นอยู่ก็ได้

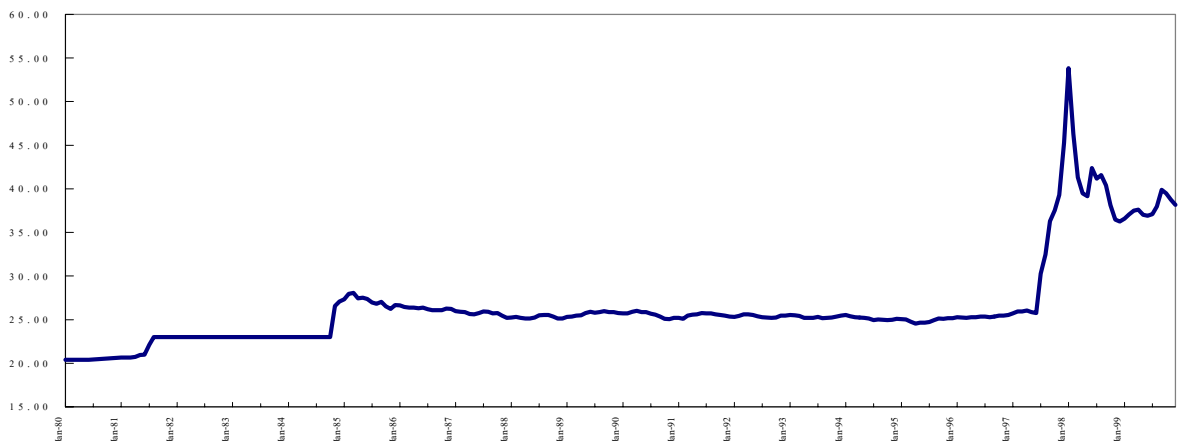
3. นโยบายการเงินของไทยในอดีตจนถึงปัจจุบัน

3.1 ผูกค่าเงินบาทกับตระกร้าเงิน (Basket-Peg Exchange Rate Regime): พutschิกายน 2527- มิถุนายน 2540

ภายใต้ระบบตระกร้าเงิน ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Equalization Fund: EEF) จะกำหนดค่าเงินบาท / ดอลลาร์ สรอ. โดยผูกกับการเปลี่ยนแปลงค่าเงินสกุลหลักและสกุลเงินในภูมิภาคที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละวัน ซึ่งน้ำหนักส่วนใหญ่จะอยู่ที่ดอลลาร์ สรอ.

ทุนรักษาระดับ ๑ จะคำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยน บาท/ดอลลาร์ สรอ. ทุกเช้าวันทำการ และจะประกาศอัตราแลกเปลี่ยนที่คำนวณได้ (อัตรากลาง) เวลา 8.00 น. โดยทุนรักษาระดับ ๑ จะรับซื้อและขายดอลลาร์ สรอ. กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศที่อัตรากลาง + และ - 2 สตางค์ (spread 4 สตางค์) ในช่วงเวลา 8.30 -12.00 น. โดยไม่จำกัดจำนวน และจะมีการชำระเงินภายในวันนั้น (และทุนรักษาระดับ ๑ จะมาซื้อและขายเงินดอลลาร์ สรอ. ต่อกับธนาคารแห่งประเทศไทยตามอัตราต้นทุน) ซึ่งวิธีการ defend ค่าเงินโดยไม่จำกัดจำนวนนี้ ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์ สรอ. ที่ซื้อขายกันในตลาดอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอัตรากลางมาก และการที่น้ำหนักของดอลลาร์ สรอ. มีสูง จึงทำให้อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์ สรอ. ค่อนข้างคงที่ โดยมีการเปลี่ยนแปลงเฉลี่ยรายวันน้อยมากตลอดระยะเวลา 13 ปีที่ใช้ระบบนี้

รูปที่ 2 อัตราแลกเปลี่ยน บาท ต่อ ดอลลาร์ สรอ.
(ค่าเฉลี่ยรายเดือน มกราคม 2523 - ธันวาคม 2542)

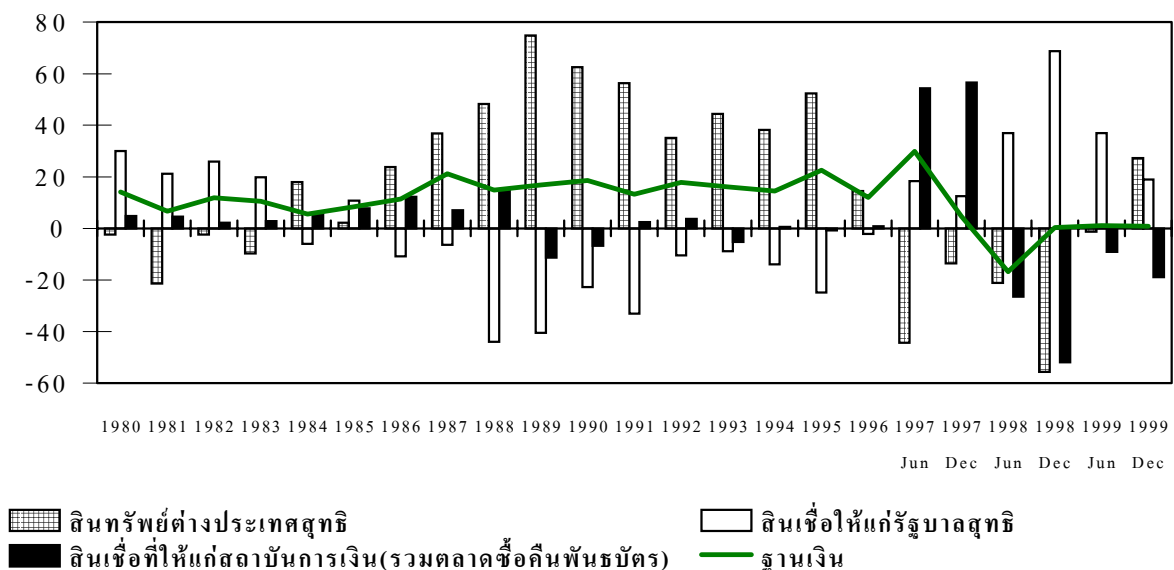


การ defend อัตราแลกเปลี่ยนตามระบบตระกร้าเงินนี้มีผลต่อการดำเนินนโยบายการเงิน และนโยบายการคลังใน 2 ประเด็นคือ

1. ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์ สรอ. ที่ค่อนข้างคงที่นี้ ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพในระยะปานกลางและระยะยาวได้ เนื่องจากจะมีเงินทุนไหลเข้าและออกเพื่อตอบสนอง (accommodate) การเปลี่ยนแปลงของ money demand และ supply ได้ตลอดเวลา และไม่มีความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินในช่วงนี้จึงเน้นการ smoothing อัตราดอกเบี้ยในระยะสั้นเท่านั้น โดยปล่อยให้ทิศทางอัตราดอกเบี้ยและปริมาณเงินถูกกำหนดโดยปัจจัยด้าน demand เป็นสำคัญ ซึ่งอาจเป็นสิ่งที่อันตรายมากในช่วงที่เศรษฐกิจเริ่ม overheat เนื่องจากจะไม่สามารถใช้นโยบายการเงินเพื่อชะลอเศรษฐกิจได้ และในทางกลับกันเมื่อเศรษฐกิจถูกกระทบด้วยปัจจัยด้านลบ (ในช่วงปี 2538-2539) ก็ไม่สามารถใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้เช่นกัน เนื่องจากระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดนั้น ก่อให้เกิดปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงอยู่แล้ว

2. นโยบายการคลังลดประสิทธิภาพตามไปด้วย เนื่องจากจะมีการไหลเข้าออกของเงินบาทระหว่างประเทศตอบสนอง (accommodate) นโยบายการคลังตลอดเวลา โดยเมื่อภาครัฐเกินดุลเงินสด จะทำให้คู่เงินออกจากมือภาคเอกชน และภาคเอกชนซึ่งมี risk สูงกว่าจะหันไปใช้ financing จากต่างประเทศ แทน ทำให้โครงสร้างหนี้ต่างประเทศของไทยเป็นหนี้ภาคเอกชนซึ่งมีระยะสั้นกว่าหนี้ภาครัฐ และเกิด capital flight risk มากขึ้น นอกจากนี้ การเปิดเสรีทางการเงินในช่วงต้นทศวรรษที่ 1990 (โดยเฉพาะ BIBF) ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจประเทศอุตสาหกรรมชะลอตัวลง ทำให้มีเงินทุนไหลมาสู่ประเทศไทยมากขึ้น โดยเฉพาะในรูปของการก่อหนี้ ทั้งที่ผ่านและไม่ผ่าน BIBF

