

บทที่ 2

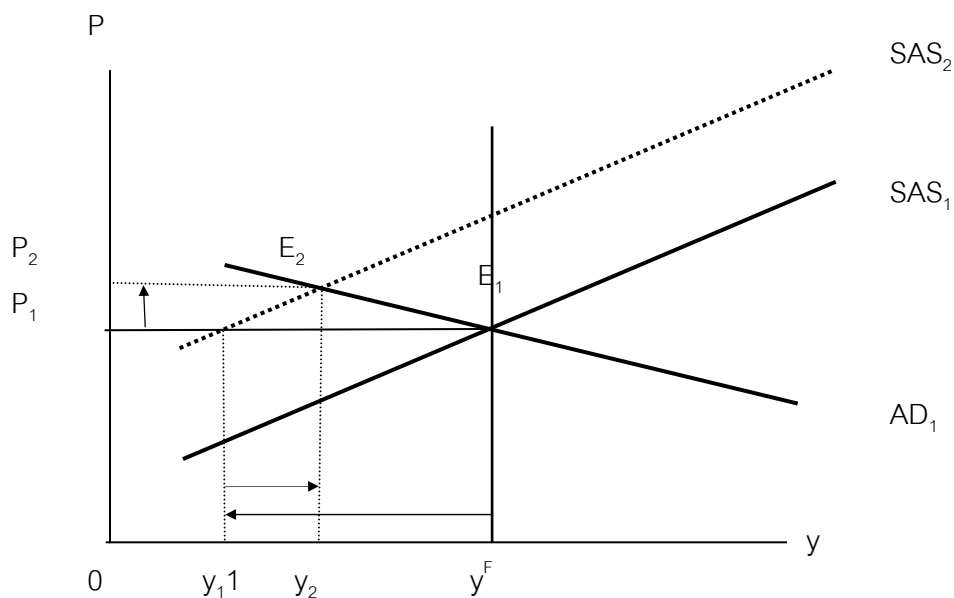
แนวคิดทางทฤษฎี

แนวคิดทางทฤษฎีจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือทฤษฎีผลกระทบทางด้านอุปทาน (classic supply-side effect) และส่วนของบทบาทนโยบายการเงิน (monetary policy)

2.1. ผลกระทบทางด้านอุปทาน (Classic supply-side effect)

ถ้าการเปลี่ยนแปลงของฟังก์ชันการผลิตเป็นการชั่วคราว ดังนั้นเมื่อราคาน้ำมันสูงขึ้น จะเป็นการส่งสัญญาณว่าจะมีการขาดแคลนพลังงานซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานในการผลิตเพิ่มขึ้น ทำให้การเติบโตของผลผลิตและการผลิตเติบโตช้าลง

