

การจัดการด้านการเงิน (Financial Management)

รศ. ดร. ถวิล นิลใบ

เศรษฐศาสตร์ มร.

เอกสารประกอบการบรรยายชุดนี้ มีวัตถุประสงค์หลัก 2 ส่วน ส่วนแรก ให้ความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับภาคการเงิน (financial sector) ของระบบเศรษฐกิจว่ามีองค์ประกอบใดบ้าง มีบทบาทและหน้าที่อย่างไร รวมทั้งมีปัญหาด้านใดบ้าง ส่วนที่สอง การถึงการที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นหน่วยงานหลักในการดูแลภาคการเงินและนโยบายการเงินเพื่อปรับระบบเศรษฐกิจโดยผ่านภาคการเงิน เพื่อบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจหรือสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจ

1. ภาคการเงิน (financial sector) หลักการวิเคราะห์การบริหารจัดการด้านการเงินของประเทศนั้น นักเศรษฐศาสตร์มีกรอบความคิด โดยการแบ่งระบบเศรษฐกิจเป็น 2 ภาค คือ ภาคที่แท้จริง (real sector) และภาคการเงิน (financial sector) ภาคที่แท้จริง มีองค์ประกอบหลักคือ ภาคการผลิต (การลงทุน) ซึ่งเชื่อมโยงตลาดสินค้า ตลาดปัจจัยการผลิต (เช่น การจ้างงาน) และครัวเรือน (การบริโภค) สำหรับภาคการเงินทำหน้าที่สนับสนุนภาคที่แท้จริง โดยการระดมเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ คือจากธุรกิจหรือครัวเรือนที่มีเงินออม (ทั้งจากแหล่งภายในประเทศหรือจากต่างประเทศ ในกรณีที่เปิดเสรีทางการเงิน) แล้วทำการจัดสรรไปสู่ธุรกิจหรือครัวเรือนที่ต้องการใช้เงิน โดยมีสถาบันที่อยู่ในภาคการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ หรือ ตลาดหุ้น ทำหน้าที่ในการระดมเงินออมและจัดสรร ภาคการเงินมีองค์ประกอบคือ ตลาดเงิน (money sector) และตลาดทุน (capital market) ในแต่ละตลาดจะมีสถาบันที่ทำหน้าที่ระดมทุน มีตราสารทางการเงิน และมีหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับและควบคุม ความสัมพันธ์ระหว่างภาคการเงินและภาคที่แท้จริงแสดงได้โดยรูปภาพที่ 1

2. โครงสร้างของตลาดการเงินในประเทศ (Domestic Financial Market)

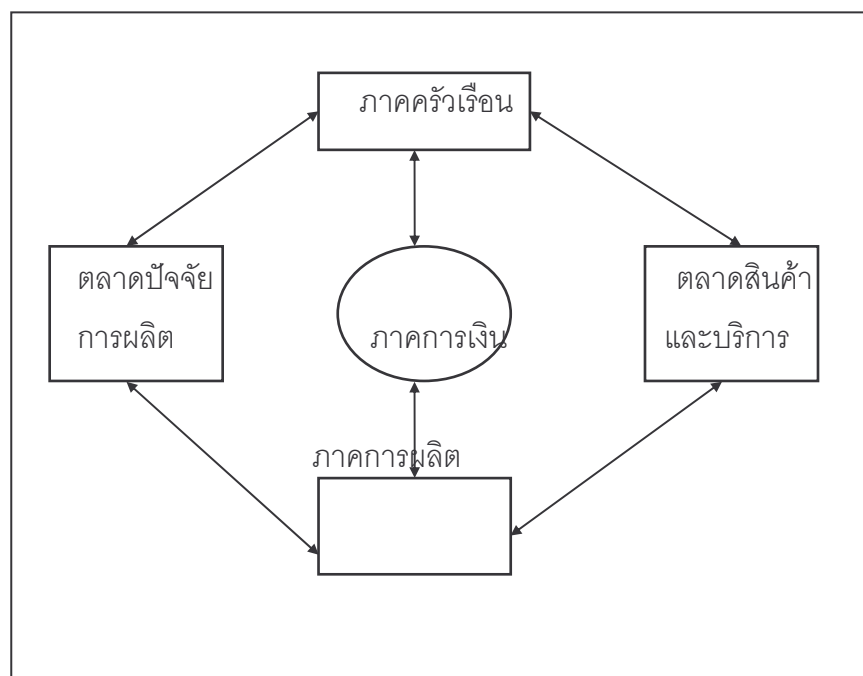
ตลาดการเงินในประเทศ อาจจำแนกตามระยะเวลาของเงินทุนหรือช่องทางการระดมทุน ในกรณีที่ใช้ระยะเวลาการจัดสรรของเงินทุนออกได้เป็น 2 ตลาด คือ ตลาดเงิน (Money Market) และตลาดทุน (Capital Market)

(1) ตลาดเงิน เป็นแหล่งระดมเงินออมระยะสั้น (มักนิยามว่าไม่เกิน 1 ปี) แล้วจัดสรรให้กู้ยืมแก่ผู้ต้องการเงินทุน ตลาดเงินยังอาจแยกออกเป็นตลาดเงินของทางการ และตลาดเงินของเอกชน ซึ่งตลาดเงินของทางการได้แก่ ตลาดเงินให้กู้ยืมปกติของธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดซื้อคืนพันธบัตรรัฐบาล (Repurchase Market) ส่วนตลาดเงินเอกชนประกอบด้วย การกู้ยืมระหว่างสถาบันการเงิน และตลาดตราสารการพาณิชย์ สถาบันที่อยู่ในตลาดเงินได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และโรงรับจำนำ ส่วนตราสารทางการเงินประกอบด้วย ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Notes) ตั๋วเงินคลัง (Treasury Bills) เป็นต้น โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดูแล ตลาดเงินในประเทศไทยนับว่าเป็นส่วนสำคัญที่สุดในภาคการเงิน ทั้งนี้เพราะเป็นแหล่งที่ระดมเงินออมและให้สินเชื่อมากที่สุด

(2) ตลาดทุน เป็นแหล่งระดมเงินออมระยะยาว (เกินกว่า 1 ปี) เพื่อจัดสรรให้กับผู้ต้องการเงินทุนระยะยาว โดยเฉพาะภาคธุรกิจ สถาบันที่อยู่ในตลาดทุนได้แก่ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ ตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายหลักทรัพย์และชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ ตราสารทางการเงินหรือหลักทรัพย์ในตลาดทุน ประกอบด้วย หุ้นสามัญ (Ordinary Shares) หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Shares) หุ้นกู้ (Debentures) พันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) หน่วยลงทุนของกองทุนรวม ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrants) เป็นต้น หน่วยงานที่ดูแลตลาดทุนคือคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ในกรณีที่ใช้ช่องทางระดมทุนเป็นเกณฑ์ในการแบ่ง ตลาดการเงินในประเทศ (Domestic Financial Market) แบ่งเป็น 3 รูปแบบ คือ การกู้ยืมจากสถาบันการเงิน (Bank Loans) การออกตราสารทุน (Equities) เช่น หุ้นสามัญ และการออกตราสารหนี้ตราสารหนี้ เช่น พันธบัตร (Domestic Bonds) เป็นต้น

ภาพที่ 1: ความสัมพันธ์ระหว่างภาคการเงินและภาคที่แท้จริง



พิจารณาการระดมเงินทุนโดยใช้ช่องทางต่างๆ ตามที่แสดงในตารางที่ 1 พบว่า ในปี พ.ศ. 2535 เงินทุนได้จากการกู้ยืมจากสถาบันการเงินสูงถึงร้อยละ 76.37 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) และมากกว่าร้อยละ 100 ของ GDP ในปี 2538 และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในทุกปี ขณะที่มูลค่าการลงทุนในตราสารทุนเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 52.46 ในปีพ.ศ. 2535 เป็นร้อยละ 104.89 ในปีถัดมา จากนั้นมูลค่าการลงทุนในตลาดหุ้นลดลงเรื่อย ๆ โดยเฉพาะเมื่อเกิดวิกฤตในปี 2540 ขณะที่ตลาดพันธบัตรมีมูลค่าเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ จนกระทั่งสูงขึ้นอย่างมากหลังเกิดวิกฤตการเงินในปี พ.ศ. 2540

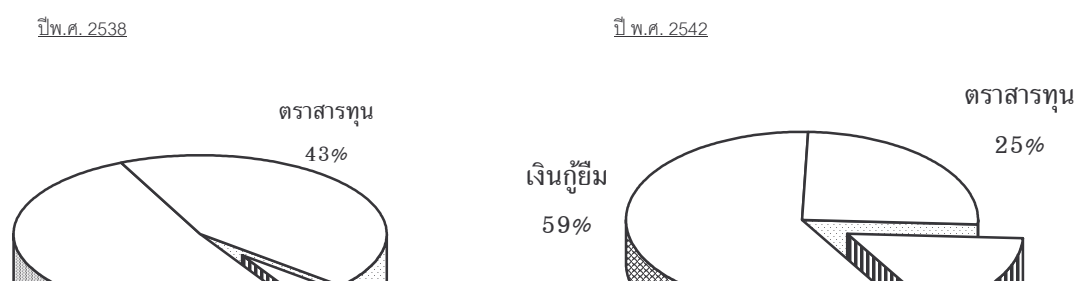
ตารางที่ 1: มูลค่าตลาดการเงินของประเทศไทย

(หน่วย : พันล้านบาท)

