



ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

การดำเนินนโยบายการเงิน: เครื่องมือที่เหมาะสม

รัชชนา พงศาปาน
ปัทมา เกตุเรืองโรจน์
ธนภรณ์ หิรัญวงศ์

สัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2555

24 กันยายน 2555



ภาวะแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป

ทบทวนความเหมาะสม
ของเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการเงิน

อัตราดอกเบี้ย หรือ อัตราแลกเปลี่ยน
เครื่องมือใดจะเหมาะสมกับประเทศไทย



ปรัชญาของการดำเนินนโยบายการเงิน

เสถียรภาพด้านราคา

เสถียรภาพทางการเงิน

เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ





ภาวะแวดล้อมใด
ที่มีอิทธิพลต่อการ
เลือกใช้เครื่องมือ

คุณสมบัติสำคัญ
ของเครื่องมือมีอะไรบ้าง

อัตราดอกเบี้ย
หรือ
อัตราแลกเปลี่ยน
เครื่องมือใดจะเหมาะสม
สำหรับไทย



แบ่งประเทศในโลกออกเป็น 2 กลุ่ม ตามเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน

อัตราแลกเปลี่ยน (ER-Group)

Hard Pegged

Bosnia
Hong Kong
Lithuania

Soft Pegged

Pegged to a single currency

Argentina Bahrain
Bangladesh China
Denmark Honduras
Jordan Kazakhstan
Latvia Lebanon
Namibia Nigeria
Pakistan Qatar
Saudi Arabia
Sri Lanka
Ukraine UAE
Venezuela
Vietnam Yemen

Pegged to a basket of currencies

Belarus
Iran
Kuwait
Morocco
Tunisia
Egypt
Russia

Manage NEER within a band

Singapore

อัตราดอกเบี้ย (IR-Group)

Float

Brazil Colombia
Ghana Guatemala
Hungary Iceland
Indonesia Israel
Korea Mexico
Peru Philippines
Romania Serbia
South Africa
Taiwan Turkey
India Malaysia
Thailand

Free Float

Armenia Australia
Canada Chile
Czech Republic
New Zealand
Norway Poland
Sweden UK
Euro Area Japan
Switzerland US



ปัจจัยแวดล้อม 3 กลุ่ม



เศรษฐกิจ

ขนาดเศรษฐกิจ
และความร่ำรวย
ของประเทศ

Trade Openness และ
Monopoly Power



การเงิน

ระดับการพัฒนา
ระบบการเงิน



สถาบัน

ธรรมาภิบาลของรัฐ

ความโปร่งใส
ของธนาคารกลาง



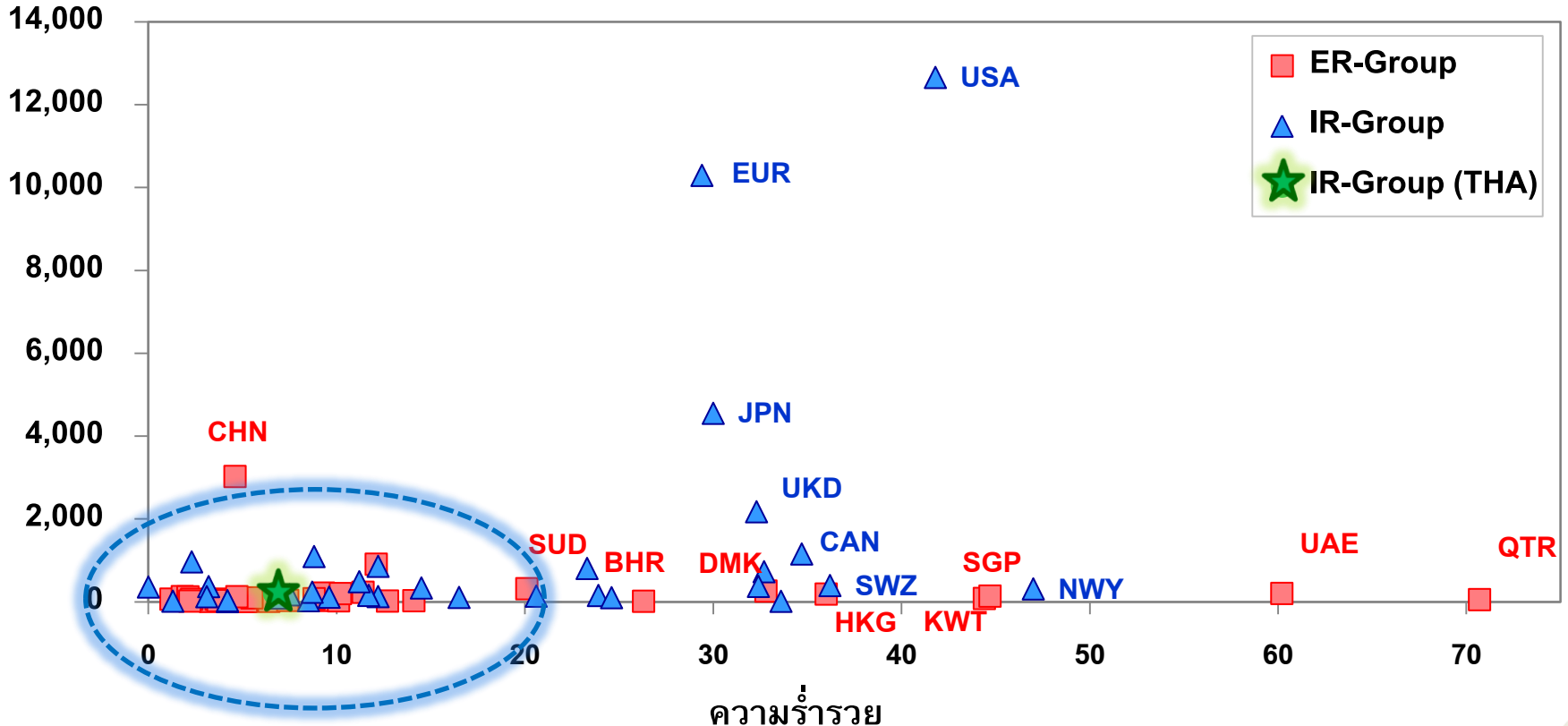


ขนาดเศรษฐกิจและความร่ำรวย

ไม่ได้แตกต่างกันชัดเจนระหว่างกลุ่มประเทศที่ใช้เครื่องมือต่างกัน

ขนาดเศรษฐกิจ

(BNUSD)