รูปที่ 3 ปัจจัยที่ทำให้ฐานเงินเปลี่ยนแปลง (%)
(Contribution to Monetary Base Growth)



▨ สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ

■ สินเชื่อที่ให้แก่สถาบันการเงิน(รวมตลาดซื้อคืนพันธบัตร)

□ สินเชื่อให้แก่รัฐบาลสุทธิ

— ฐานเงิน

จากรูปที่ 3 ที่แสดงปัจจัยที่ทำให้ฐานเงินเปลี่ยนแปลง จะเห็นว่าในช่วงที่รัฐบาลเกินดุลเงินสด ในช่วงปี 1987 – 1996 การดุลเงินของภาครัฐ (การเปลี่ยนแปลงของสินเชื่อให้แก่รัฐบาลสุทธิ) จะถูก offset โดยการเกินดุลการชำระเงิน (การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ) ที่เกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศเป็นสำคัญ (ในขณะที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด) เป็นผลให้ฐานเงินยังขยายตัวได้สูงถึงเฉลี่ยร้อยละ 17 ต่อปี

3.2 กรอบการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว

ภายหลังจากที่ประเทศไทยได้เปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจาก Basket-Peg Exchange Rate Regime เป็น Floating Exchange Rate Regime เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 นั้น กรอบการดำเนินนโยบายการเงินของไทยมีการปรับตัวเพื่อหา *Policy anchor* ตัวใหม่ เพื่อใช้แทน “อัตรากลาง (*EEF rate*)” ซึ่งเคยเป็นหลักในการดูแลหรือปล่อยเงินของทางการในอดีต

เมื่อประเทศไทยได้ขอรับความช่วยเหลือด้านการเงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund :IMF) ในเดือนสิงหาคม 2540 จึงได้มีการกำหนด *Policy anchor* ตัวใหม่คือ “สินทรัพย์ในประเทศสุทธิของรพท.” (*Net domestic assets : NDA*) ซึ่งเป็นองค์ประกอบหนึ่งของ “ฐานเงิน” และใช้เป็นเป้าหมายทางการเงินภายใต้กรอบของ IMF^{3/} ซึ่งเป็นการดำเนินนโยบายการเงินแบบ “*Monetary targeting*”

3.2.1 การดำเนินนโยบายการเงินแบบ “*Monetary targeting*” ในเชิงปฏิบัติ

การกำหนดเป้าหมายทางการเงินในปัจจุบัน อิงกับกรอบการจัดทำโปรแกรมทางการเงิน (*Financial programming*) ซึ่งเป็นวิธีการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (*Monetary targeting*) เพื่อให้เกิดการประสานสอดคล้องระหว่างนโยบายการเงิน (ปล่อย/ดุลเงินของรพท.หรือเจ้าหน้าที่ทางการเงิน หรือ *Monetary authorities*^{4/}) กับนโยบายการคลังหรือการใช้จ่ายของรัฐบาล และเม็ดเงินจากภาคต่างประเทศหรือดุลการชำระเงิน (*Interrelation among macroeconomic accounts*)^{5/} ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคาตามที่กำหนดไว้ (*Ultimate objectives*)

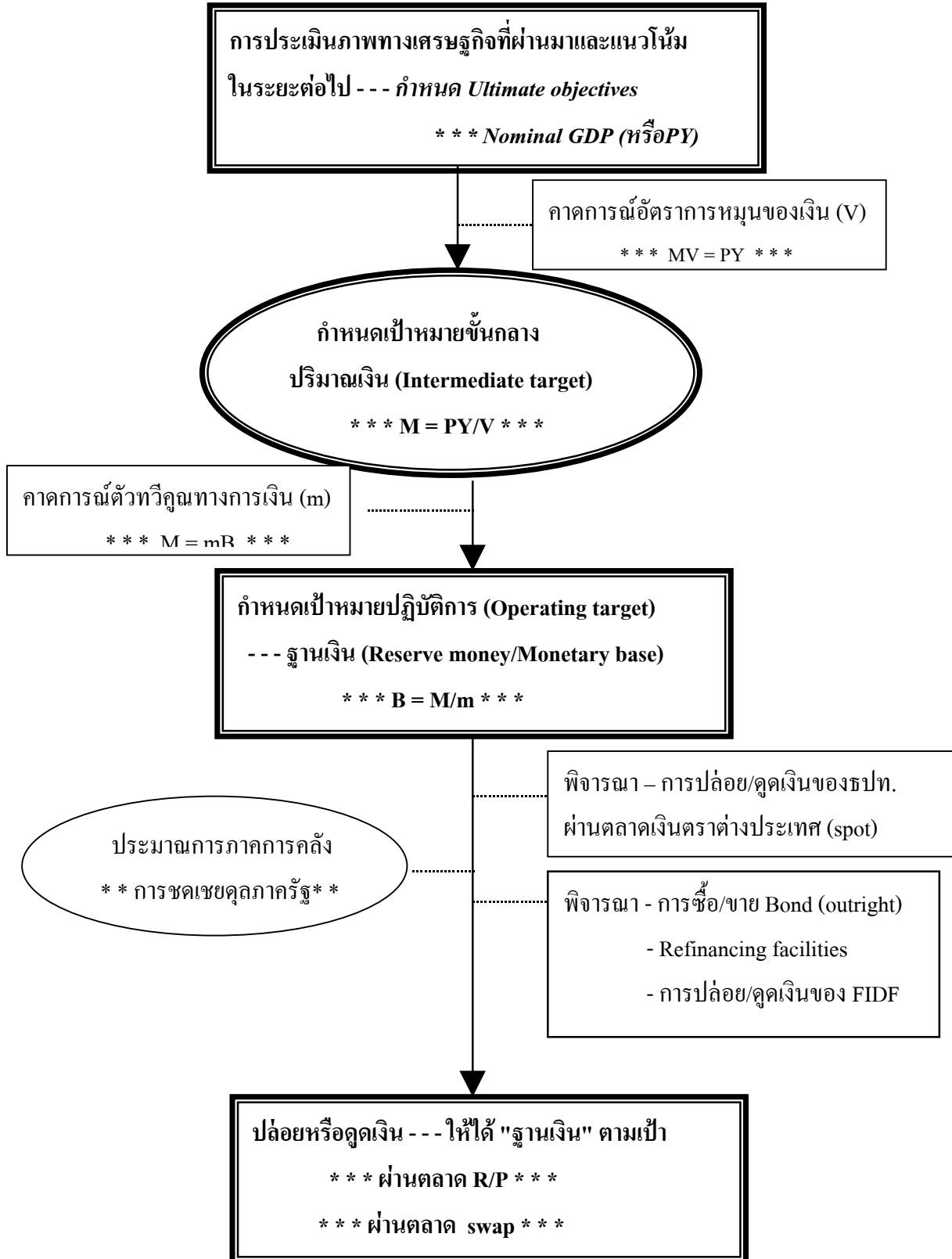
^{3/} รายละเอียดของนิยามของเป้าหมายทางการเงินที่ใช้ และเงื่อนไขของ IMF ที่ว่าด้วยเกณฑ์ปฏิบัติ (*performance criteria*) ทางการเงินนั้น ปรากฏในภาคผนวก 1 และภาคผนวก 2 ตามลำดับ

^{4/} คำว่า “เจ้าหน้าที่ทางการเงินหรือ *Monetary authorities*” ของไทย หมายถึง ธนาคารแห่งประเทศไทยที่รวมกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน (*Financial Institution Development Fund : FIDF*) และทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (*Exchange Equalization Fund : EEF*)