ปี พ.ศ.	เงินกู้ธนาคาร (Bank Loans)		เงินทุน (Equities)		พันธบัตรในประเทศ (Domestic Bonds)		GDP (ราคา ปัจจุบัน)
	มูลค่า	ร้อยละ ต่อ GDP	มูลค่า	ร้อยละ ต่อ GDP	มูลค่า	ร้อยละ ต่อ GDP	
2535	2,161.9	76.37	1,485.0	52.46	215.1	7.60	2,830.9
2536	2,665.2	84.07	3,325.4	104.89	262.0	8.26	3,170.3
2537	3,430.5	94.39	3,300.8	90.82	339.0	9.33	3,634.5
2538	4,230.5	101.07	3,564.6	85.16	424.4	10.14	4,185.6
2539	4,825.1	104.70	2,559.6	55.54	519.3	11.27	4,608.5
2540	6,037.5	127.72	1,133.3	23.97	546.8	11.57	4,727.3
2541	5,372.3	115.88	1,268.2	27.36	941.3	20.30	4,636.0
2542	5,119.0	109.19	2,193.1	46.78	1,388.6	29.62	4,688.3

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาพที่ 2: เปรียบเทียบสัดส่วนมูลค่าสินทรัพย์ในตลาดการเงิน



แม้ว่าตลาดตราสารหนี้จะเกิดขึ้นมานานพอสมควร แต่ตลาดตราสารหนี้ของไทยมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดการเงินอื่นๆ ดังจะเห็นได้จากมูลค่า ณ สิ้นปี พ.ศ. 2542 ตลาดตราสารหนี้มีขนาดเพียงร้อยละ 27.1 ของเงินฝากธนาคารหรือร้อยละ 63.3 ของมูลค่าหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ และร้อยละ 29.6 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์ประชาชาติเท่านั้น และหากพิจารณาภาพรวมของตลาดการเงินทั้งระบบพบว่า ตลาดตราสารหนี้คิดเป็นร้อยละ 16 ของตลาดการเงินทั้งระบบเท่านั้น เมื่อ

เปรียบเทียบกับตลาดตราสารหนี้ในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น อเมริกาและญี่ปุ่น ขนาดตลาดตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2538 มีอัตราสูงถึงร้อยละ 110 และ 74 ของรายได้ประชาชาติ ตามลำดับ

ตารางที่ 2: ตลาดตราสารหนี้เปรียบเทียบกับเงินให้กู้ยืมของธนาคาร

ประเทศ	ตลาดตราสารหนี้ (%ต่อGDP)	เงินให้กู้ยืม (% ต่อ GDP)	% ของตลาดตราสารหนี้ต่อเงินให้ กู้ยืม
ไทย	10.0	110.0	9.1
ฟิลิปปินส์	39.0	54.0	72.2
มาเลเซีย	56.0	100.0	56.0
อินโดนีเซีย	6.0	57.0	10.5
สหรัฐอเมริกา	110.0	54.0	203.7
ญี่ปุ่น	74.0	52.0	142.3

ที่มา : Asia Money, December 1997-January 1998

โครงสร้างตราสารหนี้ไทยในปัจจุบัน

โครงสร้างของตราสารหนี้โดยทั่วไปจะแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ พันธบัตรภาครัฐและตราสารหนี้ภาคเอกชน ตราสารหนี้ซึ่งผู้ออกมีข้อผูกพันทางกฎหมายที่จะชำระดอกเบี้ย และเงินต้นแก่ผู้ซื้อตามเวลาที่กำหนด ซึ่งในต่างประเทศจะใช้คำว่า Bond สำหรับตราสารหนี้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured bond) และใช้คำว่า Debenture สำหรับตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Unsecured bond) สำหรับในประเทศไทยนิยมใช้ Bond หรือพันธบัตรในการเรียกตราสารหนี้ภาครัฐ และใช้ Debenture หรือหุ้นกู้ ในการเรียกตราสารหนี้ภาคเอกชน

นับตั้งแต่ พ.ศ. 2533 เป็นต้นมา ประเทศไทยมีฐานะเกินดุลมาโดยตลอด ทำให้รัฐบาลไม่สามารถออกพันธบัตรเพื่อระดมทุนได้ เนื่องจากพระราชบัญญัติเงินคงคลังอนุญาตให้รัฐบาลออกพันธบัตรในกรณีที่มั่งบประมาณขาดดุล นับจากปี 2535 เป็นต้นมา มูลค่าของพันธบัตรรัฐบาลมีปริมาณลดลงตลอดมา ปริมาณพันธบัตรที่ยังไม่หมดอายุนั้นมีเหลืออยู่เป็นจำนวนน้อย และไม่มีสภาพคล่องในการซื้อขาย โดยส่วนใหญ่เป็นการถือของสถาบันการเงินตามกฎหมายของทางการ ทำให้ไม่มีการพัฒนาเครื่องมือและมาตรฐานต่างๆ ของตลาดรองตราสารหนี้ในช่วงระยะเวลา

ดังกล่าว เช่น ไม่มีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะยาวในประเทศ ไม่มีพันธบัตรรัฐบาลที่จะใช้ในการอ้างอิงเพื่อจัดทำเส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลหรือประเภทที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Yield Curve)

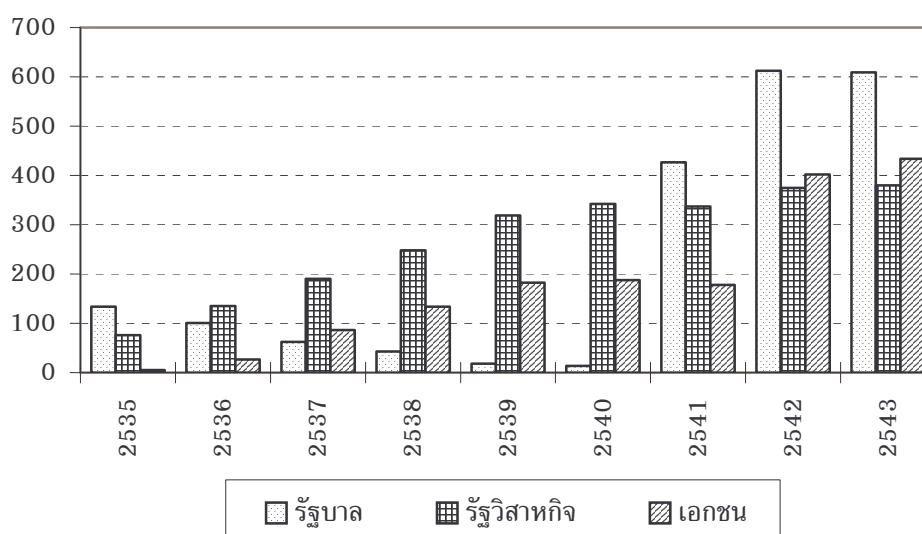
ตารางที่ 3: มูลค่าตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย (หน่วย: พันล้านบาท)

ปี	พันธบัตรรัฐบาล	ตัวเงินคลัง	พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ			พันธบัตร ธปท. / FIDF/PLMO	พันธบัตร เอกชน	รวม
			ประกัน	ไม่ ประกัน	รวม			
2535	133.9	-	62.9	13.2	76.1	-	5.1	215.1
2536	100.7	-	109.7	25.3	135.0	-	26.3	262.0
2537	62.5	-	159.8	30.6	190.4	-	86.1	339.0
2538	43.0	-	208.7	29.6	238.3	9.5	133.6	424.4
2539	18.0	-	239.7	38.7	278.4	40.5	182.4	519.3
2540	13.8	-	247.3	46.5	293.8	51.6	187.6	543.8
2541	426.9	-	255.7	44.9	300.6	36.2	177.6	941.3
2542	587.1	25.0	309.1	47.3	356.4	18.1	402.0	1388.6
2543	596.0	13.0	313.7	52.8	366.5	13.1	433.9	1422.5

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: มูลค่าการออกหุ้นกู้ที่ออกเฉพาะหุ้นกู้ภาคเอกชนที่ออกจำหน่ายในประเทศและไม่รวม Slip/Caps

ภาพที่ 3: เปรียบเทียบมูลค่าตราสารหนี้ภาครัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และเอกชนในประเทศไทย



จนกระทั่งปี 2541 มูลค่าของพันธบัตรรัฐบาลมีปริมาณเพิ่มขึ้นอย่างมากเนื่องจากการระดมทุนให้กองทุนฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน สำหรับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีความสำคัญขึ้นเป็นลำดับ เนื่องจากการกำหนดเพดานเงินกู้ต่างประเทศของรัฐบาลทำให้รัฐวิสาหกิจต้องหันมาระดมทุนในประเทศเพื่อการพัฒนาโครงการสาธารณูปโภคต่างๆ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจเพิ่มจากปี 2535 ที่มีมูลค่า 76.1 พันล้านบาท เป็น 356.4 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2542 คิดเป็นร้อยละ 81 ของมูลค่าตลาด โดยเป็นพันธบัตรที่กระทรวงการคลังค้าประกันถึง 309.1 พันล้านบาท แต่พันธบัตรรัฐวิสาหกิจมีข้อจำกัดด้านวัตถุประสงค์และรูปแบบการออกที่ไม่เอื้อให้เกิดการซื้อขายในตลาดรอง โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ค้าประกันโดยกระทรวงการคลัง ทำให้สถาบันการเงินถือครองไว้เพื่อดำรงทรัพย์สินสภาพคล่องตามกฎหมายเช่นเดียวกับพันธบัตรรัฐบาล ทำให้การซื้อขายในตลาดรองมีน้อยมาก

