

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

โดย

กอบศักดิ์ ภูตระกูล และ เมทินี ศุภสวัสดิ์กุล

ธนาคารแห่งประเทศไทย

ความย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะสร้างความเข้าใจพื้นฐานเกี่ยวกับนโยบายการเงินไทยแก่ผู้เข้าร่วมการสัมมนา เพื่อเป็นกรอบสำหรับการหารือแลกเปลี่ยนความคิดเห็นในช่วงที่สอง สามและสี่ของการสัมมนา โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ได้เน้นว่าการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเมื่อกลางปี 2540 ได้ทำให้กลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยเปลี่ยนแปลงไป จากในอดีตซึ่งมีการขยายตัวของปริมาณสินเชื่อ (Credit channel) เป็นแรงผลักดันที่สำคัญของระบบเศรษฐกิจไปสู่ระบบใหม่ โดยอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะมีความเป็นอิสระมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) จะเป็นช่องทางสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน ในอนาคต

สำหรับการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้ Inflation targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นระบบที่เน้นความโปร่งใส และใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนระยะสั้นเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน (Key policy rate) โดยไม่มีเป้าหมายทางการเงินอื่น ๆ นอกจากการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในอนาคต (Inflation forecast) นั้น นับว่าสอดคล้องและเหมาะสมกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ทั้งนี้ นอกเหนือไปจากการที่จะใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเป็นตัวส่งสัญญาณ ธนาคารแห่งประเทศไทยควรเตรียมการในด้านต่าง ๆ เพื่อเสริมให้ช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น อาทิ การแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน การพัฒนาตลาดรองของตลาดตราสารหนี้ และการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ ซึ่งจะสร้างความคล่องตัวให้กับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทย และเอื้ออำนวยต่อการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทยในที่สุด

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

	หน้า
1. บทนำ	4
2. กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน	5
- Interest rate channel	
- Credit channel	
- Asset prices channel	
- Expectation/Confidence channel	
- International channel	
3. การทำงานของนโยบายการเงินไทย ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน.....	11
4. ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน	15
5. Inflation targeting และการพัฒนาประสิทธิภาพของกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน	20
6. สรุป	24
<u>ภาคผนวก 1</u> : งานศึกษาเชิงประจักษ์ เรื่องกลไกการดำเนินนโยบายการเงินไทย	25
<u>ภาคผนวก 2</u> : Methodology ของการศึกษาเรื่องกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน	29
<u>บรรณานุกรม</u>	31

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

โดย กอบศักดิ์ ภูตระกูล และเมทินี สุภสวัสดิ์กุล^{1,2}

1. บทนำ

การปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเมื่อกลางปี 2540 ได้ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทย กล่าวคือ ในอดีตปริมาณสินเชื่อ (Credit channel) ที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วกว่าร้อยละ 20-30 ต่อปี ได้เป็นแรงผลักดันสำคัญที่ทำให้ระบบเศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่ในปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะมีความเป็นอิสระมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) จะเป็นช่องทางสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน

บทความนี้แบ่งออกเป็น 6 ส่วน ประกอบด้วย ส่วนที่ 1 เป็นบทนำ ส่วนที่ 2 อธิบายว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงิน Monetary Transmission Mechanism คืออะไร และแจกแจงรายละเอียดโดยสังเขปเกี่ยวกับช่องทางการทำงานของนโยบายการเงินในประเทศต่างๆ ส่วนที่ 3 บรรยายถึงกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน ในช่วงก่อนปี 2540 ส่วนที่ 4 วิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทย ส่วนที่ 5 อธิบายถึงข้อดีของการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะนำเอา Inflation targeting มาใช้เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ต่อการพัฒนาประสิทธิภาพของกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน และ ส่วนที่ 6 เป็นบทสรุป

สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องกับการสัมมนาทางวิชาการปี 2543 ของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้น บทความนี้มีวัตถุประสงค์หลักที่จะสร้างความเข้าใจพื้นฐานเกี่ยวกับนโยบายการเงินไทยแก่ผู้เข้าร่วมการสัมมนา เพื่อเป็นกรอบสำหรับการหารือแลกเปลี่ยนความคิดเห็นในช่วงที่สอง สามและสี่ของการสัมมนา (ซึ่งเป็นหัวใจของการสัมมนาครั้งนี้) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในประเด็นต่างๆ เกี่ยวกับการวางกรอบนโยบายการเงิน การเตรียมการแก้ไขปัญหาต่างๆ ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และแนวทางการพัฒนาโครงสร้างสถาบันในด้านต่างๆ ของระบบบริหารนโยบายการเงินไทย

¹ กอบศักดิ์ ภูตระกูล เป็นเศรษฐกิจในทีมวิเคราะห์นโยบายการเงิน สายงานนโยบายการเงิน และเมทินี สุภสวัสดิ์กุล เคยเป็นเศรษฐกิจ ในทีมวิเคราะห์การเงิน ปัจจุบันเป็นผู้ตรวจสอบของธนาคารแห่งประเทศไทย

² ข้อเขียนในบทความนี้เป็นความคิดเห็นส่วนตัวของผู้เขียน โดยไม่ได้เป็นความคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งนี้ ผู้เขียนขอขอบคุณ ดร.บัณฑิต นิจถาวร ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำในการปรับปรุงบทความนี้

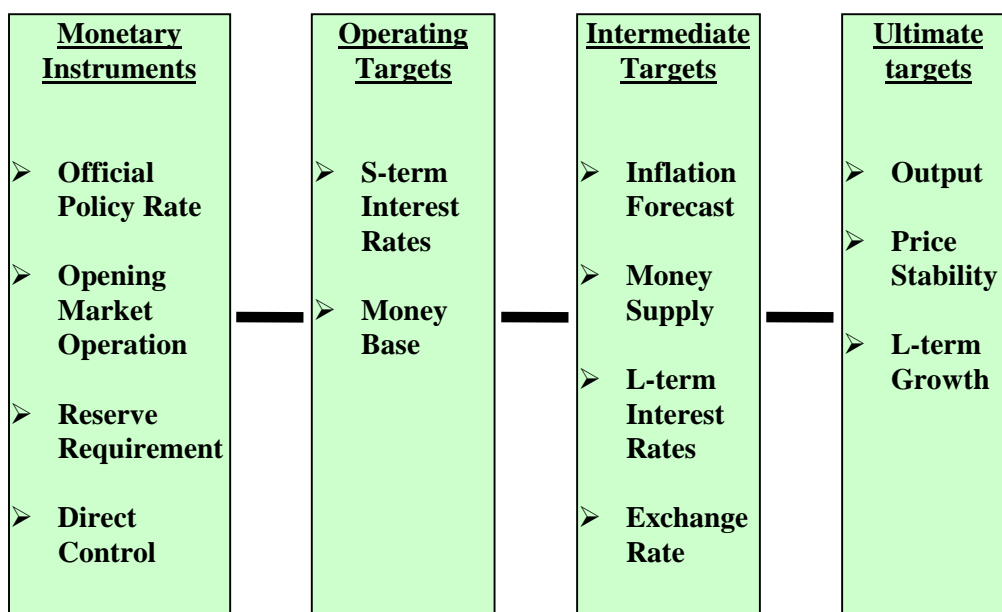
2. กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

การศึกษาเรื่องกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน (Monetary transmission mechanism) นับเป็นเรื่องที่ได้รับการสนใจอย่างกว้างขวาง ทั้งจากธนาคารกลางของประเทศต่าง ๆ ที่มีหน้าที่รับผิดชอบในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศในฐานะผู้ปฏิบัติ และจากนักวิชาการในวงการเศรษฐศาสตร์ในฐานะผู้วิเคราะห์โครงสร้างการทำงานของระบบเศรษฐกิจ รวมทั้งจากนักลงทุน เนื่องจากนโยบายการเงินเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่ง ที่จะกำหนดผลกำไรขาดทุนในการลงทุนด้านต่าง ๆ

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มต้นจากการกำหนดนโยบายการเงินของธนาคารกลาง เพื่อที่จะควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อ (ซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน) ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับสภาพคล่องของระบบการเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดเงิน ผ่านเครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ อาทิ

- การซื้อขายพันธบัตรในตลาดซื้อคืน และการซื้อขายพันธบัตรโดยตรง
- การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย Discount rate
- การปรับสัดส่วนการสำรองสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ (Reserve requirement)
- การซื้อขาย Swap และการเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

ภาพที่ 1 : เป้าหมายและเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน



อย่างไรก็ตาม เนื่องจากธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อได้โดยตรง ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินในแต่ละวัน (Day-to-day operation) ของธนาคารแห่งประเทศไทย จึงได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นหรือฐานเงินเป็นเป้าหมายขั้นต้น (Operating targets) สำหรับการดำเนินนโยบาย โดยเป้าหมายขั้นต้นดังกล่าวจะเป็นเครื่องมือสำคัญของธนาคารกลางที่จะใช้ในการปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว หรือการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Intermediate Targets) ให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารกลางต้องการ ซึ่งในที่สุดแล้ว จะช่วยในการควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และภาวะเงินเฟ้อโดยทางอ้อม

2.1 กลไกการทำงานของนโยบายการเงินคืออะไร

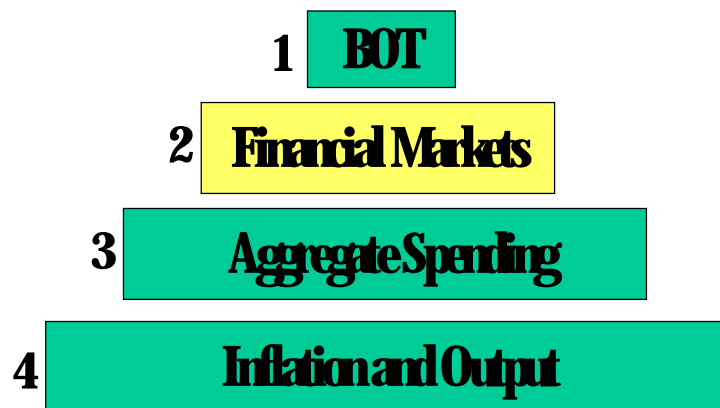
การศึกษาเรื่องกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน (Transmission Mechanism) คือ การวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ หลังจากที่ทางการได้ปรับเปลี่ยนทิศทางของนโยบายการเงิน เพื่อศึกษาว่ามีช่องทางอะไรบ้าง ที่เป็นช่องทางสำคัญในการส่งผ่านผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินไปสู่ระดับราคาและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ โดยความเข้าใจเกี่ยวกับกลไกของการดำเนินนโยบายการเงินจะเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศ