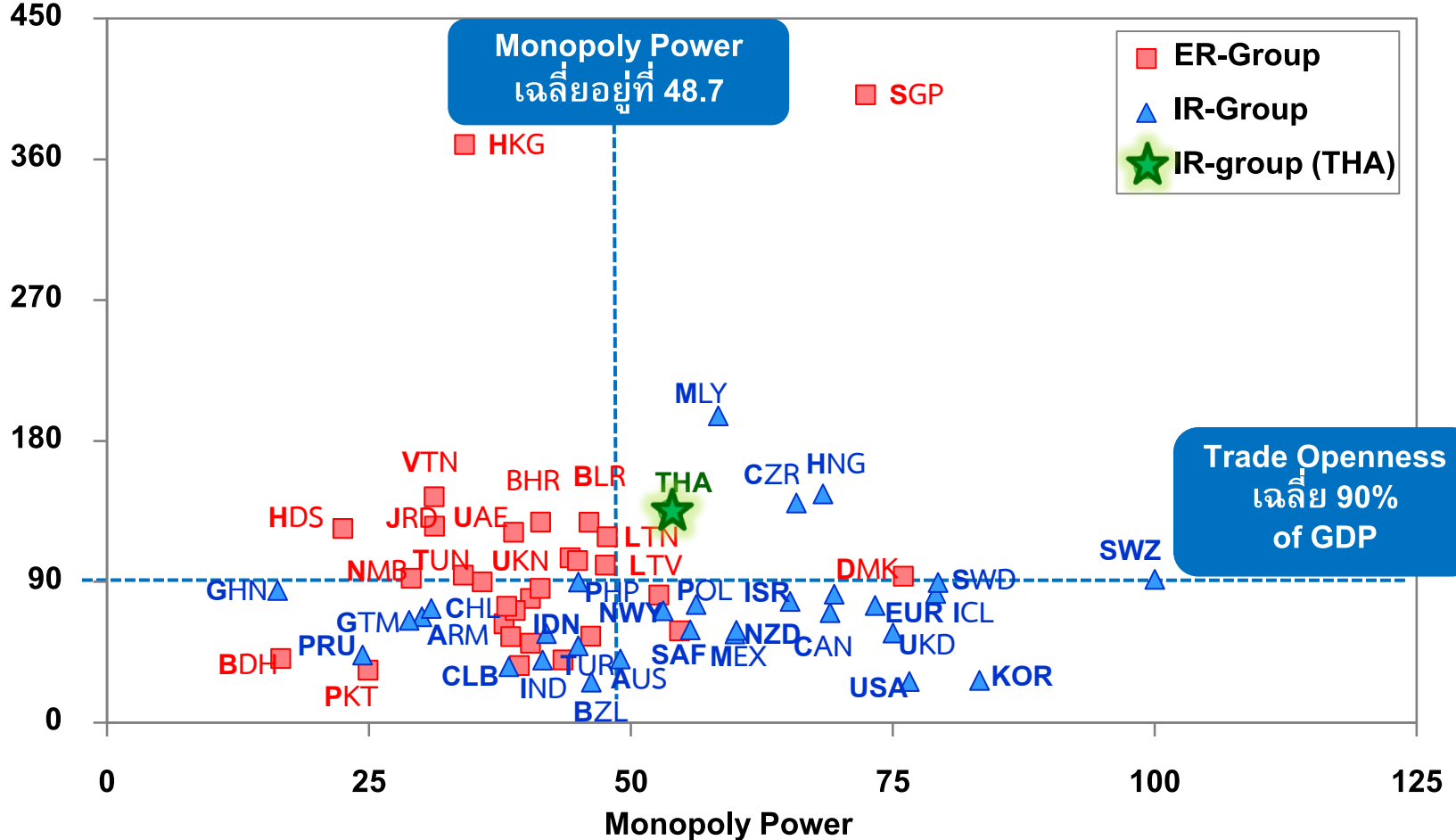
GDP per Capita PPP Based (THUSD/Person)





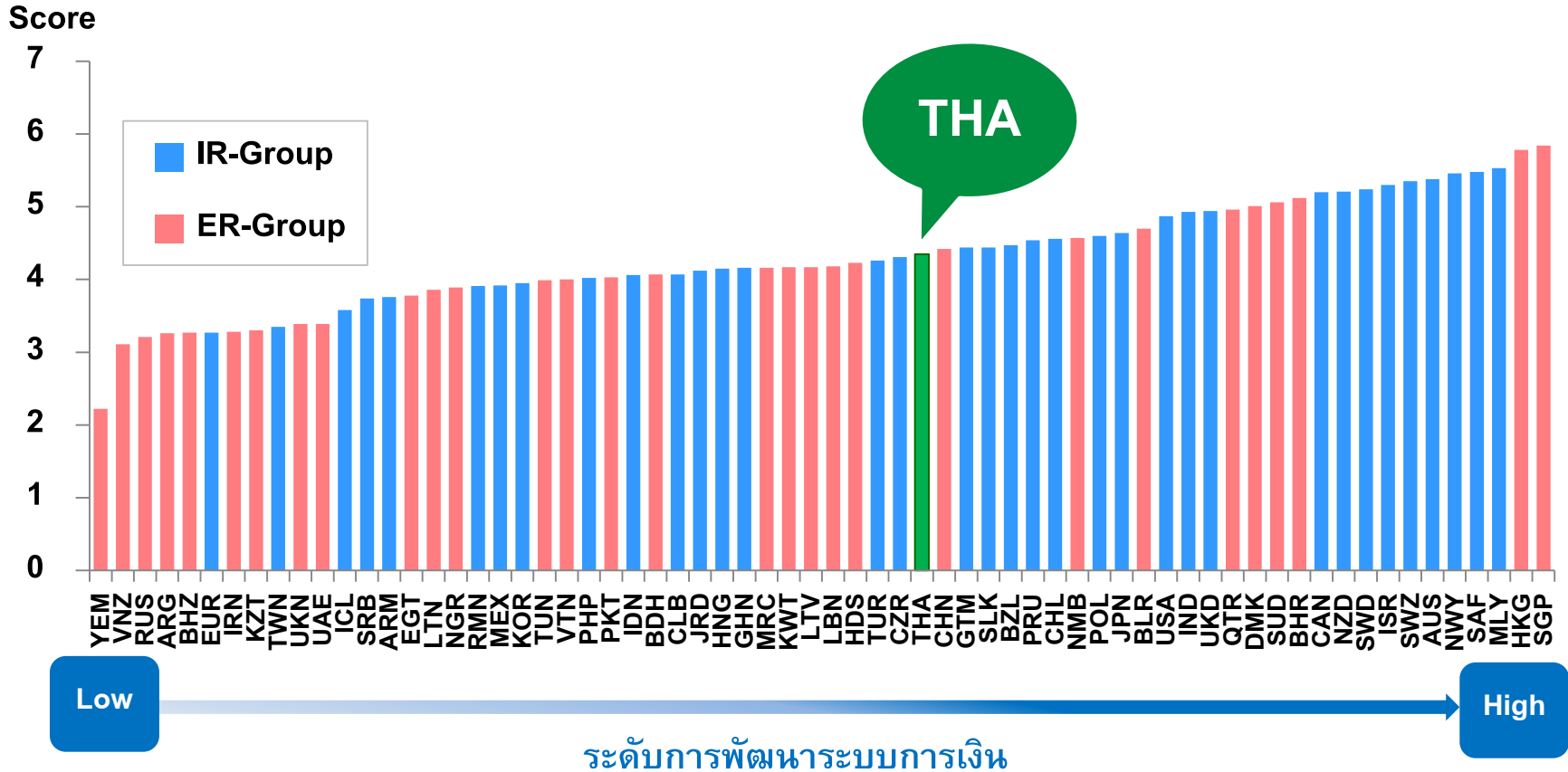
“Monopoly Power” อธิบายความแตกต่างได้ชัดเจนกว่า “Trade Openness” โดยประเทศที่สินค้ามี Monopoly Power ส่วนใหญ่ใช้อัตราดอกเบี้ย

Trade Openness





ประเทศที่ใช้อัตราดอกเบี้ยส่วนใหญ่มีระดับการพัฒนาระบบการเงินสูง



Note: Financial Development Index measures the degree of development in financial sector from 3 sub-indices:
(1) policy and institutional factors (2) financial intermediation factors (3) financial access





เปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละปัจจัย

จาก logistic model





ข้อสรุปจากปัจจัยแวดล้อม



ข้อเท็จจริง

- “Monopoly Power” และ “ความเข้มแข็งของภาครัฐ” มีนัยสำคัญที่สุดในการอธิบายและสัมพันธ์กับการเลือกใช้อัตราดอกเบี้ย (เช่นเดียวกับการพัฒนาระบบการเงิน)
- “Trade Openness” สัมพันธ์กับการเลือกใช้อัตราแลกเปลี่ยน แต่มีนัยสำคัญในการอธิบายน้อยมาก
- “ความร่ำรวย” สัมพันธ์กับการเลือกใช้อัตราแลกเปลี่ยน



ข้อสังเกต

- สิงคโปร์ ฮองกง และเดนมาร์ก พิเศษจากประเทศอื่น ๆ ในกลุ่มอัตราแลกเปลี่ยน ในเกือบทุกมิติ
- ประเทศไทยมีปัจจัยโครงสร้างอยู่กลาง ๆ โน้มไปทางกลุ่มอัตราดอกเบี้ย
- ปัจจัยแวดล้อมที่ศึกษาไม่ได้ชี้ถึง “ความสามารถ หรือ ความจำเป็น” ในการเลือกใช้เครื่องมืออย่างใดอย่างหนึ่ง





ภาวะแวดล้อมใด
ที่มีอิทธิพลต่อการ
เลือกใช้เครื่องมือ

คุณสมบัติสำคัญ
ของเครื่องมือมีอะไรบ้าง

อัตราดอกเบี้ย
หรือ
อัตราแลกเปลี่ยน
เครื่องมือใดจะเหมาะสม
สำหรับไทย



ตั้งแต่ปี 2543 ธปท. ดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น
โดยใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือหลัก
เสริมด้วยนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน และ macro-prudential measures