^{5/} กล่าวคือ รพท. ต้องพิจารณาภาพรวมของเม็ดเงินในระบบ ว่าควรจะอยู่ที่ระดับใด ในการที่จะก่อให้เกิดการใช้จ่ายและสร้างรายได้ของประเทศที่เพียงพอเหมาะสม โดยไม่ก่อให้เกิดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อและค่าเงินบาท ดังนั้น รพท.จึงต้องพิจารณาถึงช่องทางหลัก 3 ทาง ที่จะทำให้เม็ดเงินในระบบเปลี่ยนแปลงคือการปล่อย (ดุล)เงินจากภาครัฐ จากภาคต่างประเทศและการปล่อยสินเชื่อให้กับ (เรียกหนี้คืนจาก) สถาบันการเงิน เพื่อที่จะให้ได้เม็ดเงินที่คาดไว้

สำหรับกรอบการกำหนดเป้าหมายทางการเงินแบบ “Monetary targeting”
 มีขั้นตอนที่สำคัญ ดังปรากฏในรูปที่ 4 และรายละเอียดของการจัดทำในแต่ละขั้นตอน
 ปรากฏในภาคผนวก 3

รูปที่ 4: กรอบการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary Targeting Framework)



3.2.2 การกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวันและการบริหารสภาพคล่อง

จากการประเมินสภาพทางเศรษฐกิจ ทำให้ ธปท. สามารถกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายไตรมาสได้แล้วนั้น ขั้นตอนต่อไปคือการกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวัน เพื่อใช้เป็นหลัก (Policy anchor) ในการบริหารสภาพคล่องรายวัน โดยรายละเอียดของการกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวัน จะปรากฏอยู่ในภาคผนวก 4

สำหรับการบริหารสภาพคล่องรายวันที่ ธปท. ดำเนินการอยู่ในปัจจุบันนี้ เพื่อให้ได้ฐานเงินตามเป้าหมายนั้น จำเป็นต้องมีข้อสมมติเกี่ยวกับประมาณการไหลเข้าออกของเงินตามช่องทางประเภทต่างๆ ที่ ธปท. พึ่งพิงได้ ที่สำคัญคือ 1. การใช้จ่ายหรือการเก็บภาษีของภาครัฐ 2. ประมาณการ cash flow ของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน และ 3. ธุรกิจการซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศของ ธปท. ที่ถึงกำหนดชำระเงิน (settlement) เพื่อประเมินว่าฐานเงินแต่ละวัน จะมีการเปลี่ยนแปลงจากช่องทางเหล่านี้เป็นจำนวนเท่าใด⁶ หลังจากนั้น ธปท. จะได้ใช้การดูดหรือปล่อยเงินผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase market : R/P) เพื่อให้ได้ฐานเงินใกล้เคียงกับเป้าหมายที่กำหนดไว้มากที่สุด ทั้งนี้ ในบางกรณี ธปท. อาจใช้ตลาด swap ในการบริหารสภาพคล่องได้อีกช่องทางหนึ่งด้วย

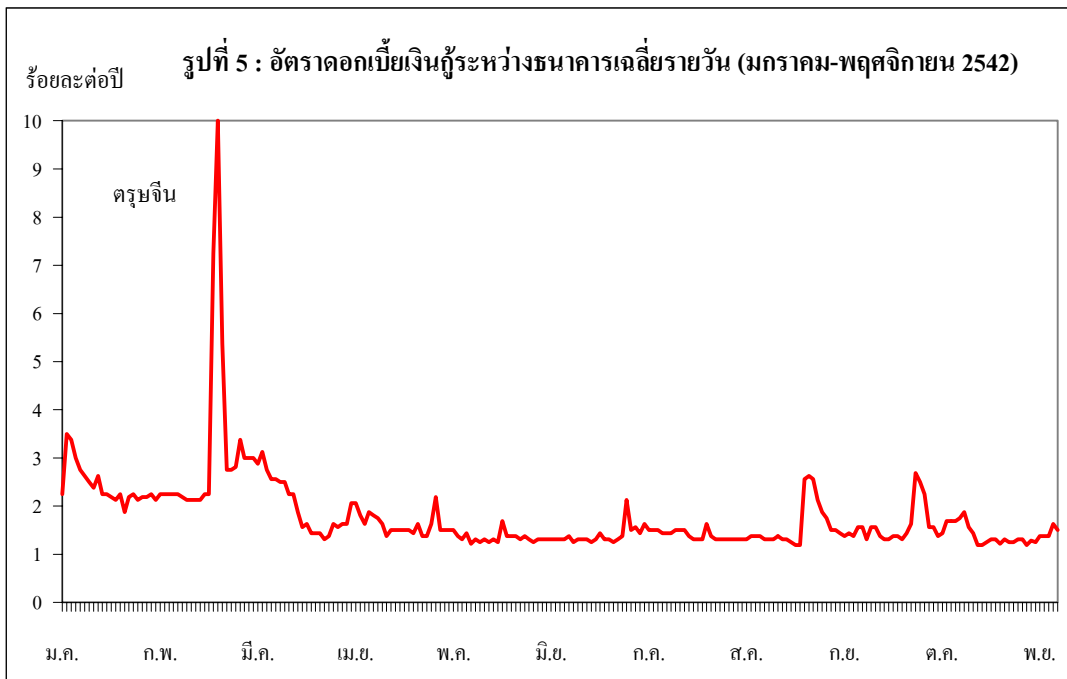
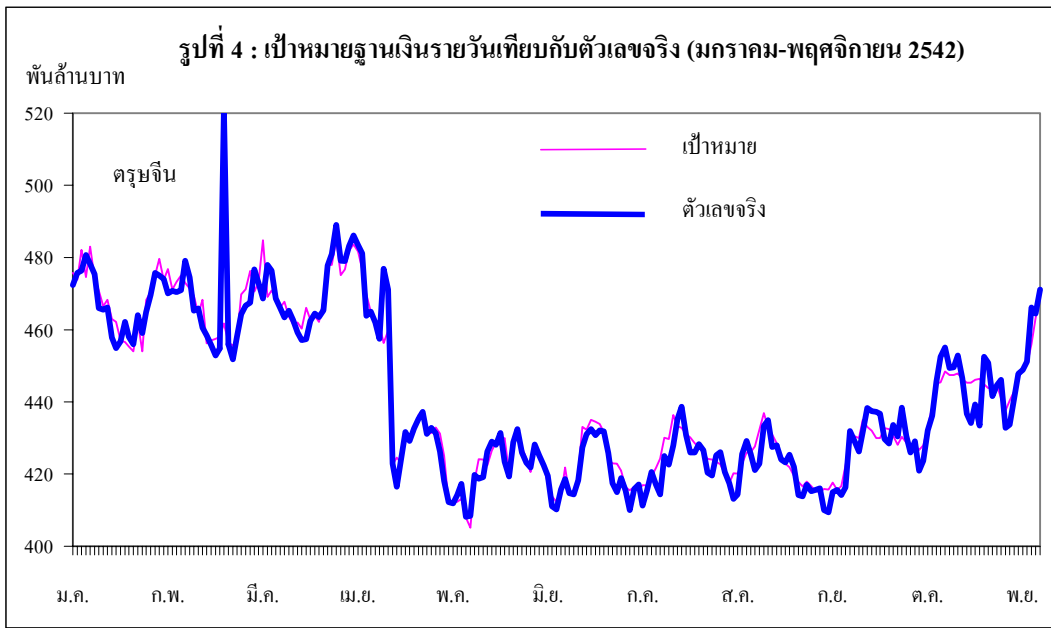
อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่สภาพคล่องเกิดการตึงตัวจากเหตุการณ์ผิดปกติชั่วคราว ธปท. จะปล่อยเงินสู่ระบบ เพื่อจัดการให้สภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่เหมาะสมโดยเร็ว เช่น ในช่วงเทศกาลตรุษจีน เมื่อเดือนกุมภาพันธ์ 2542 ดังแสดงไว้ในรูปที่ 4 และรูปที่ 5 ซึ่งสะท้อนถึงสภาพคล่องในตลาดเงินที่ตึงตัวขึ้นมา ส่งผลให้ ธปท. ต้องปล่อยเงินออกสู่ระบบเพื่อ smooth อัตราดอกเบี้ยไม่ให้สูงขึ้นมากเกินไป ดังนั้น ฐานเงินอาจเพิ่มจากเป้าหมายเป็นการชั่วคราวก็ได้

⁶ นอกจาก 3 ช่องทางหลักดังกล่าว ยังมีการไหลเข้าออกของเม็ดเงินผ่านช่องทางอื่นที่ต้องคำนึงถึง (แต่ไม่มีบทบาทมากนักในปัจจุบัน) คือ 1. การปล่อยเงินของ ธปท. ผ่านการให้กู้แก่ภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ (Refinancing facilities)