ถ้าหากจะต้องเปรียบเทียบเพื่อให้เห็นภาพแล้ว ขอยกตัวอย่างง่ายๆ ในชีวิตประจำวันมาเป็นตัวอย่าง เช่น การเปิดไฟ หลังจากเรากดเปิดสวิตช์ไฟแล้ว ก่อนที่หลอดไฟจะสว่างขึ้นได้ จะมีการเปลี่ยนแปลงต่างๆ เกิดขึ้นหลายประการ กระแสไฟฟ้าจะต้องเดินทางผ่านสายไฟไปสู่หลอดไฟ ทำให้ไส้ไฟร้อนขึ้น จนกระทั่งมีอุณหภูมิถึงระดับ และเปล่งประกายออกมา กลไกการทำงานของนโยบายการเงินก็เช่นเดียวกัน เนื่องจากนโยบายการเงินไม่สามารถควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อได้โดยตรงดังที่ได้กล่าวมาแล้ว การทำงานของนโยบายการเงินต้องผ่านขั้นตอนต่างๆ 4 ขั้นตอน ดังแสดงในภาพที่ 2

ทั้งนี้ หลังจากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงินแล้ว ในระยะแรก อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงิน อาทิ อัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคารข้ามคืน อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน จะปรับตัวตาม ในระยะที่สอง อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวใน Yield Curve อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การขยายสินเชื่อ และอัตราแลกเปลี่ยน โดยมีระบบสถาบันการเงิน ประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ ตลาดตราสารหนี้ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดอัตราแลกเปลี่ยน เป็นช่องทางที่สำคัญ ในระยะที่สาม ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลในวง

กว้างนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจ ทั้งทางด้านการบริโภคและการลงทุน และในระยะสุดท้าย จะส่งผลต่อปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อในที่สุด ซึ่งกระบวนการที่กล่าวมานี้ เป็นกระบวนการที่ใช้เวลานาน ประมาณ 1-2 ปีเป็นอย่างน้อย จึงเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้นโยบายการเงินจะต้องมองไปในข้างหน้า

ภาพที่ 2 : ขั้นตอนการทำงานของนโยบายการเงิน



ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นเพียงส่วนเล็กน้อยหนึ่งของระบบเศรษฐกิจ ในการควบคุมเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อและปริมาณการผลิต ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงต้องดำเนินการปรับเปลี่ยนปริมาณการใช้จ่ายของประชาชนผ่านระบบสถาบันการเงิน ดังนั้น โครงสร้างของระบบสถาบันการเงินจึงเป็นองค์ประกอบที่สำคัญยิ่งสำหรับกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน และเป็นปัจจัยหลักที่จะกำหนดประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน

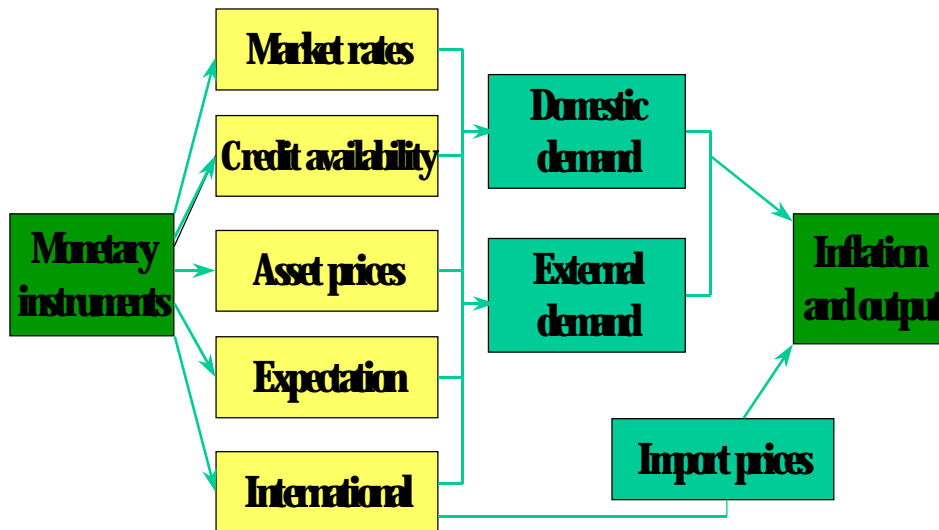
2.2 ช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงิน

จากการศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในระบบเศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้ว เพื่อเป็นเกณฑ์เปรียบเทียบกับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทย และใช้ประเมินผลการเปลี่ยนแปลงของกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จากประสบการณ์ของประเทศซึ่งใช้ Inflation Targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว มีระบบการเงินที่ลึก และมีธนาคารกลางที่มี Credibility สูง เช่น ประเทศอังกฤษ ประเทศนิวซีแลนด์ ประเทศแคนาดา และประเทศออสเตรเลีย พบว่า นโยบายการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญในการควบคุมระบบเศรษฐกิจ และกลไกการทำงานของนโยบายการเงินประกอบด้วย 5 ช่องทางใหญ่ ได้แก่

- Interest rates channel
- Credit channel
- Asset prices channel

- Expectation channel
- Exchange rate channel

ภาพที่ 3 : กลไกการทำงานของนโยบายการเงินโดยทั่วไป



Interest rate channel

การทำงานของนโยบายการเงินผ่านอัตราดอกเบี้ย นับเป็นช่องทางหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเมื่อธนาคารกลางประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในระยะต่าง ๆ ของตลาดปรับตัวขึ้นตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดแหล่งหนึ่งปรับตัวขึ้น จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนในการลงทุนและการบริโภคของประชาชน ทำให้ระดับการใช้จ่าย ระดับการบริโภค ระดับการลงทุนในระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลง กล่าวคือ

Monetary Contraction \rightarrow Interest Rate \uparrow \rightarrow Spending \downarrow \rightarrow Output \downarrow

อนึ่ง การปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของทางการยังจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดรองของตลาดตราสารหนี้ ทำให้ Yield curve มีการเปลี่ยนแปลง อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดตราสารหนี้ มีความไม่แน่นอน และขึ้นอยู่กับคาดการณ์เรื่องอัตราเงินเฟ้อในอนาคต (Inflation Expectation) ของภาคเอกชน

Credit channel

สำหรับช่องทางที่สองหรือ Credit channel เป็นกลไกการทำงานของนโยบายการเงินซึ่งได้รับความสนใจจากวงการเศรษฐศาสตร์เป็นอย่างมากในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา นับแต่บทความของ Stiglitz and Weiss (1981) ช่องทางนี้เน้นถึงปัญหาของ Asymmetric information ของตลาดการเงิน ที่ทำให้ผู้กู้บางรายไม่สามารถกู้จากตลาดการเงินโดยตรงได้ ดังนั้น ธนาคารพาณิชย์ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการปล่อยกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ จึงเป็นองค์ประกอบที่มีบทบาทสำคัญในการทำงานของนโยบายการเงิน

Monetary Contraction \rightarrow Bank lending ??? \rightarrow Spending ??? \rightarrow Output ?

นอกจากนี้ ปัญหาเรื่อง Asymmetric information จะส่งผลให้คุณภาพของ Balance sheet ของบริษัทและครัวเรือนในภาคเอกชน กล่าวคือ ในช่วงที่บริษัท ครัวเรือน และภาคเอกชนมีปัญหาในเรื่องคุณภาพของ Balance sheet มากขึ้น ดังเช่นในปัจจุบัน ความต้องการขายสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และของภาคเอกชนจะลดลง ทำให้ปริมาณการใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจปรับตัวลงตามไปด้วย

ทั้งนี้ นักเศรษฐศาสตร์เห็นว่า ช่องทางนี้จะเป็ช่องทางที่ช่วยเสริมให้ผลกระทบของ Interest rate channel มีขนาดและประสิทธิภาพสูงขึ้น โดยที่ปริมาณสินเชื่อในระบบเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดระดับการใช้จ่ายของระบบเศรษฐกิจ

Asset prices channel

ในช่องทางที่สาม การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และราคาของตราสารหนี้ โดยราคาจะปรับตัวลดลงเมื่ออัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้น เนื่องจาก Present value ของผลตอบแทนจากการถือครองหลักทรัพย์หรือการถือครองตราสารหนี้ จะถูกปรับด้วยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ทำให้ความมั่งคั่งของผู้บริโภคจะลดลง และการบริโภคในระบบลดลงตาม ซึ่งมีผลสืบเนื่องจาก Wealth effect

Monetary Contraction \rightarrow Asset Prices ? \rightarrow Spending ??? \rightarrow Output ?