เสถียรภาพเศรษฐกิจและการเงิน

เสถียรภาพราคา

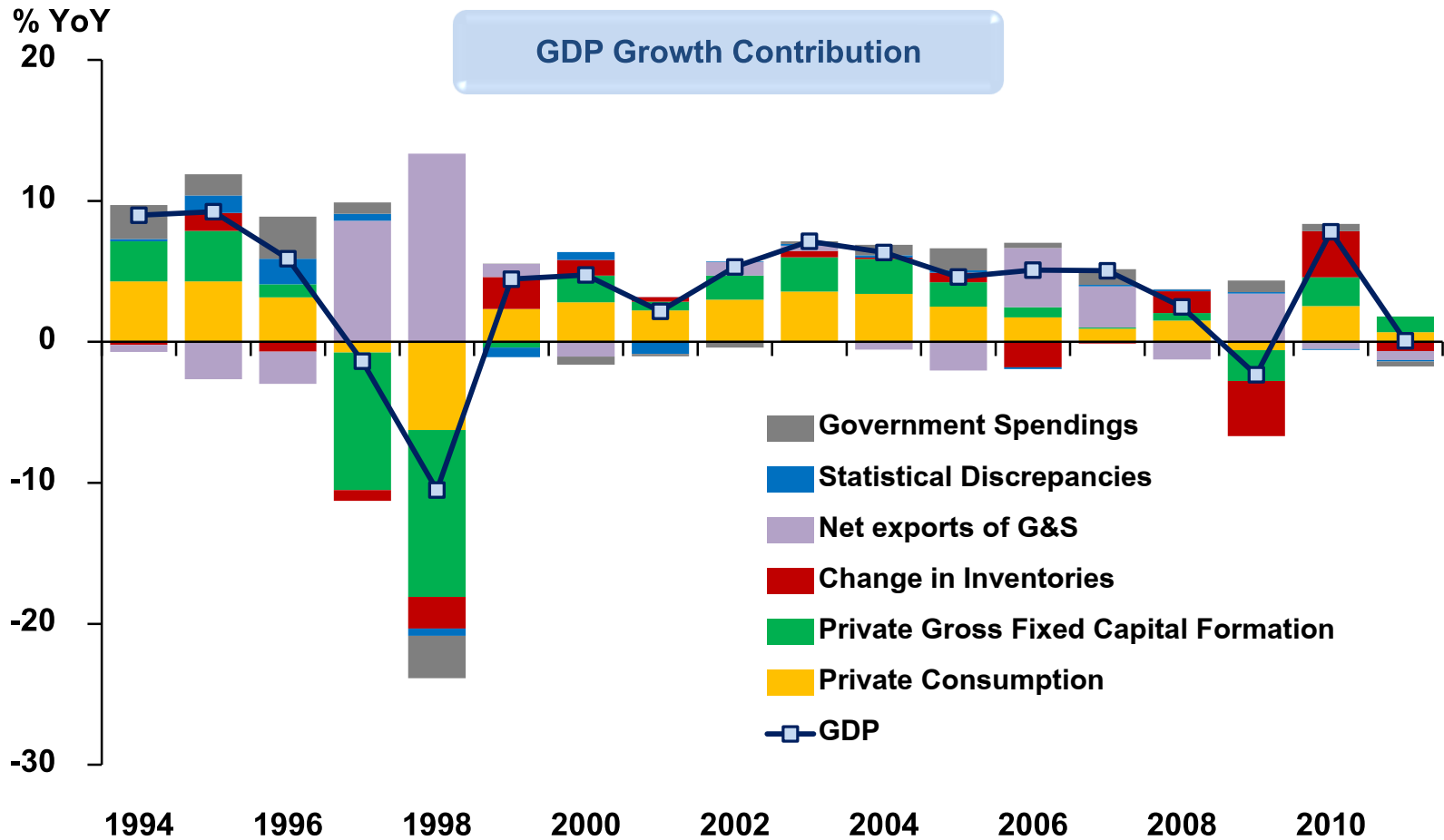


นโยบาย
อัตราแลกเปลี่ยน

macro-prudential
measures



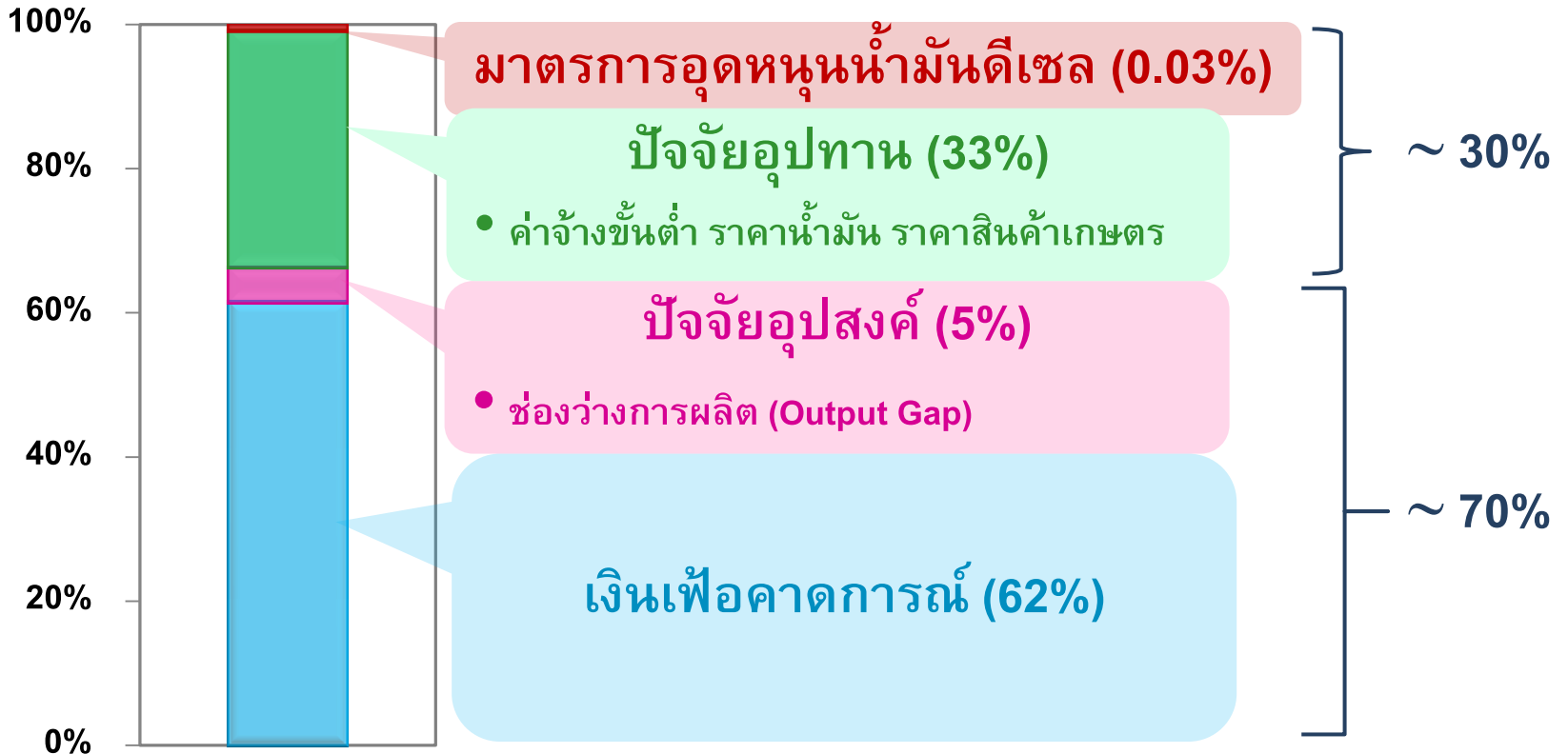
อุปสงค์ภายในประเทศและการส่งออก เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจไทย





อุปสงค์และการคาดการณ์ เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อพลวัตรของเงินเฟ้อไทย