ในปี พ.ศ. 2540 ไทยต้องเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจถดถอยจนทำให้ผู้ออกหุ้นกู้ในตลาดหลายรายผิดนัดชำระหนี้ทั้งในส่วนเงินต้นและดอกเบี้ย ตลาดหุ้นกู้จึงไม่น่าสนใจและมีความเสี่ยงมากขึ้นในสายตาของนักลงทุน ดังนั้นในปี 2540 จึงไม่มีหุ้นกู้ใหม่ออกและเสนอขายในประเทศ แต่หลังจากนั้นเมื่อรัฐบาลขาดดุลงบประมาณและออกขายพันธบัตรในประเทศอีกครั้งในไตรมาส 3 ปี 2541 ปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นจากพันธบัตรรัฐบาล ภาพรวมของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ประกอบกับภาวะอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงโดยตลอด ทำให้ตลาดหุ้นกู้ภาคเอกชนค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้น โดยการออกหุ้นกู้ในช่วงต้นเป็นการระดมทุนของผู้ประกอบการขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคงทางการเงินสูง ช่วงปี 2542 นับเป็นปีทองของการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ เนื่องจากได้รับความนิยมอย่างมากทั้งจากผู้ที่ต้องการระดมทุนและผู้ต้องการลงทุน โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลงอยู่ในระดับต่ำสุดในประวัติการเงินไทย บริษัทผู้ระดมทุนจากเงินกู้มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าการกู้เงินจากสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศ ในขณะที่ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงกว่าการลงทุนประเภทอื่น และเมื่อสหรัฐโจมตีอาฟกานิสถาน มูลค่าการซื้อขายตราสารหนี้ไม่ได้รับผลกระทบจาก ดังจะเห็นได้ว่ามูลค่าการซื้อขายในวันที่ 8 ตุลาคม 2544 เท่ากับ 4,000 ล้านบาท ทั้งนี้เป็นผลมาจากผู้ซื้อขายเป็นนักลงทุนสถาบัน ประกอบกับตราสารที่ซื้อขายส่วนใหญ่เป็นตราสารของรัฐบาลที่มีความเสี่ยงต่ำ เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนซึ่งค่อนข้างอ่อนไหวง่ายกว่า เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นรายย่อย ปัจจุบันมีการก่อตั้งกองทุนลงทุนในตลาดตราหนี้เพิ่มมากขึ้น

1. นโยบายและเป้าหมายการเงิน รัฐบาลมักใช้นโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเสถียรภาพของระดับราคา และอัตราแลกเปลี่ยน และสนับสนุนการเติบโตมากกว่าเป้าหมายอื่น นโยบายการเงินมักมีผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อเป้าหมายอื่น

ตัวอย่างเช่น การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยแทรกแซงให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี 2541 เพื่อรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนหรือควบคุมระดับเงินเฟ้อจะมีผลต่อการกระจายรายได้ กล่าวคือ จะทำให้ผู้ที่เปราะบางมีภาระจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น นโยบายการเงินซึ่งแบ่งเป็น 2 ลักษณะ คือ

นโยบายการเงินแบบขยายตัว (Expansionary Monetary Policy) เป็นนโยบายการเงินที่ต้องการทำให้สภาพคล่องทางการเงิน (liquidity) เพิ่มขึ้น ซึ่งทำได้โดยใช้เครื่องมือทางการเงินในการที่จะเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจให้สูงขึ้น นโยบายการเงินในลักษณะนี้จะมีผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ซึ่งจะมีผลกระทบให้อุปสงค์รวมเพิ่มขึ้น รัฐบาลมักจะใช้นโยบายการเงินลักษณะนี้เมื่อต้องการสนับสนุนการเติบโต ดังที่ประเทศไทยกำลังใช้อยู่ในขณะนี้

นโยบายการเงินแบบหดตัว (Contractionary or tight monetary policy) เป็นนโยบายการเงินที่ต้องการทำให้สภาพคล่องทางการเงินลดลง และทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ทั้งนี้กระทำได้โดยใช้เครื่องมือทางการเงินไปในทิศทางที่จะลดปริมาณเงินลง นโยบายลักษณะนี้ใช้เพื่อวัตถุประสงค์ที่จะรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ เช่น ควบคุมไม่ให้อุปสงค์รวมสูงเกินไป อันจะนำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ หรือ ช่วยรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาท เป็นต้น นโยบายการเงินแบบหดตัวนี้ รัฐบาลไทยนำมาใช้หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังที่ปรากฏในจดหมายแสดงเจตจำนงที่ยื่นต่อ IMF ฉบับที่ 1

เป้าหมายของนโยบายการเงินที่สำคัญคือ การรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ และการสนับสนุนการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ ในปัจจุบัน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดเป้าหมายทางการเงินไว้เพียงเป้าหมายเดียว คือ การรักษาเสถียรภาพภายในประเทศ โดยการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation targeting) แล้วดำเนินนโยบายการเงินในการควบคุมเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่กำหนด

การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

ในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารชาติของประเทศต่างๆ ทั่วโลกมีเป้าหมายสุดท้าย (ultimate target) ที่จะรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ (economic stability) ในขณะที่เศรษฐกิจมีการเติบโต หรือกล่าวในนัยที่กว้างขึ้น คือ ธนาคารชาติของทุกประเทศมีเป้าหมายในการที่จะทำให้เศรษฐกิจมีเสถียรภาพควบคู่กันไปกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจจะวัดจากเสถียรภาพทางด้านราคา (price stability) และดัชนีที่นิยมใช้วัดคือ ภาวะเงินเฟ้อ (inflation) การดำเนินมาตรการหรือเครื่องมือทางการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายดังกล่าว โดยทั่วไปรัฐบาลมักจะกำหนดตัวแปรหลักที่จะควบคุมดูแลหรืออาจเรียกว่า เป้าหมายชั้นกลาง (intermediate target) เพราะเป็นเป้าหมายที่ดูแลและจัดการได้ง่ายกว่า ทั้งนี้มีความ

เชื่อว่า เป้าหมายชั้นกลางนี้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับเป้าหมายชั้นสูงสุด (ultimate target) ถ้ารัฐบาลเชื่อว่าถ้าสามารถดูแลเป้าหมายชั้นกลางได้ก็จะสามารถบรรลุเป้าหมายสุดท้ายได้ เป้าหมายชั้นกลางที่รัฐบาลใช้เป็นหลักมีหลายตัว เช่น ฐานเงิน (monetary base) อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อ หรือ ปริมาณเงิน (money supply) เป็นต้น การที่จะใช้ตัวแปรใดเป็นเป้าหมายขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจของแต่ละประเทศ ดังนั้น การนำเป้าหมายเงินเพื่อมาใช้เท่ากับว่า ธนาคารชาติ เข้ามาจัดการกับเป้าหมายสุดท้ายโดยตรง¹

เป้าหมายเงินเพื่อได้ถูกนำมาใช้เป็นครั้งแรกในปี 2533 โดยธนาคารชาติของประเทศ New Zealand ต่อจากนั้นมีประเทศประมาณ 10 กว่าประเทศประกาศใช้ (ดูตารางประเทศ ตัวอย่างที่ประกาศใช้) ซึ่งจัดว่ายังมีจำนวนน้อยและกระจุกตัวในกลุ่มประเทศที่มีระดับการพัฒนาค่อนข้างสูง และยังคงมีข้อถกเถียงและข้อสงสัยหลายประการในการที่ประเทศต่างๆ จะนำนโยบายเช่นนี้มาใช้ โดยเฉพาะกับประเทศที่ยังมีระดับการพัฒนาไม่สูง²

ตัวอย่างประเทศที่ประกาศใช้เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ

ประเทศ	ปีที่ประกาศใช้	อัตราเป้าหมาย และกรอบเวลา	ดัชนีราคาที่ใช้ และรายการที่ยกเว้น
New Zealand	1990	0 -2 % ในช่วง 5 ปี	CPI ไม่รวมต้นทุนดอกเบี้ย ภาษีทางอ้อม เงินอุดหนุน ผลการเปลี่ยนแปลงของอัตราการค้า (terms of trade)
Canada	1991	1-3 % จนถึงปี 1998	CPI ไม่รวมอาหาร พลังงาน และผลการเปลี่ยนแปลงของภาษีทางอ้อม
United Kingdom	1992	2.5 % $\pm$ 1 %	ดัชนีราคาขายปลีก (retail price index) ไม่รวมดอกเบี้ยจ่าย ค่าผ่อนบ้าน
Sweden	1993	2% $\pm$ 1 % ตั้งแต่ 1996 เป็นต้นไป	CPI
Finland	1993	2 % ตั้งแต่ 1996 เป็นต้นไป	CPI ไม่รวมภาษีทางอ้อม เงินอุดหนุน ราคาบ้าน ดอกเบี้ย ผ่อนบ้าน
Australia	1993	2 - 3 % เฉลี่ยในช่วงวงจรธุรกิจ	CPI ไม่รวมอัตราดอกเบี้ยจ่ายค่าผ่อนบ้าน และดอกเบี้ยจ่ายประเภทอื่น ๆ ภาษีทางอ้อม และรายการสินค้าบางรายการที่มีการอ่อนไหวของราคา
Spain	1994	น้อยกว่า 3% ก่อนปี 1997 และ 2 % ก่อนปี 1998	CPI

¹ การที่ธนาคารชาตินำเอาเป้าหมายเรื่องเงินเฟ้อมาใช้ เท่ากับเป็นการนำแนวคิดทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิกที่เชื่อว่านโยบายทางการเงินจะมีผลกระทบต่อตัวแปรทางการเงินในระยะยาว