Expectation/Confidence channel

การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของประชาชน โดยเฉพาะการคาดการณ์เกี่ยวกับภาวะเงินเฟ้อ การจ้างงาน การขยายตัวของ

ระบบเศรษฐกิจ รายได้ในอนาคต และกำไร/ขาดทุน ซึ่งจะส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน โดยที่ผลกระทบของนโยบายการเงินผ่านช่องทางนี้ มีความไม่แน่นอน ขึ้นอยู่กับการตีความของภาคเอกชนเกี่ยวกับผลกระทบจากปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน เช่น ตลาดอาจจะมองว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของทางการเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจกำลังเร่งตัวเร็วกว่าที่เคยคาดไว้ เป็นผลให้มีความมั่นใจมากขึ้น (หากภาคเอกชนคิดว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของทางการจะส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง ก็จะทำให้ปริมาณการใช้จ่ายของภาคเอกชนลดลง)

สำหรับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ หรือ Inflation forecast เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยของค่าแรงงานและอัตราเงินเฟ้อ (ที่เกิดขึ้นจริง) ในแต่ละปี และเป็นปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของระบบอีกด้วย ดังนั้น ประเทศที่ใช้กรอบ Inflation targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน จึงให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับการสร้างสมอถ่วงการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของตลาดและภาคเอกชนไว้ ด้วยการประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation target)

ดังนั้น เมื่อเปรียบเทียบกับช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินอื่น ๆ แล้ว ในช่องทางที่สี่นี้ ธนาคารกลางจะพยายามลดความไม่แน่นอนของ Reaction และ Expectation ของตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่อง Inflation expectation เพื่อให้กลไกการดำเนินนโยบายการเงินในช่องทางอื่น ๆ มีประสิทธิภาพมากขึ้น และให้การควบคุมอัตราเงินเฟ้อมีความแม่นยำมากขึ้น

Exchange rate channel

ในช่องทางสุดท้ายนี้ การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศซึ่งปรับตัวสูงขึ้น จากการตรึงนโยบายการเงินเพื่อต่อสู้กับภาวะเงินเฟ้อ เป็นต้น จะทำให้การลงทุนในตลาดการเงินไทยมีผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยเปรียบเทียบกับการลงทุนในต่างประเทศ เงินทุนจะไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น

จากการที่อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวแข็งขึ้น จะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงใน 2 ด้าน กล่าวคือ ผู้ส่งออกไทยสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน ขณะที่ความต้องการสินค้านำเข้าจากต่างประเทศจะปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ระดับของความต้องการซื้อสินค้าโดยรวม (Aggregate demand) ลดลงตามด้วย

Monetary Contraction ↗ Baht Appreciation?? ↗ Net Export ??? ↗ Output ?

นอกจากนี้ ราคาสินค้านำเข้าซึ่งเป็นส่วนหนึ่งในตะกร้าดัชนีราคาผู้บริโภค จะปรับตัวลดลงตามอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ดัชนีราคาผู้บริโภคปรับตัวลดลงตาม อย่างไรก็ตาม จากประสบการณ์ในต่างประเทศ พบว่า การปรับตัวของระดับราคาอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวเป็นกระบวนการที่ใช้เวลานาน

3. การทำงานของนโยบายการเงินไทย ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน

จากประสบการณ์ของการดำเนินนโยบายการเงินไทย ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน ในช่วงก่อนปี 2540 พบว่า

- (1) ความสามารถของธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินนโยบายการเงิน มีอยู่จำกัด และการดำเนินนโยบายการเงินไม่เป็นอิสระ โดยหน้าที่หลักของธนาคารแห่งประเทศไทย คือ การรักษาระดับค่าเงินบาทให้อยู่ในช่วงที่กำหนดไว้
- (2) อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศ ถูกกำหนดโดยอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ ทำให้ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) ของกลไกการทำงานนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพน้อยลง
- (3) ในขณะเดียวกัน การขยายตัวของปริมาณสินเชื่อเป็นแรงผลักดันสำคัญของระบบเศรษฐกิจไทยในช่วงเวลาดังกล่าว

ข้อจำกัดในการควบคุมอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน หน้าที่หลักของธนาคารแห่งประเทศไทย คือการรักษาค่าเงินบาทให้อยู่ในระดับที่กำหนดเอาไว้ โดยเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนผ่านทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน (EEF) ในแต่ละวัน อย่างไรก็ตาม การที่ประเทศไทยประสบความสำเร็จในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินไว้ในช่วงแคบๆ อย่างต่อเนื่อง ในช่วงเวลานั้น ได้ส่งผลให้ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนมีอยู่น้อยมาก อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของตลาดการเงินในประเทศไทย และอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินโลก (Libor) จึงมีความสัมพันธ์กันในระยะยาว

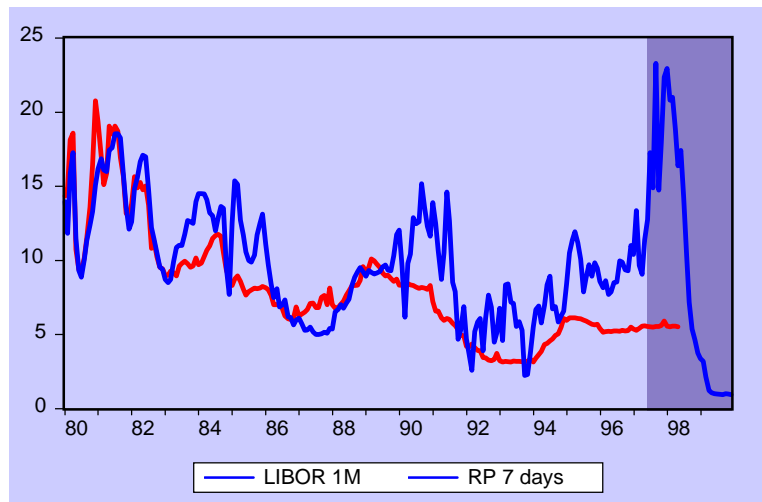
ในทางทฤษฎี ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศและต่างประเทศ จะถูกกำหนดด้วย Interest Rate Parity กล่าวคือ

$$i = i^* + \text{Risk Premium} + \text{Expected Depreciation of the Baht}$$

โดยที่ i คือ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นภายในประเทศไทย และ i^* คืออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ความสำเร็จในการรักษาเสถียรภาพค่าเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย ได้ส่งผลให้ Expected Depreciation ของค่าเงินบาทหรือตัวแปรสุดท้ายในสมการดังกล่าว มีค่าต่ำ ซึ่งหมายความว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยและในต่างประเทศจะมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด

ในกรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการจะปรับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นให้สูงขึ้น เพื่อชะลอการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ เงินทุนจากต่างประเทศจะไหลเข้ามา เพื่อทำกำไรส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ทำให้สภาพคล่องในระบบสูงขึ้น จนกระทั่ง อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศกลับเข้าสู่ระดับเดิมอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งหากธนาคารแห่งประเทศไทยทำ Sterilization อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะคงอยู่ในระดับเดิมอยู่ระยะหนึ่ง แต่ก็ส่งผลให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาอย่างต่อเนื่อง

ภาพที่ 4 : ความสัมพันธ์ระหว่างดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยและต่างประเทศ

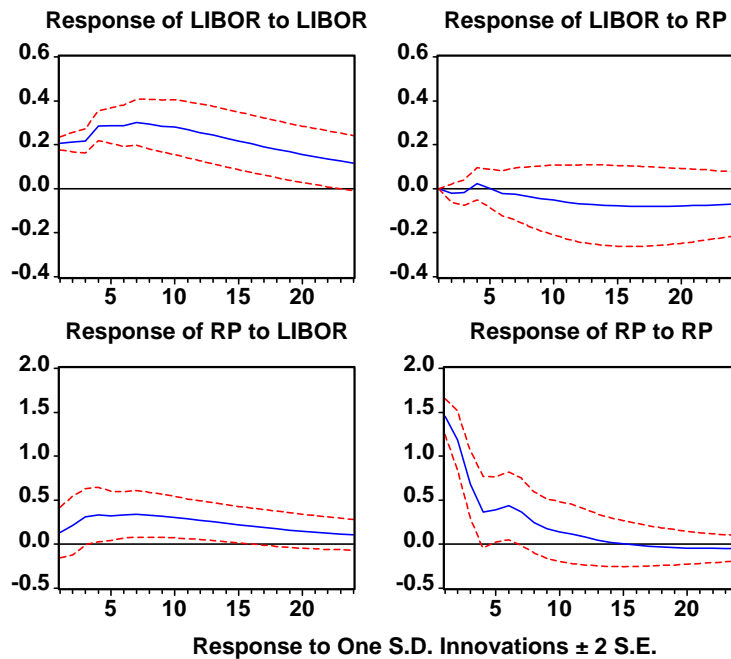


ในทางปฏิบัติ จากข้อมูลระหว่างช่วงปี 1980-1997 เมื่อเปรียบเทียบอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 7 วัน กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในต่างประเทศ เช่น อัตราดอกเบี้ย Libor 1 เดือน แล้ว พบว่า

- เมื่ออัตราดอกเบี้ย Libor ปรับตัวสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนของประเทศไทยก็จะปรับตัวสูงขึ้นตาม
- แม้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนของไทยจะมีค่าใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ย Libor ในช่วงระหว่างปี 1980-1983 แต่ในระยะหลัง อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน

- ของไทยจะ deviate จากอัตราดอกเบี้ย Libor ซึ่งสะท้อนความพยายามของธนาคารแห่งประเทศไทยที่จะชะลอการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ
- อัตราดอกเบี้ยทั้งสองมีความสัมพันธ์กัน ในระยะยาว

ภาพที่ 5 : Impulse-Responses Function ระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในและนอกประเทศ



เมื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง ในช่วงที่ประเทศไทยเริ่มทำการเปิดเสรีทางการเงิน จนถึงช่วงก่อนการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน คือ ระหว่างปี 1989-1997 ด้วย Vector autoregression (VAR) และ Impulse-responses function เพื่อคำนวณ Dynamic responses ของระบบจาก shocks ที่เกิดขึ้นต่ออัตราดอกเบี้ยทั้งสอง ดังแสดงในภาพที่ 5 พบว่า