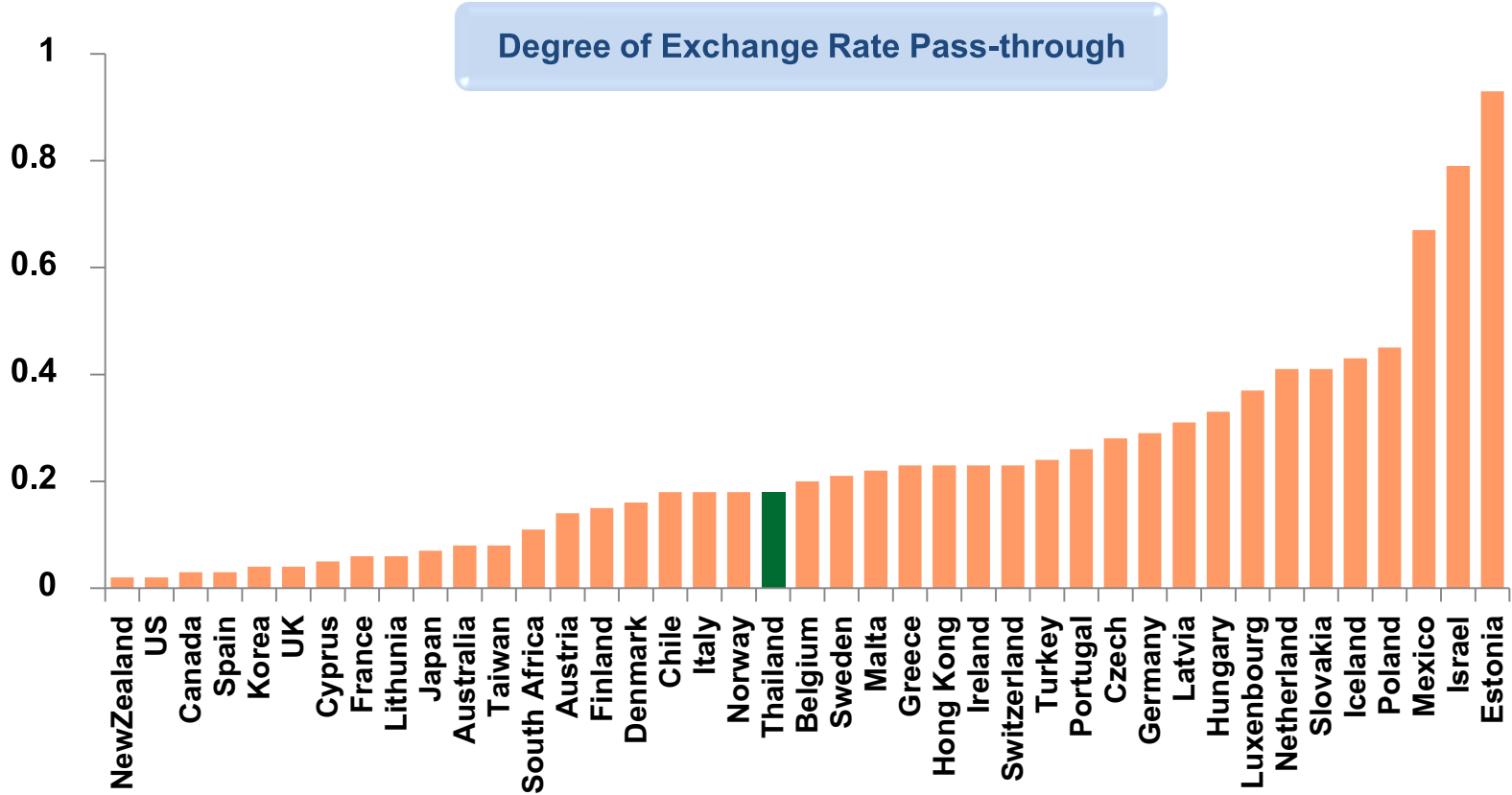
ปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินเฟ้อ



หมายเหตุ: สัดส่วนความสำคัญ (Contribution) ต่อเงินเฟ้อ คำนวณจากค่าสัมประสิทธิ์คูณกับค่าเฉลี่ยของตัวแปรนั้น ๆ



การส่งผ่านอัตราแลกเปลี่ยนไปถึงเงินเฟ้อของไทย มีไม่มากนัก เมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ



Source: Petursson (2008)



เครื่องมือนโยบายการเงินที่เหมาะสม ควรมี 3 คุณสมบัติหลัก

1. Controllability

สามารถควบคุมเครื่องมือและภาวะการเงินได้



2. Counter-cyclical

ภาวะการเงินสามารถต้านกับวัฏจักรเศรษฐกิจ เพื่อช่วยลดความผันผวนในเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ



3. Flexibility

ความยืดหยุ่นในการตอบสนองต่อ shocks





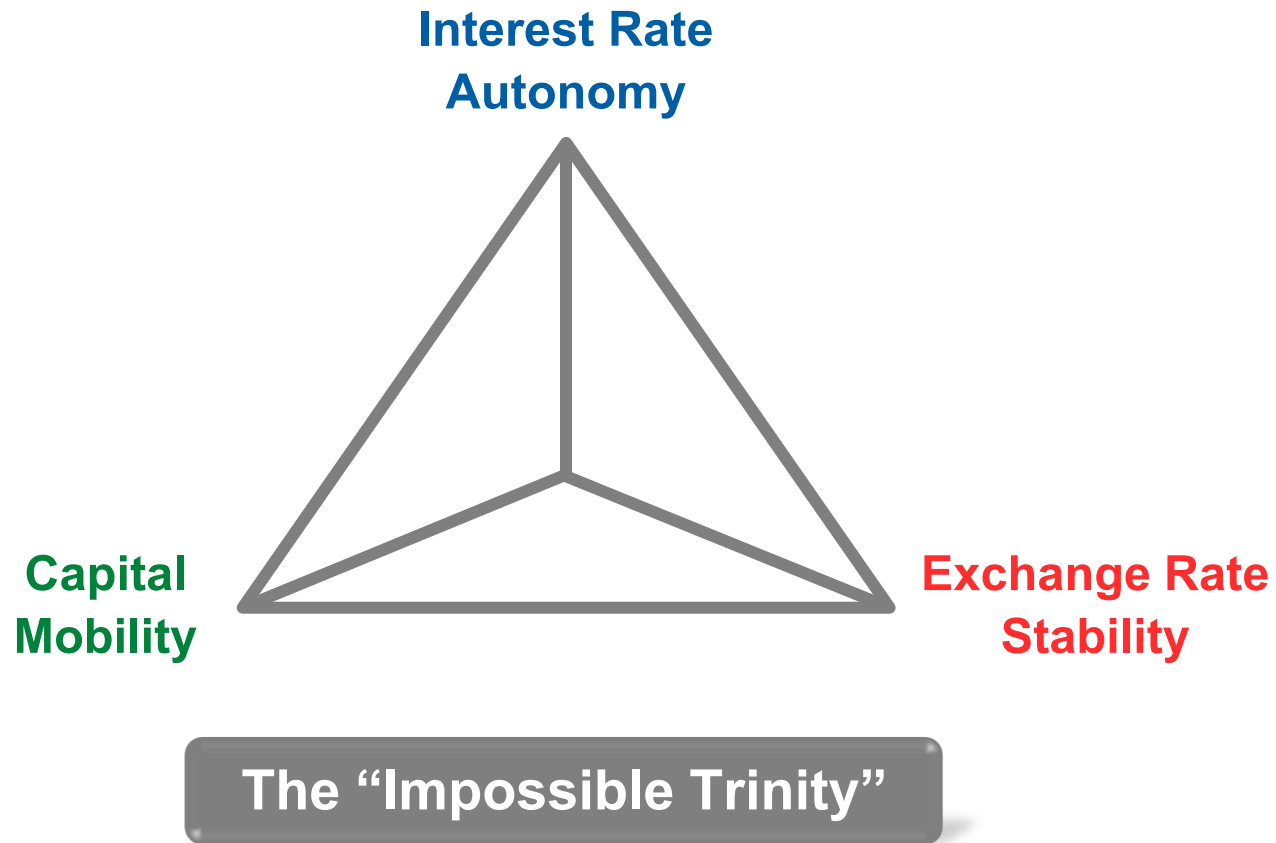
การเลือกใช้เครื่องมือใดเป็นเครื่องมือหลัก
ควรคำนึงถึงความสามารถในการควบคุมภาวะการเงิน
ทั้งในปัจจุบันและการคาดการณ์



