สี่ประเด็นกรรมการ กนง. ต้องดูก่อนตัดสินเรื่องดอกเบี้ย

Author: ดร.บัณฑิต นิจถาวร
ประธานคณะกรรมการสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

Created: 30/05/2013

ผมถูกถามมากทั้งจากคนรู้จักและสื่อมวลชนว่า ดอกเบี้ยควรปรับหรือไม่ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินครั้งต่อไป

โดยเฉพาะเมื่อมีผลสำรวจความเห็นนักเศรษฐศาสตร์ที่ทำโดยสำนักข่าวรอยเตอร์ หลังสภาพัฒนาฯประกาศตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาสหนึ่ง ออกมาว่าเสียงส่วนใหญ่ (คือ 9 จาก 14) โน้มไปที่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพราะตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาสหนึ่งออกมาต่ำกว่าคาด นอกจากนี้ สำหรับผู้ที่กำลังมองหาเหตุผลสนับสนุนการลดดอกเบี้ยนโยบาย ก็มีเหตุการณ์ประกอบอื่นๆ ที่สามารถนำมาโยงหรืออ้างได้ เช่น เศรษฐกิจโลกดูไม่น่าไว้วางใจและธนาคารกลางหลายประเทศก็ลดดอกเบี้ยนโยบายลง เหมือนยืนยันว่า เศรษฐกิจโลกยังมีความเสี่ยง ดังนั้น มีหลายข้อมูลที่สามารถนำมาอ้างได้หรือโยงได้ แต่คำถามก็คือ ปัจจัยเหล่านี้เป็นเหตุผลจริงๆ ที่เราควรพิจารณาในการตัดสินอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรือ เพราะสิ่งที่ผมห่วงก็คือ เรามุ่งแต่จะหาเหตุผลว่าอัตราดอกเบี้ยควรลงหรือไม่ควรลงในการประชุมคราวหน้า มากกว่าจะพิจารณาว่าขณะนี้เศรษฐกิจไทยกำลังต้องการอะไรจากนโยบายการเงิน อันนี้คือประเด็นที่อยากจะเขียนวันนี้

นโยบายการเงินเป็นเรื่องการมองไปข้างหน้า เพื่อตอบคำถามว่าถ้าจะให้เศรษฐกิจเติบโตต่อไปอย่างมีเสถียรภาพ เศรษฐกิจต้องการอะไรจากนโยบายการเงิน ดังนั้น การตัดสินใจด้านนโยบายการเงินจึงไม่ใช่เพื่อตอบสนอง หรือ React กับปัญหาระยะสั้นหรือข้อมูลที่เพิ่งทราบ แต่เป็นเรื่องการวางระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม (ซึ่งก็คือต้นทุนทางการเงินของภาคเอกชน) เพื่อนำไปสู่การเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพ ดังนั้น นโยบายการเงินจึงเป็นเรื่องของการเปลี่ยนระดับอัตราดอกเบี้ยหรือต้นทุนการเงินตามวัฏจักรเศรษฐกิจ เพื่อขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้เติบโต คือในช่วงที่เศรษฐกิจเป็นขาขึ้นมีการฟื้นตัวชัดเจน นโยบายการเงินก็จะสอดคล้องกับการฟื้นตัว แต่มุ่งเฝ้าระวังความเสี่ยงต่อเสถียรภาพ โดยพร้อมจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเพื่อลดความเสี่ยง ไม่ให้เศรษฐกิจขยายตัวมากหรือร้อนแรงเกินไป ตรงกันข้าม ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในวัฏจักรขาลง นโยบายการเงินก็พร้อมที่จะผ่อนคลายแต่เนิ่นๆ เพื่อเป็นฐานให้เศรษฐกิจสามารถฟื้นตัวกลับเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นได้ ดังนั้น การตัดสินใจนโยบายการเงินจึงไม่ใช่ว่าประชุมคราวนี้จะเอาอย่างไงดี แล้วหาเหตุผลต่างๆ มาอ้าง เพราะอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่สามารถปรับขึ้น ปรับลงได้ทุกๆ หกอาทิตย์ (และถ้าทำจะสร้างความไม่แน่นอนมากให้กับภาคธุรกิจ) แต่อัตราดอกเบี้ยควรเคลื่อนไหวเป็นทิศทางเป็นวัฏจักร มีช่วงขาขึ้น ช่วงขาลง สอดคล้องกับเศรษฐกิจที่ขับเคลื่อน

