



ประสิทธิผลของนโยบายการเงินในโลกที่มีความเชื่อมโยงสูง
Globalization and Monetary Policy Effectiveness

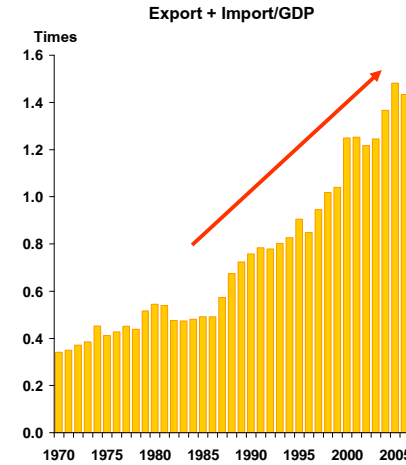
เทียนทิพ สุพานิช
 บัณฑิตวี ปัทมราช
 สุโชติ เปี่ยมชล
 อัครวิห อาสุยา



สัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2551
 3 – 4 กันยายน 2551

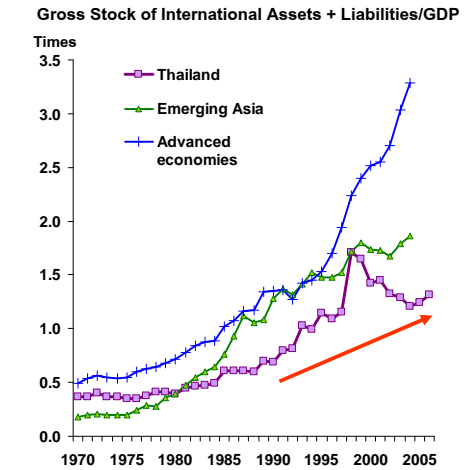
ประเทศไทยมีความเชื่อมโยงกับต่างประเทศสูงขึ้น
 ทั้งทางการค้าและการเงิน

ความเชื่อมโยงทางการค้า



Source : BOT and NESDB

ความเชื่อมโยงทางการเงิน



Source: Lane and Milesi-Ferretti (2006) and Ahuja et al. (2007)

วัฏจักรเศรษฐกิจไทยสอดคล้องกับโลกมากขึ้น
 ในช่วง 3 ทศวรรษที่ผ่านมา

ระดับความสัมพันธ์ระหว่างวัฏจักรเศรษฐกิจไทยกับต่างประเทศ

Correlation at t=0	World	Advanced economies	ASIA8
1980s	0.42	0.35	0.59
1990s	0.73	0.52	0.67
2000 - 07	0.78	0.68	0.78

Remark: Cyclical components of real GDP growth estimated from Christiano-Fitzgerald's Band-Pass Filter
 Source : Annual GDP data, IMF World Economic Outlook database; and correlation coefficients from authors' calculation.

คำถาม

Q1: ในช่วงทศวรรษนี้ พลวัตเศรษฐกิจไทยถูกกำหนดด้วยปัจจัยต่างประเทศมากขึ้นหรือไม่?

Q2: ประสิทธิภาพของดอกเบี้ยนโยบายลดลงหรือไม่?

สหรัฐฯ

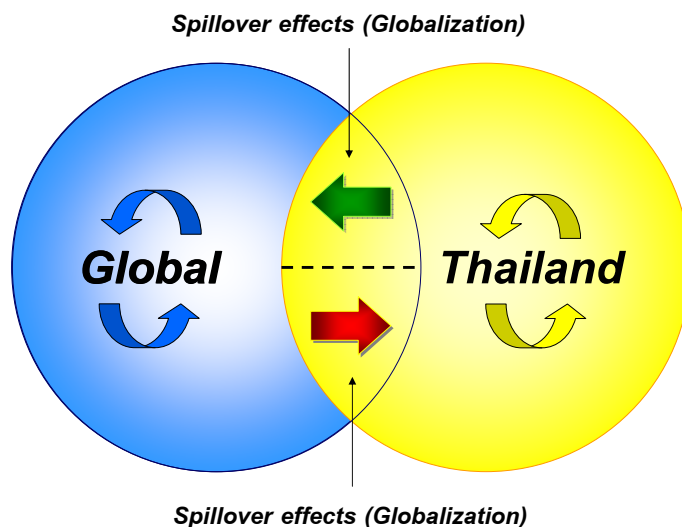
- Globalization มีผลต่อพลวัตของตัวแปรทางเศรษฐกิจในประเทศ แต่ไม่มีผลต่อกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วง 6-8 ไตรมาสแรก (Boivin and Giannoni, 2008)