ภาพที่ 2.1
เงินเฟ้อที่เกิดจากต้นทุน

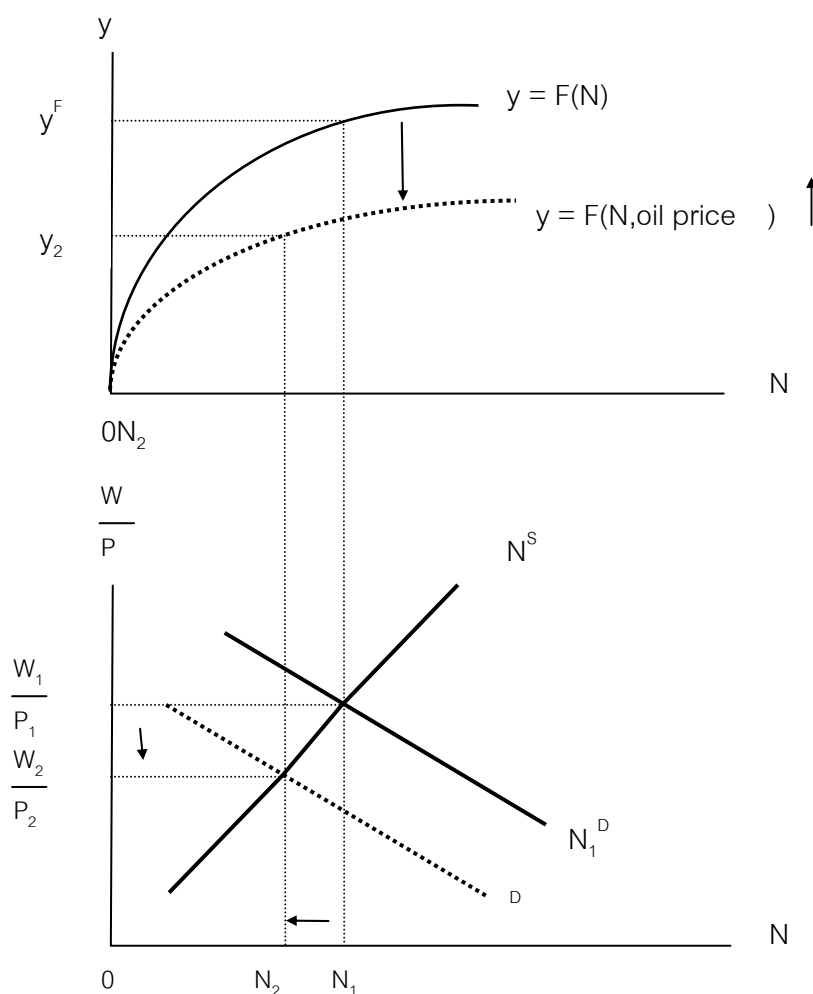


สมมติว่าตอนเริ่มแรก เส้นอุปสงค์รวม AD_1 ตัดกับเส้นอุปทานรวมระยะสั้น SAS_1 ที่จุดดุลยภาพ E_1 ระดับรายได้ที่แท้จริงดุลยภาพเท่ากับ $0y^F$ ซึ่งเป็นระดับผลผลิตที่ระบบเศรษฐกิจมีการ

จ้างงานเต็มที่ และระดับราคาคูณภาพเท่ากับ OP_1 ถ้าต่อมาระดับราคาน้ำมันดิบซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานในการผลิตสูงขึ้น มีผลทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น ระดับการจ้างงาน และอุปทานรวมลดลง ทำให้อุปทานรวม SAS_1 เลื่อนระดับไปทางซ้ายมือเป็นเส้น SAS_2 และทำให้เกิดอุปสงค์รวมส่วนเกินเท่ากับ $y_1 - y^F$ ซึ่งจะผลักดันให้ระดับราคาสูงขึ้น การสูงขึ้นของระดับราคาจะทำให้อุปสงค์รวมลดลงและอุปทานรวมขยายตัวเพิ่มขึ้น ในที่สุดจะทำให้อุปสงค์รวมส่วนเกินหมดไป โดยจุดดุลยภาพใหม่อยู่ที่จุด E_2 ระดับราคาคูณภาพสูงขึ้นเป็น OP_2 และผลผลิตมวลรวมในประเทศที่แท้จริงเท่ากับ Oy_2 ซึ่งต่ำกว่าระดับผลผลิตที่มีการจ้างงานเต็มที่ ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบจะทำให้ระดับราคาสินค้าเพิ่มขึ้น และระดับผลผลิตมวลรวมในประเทศที่แท้จริงลดต่ำลง

ภาพที่ 2.2

ตลาดแรงงาน



จากภาพที่ 2.2 จะพบว่ากรณีที่ราคาน้ำมันสูงขึ้นจนทำให้ระดับราคาเพิ่มขึ้นจาก OP_1 เป็น OP_2 และระดับผลผลิตลดลงจาก Oy^F เป็น Oy_2 นั้น ถ้าสมมติว่า ค่าจ้างที่เป็นตัวเงินไม่มีการเปลี่ยนแปลง (W_1) จะทำให้ระดับค่าจ้างที่แท้จริงลดลงจาก $\frac{W_1}{P_1}$ เป็น $\frac{W_1}{P_2}$

ส่วนผลกระทบทางด้านราคาสามารถแสดงได้ดังนี้คือ

จากสมการเงื่อนไขดุลยภาพในตลาดเงิน : ความต้องการอุปสงค์ต่อเงินคือ

$$M^D = m(y, i) ; \quad \frac{dM^D}{dy} > 0 , \quad \frac{dM^D}{di} < 0$$

ในกรณีของอุปทานของเงินในขั้นตอนนี้ จะสมมติให้อุปทานของเงินเป็นอุปทานของเงินที่แท้จริง และเป็นอิสระกับอัตราดอกเบี้ย ดังนั้น ฟังก์ชันอุปทานของเงินที่แท้จริงคือ