2. การซื้อ/ขายพันธบัตรแบบ outright

3. การออกจำหน่ายพันธบัตร ธปท. และพันธบัตร FIDF แก่สถาบันการเงิน

4. Loan windows



3.2.3 ปัญหาและอุปสรรคของการกำหนดเป้าหมายทางการเงินในปัจจุบัน

ปัญหาในทางปฏิบัติของการกำหนดเป้าหมายทางการเงินแบบ *Monetary targeting* ในปัจจุบัน คือ

1. ความยากในการคาดการณ์ความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายชั้นกลางหรือปริมาณเงินกับเป้าหมายขั้นสุดท้ายหรือ Nominal GDP ซึ่งสะท้อนที่ “อัตราการหมุนของเงิน (*Velocity of money*)” เนื่องจาก

1) ไม่ทราบล่วงหน้าว่าจะมีปัจจัยอะไร ที่จะมากระทบความสัมพันธ์ดังกล่าว

--- ในทางปฏิบัติ ได้มีการพิจารณาความสมเหตุสมผลของทิศทาง *Velocity of money* โดยประมวลจากปัจจัยต่างๆ ที่อาจกระทบได้ ทั้งแนวโน้มอัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ ความเชื่อมั่นในระบบสถาบันการเงิน คังรายละเอียดปรากฏในภาคผนวก 3

--- อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงค่า *Velocity of money* อาจเป็นผลมาจากปัจจัยที่ยากจะคาดไว้ล่วงหน้า อาทิ การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทางการเงินของประชาชน จากเงินฝากธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน เป็นการฝากเงินที่สถาบันการเงินอื่น

--- ทั้งนี้ ธปท. ได้พยายามปรับปรุงคำจำกัดความของปริมาณเงินให้ครอบคลุมถึงเงินฝากของสถาบันการเงินต่างๆ ให้มากที่สุด ซึ่งจำเป็นต้องได้รับความร่วมมือจากสถาบันการเงินในการรายงานข้อมูลงบการเงินให้ครบถ้วนและทันการณ์ด้วย

● จากรูปที่ 6 ซึ่งแสดงภาพอัตราการหมุนของเงินในรูปแบบต่างๆ ทั้ง M1, M2 และ M2a (*Velocity of money : $V = PY/M$, seasonally adjusted*)⁷⁾ นั้น จะพบว่า *Velocity of M1* มีความผันผวนมากกว่า *Velocity of M2* และ M2a อันเป็นผลจากปริมาณเงินตามความหมายแคบ มีสภาพคล่องสูงกว่า ส่งผลให้อัตราการหมุนเงินเปลี่ยนแปลงได้รวดเร็ว

⁷⁾ ปริมาณเงิน M1 = เงินสดในมือภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์

+ เงินฝากเพื่อเรียกของภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ ฝากไว้ที่ธนาคารพาณิชย์และธปท.

ปริมาณเงิน M2 = M1 + Quasi money

โดยที่ *Quasi money* คือเงินฝากประเภทออมทรัพย์และประจำของภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์

ฝากไว้ที่ธนาคารพาณิชย์

ปริมาณเงิน M2a = เงินสดในมือภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน

+ เงินฝากเพื่อเรียก ออมทรัพย์และประจำของภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน

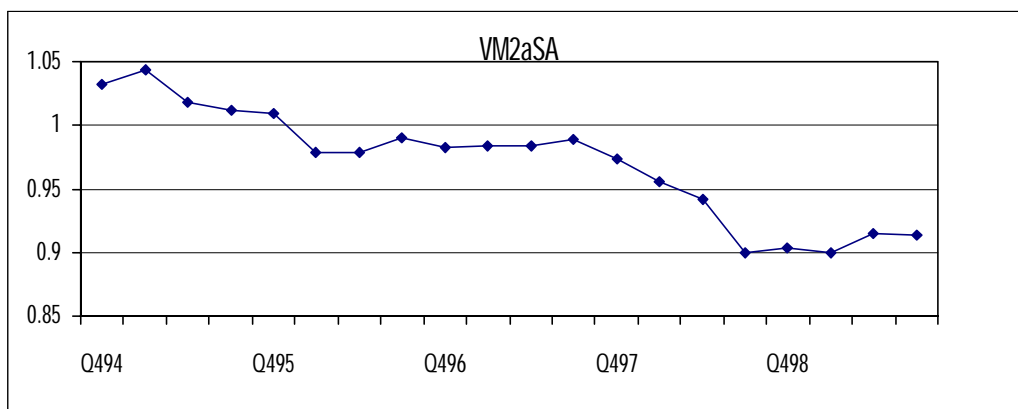
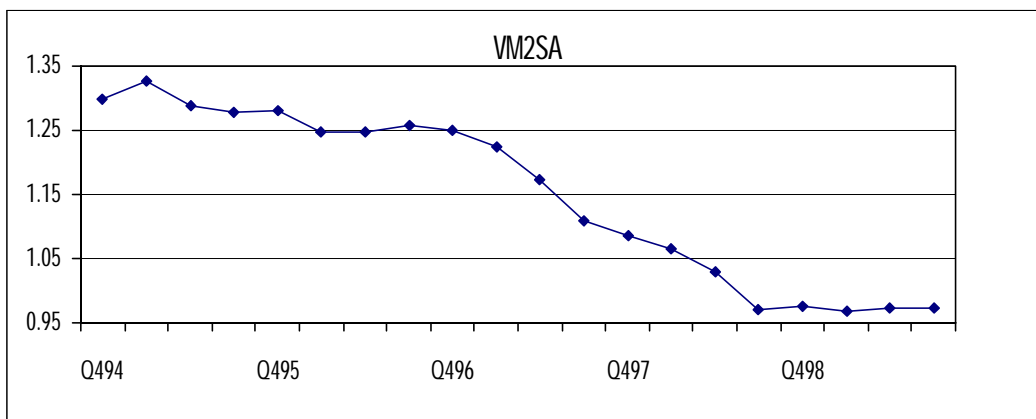
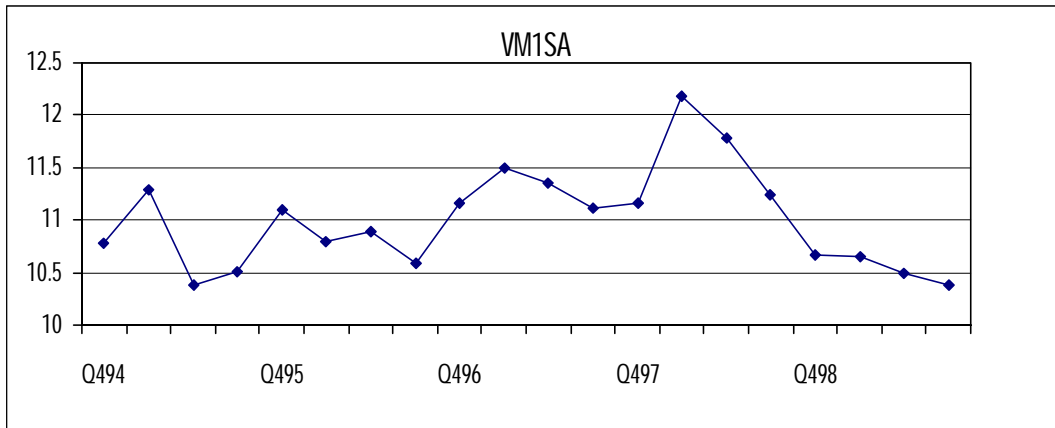
ฝากไว้ที่ธนาคารพาณิชย์

+ เงินกู้ยืมในรูปตั๋วสัญญาใช้เงินของบริษัทเงินทุน จากภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน (หรือก็คือเงินฝากของภาคเอกชน ซึ่งฝากไว้ที่บริษัทเงินทุนนั่นเอง)

Velocity of money (seasonally adjusted) = Nominal GDP (seasonally adjusted)/M (seasonally adjusted)

รูปที่ 6 : อัตราการหมุนของเงิน (Velocity of Money)

($V = PY/M$, seasonally adjusted)



