

Flexible Inflation Targeting สำหรับประเทศไทย (ฉบับสาธารณชน)

พิชิต ภัทรวิมลพร ชีระพล รัตนาลังการและกอบศักดิ์ ภูตระกูล^{1,2}

บทสรุป

วิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้น ซึ่งให้เห็นว่ามีบางอย่างขาดหายไปจากระบบการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง Nominal Anchor ที่เป็นรากฐานของความเชื่อมั่นในระบบเศรษฐกิจการเงิน การทำ Inflation Targeting จึงเป็นความพยายามที่จะสร้างรากฐานดังกล่าวให้กลับคืนมาภายใต้สภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนไป นอกจากนี้วิวัฒนาการในระบบการเงินยังมีส่วนทำให้กรอบการกำหนดนโยบายการเงินในรูปแบบเดิมที่อาศัยปริมาณเงินเป็นเป้าหมายขาดความชัดเจนแน่นอน และยากแก่การดำเนินการให้เป็นไปตามเป้าหมาย ทำให้การดำเนินนโยบายในกรอบ Inflation Targeting มีความเหมาะสมมากขึ้น มีความคล่องตัว โปร่งใส และช่วยลดความผันผวนให้แก่ระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจโดยรวม

Inflation Targeting ประกอบด้วย การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อในระยะ 1-2 ปี ในอนาคต พร้อมๆกับการใช้แบบจำลองทำนายภาวะเงินเฟ้อในระยะเดียวกัน หากอัตราเงินเฟ้อที่ทำนายสูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายก็หมายถึงนโยบายการเงินจะต้องมีความเข้มงวดหรือผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อให้เศรษฐกิจเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง และมีเสถียรภาพ

การนำ Inflation Targeting มาใช้จะได้ผลเพียงไร ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายๆด้าน รวมถึงประเด็นทางด้านกฎหมาย ที่เกี่ยวเนื่องกับการกำหนดภาระหน้าที่ของธนาคารกลาง การปรับโครงสร้างขององค์กรของหน่วยงานรัฐเองเพื่อสร้างความเชื่อมั่น และความสามารถทางเทคนิคในการที่จะทำนายเงินเฟ้อล่วงหน้าตลอดจนผลกระทบของมาตรการได้แม่นยำพอสมควร

¹ ข้อความในบทความนี้เป็นความคิดเห็นส่วนตัวของผู้เขียน โดยไม่ได้เป็นข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

² ผู้เขียนขอขอบคุณดร.อัญญา ไวกวามดี สำหรับข้อเสนอแนะและคำแนะนำในการปรับปรุงแก้ไขบทความนี้

บทนำ

นับตั้งแต่ประเทศไทยได้หันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ตั้งแต่วันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ประเด็นคำถามที่สำคัญประการหนึ่งสำหรับนโยบายการเงินก็คือ กรอบแนวทางการดำเนินนโยบาย ควรจะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไรในแง่ หลักการ เป้าหมาย เครื่องมือ ตลอดจนกรอบของเวลาในการดำเนินการที่จะทำให้นโยบายมีความน่าเชื่อถือ (Credibility) ภายใต้ระบบเศรษฐกิจการเงินที่เปลี่ยนไป โดยกรอบนโยบายดังกล่าวควรมีกลไกป้องกันมิให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงินบาท และช่วยให้เศรษฐกิจของไทยเติบโตอย่างมีเสถียรภาพอันเป็นจุดมุ่งหมายสำคัญในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคตามที่มีการวางแผนพัฒนาระบบเศรษฐกิจและสังคมเป็นต้นมา

เอกสารฉบับนี้ มีเป้าหมายที่จะเสนอและชี้แจงข้อเท็จจริงที่เกี่ยวกับประเด็นการกำหนดเป้าหมายทางด้านเศรษฐกิจต่าง ๆ สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินโดยอาศัยกรอบการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) เพื่อที่จะมุ่งให้เศรษฐกิจเจริญเติบโตอย่างมีเสถียรภาพและการกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงินให้มีความชัดเจนเป็นประโยชน์สำหรับประชาชนหรือผู้แทนในการที่จะตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของธนาคารแห่งประเทศไทยได้อย่างใกล้ชิด เริ่มตั้งแต่การประกาศเป้าหมายของทางการ สาธารณชนก็สามารถเริ่มตรวจสอบได้ทันทีว่า แนวนโยบายดังกล่าวกำลังดำเนินไปในทิศทางที่ถูกต้องและเป็นที่ยอมรับได้หรือไม่ อย่างไรก็ตาม ระดับของความโปร่งใสที่เหมาะสมนั้นขึ้นอยู่กับจำนวนและความขัดแย้งระหว่างเป้าหมายที่ธนาคารกลางได้รับมอบหมายมาด้วย³ ทั้งนี้ ความโปร่งใสที่เกินขอบเขต” ก็อาจทำให้นโยบายขาดความคล่องตัวในบางสถานการณ์หรือกระตุ้นพฤติกรรมเก็งกำไรของนักลงทุนที่ส่งผลให้ตลาดขาดเสถียรภาพได้⁴

I. Inflation Targeting คืออะไร?

Inflation targeting เป็นกรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่ค่อนข้างใหม่ ที่ใช้อยู่ในประเทศอุตสาหกรรม 5 ประเทศนำโดยประเทศนิวซีแลนด์ตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1980 และประเทศแคนาดาในต้นทศวรรษ 1990⁵ กล่าวโดยย่อ Inflation Targeting ก็คือกรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่ใช้อัตราเงินเฟ้อ(ระดับใดระดับหนึ่ง) เป็นเป้าหมาย ในกรอบดังกล่าว ทางการจะประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ทางการประสงค์ในอนาคต (เช่นร้อยละ 2.5-3) และหากอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลงต่ำกว่าหรือเพิ่มขึ้นสูงกว่าเป้าหมายในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า⁶ ก็จะเป็นสัญญาณว่ารัฐบาลหรือเจ้าหน้าที่ทางการเงินจะต้องเข้าไปปรับหรือเปลี่ยนจุดยืนของนโยบาย (policy stance) ตามความเหมาะสมกับสถานการณ์

³ เช่นหน้าที่ของธนาคารกลางสหรัฐตามกฎหมายคือ ให้การจ้างงานสูงสุดโดยรักษาเสถียรภาพของระดับราคาไว้ (Higgins 1994)

⁴ เนื่องจากข้อมูลของธนาคารกลางอาจทำให้ตลาดเคลื่อนไหวโดยการขึ้นความเห็น หรือการคาดการณ์ทางใดทางหนึ่งทำให้การเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราดอกเบี้ยได้กำไร