อังกฤษ

- Money และ supply shock จากต่างประเทศ มีผลต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจและระดับราคา และประสิทธิผลของนโยบายการเงิน ในการดูแลเงินเฟ้อลดลง (Mumtaz and Surico, 2008)

- แบบจำลอง
- ข้อมูลที่ใช้
- ผลการศึกษาและนัยต่อนโยบายการเงิน

แบบจำลองที่ใช้สามารถวัดความสัมพันธ์
ระหว่างไทยกับโลกได้ (Globalization)



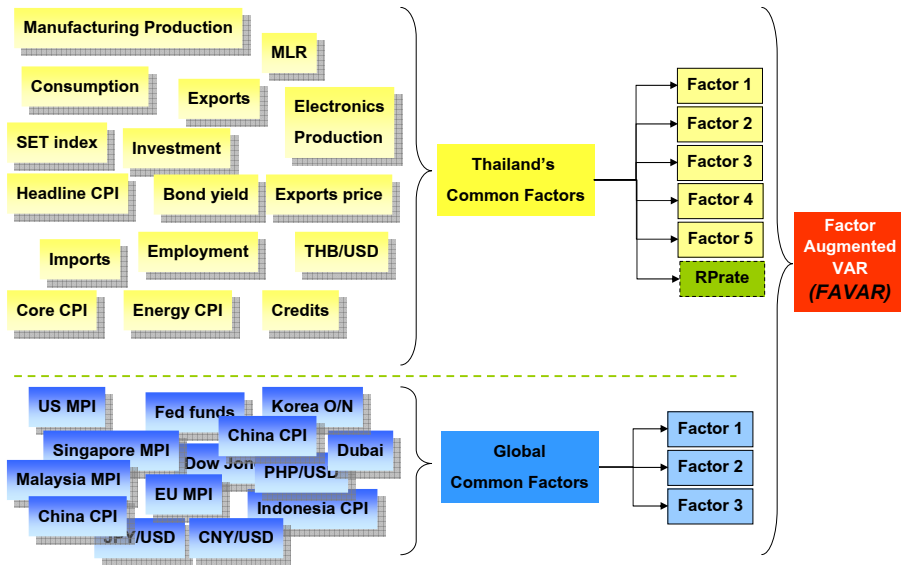
ข้อมูลทางเศรษฐกิจมีหลายมิติและมีความสัมพันธ์ที่ซับซ้อน
(Jan 00 - Jun 08)

ประเภทข้อมูล	ข้อมูลประเทศไทย (123 ตัวแปร)	ข้อมูลของต่างประเทศ* (59 ตัวแปร)
ภาคเศรษฐกิจจริง	manu. production, consumption, investment, exports, imports, employment, etc.	Manu production index
ระดับราคา	CPI, Core, Energy, Rawfood, PPI, PX, PM, etc.	CPI, Dubai crude oil price, global commodity price
ภาคต่างประเทศ	Trade balance, current account, capital flows, balance of payment, exchange rates, etc.	Exchange rates
ภาคการเงินและตลาดการเงิน	Policy and market interest rates, bond yield, bond spread, money, etc.	Short-term interest rates
การคาดการณ์และราคาสินทรัพย์	Consumer confidence index, Business Sentiment index, THB risk reversal, Yield spread, SET index	Stock indices

หมายเหตุ: *12 ประเทศ ได้แก่ สหรัฐฯ ญี่ปุ่น กลุ่มยูโร อังกฤษ จีน ฮองกง ไต้หวัน เกาหลีใต้ สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์

แบบจำลองการสะท้อนพลวัตของเศรษฐกิจ ได้อย่างครอบคลุม

9



ผลการศึกษา

10

- ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจไทยกับปัจจัยจากต่างประเทศ
- ประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน

ปัจจัยต่างประเทศมีส่วนช่วยอธิบายพลวัตของเศรษฐกิจไทย

11

ด้านเศรษฐกิจจริงและระดับราคา

ตัวแปร	ปัจจัยในประเทศ (1)	ปัจจัยในประเทศและต่างประเทศ (2)	ส่วนเพิ่มที่มาจากปัจจัยต่างประเทศ (2)-(1)
ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	0.17	0.28	+ 0.11
ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน	0.17	0.27	+ 0.10
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	0.24	0.43	+ 0.19
ดัชนีปริมาณการส่งออก	0.12	0.27	+ 0.15
ดัชนีปริมาณการนำเข้า	0.16	0.25	+ 0.09
ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป	0.49	0.61	+ 0.12
ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน	0.64	0.76	+ 0.12
ดัชนีราคาในหมวดพลังงาน	0.32	0.58	+ 0.26

Note: ตัวเลขในตารางแสดงค่า Adjusted R-squared

ปัจจัยต่างประเทศมีส่วนในการอธิบายพลวัตของเศรษฐกิจไทย

12

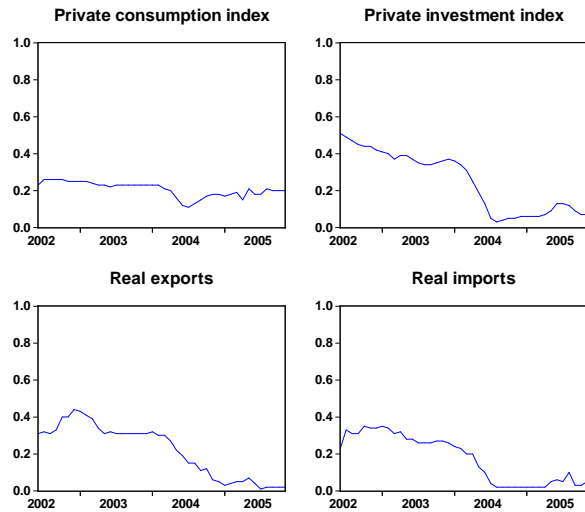
ด้านการเงิน

ตัวแปร	ปัจจัยในประเทศ (1)	ปัจจัยในประเทศและต่างประเทศ (2)	ส่วนเพิ่มที่มาจากปัจจัยต่างประเทศ (2)-(1)
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (MLR)	0.72	0.74	+ 0.02
อัตราผลตอบแทนพันธบัตร (14 ปี)	0.05	0.21	+ 0.16
ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร	0.40	0.45	+ 0.05
อัตราแลกเปลี่ยน (THB/USD)	0.14	0.69	+ 0.55
ดัชนีค่าเงินบาท (NEER)	0.16	0.56	+ 0.40
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์	0.13	0.28	+ 0.15
สินเชื่อ	0.21	0.40	+ 0.19

Note: ตัวเลขในตารางแสดงค่า Adjusted R-squared

ภาคเศรษฐกิจจริงส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์
กับปัจจัยภายนอกน้อยลงในระยะหลัง

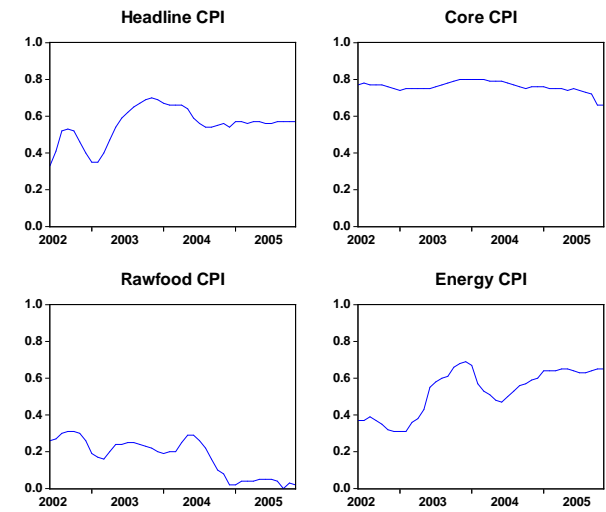
13



Note: แผนภาพแสดงค่า R-squared โดยระยะเวลาในแผนภาพแสดงกึ่งกลางของช่วงเวลาที่ rolling (42 เดือน)