ความโปร่งใสเป็นสิ่งจำเป็นที่จะช่วย anchor การคาดการณ์

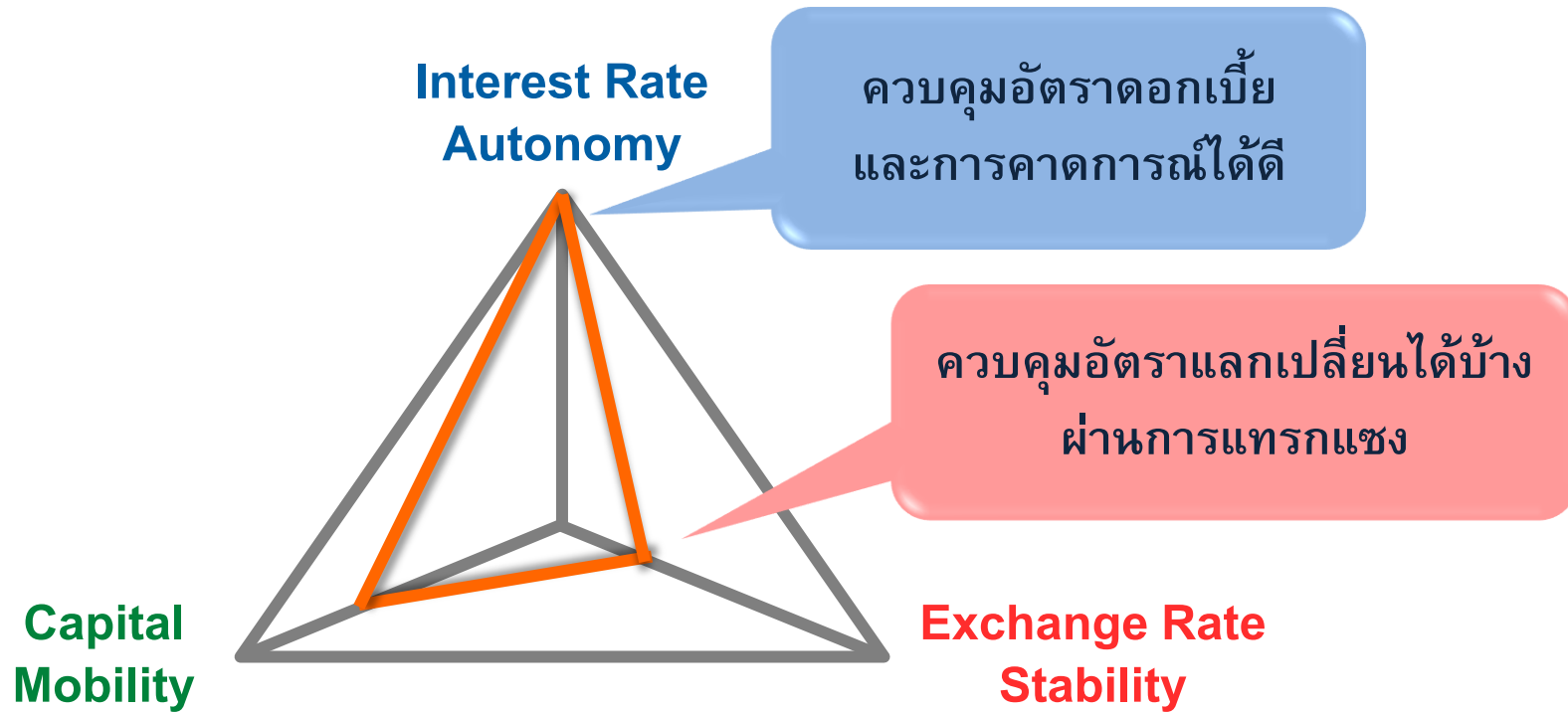


ความสามารถในการควบคุมภาวะการเงิน ถูกจำกัดด้วย Impossible Trinity



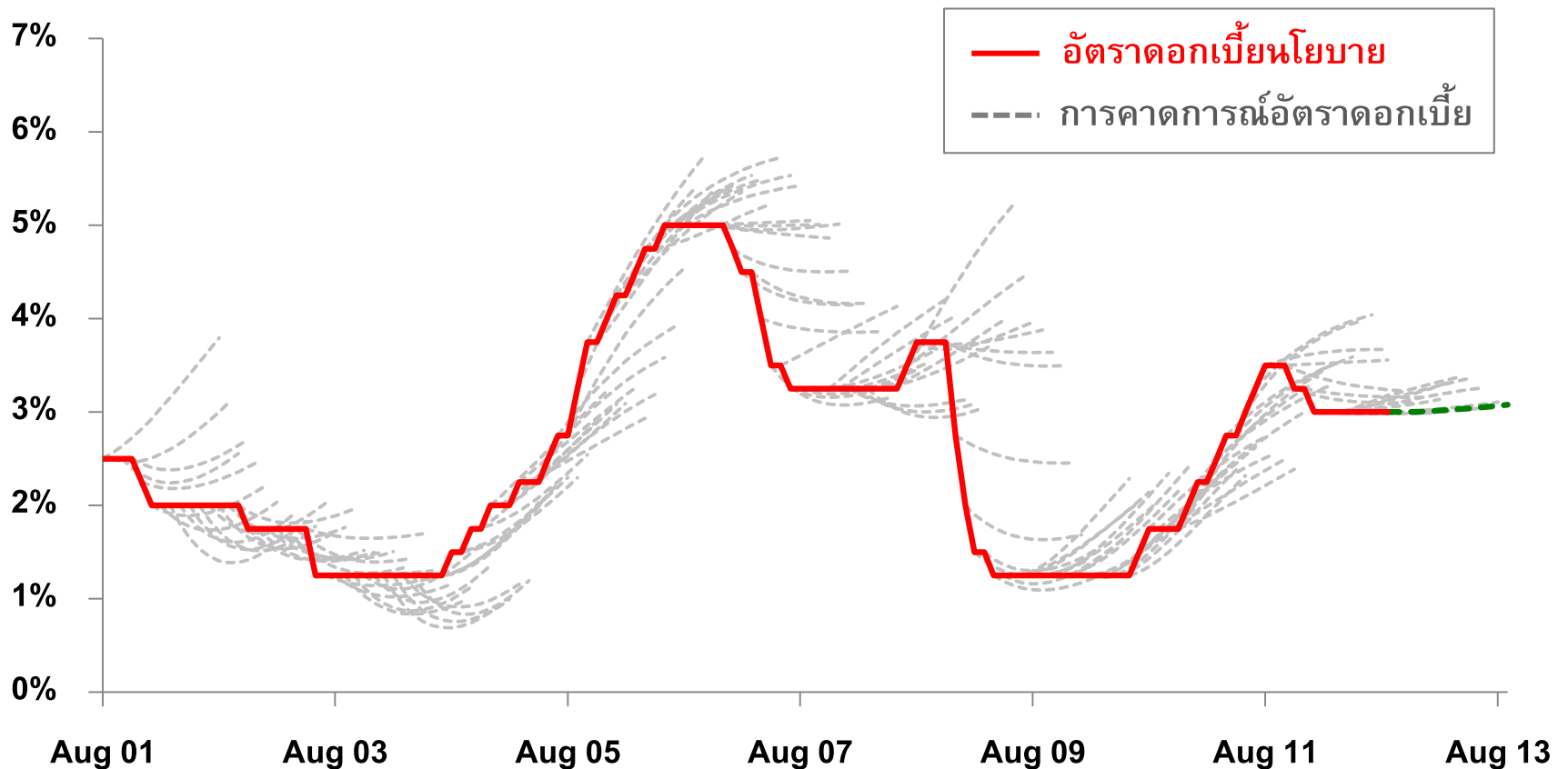


กลุ่มที่ใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก





กระบวนการสร้างความโปร่งใสผ่านการสื่อสาร ช่วยเพิ่ม predictability ของนโยบายการเงินของไทย





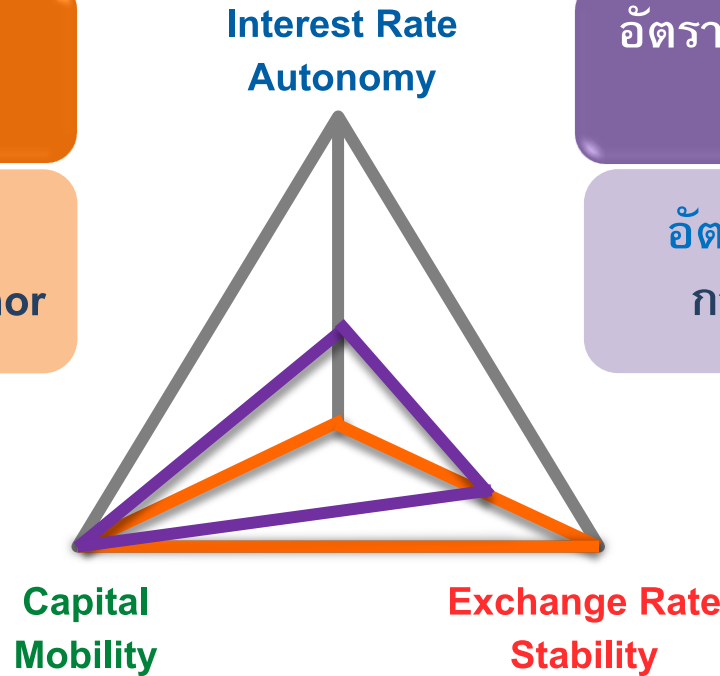
กลุ่มที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก

อัตราแลกเปลี่ยนคงที่

อัตราดอกเบี้ย
เป็นไปตามประเทศ Anchor

อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหว
แบบมีเป้าหมาย

อัตราดอกเบี้ยขึ้นอยู่กับ
การคาดการณ์ค่าเงิน

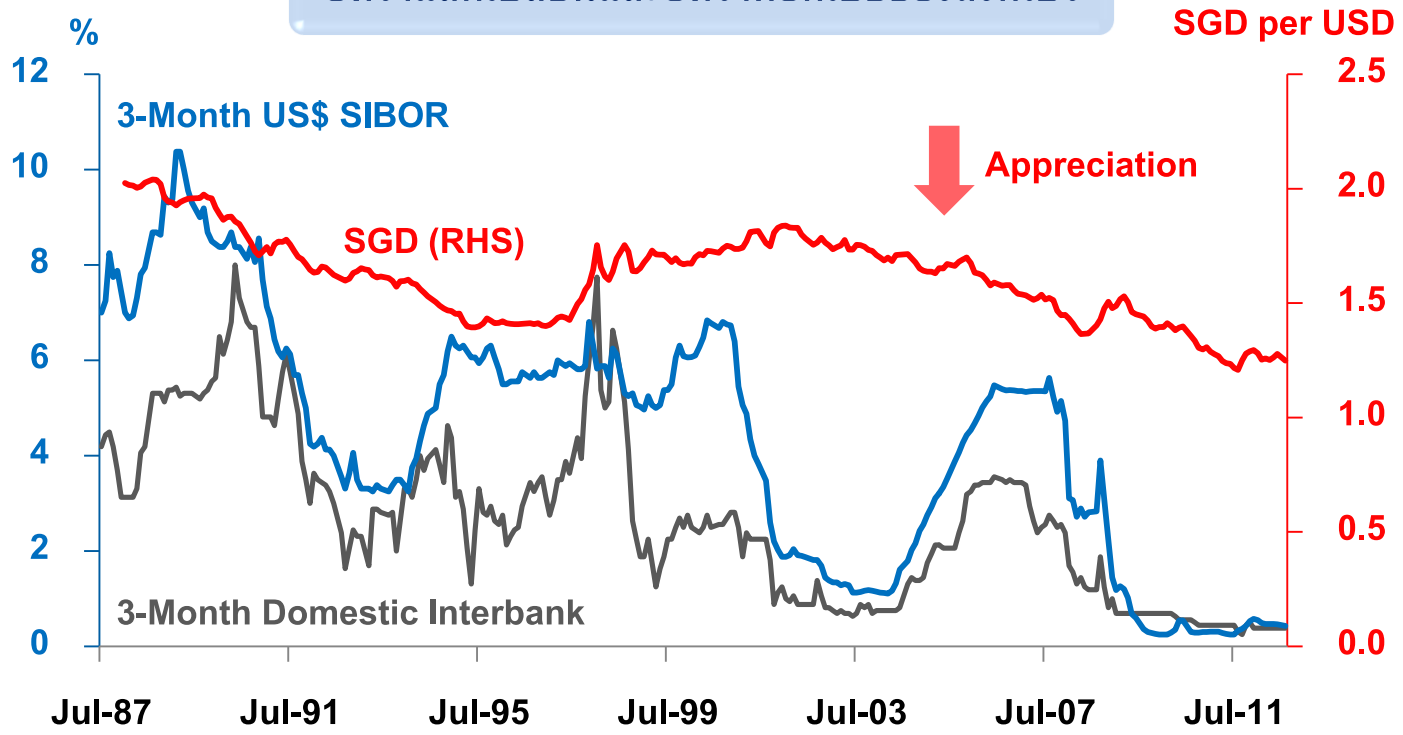


อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กัน
ผ่าน Uncovered Interest Parity (UIP)



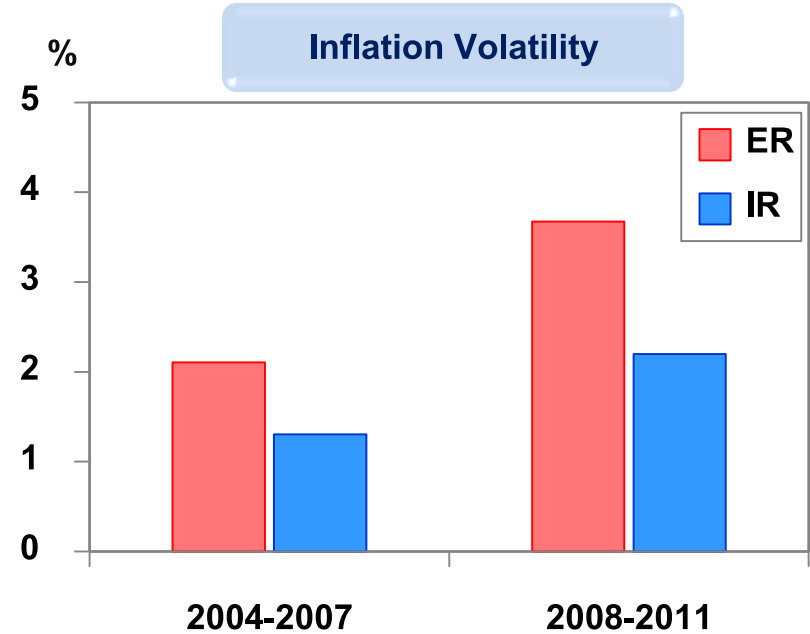
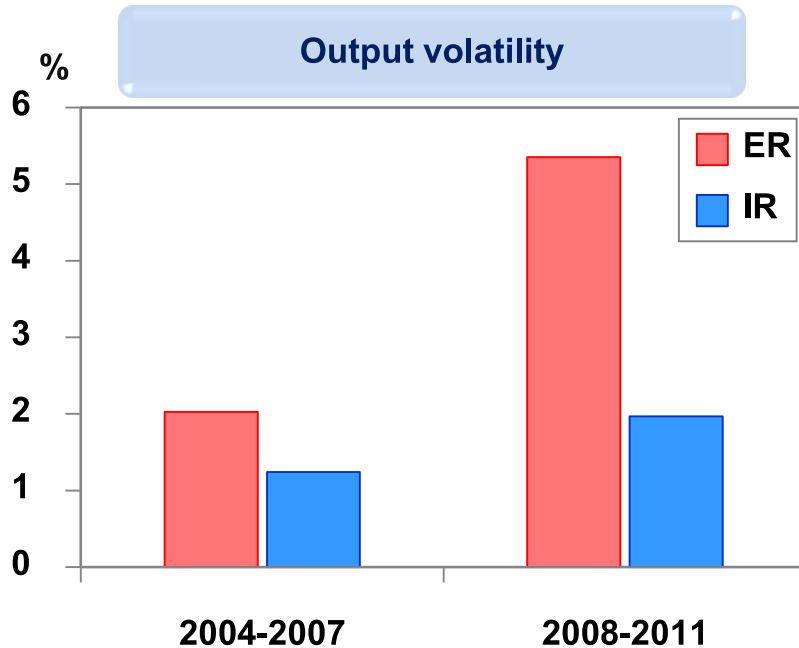
ตัวอย่างจากสิงคโปร์: อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวแบบมีเป้าหมาย

อัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยของสิงคโปร์





ประเทศที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือหลัก
จะมีความผันผวนทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อสูงกว่า



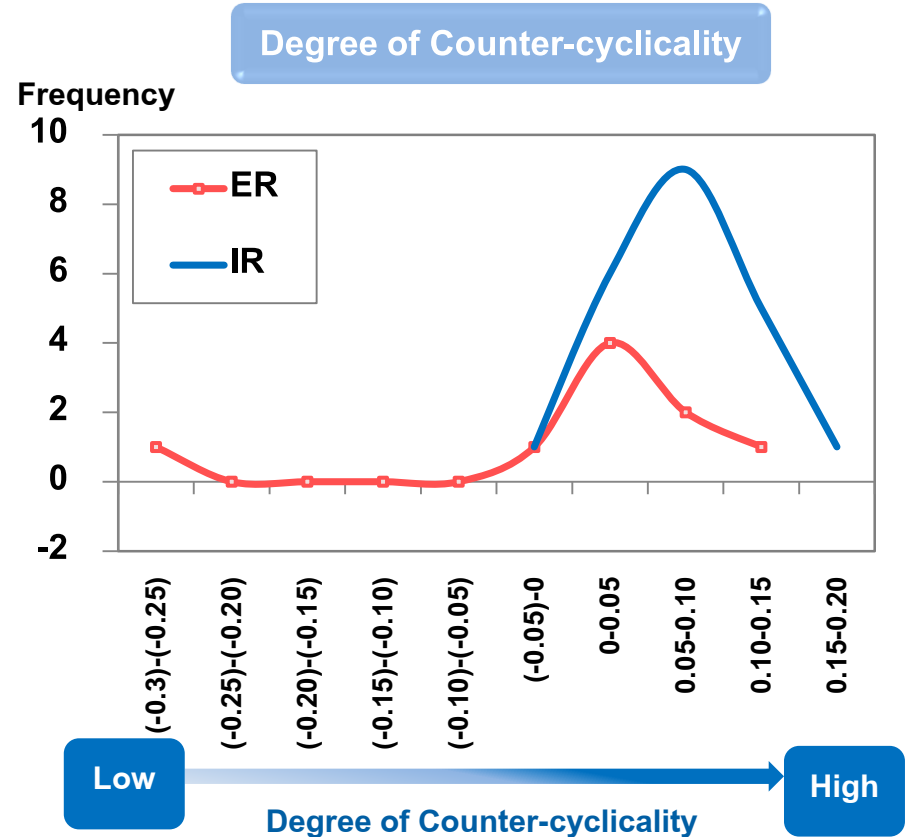


กลุ่มอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความผันผวนทางเศรษฐกิจที่สูงกว่า เนื่องจาก...

- 1) Sacrifice Ratio สูงกว่า และ
- 2) ภาวะการเงิน Counter-cyclical น้อยกว่า

Pool Estimation	Sacrifice Ratio
กลุ่ม ER	2.25
กลุ่ม IR	1.74

Note: Sacrifice ratio มาก แสดงว่า
ในการลดอัตราเงินเฟ้อ (disinflation)
ต้องเสีย GDP ไปมาก



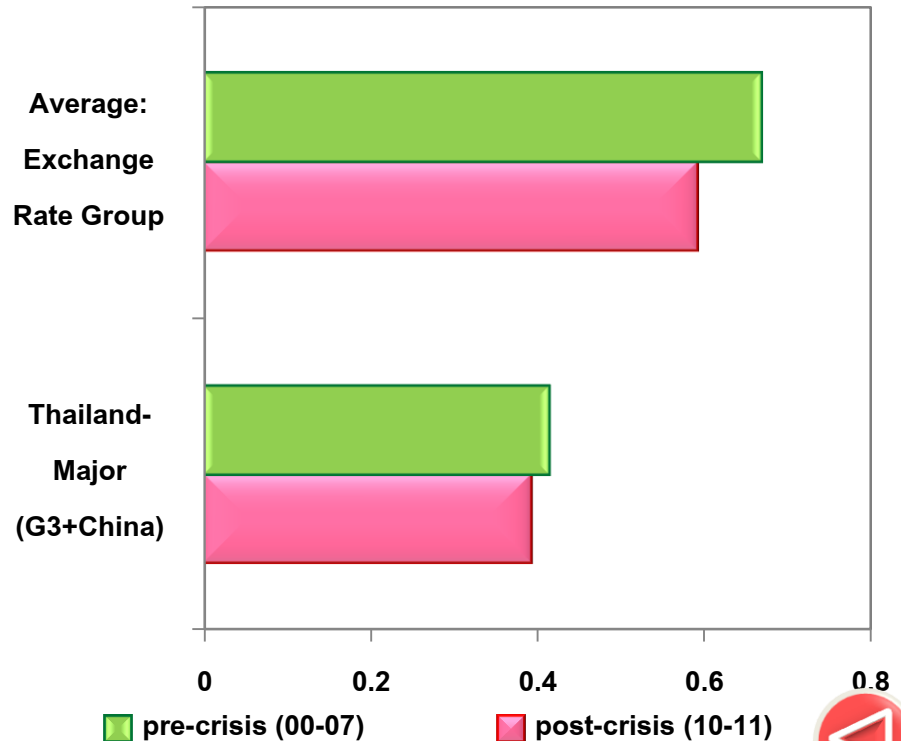
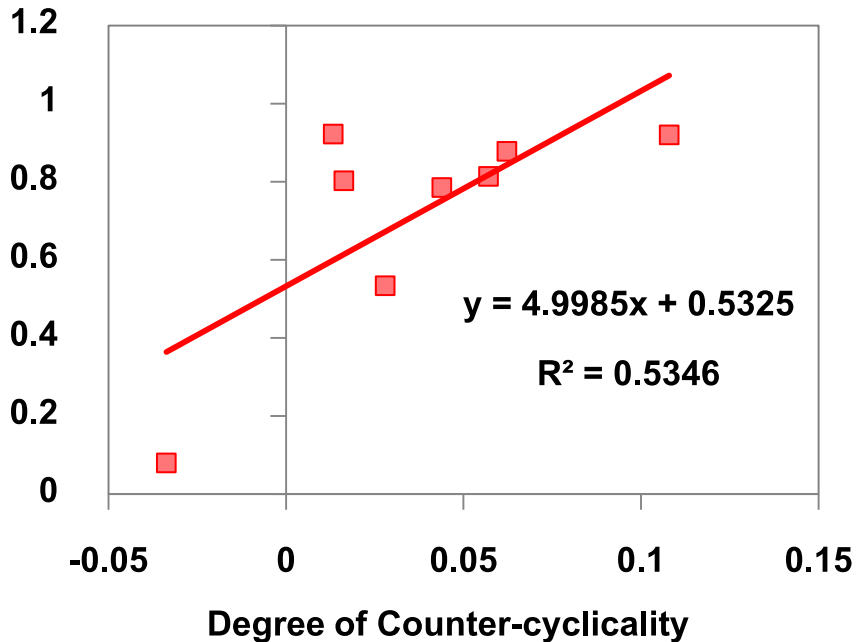


ภาวะการเงินของกลุ่มอัตราแลกเปลี่ยน Counter-cyclical น้อย จากวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศที่ต่างจากประเทศที่เป็น anchor

Exchange Rate Group

Degree of Business Cycle Synchronization (with Major/Anchor Countries)

Correlation with Anchor Country





ความสามารถในการ
รองรับ shocks

การใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก ทำให้อัตราแลกเปลี่ยน
สามารถเคลื่อนไหว ทำหน้าที่เป็น shock absorber ได้



อิสระในการ
ใช้ 2 เครื่องมือ

หากใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก สามารถใช้อัตรา
แลกเปลี่ยนมาเป็นเครื่องมือเสริมได้ เมื่อจำเป็น

ความสามารถ
ในการดูแล
เสถียรภาพการเงิน

ประเทศที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก จำเป็นต้องใช้
Macro-prudential measures มากกว่า