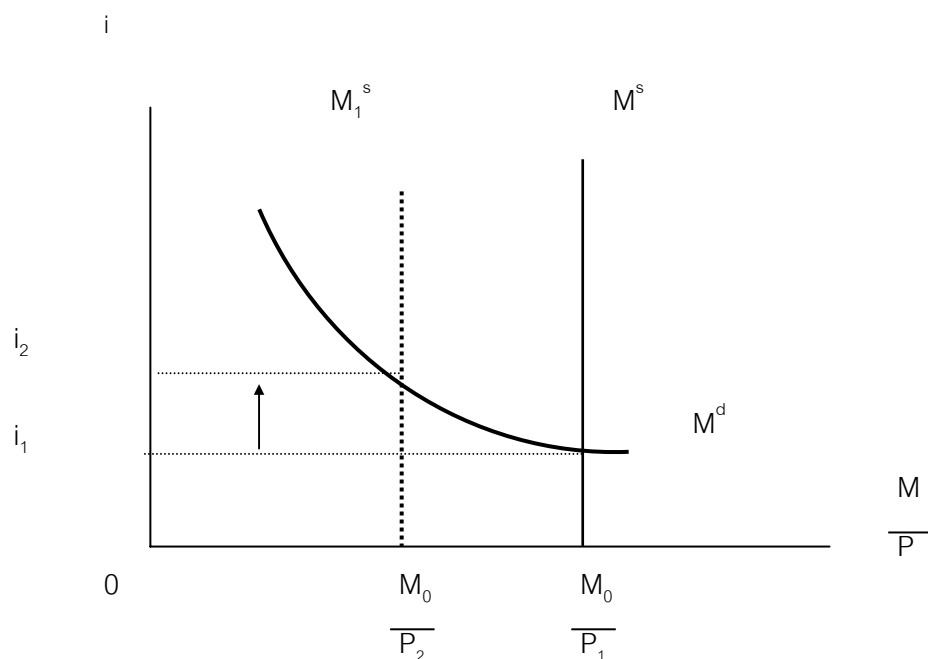
$$M^S = \frac{M}{P}$$

ดังนั้นดุลยภาพในตลาดเงินคือ

$$M^S = M^D$$

ภาพที่ 2.3

ตลาดเงิน

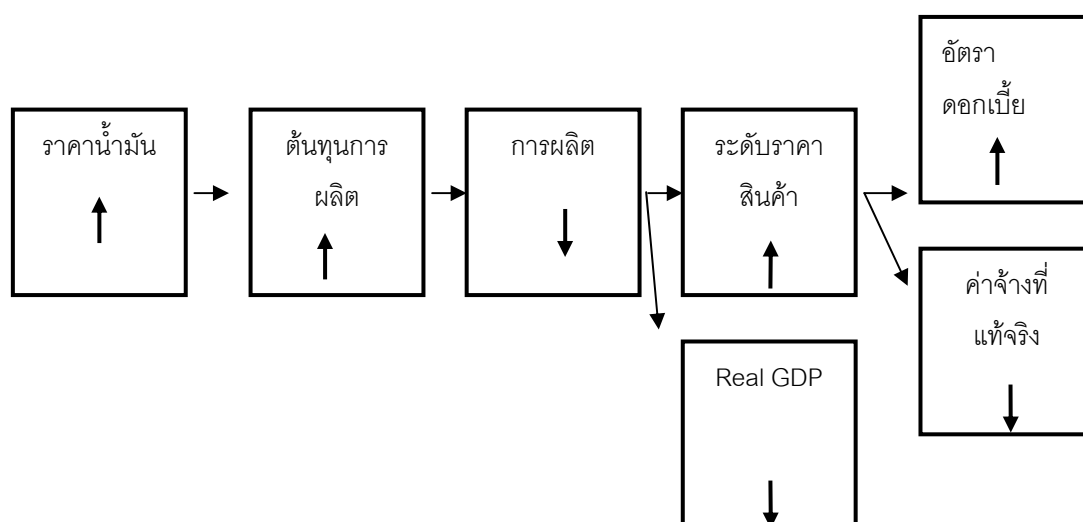


จากภาพที่ 2.3 นั้นเมื่อระดับราคาสูงขึ้นจาก P_1 เป็น P_2 และสมมติว่าปริมาณเงินในระบบไม่เปลี่ยนแปลง (M_0) ดังนั้นอุปทานของเงินที่แท้จริงจะปรับตัวลดลงจาก M^s เป็น M_1^s ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก i_1 เป็น i_2 และอัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นนี้จะทำให้ความต้องการถือเงินที่แท้จริงลดลงตามไปด้วย

ดังนั้นจากข้างต้นสรุปได้ว่า การสูงขึ้นของราคาน้ำมันจะลดการเติบโตของผลผลิตมวลรวมในประเทศที่แท้จริง, ระดับราคาสินค้าเพิ่มขึ้น, อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้นและค่าจ้างที่แท้จริงลดต่ำลง สามารถเขียนขั้นตอนต่างๆ ได้ดังภาพที่ 2.4