อย่างไรก็ดี ระดับราคาในประเทศบางหมวด
ปรับตัวไปกับปัจจัยภายนอกมากขึ้น

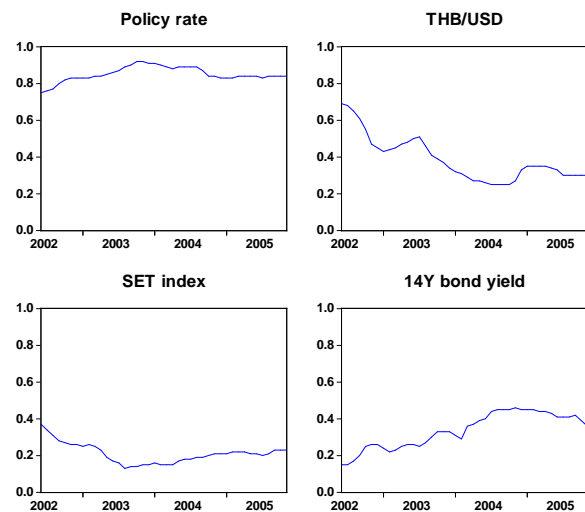
14



Note: แผนภาพแสดงค่า R-squared โดยระยะเวลาในแผนภาพแสดงกึ่งกลางของช่วงเวลาที่ rolling (42 เดือน)

ค่าเงินบาทสอดคล้องกับปัจจัยภายนอกน้อยลง
ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสอดคล้องมากขึ้น

15



Note: แผนภาพแสดงค่า R-squared โดยระยะเวลาในแผนภาพแสดงกึ่งกลางของช่วงเวลาที่ rolling (42 เดือน)

ปัจจัยต่างประเทศส่งผลมายังปัจจัยในประเทศ
แต่ความสัมพันธ์ไม่คงที่ตลอดช่วงเวลา

16

	Causality Relationship	Stable Relationship
Domestic Factor 1	✓	✗
Domestic Factor 2	✓	✓
Domestic Factor 3	✗	✗
Domestic Factor 4	✓	✗
Domestic Factor 5	✗	✗
Policy rate	✗	✗

Note: ช่วงเวลา 2000M2 - 2008M6

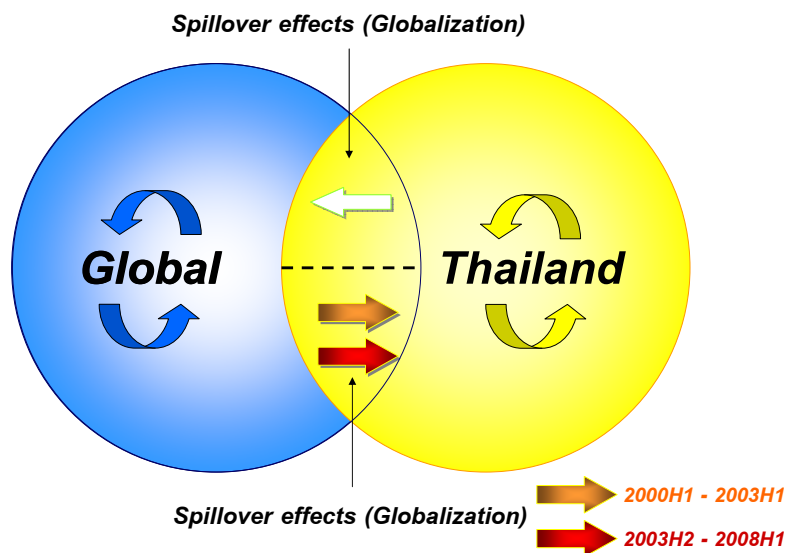
ปัจจัยเศรษฐกิจและการเงินในต่างประเทศ
มีความสัมพันธ์และมีอิทธิพลต่อพลวัตของเศรษฐกิจไทย

แต่ในช่วงทศวรรษนี้ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่คงที่
ลดลงบ้างสำหรับภาคเศรษฐกิจจริง
และเพิ่มขึ้นสำหรับราคา

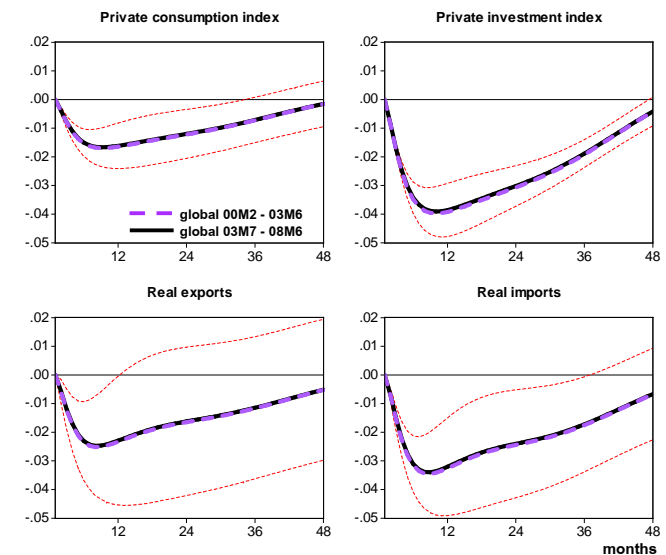
ดังนั้น จึงควรรวมปัจจัยต่างประเทศเข้าไว้ในแบบจำลอง
เพื่อให้สามารถสะท้อนโครงสร้างและพลวัต
ของเศรษฐกิจเล็กแบบเปิดได้ดียิ่งขึ้น

- ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจไทย
กับปัจจัยจากต่างประเทศ
- ประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน

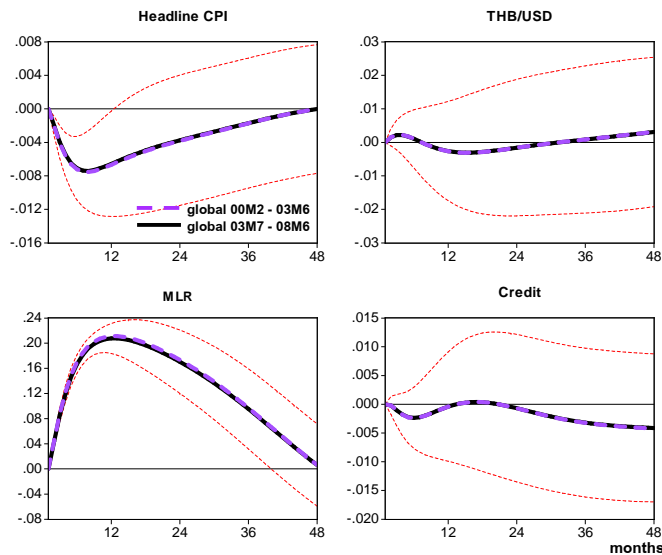
1. วัดผลกระทบของ globalization ต่อการปรับดอกเบียร้อยละ 0.25 โดยให้¹⁹
spillover effects จากโลกสู่ไทยเปลี่ยนได้ แต่ความสัมพันธ์อื่นคงที่



ผลกระทบต่อด้านอุปสงค์



ผลกระทบต่อระดับราคา ค่าเงิน ดอกเบี้ยเงินกู้ สินเชื่อ

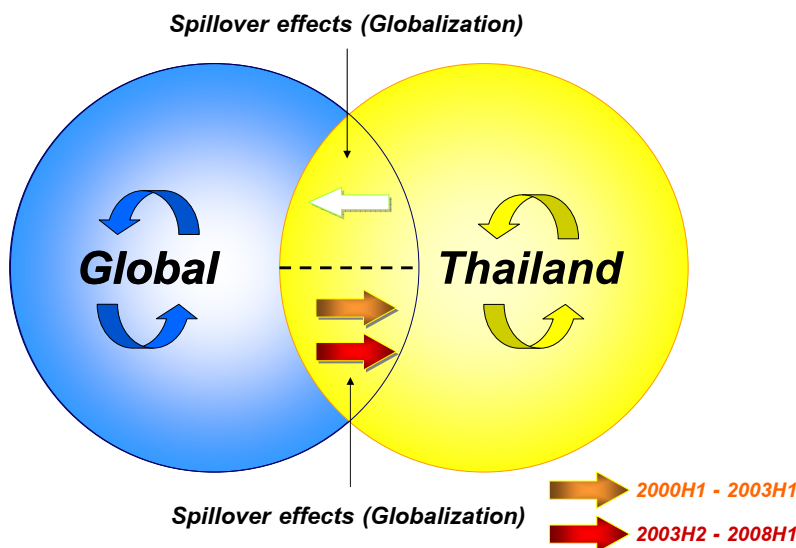


สิ่งที่พบคือ...

