

## เมื่อ ‘ประชานิยม’ ระบอบไปถึงนโยบายการเงิน

ข้อบชอนอนุญาตออกตัวก่อนว่าบทความนี้จะเขียนต่อไปไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อการวิพากษ์วิจารณ์การดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังของประเทศแต่อย่างใด เป็นเพียงแต่การนำเสนอข้อคิดเห็นในหลายๆ มุมมองเพื่อสร้างความเข้าใจและร่วมกันคิดอ่านพิจารณาถึงความสมเหตุสมผลและความเป็นไปได้ของการดำเนินนโยบายในหลายๆ มิติ ข้อกังวลที่นำมาสู่การนำเสนอบทความนี้ มาจากการที่ได้ติดตามการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ (ทั้งการเงินและการคลัง) ทั้งในต่างประเทศและในประเทศไทยเองจนคิดว่าประเด็นนี้น่าจะเป็นประเด็นที่ต้องตระหนักและขบคิดกันให้ดีในหมู่ผู้กำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจ

การดำเนินนโยบายทางการเงินที่สำคัญในช่วงเวลาที่ผ่านมามีภายหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์โดยประเทศที่ประสบวิกฤตเศรษฐกิจเองและประเทศที่ได้รับผลกระทบมีการใช้นโยบายทางการเงินเพื่อการกระตุ้นเศรษฐกิจ

เริ่มต้นจากการปรับลดและกดยัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับต่ำมากในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ของโลก ไปจนกระทั่งถึงรูปแบบของการพิมพ์เงินเพิ่มเพื่ออัดฉีดเข้ามาในระบบเศรษฐกิจโดยผ่านตลาดซื้อขายพันธบัตรหรือที่รู้จักกันในนามของมาตรการ Quantitative Easing (QE) ซึ่งมาตรการเหล่านี้ล้วนแต่เป็นการเพิ่มสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ และมีความหวังว่าการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องนั้นจะกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจและลดอัตราการว่างงานลงในที่สุด

การดำเนินมาตรการในลักษณะนี้เป็นการใช้นโยบายทางการเงินเพื่อส่งเสริมให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งก็เป็นสิ่งที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่าไม่ได้เป็นวัตถุประสงค์หลักของการดำเนินนโยบาย มาตรการที่ดำเนินการจึงเป็นเพียงมาตรการชั่วคราว แต่กลับก่อให้เกิดผลกระทบต่อเป้าหมายหลักในการรักษาเสถียรภาพ

ทางเศรษฐกิจของนโยบายการเงิน

เมื่อการกระตุ้นโดยมาตรการทางการเงินนั้นมีขนาดใหญ่ระบอบไปทั่วในหลายระบบเศรษฐกิจหลักของโลก ไม่ว่าจะเป็นสหรัฐ ยุโรป หรือแม้แต่ญี่ปุ่นเองก็หันมาใช้มาตรการทางเศรษฐกิจในลักษณะคล้ายกันนี้เพื่อแก้ปัญหาทางเศรษฐกิจ “ในเชิงโครงสร้าง”

ที่สำคัญคือ มาตรการที่บอกว่าเป็นมาตรการชั่วคราวนั้น กลับถูกใช้ต่อเนื่องเป็นระยะเวลานานจนกระทั่งไม่แน่ใจว่ามาตรการเหล่านั้นจะยุติหรือถูกปรับลดการใช้ลง (Scale Down) เมื่อใด

ผลสืบเนื่องของนโยบายการเงินในลักษณะดังกล่าว ไม่เพียงแต่เป็นการเพิ่มสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจของประเทศที่ดำเนินมาตรการนั้นเท่านั้น แต่ทำให้สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจโลกเพิ่มขึ้นอย่างมาก กระแสการเคลื่อนย้ายของเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้นมีความผันผวนเพิ่มมากขึ้นอย่างมากเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สำคัญ ได้แก่ ทองคำ และการเคลื่อนไหวของราคาและผลตอบแทน (Yield) ของตราสารทางการเงิน (พันธบัตร หุ้น หุ้นกู้) ในประเทศต่างๆ

ประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนถูกบั่นทอนลงอย่างมากในประเทศเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็กอย่างประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยถูกกดดันให้อยู่ในระดับต่ำ โชคดีที่ในช่วงเวลาที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำนั้น อัตราเงินเฟ้อไม่ได้มีการปรับเพิ่มขึ้นมากจนอยู่ในระดับที่อาจก่อให้เกิดปัญหาทางเศรษฐกิจ (สำหรับท่านที่เชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อที่รายงานโดยหน่วยงานที่รับผิดชอบสะท้อนค่าครองชีพที่แท้จริง) กระแสการไหลเข้าของเงินทุนกลับก่อให้เกิดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และมีผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศ เห็นได้จากการประกาศตัวเลขทางเศรษฐกิจรายไตรมาสที่มักจะสร้างความประหลาดใจ (แตกต่างจากการพยากรณ์