² ดูประเด็นข้อถกเถียงถึงแนวทางการนำเป้าหมายเงินเพื่อมาใช้กับประเทศกำลังพัฒนาจาก Paul R. Masson, Miguel A. Savastano and Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper, October, 1997

แหล่งที่มา: Pual Masson, Miguel A. Savastono, and Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper, October 1997, p. 19

แนวทางการปฏิบัติของการดำเนินการตามเป้าหมายนี้ค่อนข้างง่าย กล่าวคือ ธนาคารชาติจะกำหนดเป้าหมายของอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งอาจจะเป็นเป้าหมายคงที่ (single point target) หรือกำหนดเป็นช่วง (target band) ส่วนใหญ่จะกำหนดเป็นช่วง (ดูตารางประเทศที่ใช้) จากนั้นจะพยากรณ์อัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเกิดในอนาคต จากนั้นเปรียบเทียบผลต่างระหว่างอัตราที่กำหนดกับอัตราที่คาดว่าจะเกิด จากนั้น ธนาคารชาติจะใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อจัดผลต่างดังกล่าว ภายใต้กรอบนโยบายเช่นนี้ จึงเท่ากับว่า ธนาคารชาติดำเนินการแก้ปัญหาเงินเฟ้อ ก่อนที่ปัญหาเงินเฟ้อจะเกิด

สำหรับดัชนีที่จะใช้วัดภาวะเงินเฟ้อมีหลายตัว แต่ที่นิยมใช้คือ ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) อย่างไรก็ตาม ดัชนีราคาผู้บริโภคที่ธนาคารชาติใช้เป็นเป้าหมาย อาจเลือกใช้ CPI ที่มีการคำนวณตามปกติ หรือ CPI ที่มีการปรับปรุงการคำนวณใหม่ แต่ประเทศส่วนใหญ่ที่ใช้นโยบายเป้าหมายเงินเฟ้อมักจะใช้ดัชนีราคาที่คำนวณขึ้นเองซึ่งแตกต่างจากดัชนีราคาที่คำนวณขึ้นโดยหน่วยงานที่รับผิดชอบโดยตรง เช่น กรณีของประเทศไทยกองดัชนีราคากรมการค้าภายใน กระทรวงพาณิชย์เป็นผู้คำนวณ และใช้เป็นดัชนีอ้างอิงถึงภาวะเงินเฟ้อของประเทศ ตามบทความหรือบทวิเคราะห์ภาษาอังกฤษนิยมเรียกดัชนีราคาประเภทนี้ว่า "headline inflation" ในขณะที่ดัชนีราคาที่คำนวณโดยธนาคารชาติจะเรียกว่า "core inflation" หรือ "underlying inflation" ดังนั้น **ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อนั้น "เงินเฟ้อ" ที่เป็นเป้าหมายที่ธนาคารชาติจะดูแลนั้นเป็น "เงินเฟ้อ" คนละตัวกับที่ประชาชนต้องเผชิญ**

ในการคำนวณ core inflation ธนาคารชาติจะยึดวิธีการและรายการสินค้าที่ใช้คำนวณ headline inflation แต่ตัดบางรายการออกไป เกณฑ์ที่ใช้ตัดรายการมีหลักที่สำคัญ คือ รายการที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบาย เช่น รายการที่เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงิน ภาษีทางอ้อม และเงินอุดหนุน ซึ่งเป็นรายการที่จะได้รับผลกระทบของนโยบายการคลัง หรือ เป็น รายการที่มีผลกระทบต่อการผันแปรของราคาอันเนื่องมาจากฤดูกาลหรือก่อให้เกิดความผันผวนที่ผิดปกติของราคา เช่น ราคาสินค้าเกษตร ราคา น้ำมัน เป็นต้น ดังนั้นจะเห็นว่า การที่ธนาคารใช้ดัชนีราคาแบบ core inflation จึงเป็นการมุ่งเน้นเรื่องการรักษาเสถียรภาพด้านราคาในระยะปานกลางหรือระยะยาวมากกว่าระยะสั้น³

³ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้สร้าง core inflation โดยปรับปรุงการคำนวณค่า CPI ที่กระทรวงพาณิชย์คำนวณ ซึ่งนำมาใช้อ้างอิงถึงสภาพเงินเฟ้อที่ปรากฏในหนังสือพิมพ์ทั่วไปทั้งนี้รายการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยนำมาใช้แตกต่างจากรายการที่กระทรวงพาณิชย์ใช้ประมาณร้อยละ 43 อย่างไรก็ตามไม่ได้หมายความว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะนำ core inflation ตัวนี้ไปใช้ เมื่อ

2. เหตุผลที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เป้าหมายเงินเฟ้อ

สำหรับประเทศไทย ปัจจุบันได้มีการเตรียมนำ เป้าหมายเงินเฟ้อ (inflation targeting) มาใช้เป็นกรอบดำเนินนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการแถลงข่าวรวมทั้งได้มีการกำหนดเป้าหมายไว้อย่างชัดเจนใน พรบ. ธนาคารแห่งประเทศไทยฉบับใหม่ ซึ่งกำลังอยู่ในระหว่างการพิจารณาของสภาขณะนี้ สำหรับ เหตุผลที่อยู่เบื้องหลังการเปลี่ยนแปลง⁴ สรุปได้ดังนี้

ประการแรก ภายใต้สภาพแวดล้อมและนโยบายเศรษฐกิจที่เปลี่ยนไปหลังเกิดวิกฤต โดยเฉพาะ การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบจัดการในปี 2540 ทำให้นโยบายการเงินมีอิสระมากยิ่งขึ้น ประกอบกับโครงสร้างของการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาเปลี่ยนไปจากเดิมคือ ยึดหยุ่นไปตามอัตราแลกเปลี่ยน จึงมีความจำเป็นต้องหากกลไกใหม่ในการรักษาเสถียรภาพของราคา ประการที่สอง เป้าหมายนโยบายการเงินเดิมที่ใช้ฐานเงินหรือปริมาณเงิน (Monetary Targeting) ประสบปัญหาเนื่องจาก เมื่อประเทศไทยดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงินนับตั้งแต่ปี 2533 และเปิดธุรกรรม BIBF ในปี 2536 ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีความยากลำบากในการควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ย ประกอบกับความต้องการเงินในระบบมีการเปลี่ยนแปลงมากและยากที่จะควบคุม ทั้งนี้สืบเนื่องมาจากวิวัฒนาการทางการเงินทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลง และเหตุผลประการสุดท้าย “เป้าหมายเงินเฟ้อ” มีความชัดเจนและเข้าใจง่ายกว่า “เป้าหมายทางการเงิน” เนื่องจากเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ประกาศ เป็นเป้าหมายที่มีความโปร่งใส (transparency) สาธารณชนสามารถตรวจสอบได้ว่า ธนาคารชาติสามารถรักษาเงินเฟ้อได้ตามที่ประกาศหรือไม่ จึงเป็นกรอบนโยบายที่เอื้อต่อการสร้างความน่าเชื่อถือ (credibility) และเน้นย้ำความรับผิดชอบของธนาคารชาติ (accountability) ซึ่งเป็นสิ่งที่สังคมไทยกำลังต้องการจากธนาคารชาติ

3. ข้อคิดเห็นและข้อสังเกตเกี่ยวกับใช้เป้าหมายเงินเฟ้อในประเทศไทย

การวิเคราะห์วิจารณ์ว่าเป้าหมายนี้จะเป็นประโยชน์หรือเหมาะสมสอดคล้องกับเศรษฐกิจไทยอาจกระทำได้หลายมิติ เช่น เปรียบเทียบกับเป้าหมายอื่น หรือ วิเคราะห์ภายใต้สมมุติฐานว่า ภายใต้แนวคิดทางทฤษฎียอมรับว่าเป้าหมายเงินเฟ้อ เป็นเป้าหมายที่ดีกว่าเป้าหมายอื่น แต่ในทางปฏิบัติจะสามารถดำเนินการ (implemetation) ได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ การวิจารณ์

ประกาศใช้เป้าหมายเงินเฟ้อ ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน ธนาคารแห่งประเทศไทย, *Bank of Thailand Economic Focus, Thailand's Inflation: Development and Issues*, Vol. Number

⁴ อมรา ศรีพยัคฆ์ ประสงค์ วีระกาญจน์พงษ์ และคณะ “แบบจำลองสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting” _ ธนาคารแห่งประเทศไทย : www.bot.or.th

ในบทความนี้จะมุ่งไปที่ประเด็นนี้ กล่าวคือ การนำเป้าหมายการกำหนดเงินเฟ้อมาใช้เป็นกรอบในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศไทยนั้น มีความเหมาะสมและข้อควรระมัดระวังอย่างไร

