

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์โดยอาศัยแนวความคิดของ Fisher Hypothesis ซึ่งกล่าวว่า เมื่อทุกคนคาดการณ์ได้อย่างถูกต้องและมีประสิทธิภาพแล้ว อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินจะมีความสัมพันธ์เชิงดูลยภาพในระยะยาวกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีค่าคงที่ อย่างไรก็ตามประเด็นทางความคิดนี้ยังคงเป็นที่ถกเถียงกัน เมื่อมีการศึกษาพบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่เป็นไปตาม Fisher Hypothesis แต่มีความสัมพันธ์กันในรูปแบบตรงกันข้าม กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะมีความสัมพันธ์เชิงดูลยภาพในระยะยาวกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินมีค่าคงที่ไม่ตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อ ปรากฏการณ์ดังกล่าวเรียกว่า Inverted Fisher Hypothesis สาเหตุอันเนื่องมาจากกฎเกณฑ์ในตลาดการเงินและขนาดการทดแทนกันอย่างสูงระหว่างสินทรัพย์ทางการเงินที่มีกฎเกณฑ์เข้มงวด (regulated) และไม่มีการควบคุม (nonregulated) แต่จากการศึกษาในครั้งนี้ พบว่า ในช่วงก่อนประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย ผลการทดสอบสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ มีลักษณะแบบ Inverted Fisher Hypothesis กล่าวคือ มีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่จริงและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีที่แท้จริงเท่ากับ -1.034 และ -1.106 ตามลำดับ โดยมีเครื่องหมายถูกต้องตามสมมติฐานและมีนัยสำคัญที่ระดับ 1% แสดงว่า ถ้าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงประมาณ 1% ในระยะยาว ซึ่งเป็นตัวกำหนดการออมและการลงทุนที่มีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ และภายหลังประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์แบบ Partial Fisher Hypothesis มีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่จริงและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีที่แท้จริงเท่ากับ -0.523 และ -0.587 ตามลำดับ นั่นคือ ถ้าอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลกระทบต่อทั้งอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงประมาณ 0.5% และอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นบางส่วนในระยะยาว โดยผลของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินจะมีผลต่อ

กระแสเงินสดของหน่วยธุรกิจ อันจะมีผลต่อการควบคุมปริมาณสินเชื่อของภาคธนาคารและการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน

จากที่กล่าวมา แสดงให้เห็นว่า ในอดีตของการพัฒนาเศรษฐกิจก่อนมีการประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดการลงทุนอย่างมาก โดยทางการดำเนินมาตรการกีดกันอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมให้มีอัตราต่ำ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและเร่งรัดในการพัฒนาเศรษฐกิจให้เจริญก้าวหน้าโดยคาดหวังจากต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ ในขณะที่ช่วงเวลาปัจจุบัน ได้ดำเนินมาตรการปล่อยเสรีทางการเงินเป็นลำดับ และมีการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยทั้งหมดให้เป็นไปตามกลไกตลาด ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินมีบทบาทมากขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจ ซึ่งจะมีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของหน่วยธุรกิจ นั่นคือ การมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นทางการเงินในการดำเนินธุรกิจ และสถาบันการเงินจะต้องมีความระมัดระวังในการพิจารณาสินเชื่อมากขึ้น อันจะมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยภาพรวม โดยเมื่ออัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์เพิ่มขึ้น จะสามารถส่งผลกระทบได้ 2 ทาง คือ ผ่านทางอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงให้มีการปรับตัวลดลงก่อให้เกิดการลงทุนเพิ่มขึ้น และผ่านทางอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น มีผลต่อบริการกระแสเงินสดของหน่วยธุรกิจดังกล่าว ทำให้ภาคธนาคารชะลอสินเชื่อ การลงทุนจึงหดตัวลง ทั้งนี้ต้องพิจารณาขนาดของผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ว่ามีผลกระทบผ่านอัตราดอกเบี้ยทางใดมากกว่ากัน

สำหรับผลการทดสอบปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ปรากฏว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่แท้จริงไม่มีนัยสำคัญ สาเหตุอาจมาจากการปรับตัวอัตราดอกเบี้ยในประเทศจะมีช่วงความล่าช้าในการปรับตัวค่อนข้างนาน โดยที่การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศจะมีผลโดยตรงต่ออัตราดอกเบี้ยในระยะสั้น เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารก่อน เพราะปัจจัยอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศจะเป็นปัจจัยชั่วคราวที่มีผลต่อการปรับตัวในระยะสั้น และการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ในขณะที่สัดส่วนดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP จะมีผลกระทบในทิศทางตรงข้ามและมีนัยสำคัญ เพราะช่วงที่ผ่านมาประเทศไทยจะมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในระบบเศรษฐกิจสูงขึ้น สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนสินเชื่อสุทธิต่อ GDP ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมจะไม่มีนัยสำคัญ เนื่องมาจากส่วนหนึ่งเป็นผลของการนำเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาเพื่อปล่อยสินเชื่อผ่าน BIBF และส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากการแทรกแซงของทางการในการจะหยุดยั้งอัตราเงินเฟ้อ ทำให้อัตราส่วนสินเชื่อดังกล่าวไม่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในตลาดเงิน

นอกจากนี้จากการทดสอบความมีเสถียรภาพของแบบจำลองโดยวิธี Chow Test พบว่า ข้อมูลที่ศึกษามีการแบ่งช่วงเวลาศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ ก่อนและหลังประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย โดยค่า F-Statistic ที่คำนวณได้มากกว่าค่าวิกฤต ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า ไม่มี Structural Change นั่นคือ ผลการศึกษาแสดงว่า การใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายทางการเงินของทางกรมมีผลกระทบต่อพฤติกรรมการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศแตกต่างกันใน 2 ช่วงเวลา คือ ก่อนประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยและหลังประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย

5.2 นัยทางนโยบาย

อัตราดอกเบี้ยนับว่ามีบทบาทสำคัญในการช่วยจัดสรรทรัพยากรเพื่อการพัฒนาประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ ช่วยส่งเสริมการออมและกำหนดการลงทุน การดำเนินนโยบายทางการเงินโดยใช้อัตราดอกเบี้ยหรือการเปลี่ยนแปลงตัวแปรทางการเงินเพื่อคาดหวังผลของการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ย จึงมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ 3 ประการ ดังนี้

1. การระดมเงินออมของประเทศ การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากก็ต้องให้สอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจและการเงินของประเทศขณะนั้น ๆ กล่าวคือ จะต้องเป็นอัตราที่ไม่ต่ำเกินไปจนไม่จูงใจให้เกิดการออมและก็ต้องเป็นอัตราที่ไม่สูงเกินไปจนเป็นการแก่สภาพบันการเงิน
2. การขยายสินเชื่ออย่างเหมาะสม การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อจะต้องเป็นอัตราที่ไม่ต่ำเกินไปจนทำให้มีการขยายตัวของสินเชื่อเพิ่มขึ้นมาก ทั้งนี้เพราะสินเชื่อบางประเภท เช่น สินเชื่อเพื่อการบริโภคถ้ามีการขยายตัวมากก็อาจเป็นสาเหตุของการเกิดภาวะเงินเฟ้อหรือการขาดดุลการค้าได้ ในทางตรงข้ามก็ต้องเป็นอัตราที่ไม่สูงเกินไปจนทำให้เป็นปัญหากับธุรกิจที่กู้เงินเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนและการผลิตต่าง ๆ เพราะอาจทำให้การลงทุนและการขยายตัวของธุรกิจหยุดชะงักได้
3. การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างมีเสถียรภาพ อัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินให้กู้ยืมจะต้องเป็นอัตราที่ไม่แตกต่างกับอัตราดอกเบี้ยประเภทเดียวกันในต่างประเทศมากนัก กล่าวคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมากก็จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนออกไปต่างประเทศ และในทำนองเดียวกันถ้าอัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงก็จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลเข้ามา

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์คู่ลยภาพในระยะยาวระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อ จะเห็นว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีก่อนมีการประกาศ

ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์กันแบบ Inverted Fisher Hypothesis นั่นคือ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์จะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินมีค่าคงที่หรือมีผลการเปลี่ยนแปลงน้อยในการปรับตัวเพื่อตอบสนองต่ออัตราเงินเฟ้อ และภายหลังการประกาศยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินมีความยืดหยุ่นในการปรับตัวมากขึ้น ความสัมพันธ์จึงมีลักษณะเป็นแบบ Partial Fisher Hypothesis กล่าวคือ อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์จะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยทั้งสองทาง ด้านหนึ่งมีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงให้มีการปรับตัว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ในการปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่แท้จริงเท่ากับ -0.523 และ -0.587 ตามลำดับ ซึ่งในส่วนนี้จะมีผลต่อการตัดสินใจการออมและการลงทุน อันจะส่งผลกระทบต่อ การพัฒนาเศรษฐกิจในระยะยาว อีกทางหนึ่งจะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินให้มีการปรับตัว ซึ่งสะท้อนถึงต้นทุนทางการเงินของธุรกิจ อันมีผลต่อการดำเนินธุรกิจจนในที่สุดมีผลต่อระบบเศรษฐกิจในภาพรวมเช่นกัน ดังนั้น เจ้าหน้าที่ทางการเงินของรัฐควรมีมาตรการในการจัดการอัตราเงินเฟ้อไปในทิศทางที่เหมาะสม เช่น กรณีอัตราเงินเฟ้อที่เกิดจากด้านอุปสงค์ (Demand Pull Inflation) ทางการต้องมีมาตรการขจัดความตื่นตระหนกของประชาชนต่อภาวะเงินเฟ้อ และ มาตรการลงโทษพอด้า นายทุนที่กักตุนสินค้าเพื่อเก็งกำไร ส่วนกรณีอัตราเงินเฟ้อที่เกิดจากด้านอุปทาน (Cost Push Inflation) ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของทางการ จึงควรมีการเตรียมแผนการรองรับไว้ล่วงหน้า อาทิ สนับสนุนการคิดค้นแหล่งพลังงานทดแทนแหล่งใหม่ มาตรการทางการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น การดำเนิน มาตรการดังกล่าวเป็นเพียงวิธี หนึ่งที่จะหยุดยั้งการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่จะส่งผลต่ออัตรา ดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจ เพื่อจะได้รักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจให้มีอัตราการเจริญเติบโตได้ อย่างต่อเนื่อง

5.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะทางการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้มีข้อจำกัดด้วยกันหลายประการ คือ

1. การศึกษาครั้งนี้ศึกษาโดยอาศัยแบบจำลองของ Inder and Silvapulle ซึ่งทดสอบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ทำให้ปัจจัยทางการเงินบางตัวไม่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย เช่น ปริมาณเงิน เป็นต้น
2. ข้อมูลรายได้ประชาชาติรายเดือนที่ประมาณขึ้นเองกับตัวแปรทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง คือ ปริมาณการส่งออก ซึ่งอาจให้ค่าที่คลาดเคลื่อนไปบ้างเมื่อนำมาวิเคราะห์กับข้อมูลตัวอื่น

3. การคำนวณหาอัตราเงินเฟ้อ ในส่วนที่เปรียบเทียบเป็นราย 1 เดือน อาจมีผลของฤดูกาลเข้ามาเกี่ยวข้องและทำให้ลักษณะข้อมูลผันผวน ส่งผลต่อการทดสอบความสัมพันธ์ในระยะยาวของตัวแปร

4. การทดสอบความสัมพันธ์ในระยะยาว (Cointegration Test) ไม่คำนึงผลของ Unit Root Test มาพิจารณาเพื่อเลือกตัวแปรที่เหมาะสมก่อนนำมาวิเคราะห์ด้วย Cointegration Test กล่าวคือ ไม่มีการพิจารณาการนำตัวแปรที่ให้ผลของความมีเสถียรภาพของข้อมูลที่ระดับเดียวกันมาทดสอบ

5. การทดสอบใช้ข้อมูลรายเดือนมาทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาว เนื่องจากไม่สามารถหาข้อมูลระยะยาว เช่น ข้อมูลรายปีจำนวนมากได้ ซึ่งอาจมีปัญหาในการทดสอบ จึงใช้ข้อมูลรายเดือนจำนวนมากในการทดสอบเพื่อความน่าเชื่อถือ

ข้อจำกัดในการศึกษาข้างต้น ผู้เขียนมีความเห็นว่า อาจจะศึกษาในรูปแบบของสมการที่มีตัวแปรตามเป็นอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน เพื่อทดสอบ Fisher Effect โดยตรง และนำผลของการพิจารณาภาษีเข้ามาเกี่ยวข้องในการวิเคราะห์เปรียบเทียบ อีกทั้งการตั้งสมมติฐานการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้ออาจมีรูปแบบเป็น Adaptive Expectations เพื่ออาจนำผลของปริมาณเงินที่ไม่ได้คาดการณ์เข้ามาวิเคราะห์ในแบบจำลอง หรือเป็นการเก็บข้อมูลจากนักวิเคราะห์เศรษฐกิจในตลาดการเงินโดยตรง (Surveys) เพื่อให้การประมาณค่ามีลักษณะเป็นผลของการคาดการณ์จริง ๆ และควรมีการทำ Moving Average กับข้อมูล CPI เพื่อขจัดผลของฤดูกาลที่มีต่อข้อมูลในระยะสั้น หลังจากนั้น จึงนำมาทดสอบด้วยวิธี Cointegration Test เพื่อหาตัวแปรที่เหมาะสมจาก Unit Root Test และอาจมีการทดสอบด้วย Error Correction Model (ECM) เพื่อดูการปรับตัวของข้อมูลในระยะสั้นในการเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว จึงคาดว่าประเด็นต่าง ๆ เหล่านี้ อาจทำให้การประมาณค่ามีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น