⁵ ดู Padoa-Schioppa (1996) และ Green (1996). ประเทศอื่น ๆ อีก 3 ประเทศคือ ฟินแลนด์, สวีเดน และ สหราชอาณาจักร นอกจากนี้ ในสหรัฐฯได้มีการหารือกันที่จะนำ Inflation Targeting มาใช้ และมีความเป็นไปได้ที่ European Central Bank จะนำมาใช้ ขณะที่ประเทศที่เพิ่งผ่านวิกฤตการณ์ทางการเงินและหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว อาทิ เซอร์เบียและเกาหลี ก็หันมาใช้ Inflation Targeting เช่นกัน สำหรับเหตุผลที่นำมาใช้แตกต่างกัน โดย ประเทศนิวซีแลนด์ ออสเตรเลีย สเปน และอิสราเอลเป็นประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงต่อเนื่องมาก่อน ขณะที่อังกฤษ ฟินแลนด์ และสวีเดนใช้หลังจากที่ออกจาก ERM

⁶ ไม่รวมความเคลื่อนไหวของราคาที่เกิดจาก Shocks ใน terms of trade shock, การเปลี่ยนแปลงอัตรากำไรทางอ้อม และปัจจัยอื่นๆที่นอกเหนือการควบคุมของทางการ หรือทางการเห็นว่าเหมาะสม หรือมีอาจหลีกเลี่ยงได้

ในกรอบของการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวกับการกำหนดขอบเขตอำนาจที่เหมาะสมของธนาคารกลาง นโยบายการเงินแบบ Inflation Targeting ก็อาจเป็นได้ทั้งแบบที่มีกฎตายตัว (Rules) หรือขึ้นอยู่กับดุลยพินิจหรือวิจารณญาณของทางการ (Discretion) ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความสม่ำเสมอ (Consistency) และระดับของความมุ่งมั่น (Commitment) ของทางการที่มีต่อเป้าหมายที่ประกาศไว้ กล่าวคือ ยิ่งทางการมีความมุ่งมั่นน้อยเท่าไร⁷ ประชาชนก็จะคาดการณ์ว่าเงินเฟ้อจะเบี่ยงเบนจากเป้าหมายมากขึ้นไปเท่านั้น หรืออีกนัยหนึ่งคือส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อที่ประชาชนคาดหมายกับอัตราที่ทางการประกาศนี้ หากมีค่าสูงก็จะมีผลทำให้ทางการต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น หรือยาวนานขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในด้านอื่น เช่น เศรษฐกิจเจริญเติบโตช้าลงกว่าที่ควรจะเป็น หรือการว่างงานเพิ่มขึ้น เป็นต้น

อนึ่ง การที่ระบบเศรษฐกิจการเงินของโลกมีความผันผวนมากขึ้น ภายใต้ระบบการเงินโลกที่มีการเปิดเสรีมากขึ้นในระยะที่ผ่านมา ได้ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความยากลำบากมากขึ้น เช่น การเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้ปริมาณของปริมาณเงินเปลี่ยนไป (เนื่องจากมีตราสารสภาพคล่องสูงที่ใช้แทนเงินได้หลายหลากขึ้น) ทำให้ทางการไม่สามารถติดตาม ควบคุม และดูแลปริมาณเงินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้ นอกจากนี้ ความสามารถในการเคลื่อนย้ายของเงินทุนได้รวดเร็วและในปริมาณสูง ก็มีส่วนทำให้กิจกรรมของการเงินระหว่างประเทศตอบสนองต่อความรู้สึกเล็กๆ น้อย (หรือแม้แต่ข่าวลือหรือความเข้าใจผิดบางประการ) ได้อย่างรุนแรงและก่อให้เกิดความเสียหายได้ ในสถานะการณ์เช่นนี้ ความสามารถในการสร้างความเข้าใจหรือสื่อสารกับตลาดหรือสาธารณชน จึงเป็นปัจจัยที่สำคัญมาก การดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะ Inflation Targeting ก็เป็นวิธีการที่วิธีการหนึ่งในการ "สื่อสาร" กับตลาดทำให้ซึ่งประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศเริ่มหันมาใช้มากขึ้น

II. ทำไมจึงเลือก Inflation Targeting?

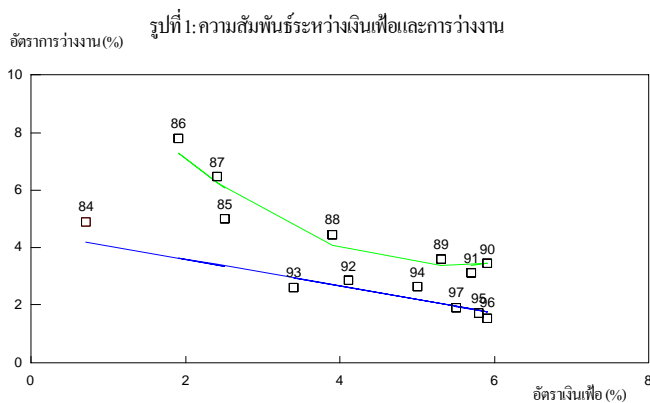
นโยบายการเงินแบบ Inflation targeting เป็นผลที่เกิดจากการผสมผสานทางทฤษฎีและทางปฏิบัติ ที่ส่วนหนึ่งเกิดขึ้นจากการเสื่อมถอยของการกำหนดเป้าหมายปริมาณเงินในตอนปลายทศวรรษ 1980 เนื่องจากพัฒนาการทางการเงินและการเปิดเสรี (ที่ธุรกิจและการเงินของโลกได้กลายเป็นสภาพไร้พรมแดนโดยพฤตินัย) ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจไม่มีเสถียรภาพ นอกจากนี้ แนวคิด Inflation Targeting ส่วนหนึ่งสะท้อนบทเรียนจากประสบการณ์ของการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งพบว่านโยบายการเงินสามารถเอื้ออำนวยให้ระบบเศรษฐกิจมีการพัฒนาและเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว โดยผ่านช่องทางของการรักษาเสถียรภาพของราคาเป็นสำคัญ เนื่องจากประสบการณ์ของประเทศต่างๆ เหล่านั้นในระยะหลังเนื่องจากประสบการณ์ของประเทศต่างๆ เหล่านั้นในระยะหลัง โดยส่วนใหญ่พบว่าการรักษาเสถียรภาพของราคาเป็นช่องทางที่สำคัญของนโยบายการเงินที่จะทำให้เศรษฐกิจเกิดการขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพและจัดสรรผลตอบแทนแก่ปัจจัยการผลิตในระบบเศรษฐกิจได้อย่างเหมาะสมที่สุด หรือปัญหาเงินเฟ้อนอกจากจะมีผลกระทบโดยตรงต่อ

⁷ เช่น ทางการอาจถูกกดดันให้เร่งกระตุ้นเศรษฐกิจเกินไป (generate inflationary surprises) เพื่อเพิ่มหรือรักษาระดับของรายได้ในระยะสั้น

รายได้ที่เป็นจริงของประชาชนและอัตราการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจแล้ว ยังทำให้ประสิทธิภาพการจัดสรรทรัพยากรลดลง⁶