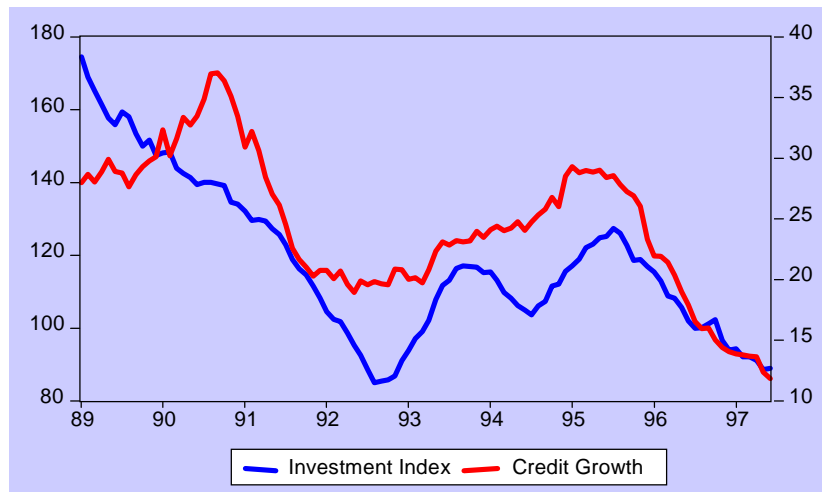
- เมื่ออัตราดอกเบี้ย Libor เพิ่มขึ้น 1 S.D. หรือประมาณร้อยละ 0.2 อัตราดอกเบี้ย Libor จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 6 เดือนแรก แล้วจึงลดลงมาเหลือประมาณร้อยละ 0.12 ในระยะเวลา 24 เดือน (สะท้อนธรรมเนียมปฏิบัติของธนาคารกลางประเทศสหรัฐอเมริกาที่จะค่อยๆ ทอยยประกาศปรับอัตราดอกเบี้ย) โดยอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน RP ของไทยจะเพิ่มขึ้นตามในช่วงแรก และหลังจากนั้น เมื่อเวลา 24 เดือนผ่านไป อัตราดอกเบี้ย RP จะเพิ่มขึ้นจากเดิมประมาณร้อยละ 0.11 ตามอัตราดอกเบี้ย Libor ซึ่งสะท้อนถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยทั้งสอง

- เมื่ออัตราดอกเบี้ย RP เพิ่มขึ้น 1 S.D. หรือประมาณร้อยละ 1.5 อัตราดอกเบี้ย RP จะปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง 4 เดือนแรก และกลับสู่ระดับเดิมภายในระยะเวลา 15 เดือน ส่วนหนึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการควบคุมอัตราดอกเบี้ย RP ของไทยที่มีอยู่จำกัด

สินเชื่อที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็นช่องทางสำคัญในการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน ปริมาณสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วได้เป็นแรงผลักดันสำคัญที่ส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อปริมาณการลงทุนและปริมาณการผลิตในระบบ

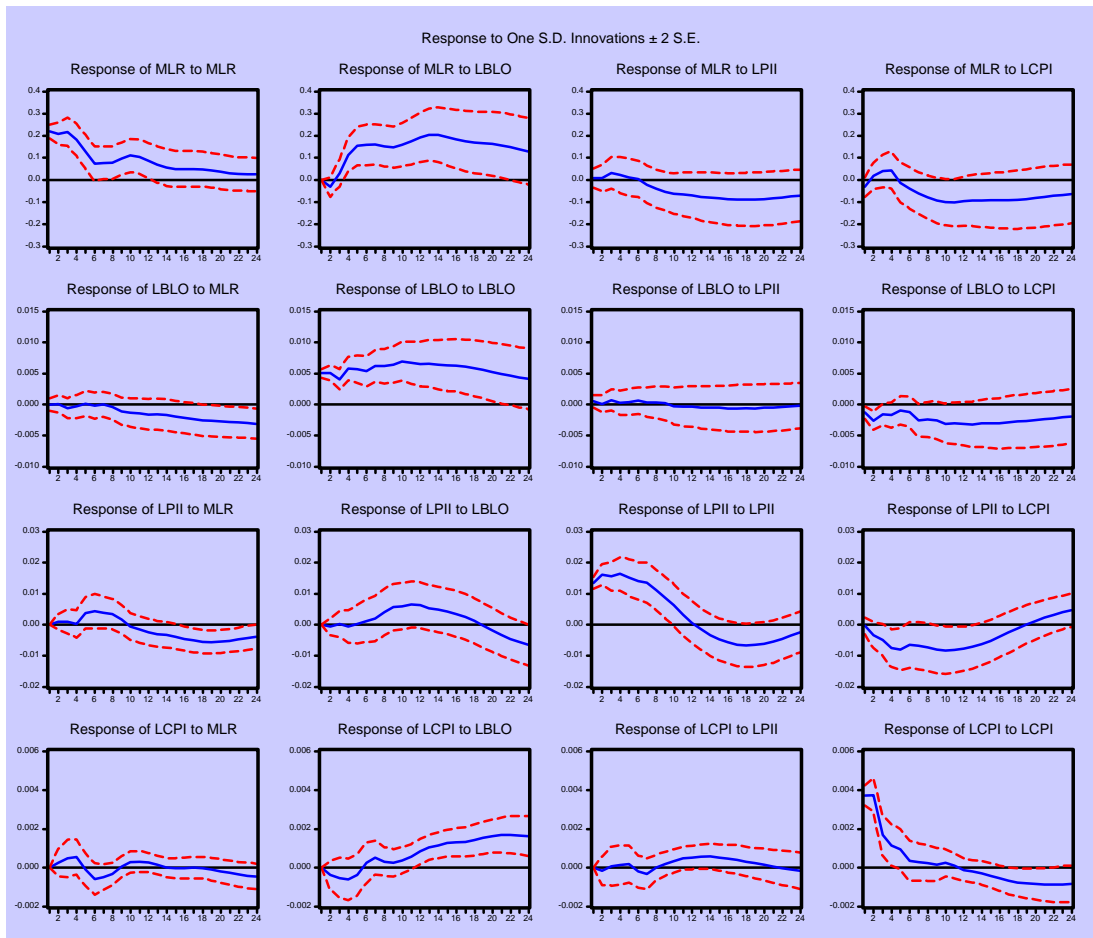
ภาพที่ 6 : การขยายตัวของปริมาณสินเชื่อและดัชนีการลงทุนภาคเอกชน



ภาพที่ 6 แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างการขยายตัวของปริมาณสินเชื่อในระบบ ซึ่งวัดโดยปริมาณของ Bills, Loans และ Overdrafts ที่ระบบธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทยปล่อยกู้แก่ภาคเอกชน ระหว่างปี 1989-1997 ซึ่งอยู่ในระดับสูงกว่าร้อยละ 20-30 ต่อปีโดยเฉลี่ย นับเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดปริมาณการลงทุนในระบบ (Private investment index เป็นดัชนีที่ใช้ชี้อัตราการขยายตัวของการลงทุนในระบบเศรษฐกิจไทย)

เมื่อทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณสินเชื่อ อัตราดอกเบี้ย ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และอัตราเงินเฟ้อในระบบ ด้วยวิธี Vector autoregression (VAR) และ Impulse-responses function แล้ว พบว่า ปริมาณสินเชื่อเป็นตัวแปรที่สำคัญที่กำหนดอัตราการขยายตัวของการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อในไทย และการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR จะมีผลต่อการลงทุนและอัตราเงินเฟ้อน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ

ภาพที่ 7 : Impulse-responses functions



4. ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน

ผลกระทบที่สำคัญของการปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงิน ไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเมื่อกลางปี 2540 ได้ส่งผลให้

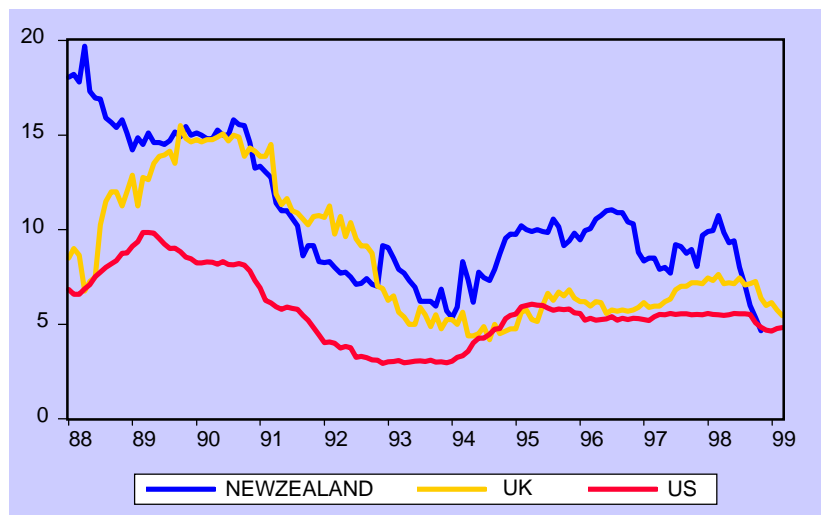
- (1) นโยบายการเงินไทยมีความเป็นอิสระมากขึ้น โดยไม่ต้องปกป้องค่าเงินบาทอีกต่อไป ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงสามารถควบคุมปริมาณเงินในระบบได้
- (2) อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศไทยจะไม่ถูกจำกัดโดยอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะสามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นได้ ทั้งนี้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะถูกกำหนดโดยปริมาณเงิน และความต้องการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย หากธนาคารแห่งประเทศไทยปรับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นให้สูงขึ้นเพื่อชะลอการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจแล้ว เงินทุนจากต่างประเทศจะไหลเข้ามา ทำให้ค่าเงินบาทแข็งตัวขึ้น และตลาดจะคาดว่าค่าเงินบาทมี

ค่าสูงเกินไป ทำให้เงินทุนจากต่างประเทศลดลงเอง โดยที่ธนาคารกลางไม่ต้องเข้าไปแทรกแซง ในขณะที่เดียวกัน ธนาคารกลางก็จะสามารถรักษาอัตราดอกเบี้ยในประเทศไว้ในระดับที่สูงดั้งเดิม

- (3) ดังนั้น ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) จะเป็นช่องทางใหม่ที่สำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต

จากประสบการณ์ของต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่มีขนาดเล็กและเป็นประเทศที่เปิด เช่น ประเทศนิวซีแลนด์และประเทศอังกฤษ พบว่า อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศทั้งสองมีความเป็นอิสระมากขึ้นภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (ดังแสดงในภาพที่ 8) แม้จะยังคงมีความสัมพันธ์ในระยะยาวกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น Federal Fund Rate ของประเทศสหรัฐอเมริกา

ภาพที่ 8 : อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศต่าง ๆ



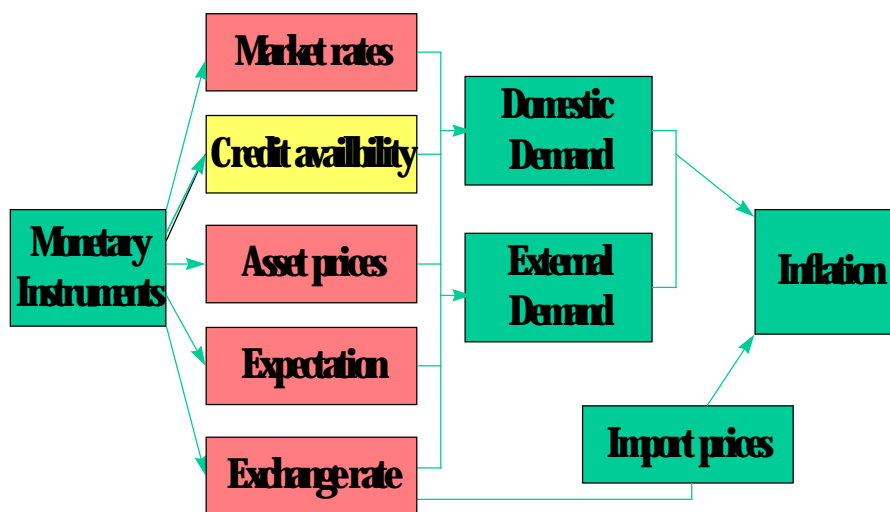
ทั้งนี้ หากพิจารณาเปรียบเทียบอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของไทยกับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ ในช่วงหลังจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน (ช่วงที่บของภาพที่ 4) พบว่า อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศมีความเป็นอิสระมากขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืนของไทยเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว จนกระทั่งเมื่อเงินบาทเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นแล้ว จึงเริ่มปรับลดลงตามลำดับ และในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ย Libor (อย่างไรก็ตาม การตีความจากข้อมูลในช่วงเวลาดังกล่าว ต้องทำด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากเป็นช่วงที่ระบบเศรษฐกิจกำลังเผชิญกับภาวะวิกฤต นักลงทุนต่างชาติได้ถอนเงินทุนออกจากประเทศเป็นจำนวนมาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นปรับตัวสูงขึ้น)

ช่องทางใหม่ของการดำเนินนโยบายการเงิน

นับแต่ปี 2540 เป็นต้นมา กลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยได้มีความยืดหยุ่น และคล่องตัวขึ้น โดยมีช่องทางใหม่ๆ มากขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลเนื่องจากการปรับโครงสร้างระบบการบริหารเศรษฐกิจในด้านต่างๆ อาทิ การปล่อยให้ค่าเงินลอยตัว การปรับกรอบนโยบายการเงินไปสู่ระบบ Inflation targeting และการพัฒนาตลาดรองของตราสารหนี้ (อันสืบเนื่องมาจากการออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวนมาก) โดยกลไกใหม่ๆ ในการดำเนินนโยบายการเงินประกอบด้วย

- (1) ช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) ซึ่งจะเป็นช่องทางใหม่ที่สำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน
- (2) ช่องทางอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Long-term interest rate)
- (3) ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate channel)
- (4) ช่องทางการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Inflation expectation channel)

ภาพที่ 9 : ช่องทางใหม่ของการดำเนินนโยบายการเงินไทย



อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของกลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางใหม่ๆ ข้างต้นด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ นั้น มีข้อจำกัดทางข้อมูล เนื่องมาจากช่วงระยะเวลาหลังจากการปล่อยค่าเงินบาทลอยตัวถึงปัจจุบันเป็นช่วงสั้นๆ เพียง 2-3 ปี อีกทั้งยังมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างระบบการบริหารเศรษฐกิจ (Structural changes) และวิกฤตสถาบันการเงินในช่วงเวลาดังกล่าว การศึกษาเรื่องกลไกการทำงานผ่านช่องทางใหม่ของนโยบายการเงินไทย จึงต้องอาศัยตัวอย่างจากต่างประเทศเป็นเกณฑ์

Long-term interest rate channel

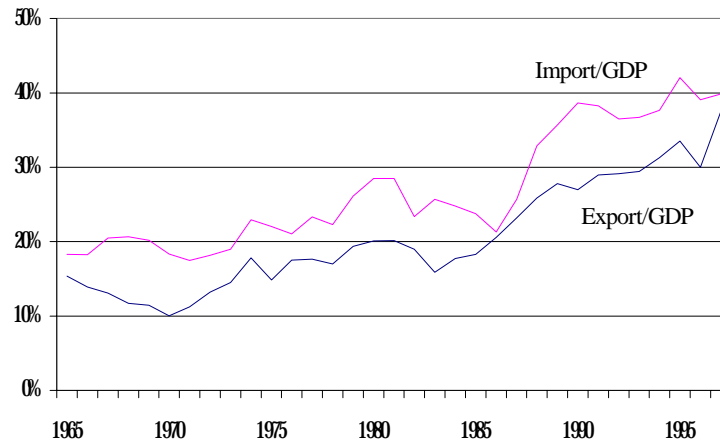
วิกฤตเศรษฐกิจและวิกฤตสถาบันการเงินได้ส่งผลให้หนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เป็นปัจจัยสำคัญในการกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาตลาดรองของตราสารหนี้ในประเทศ โดยที่กระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุต่างๆ กันจากประมาณ 1 ปี ถึงประมาณ 15 ปี ทำให้ประเทศไทยได้เริ่มมี Yield curve ที่จะใช้เป็นอัตราอ้างอิงสำหรับพันธบัตรตราสารหนี้ของบริษัทเอกชน ตลาดรองของตราสารหนี้ดังกล่าวจะเป็นช่องทางใหม่ในการระดมทุนของภาคเอกชน และจะเป็นช่องทางใหม่สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

เมื่อเปรียบเทียบกับในอดีต การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในระยะสั้นในตลาดเงิน (Interbank market) หรือตลาดซื้อคืน (Repurchase market) จะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยในระยะสั้นๆ ในตลาดเงินที่มีช่วงอายุไม่เกิน 1 ปี และอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (ซึ่งใช้เวลานานประมาณ 3-6 เดือน) หลังจากที่ตลาดรองของตลาดตราสารหนี้แล้ว การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในระยะสั้นของทางการจะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะต่างๆ ใน Yield curve จนถึงระยะ 15 ปี ซึ่งเป็นจะเป็นช่องทางสำคัญให้นโยบายการเงินส่งผลไปยังการลงทุนระยะยาวในระบบเศรษฐกิจโดยเร็ว

Exchange rate channel

ในระยะแรกหลังจากการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินของไทยผ่าน Exchange rate channel จะไม่มีความสำคัญนัก อีกทั้งยังไม่เป็นไปตามประสบการณ์ของประเทศที่พัฒนาแล้วหรือตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ทำนายไว้ เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวระบบการเงินไทยกำลังประสบปัญหาวิกฤตศรัทธา อีกทั้งยังมีนักลงทุนส่วนหนึ่งได้เก็งกำไรค่าเงินบาท ทำให้เงินทุนไหลออกจากประเทศเป็นจำนวนมาก ค่าเงินบาทจึงอ่อนตัวลง ทั้งๆ ที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืนได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นก็ตาม

ภาพที่ 10 : สัดส่วนของการค้าระหว่างประเทศของไทยระหว่างปี 1965-1999



ทั้งนี้ จากประสบการณ์ของต่างประเทศพบว่า ประเทศสิงคโปร์ซึ่งเป็นประเทศที่เปิดกว้างต่อการค้าระหว่างประเทศ และมีสัดส่วนการค้าระหว่างประเทศเมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์ภายในประเทศสูงมากถึงร้อยละ 260 (สำหรับประเทศไทย สัดส่วนดังกล่าวอยู่ที่ประมาณร้อยละ 80) ดังนั้น ธนาคารกลางของประเทศสิงคโปร์จึงใช้ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยนเป็นช่องทางสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยใช้ค่าเงินดอลลาร์สิงคโปร์เป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน และเป็นเครื่องมือสำคัญที่ช่วยควบคุมอัตราเงินเฟ้อในประเทศและรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันกับต่างประเทศ

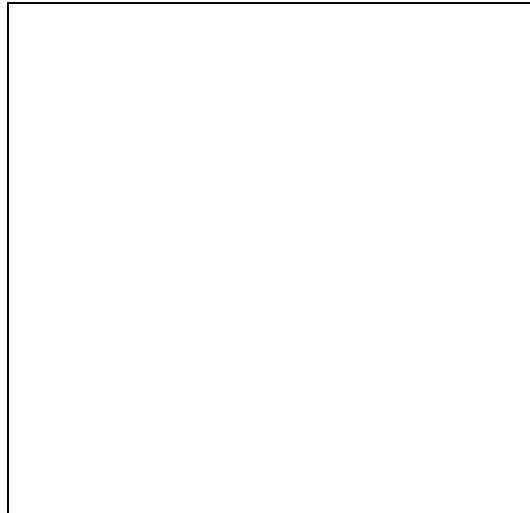
Inflation expectation channel

สำหรับการใช้ Inflation targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงินนั้น จะเพิ่มช่องทางใหม่ในการดำเนินนโยบายการเงินให้กับธนาคารแห่งประเทศไทย โดยจะเป็นสมถ่วงการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในระยะยาวให้อยู่ในช่วงที่กำหนดไว้ ทั้งนี้ แม้ว่าในช่วงแรกช่องทางนี้จะยังมีความสำคัญน้อยกว่าช่องทางอื่นๆ แต่ในอนาคตแล้วเมื่อสาธารณชนเริ่มคุ้นเคยกับการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation targeting โดยเริ่มใช้เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของทางการเป็นกรอบในการดำเนินธุรกิจ และในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของค่าจ้างแรงงานมากขึ้นแล้ว ช่องทางนี้จะมีความสำคัญมากขึ้น

