



อนาคตนโยบายการเงินไทย:

ความท้าทายจากเสถียรภาพทางการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน

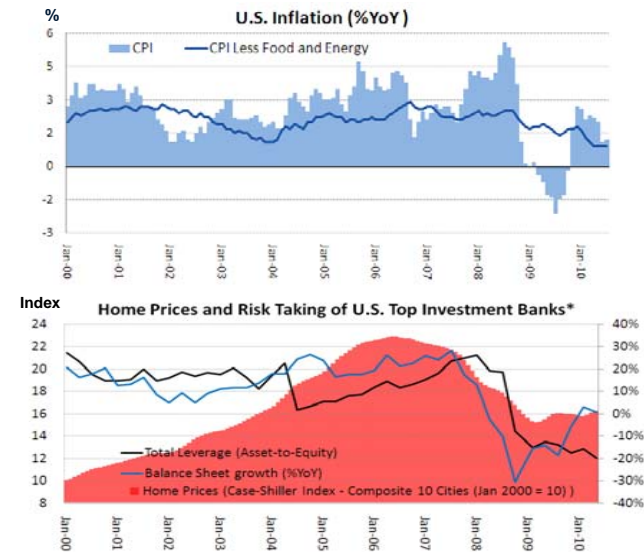
กูริชัย รุ่งเจริญกิจกุล วิชา อนันต์โชติกุล
ไพบุลย์ พงษ์ไพฑูริ หนุวัต หนูขวัญ
ทรงกลด รัฐธูปาณะ

สัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2553
21-22 กันยายน 2553



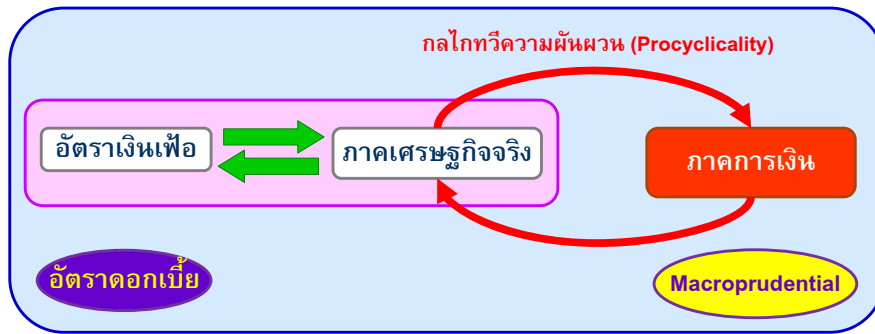
การผสมผสานเครื่องมือนโยบาย เพื่อรับมือกับความท้าทายด้านเสถียรภาพการเงิน

วิกฤตการเงินโลกที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่านโยบายการเงินที่มุ่งรักษาเสถียรภาพด้านราคาไม่เพียงพอสำหรับการดูแลเสถียรภาพทางการเงิน



ที่มา: Bloomberg, จำนวนโดยผู้วิจัย

*Top Investment banks before crisis - Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers

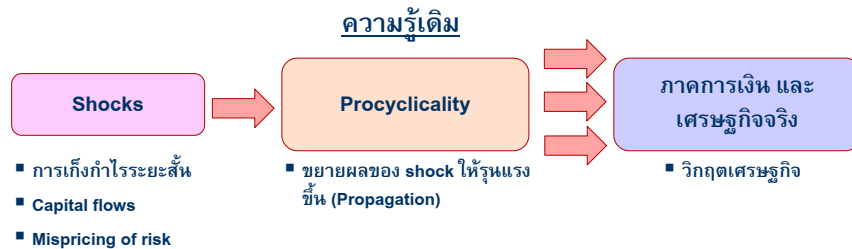


- นโยบาย Inflation targeting พิจารณาเสถียรภาพทางการเงินอยู่แล้ว
- แต่กลไก Procyclicality ที่มีความรุนแรงขึ้น ทำให้นโยบายดอกเบี้ยอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอ
- BIS เสนอให้เพิ่มบทบาทของนโยบายกำกับสถาบันการเงิน ให้ครอบคลุมถึงเป้าหมายทางด้านเสถียรภาพของระบบโดยรวม ในระดับมหภาคด้วย ซึ่งเรียกกันว่านโยบาย “Macroprudential”

