

## นโยบายการเงินเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ

- พิสุทธิ กุลธนวิทย์ -

[pisut@econ.tu.ac.th](mailto:pisut@econ.tu.ac.th)

คณัฒน์ เศรษฐศาสตร์ วิทยาลัย

หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ ฉบับวันที่ 5 ตุลาคม พ.ศ. 2552

เมื่อกล่าวถึง “นโยบายการเงิน” ผู้อ่านหลายท่านอาจนึกถึง “การกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ” (Inflation Targeting) ขึ้นมาโดยทันที แต่ในทางทฤษฎี Inflation Targeting เป็นกรอบแนวทางการดำเนินนโยบายทางการเงิน (Monetary Policy Framework) โดยมี “อัตราดอกเบี้ยนโยบาย” (Policy Interest Rate) เป็นเครื่องมือ (Tool) เพื่อจะรักษาเสถียรภาพของระดับราคา และนำไปสู่เสถียรภาพของกิจกรรมต่างๆ ของระบบเศรษฐกิจ เช่น กิจกรรมการผลิต ซึ่งจะทำให้สวัสดิการ (Welfare) ของระบบเศรษฐกิจมีค่าสูงสุดโดยที่เสถียรภาพของระดับราคาไม่ได้หมายความว่าระดับราคาคงที่ แต่หมายถึงระดับราคาที่มีความผันผวนอยู่ในระดับต่ำ

ในเชิงทฤษฎี นโยบายการเงินภายใต้ “กรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ” (Inflation Targeting Framework) มี 2 ประเภท คือ Targeting Rule และ Instrument Rule

1) Targeting Rule คือ นโยบายการเงินที่มีแบบจำลองที่ระบุ (ฟังก์ชัน) วัตถุประสงค์และ (สมการ) เงื่อนไขของตัวแปรเป้าหมาย (Targeting Variables) เช่น อัตราเงินเฟ้อ และระดับผลผลิต ให้อย่างชัดเจน หลังจากนั้นผู้ดำเนินการนโยบายการเงินจะใช้วิธีการทางคณิตศาสตร์ เช่น Optimization เพื่อหาค่าตัวแปรเป้าหมายดังกล่าวที่จะทำให้สวัสดิการของระบบเศรษฐกิจมีค่าสูงสุด แล้วจึงนำมาหา “เครื่องมือ” ที่จะทำให้ตัวแปรเป้าหมายเป็นไปตามที่ต้องการ ซึ่งส่วนใหญ่ “เครื่องมือ” ก็คืออัตราดอกเบี้ยนโยบาย

นโยบายการเงินประเภทนี้ได้ถูกหักท้วงจากนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มหนึ่งว่า ไม่สะดวกต่อการประยุกต์ใช้ เนื่องจากแบบจำลองของระบบเศรษฐกิจมีความเป็นไปได้ที่จะแตกต่างจากระบบเศรษฐกิจจริง และการประชุมคณะกรรมการนโยบายทางการเงินของธนาคารกลางประเทศต่างๆ แม้กระทั่งธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา (Federal Reserve) เองก็ไม่ได้นำวิธี Optimization มาใช้ในการประชุม

2) Instrument Rule คือ นโยบายการเงินที่กำหนดค่า “ตัวแปรที่เป็นเครื่องมือทางการเงิน” (Instrument Variable) เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยพิจารณาจากสถานการณ์ปัจจุบันของอัตราเงินเฟ้อและระดับผลผลิต ดังนั้นนโยบายประเภทนี้อาจใกล้เคียงกับการปฏิบัติกว่านโยบายประเภทแรก ตัวอย่างที่สำคัญของนโยบายการเงินประเภทนี้คือ Taylor Rule ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์ทางนโยบายการเงินจะรู้จักกันเป็นอย่างดี

เดิม Taylor Rule บอกไว้ว่า ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผู้ดำเนินนโยบายควรพิจารณาอัตราเงินเฟ้อและระดับผลผลิต แต่ในทางปฏิบัติ ภายใต้กรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ

ผู้ดำเนินนโยบายมีอย่างน้อย 4 ตัวแปรที่ควรนำมาพิจารณา คือ 1) ช่องว่างระหว่างระดับผลผลิตจริงกับระดับผลผลิตตามศักยภาพ (Output Gap) 2) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) 3) อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) และ 4) อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate)

โดยทั่วไปแล้ว ผู้ดำเนินนโยบายส่วนใหญ่จะพิจารณาช่องว่างระหว่างระดับผลผลิตจริงกับระดับผลผลิตตามศักยภาพ ดังนั้นผู้ดำเนินนโยบายที่ค่อนข้างเคร่งครัดกับนโยบายการเงินเชิงทฤษฎีก็จะมีมุมมองมั่นที่จะดำเนินนโยบายเพื่อปิด “ช่องว่าง” ดังกล่าว แต่นโยบายดังกล่าวไม่สามารถ “ขาย” ต่อสาธารณชนได้ง่าย เพราะยากที่จะอธิบายให้สาธารณชนเข้าใจถึง “ช่องว่าง” ดังกล่าว และนักเศรษฐศาสตร์เองก็ยังไม่ค่อยมีข้อสรุปที่ชัดเจนว่า จะประมาณค่าระดับผลผลิตตามศักยภาพอย่างไร ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจที่ผู้ดำเนินนโยบายการเงินกล่าวถึง อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (อัตราการเติบโตของระดับผลผลิต) มากกว่า “ช่องว่าง” ดังกล่าว

แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อถกเถียงว่า ควรจะพิจารณาอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน หรืออัตราเงินเฟ้อทั่วไป และควรจะพิจารณาอัตราแลกเปลี่ยน ด้วยหรือไม่

ผู้ดำเนินนโยบายที่พิจารณาอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (รวมทั้งธนาคารแห่งประเทศไทย) กล่าวว่า อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีความเหมาะสม เนื่องจากได้หักหมวดสินค้าที่ราคามีความผันผวนมากในระยะสั้น เช่น หมวดสินค้าสดและพลังงานออกจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไป และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานก็ยังสามารถสะท้อนอัตราเงินเฟ้อทั่วไปประมาณ 80% และที่สำคัญหากกำหนดอัตราดอกเบี้ยตามอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่มีความผันผวนสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานก็อาจจะเป็นการส่งสัญญาณที่ผิดต่อตลาดการเงินได้

อย่างไรก็ตาม การพิจารณาอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีข้อดีคือ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปส่งผลกระทบต่อระดับราคา ค่าจ้างซึ่งเป็นต้นทุนการผลิต และระดับราคาสินค้าที่ผลิตในประเทศ และสุดท้ายก็จะส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ดังนั้นการพิจารณาอัตราเงินเฟ้อทั่วไปก็จะเป็นการดูแลรักษาเสถียรภาพ ระดับราคา ค่าจ้าง และระดับราคาสินค้าที่ผลิตในประเทศ ไปพร้อมกัน

ตัวแปรสุดท้ายคือ อัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีการถกเถียงในวงกว้างว่า ควรจะนำมาพิจารณาเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการเงินหรือไม่ อีกนัยหนึ่งก็คือควรจะพิจารณาเพียงแค่อัตราเงินเฟ้อ และระดับผลผลิต โดยปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเคลื่อนไหวอย่างอิสระ (Flexible Exchange Rate) หรือไม่นั่นเอง นักเศรษฐศาสตร์ทางด้านการเงินระหว่างประเทศที่มีชื่อเสียงอย่าง Kenneth Rogoff แห่ง Harvard University และ Maurice Obstfeld แห่ง University of California, Berkley ประสานเป็นเสียงเดียวกันว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเป็นสิ่งที่เหมาะสมสำหรับระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนไว้ที่ค่าใดค่าหนึ่งหรือช่วงใดช่วงหนึ่งจะก่อให้เกิดการเบี่ยงเบนของความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของประเทศนั้นกับประเทศอื่นๆ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อบัญชีเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ในขณะที่ Charles Engel แห่ง University of Wisconsin, Madison เห็นว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ เหมาะสมกว่า

แต่ในทางปฏิบัติก็เป็นเรื่องยากสำหรับผู้ดำเนินนโยบายที่จะเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนระบบใดระบบหนึ่ง ทางออกหนึ่งก็คือการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Float) ธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มใช้ระบบดังกล่าวมาตั้งแต่ กรกฎาคม 2540 โดยมีการจัดการค่าเงินบาทไม่ให้ความผันผวนมากเกินไป และให้เป็นไปตามภาวะตลาด โดยที่ค่าเงินบาทควรเคลื่อนไหวสอดคล้องกับค่าเงินของประเทศต่างๆ ในภูมิภาค และประเทศคู่แข่งทางการค้าของไทย กล่าวคือ จะต้องพิจารณา Effective Exchange Rate เป็นหลัก

เพื่อให้เป็นไปตามเป้าหมายของระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ผู้ดำเนินนโยบายไม่ค่อยได้ใช้ “อัตราดอกเบี้ยนโยบาย” แต่จะใช้การเข้าแทรกแซงค่าเงิน เช่น หากเกรงว่าค่าเงินบาทจะแข็งเกินไป (เนื่องจากมีความต้องการซื้อเงินบาทสูง) ผู้ดำเนินนโยบายก็จะนำเงินบาทออกมาขายเพื่อลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท ซึ่งก็จะส่งผลทำให้ปริมาณเงินบาทในระบบเพิ่มมากขึ้น และอาจเป็นแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อ ดังนั้นผู้ดำเนินนโยบายก็ต้องหาทางดูดปริมาณเงินที่ได้ขายไปออกจากระบบ อาจจะใช้วิธีการขายพันธบัตร เป็นต้น

จะเห็นได้ว่าการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้ “กรอบการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ” มีความสลับซับซ้อนทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ นี้ก็ยังไม่นับรวมถึงการควบคุมดูแลสถาบันการเงินและระบบสถาบันการเงินให้มีเสถียรภาพในยุคโลกาภิวัตน์ที่มีความเชื่อมโยงทั้งทางการเงินและการผลิตสูง และจะค่อยๆ สูงมากขึ้นในอนาคตด้วย ดังนั้นนักเศรษฐศาสตร์ทั้งเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติคงต้องทำงานกันหนักขึ้น เพื่อพัฒนาแนวคิดและแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายการรักษาเสถียรภาพระบบเศรษฐกิจ