เป็นวัฏจักร นี้คือสาระหลักของการดำเนินนโยบายการเงิน

เศรษฐกิจไทยขณะนี้กำลังอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น เศรษฐกิจฟื้นตัวจากปัจจัยลบหลายอย่างที่ได้กระทบเศรษฐกิจ เช่น วิกฤติเศรษฐกิจโลก ภาวะน้ำท่วม และเหตุการณ์ความไม่สงบในประเทศ ที่ผ่านมาแม้ภาคส่งออกจะถูกกดดันจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก แต่การเติบโตของการใช้จ่ายในประเทศ ทั้งการบริโภคของครัวเรือน การลงทุนภาคเอกชน และการใช้จ่ายภาครัฐ ได้เป็นปัจจัยสำคัญขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงสองปีที่ผ่านมา สนับสนุนโดยการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศที่ทำให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจมีมาก และสินเชื่อขยายตัวได้ดีจากการแข่งขันของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น ในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นอย่างขณะนี้ที่เศรษฐกิจขยายตัว สิ่งที่ต้องระวังจึงไม่ใช่อัตราการขยายตัว แต่เป็นความเสี่ยงที่จะมีต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ เช่น การสร้างหนี้ และความไม่สมดุลที่มาจากการขยายตัว เช่น ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และภาวะฟองสบู่ในบางธุรกิจ

ภายใต้สาระตามที่ได้บรรยาย หรือ Narrative ข้างต้น

คำถามแรก ที่ต้องถามในการพิจารณาอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ก็คือ เศรษฐกิจกำลังเปลี่ยนจากวัฏจักรขาขึ้นเป็นขาลงหรือไม่ คือเปลี่ยนจากเศรษฐกิจที่ขยายตัวเป็นเศรษฐกิจที่จะชะลอต่อเนื่องในไตรมาสที่ 2 และในช่วงครึ่งหลังของปีหรือไม่ ซึ่งกรณีนี้จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อปัจจัยที่เคยสนับสนุนเศรษฐกิจให้ขยายตัวเป็นวัฏจักรขาขึ้น ขณะนี้ไม่มีแล้ว จบแล้ว

ในประเด็นนี้เท่าที่ดู ปัจจัยสนับสนุนเศรษฐกิจในระยะต่อไปถึงสิ้นปี และในปีหน้ายังมีอยู่ครบ คือ เงินทุนไหลเข้า สภาพคล่อง สินเชื่อ การแข่งขันของธนาคารพาณิชย์ ความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ ภาครัฐเองก็มีแผนที่จะลงทุนในโครงการต่างๆ ในวงเงินสูง ดังนั้น โมเมนตั้มการใช้จ่ายในประเทศยังจะเข้มแข็งอยู่ ทำให้ประเด็นที่นโยบายการเงินควรห่วงใย ก็คือการสร้างหนี้ และความเสี่ยงที่จะมีต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ

คำถามที่สอง ก็คือ เศรษฐกิจโลกได้เปลี่ยนหรือจะเปลี่ยนไปอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ จนอาจเปลี่ยนวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศจากขาขึ้นเป็นขาลง ทำให้ต้องเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงิน ขณะนี้เศรษฐกิจโลกถ้าเทียบกับเมื่อตอนต้นปีภาพก็ยังไม่ชัดเหมือนเดิม แม้ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ และญี่ปุ่นล่าสุดจะดูดีขึ้นจากนโยบายกระตุ้น แต่ก็ยังไม่เข้มแข็งพอที่จะบอกได้ว่า เศรษฐกิจทั้งสองประเทศกำลังฟื้นตัว ข่าวการลดทอนมาตรการ QE ของธนาคารกลางสหรัฐ ก็เป็นเพียงข่าว ซึ่งจะดีต่อเศรษฐกิจโลกในระยะยาวถ้ามีการลดทอนจริง ขณะที่ยุโรป เศรษฐกิจประเทศตอนเหนือที่เคยเข้มแข็ง เช่น เยอรมันนี ฝรั่งเศส และเนเธอร์แลนด์ ขณะนี้กลับไม่น่าวางใจ และอาจมีผลให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยุโรปทั้งทวีปมีปัญหา ดังนั้นเศรษฐกิจโลกขณะนี้ ยังจำเป็นต้องอาศัยนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมาก และการอัดฉีดเงินในประเทศอุตสาหกรรมเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวต่อไป (แม้ในบางประเทศขนาดการอัดฉีดอาจจะเริ่มลดลง)ซึ่งหมายความว่า เงินทุนไหลเข้าภูมิภาคเอเชีย และเศรษฐกิจไทยยังคงจะมีต่อไป

คำถามที่สาม คือ ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศขณะนี้เป็นข้อจำกัดต่อภาคธุรกิจหรือไม่(จนต้องลดดอกเบี้ย) ประเด็นนี้ชัดเจนว่าแม้ตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาสหนึ่งตามที่สภาพัฒนาฯได้ประมาณการเบื้องต้นว่าอ่อนลงจากไตรมาสสี่ปีที่แล้ว แต่ตัวเลขผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในไตรมาสที่ 1 กลับแสดงผลสวนทาง คือมีกำไรสูงและยอดขายขยายตัวดีประมาณ 5 เปอร์เซ็นต์ในไตรมาสหนึ่ง ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ การใช้จ่ายในประเทศที่ขยายตัว การค้าในภูมิภาคอาเซียนที่เติบโต และความเชื่อมั่นผู้ประกอบการที่ดีขึ้น สิ่งเหล่านี้บวกกับการเติบโตของสินเชื่อในเดือนมีนาคมที่ขยายตัวร้อยละ 13.9 น่าจะเป็นตัวบอกได้ว่าต้นทุนทางการเงิน สภาพคล่อง ไม่ได้เป็นข้อจำกัดต่อภาคธุรกิจ

คำถามสุดท้าย ถ้าการเติบโตของเศรษฐกิจเป็นปัญหาจริง เศรษฐกิจไทยมีพื้นที่หรือไม่ที่จะใช้การลดอัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือกระตุ้นเศรษฐกิจ ในเรื่องนี้คงต้องดูว่าระดับการใช้ทรัพยากรในระบบเศรษฐกิจขณะนี้ตึงตัวหรือไม่ แม้ตัวเลขเงินเฟ้อจะยังไม่แสดงแรงกดดันดังกล่าว เช่น ตลาดแรงงานที่ค่าจ้างอาจปรับสูงขึ้น และแนวโน้มที่ดุลบัญชีเดินสะพัดจะขาดดุลในอนาคต สิ่งเหล่านี้จะชี้ว่า พื้นที่ หรือ Room ที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะลดลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมีหรือไม่ ซึ่งอาจแตกต่างกับประเทศอื่นในภูมิภาคที่ได้ลดดอกเบี้ย

นโยบาย

ทั้งสี่ประเด็นคงเป็นคำถามสำคัญต่อการกำหนดทิศทางของนโยบายการเงินในระยะต่อไป ที่ผู้ทำนโยบายอย่างมืออาชีพต้องมีคำตอบก่อนตัดสินใจ

ที่มา
http://www.bangkokbiznews.com/home/detail/politics/opinion/bandid/20130527/507447/สี่ประเด็นกรรมการ-กนง.-ต้องดูก่อนตัดสินเรื่องดอกเบี้ย.html