- คือ นโยบายการกำกับดูแลสถาบันการเงิน ที่มุ่งรักษาเสถียรภาพของภาคการเงินเชิงระบบโดยรวม
- ตัวอย่างนโยบาย Macroprudential
 - Loan-to-value (LTV) cap
 - Countercyclical capital buffers/ Dynamic provisioning
 - Leverage cap
 - Capital surcharge for Systemically Important Banks (SIBs)

“While our understanding of financial distress has much improved in recent years, work in this area is still in its infancy. The conceptual and empirical tools need to be developed further...”

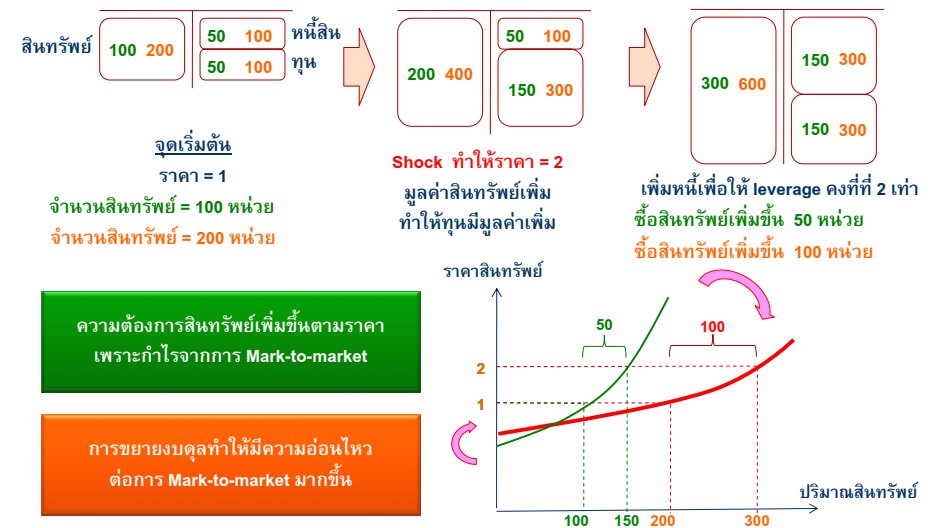
Borio and Shim (2007)



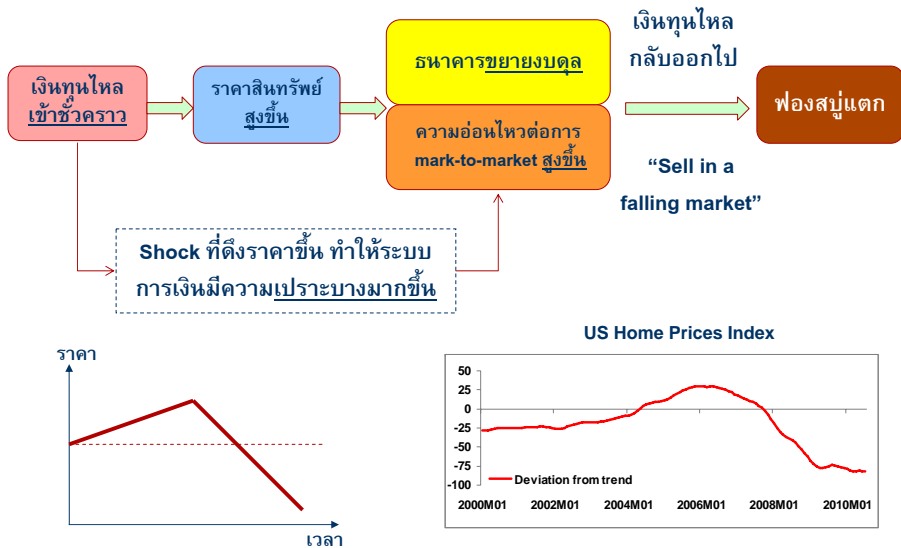
การศึกษานี้พบว่า ...