อัตราแลกเปลี่ยนสามารถทำหน้าที่เป็น shock absorber ได้ โดยเคลื่อนไหวในทิศทางที่ช่วยลดทอนผลกระทบของ shock ต่อเศรษฐกิจ

Edwards and Yeyati (2004) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่น สามารถลดทอนผลกระทบของ Terms of Trade Shock ได้ดีกว่า

ในกรณีของประเทศไทย

1. ชญาวดี รัชชานา และ เกศสรินทร์ (2551) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนสามารถช่วยลดผลกระทบของ Real Shock ได้
2. ณชา และ เกษมสุข (2554) พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนทำหน้าที่เป็น Shock Absorber ได้ดี โดยเฉพาะในกรณีที่เป็น World Demand Shock และ Terms of Trade Shock

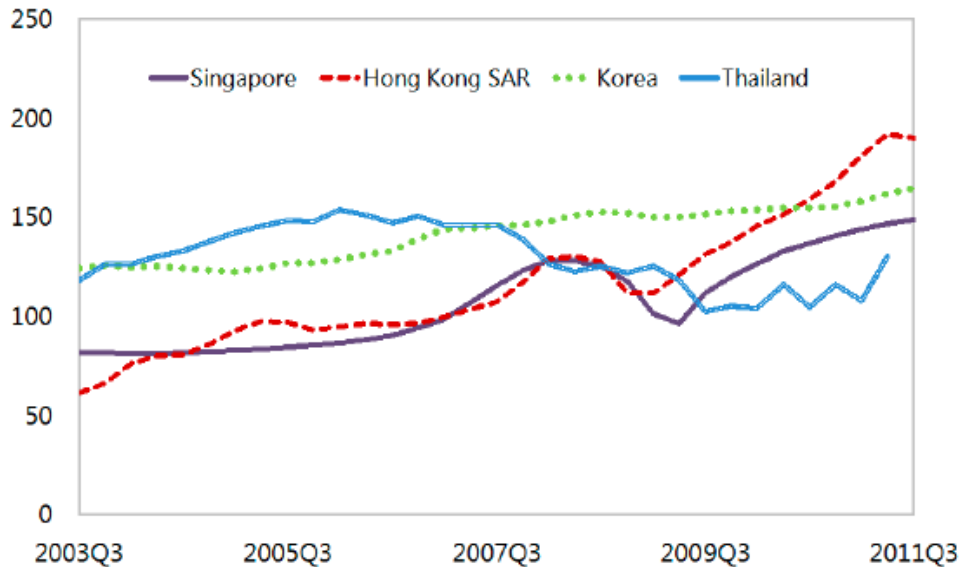




จากการที่ไม่สามารถดำเนินนโยบายการเงินอย่างอิสระได้ ส่งผลให้ สิงคโปร์และฮ่องกงจำเป็นต้องพึ่งพิง Macro-prudential Measures

Housing Market Indices

(2000:Q1=100)



Source: IMF Country Report No. 12/42 (Singapore Article IV Consultation)

Examples of Macro-prudential Measures	
Singapore	Hong Kong
<ul style="list-style-type: none"> - Prohibiting interest-only loans - Lowering LTV (2010-2011) - Raising seller's stamp duty on private properties (2010) - Raising buyer's stamp duty (2011) 	<ul style="list-style-type: none"> - Lowering LTV (2009-2011) - Tightening debt-servicing ratio (2010) - Raising stamp duty for short-term property ownership (2010)





ข้อสรุปเครื่องมือนโยบายการเงินที่เหมาะสม ตามเกณฑ์คุณสมบัติ 3 ประการ

1. Controllability

การใช้อัตราแลกเปลี่ยนอาจมีข้อจำกัดในการควบคุมภาวะการเงิน ส่วนหนึ่งจากความละเอียดอ่อนในการสื่อสาร

2. Counter-cyclicality

ความสามารถในการดูแลความผันผวนทางเศรษฐกิจของไทยถือว่าอยู่ในเกณฑ์ดี จากการใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก

3. Flexibility

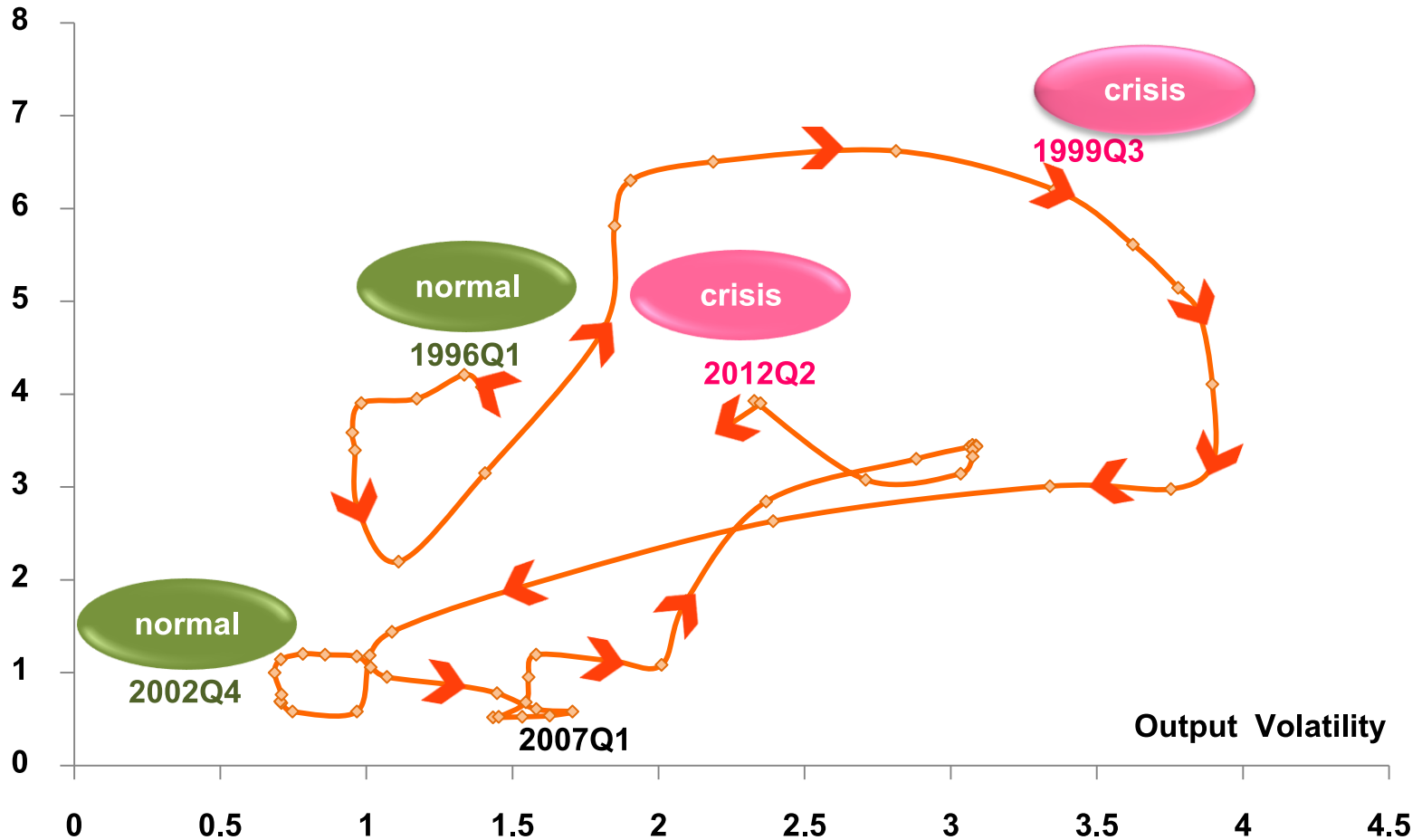
การใช้อัตราดอกเบี้ยจะเอื้อให้มีความยืดหยุ่นเพียงพอที่จะดูแลเสถียรภาพเศรษฐกิจและการเงิน





Inflation-output volatility trade-off ของไทยปรับตัวขึ้น

Inflation Volatility





หลายประเทศได้เปลี่ยนจากอัตราแลกเปลี่ยนไปใช้อัตราดอกเบี้ย
เป็นเครื่องมือหลัก