(1) การที่ธนาคารชาติเปลี่ยนจากการกำหนดเป้าหมายชั้นกลาง มาเป็นเป้าหมายสุดท้ายคือ ภาวะเงินเฟ้อ คำถามจึงมีขึ้นว่า ธนาคารชาติจะสามารถใช้เครื่องมือทางการเงินในการควบคุมเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับหรือช่วงที่กำหนดไว้ได้หรือไม่ เพื่อความกระจ่างในประเด็นนี้ในต้องพิจารณาถึงสาเหตุที่นำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ สาเหตุที่ทำให้เกิดเงินเฟ้อแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือส่วนที่เกิดมาจากทางด้านอุปสงค์ ซึ่งเรียกว่าประเภทของเงินเฟ้อนี้ว่า Demand Pull Inflation สาเหตุที่สองเกิดมาจากทางด้านต้นทุนหรือที่เรียกว่า Cost Push Inflation ถ้าเราแบ่งประเภทของเงินเฟ้อตามสาเหตุเช่นนี้จะเห็นว่า เครื่องมือทางการเงินที่ธนาคารชาติสามารถนำมาใช้ในการควบคุมเงินเฟ้อให้ได้ผลน่าจะเป็นเงินเฟ้อส่วนที่เกิดจากปัจจัยด้านอุปสงค์ เพราะ ธนาคารชาติอาจดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะที่เข้มงวดเพื่อลดปริมาณเงิน หรือ ควบคุมสินเชื่อ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ก็จะมีผลทำให้อุปสงค์รวมไม่ขยายตัวมากเกินไป แต่ถ้าเป็นเงินเฟ้อทางด้านต้นทุน ก็จะเป็นการยากที่จะดำเนินนโยบายการเงินควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ ยกตัวอย่างเช่น กรณีอัตราแลกเปลี่ยนเสื่อมค่าไปมากทำให้ราคาน้ำมันดิบนำเข้าสูงขึ้น ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงประเภทต่างๆ สูงขึ้น การเพิ่มขึ้นของค่าจ้าง เป็นต้น ถ้าเป็นกรณีเช่นนี้ ธนาคารชาติอาจจะแทรกแซงโดยผ่านตลาดปริวรรตเงินตราแก่ได้บ้างแต่ก็มีข้อจำกัด เนื่องจากรัฐบาลใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ถึงแม้จะมีการจัดการบ้าง (managed) แต่ก็มีข้อจำกัด แต่ถ้าหากเกิดเงินเฟ้อทางด้านต้นทุนประเภทอื่น เช่น ราคาสินค้าเกษตรแพงขึ้น โดยเฉพาสาเหตุเงินเฟ้อที่เกิดจาก imported inflation ซึ่งเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นสูง ก็ยากที่จะจัดการโดยใช้นโยบายการเงินได้ เมื่อเป็นเช่นนั้น การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อและการควบคุมหรือจัดการกับภาวะเงินเฟ้อโดยผ่านนโยบายการเงินจึงจัดการได้กับเงินเฟ้อบางส่วนคือส่วนที่เกิดจากทางด้านอุปสงค์ ซึ่งปัจจัยที่อยู่เบื้องหลังการเกิดเงินเฟ้อประเภทนี้ เป็นปัจจัยทางการเงิน (เช่น ปริมาณเงิน หรือ สุทธิเงิน) หรือต่อเนื่องจากปัจจัยทางการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำเกินไป การขยายสินเชื่อที่มากเกินไป ดังนั้น ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในการจัดการเกี่ยวกับเงินเฟ้อ จะด้อยลง

(2) การวิจารณ์ในข้อแรก มีข้อสมมุติฐานว่า ถ้าธนาคารชาติเลือกใช้ ดัชนีราคาผู้บริโภค ตามปกติ หรือ headline CPI ในกรณีที่ธนาคารชาติคำนวณค่า CPI ขึ้นเอง คือใช้ underlying หรือ core CPI การควบคุมเงินเฟ้อให้เป็นไปตามเป้าหมายก็จะกระทำได้ง่ายขึ้น ทั้งนี้เพราะ core inflation ที่ธนาคารชาติใช้วัดได้ขจัดอิทธิพลของปัจจัยที่ทำให้เกิดเงินเฟ้อบางตัวออกไปซึ่งมักเป็นปัจจัยที่ไม่เกี่ยวข้องโดยตรงกับตัวแปรทางการเงิน หรือปัจจัยที่ทำให้ระดับราคาผันผวนในระยะสั้น การใช้ core inflation อาจทำให้เกิดความสับสนและขัดแย้งกับสภาพที่สังคมต้องเผชิญได้ เพราะไม่ได้วัดค่าครองชีพของประชาชนอย่างแท้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ถ้าส่วนประกอบของรายการ

สินค้าที่นำมาคำนวณ core inflation ต่างจากรายการสินค้าที่นำมาคำนวณ CPI ตามปกติ (headline inflation) ค่อนข้างมาก ซึ่งอาจนำไปสู่ผลต่างระหว่างผลการคำนวณ CPI ทั้งสองกรณี ประเด็นที่ควรคำนึงอีกประการหนึ่ง คือ หลักเกณฑ์ที่จะใช้แยกรายการบางรายการออกจากการคำนวณ headline inflation เพื่อคำนวณหา core inflation ยังไม่มีหลักเกณฑ์ที่ยอมรับกันแน่นอน ในการจัดสร้าง core inflation ทั้งทางด้านวิธีการคำนวณและเกณฑ์ในการตัดรายการบางรายการ⁵ ธนาคารชาติจึงควรอย่างยิ่งที่จะให้สังคมมีส่วนร่วมและรับทราบเหตุผล มิฉะนั้น อาจเกิดการปฏิเสธ core inflation ที่ธนาคารชาติสร้างขึ้นได้

(3) การวิเคราะห์สาเหตุเงินเฟ้อของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ผ่านมา มักจะกระทำภายใต้ข้อสมมุติฐานว่า โครงสร้างตลาดสินค้าและบริการส่วนใหญ่ของไทยเป็นตลาดค่อนข้างมีการแข่งขัน⁶ กล่าวคือ ระดับราคาสินค้าจะเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพของอุปสงค์และอุปทาน ข้อสมมุติฐานเช่นนี้ ปัจจุบันยังไม่มีงานวิจัยบ่งชี้ว่าจะเป็นจริง ซึ่งถ้าหากว่าโครงสร้างของตลาดโดยรวมในระบบเศรษฐกิจไทยมีลักษณะผูกขาดในระดับที่สูง โดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการ ราคาจะถูกกำหนดโดยนโยบายของบริษัท (Administrative price) หรือมีลักษณะแบบ “mark-up pricing” ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของราคาจะถูกกำหนดโดยปัจจัยทางอุปทาน คือ ด้านต้นทุนและกำไรส่วนเกินมากกว่าจะถูกกำหนดจากด้านอุปสงค์ ดังนั้น นโยบายการเงินในการแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ (ซึ่งจัดการด้านอุปสงค์) จึงด้อยประสิทธิภาพ

(4) เงื่อนไขที่สำคัญประการหนึ่งของนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ คือ ความเป็นอิสระของนโยบายการเงิน (independent) หมายความว่า ธนาคารชาติสามารถใช้นโยบายการเงินในการควบคุมปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการได้ โดยไม่มีปัญหาขัดแย้งกับเป้าหมายอื่น ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่กำลังใช้อยู่ทำให้นโยบายการเงินมีอิสระ ไม่เหมือนกับนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตะกร้าเงินจะไม่มีอิสระ อย่างไรก็ตาม แม้ นโยบายการเงินจะมีอิสระภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว แต่ถ้าเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศเป็นไปอย่างเสรีและมีขนาดใหญ่ ความเป็นอิสระของนโยบายการเงิน (ที่แท้จริง) จึงเป็นเรื่องที่น่าสงสัย โดยเฉพาะประเทศไทยเป็นประเทศเล็ก และเป็นระบบเศรษฐกิจแบบเปิด

⁵ ประเด็นนี้ดูรายละเอียดใน Bank for International Settlement (BIS), “Measures of Underlying Inflation and Their Role in The Conduct of Monetary Policy” Proceedings of the workshop of central bank model builders held at the BIS on 18-19 February 1999

⁶ ประเด็นนี้ ผู้เขียนสรุปมาจากนโยบายการแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ผ่านมา รวมทั้งผลงานวิเคราะห์ของธนาคารแห่งประเทศไทยเกี่ยวกับเงินเฟ้อ ตัวอย่างเช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย *Bank of Thailand Economic Focus*, Thailand’s Inflation: Development and Issues,

(5) ในการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ การพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อที่จะเกิดในอนาคตเป็นประเด็นที่มีความสำคัญ เพราะเป็นตัวกำหนดแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบัน การพยากรณ์อัตราเงินเฟ้อดังกล่าว ธนาคารชาติจะต้องสร้างตัวแบบทางเศรษฐมิติ (econometric models) ดังนั้นการสร้างตัวแบบที่มีประสิทธิภาพในการพยากรณ์ และเป็นที่ยอมรับของคนทั่วไป จะเป็นปัญหาที่ท้าทายธนาคารแห่งประเทศไทย (ดูแบบจำลองที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะนำมาใช้พยากรณ์เงินเฟ้อ จากเอกสารที่อ้างอิงในหมายเหตุที่ 4)

(6) กรอบเวลาในการดำเนินนโยบายเงินเฟ้อมักจะใช้เวลาระยะปานกลางและระยะยาว และกรณี ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเลือกใช้ core inflation ที่มีส่วนประกอบของรายการสินค้าที่แตกต่างจาก headline inflation ค่อนข้างมาก อาจเกิดปัญหาการขัดแย้งกับรัฐบาลได้ ถ้ามีความแตกต่างระหว่างดัชนีทั้งสองตัว เนื่องจากรัฐบาลมักมีเวลาในการบริหารเศรษฐกิจในช่วงสั้น ๆ