- Symmetric shocks lead to asymmetric adjustments
 - Small booms lead to big crashes
 - But adjustment after a price fall is smooth
- อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีความสามารถจำกัดในการลดทอนความผันผวนที่เกิดจาก Procyclicality
- มาตรการ Macroprudential แก้ปัญหาได้ตรงจุด แต่ควรใช้ในลักษณะ rule-based

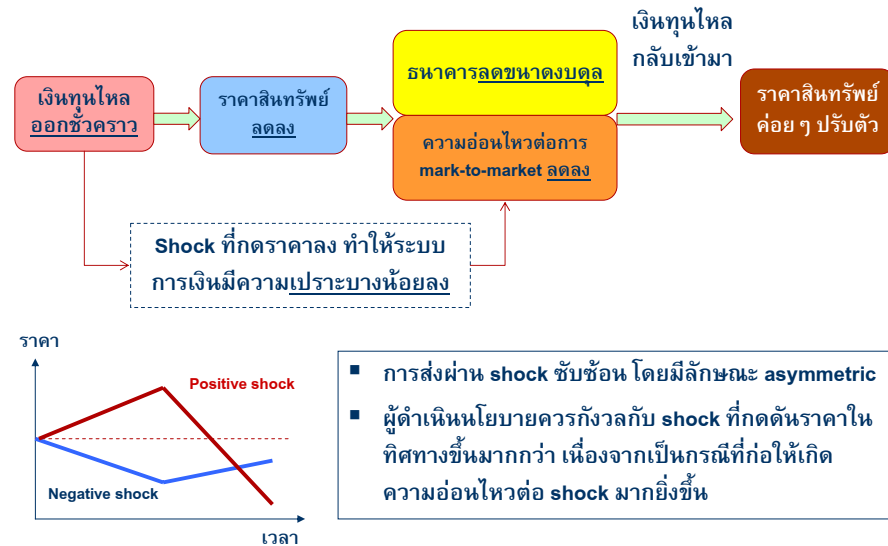
ธนาคารมีเป้าหมายรักษาสัดส่วนสินทรัพย์ต่อทุน (leverage) = 2 เท่า



“Why small booms lead to big crashes...”



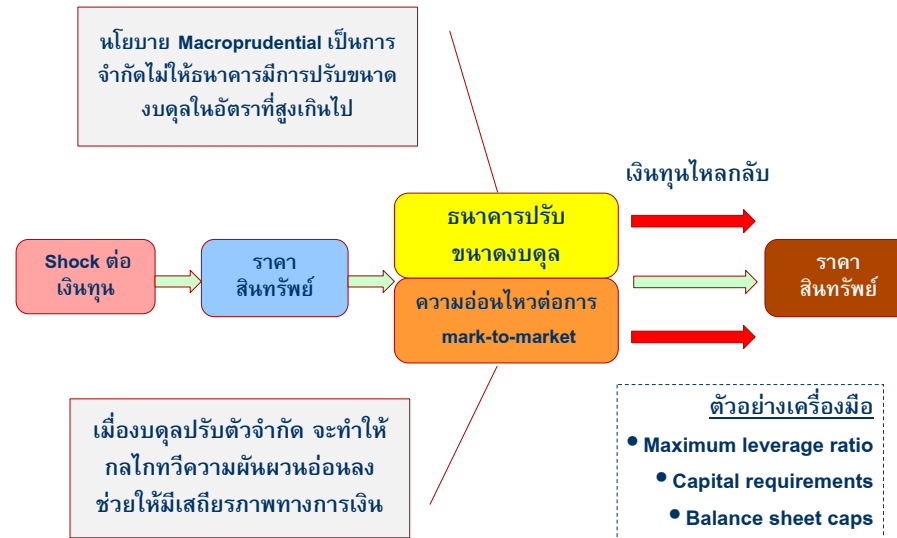
“...but adjustment after a price fall is smooth”