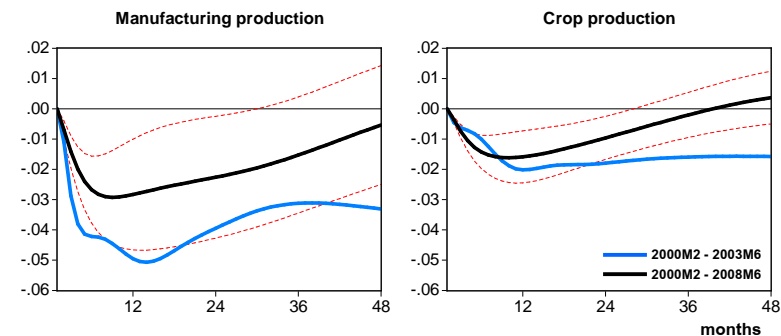
แม้อิทธิพลโดยตรงจากปัจจัยภายนอกต่อเศรษฐกิจไทย จะเปลี่ยนไป แต่ยังไม่พบว่าส่งผลกระทบต่อความสามารถในการส่งผ่านของนโยบายการเงินไทยอย่างมีนัยสำคัญ

สรุปได้ว่าหากประสิทธิผลของนโยบายการเงิน มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่ผ่านมา น่าจะมาจากปัจจัยอื่นมากกว่าที่จะมาจาก international spillover โดยตรง

2. ผลกระทบของนโยบายการเงิน (ปรับขึ้น RP 25 bps) หากอนุญาตให้ทุกความสัมพันธ์เปลี่ยนแปลงได้