2. เครื่องมือการเงิน ธนาคารชาติจะใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายที่กำหนดโดยเครื่องมือที่มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อปรับเปลี่ยนปริมาณเงิน (money supply) และ อัตราดอกเบี้ยให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการ เมื่อปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงจะมีผลกระทบต่อพฤติกรรมของภาคธุรกิจและครัวเรือน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อไปยังภาคที่แท้จริงหรือภาคการผลิตและการจ้างงาน (ดังแสดงตามภาพ) ขบวนการดังกล่าวนักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า “transmission process” คือ ผลของนโยบายการเงินจะมีต่อการเปลี่ยนแปลงของภาคที่แท้จริงมากน้อยแค่ไหน⁷ แนวทางการใช้เครื่องมือทางการเงินจะต้องสอดคล้องกับเป้าหมายของนโยบายการเงิน เครื่องมือทางการเงินที่จะใช้ควบคุมระดับปริมาณเงินหรืออัตราดอกเบี้ยที่สำคัญ มีดังนี้

- การซื้อขายพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย หรือที่เรียกว่า Open Market Operation เป็นเครื่องมือที่ธนาคารชาติใช้ในการควบคุมปริมาณเงิน เมื่อธนาคารชาติต้องการเพิ่มปริมาณเงินก็จะขอซื้อคืนพันธบัตรของธนาคารชาติ ซึ่งมีผลทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น ในทางกลับกันถ้าต้องการลดปริมาณเงิน ธนาคารชาติก็จะขายพันธบัตร เพื่อดึงเงินออกจากระบบเศรษฐกิจ ในทางปฏิบัติธนาคารแห่งประเทศไทย จะซื้อขายพันธบัตรกับสถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยแต่งตั้งให้เป็นคู่ค้า เรียกว่า “Primary Dealers” ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนบางแห่ง ซึ่ง primary dealers เหล่านี้อาจไปซื้อขายต่อกับสถาบันการเงินหรือนักลงทุนอื่นๆ

⁷ อ่านรายละเอียดของขบวนการดังกล่าวและข้อถกเถียงเชิงทฤษฎีถึงประสิทธิภาพของนโยบายการเงินที่มีต่อภาคที่แท้จริงในทฤษฎีมหภาคของสำนักเคนส์และสำนักการเงิน (Monetarist)

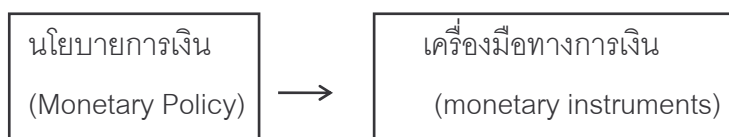
- ตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Market) ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดตั้งตลาดซื้อคืนพันธบัตรในเดือนเมษายน 2522 เพื่อให้สถาบันการเงินที่ขาดสภาพคล่องมากู้ยืมเงินโยนนำพันธบัตรมาขายโดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนในภายหลัง ขณะที่สถาบันการเงินที่มีสภาพคล่องสูงก็จะมาซื้อพันธบัตร ธนาคารแห่งประเทศไทยจะทำตัวเป็นผู้ซื้อและขายรายหนึ่ง โดยเข้ามาขายหรือซื้อ แล้วแต่ว่าจะมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มหรือลดสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งการปรับเปลี่ยนสภาพคล่องนี้จะมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน ซึ่งเรียกโดยย่อว่า “repo rate” or “repurchase rate” จะเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เช่น 1 วัน 3 วัน หรือ 7 วัน
- การให้กู้ยืมผ่านหน้าต่างเงินกู้ (Loans Windows) หน้าที่หลักของธนาคารแห่งประเทศไทยประการหนึ่งคือ จะเป็นผู้ให้กู้ยืมแหล่งสุดท้ายแก่สถาบันการเงิน (Lender of Last Resort) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารชาติคิดเรียกว่า อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Discount Rate)
- การกำหนดอัตรารับช่วงซื้อลด (rediscount rate) ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดอัตราดอกเบี้ยในการรับซื้อตราสารทางการเงินเช่น ตั๋วสัญญาใช้เงิน จากสถาบันการเงิน หรือที่เรียกว่า “อัตรารับช่วงซื้อลด” ซึ่งถ้าธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการที่ให้บริการเงินขยายตัวก็ทำได้โดยกำหนดอัตรารับช่วงซื้อลดให้ลดลง เพื่อจูงใจให้ธนาคารพาณิชย์ต้องการรับซื้อตั๋วเงินที่ออกโดยธุรกิจมากขึ้น ในทางตรงข้ามถ้าธนาคารแห่งประเทศไทยไม่ต้องการให้ธนาคารพาณิชย์ขยายปริมาณเงิน ก็จะขึ้นอัตรารับช่วงซื้อลด

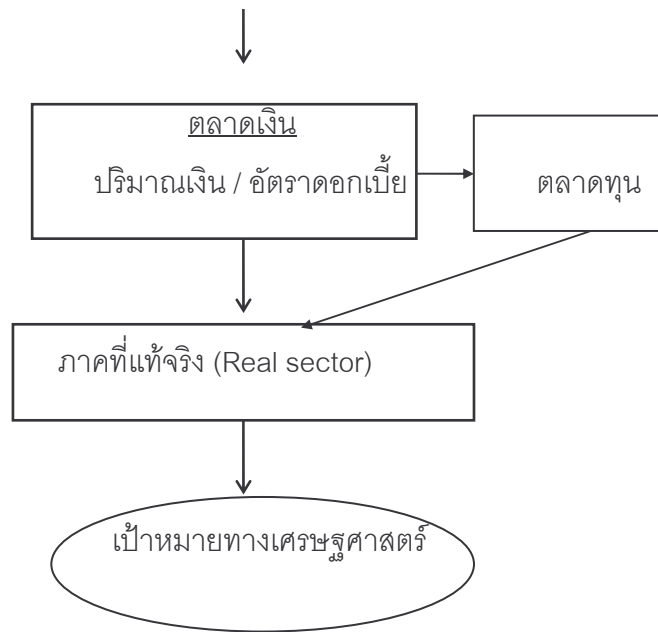
กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

การเข้าใจกลไกการทำงานของนโยบายการเงิน หรือภาษาวิชาการเรียกว่า “transmission mechanism” มีความสำคัญอย่างยิ่งทั้งทางด้านผู้ควบคุมดูแลระบบเศรษฐกิจและประชาชนทั่วไป ทั้งนี้เพราะผลกระทบของนโยบายการเงินจะมีอย่างกว้างขวางทั้งทางตรงและทางอ้อม

การเข้าใจการทำงานของนโยบายการเงิน หมายถึง การวิเคราะห์ผลกระทบหรือการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจ อันเนื่องมาจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินของธนาคารชาติ เพื่อบรรลุเป้าหมายที่กำหนด โดยผ่านเครื่องมือทางการเงินประเภทต่างๆ กลไกการทำงานของนโยบายการเงินสรุปได้ดังภาพต่อไปนี้

ภาพที่ กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน

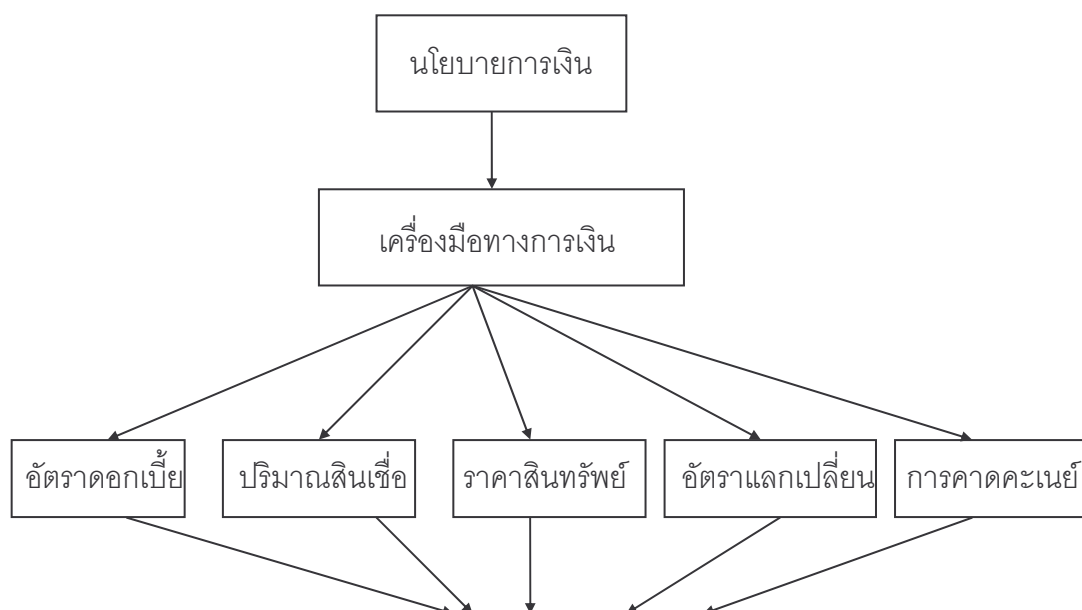


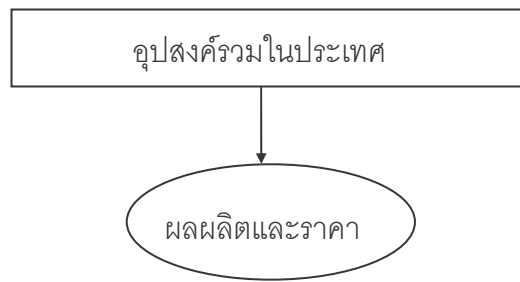


ช่องทางของผลกระทบของนโยบายการเงิน

ผลกระทบของนโยบายการเงินจะผ่านช่องทางใหญ่ 5 ช่องทางสรุปเป็นภาพได้ดังนี้

ภาพที่ ช่องทางของผลกระทบของนโยบายการเงิน





รายละเอียดในแต่ละช่องทางสรุปได้ดังนี้

ช่องทางด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) เป็นช่องทางแรกและช่องทางหลักของการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น เมื่อธนาคารชาติประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (ตัวอย่างกรณีของประเทศไทยประกาศรักษาอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน 14 วันที่ 2.5%) จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยประเภทต่าง ๆ ปรับขึ้นตาม เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะส่งผลต่อไปยังการใช้จ่ายของภาคธุรกิจและครัวเรือน