หัยต่อการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ย

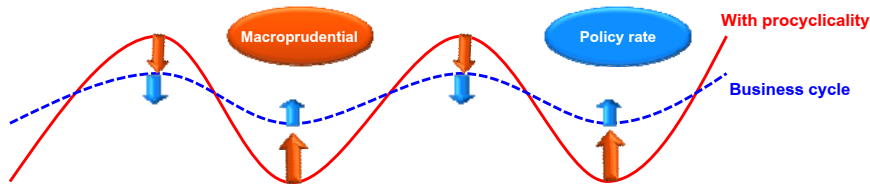
- ผลกระทบของ shock มีความซับซ้อนและรวดเร็วขึ้น ซึ่งเพิ่มข้อจำกัดในการใช้ดอกเบี้ยนโยบายเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงิน
- การคาดการณ์ล่วงหน้าถึงขนาดและทิศทางของ shock ทำได้ยาก
- แม้สามารถปรับดอกเบี้ยอย่างเหมาะสมที่สุดแล้ว ก็ยังไม่ได้แก้ปัญหาที่ต้นเหตุ คือความผันผวน ที่ถูกทำให้รุนแรงและซับซ้อนขึ้น ด้วยกลไก procyclicality

การใช้นโยบาย Macroprudential เพื่อแก้ไขปัญหาที่ระบบ



การผสมผสาน Macroprudential กับนโยบายอัตราดอกเบี้ย

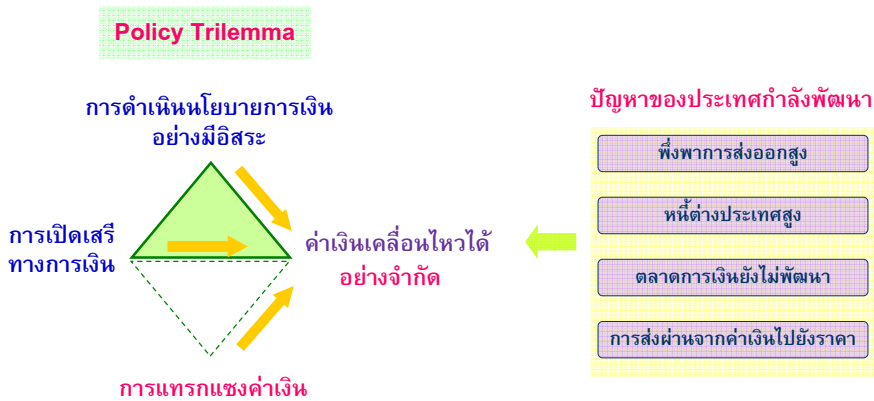
- ในอนาคต มีความจำเป็นที่ธนาคารกลางจะต้องอาศัยนโยบาย Macroprudential มากขึ้น เพื่อให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของนโยบายได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด
- เครื่องมือประเภท Macroprudential ในลักษณะ rule-based สามารถช่วยลดความรุนแรงของกลไก procyclicality ได้ตรงจุด



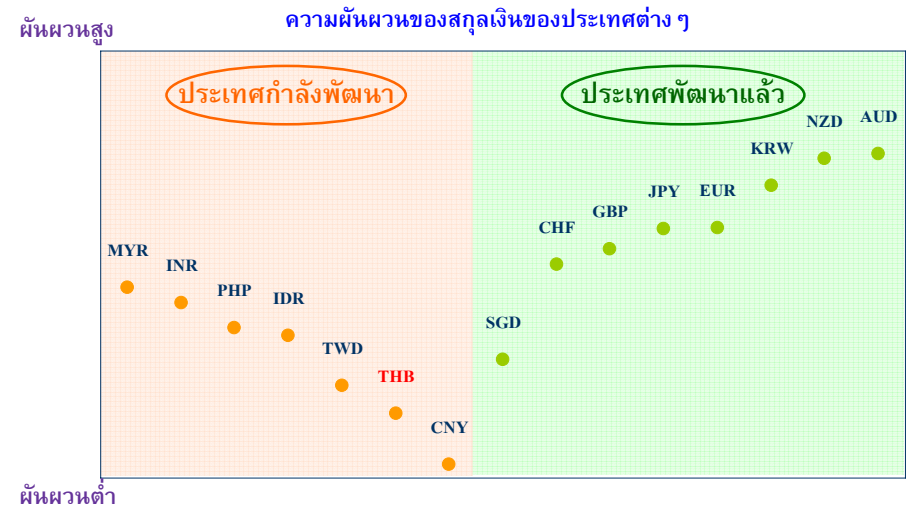
- เมื่อระบบการเงินมีเสถียรภาพมากขึ้น ดอกเบี้ยนโยบายก็สามารถใช้เพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจโดยรวมได้เต็มที่ ในขณะที่ข้อดีต่างๆของกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อก็ยังคงอยู่

บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยน
ในการเสริมสร้างศักยภาพเศรษฐกิจในระยะยาว
ภายใต้การดำเนินนโยบายการเงินแบบ Inflation Targeting (IT)

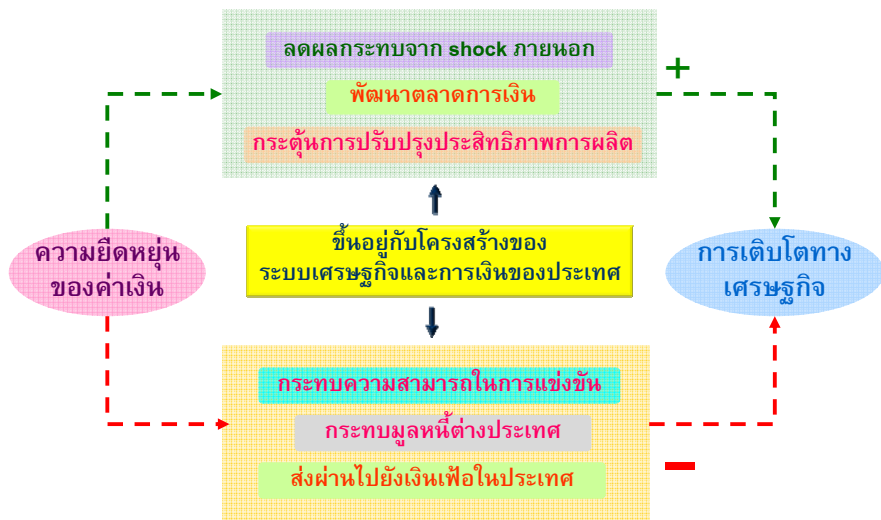
บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยน
ภายใต้การดำเนินนโยบายการเงินแบบ IT และการเปิดเสรีทางการเงิน



ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ไม่ปล่อยให้ค่าเงินผันผวนมากนัก



หมายเหตุ: ค่าวัดจากค่า Annualized volatility ของ Daily FX return โดยใช้วิธี EWMA (Exponentially-weighted moving average) และเป็นการทำค่าความผันผวนรายวันดังกล่าวมาเฉลี่ย ตั้งแต่ต้นปี 2553



ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

- 74 ประเทศ (ประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา)
- ข้อมูลรายปี 1980-2008

วิธีการศึกษา

- Fixed-effects panel data regression analysis (cross-country)
- ตัวแปรตาม: รายได้ต่อหัวเฉลี่ย 5 ปี
- ตัวแปรอธิบาย: 1) ความยืดหยุ่นของค่าเงิน, 2) ปัจจัยด้านโครงสร้างเศรษฐกิจการเงิน, 3) ปัจจัยกำหนดอื่นๆ

แม้ความยืดหยุ่นของค่าเงินจะส่งผลลบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่ในช่วง 10 ปีหลัง ผลลบดังกล่าวลดลง

Dependent variable: Log of real GDP per capita (5-year average)

	(1)	(2)
Log of real GDP per capita (lag)	0.978 ***	0.972 ***
Investment rate	0.144 ***	0.161 ***
Average schooling	0.005 **	0.003
Trade openness	0.030 ***	0.028 ***
Political stability	0.001 ***	0.001 ***
FX flexibility	-1.031 ***	-1.302 ***
FX flex * New millennium dummy		0.714 ***
Constant	0.076	0.137 **