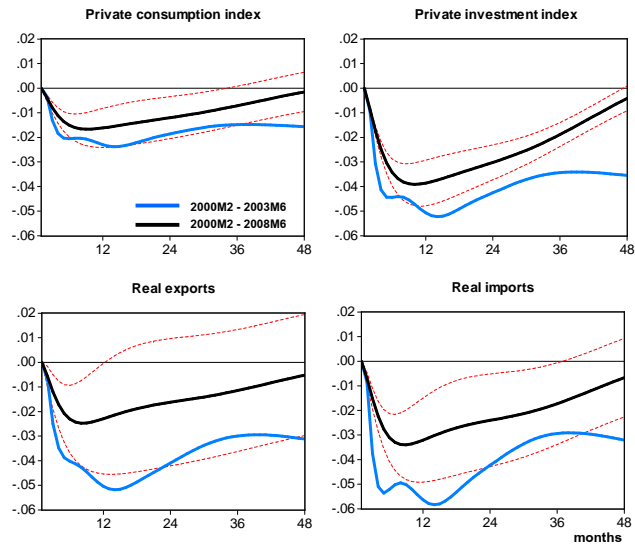


ผลกระทบต่อภาคการผลิต

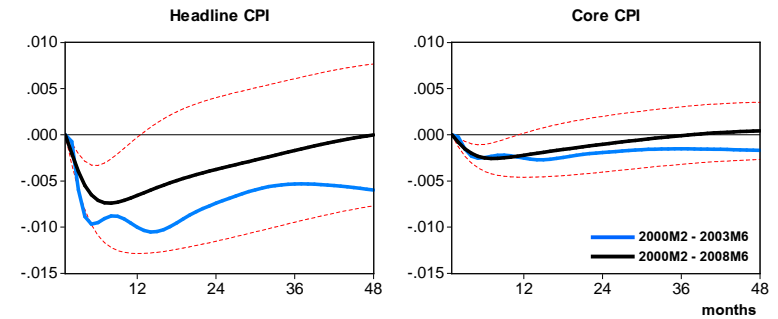


ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อภาคการผลิตลดลงพอสมควร

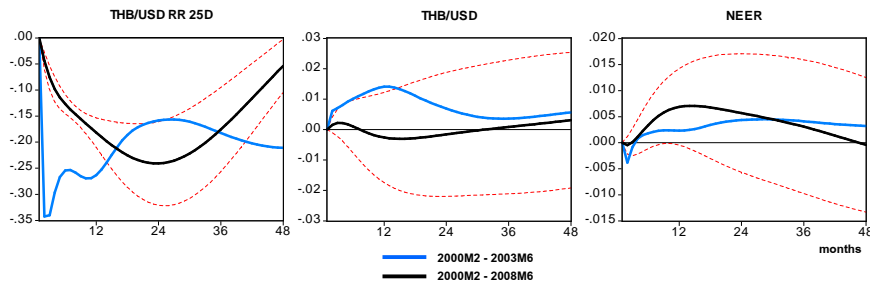
ผลกระทบต่ออุปสงค์ลดลง



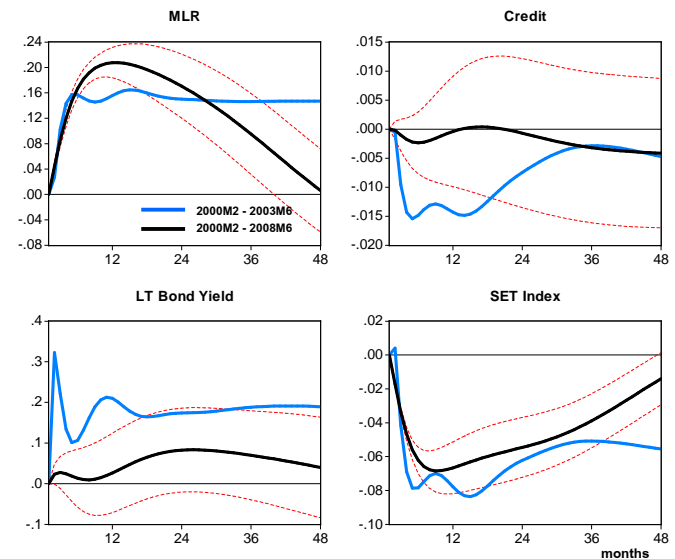
ผลกระทบต่อ Headline CPI ลดลง แต่สำหรับ Core CPI ใกล้เคียงเดิม



ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนน้อยและไม่แน่นอน

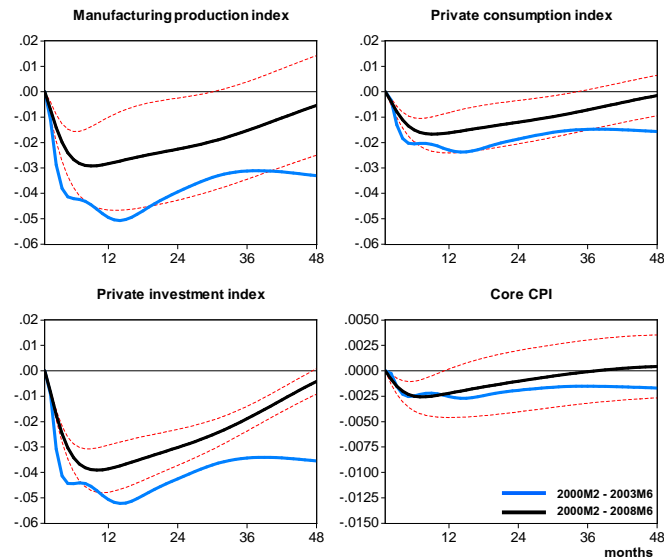


ผลกระทบต่อดอกเบี้ยระยะยาวและสินเชื่ลดลงมาก แต่ต่อราคาสินทรัพย์ใกล้เคียงเดิม



ประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน ในการดูแลเงินเฟ้อที่เป็น target เพิ่มขึ้น

29



โดยสรุป ในช่วงที่ผ่านมา...

30

1. ปัจจัยเศรษฐกิจโลกมีส่วนช่วยกำหนดพลวัตเศรษฐกิจไทย
 - แต่ประสิทธิผลนโยบายการเงินไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปจาก global spillover โดยตรง
 - ในอนาคต อาจมี regional transmission mechanism
2. ประสิทธิภาพของช่องทางการส่งผ่านเปลี่ยนแปลงไป โดยสาเหตุหลักมาจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจไทย
 - นโยบายการเงินกระทบ financial condition และ real sector ได้น้อยลง
 - ยังไม่มีหลักฐานว่าความสามารถในการดูแลแนวโน้มเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมายของนโยบายการเงินลดลง
 - การรักษาเสถียรภาพราคาไม่ต้องแลกกับ short-term growth มากเท่ากับช่วงก่อนหน้า

ภัยต่อนโยบายการเงิน

31

1. Trade-off ระหว่าง growth และ inflation ในระยะสั้นที่ลดลงนี้ อาจไม่เกี่ยวกับนโยบายการเงินโดยตรง
 - งานวิจัยในอนาคตควรมุ่งไปที่ globalization กับการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจไทย
2. Trade-off ที่ลดลงอาจมาจากความสามารถของธนาคารกลางในการตรึง inflation expectation ได้ดีขึ้น
 - Credible commitment ที่จะดูแลให้เงินเฟ้อต่ำ มีความสำคัญในประเทศไทย
3. ความสามารถในการดูแลแนวโน้มเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในมือของ ธปท. แต่ในช่วงต่อไป challenge อาจมีมากขึ้นจากความผันผวนจากต่างประเทศ