ภาพที่ 2.4

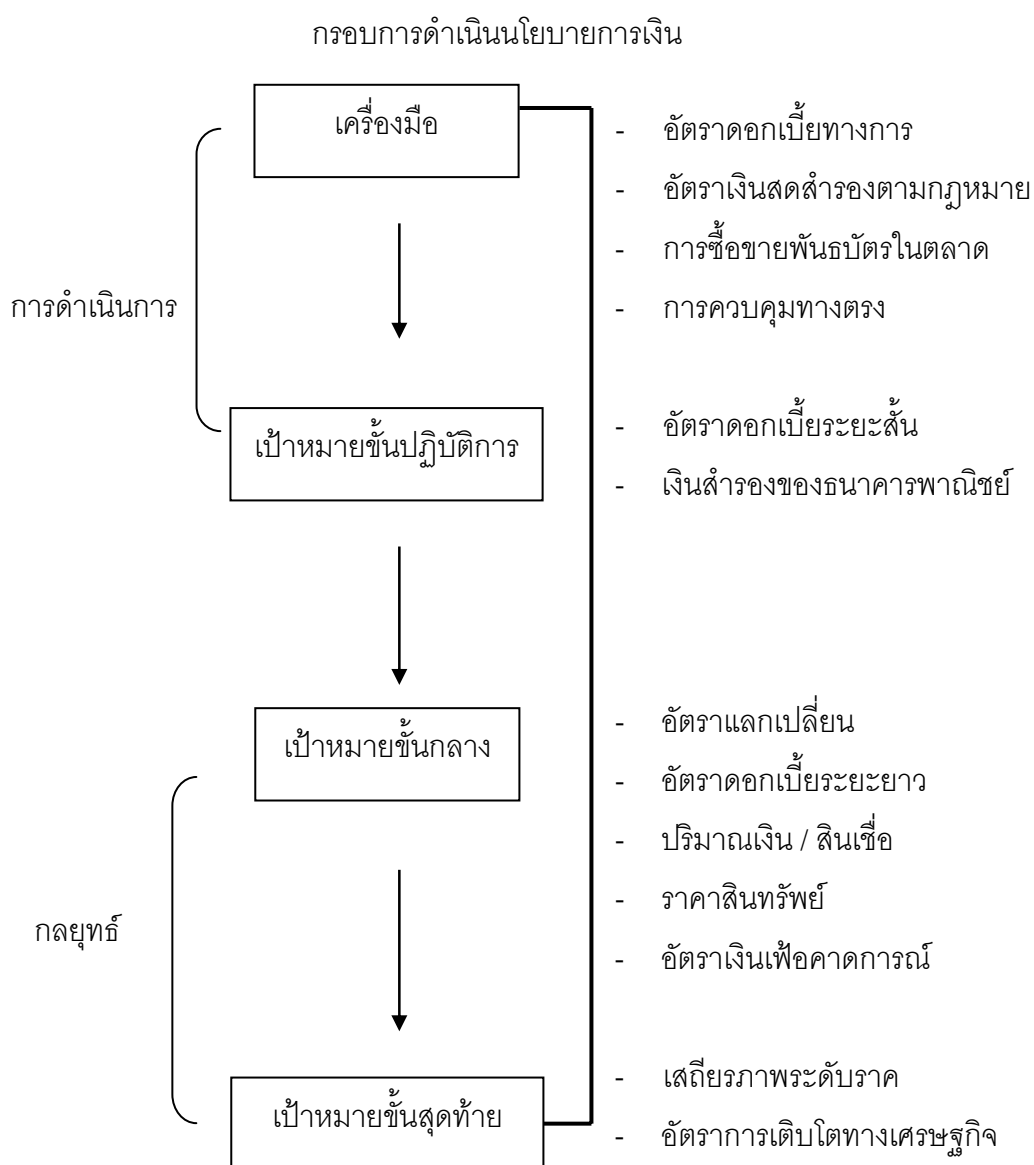
ผลกระทบจากการสูงขึ้นของราคาน้ำมัน ซึ่งอธิบายด้วย classic supply-side effect



2.2 บทบาทของนโยบายการเงิน (monetary policy)

ประเทศไทยเริ่มนำเป้าหมายเงินเฟ้อ (inflation targeting) มาใช้ตั้งแต่วันที่ 23 พฤษภาคม 2543 จนถึงปัจจุบัน โดยนโยบายจะเน้นเป้าหมายขั้นสุดท้ายไปที่เสถียรภาพของระดับราคา โดยมีอัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน และใช้เงินเพื่อคาดการณ์เป็นเป้าหมายชั้นกลาง ดังแสดงได้ตามภาพที่ 2.5