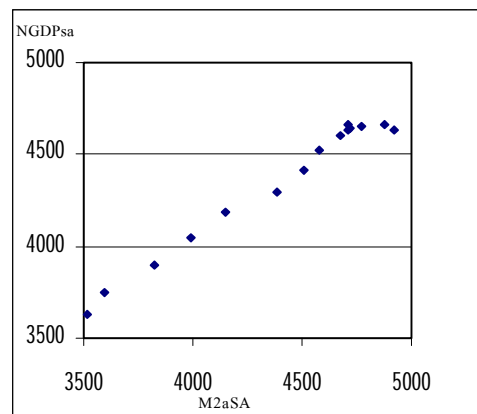
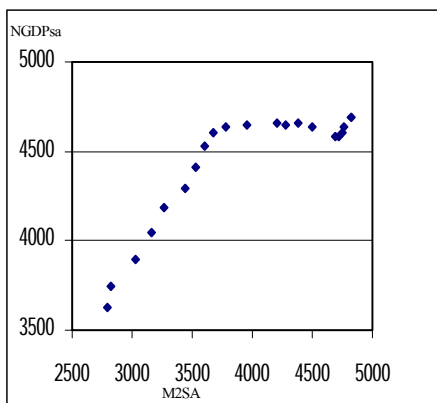
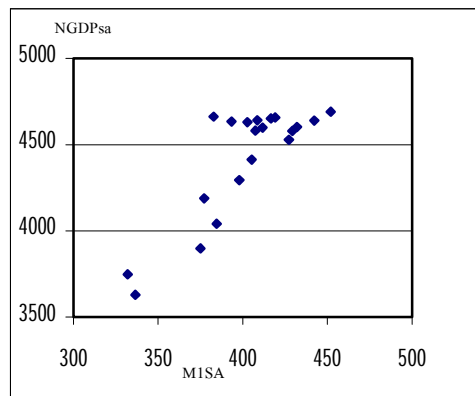
2) เป็นการยากที่จะคาดการณ์ว่าปริมาณเงินแบบใด ที่จะมีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดกับ Nominal GDP และในช่วงเวลาใด

--- เนื่องจากขึ้นอยู่กับพฤติกรรมทางการเงินของประชาชน ซึ่งเป็นการยากที่จะคาดการณ์ว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมในช่วงเวลาใด

--- การเปลี่ยนจากการฝากเงินที่ธนาคารพาณิชย์เป็นการซื้อตั๋วสัญญาใช้เงินของบริษัทเงินทุน ย่อมส่งผลต่อปริมาณเงิน $M2$ แต่ไม่กระทบต่อ $M2a$

--- ขณะที่การไถ่ถอนตั๋วสัญญาใช้เงินจากบริษัทเงินทุนไปลงทุนในสถาบันการเงินอื่นที่มีใช้ธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเงินทุน เช่นการซื้อสลากออมสิน ย่อมส่งผลกระทบต่อ $M2a$ ได้ แต่ไม่กระทบต่อ $M2$

รูปที่ 7 : ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินแบบต่างๆ และ Nominal GDP (พันล้านบาท)



3) ความแม่นยำของ Nominal GDP

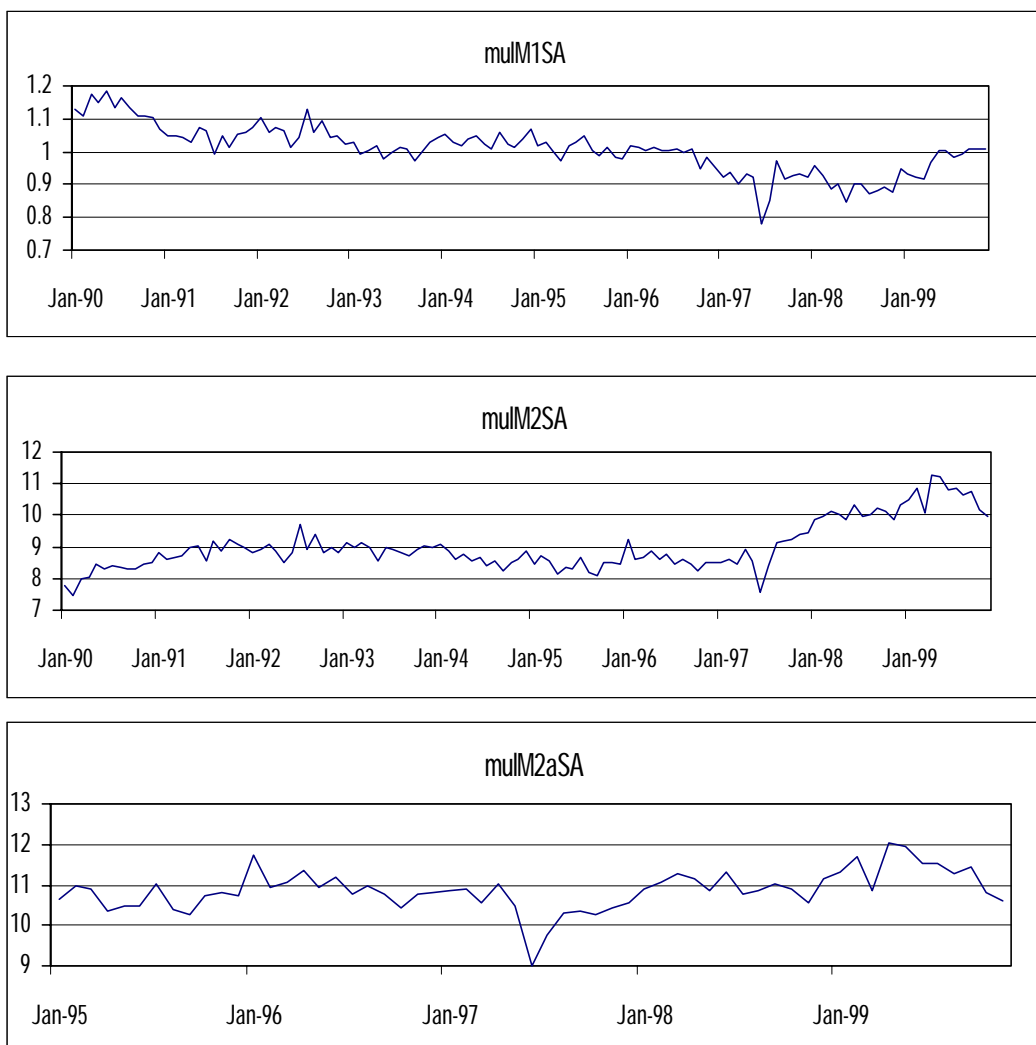
--- Nominal GDP อาจมีการเปลี่ยนแปลงข้อมูลจริงเพื่อให้ทันสมัย จึงอาจกระทบต่อฐานที่นำมาใช้ในการประมาณการได้

2. ความยากในการคาดการณ์ตัวชี้วัดทางการเงิน (money multiplier)

สำหรับการประมาณค่า Money multiplier นั้น อาจได้รับผลจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทางการเงินในรูปแบบต่างๆของประชาชนเช่นกัน ซึ่งเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้เกิดความยากในการคาดการณ์ค่า Money multiplier ได้

ในส่วนของ การเปลี่ยนแปลงอัตราการค้าเงินฝากของสถาบันการเงินที่ ธปท. (Required reserve) เป็นปัจจัยที่ ธปท. คาดการณ์ได้ว่าจะส่งผลกระทบต่อ Money multiplier เท่าใด แต่ส่วนเกินของเงินฝากที่ ธปท. (Excess reserve) ซึ่งขึ้นอยู่กับพฤติกรรมการลงทุนของสถาบันการเงิน ก็เป็นสิ่งที่อาจทำให้ Money multiplier ผันผวนได้เช่นกัน

รูปที่ 8 : ตัวชี้วัดทางการเงิน (Money multiplier, m หรือ mul = M/B, seasonally adjusted ⁹⁾



⁹⁾ ตัวชี้วัดทางการเงิน Money multiplier (seasonally adjusted)

m หรือ mul = ปริมาณเงิน M (seasonally adjusted)/ฐานเงิน MB (seasonally adjusted)

4. ปัญหาและอุปสรรคของนโยบายการเงินของไทยในระยะต่อไป

ปัญหาและอุปสรรคของนโยบายการเงินในปัจจุบันและอนาคต ที่สำคัญมี 3 เรื่อง คือ เป้าหมายของนโยบายการเงิน (Objective) รูปแบบการดำเนินนโยบาย (Framework) และกระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary policy transmission mechanism) ซึ่งแสดงผลของนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ

4.1 เป้าหมายของนโยบายการเงิน (Objective)

ถึงแม้ว่าธนาคารกลางส่วนใหญ่จะประกาศว่าเสถียรภาพของราคา (price stability) เป็นเป้าหมายสำคัญที่สุดของนโยบายการเงิน แต่ในทางปฏิบัติแล้ว เรื่องของการเติบโตของเศรษฐกิจยังคงเป็นสิ่งที่ธนาคารกลางให้ความสำคัญอยู่มาก ส่วนหนึ่งคงเกิดจากเมื่อเศรษฐกิจชะลอตัวลง จะเกิด public pressure ให้ใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยไม่คำนึงถึงแรงกดดันเงินเฟ้อที่อาจยังคงมีอยู่ก็ได้ ดังนั้น ปัญหาแรกที่ธนาคารกลางจะต้องหาคำตอบให้ได้คือ จะให้ความสำคัญกับเป้าหมายใดมากน้อยเพียงใด ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว โดยธนาคารกลางจะต้องทำให้ประชาชนเข้าใจและยอมรับได้ด้วย ซึ่งเป็นสิ่งที่ยากมากในภาวะที่ประชาชนและรัฐบาลยังคงต้องการให้เศรษฐกิจขยายตัวสูง และมีการจ้างงานมาก

4.2 รูปแบบ (Framework)

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่ใช้มาตั้งแต่กลางปี 2540 นั้น ประเทศไทยยังใช้กรอบ monetary targeting เพื่อกำหนดนโยบายการเงิน ในลักษณะที่มีความยืดหยุ่นสูง คือมีการเปลี่ยนแปลงจากไตรมาสหนึ่งไปอีกไตรมาสหนึ่งค่อนข้างมาก โดยไม่มี commitment ในการกำหนดเป้าหมายสุดท้าย และไม่มี policy anchor ที่ชี้นำทิศทางนโยบายการเงินที่ชัดเจน ซึ่งความยืดหยุ่นนี้เป็นสิ่งจำเป็นมาก เนื่องจากในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา สถานการณ์ด้านเศรษฐกิจและการเงินมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วทั้งในด้านบวกและด้านลบ ซึ่งเป็นผลจากปัจจัยภายในและภายนอกประเทศ

ในอนาคต เมื่อสถานการณ์ด้านเศรษฐกิจและการเงินเริ่มเข้าสู่ภาวะปกติมากขึ้นแล้ว กรอบ monetary targeting ที่ใช้อยู่ในช่วงวิกฤตนั้นอาจจะไม่เหมาะสม เนื่องจากความยืดหยุ่น ที่ไม่มีการชี้นำทิศทางนโยบายการเงินที่ชัดเจน และไม่มีกระบวนการตรวจสอบความสำเร็จของนโยบาย (เนื่องจากไม่มีการประกาศเป้าหมายนโยบายที่ชัดเจนแต่แรก) สิ่งเหล่านี้อาจนำไปสู่การขาดวินัย (lack of discipline) และการขาดความเชื่อถือ (lack of credibility) ของธนาคารกลางได้ นอกจากนี้ ภายใต้ภาวะที่ภาครัฐจะต้องก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น เพื่อรองรับการขาดดุลงบประมาณและการขาดทุนจากแผนฟื้นฟูสถาบันการเงิน อาจเป็นแรงกดดันให้ธนาคารกลางต้องเข้าไป finance หนี้ภาครัฐ ทั้งทางตรงและทางอ้อม (ทางตรง คือ การที่ธนาคารเข้าไปซื้อพันธบัตรรัฐบาล และทางอ้อมคือการปล่อยเงินออกไปสู่ระบบการเงินมากขึ้นเพื่อไม่ให้อัตราดอกเบี้ย

สูงขึ้น) จึงควรมีแนวทางที่จะให้ธนาคารกลางมีอิสระเพียงพอที่จะสามารถดำเนินนโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายได้ ดังนั้น จึงจำเป็นที่จะต้องวางกรอบนโยบายการเงินใหม่ เพื่อตอบปัญหาเหล่านี้ให้ได้ครบถ้วน ซึ่งทางเลือกหนึ่งคือกรอบ inflation targeting ในรูปแบบที่อาจต้องนำมาปรับเปลี่ยนให้เหมาะสมกับประเทศไทย

4.3 กระบวนการส่งผ่านนโยบายการเงิน (Monetary Policy Transmission Mechanism)

ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจและการเงินนั้น ประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่กับดอลลาร์ สรอ. ซึ่งทำให้ธนาคารกลางไม่สามารถดำเนินนโยบายการเงินในประเทศเพื่อควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย (domestic monetary policy) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงไม่สามารถตอบปัญหาได้อย่างเชื่อมั่นว่านโยบายการเงินมีผลต่อระบบเศรษฐกิจอย่างไร มากน้อยเพียงใด และผ่านช่องทางไหน และหลังจากที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแล้ว กระบวนการดังกล่าวจะเปลี่ยนไปหรือไม่อย่างไร ซึ่งคำถามเหล่านี้อาจตอบได้ในทางทฤษฎีเท่านั้น เนื่องจากในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา วิกฤตเศรษฐกิจและการเงินของไทยที่เกิดขึ้นย่อมไม่สะท้อนภาพที่เป็นปกติ จึงคงต้องใช้เวลาอีกพอสมควรก่อนที่จะทราบถึงกระบวนการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวอย่างชัดเจน ดังนั้น นักวิชาการควรให้ความสนใจงานวิจัยที่เป็น technical work ทางด้านนี้ให้มากขึ้น

นิยามของเป้าหมายทางการเงินที่ใช้ปัจจุบัน

1. ฐานเงิน (Reserve money : B) - - - เป็นเป้าหมายแนวทาง (Indicative target) ใน LOI

$$B = \text{เงินสดหมุนเวียนที่ถือโดยภาคเอกชนรวมธนาคารพาณิชย์} \\ + \text{เงินฝากของสถาบันการเงินที่ ธปท.}$$

การที่ฐานเงินจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้นั้น จะต้องมีการไหลเข้าออกระหว่าง ธปท. หรือ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน หรือ ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา (รวมเรียกกันว่า Monetary authorities) กับสถาบันการเงิน ซึ่ง cash flow ของเงินบาท จะเกิดขึ้นได้จาก 3 ทางหลัก คือ

1. ธปท. หรือ ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศกับ ธนาคารพาณิชย์ (กรณีซื้อเงินตราต่างประเทศจากธนาคารพาณิชย์ จะทำให้มี cash flow เงินบาทออกไปสู่ระบบการเงิน และทำให้ฐานเงินเพิ่มขึ้น)

2. ธปท. หรือ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน ปล่อยสินเชื่อให้กับสถาบันการเงิน ทำให้มี cash flow เงินบาทออกไป และทำให้ฐานเงินเพิ่มขึ้น หรือ ในกรณีที่รับชำระคืนเงินสินเชื่อจากสถาบันการเงิน จะทำให้มี cash flow เงินบาทเข้ามา ทำให้ฐานเงินลดลง

3. รัฐบาลฝากหรือถอนเงินที่ ธปท. หรือ ธปท. ซื้อหรือขายพันธบัตรรัฐบาล ในกรณีที่นำเงินมาฝาก จะทำให้มี cash flow เงินบาทเข้ามา และฐานเงินลดลง ในทางตรงกันข้าม เมื่อถอนเงินออกไป ก็จะมี cash flow เงินบาทออกไป ทำให้ฐานเงินเพิ่มขึ้น

ในกรณีที่ ธปท. ขายพันธบัตรรัฐบาล ในมือออกไป จะทำให้มี cash flow เงินบาทเข้ามา และฐานเงินลดลง ในทางตรงกันข้าม เมื่อ ธปท. ซื้อพันธบัตรรัฐบาล ก็จะมี cash flow เงินบาทออกไปสู่ระบบ ทำให้ฐานเงินเพิ่มขึ้น

2. สินทรัพย์ในประเทศสุทธิ (Net Domestic Assets : NDA) ของ ธปท. - - - เป็นเกณฑ์ปฏิบัติ

$$NDA = B - NFA$$

โดยที่ NFA = Net Foreign Assets หรือ สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิของ ธปท.