ดังนั้น ในทางทฤษฎีระดับอัตราเงินเฟ้อต่ำ ๆ แต่มากกว่าศูนย์ น่าจะทำให้อัตราผลตอบแทนทางสังคมและเศรษฐกิจมีอัตราเฉลี่ยสูงสุด (optimum solution) เพราะหากทางการปล่อยให้ระดับอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงและเป็นเวลานานต่อเนื่องกัน ก็จะส่งผลเสียให้แก่เสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจและการเงิน⁷ จากเหตุผลข้างต้นจึงทำให้นักเศรษฐศาสตร์การเงินในระยะหลังให้ความสำคัญกับ "ความน่าเชื่อถือ" (Credibility) ของสาธารณชนต่อการดำเนินนโยบายการเงินในการรักษาเสถียรภาพของระดับราคาหรือเงินเฟ้อค่อนข้างมาก⁸ หลักการนี้จึงเป็นเหตุผลสำคัญของกรอบนโยบายการเงินภายในแบบของ Inflation Targeting ที่เน้นความมุ่งมั่น (Commitment) ของผู้กำหนดนโยบายเป็นสำคัญ

การดำเนินนโยบายการเงินที่มุ่งดูแลเงินเฟ้อเป็นสำคัญ คงจะต้องมี "ต้นทุน" บ้างในระยะสั้น ในรูปของอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอลงหรืออัตราการว่างงานที่มีแนวโน้มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อและอัตราการว่างงาน (หรือที่เป็นที่รู้จักกันดีในนามของ Phillips Curve) เป็นจริงเฉพาะในระยะสั้นเท่านั้น โดยในระยะยาว เมื่อระบบเศรษฐกิจมีการปรับโครงสร้าง ขยายกำลังการผลิต ฯลฯ อัตราการว่างงานอาจลดลงพร้อม ๆ กับอัตราเงินเฟ้อในขณะเดียวกัน ดังเช่นที่เกิดขึ้นแล้วระหว่างปี 1990-1993 สำหรับกรณีของประเทศไทย (ดูรูปที่ 1) หรือช่วงปี 1995-1999 ในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนั้น การที่ทางการมุ่งดูแลอัตราเงินเฟ้ออย่างใกล้ชิดจึงมิได้หมายความว่าจะทำให้อัตราการว่างงานสูงขึ้นด้วยในระยะยาว



รูปที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระดับของเงินเฟ้อและการว่างงานของประเทศไทย ซึ่งในทางเศรษฐศาสตร์เส้นความสัมพันธ์ของสองสิ่งนี้เป็นที่รู้จักกันดีในนามของเส้น "Phillips curves"

II.1 มีทางเลือกอื่น ๆ หรือไม่?

⁶ Thornton (1996) และ Padoa-Schioppa (1996, op.cit.)

⁷ Robert Lucas ที่เขียนทฤษฎี Rational Expectation ซึ่งให้เห็นว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยทำให้ราคาสินค้าของภาคธุรกิจอื่นใดอันหนึ่งสูงขึ้น จะกระทำได้เพียงชั่วคราวเท่านั้น เพราะในที่สุดราคาสินค้าของภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ ก็จะปรับตัวตาม ทำให้รายได้แท้จริงของภาคเศรษฐกิจที่ได้รับการกระตุ้นนั้นกลับลดลงในสถานการณ์เช่นนี้การผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อไปก็จะไม่เกิดประโยชน์อันใดในการกระตุ้นผลผลิต เพียงแต่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นเท่านั้น

⁸ Dornbusch and Fischer (1994), pp. 548-549

ในทางทฤษฎี ทางทฤษฎี การอาจจะเลือกเป้าหมายอื่น เช่น ปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ย และ สินเชื่อ ฐานเงิน และรายได้ประชาชาติ (Nominal GNP) แต่พบข้อจำกัดเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ (โปรดดูภาคผนวก) สำหรับการดำเนินนโยบายในกรอบ Inflation Targeting น่าจะมีความเหมาะสมในสถานการณ์ปัจจุบันที่จะช่วยเสริมสร้างให้มีความโปร่งใส ง่ายแก่การตรวจสอบ และเสริมสร้างความเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายการเงิน อันจะเป็นผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจการเงินที่ยั่งยืนได้ในระยะยาว

II.2 ประสบการณ์ของบางประเทศที่ใช้ Inflation Targeting.

ความสำเร็จของการทำ Inflation Targeting ขึ้นอยู่กับความยอมรับ (หรือความเชื่อถือ) ที่ประชาชนมีต่อธนาคารกลางเป็นสำคัญ ความเชื่อถือจะเกิดขึ้นได้จากผลการปฏิบัติงานจริงเป็นหลักทำให้ประชาชนเกิดความเชื่อถือว่าธนาคารกลางมีความมุ่งมั่นที่จะทำตามเป้าหมายจริง อย่างไรก็ตามการมุ่งมั่นที่จะรักษาสัญญาที่ให้กับประชาชนก็อาจทำให้ทางการมีข้อจำกัดในการตอบสนองในกรณีที่เกิดเหตุฉุกเฉิน (contingencies)

อย่างไรก็ตาม จากประสบการณ์ในต่างประเทศที่ได้นำ Inflation Targeting มาใช้เปรียบเทียบกับประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำบางประเทศที่มีได้ประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้ออย่างเป็นทางการ เช่น สหรัฐฯ อิตาลี และออสเตรเลีย (ก่อนปี 1994) พบว่า⁹

(1) การใช้ Inflation Targeting มีส่วนทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลงจริงโดยเฉพาะในระยะ 1-2 ปีภายหลังการประกาศใช้

(2) การประกาศใช้ Inflation Targeting มิได้ทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลงในทันที โดย Inflationary Expectation จะค่อย ๆ ลดลงภายหลังจากที่ประชาชนเห็นว่าอัตราเงินเฟ้อ (Actual Inflation) ได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง และเมื่อความเชื่อมั่นในนโยบายการเงินเพิ่มสูงขึ้น ประสิทธิภาพของมาตรการทางการเงินในระยะต่อมาก็คจะมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย

(3) ต้นทุนของการลดอัตราเงินเฟ้อ อาจจะสูงขึ้นบ้างในระยะแรกของการนำเอา Inflation Targeting มาใช้ โดยอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจะลดลง ในระยะสั้น¹⁰ แต่เมื่อทางการประสบความสำเร็จในการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ประชาชนได้ จากนั้นการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจตลอดจนการจ้างงานก็จะกลับเพิ่มสูงขึ้นในระยะยาว และยังมีส่วนทำให้อัตราเงินเฟ้อ Inflationary Expectation มีแนวโน้มลดลงด้วย

(4) เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจ เช่น การปรับอัตราภาษีทางอ้อม หรืออัตราแลกเปลี่ยน จากประสบการณ์ของประเทศตัวอย่างภายหลังการประกาศใช้ Inflation Targeting พบว่าช่วยผ่อนคลายนผลกระทบที่เกิดแก้อัตราเงินเฟ้อได้

⁹ สรุปจากบทที่ 10 และ 11 ของ Bernanke, B.S. et al. (1999), Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton University Press, New Jersey