** ,*** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 99% ตามลำดับ

โครงสร้างเศรษฐกิจที่เข้มแข็ง

ช่วยให้เศรษฐกิจทนทานต่อความผันผวนของค่าเงินได้มากขึ้น

	(3)	(4)	(5)	(6)
FX flexibility	-1.500 ***	-0.731 *	-0.676	-1.248 ***
Financial development	-0.0002 ***			
FX flex * Financial development	0.009 **			
External debt/GDP		0.003		
FX flex * External debt/GDP		-0.081 **		
Export/GDP			0.093 *	
FX flex * Export/GDP			-1.002	
Financial openness				-0.001
FX flex * Financial openness				0.291 **

*, **,*** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

	(7)	(8)
FX flexibility	-1.297 ***	-0.657
FX flex*Dum(Excessive volatility)		-0.714 **

*, **, *** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

	(7)	(8)	(9)
FX flexibility	-1.297 ***	-0.657	-0.758
FX flex*Dum(Excessive volatility)		-0.714 **	-0.752 **
FX flex * IT regime			2.130 **

, * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 99% ตามลำดับ

การทำงานร่วมกันระหว่าง IT และค่าเงินที่ยืดหยุ่น เพิ่มประสิทธิภาพการดูแลเสถียรภาพเศรษฐกิจ:

1. IT สามารถยืดเหนี่ยวการคาดการณ์เงินเพื่อ ช่วยลดผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงค่าเงินต่อระดับราคาในประเทศ
2. ค่าเงินที่ยืดหยุ่นช่วยลดผลกระทบจาก shock ภายนอก ดอกเบี้ยนโยบายจึงสามารถมุ่งเน้นที่การจัดการ shock ภายในประเทศ และทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ในระยะต่อไป อัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น มีแนวโน้มที่จะส่งผลดีต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนสำหรับประเทศกำลังพัฒนา

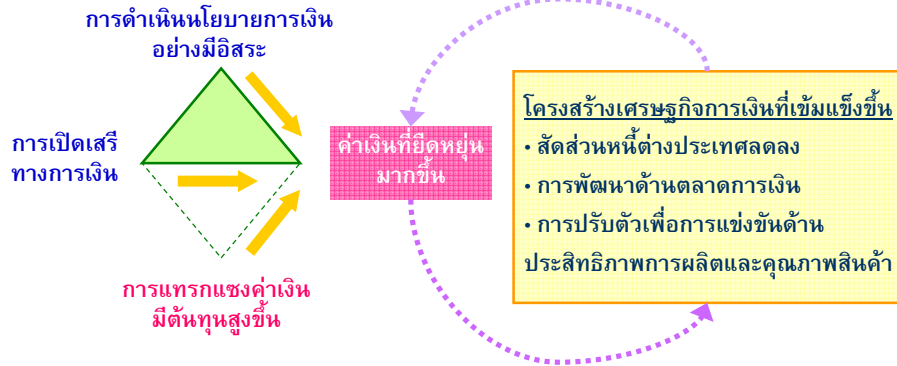


การใช้อัตราแลกเปลี่ยนในการแข่งขันทางการค้า



ต้นทุนการผัน trilemma สูงขึ้น

วงจรเกือหนุน



การปรับตัวด้านการเงิน

พัฒนาการของตลาดการเงิน

“ในประเทศชิลี ตลาด derivatives ขยายตัวอย่างรวดเร็ว และภาคธุรกิจป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้น”

Gregorio (2004)

หนี้ต่างประเทศ

และ currency mismatch ลดลง

“ในประเทศแถบละตินอเมริกาและอินเดีย หนี้ต่างประเทศและ unhedged currency exposure ปรับลดลง”

Gregorio (2004), Kamil (2006), Patnaik and Shah (2010)

การปรับตัวด้าน supply side

การปรับเปลี่ยนไป

ผลิตสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มสูง

“ในประเทศญี่ปุ่นและไต้หวัน ภาคธุรกิจหันไปผลิตสินค้าที่มีมูลค่าสูง ซึ่งช่วยรองรับผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนได้ดีขึ้น”

Klitgaard (1996), Yingfeng (2010)