ภาพที่ 2.5

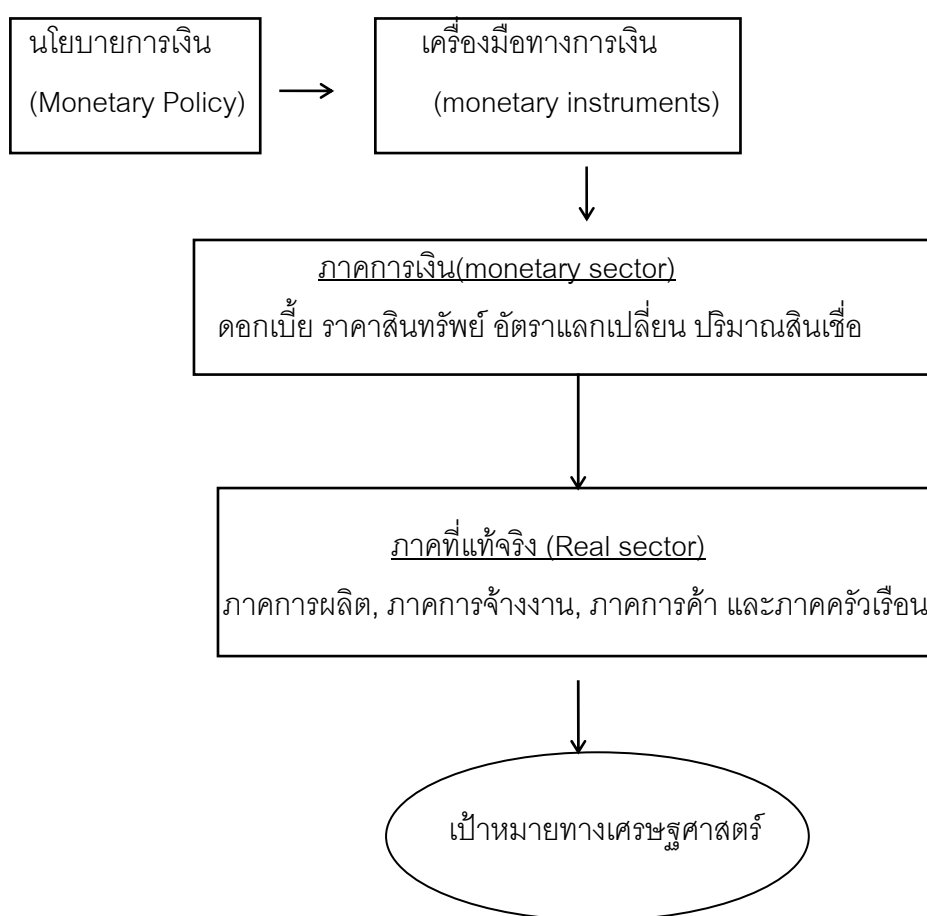


2.2.1. กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน (transmission mechanism)

กลไกการทำงานของนโยบายการเงินสรุปได้ดังภาพที่ 2.6 คือ

ภาพที่ 2.6

กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน



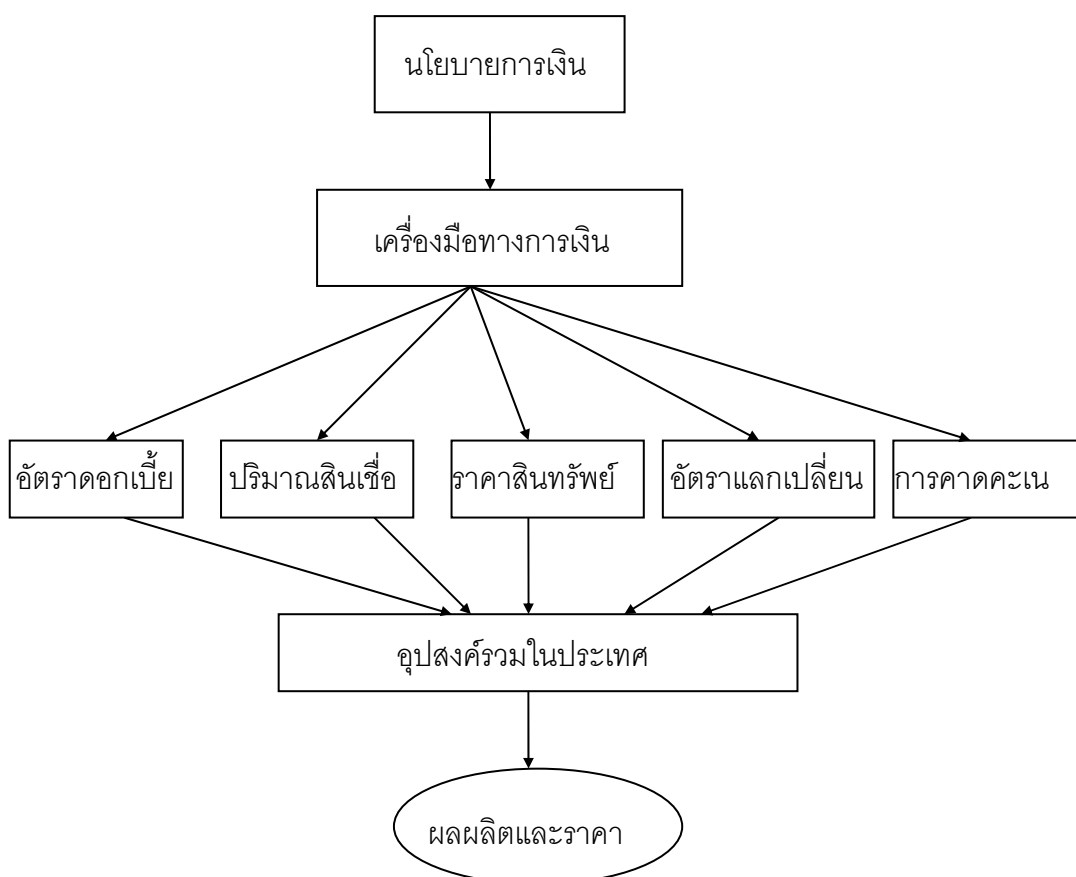
กลไกการทำงานของนโยบายการเงิน เริ่มต้นจากการกำหนดนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อที่จะควบคุมอัตราการเจริญเติบโตของประเทศ ปริมาณการผลิต และอัตราเงินเฟ้อ (ซึ่งเป็นเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินนโยบายการเงิน) ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม และสอดคล้องกับโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจ โดยผ่านช่องทางหลัก 4 ช่องทางหลักด้วยกัน ได้แก่ ช่องทางอัตราดอกเบี้ย , ราคาสินทรัพย์, อัตราแลกเปลี่ยน และสินเชื่อ ในการส่งผ่านผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินไปสู่ระดับราคาและการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจ

2.2.2 ช่องทางของผลกระทบของนโยบายการเงิน

ผลกระทบของนโยบายการเงินจะผ่านช่องทางใหญ่ 5 ช่องทางสรุปได้ดังภาพที่ 2.7

ภาพที่ 2.7

ช่องทางของผลกระทบของนโยบายการเงิน



รายละเอียดในแต่ละช่องทางสรุปได้ดังนี้

ช่องทางด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest rate channel) เป็นช่องทางแรกและช่องทางหลักของการดำเนินนโยบายการเงิน เช่น เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เช่น ประกาศรักษาอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืน 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 จะทำให้ความมั่งคั่งของประชาชนกลุ่มที่ถือครองหลักทรัพย์เหล่านี้มีรายได้มีความมั่งคั่งลดลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อบริโภคและการลงทุน

ช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate channel) การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและราคาสินทรัพย์จะส่งผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน เช่น กรณีที่ใช้นโยบายการเงินแล้วทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้นและถ้าประเทศอื่นไม่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย จะทำให้อัตราดอกเบี้ยประเทศไทยอยู่สูงกว่าประเทศอื่น ซึ่งจะก่อให้เกิดภาวะเงินทุนไหลเข้าตลาดเงินของประเทศไทยเพราะด้วยวิสัยของนักลงทุนที่ต้องการสร้างกำไรสูงสุดจากเงินทุนที่มีอยู่ ย่อมทำการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากแหล่งที่ให้ผลตอบแทนต่ำไปยังแหล่งที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่า ซึ่งส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น (appreciate)

ช่องทางการคาดคะเน (Expectation channel) การปรับเปลี่ยนของนโยบายการเงินจะส่งผลต่อการคาดคะเนสถานะเศรษฐกิจของภาคประชาชน โดยเฉพาะการคาดคะเนเกี่ยวกับเงินเฟ้อ และการขยายตัวทางเศรษฐกิจ การคาดคะเนไปในอนาคต จะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของประชาชนและธุรกิจในปัจจุบัน เช่น ถ้าคาดคะเนว่า เงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นในอนาคต ประชาชนอาจเร่งซื้อสินค้าในปัจจุบัน หรือถ้าคาดว่าเศรษฐกิจจะหดตัวในอนาคต นักธุรกิจจะลดการลงทุนในปัจจุบันลง

ดังนั้นเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่กระทบต่อเสถียรภาพของระดับราคา ผู้ดำเนินนโยบายการเงินแบบเป้าหมายเงินเฟ้อ อาจจะเข้าไปแทรกแซงในระบบเศรษฐกิจ โดยผ่านการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 14 วันในตลาดพันธบัตรซื้อคืน เพื่อรักษาระดับเงินเฟ้อและรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ และ อัตราดอกเบี้ย 14 วัน (ซึ่งเปรียบเสมือนกับการกู้เงิน หรือการให้กู้เงิน โดยมีพันธบัตรเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันระหว่างธนาคารแห่งประเทศไทยกับธนาคารพาณิชย์) ยังเป็นนโยบายการเงินทางอ้อมให้ ธนาคารพาณิชย์ ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตาม ซึ่งการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนี้ยังเป็นส่วนหนึ่งของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน คือ

1. ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ

ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างตลาดเงินใน 2 ประเทศ ย่อมส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปสู่ที่ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าตามหลักของ Interest rate arbitrage ผลที่ตามมาจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนนี้ ก็คือ จะทำให้ปริมาณหรืออุปทานเงินตราต่างประเทศในตลาดเงินของประเทศที่ให้อัตราดอกเบี้ยสูงกว่ามีมากขึ้น และจะส่งผลให้ค่าเงินของประเทศดังกล่าวปรับตัวสูงขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินของประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่า อย่างไรก็ตามในบางขณะอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงอาจจะไม่จูงใจเงินทุนต่างประเทศให้ไหลเข้าประเทศก็ได้ อันเนื่องมาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในกรณีที่เกิดการเก็งกำไร (speculation) ขึ้นในระยะสั้นซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านจิตวิทยาและความเชื่อมั่นในเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ

2. ฐานะดุลการชำระเงินของประเทศ

ดุลการชำระเงินเป็นผลรวมของดุลบัญชีเดินสะพัด (current account) ซึ่งใช้บันทึกรายการเกี่ยวกับรายได้และรายจ่ายทั้งจากการส่งสินค้าและบริการไปขายยังต่างประเทศและการชำระค่าสินค้าและบริการที่สั่งเข้า และดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้าย (capital account) ซึ่งใช้บันทึกรายการเกี่ยวกับการไหลเข้า-ออกของเงินทุนระหว่างประเทศทั้งเงินลงทุนโดยตรง (direct investment) เงินลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio investment) เงินกู้ยืม (loans) และเงินฝากในรูปบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (non-resident baht account) ดุลการชำระเงินของประเทศใดประเทศหนึ่ง จึงสะท้อนถึงฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิที่แต่ละประเทศได้รับจากการประกอบธุรกรรมทางการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศในรอบระยะเวลาหนึ่ง (โดยปกติ 1 ปี) หากประเทศมีดุลการชำระเงินที่เกินดุล ย่อมหมายความว่า ปริมาณเงินตราต่างประเทศที่ไหลเข้ามามากกว่าปริมาณเงินตราต่างประเทศที่ไหลออก ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องให้ค่าเงินของประเทศดังกล่าวแข็งแกร่งขึ้นเมื่อเทียบกับเงินตราต่างประเทศสกุลอื่น อาทิเช่น ในกรณีที่มี Excess Supply for

US\$ (หรืออีกนัยหนึ่ง Excess Demand for Baht) ย่อมจะเป็นผลทำให้เงินบาทมีค่าแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในทางตรงกันข้าม การขาดดุลการชำระเงินอันเป็นผลมาจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและ/หรือการขาดดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้ายในระดับสูง ก็จะทำให้สะท้อนถึงฐานะสุทธิที่ติดลบและส่งผลให้ค่าเงินของประเทศดังกล่าวอ่อนตัวลงตามกลไกอุปสงค์-อุปทานของตลาด

3. ระดับราคาสินค้าโดยเปรียบเทียบ

ในโลกที่มีการค้าสินค้าและบริการอย่างเสรี ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ Purchasing Power Parity (PPP) ระบุว่า ค่าเงินของประเทศที่มีราคาสินค้าในชนิดและปริมาณเดียวกันหรืออัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง จะมีมูลค่าโดยเปรียบเทียบน้อยกว่าค่าเงินของประเทศที่มีราคาสินค้าในประเทศอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า เช่น ในประเทศที่มีราคาสินค้าอยู่ในระดับสูงนั้น ประชาชนจะต้องใช้เงินในจำนวนที่มากในการแลกเปลี่ยนเป็นสินค้าในชนิดและปริมาณเดียวกัน ด้วยเหตุนี้ การเคลื่อนไหวของอัตราเงินเฟ้อของประเทศต่างๆ จึงเป็นตัวแปรที่ตลาดเงินตราระหว่างประเทศให้ความสนใจในการกำหนดระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสม

4. ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ

อัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลต่างๆยังอาจสะท้อนจากสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเมืองของประเทศนั้นอีกด้วย หากประเทศมีความเสี่ยงที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองหรือนโยบายทางเศรษฐกิจ ที่อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินธุรกรรมทางด้านการค้าและการลงทุนหรือการชำระหนี้ต่างประเทศ ค่าเงินของประเทศนั้นก็อาจจะถูกกดดันให้ปรับตัวลงมาเพื่อให้สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น