¹⁰ แม้แต่ในประเทศ เยอรมนี และสวีเดนที่ที่มีประวัติความน่าเชื่อถือยาวนาน มาตรการลดอัตราเงินเฟ้อก็ยังคงมีผลกระทบทางลบต่อการจ้างงานและการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจไม่น้อยกว่าประเทศอื่นๆ

(5) การใช้ Inflation Targeting ช่วยให้นโยบายการเงินมีความต่อเนื่อง สามารถดำเนินมาตรการอย่างค่อยเป็นค่อยไปสอดคล้องกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปในแต่ละช่วง โดยการมุ่งมองไปในอนาคต (Forward Looking) ทำให้สามารถดำเนินนโยบายการเงินได้ในช่วงเวลาที่เหมาะสม จึงจะช่วยหลีกเลี่ยงการดำเนินมาตรการที่รุนแรง (Stop-Go Monetary Policies) ที่เป็นสาเหตุให้ประเทศอุตสาหกรรมประสบปัญหาในอดีต

III. Flexible Inflation Targeting ทำอย่างไร?

การทำ Flexible Inflation Targeting คือการดำเนินนโยบายการเงินโดยวิธีตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อที่มีความยืดหยุ่น กล่าวคือ ทางธนาคารจะให้ความสำคัญกับผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยมิได้มุ่งแต่จะรักษาระดับราคาแต่เพียงอย่างเดียว ดังนั้นอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายจะมีความยืดหยุ่น หรือในระยะสั้นทางธนาคารจะยินยอมให้มีการเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงที่เห็นว่าไม่ส่งผลเสียต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจระยะยาว เนื่องจากในบางขณะบางขณะทางธนาคารจำเป็นต้องลดปัญหาการว่างงานโดยยอมให้เงินเฟ้อเบี่ยงเบนหรือสูงกว่าเป้าหมายไปบ้างเพื่อสร้างแรงจูงใจของผู้ประกอบการ ทั้งนี้เพื่อให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจมีความต่อเนื่องไม่สะดุดลงอันจะส่งผลกลับมาถึงราคาสินค้าหรือก่อให้เกิดปัญหาเงินเฟ้อในภายหลัง

การตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อในกรณีดังกล่าว ทางธนาคารจะต้องรู้กระบวนการเกิดเงินเฟ้อและระดับของเงินเฟ้อที่จะเปลี่ยนไปจากการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งจำเป็นต้องใช้การวิเคราะห์ด้วยเศรษฐศาสตร์เชิงปริมาณ เพื่อจะได้นำสิ่งที่วิเคราะห์ได้หรือค้นพบมากำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่ควรจะเป็นข้างหน้าต่อไป

ในทางปฏิบัติ การกำหนดระดับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายจึงเป็นทั้งศาสตร์และศิลป์ กล่าวคือต้องใช้ความรู้เชิงทฤษฎีเศรษฐศาสตร์หรือเศรษฐมิติ และต้องใช้วิจารณญาณตัดสินใจ (value judgement) ในการให้ความสำคัญกับเป้าหมายอื่น ๆ ร่วมด้วย

IV. An Inflation Targeting Model for Thailand (รายละเอียดดูภาคผนวกที่ 2)

ในการประยุกต์แนวทางการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Flexible Inflation Targeting มาใช้กับประเทศไทยนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยคำนึงถึงการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ การพัฒนาประเทศควบคู่ไปกับการดูแลเสถียรภาพของระดับราคา เนื่องจากธนาคารตระหนักดีว่าประเทศไทยยังคงต้องพัฒนาประเทศในด้านต่าง ๆ อีกมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง อัตราการเจริญเติบโตของประเทศยังคงเป็นตัวแปรหลักที่สำคัญในการกำหนดมาตรฐานการครองชีพของประชาชนคนไทยในระยะยาว

แบบจำลองที่ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทยสร้างขึ้นอยู่ในกรอบของ Monetary Economics ที่ผลกระทบของนโยบายต่อระบบเศรษฐกิจส่งผ่านอัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงิน อัตราแลกเปลี่ยน และเน้นการรักษาวินัยทางระบบการเงิน (Financial Programming) ตามแบบของกองทุนการ

เงินระหว่างประเทศที่ได้นำมาปรับให้เข้ากับโครงสร้าง และระดับการพัฒนาของระบบเศรษฐกิจสังคมของไทย

ขณะนี้แบบจำลองประกอบด้วย 12 สมการ 5 เอกลักษณ์ (Identities) อธิบายการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจการเงินผ่านตัวแปรภายใน 17 ตัวแปร ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญของภาคการเงิน การคลัง การต่างประเทศ และภาคเศรษฐกิจจริง โดยแบบจำลองขึ้นอยู่กับสภาวะแวดล้อมของระบบเศรษฐกิจทั้งภายใน/ภายนอก ตลอดจนทิศทางของนโยบาย ที่ถูกกำหนดเป็นตัวแปรภายนอก

โดยอาศัยสมมติฐานเกี่ยวกับตัวแปรภายนอกจากเอกสารและหน่วยงานหลักในต่างประเทศ เช่น Consensus Forecasts, ธนาคารโลก, กองทุนการเงินระหว่างประเทศ ตลอดจน การประสานงานกับหน่วยงานราชการที่สำคัญ คือ กระทรวงการคลัง และสภาพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฯลฯ แบบจำลองนี้ สามารถใช้ทำนาย แนวโน้มภาวะเศรษฐกิจการเงินของไทยได้ล่วงหน้าเป็นรายไตรมาสเป็นเวลาประมาณ 2 ปี

ความสามารถในการทำ Static และ Dynamic Simulations ของแบบจำลอง จะช่วยตอบประเด็นคำถามในแง่นโยบายต่างๆ ตลอดจนคำนวณหา Path ที่เหมาะสมสำหรับนโยบายการเงินภายใต้สถานะการณ์ที่มีแนวโน้มที่น่าจะเป็นจริงมากที่สุด ซึ่งในการคำนวณดังกล่าวจะให้น้ำหนักความสำคัญอย่างเหมาะสมแก่การเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ การลงทุน และอัตราเงินเฟ้อ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ระบบเศรษฐกิจขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และมีเสถียรภาพ

กรอบการวิเคราะห์ระบบเศรษฐกิจที่อาศัยแบบจำลองนี้ จะทำการรายงานให้แก่คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารต่างๆ 6 สัปดาห์ ร่วมกับข้อมูลพัฒนาการของเศรษฐกิจและการเงินล่าสุดทั้งในระดับมหภาคและจุลภาค เพื่อประกอบการวินิจฉัยของคณะกรรมการฯ ในการตัดสินใจเลือกจุดยืนของนโยบายการเงินที่คณะกรรมการฯ คาดว่าจะเป็นประโยชน์แก่ประเทศชาติสูงสุด

V. ประเด็นพิจารณาเพิ่มเติม

V.1 กลยุทธ์ในการกำหนดเป้าหมายทางเศรษฐกิจ

ดังได้กล่าวแล้วในตอนต้น ผลการศึกษาในระยะหลังมีข้อสรุปที่สอดคล้องกันมากขึ้นว่า เสถียรภาพของระดับราคาเป็นเป้าหมายที่สำคัญของนโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม ยังมีปัจจัยอื่นๆ อีกหลายประการที่ต้องนำมาพิจารณาด้วยได้แก่ (1) ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับเวลาและขนาดของอุบัติเหตุการณ์ (Shock) ที่อาจเกิดขึ้นได้ต่อระบบเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ (2) ความสามารถของทางการในการดำเนินมาตรการทางการเงินที่มีความซับซ้อน และหลายวัตถุประสงค์ หรือการจัดลำดับความสำคัญจากผลกระทบเหล่านี้ซึ่งมักจะขัดกัน (Trade Off) (เช่น ระหว่างการเจริญเติบโตของภาคเศรษฐกิจจริงหรือการจ้างงานและอัตราเงินเฟ้อ) ในสถานการณ์เหล่านี้ สิ่งที่สำคัญมากที่สุด

ประการหนึ่งคือทางการต้องพยายามหลีกเลี่ยงการดำเนินมาตรการที่รุนแรงเกินไป (overreact)¹¹ โดยจากประสบการณ์ของต่างประเทศ การดำเนินมาตรการที่รวดเร็วแต่ผิดพลาดอาจมีผลร้ายกว่าการดำเนินมาตรการที่ถูกต้องแต่ช้ากว่า¹²

นอกจากนี้ การดำเนินหรือเปลี่ยนมาตรการบ่อย ๆ ก็อาจทำให้ความเชื่อถือของประชาชนลดน้อยลง และการที่ธนาคารกลางต้องรับผิดชอบต่อปัญหาเศรษฐกิจหลายเรื่องจนเกินไปก็จะทำให้การดำเนินนโยบายมีโอกาสพลาดพลั้งได้ง่ายขึ้น

V.2 ความโปร่งใสและลดความเสี่ยงต่อการเก็งกำไรจากการทำ Inflation Targeting

วิธีการดำเนินนโยบายการเงินแบบดั้งเดิม (ตามแบบของเศรษฐศาสตร์สำนัก คลาสสิก)¹³ มักจะเน้นการสื่อสารหรือสร้างความเข้าใจกับประชาชน โดยมีสมมุติฐานว่า ความโปร่งใสจะช่วยให้ประชาชนมีความไว้วางใจให้ธนาคารกลางสามารถดำเนินมาตรการได้อย่างคล่องตัวมากขึ้น ซึ่งจะเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ ทั้งนี้ ด้วยการแถลงการณ์หรือประกาศจากธนาคารกลางจะช่วยลดความสงสัยลงได้ถึงแม้ว่าจะมีใช้แถลงการณ์ที่ระบุรายละเอียดของประเด็นที่เกี่ยวข้องทั้งหมด¹⁴ สำหรับประเทศที่เป็นเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็ก เช่นประเทศไทยที่เพิ่งผ่านวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจมาใหม่ๆ การดำเนินมาตรการที่แสดงถึงความมุ่งมั่นในหลักการและพยายามเสริมสร้างความเชื่อมั่นของประชาชนย่อมเป็นสิ่งที่เป็ประโยชน์ต่อความมั่นคงทางเศรษฐกิจโดยรวม อย่างไรก็ตาม ทางกรมมีหลายเป้าหมายในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ การรักษาความมุ่งมั่นกับเป้าหมายใดเป้าหมายหนึ่งอย่างเต็มที่ (Full Commitment) เป็นเรื่องยาก¹⁵ ดังนั้นการศึกษาที่ผ่านมาจึงเน้นการบริหารแบบใช้วิจารณญาณ (Discretionary Approach)

อย่างไรก็ดี ความโปร่งใสและความชัดเจน (Clear and Transparency) เป็นสิ่งที่สำคัญที่สุดในการสร้างความเชื่อมั่น¹⁶ การวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจอย่างเปิดเผย การตีความตัวเลขทางเศรษฐกิจต่างๆ การชี้แจงเป้าหมายของนโยบายตลอดจนความเสี่ยงต่างๆ เหล่านี้จะช่วยเสริมสร้างความเข้าใจ ที่จะช่วยให้ธนาคารกลางมีความคล่องตัวสำหรับที่จะจัดการกับปัญหา (Contingencies) ต่างๆ ได้ ขณะเดียวกันทางการก็สามารถหลีกเลี่ยงการเสี่ยงในการกำหนดเป้าหมายที่เป็นไปไม่ได้ เพราะจะมีการตรวจสอบของประชาชนและนักวิชาการอื่น ๆ ในกรณีเช่นนี้การทำ Inflation Targeting เป็นทางเลือกประการหนึ่งที่น่าสนใจ ที่ความสำเร็จจะขึ้นอยู่กับความสนับสนุนจากสาธารณชนซึ่งในทางกลับกันก็ขึ้นอยู่กับความตั้งใจและความสามารถของทางการในการให้ข้อมูล ความรู้ และชี้แจงรายละเอียดหรือข้อสงสัยต่าง ๆ ให้แก่ประชาชนอย่างต่อเนื่อง

¹¹ Kahn and Hampton, Jr. (1990)

¹² Mayes (1997, op.cit.)

¹³ Padoa-Schioppa (1996, op.cit.)

¹⁴ Garfinkel and Oh (1995)

¹⁵ Green (1996, op.cit.)

¹⁶ Padoa-Schioppa (1996, op.cit.) and Green (1996, op.cit.)

ประเด็นที่ความโปร่งใสที่เกี่ยวข้องกับการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) และความสามารถในการป้องกันการเก็งกำไรที่จะทำให้ลายเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจหรือก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ดังเช่นในระยะเวลาที่ผ่านมา เนื่องจากวิกฤติการณ์มีสาเหตุมาจากความไม่ชัดเจนหรือไม่สอดคล้องกันของนโยบายการเงิน การคลัง และอัตราแลกเปลี่ยน¹⁷ วิธีการป้องกันวิกฤติการณ์ที่ดีที่สุด ก็คือ การบริหารทางการเงินที่โปร่งใสให้ข้อมูลแก่สาธารณชนเท่าเทียมกัน โดยประกาศกำหนดหรือให้ commitment แก่ สาธารณชนอย่างชัดเจน ซึ่งจะต้องมีการประสานนโยบาย โดยการกำหนดลำดับความสำคัญของเป้าหมายต่าง ๆ และประกาศให้ประชาชนทราบอย่างชัดเจน เพราะการแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าด้วยวิธีการบางอย่าง เช่น การกู้ยืมจากต่างประเทศมาบรรเทาปัญหาวิกฤติ หรือการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราเป็นมาตรการที่อาจช่วยบรรเทาผลของวิกฤติการณ์ได้บ้าง แต่ไม่อาจยึดถือเป็นหลักได้หากปัญหาพื้นฐานมิได้รับการแก้ไขเช่น ในทางปฏิบัติการดำเนินนโยบาย Inflation Targeting เพื่อลดความไม่สอดคล้องกันนโยบายการคลังที่ต้องการให้ค่าเงินอ่อนโดยการกำหนดเป้าของอัตราเงินเฟ้อให้ใกล้เคียงกับประเทศคู่ค้า/คู่แข่ง ก็จะสามารถป้องกันมิให้ค่าเงินที่แท้จริงแข็งขึ้นตามส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อ อันจะเป็นการป้องกันการเก็งกำไร เมื่อระดับราคาในประเทศมีเสถียรภาพเมื่อเทียบกับราคาในตลาดโลก ทางเราก็ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องลดค่าเงินเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขัน ซึ่งมีส่วนทำให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงินดังที่ผ่านมา