# เมื่อ ‘ประชานิยม’ ระบอบไปถึงนโยบายการเงิน

มาก)

การบริหารนโยบายการเงินก็มีความยากลำบากมากขึ้น จนถึงขั้นว่านอกจากรนโยบายการเงินจะไม่สามารถทำหน้าที่หลักในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้แล้ว ยังอาจเป็นต้นเหตุสำคัญที่ก่อให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเองเสียอีก

การดำเนินนโยบายการเงินโดยหันไปให้น้ำหนักกับการกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจ จึงน่าจะต้องมีความรอบคอบระมัดระวังไม่หลงเข้าไปติดอยู่ในกับดักจนลืมนึกไปว่าเป้าหมายหลักของการดำเนินนโยบายการเงินคือการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เพราะการใช้นโยบายการเงินที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะมีลักษณะเหมือนการทานขนม ทานมากร่างกายก็เติบโต มีน้ำหนักมากขึ้น แต่การเติบโตนั้นเป็นการเติบโตแบบอ้วนขึ้น คือ โตขึ้น น้ำหนักมากขึ้น แต่ไม่แข็งแรง และอาจส่งผลเสี่ยงต่อการเป็นโรคได้โดยง่าย ซึ่งนอกเหนือจากเรื่องการก่อให้เกิดเงินเฟ้อแล้ว ก็พอจะนึกได้สัก 3 ประการ ได้แก่

**ประการแรก** การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีความเป็นไปได้ที่มาตรการทางการเงินนั้นจะเป็นสาเหตุให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เพราะการดำเนินมาตรการหนึ่งมาตรการ โดยปกติจะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ในทางเศรษฐกิจได้เพียงเป้าหมายเดียว และโดยมากนโยบายทางการเงิน เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เป็นนโยบายที่มีผลกระทบในวงกว้าง ก็ย่อมทำให้มีผลกระทบที่อาจจะไม่พึงประสงค์ (Adverse Effects) ได้รุนแรงเช่นเดียวกัน ตัวอย่างในเรื่องนี้ถ้าอยากจะลองพิจารณากันดู คงจะไม่พ้นการลดหรือเลิกการดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลายนสุดๆ ของโลกตลอดช่วง 3-5 ปีที่ผ่านมา จะมีผลกระทบอย่างไรต่อเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย

**ประการที่สอง** เป็นการก่อตัวของหนี้ภาค



กับเศรษฐกร

■ **สันติ ชัยศรีสวัสดิ์สุข**

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ นิด้า

www.econ.nida.ac.th

santi\_nida@yahoo.com



ครัวเรือน อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานอาจก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการบริโภคในระบบเศรษฐกิจ ผู้บริโภคมีความมั่นใจต่อขีดความสามารถในการชำระหนี้มากขึ้น เพราะประเมินจากอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบัน มีความมั่นใจในการก่อหนี้เพื่อการจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น แต่ถ้าการปรับเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการบริโภคนั้นไม่สอดคล้องกับขีดความสามารถในการสร้างรายได้ ปัญหาภาระหนี้ก็จะเกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ

ตัวเลขการขยายตัวของหนี้ภาคครัวเรือนในประเทศไทยบ่งชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงในเรื่องนี้ในระบบเศรษฐกิจไทยอย่างชัดเจน ถ้าลองนึกภาพว่าอัตราดอกเบี้ยจะต้องปรับเพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันอีกสัก 1.2% ปริมาณหนี้ในระบบเศรษฐกิจไทยจะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร สัดส่วนการเป็นหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินจะเป็นอย่างไร

**ประการสุดท้าย** เป็นเรื่องความเป็นไปได้ของการเกิดการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของอัตราเงินเฟ้อ (Accelerated Inflation) เนื่องจากการรักษาอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระดับที่ต่ำกว่าดุลยภาพในตลาดเงิน ทำให้ต้นทุนทางการเงินของผู้ประกอบการต่ำลง และด้วยแรงกดดันจากการแข่งขันในตลาดสินค้า เมื่อต้นทุนการผลิตทางด้านอื่นปรับสูงขึ้น ผู้ประกอบการก็ยังไม่มีความจำเป็นที่จะต้องปรับราคาสินค้าที่ตนผลิตเพิ่มขึ้นในทันที ซึ่งสามารถทำได้โดยการชดเชยต้นทุนทางด้านอื่นที่สูงขึ้นด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง

อย่างไรก็ตาม เมื่ออัตราดอกเบี้ยต้องปรับเพิ่มขึ้น หรือปรับเข้าสู่ระดับดุลยภาพ ระดับราคาสินค้าก็จะถีบตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ก่อให้เกิดปัญหาทางเศรษฐกิจในวงกว้าง รวมทั้งสนับสนุนให้ปัญหาหนี้ที่ได้กล่าวถึงข้างต้นกลายเป็นปัญหาทางเศรษฐกิจที่คงจะไม่แก้ไขกันได้โดยง่าย ■