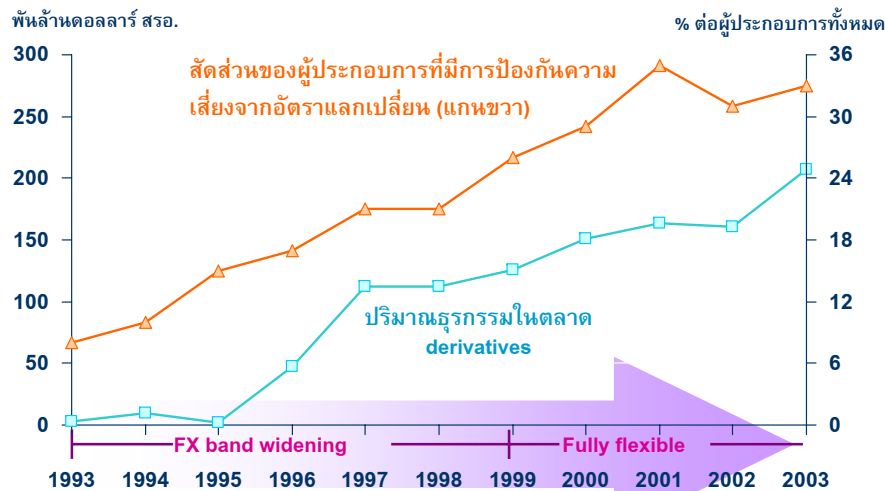
การพัฒนาผลิตภาพในภาคธุรกิจ

“ในประเทศญี่ปุ่นและแคนาดา บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนต่อการพัฒนาผลิตภาพเป็นสิ่งที่ไม่เห็นชัด”

Klitgaard (1996), Harris (2001)

ประสบการณ์ของประเทศชิลี:

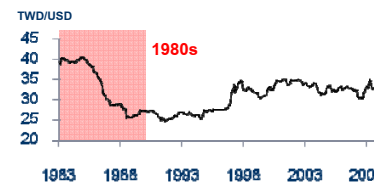
พัฒนาการของตลาด derivatives และการประกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน



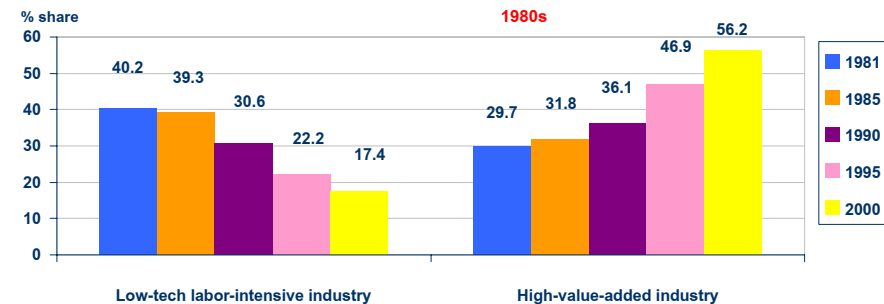
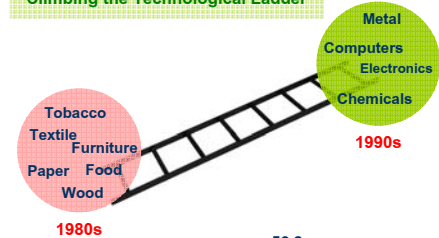
ที่มา: Gregorio (2004)

ประสบการณ์ของประเทศไต้หวัน: การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการผลิตและส่งออก