V. 3 เงื่อนไขของการใช้ Inflation Targeting

ประเด็นสำคัญอีกประการหนึ่งที่จะต้องพิจารณาเพราะจะกระทบต่อประสิทธิผล (effectiveness) หรือความสำเร็จของนโยบายการเงิน ซึ่งเงื่อนไขเหล่านี้ได้แก่ ความเป็นอิสระของธนาคารกลาง ปัญหาของสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่จะนำ Inflation Targeting มาใช้ รูปแบบของตลาดเงิน (Institution Background) เช่น ตลาดแรก ตลาดรอง และดอกเบี้ยอ้างอิงเพื่อใช้ในตลาดเหล่านี้ที่จะเอื้ออำนวยต่อการดำเนินนโยบายการเงินในการทำ open market operation

อย่างไรก็ตาม เงื่อนไขที่จำเป็นอีกประการหนึ่งคือ การมีคณะกรรมการนโยบายการเงินที่จะกลั่นกรองนโยบายโดยเฉพาะในเรื่องการให้นำหนักความสำคัญของเป้าหมายทางเศรษฐกิจอื่นที่เกี่ยวข้อง โดยบุคคลในคณะกรรมการดังกล่าวจะต้องมีความรู้ความสามารถ ความเป็นกลางและมีความเป็นอิสระในการทำหน้าที่ ซึ่งจะจัดตั้งขึ้นโดยมีกฎหมายรองรับ(พ.ร.บ. ธนาคารแห่งประเทศไทย ที่จะแก้ไขเพิ่มเติม) โดยกำลังอยู่ระหว่างการเสนอแก้ไขต่อรัฐบาลและรัฐสภา

VI. สรุป

โดยที่ทางการให้ความสำคัญกับผลกระทบระยะสั้นของนโยบายการเงินต่อระบบเศรษฐกิจ โดยส่วนรวมนอกเหนือจากอัตราเงินเฟ้อ กรอบนโยบายการเงินภายใต้ Flexible Inflation Targeting จึง

¹⁷ Agenor, Bhandari and Flood (1992)

จะเป็นแนวทางหลักของธนาคารแห่งประเทศไทยในระยะต่อไปนี้ โดยความยืดหยุ่นโปร่งใสของระบบดังกล่าวจะช่วยรักษาเสถียรภาพของระดับราคา ช่วยให้มีการลงทุนในระดับที่เหมาะสม ตลอดจนเอื้ออำนวยให้ระบบเศรษฐกิจเจริญเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ สามารถปรับตัวรับกับการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจ (shocks) ในด้านต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นได้

การวางกรอบนโยบายการเงินอย่างมีระบบ โดยประสานงานกันอย่างใกล้ชิดกับมาตรการอื่น ๆ เช่น มาตรการการคลังหรือมาตรการปรับโครงสร้างภาษีที่มีผลกระทบโดยตรงต่ออุปทานของระบบเศรษฐกิจ (Supply Side) และมีวิธีการประเมินผลกระทบของนโยบาย โดยพิจารณาครอบคลุมถึงผลกระทบทุก ๆ ด้านที่อาจปรากฏขึ้นได้ในระยะสั้น ตลอดจนการกำหนดกรอบ วิเคราะห์ อย่างมีระบบ มีหลักการ จะเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ระบบเศรษฐกิจการเงินของไทยให้กลับคืนมาและเป็นรากฐานในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่ยั่งยืนในระยะยาว

ภาคผนวกที่ 1

ข้อดีข้อเสียของทางเลือกอื่น ๆ ในการกำหนดเป้าหมายของนโยบายการเงิน

ในกรอบวิเคราะห์ระบบเศรษฐกิจการเงินทางทฤษฎี (IS/LM framework¹⁸) หากความผันผวนทางเศรษฐกิจเกิดจากภาคการผลิตหรือภาคเศรษฐกิจจริง (กล่าวคือเกิดจากการเคลื่อนที่ของ IS curve) วิธีรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจก็คือการกำหนดเป้าหมายของปริมาณเงิน(กล่าวคือทำให้ LM Curve คงที่) โดยวิธีดังกล่าว ธนาคารกลางจะทำหน้าที่กำหนดปริมาณเงิน แล้วปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงเพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ พัฒนาการทางการเงินและการเปิดเสรีทางการเงินในช่วงกลางทศวรรษ 1980 ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างการขยายตัวของเศรษฐกิจหรือการผลิตกับปริมาณเงินไม่แน่นอน เป็นผลให้ความนิยมในการกำหนดเป้าหมายปริมาณเงินลดน้อยลงในตอนปลายทศวรรษ 1980

ในทางตรงข้าม หากปัญหาเสถียรภาพเศรษฐกิจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงความต้องการถือเงิน (demand for money หรือ LM curve เคลื่อนที่) ธนาคารกลางสามารถรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจได้ดีที่สุดโดยการกำหนดเป้าหมายอัตราดอกเบี้ย (ซึ่งจะตรึงให้ IS Curve อยู่กับที่) อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติที่มีความไม่แน่นอนของภาวะเงินเฟ้อ การปรับอัตราดอกเบี้ย ก็อาจทำให้การคาดการณ์เงินเฟ้อของธุรกิจเปลี่ยนแปลงไปด้วย เป็นผลให้ผลสุทธิต่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ตลาดคาดว่า จะเกิดขึ้น มีความไม่แน่นอนตามไปด้วย¹⁹ นอกจากนี้ ในกรณีที่ตลาดมีการแข่งขันไม่สมบูรณ์ เช่น มีการผูกขาดในการจัดสรรสินเชื่อ อัตราดอกเบี้ยในตลาดในขณะนั้น ก็อาจไม่สะท้อนอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมหรือสมดุล (Market Equilibrium Rate) จึงไม่อาจใช้เป้าหมายดังกล่าวเป็นหลักในการกำหนดนโยบายการเงินที่เชื่อถือได้ ประการสุดท้ายเป้าหมายอัตราดอกเบี้ยจะมีความหมายก็ต่อเมื่อเป็นระดับที่ทำให้เกิดการจ้างงานเต็มที่เท่านั้น แต่เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่สมดุลนี้ไม่สามารถแปลความหมายได้โดยตรงหรือยากแก่การประเมินระดับที่เหมาะสมดังกล่าว การกำหนดอัตราดอกเบี้ย (ที่แท้จริง) เป็นเป้าหมายของนโยบายการเงินจึงมิได้รับความนิยมนเท่าที่ควร²⁰

การกำหนดเป้าหมายสินเชื่อก็มีปัญหาคล้ายคลึงกัน เนื่องจากเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ที่ใช้ทดแทนสินเชื่อได้มีหลากหลาย ทำให้ทางการไม่สามารถควบคุมปริมาณตลอดจนการไหลเวียนของสินเชื่อในระบบการเงินได้

ทางเลือกที่กำหนดเป้าฐานเงิน (ซึ่งเป็นเม็ดเงินที่ดูดหรือปล่อยจากธนาคารกลาง) วิธีนี้มีข้อดีในด้านความสามารถในการควบคุม เนื่องจากฐานเงินเป็นส่วนหนึ่งของงบสถานะทางการเงินของธนาคารกลาง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากความเชื่อมโยงระหว่างฐานเงินกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอน เพราะสถาบันการเงินที่เป็นตัวกลางได้พัฒนารูปแบบและเครื่องมือใหม่ทางการเงินเพิ่มขึ้น แม้ว่าธนาคารกลางจะประสบความสำเร็จในการทำให้ฐานเงินอยู่ในเป้าหมาย

¹⁸ Dornbusch and Fischer (1994, op.cit.), pp.421-429

¹⁹ Sargent and Wallace (1975)

²⁰ Parry (1994)

ก็มีได้หมายความว่าระบบเศรษฐกิจจะพัฒนาไปตามแนวทางที่ปรารถนา ไม่ว่าจะเป็อัตราเงินเฟ้อ หรือ การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ทางเลือกดังกล่าวจึงมีความเชื่อถือได้น้อยลง

ทางเลือกที่กำหนดเป้าผลผลิตมวลรวมในประเทศ (nominal GDP) เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของ นโยบายการเงิน แต่เนื่องจากธนาคารกลางไม่สามารถควบคุม nominal GDP ได้ ทำให้ แนวทางนี้ประสบความสำเร็จตามเป้าที่วางไว้ได้ยาก ทั้งนี้ การดำเนินนโยบายในลักษณะ nominal GDP targeting ทาง การต้องทำการประเมินอัตราความเร็วที่เงินเปลี่ยนมือ (velocity of money) แล้วจึง ทำการเลือกปริมาณเงินที่เหมาะสม นอกจากนี้ nominal GDP ยังมีแนวโน้มที่จะตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินค่อนข้างช้า รวมถึงความล่าช้าในการประมวลตัวเลข GDP รายไตรมาส ทำให้การ กำหนดนโยบายการเงินด้วยวิธีนี้มีข้อจำกัดค่อนข้างมาก

ภาคผนวกที่ 2

แบบจำลองสำหรับการพยากรณ์เศรษฐกิจรายไตรมาส

แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเป็นเครื่องมือประเภทหนึ่งสำหรับประเมินอัตราเงินเฟ้อและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า (ประมาณ 8 ไตรมาสเพื่อครอบคลุมช่วงเวลาที่เครื่องมือการเงินส่งผลกระทบต่อระดับราคาและภาคเศรษฐกิจจริง) เพื่อประกอบการพิจารณาทิศทางนโยบายการเงินที่เหมาะสมและทันการณ์ สอดคล้องกับเป้าหมายนโยบายการเงิน

การจัดทำแบบจำลองเศรษฐกิจรายไตรมาส เน้นที่มีขนาดเล็กและเชื่อมโยงความสัมพันธ์เชิงพลวัต(dynamic relationships)ของตัวแปรหลักทางเศรษฐกิจและการเงิน เช่น ระดับราคา ผลิตภัณฑ์ในประเทศ การลงทุนภาคเอกชน ปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น โดยแบ่งระบบเศรษฐกิจออกเป็น 2 ภาคสำคัญ คือ ภาคการเงิน และภาคการผลิตการลงทุน (modified IS-LM model) ทั้งนี้การอธิบายกลไกทางการเงินเริ่มต้นจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (ตลาดซื้อคืน 1 เดือน) กระทั่งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน สำหรับการเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินและภาคการผลิตการลงทุนถูกกำหนดให้ดำเนินการผ่านปริมาณเงินเป็นหลักในลักษณะที่ส่งผลกระทบซึ่งกันและกันระหว่างปริมาณเงิน การลงทุน การผลิต และระดับราคา นอกจากนี้แบบจำลองยังกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนขึ้นอยู่กับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศ และค่าเงินของประเทศในภูมิภาค การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผ่านไปสู่ระดับราคาและผลิตภัณฑ์ในประเทศ ดังนั้นในแบบจำลองนี้ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจึงส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อผ่าน 2 ช่องทาง คือ ปริมาณเงิน และอัตราแลกเปลี่ยน

แบบจำลองเศรษฐกิจดังกล่าวประกอบด้วย 12 สมการเชิงพฤติกรรม (behavioral equations) และ 5 สมการเอกลักษณ์ (identities) โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสช่วงปี 1994-1998 ในลักษณะของ difference equations เพราะตัวแปรในแบบจำลองมีคุณสมบัติ non-stationary แต่การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรดังกล่าวจากไตรมาสก่อนมีคุณสมบัติ stationary ความสัมพันธ์ในรูปแบบ difference equations จึงเหมาะสมมากกว่าต่อการนำไปประมาณการสมการ จากการทดสอบมี 4 สมการที่เหมาะสมต่อการใช้ Error Correction Model (ECM) คือ อัตราแลกเปลี่ยน การลงทุนภาคเอกชน รายรับภาครัฐบาล และการส่งออก โดย ECM จะกำหนดเพิ่มเติมให้การเปลี่ยนแปลงระยะสั้นปรับตัวตามความสัมพันธ์ในระยะยาวของตัวแปร ทั้งนี้การประมาณการสมการทั้งหมดมีค่าสถิติทางเศรษฐกิจอยู่ในเกณฑ์น่าพอใจ ถึงแม้จะมีบางสมการเช่น การลงทุนภาคเอกชนที่มีค่า Goodness of Fit ค่อนข้างต่ำ และบางสมการมีปัญหา Serial Correlation แต่สมการทั้งหมดมีเครื่องหมายของตัวแปรอธิบายสอดคล้องกับทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ตามมีบางสมการ เช่น อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ยต้องเพิ่มเติมตัวแปรหุ่นเข้าไปช่วยอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวด้วย

การทดสอบความสามารถในการพยากรณ์ของแบบจำลอง โดยวิธีการ dynamic simulation ในช่วงปี 1995-1998 ตัวแปรภายในส่วนใหญ่มีค่า root mean squared percent error ค่อนข้างน่าพอใจ ยก

เว้นการลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตามมีประเด็นสงสัยเกี่ยวกับความน่าเชื่อถือของข้อมูลการลงทุนภาคเอกชนรายไตรมาส เนื่องจากต้องประมาณการขึ้นมาเองจากเครื่องชี้การลงทุน สำหรับในส่วนของการทดสอบ Bias (ค่าเฉลี่ยของค่าพยากรณ์แตกต่างจากข้อมูลจริง) และ Variance (ความแปรปรวนของค่าพยากรณ์แตกต่างจากข้อมูลจริง) ของความผิดพลาดของค่าพยากรณ์พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (MLR) อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และ M2A มี Bias ค่อนข้างสูง