ช่องทางสินเชื่อ (Credit channel) เป็นช่องทางที่ต่อเนื่องมาจากช่องทางอัตราดอกเบี้ย การปรับเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อการตัดสินใจของภาคธุรกิจและเอกชน และมีผลต่อการกระจายรายได้ของประชาชน (ดอกเบี้ยปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะมีผลต่อผู้ออมและผู้กู้เงิน) และมีผลต่อการขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะเสริมผลกระทบของช่องทางอัตราดอกเบี้ยให้มีขนาดและประสิทธิภาพสูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ช่องทางนี้ได้รับอิทธิพลจากการตัดสินใจของสถาบันการเงิน โดยเฉพาะของธนาคารพาณิชย์

ช่องทางราคาสินทรัพย์ (Asset prices channel) การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์ ซึ่งได้แก่ราคาหุ้นและราคาของตราสารหนี้ เช่น เมื่อรัฐบาลใช้นโยบายการเงินแบบหดตัว ทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ก็จะทำให้ราคาหุ้นและราคาของตราสารหนี้ลดลง จะทำให้ความมั่งคั่งของประชาชนกลุ่มที่ถือครองหลักทรัพย์เหล่านี้มีรายได้มีความมั่งคั่ง (wealth) ลดลง ซึ่งจะส่งผลต่อการบริโภคและการลงทุน

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate channel) การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและราคาสินทรัพย์จะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน เช่น กรณีที่ใช้นโยบายการเงินแล้วทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าเพิ่มขึ้น (appreciate) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการค้าระหว่างประเทศ

ช่องทางคาดคะเน (Expectation channel) การปรับเปลี่ยนของนโยบายการเงินจะส่งผลต่อการคาดคะเนสภาวะเศรษฐกิจของภาคประชาชน โดยเฉพาะการคาดคะเนเกี่ยวกับเงินเฟ้อและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ การคาดคะเนไปในอนาคต จะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของ

ประชาชนและธุรกิจในปัจจุบัน เช่น ถ้าคาดคะเนว่า เงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นในอนาคต ประชาชนอาจเร่งซื้อสินค้าในปัจจุบัน หรือถ้าคาดว่าเศรษฐกิจจะหดตัวในอนาคต นักธุรกิจจะลดการลงทุนในปัจจุบันลง

3. กรณีศึกษาการใช้นโยบายการเงิน

● การใช้นโยบายการเงินเพื่อหักล้างผลอันเนื่องมาจากรัฐบาลลดการขาดดุลงบประมาณ

ในกรณีที่รัฐบาลมีหนี้สะสมมาก อาจจำเป็นต้องปรับเปลี่ยนหรือลดการใช้จ่ายลง ซึ่งอาจทำให้ผลผลิตหรือรายได้ลดลง ในกรณีเช่นนี้ ธนาคารชาติอาจจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพื่อช่วยให้ผลผลิตไม่ตกต่ำมากเกินไปหรือหักล้างผลผลิตที่ลดลงอันเนื่องจากการใช้นโยบายการคลังแบบหดตัว

● นโยบายการเงินภายใต้สภาพ Liquidity trap

สภาพเศรษฐกิจที่เรียกว่า “กับดักสภาพคล่อง” (liquidity trap) เป็นสภาพที่สภาพที่เศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ โดยเกิดขึ้นพร้อม ๆ กับสภาพคล่องทางการเงินของระบบสถาบันการเงินอยู่ในระดับสูงทำให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ปรากฏการณ์เช่นนี้กำลังเกิดขึ้นกับประเทศไทยและประเทศญี่ปุ่น โดยปกติแล้ว การที่ระดับอัตราดอกเบี้ยต่ำจะเป็นสถานการณ์ที่เอื้ออำนวยให้เศรษฐกิจฟื้นตัว เพราะจะมีการขยายตัวของการบริโภคและการลงทุน แต่กรณีนี้กลับเกิดปรากฏการณ์ตรงข้ามคือ การบริโภคและการลงทุนหดตัว ทั้งนี้เป็นเพราะ สภาพที่เศรษฐกิจตกต่ำมีการว่างงานสูงและเกิดอุปทานส่วนเกินสะสมในระบบเศรษฐกิจมาก และสถาบันการเงินมีปัญหาจึงทำให้ระบบสินเชื่อไม่ทำงาน การใช้นโยบายการเงินในการแก้ปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำในสภาพเช่นนี้จึงใช้ไม่ได้ผล

Keynes เป็นนักเศรษฐศาสตร์คนแรกๆ ที่ชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้นไม่ค่อยเป็นผล ไม่ว่าจะเป็นในช่วงที่เศรษฐกิจปกติ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสภาพ liquidity trap ยิ่งใช้ไม่ได้ผล Keynes อธิบายว่า ในภาวะที่เศรษฐกิจตกต่ำมาก ๆ การลงทุนของภาคธุรกิจไม่ค่อยสนองตอบต่อ อัตราดอกเบี้ย เพราะถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดต่ำลงมากเท่าใดก็ตาม แต่นักธุรกิจจะไม่กู้เงินมาลงทุน เนื่องจากในระบบเศรษฐกิจขาดแรงซื้อ การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจโดยไปกดให้อัตราดอกเบี้ยต่ำมีข้อจำกัด เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยต่ำมากแล้ว รวมทั้งภาคเอกชนก็ไม่ได้มีการสนองตอบต่อการที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ

แนวคิดของ Pual Krugman เกี่ยวกับประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในช่วง Liquidity trap

นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกันที่กำลังมีชื่อเสียงคือ Paul Krugman ซึ่งให้เห็นว่า นโยบายการเงินสามารถนำมาใช้กระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำได้อย่างมีประสิทธิภาพ นักเศรษฐศาสตร์ท่านนี้ได้รับความนิยมค่อนข้างมาก ปัจจุบันไม่ว่าเขาจะคิดจะเขียนอะไรมักเป็นข่าวไปทั่วโลก ในปี 2537 เขาได้พยากรณ์ว่าเศรษฐกิจของประเทศเอเชียที่กำลังรุ่งเรืองจะต้องประสบวิกฤตในไม่ช้า⁸ และเมื่อนายกรัฐมนตรีมาเลเซียคือท่าน Mahathir ได้ใช้มาตรการควบคุมเงินทุนเมื่อเดือนกันยายน 2541 เพื่อแก้ปัญหาวิกฤตทางการเงินของประเทศมาเลเซีย มาตรการนี้สอดคล้องกับแนวคิดของ Krugman⁹

Krugman ได้เสนอว่า นโยบายการเงินแบบขยายตัว (expansionary monetary policy) จะช่วยให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ แม้ว่าเศรษฐกิจจะเผชิญกับสภาพตกต่ำที่เรียกว่า Liquidity trap ข้อเสนอเช่นนี้ นับว่าเป็นข้อเสนอกับแนวคิดหลักรวมทั้งการขัดแย้งกับแนวคิดของเคนส์ ซึ่งถือว่าเป็นแนวคิดกระแสหลัก ที่ใช้สอนกันในวิชาเศรษฐศาสตร์มหภาค ข้อเสนอของ Krugman¹⁰ ได้รับการวิพากษ์วิจารณ์อย่างกว้างขวาง ทั้งที่เห็นด้วยและไม่เห็นด้วย ดังนั้น จึงควรทำความเข้าใจแนวคิดของ Krugman ซึ่งอธิบายได้ดังนี้¹¹

ในขณะที่ระบบเศรษฐกิจตกต่ำ ระดับราคาสินค้าโดยทั่วไปจะลดลง หรือ ที่เรียกว่า “ภาวะเงินฝืด” (deflation or disinflation) ปรากฏการณ์เช่นนี้ Krugman เห็นว่าจะมีผลทำให้การใช้จ่ายของภาคเอกชนลดลง ซึ่งตรงข้ามกับความเชื่อเดิมที่ว่า เมื่อระดับราคาลดต่ำลง จะมีผลทำให้รายได้ที่แท้จริงของประชาชนเพิ่มขึ้นซึ่งจะช่วยเพิ่มอุปสงค์ Krugman ให้ความเห็นว่า การที่ราคาลดลงจะมีผลทำให้คนใช้จ่ายลดลงและออมมากขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากเมื่อเกิดภาวะเงินฝืด จะทำอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (real interest rate) เพิ่มขึ้น (อัตราดอกเบี้ยแท้จริงเท่ากับอัตราดอกเบี้ยตัวเงินลบด้วยอัตราเงินเฟ้อ) Krugman ยกตัวอย่างกรณีภาวะเศรษฐกิจตกต่ำของประเทศญี่ปุ่นที่เกิดขึ้นนับตั้งแต่ปี 2530 จนถึงปัจจุบันก็ยังอยู่ในภาวะตกต่ำอยู่ คนญี่ปุ่นลดการใช้จ่ายแม้ว่าระดับราคาจะลดลงเรื่อย ๆ เช่นเดียวกับที่อัตราดอกเบี้ยลดลงต่ำลงเรื่อย ๆ แต่คนญี่ปุ่นเพิ่มการออมมากขึ้น (ขณะนี้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของญี่ปุ่นอยู่ต่ำกว่า 1%) คำถามว่า ทำไมคนญี่ปุ่นจึงไม่นำเงินออมมาใช้ทั้ง ๆ ที่ผลตอบแทนจากการออมลดต่ำลง และ อัตราภาวะเงินเฟ้อติดลบ