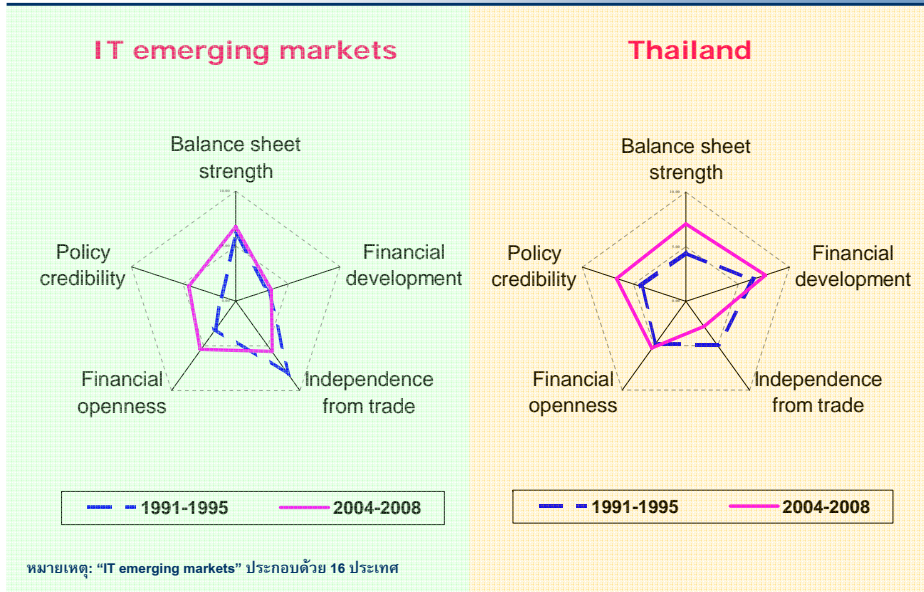
การเคลื่อนไหวของค่าเงินไต้หวัน



Climbing the Technological Ladder

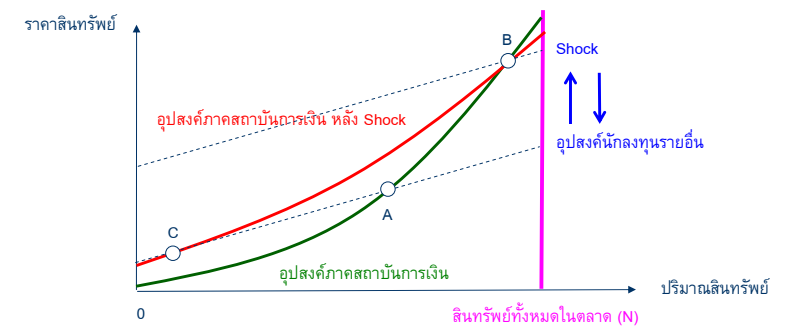


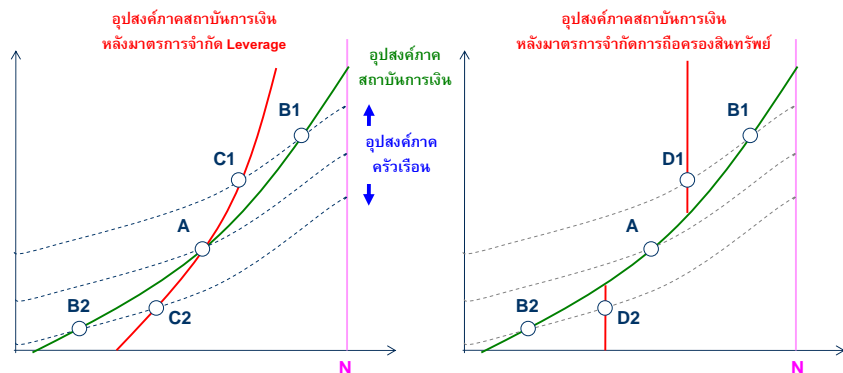
ที่มา: Yingfeng Xu (2008)



บทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนภายใต้โลกาภิวัตน์ใหม่

- โครงสร้างเศรษฐกิจการเงินไทยที่แข็งแกร่งขึ้นกว่าในอดีต ประกอบกับนโยบายการเงินแบบ Inflation Targeting ส่งเสริมให้เศรษฐกิจสามารถรองรับความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้มากขึ้น
- ในระยะต่อไป ควรลดบทบาทของอัตราแลกเปลี่ยนในการช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้น และปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่นได้มากขึ้น เพื่อสร้างศักยภาพด้านการแข่งขันในระยะยาว (ผ่านการปรับตัวด้าน supply side) และการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืน





	Full sample (9)	Emerging Markets only (10)
FX flexibility	-0.758	-1.096**
FX flex*Dum(Excessive volatility)	-0.752**	-0.700*
FX flex * IT regime	2.130**	2.255**

*, **, *** แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ
หมายเหตุ: หมายถึง การแสดงผลของตัวแปรกำหนดอื่นๆ แลค่าคงที่ เนื่องจากพื้นที่ที่จำกัด