การทดสอบความสัมพันธ์เชิงพลวัต (dynamic relationships) ระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและเครื่องชี้หลักทางเศรษฐกิจ เช่น อัตราเงินเฟ้อ การผลิต การลงทุน และอัตราแลกเปลี่ยน พบว่ามีความหนืดของผลกระทบ (lag effects) ต่อเนื่องไป 7 ไตรมาส โดยส่งผลกระทบมากที่สุดต่ออัตราเติบโตทางเศรษฐกิจใน 2 ไตรมาสถัดไป และผลมากที่สุดต่ออัตราเงินเฟ้อใน 4 ไตรมาสถัดไป หลังจากนั้นผลกระทบจะค่อยๆ ลดลงจนต่ำสุด

การวิเคราะห์ทิศทางของนโยบายการเงินที่เหมาะสม ดำเนินการภายใต้กรอบของ Mathematical Optimization โดยคำนวณ Path ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่เหมาะสมที่ทำให้ค่าพยากรณ์ของตัวแปรเป้าหมาย (เช่น อัตราเงินเฟ้อ การลงทุน การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ) เข้าใกล้เป้าหมายมากที่สุด นอกจากนี้เพื่อคำนวณความน่าจะเป็นของค่าพยากรณ์ในกรณีต่างๆ การพยากรณ์แนวโน้มในระยะข้างหน้าจึงใช้วิธีการ Stochastic Simulation ด้วย

การนำแบบจำลองดังกล่าวไปประยุกต์ใช้งานยังมีข้อจำกัดและจุดอ่อนหลายประการ เช่น (1) จำนวนข้อมูลที่นำมาใช้ประมาณสมการยังค่อนข้างสั้น (2) ข้อสงสัยเกี่ยวกับ Stability ของค่าสัมประสิทธิ์ในสมการต่างๆ (3) การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ในช่วงที่ระบบเศรษฐกิจยังอยู่ในช่วงที่ผิดปกติ เช่น ระบบการเงินยังทำงานไม่เต็มที่ และอยู่ในระหว่างการปรับโครงสร้างหนี้ อาจต้องอาศัยเวลาอีกระยะหนึ่งหลังจากระบบเศรษฐกิจกลับเข้าสู่ภาวะปกติแล้ว ดังนั้นแบบจำลองดังกล่าวจำเป็นต้องได้รับการปรับปรุงต่อไป ทั้งด้านข้อมูล เทคนิคทางเศรษฐมิติ และความสัมพันธ์ของตัวแปรตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์

References

- Agenor, P., Jagdeep S. Bhandari and Robert P. Flood (1992), Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crisis, **IMF Staff Papers** vol.39(2), pp. 357-394.
- Andres, J., Ricardo Mestre and Javier Valles (1997), A Structural Model for the Analysis of the Impact of Monetary Policy on Output and Inflation, in BIS Conference Papers vol 4, on Monetary Policy and the Inflation Process, Basle.
- Bernanke, B.S. et.al (1999), Inflation Targeting : Lessons from International Experience, Princeton University Press, New Jersey.
- BIS (1988), Exchange Market Intervention and Monetary Policy, Basle.
- Bonser-Neal, C. (1996), Does Central Bank Intervention Stabilize Foreign Exchange Rate?, **FRB of Kansas City** Q1, vol. 81(1), pp. 43-58.
- Cottarelli, C. (1994), Should an "Independent" Central Bank Control Foreign Exchange Policy?, in Tomas J.T. Balino and Carlo Cottarelli (eds.) Framework for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences, IMF.
- Dornbusch, R. and Stanley Fischer (1994), Macroeconomics, sixth edition, McGraw-Hill Inc., New York.
- Dueker, M.J. and Andreas M. Fischer (1996), Are Federal Funds Rate Changes Consistent with Price Stability? Results from An Indicator Model, **FRB of St. Louis Review**, Jan/Feb 1996, vol.78(1), pp. 45-51.
- Flood, R.P. and Michael Mussa (1994), Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy, in Tomas J.T. Balino and Carlo Cottarelli (eds.) Framework for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences, IMF.
- Freedman, C. (1994), The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada, in Tomas J.T. Balino and Carlo Cottarelli (eds.) Framework for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences, IMF.
- Garfinkel, M.R. and Seonghwan Oh (1995), When and How Much to Talk: Credibility and Flexibility in Monetary Policy with Private Information, **Journal of Monetary Economics** 35, pp. 341-357.
- Green, J.H. (1996), Inflation Targeting: Theory and Policy Implications, **IMF Staff Papers**, vol. 43(4), pp. 779-795.
- Guitian, M. (1994), Rules or Discretion in Monetary Policy: National and International Perspectives, in Tomas J.T. Balino and Carlo Cottarelli (eds.) Framework for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences,

IMF.

- Hardouvelis, G.A. (1994), The Term Structure Spread and Future Changes in Long and Short Rates in the G7 countries: Is there a Puzzle? **Journal of Monetary Economics** 33, pp. 255-283.
- Higgins, B. (1994), Reducing Unemployment: Current Issues and Policy Options – A Summary of the Bank's 1994 Symposium, **FRB of Kansas City Economic Review**, vol. 79(4), pp. 45-58.
- Kahn, G.A. and Robert Hampton, Jr. (1990), Possible Monetary Policy Responses to the Iraqi Oil Shock, **FRB of Kansas City Economic Review**, Nov/Dec 1990, pp. 19-32.
- Lewis, K.K. (1995), Are Foreign Exchange Intervention and Monetary Policy Related, and Does it Really Matter? **Journal of Business** vol. 68(2), pp. 185-213.
- Mayes, D.G. (1997), Monetary Conditions and Monetary Policy. A Paper Presented to the Project Link Fall Meeting, September 22-26, 1997, Kuala Lumpur.
- Morris, C.S. and Gordon H. Sellon, Jr. (1995), Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel, **FRB of Kansas City Economic Review**, vol. 80(2), pp.59-75.
- Parry, R.T. (1994), Monetary Policy in the 1990s, **Federal Reserve Bank of San Francisco Weekly Letter** no. 94-09, March 1994.
- Podoa-Schioppa, T. (1996), Styles of Monetary Management, Bank of Japan's Institute for Monetary and Economic Studies (IMES) Discussion Paper 96-E-20.
- Roley, V.V. and Gordon H. Sellon, Jr. (1995), Monetary Policy Actions and Long-term Interest Rates, **FRB of Kansas City Economic Review** Q4, vol. 80(4), pp. 73-89.
- Sargent, T.J. and Neil Wallace (1975), "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule, **Journal of Political Economy** 83(2), pp. 241-254.
- Sheffrin, S.M. (1983), *Rational Expectations*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Thornton, D.L. (1996), The Costs and Benefits of Price Stability: An Assessment of **Howitt's Rule**, **FRB of St. Louis Review**, **Mar/Apr 1996**, vol. 78(2), **pp. 23-38.**