ซึ่งแปลงเป็นเงินบาทด้วยอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดร่วมกัน (Program Exchange Rate)

- ทั้งนี้ จะคำนวณ B และ NDA เป็นค่าเฉลี่ยในช่วง 5 วันทำการสุดท้ายของแต่ละไตรมาส และ 5 วันทำการแรกของไตรมาสถัดไป

- นอกจากฐานเงินซึ่งถือเป็นเป้าหมายปฏิบัติการ (Operating target) ที่ธปท. ควบคุมได้ค่อนข้างมากแล้ว ยังได้มีการประมาณการภาพปริมาณเงินรวมกันกับ IMF โดยปริมาณเงินที่ใช้จะเป็น M2A

ปริมาณเงิน M2a = เงินสดในมือภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน
+ เงินฝากเพื่อเรียก ออมทรัพย์และประจำของภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน
ฝากไว้ที่ธนาคารพาณิชย์
+ เงินกู้ยืมในรูปตั๋วสัญญาใช้เงินของบริษัทเงินทุน จากภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน (หรือก็คือเงินฝากของภาคเอกชน ซึ่งฝากไว้ที่บริษัทเงินทุนนั่นเอง)

เงื่อนไขของ IMF ที่ว่าด้วยเกณฑ์ปฏิบัติ (performance criteria) ทางการเงิน

ตามเงื่อนไขใน LOI ได้มีการกำหนดเพดานของเกณฑ์ปฏิบัติ NDA ไว้เพื่อดูแลการปล่อยเงินและดุลเงินของ ธปท. ซึ่งจะทำให้เม็ดเงินในระบบอยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินในแต่ละช่วง

NDA ซึ่งสะท้อนถึงการปล่อย/ดุลเงินของ ธปท. ในตลาดเงินบาทและผ่านการใช้จ่ายของภาครัฐนั้น เป็นองค์ประกอบหนึ่งของฐานเงิน ดังนั้น ความเคลื่อนไหวของ NDA และฐานเงินจะไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ในกรณีที่ ธปท. ปล่อยเงินผ่านตลาดเงินบาทเพิ่มขึ้น ก็ย่อมทำให้เม็ดเงินและสภาพคล่องของระบบเพิ่มขึ้นเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ในบางกรณีที่ ธปท. ปล่อยเงินผ่านหน้าต่างต่างประเทศ ธปท. รับซื้อเงินกู้ต่างประเทศตามโครงการ Miyazawa เป็นต้น จากกระทรวงการคลังและเพิ่มสภาพคล่องเงินบาทออกสู่ระบบนั้น ธปท. จำเป็นต้องดูดซับเม็ดเงินส่วนเกินออกจากระบบผ่านหน้าต่างในประเทศ ในกรณีนี้ ฐานเงินจะมีค่าเท่าเดิม ขณะที่ NDA ลดลง ทั้งนี้ เนื่องจากเงินกู้ต่างประเทศของรัฐบาลดังกล่าวเป็นสิ่งที่คาดการณ์ล่วงหน้าไว้ และนับรวมอยู่ในการใช้จ่ายภายในประเทศแล้ว ทางการเงินจึงไม่จำเป็นต้องเพิ่มเม็ดเงินส่วนเกินออกสู่ระบบ

อนึ่ง ในกรณีที่มีการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ ธปท. สามารถเข้าไปปรับซื้อเงินตราต่างประเทศหรือปล่อยบาทออกสู่ระบบผ่านหน้าต่างต่างประเทศ โดยไม่ต้องดูดเงินบาทผ่านหน้าต่างในประเทศ ซึ่งในกรณีนี้ NDA มีค่าเท่าเดิม ขณะที่ฐานเงินซึ่งสะท้อนถึงเม็ดเงินในระบบเพิ่มสูงขึ้นอันเป็นผลจากเงินทุนต่างประเทศที่เข้ามามากกว่าที่คาดไว้

โดยสรุปคือ ธปท. จะกำหนดนโยบายการเงินหรือการปล่อย/ดุลเงินทั้งหน้าต่างในประเทศและหน้าต่างต่างประเทศ โดยพิจารณาฐานเงินเป็นสำคัญซึ่งสะท้อนเม็ดเงินในระบบให้อยู่ในกรอบที่ได้หารือร่วมกับ IMF ทั้งนี้ ในบางกรณีที่มีความต้องการถือเงินมากกว่าปกติ เป็นการชั่วคราว ได้แก่ ช่วงเดือนธันวาคม 2542 - มกราคม 2543 ที่มีความต้องการถือเงินสดเพิ่มจากปกติเพื่อรองรับ Y2K นั้น ธปท. ก็สามารถปล่อยเงินเข้าเสริมสภาพคล่องในระบบซึ่งทำให้ฐานเงินเพิ่มสูงมากก่อนที่จะปรับสภาพคล่องในระยะเวลาต่อมาก็ได้ ทั้งนี้ เพื่อปรับสภาพคล่องของระบบตามกลไกตลาดให้เหมาะสมสอดคล้องกับสถานการณ์ในแต่ละช่วง ดังนั้น เพดานเกณฑ์ปฏิบัติ NDA จึงมีความยืดหยุ่นในการปรับพอสมควรในกรณีที่ ธปท. มีความจำเป็นต้องเสริมสภาพคล่องเป็นการชั่วคราว ทั้งนี้ เพื่อมิให้เกิดปัญหาสภาพคล่องตึงตัวหรือประชาชนต้องตระหนกจากสถาบันการเงินขาดสภาพคล่องชั่วคราวซึ่งอาจส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนมากเกินไป

การปรับเพดานเกณฑ์ปฏิบัติ NDA

- ธปท. ซื้อ \$ ที่คาดการณ์ไว้แล้ว \rightarrow NFA \uparrow \rightarrow B \uparrow \rightarrow NDA \downarrow
(การปรับ NDA \downarrow เพื่อให้ฐานเงิน B ไม่เปลี่ยนแปลงจากที่คาดการณ์ไว้ เนื่องจาก \$ ดังกล่าว (อาทิ เงินกู้ต่างประเทศของรัฐบาล ตามโครงการ Miyazawa) เป็นเม็ดเงินที่มีการคาดการณ์ไว้แล้ว การที่ธปท. เข้าไปรับซื้อ \$ ดังกล่าวและปล่อยบาทออกไป จะทำให้เม็ดเงินในระบบเพิ่มมากเกินไป ดังนั้น ธปท. จึงต้องดูดบาทผ่านช่องทางอื่น ซึ่งทำให้ NDA \downarrow)
- ธปท. ซื้อ \$ ที่ยังไม่ได้คาดการณ์ไว้ \rightarrow NFA \uparrow \rightarrow B \uparrow \rightarrow NDA คงที่
(ฐานเงิน B สามารถปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากเม็ดเงินใหม่จากต่างประเทศ)
- ธปท. ปล่อยบาท เสริมสภาพคล่องชั่วคราว \rightarrow B \uparrow \rightarrow NDA \uparrow
(ฐานเงิน B สามารถปรับเพิ่มขึ้นชั่วคราว เพื่อเสริมสภาพคล่องแก่สถาบันการเงิน เนื่องจากความต้องการถือเงินที่เพิ่มสูงขึ้นมากกว่าปกติ)

ขั้นตอนการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน (Monetary targeting)

ขั้นตอนของการกำหนดเป้าหมายทางการเงินปัจจุบัน จะอิงกับหลักการจัดทำโปรแกรมทางการเงิน (Financial programming) ซึ่งเป็นวิธีการกำหนดเป้าหมายทางการเงิน เพื่อให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ ได้ภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคาตามที่กำหนดไว้และสอดคล้องกับภาคต่างประเทศ ซึ่งรวมดุลบัญชีเดินสะพัด (ส่งออกและนำเข้า) และดุลเงินทุน เป็นดุลการชำระเงิน ตลอดจนเพื่อให้สอดคล้องกับภาครัฐ ที่จะมีการใช้จ่ายและการชดเชยดุลภาครัฐ (Interrelation among macroeconomic accounts) โดยมีขั้นตอนที่สำคัญ ดังนี้

1) ประเมินภาพทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาและแนวโน้มในระยะต่อไป โดยคาดการณ์ว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อจะเป็นเท่าไร รวมทั้งกำหนดเป้าหมายทางเศรษฐกิจ (Ultimate objective) ที่วางไว้ในรูป Nominal GDP