จากประสบการณ์ของประเทศอิสราเอล ซึ่งเป็นประเทศที่เคยมีอัตราเงินเฟ้อในระดับสูงและมีการทำ Indexation การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อจะมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง (ดังแสดงในภาพที่ 11) ธนาคารกลางประเทศอิสราเอลจึงใช้ Expectation channel เป็นช่องทางสำคัญในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ และใช้

Inflation expectation ซึ่งวัดจาก Indexed bond และจากการสำรวจ Survey of Inflation Expectation เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการดำเนินนโยบายการเงิน

ภาพที่ 11 : Inflation expectation และ Actual inflation ในประเทศอิสราเอล



5. Inflation targeting และการพัฒนาประสิทธิภาพกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

กลไกการทำงานของนโยบายการเงินในประเทศที่พัฒนาแล้วจะมีประสิทธิภาพสูง โดยการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของทางการจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์และระบบเศรษฐกิจโดยเร็ว เช่นดังในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งธนาคารพาณิชย์ส่วนหนึ่งได้ใช้อัตราดอกเบี้ยทางการเป็นอัตราอ้างอิงในการคำนวณอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ทำให้อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์จะปรับตัวพร้อม ๆ กับอัตราดอกเบี้ยทางการ สร้างความคล่องตัวให้การดำเนินนโยบายการเงิน³

ทั้งนี้ ในการศึกษาของ Lowe (1995) เกี่ยวกับความรวดเร็วในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ในประเทศออสเตรเลีย พบว่า อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินจะปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยทางการอย่างรวดเร็ว ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้จะปรับตัวช้า โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากรายย่อย ในขณะที่อัตราดอกเบี้ย Business indicator rate จะ responsive มากที่สุดกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยทางการ แต่การปรับตัวจะไม่สมบูรณ์ หรือหนึ่งต่อหนึ่ง

³ ในประเทศไทย กลไกการส่งผ่านจะใช้เวลาในการประมาณ 6 เดือนก่อนที่ดอกเบี้ยเงินกู้ MLR จะปรับตัวตามอัตราดอกเบี้ยทางการ

ดังนั้น ประเด็นเชิงนโยบายที่สำคัญยิ่งของธนาคารแห่งประเทศไทยในขณะนี้ ก็คือ การพัฒนาโครงสร้างของกระบวนการดำเนินนโยบายการเงินในด้านต่างๆ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในอนาคต โดยที่กรอบ Inflation targeting ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะนำมาใช้เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคตนั้น จะมีส่วนเอื้อให้กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน โดยเฉพาะช่องทางอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) ทำงานได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งมีองค์ประกอบที่สำคัญ ดังนี้

- การใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเป็นเครื่องมือหลักในการส่งสัญญาณทางการเงิน
- การประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ
- ความโปร่งใสของกรอบ Inflation targeting

การส่งสัญญาณทางการเงินที่ชัดเจน

ในช่วงที่ผ่านมา การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินไทยจะใช้เวลานานในการส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ (รายละเอียดกรุณาดูที่บทความเรื่องแบบจำลองเศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation targeting ของการสัมมนาครั้งนี้) ดังนั้น จึงต้องปรับปรุงกลไกการส่งสัญญาณทางการเงินที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน ให้เป็นสัญญาณที่เด่นชัด เพื่อสาธารณชนจะสามารถใช้เป็นกรอบในการดำเนินธุรกิจได้

ทั้งนี้ ภายใต้กรอบ Inflation targeting ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนระยะ 14 วันเป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพให้กับ Interest rate channel เนื่องจากภาคเอกชนและสถาบันการเงินต่าง ๆ จะใช้อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในการคิดคำนวณอัตราดอกเบี้ย ทำให้การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน จะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยของภาคเอกชนเร็วขึ้น และเพิ่มความรวดเร็วของการส่งผ่านผลกระทบของนโยบายการเงินสู่ภาคเศรษฐกิจจริงต่อไป

ความโปร่งใสของกรอบ Inflation Targeting

นอกจากการปรับปรุงการส่งสัญญาณของนโยบายการเงินให้มีความชัดเจนขึ้นแล้ว กรอบ Inflation Targeting จะสร้างความโปร่งใสในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยการประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ การกำหนดให้การรักษาเสถียรภาพด้านราคาเป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน การเปิดเผยข้อมูลการเงินและข้อมูลภาวะเศรษฐกิจ และการสร้างเสริมความเข้าใจของสาธารณชนต่อการดำเนินนโยบายการเงิน สิ่งต่างๆ เหล่านี้จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินอีกทางหนึ่ง ทั้งนี้ เนื่องจากความโปร่งใส และความเข้าใจเกี่ยวกับแนวทางการดำเนินนโยบายของทางการจะช่วยให้ภาคเอกชนสามารถคาดคะเน

การเปลี่ยนแปลงต่างๆ ที่จะเกิดขึ้นได้ ทำให้ตลาดภาคการเงินสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็ว และไม่ต้องรอสัญญาณจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน ในการปรับเปลี่ยนทิศทางของนโยบายการเงิน

5.1 ข้อเสนออื่น ๆ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

นอกจากการปรับโครงสร้างการดำเนินนโยบายการเงินตามที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยควรปรับปรุงเทคนิคของการดำเนินนโยบายการเงินไปพร้อมๆ กัน ในประเด็นต่างๆ ดังนี้

การพัฒนาเครื่องมือทางการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินนั้นจะต้องมีเครื่องมือที่เอื้อต่อการปรับสภาพคล่องของระบบการเงินให้เป็นไปตามที่ธนาคารกลางกำหนด ในประเด็นนี้ การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ ในช่วงที่ผ่านมา จะเอื้ออำนวยต่อการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อการทำ Open market operation

การพัฒนาข้อมูลและดัชนีชี้เศรษฐกิจใหม่ๆ

ธนาคารแห่งประเทศไทยควรมีการพัฒนาข้อมูลและเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจใหม่ๆ เพื่อใช้ในการประเมินภาวะเศรษฐกิจให้ดียิ่งขึ้น และเพื่อช่วยในการประเมินภาวะเศรษฐกิจ ที่จะช่วยการตัดสินใจปรับเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงิน ทั้งนี้ จากประสบการณ์จากต่างประเทศ พบว่า Inflation expectation ของภาคเอกชนที่คำนวณมาจาก Indexed bonds และจากการ Survey นั้น เป็นเครื่องมือสำคัญที่ธนาคารกลางในประเทศต่างๆ จะใช้เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation targeting

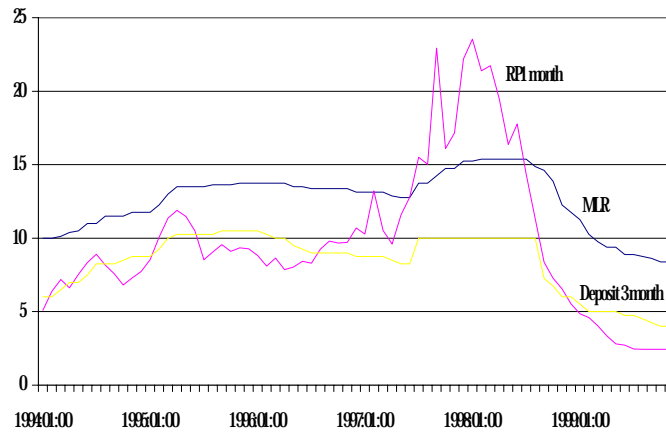
การวิเคราะห์นโยบายการเงิน

ช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมาได้มีการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งให้เห็นถึงความจำเป็นที่จะต้องดำเนินศึกษาเรื่อง Transmission mechanism อย่างต่อเนื่อง เพื่อที่จะได้ปรับกลยุทธ์ของนโยบายการเงินให้เหมาะสมสอดคล้องกับกลไกในขณะนั้น โดยมีประเด็นที่น่าสนใจอื่นๆ ที่ควรวิเคราะห์เพิ่มเติม อาทิ การศึกษากลไกการทำงานของนโยบายการเงินในระดับ Sectoral การทำงานของนโยบายการเงินผ่าน Credit channel และการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อบริษัทที่มีขนาดเล็กและขนาดกลาง เป็นต้น

5.2 วิฤตเศรษฐกิจและกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทย

วิฤตเศรษฐกิจไทยในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ได้สร้าง Distortion ต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน โดย Balance sheet ของสถาบันการเงินและบริษัทเอกชนมีปัญหามากขึ้น และส่งผลให้เกิดปัญหาสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมากในระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นของระบบสถาบันการเงิน ได้ส่งผลให้โครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะเงินฝาก และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เปลี่ยนไป โดยธนาคารพาณิชย์ที่ประสบปัญหาจากหนี้เสีย จะต้องพยายามให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก/เงินกู้ เพิ่มสูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสียหายจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ดังกล่าว

ภาพที่ 12 : อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืน อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 3 เดือน และ MLR



นอกจากนี้ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องส่วนเกินเป็นจำนวนมากในปัจจุบัน จึงไม่มีความจำเป็นที่จะกู้ยืมเงินจากธนาคารกลาง ทำให้ Response ของธนาคารพาณิชย์ต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนมีความล่าช้าเพิ่มขึ้น การแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินและการแก้ปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของภาคเอกชน จึงเป็นเงื่อนไขสำคัญที่จะเอื้อให้ Interest rate channel ทำงานได้ตามปกติ