⁸ Paul Krugman “The Myth of Asia's Miracle”, *Foreign Affairs*, 73(6) November/December, 62-78

⁹ อ่านจดหมายเปิดผนึกของ Krugman ถึง Dr. Mahathir ใน internet website <http://www.mit.edu/krugman>

¹⁰ อ่านข้อคิดของ Krugman “Japan's Trap” and “Further Notes on Japan's Liquidity Trap” ใน internet website <http://www.mit.edu/krugman>

¹¹ นักเศรษฐศาสตร์ที่มีแนวคิดเดียวกับ Krugman มีหลายท่าน เช่น John H. Makin, “Japan's Disastrous Keynesian Experiment” *AEI Economic Outlook*, December 1996 หรือ internet website <http://www.web.mit.edu/krugman>

ต่อเนื่องกัน¹² อำนาจซื้อของเงินยิ่งสูงขึ้น ดังนั้น กรณีศึกษาของประเทศญี่ปุ่น จึงเป็นสิ่งยืนยันว่า การลดต่ำของอัตราดอกเบี้ยและระดับราคาจึงไม่สามารถกระตุ้นให้อุปสงค์เพิ่มขึ้นและทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้

Krugman ให้เหตุผลอธิบายปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นในญี่ปุ่นในลักษณะดังที่กล่าวมาว่า การที่ภาวะเงินเฟ้อติดลบ หรือที่เรียกว่า “ภาวะเงินฝืด” จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้น จะยิ่งทำให้คนยิ่งออมมากขึ้น อธิบายในอีกแง่มุมหนึ่งคือ เมื่อประชาชนเห็นว่า ระดับราคามีแนวโน้มลดลง ยิ่งทำให้ “เงิน” เป็นสินทรัพย์ที่น่าถือมากยิ่งขึ้น เพราะอำนาจซื้อของเงินมีค่าสูงขึ้น การเปลี่ยนการถือเงินเพื่อไปซื้อสินค้าในปัจจุบัน จึงเป็นสิ่งที่ไม่พึงทำ ควรชะลอการซื้อสินค้าไปในอนาคตจะดีกว่า เพราะจะสามารถซื้อสินค้าได้ในราคาที่ต่ำลงไปอีก คำอธิบายของ Krugman ตรึงนี้เท่ากับเป็นการนำเอาความคิดเรื่อง การคาดคะเนอย่างสมเหตุสมผล (rational expectation) ของประชาชน มาเป็นปัจจัยที่อธิบายพฤติกรรมของคนในสังคม¹³ กล่าวคือ เมื่อคนคาดคะเนว่าระดับราคาสินค้าจะลดลงในอนาคต ก็ชะลอการใช้จ่ายลง จึงเป็นผลให้อุปสงค์รวมลดลงและเศรษฐกิจตกต่ำ ดังนั้นการที่จะกระตุ้นให้คนหันกลับมาใช้จ่ายในงวดปัจจุบัน ภาครัฐจะต้องมีนโยบายที่จะทำให้คนเปลี่ยนการคาดคะเนไปในทิศทางว่าในอนาคตระดับราคาสินค้าจะเพิ่ม และต้องทำให้คนมั่นใจว่า การเพิ่มขึ้นของราคาที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจะเป็นไปอย่างต่อเนื่องปราศจากการแทรกแซงของภาครัฐ **คำอธิบายดังกล่าวจึงเป็นที่มาของข้อเสนอของการ แก้ปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำโดยใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว** เพราะนโยบายนี้จะช่วยทำให้ประชาชนสร้างการคาดคะเนว่าในอนาคตระดับราคาจะสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยแท้จริงในอนาคตจะลดลง คนก็จะหันมาใช้จ่ายเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจก็จะฟื้นตัวได้

คำอธิบายของประสิทธิภาพของนโยบายการเงินของ Krugman ในการกระตุ้นเศรษฐกิจดังที่กล่าวมา มีข้อสังเกตที่สำคัญ 3 ประการ คือ ประการแรก ในการตัดสินใจของประชาชนเพื่อการออมและการบริโภคจะต้องขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ไม่ใช่ดอกเบี้ยตัวเงิน (nominal interest rate) ประการที่สอง ประชาชนมีการคาดคะเนเรื่องระดับราคา และเป็นการคาดคะเนแบบสมเหตุสมผล ประการที่สาม การปรับเปลี่ยนการคาดคะเนของประชาชน รัฐบาลอาจไม่จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวอย่างรุนแรง เช่น ไม่จำเป็นต้องพิมพ์เงินแล้วอัดฉีดเข้าไปในระบบเศรษฐกิจจำนวนมาก ๆ หากแต่เพียงแสดงความตั้งใจว่าจะดำเนินนโยบายการเงิน

¹² อัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่นในช่วง 1992 ถึงปัจจุบันไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลง คือ อัตราการเพิ่มเข้าใกล้ศูนย์ บางช่วงติดลบ เช่นเดียวกับอัตราการเติบโตในช่วงเวลาดังกล่าวเข้าใกล้ศูนย์

¹³ อ่านรายละเอียดแนวคิดของสำนัก Rational Expectations อ่านได้จาก group server: news.ru.ac.th ภายใต้ชื่อ Faculty.Economics.Tawin-Nilbai

แบบขยายตัวต่อเนื่องและแสดงให้เห็นว่า รัฐบาลจะไม่มียุทธศาสตร์ที่จะควบคุมเงินเฟ้อที่จะเกิดขึ้นในอนาคต อันเนื่องมาจากการใช้นโยบายการเงินในลักษณะดังกล่าว

● นโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ : ระบบตะกร้าเงิน

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตะกร้าเงิน ปริมาณเงินในประเทศจะผันแปรไปตามสภาพการขาดดุลหรือเกินดุลของดุลการชำระเงิน กล่าวคือ เมื่อ มีการขาดดุลการชำระเงิน หมายความว่ามีความต้องการซื้อเงินตราต่างประเทศสุทธิเพื่อไปชำระหนี้ หรือกล่าวอีกนัยคือ จะเกิดอุปสงค์ส่วนเกินของเงินตราต่างประเทศ กรณีนี้ ธนาคารชาติต้องขายเงินตราต่างประเทศออกมาเพื่อป้องกันไม่ให้เงินตราของประเทศเสื่อมค่า (depreciate) ซึ่งจะมีผลให้ปริมาณเงินในประเทศลดลง ในทางตรงข้ามเมื่อเกินดุลการชำระเงินจะมีการขายเงินตราต่างประเทศสุทธิ ธนาคารชาติต้องเข้ามาซื้อเงินตราต่างประเทศแล้วขายเงินตราในประเทศ ทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้น ดังนั้นจะเห็นได้ว่ามีความเชื่อมโยงโดยตรงระหว่างดุลการชำระเงินกับปริมาณเงิน

จากคำอธิบายดังกล่าว จะเห็นว่า ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การขยายตัวหรือหดตัวของปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเป็นอิสระจากนโยบายการเงิน ซึ่งบางสถานการณ์อาจจะส่งผลเสียต่อเสถียรภาพภายในประเทศหรือการเติบโตของระบบเศรษฐกิจได้ เช่น ในกรณีที่ ภาวะเงินเฟ้อกำลังจะเกิดขึ้น ขณะที่ประเทศเกินดุลการชำระเงินซึ่งจะทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้น ตามกลไกที่ได้อธิบายมาข้างต้น ก็จะทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อเร่งยิ่งขึ้น กรณีเช่นนี้ ธนาคารชาติสามารถใช้เครื่องมือทางการเงินแทรกแซงตลาดเงินในประเทศเพื่อปรับปริมาณเงินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจ ตามตัวอย่างที่กล่าวมา ธนาคารชาติสามารถดึงเงินออกจากระบบเศรษฐกิจ เพื่อหักล้างกับปริมาณเงินที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากประเทศเกินดุลการชำระเงิน โดยใช้วิธีการ OMO โดยการขายพันธบัตรของธนาคารชาติ การดำเนินนโยบายเช่นนี้ ซึ่งเรียกว่า “sterilization” วิธีการเช่นนี้ธนาคารชาติของประเทศต่างๆ นำมาใช้ในการควบคุมปริมาณเงิน¹⁴

moneyless society and e- commerce

monetary base and money supply

ทุนสำรองเงินตราและทุนสำรองระหว่างประเทศ

แหล่งข้อมูล

1. ศูนย์ข้อมูลและประมวลผล สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง รายงานการคลัง

¹⁴ วิธีการ sterilization บางกรณีใช้ไม่ค่อยได้ผล ถ้าประเทศเปิดเสรีด้านเงินทุน และอยู่ในสภาพแวดล้อมที่ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และมีเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน

ประจำไตรมาส ปี 2539 2540 และ 2541

2. web site ของกระทรวงการคลัง: www.mof.go.th

3. สำนักงานประมาณ งบประมาณโดยสังเขป ประจำปีงบประมาณ 2539, 2540

4. ธนาคารแห่งประเทศไทย รายงานเศรษฐกิจรายเดือน หรือ web site ของธนาคารแห่งประเทศไทย www.bot.or.th

5. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย www.set.or.th

6. ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย (Thailand Bond Dealer Center: TBDC) www.tbdc.or.th

7. Bank for International Settlement (BIS) www.bis.org