2) คาดการณ์แนวโน้มอัตราหมุนของเงิน (Velocity of money) ว่าจะเป็นไปในทิศทางใด โดยพิจารณาจาก

- * *ทิศทางอัตราดอกเบี้ย* --- การเพิ่มขึ้น(ลดลง) ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ย่อมทำให้แรงจูงใจในการฝากเงินเพิ่มขึ้น(ลดลง) และจะทำให้มีเม็ดเงินเหลือในระบบซึ่งจะหมุนได้น้อยลง(เพิ่มขึ้น)
- * *แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อ* --- ระดับราคาที่เร่งขึ้น(ลดลง) ย่อมทำให้ประชาชนต้องใช้จ่ายมากขึ้น ส่งผลให้การหมุนของเงินเพิ่มขึ้น(ลดลง) เช่นกัน
- * *ความเชื่อมั่นในระบบสถาบันการเงิน* --- ทั้งจากผู้ฝากภายในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศที่มีความมั่นใจในระบบสถาบันการเงินและนำเงินมาฝากไว้ในระบบสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น (Financial Deepening) ดังนั้น การหมุนของเงินในระบบจะลดลง
- * *ทิศทางนโยบายการเงิน* --- นโยบายการเงินที่ “Tight” ย่อมจะทำให้ปริมาณเงินในระบบลดลง ส่งผลให้การหมุนของเม็ดเงินในระบบต้องเพิ่มขึ้น เพื่อรองรับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

3) กำหนดเป้าหมายขั้นกลาง (Intermediate target) ปริมาณเงิน M2A จากภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจกับระดับราคา หรือในรูปแบบ Nominal GDP (NGDP) กับทิศทางอัตราการหมุนของเงิน (Velocity of Money)

$$M2A = \text{Nominal GDP} / \text{Velocity}$$

4) กำหนดเป้าหมายปฏิบัติการ (Operating target) ฐานเงิน B จากเป้าหมายปริมาณเงินและแนวโน้มตัวทวีคูณทางการเงิน (Money multiplier หรือ m) ทั้งนี้ ในกรณีที่ไม่มี การเปลี่ยนแปลงนโยบายการคลังเงินสดสำรองตามกฎหมายหรือเปลี่ยนแปลงพฤติกรรม การถือเงินของประชาชนแล้วนั้น ค่าตัวทวีคูณทางการเงินที่ปรับฤดูกาลแล้ว ค่อนข้างจะมีเสถียรภาพ

$$B = M2A / m$$

5) ประมวลการภาคต่างประเทศ ทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลเงินทุน ซึ่งจะทำได้ ภาพรวมดุลการชำระเงิน อันจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของทุนสำรองระหว่างประเทศ รวมทั้ง พิจารณารายละเอียดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนของภาคเอกชนและการกู้เงินจากต่างประเทศของ ธ.พ. และภาครัฐ เพื่อประกอบการพิจารณาการรับซื้อเงินสุทธิของ ธ.พ. ทั้งในรูปแบบ spot และ swap เพื่อคำนวณยอดคงค้างสุทธิของสินทรัพย์ต่างประเทศของ ธ.พ. ในที่สุด

6) กำหนดเป้าหมายการขาดดุลภาครัฐและการชดเชยการขาดดุลโดย ธ.พ. ซึ่งจะ เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายการเงิน เพื่อ support การคลัง (Monetization of Fiscal Deficit) รวมทั้ง การชดเชยการขาดดุลโดยธนาคารพาณิชย์ เพื่อพิจารณาผลกระทบจาก Crowding out สินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนจะให้แก่ภาคเอกชนประกอบกันด้วย

7) จากเป้าหมายฐานเงิน เมื่อทราบที่มาของเงินว่ามาจากภาคต่างประเทศและภาครัฐ เป็นจำนวนเท่าใดแล้วนั้น ส่วนที่เหลือจะเป็นการพิจารณาถึงเม็ดเงินในระบบที่มาจาก การปล่อยเงินของ ธ.พ. ในตลาดเงิน ซึ่งจะ เป็นแนวทางในการบริหารสภาพคล่องของ ธ.พ. ต่อไป

ในทำนองเดียวกัน จากปริมาณเงินในระบบที่มีอยู่ เมื่อทราบที่มาของเงินว่ามาจาก ภาคต่างประเทศและภาครัฐเป็นจำนวนเท่าใดแล้ว ก็ย่อมจะทำให้ได้ภาพการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนแก่ภาคเอกชนว่ามีความเหมาะสมมากน้อยเพียงใด เกิดปัญหา crowding out effect หรือไม่

ทั้งนี้ ธ.พ. มีความจำเป็นต้องติดตามว่าการประเมินภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจและระดับราคา ตลอดจนประมวลการดำเนินงานต่างประเทศและด้านการคลังมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไร จากสมมติฐานที่ใช้อยู่เดิม ดังนั้น จึงมีการหมุนภาพ (Iteration) เป้าหมายทางการเงิน เพื่อให้มีความเหมาะสมและสอดคล้องกับเป้าหมายอื่นล่าสุด อันจะก่อให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

การกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวัน

จากการจัดทำ Financial programming ซึ่งทำให้ได้เป้าหมายฐานเงินแต่ละไตรมาสแล้วนั้น ขั้นตอนที่สำคัญต่อไป คือ การกำหนดเป้าหมายฐานเงินรายวัน เพื่อใช้ในการบริหารสภาพคล่องและ อัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยมีวิธีการ ดังนี้

1. กำหนดเป้าหมายฐานเงินของ 2 ไตรมาสล่วงหน้า
2. จากฐานเงิน 2 จุดของเวลา ค้นหาเส้นแนวโน้ม (Trend line) โดยสมมติให้มีอัตราเพิ่มเท่ากันทุกวัน โดยอัตราดังกล่าวเท่ากับอัตราเพิ่มของไตรมาสนี้ เทียบกับไตรมาสก่อนหน้า
3. ปรับความเคลื่อนไหวของฐานเงินในแต่ละวัน ตามปัจจัยฤดูกาล (Seasonal factor) ทั้งวันที่ต่างๆ ในเดือน (Date/S1-adj.) และวันต่างๆ ในสัปดาห์ (Day/S2-adj.)

$$\text{โดยที่ } S1 = B_t / \text{Average } B \text{ 31 วัน}, \text{ Average } B \text{ 31 วัน} = \left(\sum_{i=1}^{t+15} B_i \right) / 31$$

$$S1\text{-adj.} = \text{average of } S1$$

$$S2 = B_t / \text{Average } B \text{ 5 วัน}, \text{ Average } B \text{ 5 วัน} = \left(\sum_{i=1}^{t+7} B_i \right) / 5$$

$$S2\text{-adj.} = \text{average of } S2$$

โดยทั่วไป ฐานเงินจะอยู่ในระดับสูงช่วงต้นเดือนและมีแนวโน้มชะลอลง ในช่วงสัปดาห์ที่สองและต่ำสุดในช่วงสัปดาห์ที่สามของเดือน ก่อนที่จะเร่งขึ้นอีกครั้ง ช่วงปลายเดือน ขณะที่เมื่อพิจารณาปัจจัยฤดูกาลของวันต่างๆ ในสัปดาห์ จะพบว่า มีค่าสูงสุดในวันจันทร์ ก่อนที่จะเคลื่อนไหวขึ้นลงระหว่างสัปดาห์และมีค่าต่ำสุดในวันพฤหัสบดี ก่อนที่จะเร่งขึ้นในวันศุกร์ ซึ่งเป็นวันทำการสุดท้ายของสัปดาห์ (ดังแสดงไว้ในภาพประกอบแนบท้าย)

4. หาค่า Moving average ของฐานเงิน เพื่อไม่ให้เป้าหมายในแต่ละวัน มีความผันผวนมากจนเกินไป
5. อาจพิจารณาปรับเพิ่มเป้าหมายฐานเงิน ในช่วงที่คาดว่าจะมีความต้องการ ใช้เงินมากกว่าปกติ (Adjustment)

ดังนั้น เป้าหมายฐานเงินรายวัน คือ **$B_t = Mx(\text{Trend of } B * \text{Seasonal}) + \text{Adjustment}$**