สำหรับหนี้ภาครัฐและการกู้ยืมเงินของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน ซึ่งได้เพิ่มสูงขึ้นเนื่องมาจากการแก้ไขปัญหาวิฤตเศรษฐกิจ จะส่งผลกระทบต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงินในระยะยาวอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยเมื่อเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวและสภาพคล่องในตลาดเงินกลับคืนสู่สภาพปกติ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ต้องหาเงินเป็นจำนวนมากเพื่อ rollover หนี้ที่มีอยู่มาก ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืนปรับตัวสูงขึ้นกว่าที่ควร นอกจากนี้ พันธบัตรหนี้ระยะยาวของรัฐบาลจำนวนดังกล่าว จะเป็นภาระต่อตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งยังคงอยู่ในระยะเริ่มต้น และจะต้องหาผู้มารองรับตราสารหนี้ดังกล่าว

มิเช่นนั้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดตราสารหนี้จะปรับตัวสูงขึ้น และกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน

6. สรุป

โครงสร้างของกลไกการทำงานของนโยบายการเงินในแต่ละประเทศ ขึ้นอยู่กับโครงสร้างของระบบการบริหารเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ ว่า ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่หรือแบบลอยตัว และมีกรอบการดำเนินนโยบายการเงินโดยใช้ปริมาณเงินหรืออัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย นอกจากนี้ ยังขึ้นกับโครงสร้างระบบการเงินภายในประเทศ โครงสร้างการระดมทุนของภาคเอกชน ระดับความเชื่อมโยงกับต่างประเทศ ตลอดจนภาวะเศรษฐกิจในขณะนั้น โดยที่กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน (Monetary transmission mechanism) จะเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา

สำหรับประเทศไทย การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเมื่อกลางปี 2540 ได้ทำให้กลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยเปลี่ยนแปลงไป จากในอดีตซึ่งมีการขยายตัวของปริมาณสินเชื่อ (Credit channel) เป็นแรงผลักดันที่สำคัญของระบบเศรษฐกิจ ไปสู่ระบบใหม่ โดยที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความเป็นอิสระมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) จะเป็นช่องทางสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต

สำหรับการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้ Inflation targeting เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นระบบที่เน้นความโปร่งใส และใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนระยะสั้นเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณทางการเงิน (Key policy rate) โดยไม่มีเป้าหมายทางการเงินอื่นๆ นอกจากการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในอนาคต (Inflation forecast) นั้น นับว่าสอดคล้องและเหมาะสมกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ซึ่งจะเสริมให้ช่องทางอัตราดอกเบี้ยมีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยควรเตรียมการในด้านต่างๆ ทั้งทางด้านโครงสร้างและทางด้านเทคนิค เพื่อนำช่องทางการดำเนินนโยบายการเงินที่หลากหลายขึ้นนั้น มาใช้ให้เป็นประโยชน์สูงสุด ให้มีความรวดเร็วและแม่นยำ ทั้งนี้ นโยบายการเงินที่มีประสิทธิภาพจะเป็นกลไกสำคัญที่จะสร้างเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจไทย และเป็นรากฐานของการพัฒนาประเทศอย่างยั่งยืนต่อไป

ภาคผนวก 1 : งานศึกษาเชิงประจักษ์ เรื่องกลไกการดำเนินนโยบายการเงินไทย

ในช่วงที่ผ่านมา ได้มีนักวิชาการหลายท่านทำการศึกษาเกี่ยวกับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าระหว่างช่วงปี 2532-2540 ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวยังคงเป็นประโยชน์ อันจะช่วยให้เกิดความเข้าใจที่ดีขึ้นเกี่ยวกับกลไกการทำงานของนโยบายการเงินไทยในปัจจุบัน และส่วนหนึ่งสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการดำเนินนโยบายการเงินไทยได้ แม้ว่าโครงสร้างของระบบการเงินได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในช่วงดังกล่าว อีกทั้งประเทศไทยได้ปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแล้วก็ตาม จึงได้นำผลการศึกษามาสรุปไว้ในช่วงนี้

(1) งานศึกษาต่าง ๆ

การศึกษากลไกการดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางต่าง ๆ และผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงิน (Financial Liberalisation) ต่อการเปลี่ยนแปลงช่องทางดำเนินนโยบายการเงิน งานศึกษาเชิงประจักษ์ในระยะหลังส่วนใหญ่ได้ใช้วิธีทางสถิติที่เรียกว่า Vector autoregression (VAR) ซึ่งเป็นวิธีที่ยอมรับและใช้ทั่วไป เนื่องจากมีข้อดีที่สำคัญต่าง ๆ ดังนี้

- สามารถแก้ไข Identification problem ซึ่งเป็นข้อจำกัดประการสำคัญในการวัดผลกระทบเชิงปริมาณของนโยบายการเงิน ซึ่งสามารถเป็นได้ทั้งตัวแปรภายนอก (Exogenous policy) และตัวแปรตาม (Endogenous reaction variable) ที่เปลี่ยนแปลงเพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ โดย Innovations ที่ประมาณการใน VAR เป็นการแยกเฉพาะส่วนของนโยบายการเงินที่เป็น Exogenous policy เท่านั้น
- Innovations ใน VAR เป็น Suprising shocks หรือนโยบายการเงินที่ไม่ได้คาดการณ์
- Impulse-responses functions ใน VAR สามารถวัดผลกระทบของนโยบายการเงินในลักษณะ Dynamic time path ได้
- ในกรณีที่ไม่ทราบกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินและโครงสร้างเศรษฐกิจที่แน่ชัด การประมาณการโดยแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคในรูป Structural model อาจมีข้อผิดพลาดได้มาก หากแบบจำลอง Misspecified ในขณะที่ VAR เป็นการประมาณงานโดยวิธี General to specific approach กล่าวคือ เริ่มจากการไม่กำหนดข้อจำกัด (restrictions) ใดๆ ในแบบจำลอง แล้วใช้วิธีทางสถิติทดสอบ โดยให้ข้อมูลเป็นตัวบ่งชี้ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ

ตัวอย่างงานศึกษากรณีประเทศไทยที่ใช้วิธี VAR ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ได้แก่

ในปี 2541 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ศึกษาผลกระทบการทำงานของนโยบายการเงิน โดยแบ่งข้อมูลรายเดือน ระหว่างเดือนมกราคม 2523-มิถุนายน 2539 และแบ่งช่วงเวลาออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนเปิดเสรีการเงิน (ก่อนมกราคม 2533) และช่วงหลังการเปิดเสรีการเงิน (หลังมกราคม 2533) พบว่า การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยน่าจะมีประสิทธิภาพกว่าช่องทางสินเชื่อในการส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ยและปริมาณสินเชื่อมีแนวโน้มลดลงในช่วงหลังการเปิดเสรีทางการเงิน

ต่อมาในปี 2542 **Klienhowhan, Ubonrat (1999)** ได้ศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายเดือนและตัวแปรคล้ายคลึงกับงานศึกษาของ ธนาคารแห่งประเทศไทยแต่ครอบคลุมช่วงเวลาถึงเดือนมิถุนายน 2541 พบว่า ช่องทางปริมาณสินเชื่อภายในประเทศมีความสำคัญต่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและอัตราเงินเฟ้อมากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย (การเปลี่ยนแปลงของ MLR) อย่างไรก็ตาม ผลกระทบดังกล่าวลดลงในช่วงเปิดเสรีทางการเงินตั้งแต่ปี 2533 เป็นต้นมา

นอกจากนี้ ในปีเดียวกัน **Nualtaranee, June (1999)** ได้ศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายเดือนในช่วงมกราคม 2523 – มิถุนายน 2540 ครอบคลุมช่วงก่อนและหลังเปิดเสรีทางการเงิน แต่เฉพาะช่วงระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตะกร้าเงิน พบว่า ในช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน การดำเนินนโยบายการเงินผ่านช่องทางสินเชื่อมีผลกระทบต่อดัชนีการลงทุนภาคเอกชนมากกว่าช่องทางอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม หลังจากเปิดเสรีทางการเงินแล้ว บทบาทของปริมาณสินเชื่อในประเทศได้เริ่มลดลง ในขณะที่ช่องทางต่างประเทศ (International channel) ได้แก่ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศสุทธิได้มีบทบาทมากขึ้น

ทั้งนี้ สำหรับช่องทางอัตราดอกเบี้ยหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินแล้ว แม้ว่าอัตราดอกเบี้ย MLR จะตอบสนองการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดระหว่างธนาคารข้ามคืน (Interbank lending rate) มากขึ้น แต่การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย MLR ไม่ส่งผลไปยังการเปลี่ยนแปลงดัชนีการลงทุนภาคเอกชน

(2) บทสรุปจากผลการศึกษาข้างต้น

จากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ดังกล่าวถึงข้างต้น สามารถสรุปผลกระทบการดำเนินนโยบายการเงินของไทยในช่วงก่อนและหลังการเปิดเสรีทางการเงินได้ดังนี้

ช่วงก่อนเปิดเสรีทางการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินผ่านการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์เป็นช่องทางหลักที่มีผลต่อภาคเศรษฐกิจจริงมากที่สุด เนื่องจากการทำงานของช่องทางอื่นๆยังมีข้อจำกัดบางประการ อาทิ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย MLR ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามกลไกตลาดเพื่อตอบสนองการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน เนื่องจากถูกจำกัดด้วยเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ที่ทางการกำหนด สำหรับช่องทางต่างประเทศ ถูกจำกัดด้วยระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่และการควบคุมปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น

ช่วงหลังเปิดเสรีการเงิน

การเปิดเสรีทางการเงินนับแต่ปี 2533 เป็นต้นมา ได้ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจการเงินของประเทศในหลายๆ ด้าน เช่น

- ภาคการเงินขยายตัวอย่างรวดเร็ว โดยสัดส่วนปริมาณเงิน M2 ต่อ GDP เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 65 ในปี 2532 เป็นร้อยละ 79 ในปี 2537 และสัดส่วนปริมาณเงิน M3 ต่อ GDP เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 79 ในปี 2532 เป็นร้อยละ 104 ในปี 2537
- การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยและการให้เงินทุนต่างประเทศไหลเข้าออกได้โดยเสรีมากขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศโดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินถูกกำหนดโดยปัจจัยภายนอก เช่น อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศมากขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้มีการปรับตัวบอขึ้นและในปริมาณที่มากขึ้น
- ตลาดหุ้นทั้งตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้มีการพัฒนาและขยายตัวอย่างรวดเร็ว และมีความเชื่อมโยงกับตลาดต่างประเทศมากขึ้น โดย Market capitalisation ratio เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 29 ของ GDP ในปี 2533 เป็นร้อยละ 86 ของ GDP ในปี 2538 และหุ้นกู้ที่ออกใหม่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นจาก 8.8 พันล้านบาทในปี 2535 เป็น 50.5 พันล้านบาทในปี 2538
- การผ่อนคลายการควบคุมปริวรรตเงินตราต่างประเทศทำให้ระบบการเงินไทยมีความเชื่อมโยงกับต่างประเทศมากขึ้น

ปัจจัยดังกล่าวทำให้การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้ภาวะการเปิดเสรีทางการเงิน และระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีความยุ่งยากขึ้น โดยเฉพาะการใช้เครื่องมือในการควบคุม

ตัวแปรทางการเงินที่เป็นตัวส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจจริง ทำให้กลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางต่างๆ ได้รับผลกระทบ ดังนี้

- ช่องทางสินเชื่อผ่านระบบธนาคารพาณิชย์น่าจะมีบทบาทลดลง เนื่องจากภาคธุรกิจมีทางเลือกของแหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้น ทั้งจากการกู้ยืมโดยตรง (Direct financing) ด้วยการออกหลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ให้แก่ผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ การกู้ยืมจากต่างประเทศผ่าน Bangkok International Banking Facilities (BIBFs)
- ช่องทางอัตราดอกเบี้ยยังไม่ชัดเจน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นยังขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญ ทาง การยังไม่สามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาว เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้จะสามารถปรับเปลี่ยนตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นได้ดีขึ้นก็ตาม
- ช่องทางต่างประเทศผ่านปริมาณเงินทุนต่างประเทศสุทธิมีบทบาทมากขึ้น เนื่องจากมาตรการผ่อนคลายการควบคุมการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ และการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกิจ BIBFs ในขณะที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนยังเป็นแบบคงที่ ทำให้ปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศทั้งในรูปเงินลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment) และเงินทุนระยะสั้นขยายตัวอย่างรวดเร็ว และมีบทบาทต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ

ภาคผนวก 2 : Methodology ของการศึกษาเรื่องกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

2.1 วัตถุประสงค์

- เพื่อทดสอบว่า ในช่วงปี 2523 – 2540 ในช่วงเริ่มเปิดเสรีทางการเงินและก่อนเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว กลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางสำคัญใดบ้าง โดยตัวแปรเครื่องมือทางการเงิน (Monetary instruments) ที่ใช้ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย R/P 7 วัน และตัวแปรเศรษฐกิจที่เป็น Ultimate targets ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ (CPI) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private investment index) และมีอัตราดอกเบี้ย MLR และปริมาณสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์ (Bill, loans, และ overdrafts) เป็นช่องทางส่งผ่านนโยบายการเงิน

2.2 วิธีประมาณการ

ประมาณการโดยใช้ VAR ทั้งนี้ มีขั้นตอนการประมาณการ ดังนี้

- ทดสอบความมีเสถียรภาพของข้อมูล (Stationary/Unit Root Test) หรือทดสอบว่า ข้อมูลมีลักษณะเป็น I(0) process หรือไม่⁴ โดยวิธีมาตรฐานที่เรียกว่า Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test⁵
- ใช้ VAR model ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ โดยเรียงลำดับตัวแปรที่มีแนวโน้มไปกระทบตัวแปรอื่นมากที่สุด (the most exogenous variable) ขึ้นก่อนและตัวแปรที่ถูกกระทบโดยตัวแปรอื่นมากที่สุด (the most endogenous variable) อยู่ทีหลัง ดังนั้น VAR model ที่ประมาณการจะมีการเรียงลำดับตัวแปรดังนี้ R/P, ตัวแปรช่องทางนโยบายการเงิน, PINV, CPI⁶ และสำหรับจำนวน lag ของตัวแปรที่ใช้ใน model เป็น Optimal lag length ซึ่งให้ค่า Akaike Information Criteria ต่ำสุด
- พิจารณา Impulse response functions ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ว่า เมื่อเกิด monetary policy shock 1 unit ในปัจจุบัน จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรช่องทางนโยบายการเงินและตัวแปรเศรษฐกิจ ในปัจจุบันและระยะเวลาต่างๆ ข้างหน้า อย่างไร

⁴ หากข้อมูลไม่มีเสถียรภาพ หรือมี Unit root อยู่ใน Autoregressive representation วิธีประมาณการโดย OLS ตามปกติจะทำให้เกิดความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นจริง (Spurious correlation) และการทดสอบสมมุติฐานเกี่ยวกับตัวแปรไม่สามารถทำได้ เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการจะ biased ยกเว้นกรณีที่ตัวแปร I(1) มีความสัมพันธ์ที่มีเสถียรภาพในดุลยภาพระยะยาวกับตัวแปร I(1) อื่น ที่เรียกว่า Cointegrating relationships (Stock and Watson, 1988)

⁵ จำนวน lag ของตัวแปรที่อยู่ทางขวามือของสมการ ADF Test เป็นจำนวน lag ที่ optimal นั่นคือ ให้ค่า Akaike Information Criteria ต่ำสุด

⁶ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ได้ทดสอบเปลี่ยนลำดับตัวแปรแบบต่างๆ แต่ไม่ทำให้ผลการประมาณการแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

- พิจารณา Variance decomposition ซึ่งเป็นเครื่องมือที่วัดว่า Variance ของตัวแปรหนึ่งในระยะเวลาต่างๆ ได้รับผลกระทบจาก shock ของตัวแปรนั่นเองและตัวแปรอื่นๆใน model ในสัดส่วนเท่าไร

2.3 ประเด็นศึกษาในอนาคต

- ทดสอบว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางต่างๆ ส่งผลกระทบต่อการผลิตภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing production index) แต่ละอุตสาหกรรมอย่างไร
- ทดสอบว่ากลไกการทำงานของนโยบายการเงินผ่านช่องทางปริมาณสินเชื่อระบบธนาคารพาณิชย์มีความแตกต่างกันระหว่างธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ และขนาดเล็กหรือไม่

บรรณานุกรม

- Bank of England (1999), *The Transmission Mechanism of Monetary Policy*, by the Monetary Policy Committee of the Bank of England.
- Bank of International Settlements (1998), *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, BIS Policy Papers, No. 3, Brussels.
- Blinder, Alan (1999), *Central bank Credibility: Why do we care? How do we built it?*, NBER Working Paper, Cambridge Massachusetts.
- Cattarelli, Carlo and Angeliki Kourelis (1994), *Financial Structure and Bank lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy*, IMF Working Paper, No. 39, Washington, DC.
- Cecchetti, Stephen (1995), *"Distinguishing Theories on the Monetary Transmission Mechanism," Review*, Vol. 77, Issues 3, Federal Reserve Bank of Saint Louis, Saint Louis, P. 83-98.
- Cecchetti, Stephen (1999), *Legal Structure, Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, NBER Working Paper, Cambridge, Massachusetts.
- De Fiore, Fiorella (1998), *The Transmission of Monetary Policy in Israel*, IMF Working Paper, No. 114, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Edey, Malcolm and John Romalis (1996), *Issues in Modelling Monetary Policy*, Research Discussion Paper, No. 9604, Reserve Bank of Australia.
- Gracia-Herrero, Alicia (1997), *Monetary Impact of a Banking Crisis and the Conduct of Monetary Policy*, IMF Working Paper, No. 124, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Kamin, Steven, Philip Turner and Jozef Van't dack, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: an overview, in *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, ed. by Bank of International Settlements, Brussels, P. 5-64.

- Kashyap, Anil and Jeremy Stein (1999), *What do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy*, NBER Working Paper, Cambridge, Massachusetts.
- Kim, Hyun (1999), *Was Credit Channel a Key Monetary Transmission Mechanism Following the Recent Financial Crisis in the Republic of Korea*, Policy Research Working Paper, No. 3003, The World Bank, Washington, DC.
- Klinhowhan, Ubonrat (1999), *Monetary Transmission Mechanism in Thailand*, Master Thesis, Faculty of Economics, Thammasat University, Bangkok.
- Leiderman, Leonardo and Hadas Bar-or (1999), *Monetary Policy Rules and Transmission Mechanisms under Inflation Targeting in Israel*, Second Draft, Research Department, Bank of Israel, Tel Aviv.
- Lowe, Philip (1995), *The Link between the Cash Rate and Market Interest Rates*, Research Discussion Paper, No. 9504, Reserve Bank of Australia.
- Mishkin, Frederic (1996), *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, NBER Working Paper, No. 5464, Cambridge Massachusetts.
- Nualtaranee, June (1999), Ph.D. Thesis, Vanderbilt University.
- Oh, Junggun (1999), *Inflation Targeting, Monetary Transmission mechanism, and Policy Rules in Korea*, Draft, Bank of Korea.
- Romer, Christina and David Romer (1990) "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism," in *Brooking Papers on Economic Activities*, Brooking Institute, Washington, DC., P. 149-213.
- Sirivedhin, Tanya (1998), Financial Reform and the Monetary Transmission Mechanism, in *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, ed. by Bank of International Settlements, Brussels, P. 195-222.
- Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, June, P. 393-410.

Thiessen, Gordon (1995), "Uncertainty and the Transmission Mechanism of Monetary Policy in Canada," in *The Transmission of Monetary Policy in Canada*, ed. by the Bank of Canada.