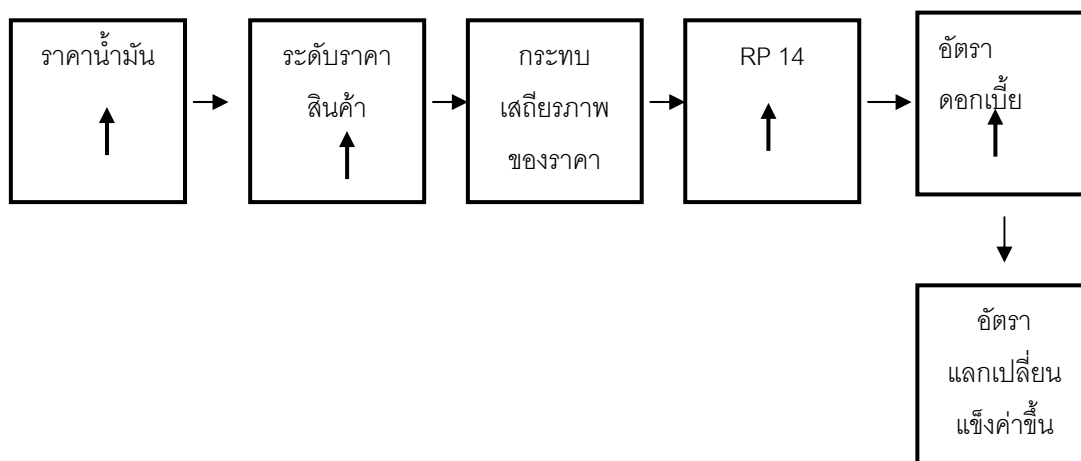
5. บทบาทของการเก็งกำไรที่มีต่อค่าเงิน

แม้ว่าในแง่ทฤษฎี ปัจจัยที่หนึ่งถึงปัจจัยที่สี่ข้างต้นจะเป็นปัจจัยพื้นฐานที่มีความสำคัญในการกำหนดการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงของค่าเงิน แต่อิทธิพลของการเก็งกำไรที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในค่าเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งในระยะสั้นก็มีความสำคัญไม่ยิ่งหย่อนไปกว่ากัน ดังจะเห็นได้จากการเข้ามาของกองทุนค่าเงินข้ามชาติ หรือ Hedge Funds เพื่อเก็งกำไรในค่าเงินสกุลต่างๆของประเทศในแถบภูมิภาคเอเชียและละตินอเมริกาโดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปลายปีพ.ศ. 2539 ต่อเนื่องถึงปีพ.ศ. 2541 ได้สร้างความปั่นป่วนให้กับตลาดการเงินระหว่างประเทศและสร้างแรงกดดันต่อสกุลเงินต่างๆที่ถูกโจมตีเป็นอย่างมาก

ดังนั้นผลกระทบจากการสูงขึ้นของราคาน้ำมันต่อการดำเนินนโยบายการเงินสามารถเขียนขั้นตอนต่างๆ ได้ดังภาพที่ 2.8

ภาพที่ 2.8

ผลกระทบจากการสูงขึ้นของราคาน้ำมัน ต่อการดำเนินนโยบายการเงิน



2.2.3. ประเภทของนโยบายการเงิน

1. นโยบายการเงินแบบขยายตัว (Expansionary Monetary Policy) เป็นนโยบายการเงินที่ต้องการทำให้สภาพคล่องทางการเงินเพิ่มขึ้น ซึ่งทำได้โดยใช้เครื่องมือทางการเงินในการที่จะเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจให้สูงขึ้น นโยบายการเงินในลักษณะนี้จะมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ซึ่งจะมีผลกระทบทำให้อุปสงค์มวลรวมเพิ่มขึ้น รัฐบาลมักจะใช้นโยบายการเงินลักษณะนี้เมื่อต้องการสนับสนุนการเติบโต

2. นโยบายการเงินแบบหดตัว (Contractionary or tight monetary policy) เป็นนโยบายการเงินที่ต้องการทำให้สภาพคล่องทางการเงินลดลง และทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ทั้งนี้กระทำได้โดยใช้เครื่องมือทางการเงินไปในทิศทางที่จะลดปริมาณเงินลง นโยบายลักษณะนี้ใช้เพื่อวัตถุประสงค์ที่จะรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ เช่น ควบคุมไม่ให้อุปสงค์มวลรวมสูงเกินไป อันจะนำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อ หรือ ช่วยรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาท