

ECB ออกมาตรการผ่อนคลายชุดใหญ่พร้อมกลับมาทำ QE และอีไอซีคาด Fed จะลดดอกเบี้ยได้อีก

13 กันยายน 2019



- เศรษฐกิจยูโรโซนและประเทศหลักอย่างเยอรมนีและอิตาลีมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย จากปัจจัยความไม่แน่นอนด้านการค้าและการเมืองภายในภูมิภาค ECB ได้ลดประมาณการทางเศรษฐกิจยูโรโซนลงในปี 2019, 2020 และ 2021 คาดว่าจะเติบโต 1.1%, 1.2% และ 1.4% จากประมาณการเดิมที่ 1.2%, 1.4% และ 1.4% ตามลำดับ
- ECB ประกาศมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินชุดใหญ่ เพื่อป้องกันภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วยุโรป 1) ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายด้านเงินฝากลงอีก 0.1% 2) เริ่มใช้ระบบการคิดอัตราดอกเบี้ยแบบลำดับขั้น 3) กลับมาทำโครงการเข้าซื้อพันธบัตร (QE) รอบใหม่วงเงิน 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน 4) ลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้โครงการ TLTRO และ 5) เปลี่ยนการสื่อสารทิศทางนโยบายการเงินใหม่โดยเน้นย้ำถึงแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อแทนการกำหนดช่วงเวลา
- อีไอซีปรับมุมมองว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 2 ครั้ง (จากเดิม 1 ครั้ง) ในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยการปรับลดครั้งต่อไปน่าจะเกิดขึ้นในการประชุมครั้งถัดไป (วันที่ 17-18 ก.ย.) โดยมีปัจจัยสำคัญจาก 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรม อีกทั้งเครื่องชี้ความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยก็เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน 2) แนวโน้มการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯในไตรมาสที่ผ่านมา กอปรกับแรงกดดันจากแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงของธนาคารกลางอื่น ๆ
- อีไอซีมองว่า หากในระยะข้างหน้าเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยขึ้นจริง การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงินของทั้ง Fed และ ECB อาจมีข้อจำกัดมากขึ้นเมื่อเทียบกับในอดีต

■ ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ออกมาตรการผ่อนคลายขนาดใหญ่

เศรษฐกิจยูโรโซนและประเทศหลักอย่างเยอรมนีและอิตาลีมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย จากปัจจัยความไม่แน่นอนด้านการค้าและการเมืองภายในภูมิภาค ECB ได้ลดประมาณการทางเศรษฐกิจยูโรโซนลง รวมถึงอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มต่ำกว่ากรอบเงินเฟ้อที่ 2% ทำให้ ECB ประกาศมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินขนาดใหญ่ เพื่อป้องกันภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วยูโรโซน โดยลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.1% เริ่มต้นใช้ระบบการคิดอัตราดอกเบี้ยแบบลำดับขั้น เริ่มโครงการเข้าซื้อพันธบัตรรอบใหม่วงเงิน 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้โครงการ TLTRO และเปลี่ยนการสื่อสารทิศทางนโยบายการเงินใหม่โดยเน้นย้ำถึงแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อแทนการกำหนดช่วงเวลา

ECB ปรับคาดการณ์เศรษฐกิจยูโรโซนลง จากความไม่แน่นอนด้านการค้าและการเมืองภายในภูมิภาค

ล่าสุด ECB ออกประมาณการเศรษฐกิจในเดือนกันยายน โดยปรับลดประมาณการเศรษฐกิจยูโรโซนปี 2019 2020 และ 2021 คาดว่าจะเติบโต 1.1% 1.2% และ 1.4% ตามลำดับ จากประมาณการเดิมที่ 1.2% 1.4% และ 1.4% ตามลำดับ เนื่องจากเศรษฐกิจยูโรโซนตั้งแต่ต้นปี 2019 เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวและเผชิญกับความเสี่ยงจากปัจจัยทั้งจากภายในและภายนอกสูงขึ้น ประกอบด้วย 1) สงครามการค้าสหรัฐ-จีนที่ยืดเยื้อต่อเนื่อง เป็นผลให้ความไม่แน่นอนทางการค้าสูงขึ้นและภาวะการค้าโลกซบเซาลงต่อเนื่อง 2) ความไม่แน่นอนจาก Brexit ในเรื่องรูปแบบการแยกตัวของสหราชอาณาจักรออกจากสหภาพยุโรปที่ยังไม่มีบทสรุปที่ชัดเจน และ 3) ปัญหาทางการเมืองภายในภูมิภาค โดยเฉพาะความไม่แน่นอนทางการเมืองในอิตาลี ความเสี่ยงดังกล่าวทำให้ประเทศเศรษฐกิจหลักที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่อันดับหนึ่งและสามอย่างเยอรมนีและอิตาลีกำลังเข้าใกล้ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ เนื่องจากเยอรมนีเป็นเศรษฐกิจเปิดขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าการค้าถึง 87% ของ GDP จึงได้รับผลกระทบจากปัจจัยด้านการค้าสูงและส่งผลกระทบต่อไปยังการลงทุนของภาคการผลิต รวมถึงอิตาลีที่มีปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองภายในประเทศเป็นระยะ ทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจเกิดภาวะชะงักงันจากปัญหาเสถียรภาพของรัฐบาล

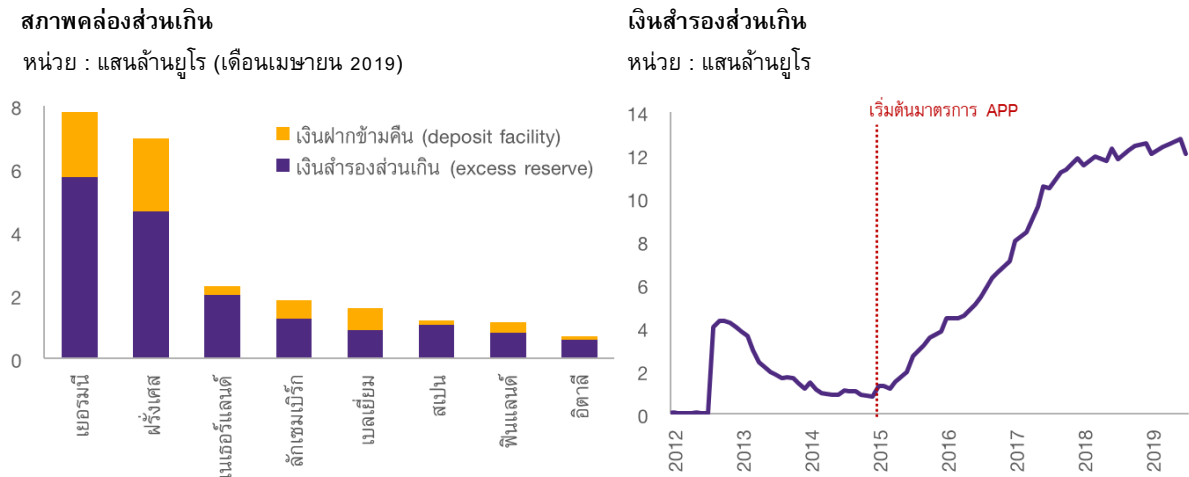
ECB ประกาศมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินขนาดใหญ่ เพื่อป้องกันภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วยูโรโซน

เนื่องจากเศรษฐกิจยูโรโซนในกลุ่มประเทศหลักอย่างเยอรมนีและอิตาลีเริ่มมีความเสี่ยงในการเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค (technical recession) จากการที่เศรษฐกิจหดตัวเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าติดต่อกันสองไตรมาส อีกทั้งความสามารถในการออกมาตรการกระตุ้นทางการคลังของแต่ละประเทศมีจำกัด ดังนั้นเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ECB จึงตัดสินใจประกาศมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อสนับสนุนการเติบโตในยูโรโซน ซึ่งประกอบด้วย

1. ลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ฝากไว้กับ ECB (Deposit Facility Rate: DFR) 0.1% จากเดิม -0.4% เป็น -0.5% และเริ่มต้นใช้ระบบการคิดอัตราดอกเบี้ยแบบลำดับขั้น (Tiered-deposit rate) โดย ECB ยังคงอัตราดอกเบี้ยรีไฟแนนซ์ (main refinancing operations rate: MRO) ที่ระดับ 0.00% และคงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (marginal lending facility rate: MLF) ที่ระดับ 0.25% ทั้งนี้ ECB กังวลถึงผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยติดลบต่อรายได้สุทธิจากอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ จึงเริ่มต้นใช้ระบบการคิดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้กับ ECB แบบ 2 ชั้นในวันที่ 30 ตุลาคมนี้ เดิมธนาคารพาณิชย์ฝากเงินไว้ที่ ECB ส่วนที่เป็นเงินสำรองขั้นต่ำ (reserve requirement) จะไม่ถูกเก็บดอกเบี้ย แต่ส่วนที่เกินกว่าเงินสำรองขั้นต่ำ (excess reserve) จะถูกคิดดอกเบี้ยที่อัตรา DFR แต่ระบบใหม่จะคิดอัตราดอกเบี้ย excess reserve เป็น 2 ชั้น บางส่วนจะถูกคิดในอัตรา 0% และส่วนที่เหลือจะถูกคิดอัตราดอกเบี้ย DFR ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ -0.5% แต่ระบบการคิดใหม่ไม่รวมถึงเงินฝากข้ามคืน

(Deposit facility) ยังคงใช้อัตรา DFR เหมือนเดิม อย่างไรก็ตาม แต่ละประเทศได้รับประโยชน์จากการคิดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวไม่เท่ากัน โดยธนาคารพาณิชย์ที่มีเงินสำรองส่วนเกินสูงมีโอกาสดำเนินการมากกว่า ซึ่งมูลค่าเงินสำรองในธนาคารกลางยุโรปในเดือนกรกฎาคมมีทั้งหมดราว 1.2 ล้านล้านยูโร และประเทศเยอรมนีและฝรั่งเศสมีมูลค่าเงินสำรองส่วนเกินมากที่สุดคิดเป็น 46% และ 37% ของเงินสำรองทั้งหมด ขณะที่อิตาลีและสเปนราวกันคิดเป็น 8% และ 5% เท่านั้น ผลประโยชน์ส่วนใหญ่จึงตกไปธนาคารพาณิชย์ในเยอรมนีและฝรั่งเศสเป็นหลัก (รูปที่ 1)

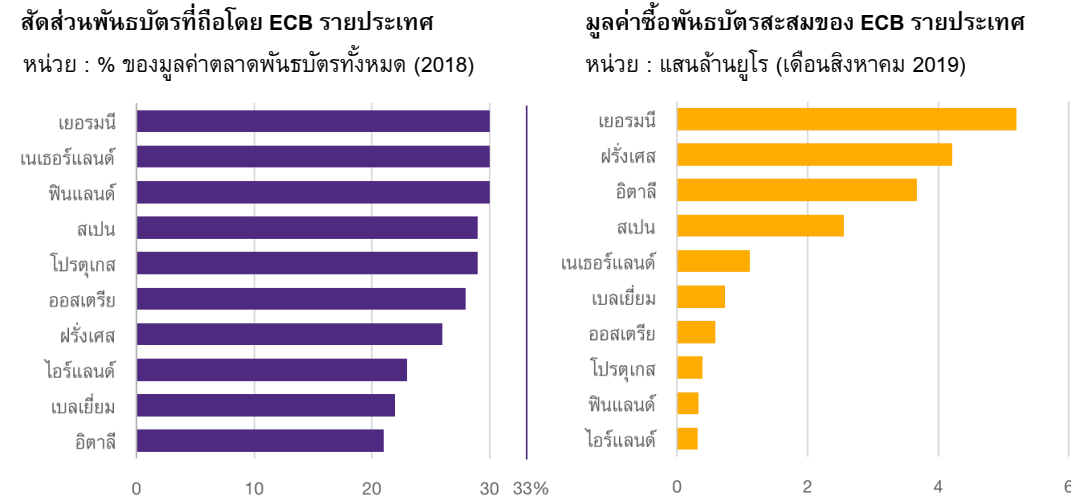
รูปที่ 1 : เยอรมนีได้รับประโยชน์จากการคิดอัตราดอกเบี้ยแบบลำดับขั้นมากที่สุด



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ AXA IM Research และ CEIC

2. กลับมาอัดฉีดสภาพคล่องโดยประกาศโครงการเข้าซื้อพันธบัตร (Asset Purchase Programme) รอบใหม่ วงเงิน 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เริ่มต้นวันที่ 1 พฤศจิกายนนี้โดยไม่ได้กำหนดระยะเวลาสิ้นสุดโครงการ ECB ประกาศเริ่มต้นโครงการซื้อพันธบัตรอีกครั้งหลังยุติการเข้าซื้อเมื่อเดือนธันวาคม 2018 เพื่อส่งเสริมการผ่อนคลายนโยบายการเงินและสนับสนุนเศรษฐกิจยูโรโซนที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม ในระยะข้างหน้า ECB จะเผชิญกับข้อจำกัดของวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ต้องไม่เกิน 33% ของมูลค่าตลาดพันธบัตรรัฐบาลของแต่ละประเทศ เพื่อไม่ก่อให้เกิดการบิดเบือนตลาดพันธบัตรที่มากเกินไป ซึ่งมูลค่าพันธบัตรเยอรมนี เนเธอร์แลนด์และฟินแลนด์ที่ถือโดย ECB ได้เข้าใกล้ขีดจำกัดแล้ว (รูปที่ 2)

รูปที่ 2 : ECB เพชิญกับข้อจำกัดการเข้าซื้อพันธบัตรในเยอรมนี เนเธอร์แลนด์และฟินแลนด์

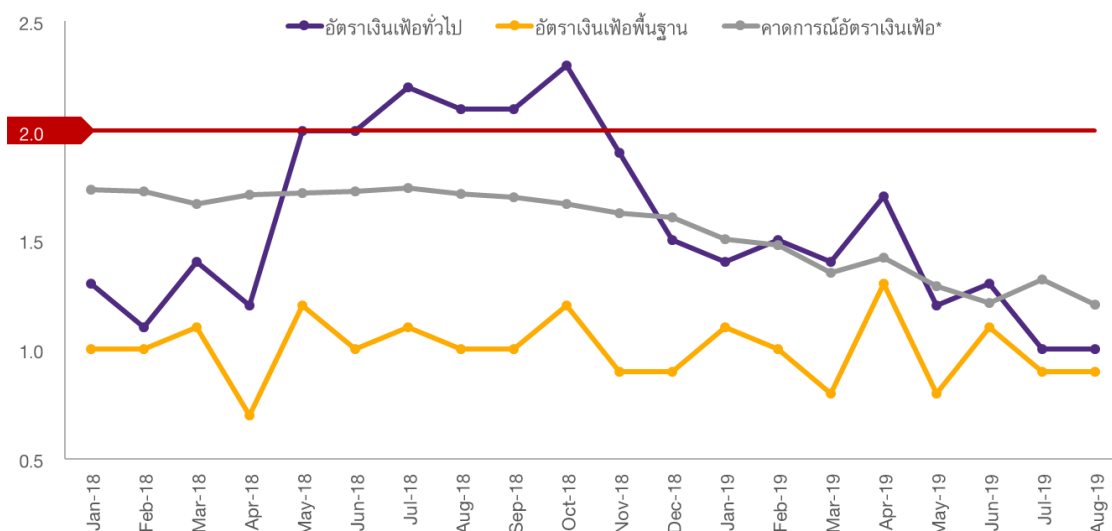


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Reuters และ ECB

- เปลี่ยนแปลงรายละเอียดของโครงการสินเชื่อระยะยาวดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารพาณิชย์เพื่อนำไปปล่อยสินเชื่อต่อ (TLTROs) โดยลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ภายใต้โครงการ TLTRO III สำหรับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (spread) 0.1% ที่เดิมต้องบวกเพิ่ม แต่ในปัจจุบันคิดเฉพาะค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยรีไฟแนนซ์ (MRO) ที่อัตรา 0% เท่านั้น รวมถึงขยายระยะเวลาของโครงการจาก 2 ปีเป็น 3 ปี ซึ่งเงินกู้ชุดแรกของโครงการจะถูกจัดสรรในวันที่ 19 กันยายนนี้ เพื่อสนับสนุนสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ในยูโรโซนและรักษาการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซน อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์ที่ขอสินเชื่อจากโครงการ TLTRO จำนวนมากย่อมได้รับประโยชน์จากการลดดอกเบี้ยครั้งนี้สูง ซึ่งอิตาลีเป็นประเทศที่ธนาคารพาณิชย์ใช้ประโยชน์จากสินเชื่อ TLTROs มากที่สุด โดยมีสัดส่วนการขอสินเชื่อรวม 33% ของมูลค่าเงินในโครงการทั้งหมด ขณะที่เยอรมนีและฝรั่งเศสมีสัดส่วนขอสินเชื่อรวมกันเพียง 28% เท่านั้น
- ECB เปลี่ยนการสื่อสารทิศทางนโยบายการเงินใหม่โดยเน้นย้ำถึงแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำกว่ากรอบเงินเฟ้อ ในการประชุมรอบนี้ ECB ได้เปลี่ยนการสื่อสารนโยบายการเงิน (forward guidance) จากการสื่อสารผ่านการระบุเวลาที่ชัดเจน (calendar-based) เป็นการอ้างอิงตัวแปรอัตราเงินเฟ้อ (open-ended and state-dependent) แทน โดย ECB กล่าวว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับต่ำกว่าแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อจะเข้าใกล้กรอบเงินเฟ้อที่ 2% โดยไม่ได้กำหนดระยะเวลา ขณะเดียวกัน ECB ได้ประเมินแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อว่ามีทิศทางลดลงไปจนถึงปี 2020 และจะค่อยๆ เพิ่มขึ้นในปี 2021 โดยประเมินอัตราเงินเฟ้อในปี 2019 2020 และ 2021 อยู่ที่ 1.2% 1.0% และ 1.5% ตามลำดับ นอกจากนี้การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (EUR Inflation Swap Forward 5Y5Y) ในเดือนสิงหาคมลดลงอย่างต่อเนื่องอยู่ที่ราว 1.2% (รูปที่ 3) ซึ่งอยู่ต่ำกว่ากรอบเงินเฟ้อของ ECB ที่ 2% เช่นกัน

รูปที่ 3 : ECB ย้ำการดำเนินนโยบายการเงินตามเป้าหมายเงินเฟ้อ ซึ่งปัจจุบันเงินเฟ้ออยู่ต่ำกว่ากรอบอัตราเงินเฟ้อ

หน่วย : %



*คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ คำนวณจาก EUR Inflation Swap Forward 5Y5Y

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

หลังการประชุมนโยบายการเงิน เงินยูโรแข็งค่าและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีเพิ่มขึ้น
สะท้อนมุมมองของตลาดต่อนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไม่เพียงพอ หลังการประชุมนโยบายการเงิน เงินยูโรแข็งค่าเล็กน้อยที่ 0.4% อยู่ที่ระดับ 1.107 ดอลลาร์สหรัฐต่อยุโร ในขณะที่เดียวกันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีอายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 0.5 bps อยู่ที่ -0.542% เนื่องจากนักลงทุนในตลาดการเงินมองว่า ECB ยังใช้นโยบายการเงินผ่อนคลาย (dovish) ไม่เพียงพอ ทั้งการลดอัตราดอกเบี้ยเพียง 0.1% (ต่ำกว่าที่ตลาดคาดว่าจะลด 0.16%) และมาตรการ QE มีมูลค่าการเข้าซื้อพันธบัตรเพียง 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนซึ่งต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ แสดงถึงการสนับสนุนเศรษฐกิจยูโรโซนที่น้อยลง ทั้งนี้เงินยูโรที่แข็งค่าขึ้นส่งผลให้ดัชนีเงินดอลลาร์สหรัฐ (DXY) อ่อนค่าลง เนื่องจากดัชนี DXY มีน้ำหนักเงินยูโรถึง 57.6% ของตะกร้าค่าเงิน ซึ่งส่งผลทางอ้อมให้เงินบาทไทยให้แข็งค่าขึ้น

จับตาท่าทีของนางคริสติน ลาการ์ด ว่าที่ประธาน ECB คนใหม่ หลังนายมาริโอ ดรากี หมดวาระในสิ้นเดือนตุลาคมนี้ ท่าทีของนางคริสติน ลาการ์ด ต่อการดำเนินนโยบายการเงินหลังจากนี้มีทิศทางสนับสนุนการผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อจากนายมาริโอ ดรากี โดยกล่าวว่าหลังการดำรงตำแหน่ง เธอจะพยายามมุ่งมั่นรักษาเสถียรภาพด้านราคาและสร้างความคล่องตัวในการดำเนินนโยบายในกรณีที่ต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เศรษฐกิจที่ไม่คาดคิด นอกจากนี้ เธอเห็นด้วยที่นโยบายการเงินมีความจำเป็นในการช่วยสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจและสนับสนุนการใช้เครื่องมือของ ECB อย่างการซื้อพันธบัตร (APP) และอัตราดอกเบี้ยติดลบ เพื่อป้องกันการเติบโตเศรษฐกิจยูโรโซน ท่ามกลางความเสี่ยงของสงครามการค้าและ Brexit ซึ่งนางลาการ์ดจะเข้ารับตำแหน่งประธาน ECB แทนนายมาริโอ ดรากี ในวันที่ 1 พฤศจิกายนนี้

อีไอเอ็มของ ECB ยังมีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มได้ในระยะข้างหน้าจากการเปลี่ยน forward guidance และการปรับลดประมาณการการเติบโตทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อล่าสุด เนื่องจากเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำจากทั้งปัจจัยภายนอกและภายในภูมิภาคสูงต่อเนื่อง ทั้งจากผลกระทบสงครามการค้า ความไม่แน่นอนจากเรื่อง Brexit และเสถียรภาพการเมืองในอิตาลี และประมาณการล่าสุดยังสะท้อนว่าระดับเงินเฟ้อคาดการณ์ยังไม่มีแนวโน้มเข้าสู่ระดับ 2% ภายในปี 2021 รวมถึงการเปลี่ยน forward guidance ของ ECB ที่มีลักษณะปลายเปิดมากขึ้น อีไอเอ็มมองว่าหากเศรษฐกิจยูโรโซนยังไม่สามารถฟื้นตัวจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรมการผลิตในกลุ่มประเทศหลัก และความเสี่ยงข้างต้นส่งผลกระทบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนอย่างมีนัยสำคัญ ECB ยังมีแนวโน้มสามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในระยะข้างหน้าผ่านการ 1) ลด Deposit Facility Rate ให้ต่ำกว่าเดิมอีก 10-20 bps 2) เพิ่มวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรรายเดือนเพื่อกระตุ้นสภาพคล่องซึ่งอาจจะต้องมีการขยายข้อจำกัดของวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลแต่ละประเทศ (issuer limit) จากปัจจุบันที่ 33% ให้สูงขึ้นในระยะข้างหน้า

■ อีไอซีปรับมุมมองว่า Fed จะลดอัตราดอกเบี้ยได้อีก 2 ครั้ง ในช่วงที่เหลือของปี

อีไอซีปรับมุมมองว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 2 ครั้งในช่วงที่เหลือของปีนี้ (จากเดิม 1 ครั้ง) โดยมีปัจจัยสำคัญจาก 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรม อีกทั้งเครื่องชี้ความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยก็เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน 2) แนวโน้มการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯในไตรมาสที่ผ่านมา กอปรกับแรงกดดันจากแนวโน้มการดำเนินการเงินที่ผ่อนคลายลงของธนาคารกลางอื่น ๆ นอกจากนี้ อีไอซีมองว่าหากในระยะข้างหน้าเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยขึ้นจริง การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงินของทั้ง Fed และ ECB จะมีข้อจำกัดมากขึ้นเมื่อเทียบกับในอดีต

อีไอซีมองว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 2 ครั้งในช่วงที่เหลือของปี โดยการปรับลดครั้งต่อไปน่าจะเกิดขึ้นในการประชุมครั้งถัดไป (วันที่ 17-18 กันยายน 2019) ซึ่งจะให้อัตราดอกเบี้ย Fed fund rate อยู่ในช่วง 1.75-2.00% โดยปัจจัยสำคัญที่จะทำให้ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก คือ

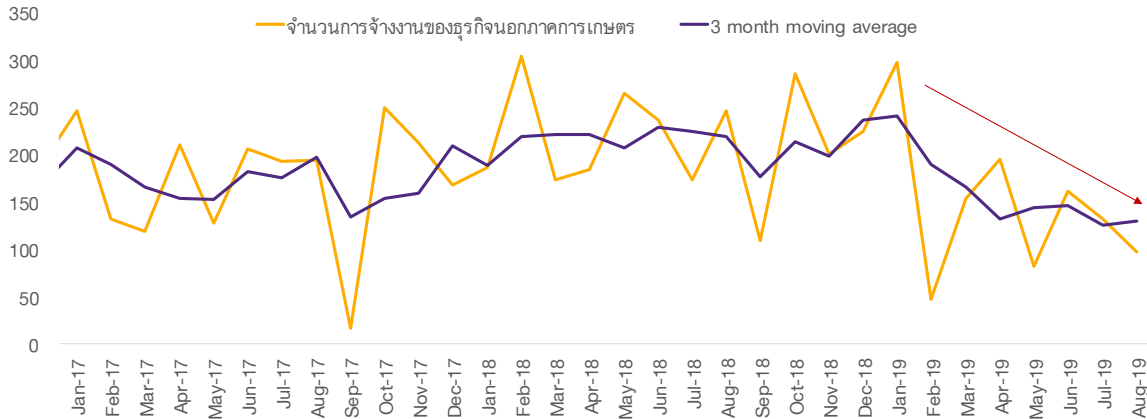
1. เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวต่อเนื่องโดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรม อีกทั้งเครื่องชี้ความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยก็เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของสหรัฐฯ (ISM-PMI) ล่าสุดปรับลดลงเหลือ 49.1 ในเดือนสิงหาคม (โดยตัวเลขต่ำกว่า 50 แสดงถึงการหดตัว) ซึ่งเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2016 ด้านดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ในระยะข้างหน้าของผู้ประกอบการ (ISM's forward-looking new orders index) ก็ปรับลดลงจากเดือนกรกฎาคมที่ 50.8 มาอยู่ที่ 47.2 ในเดือนสิงหาคม ซึ่งเป็นตัวเลขที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนเมษายนปี 2009 นอกจากนี้ การจ้างงานของธุรกิจนอกภาคการเกษตรยังมีแนวโน้มชะลอตัวลงมาตั้งแต่ต้นปี โดยตัวเลขเดือนสิงหาคม อยู่ที่ 9.6 หมื่นคน ปรับลดลงจากเดือนก่อนที่ 1.3 แสนคน (รูป 4) เครื่องชี้เหล่านี้จึงอาจเป็นสิ่งสะท้อนได้ว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมายังไม่เพียงพอ ทำให้สหรัฐฯ เผชิญกับความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มขึ้น โดยเครื่องชี้โอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ 1 ปีข้างหน้า ซึ่งคำนวณโดย Fed New York จากข้อมูลส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีและอายุ 3 เดือน อยู่ที่ 37.9% นอกจากนี้ คาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ ในระยะ 4 ไตรมาสข้างหน้าซึ่งมาจากผลสำรวจความเห็นของผู้เชี่ยวชาญทางเศรษฐกิจ (สำรวจโดย Fed Philadelphia) อยู่ที่ 26.1% โดยการคาดการณ์ทั้งสองอยู่ในระดับระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่ก่อนวิกฤติในปี 2008 (รูป 5)
2. แนวโน้มการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯในไตรมาสที่ผ่านมา กอปรกับแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงของธนาคารกลางอื่น ๆ เป็นอีกปัจจัยที่ทำให้ Fed ต้องปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ แม้ว่าตลาดคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอลงและ Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกถึง 2 ครั้งในปีนี้ แต่ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯยังคงมีแนวโน้มแข็งค่า เนื่องจาก ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลกชะลอลงเพิ่มมากขึ้นต่อเนื่องทำให้มีความต้องการถือสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น US treasury มากขึ้น นอกจากนี้ ธนาคารกลางอื่น ๆ ยังมีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมเช่นกัน สะท้อนจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (forward) (รูป 6) ดังนั้น หาก Fed ไม่สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ก็มีโอกาสที่จะทำให้ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าเพิ่มขึ้นได้อีก ซึ่งเป็นสิ่งที่ Fed กังวล เพราะอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มากขึ้น โดยอีไอซีมองว่าคณะกรรมการ FOMC ในยุคของนาย Powell ได้ให้

ความสำคัญต่อตลาดการเงินมากขึ้น การปล่อยให้ดัชนีค่าเงินแข็งค่าและอัตราผลตอบแทนในตลาดเงินเพิ่มสูงขึ้น จะยิ่งทำให้ภาวะการเงิน (financial condition) กลับมาตึงตัวและส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจได้

รูปที่ 4 : การจ้างงานของรัฐกิจนอกภาคการเกษตรยังมีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี

การจ้างงานของของรัฐกิจนอกภาคการเกษตร

หน่วย : พันคน

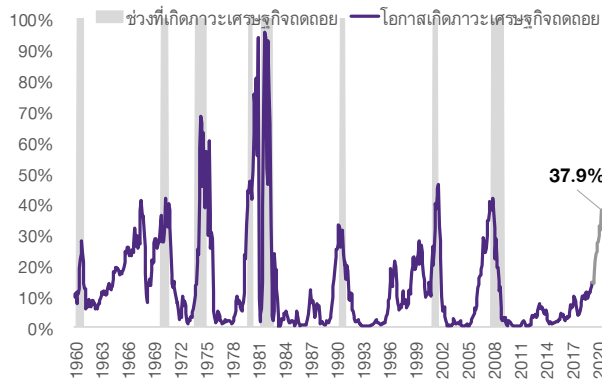


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 5 : เครื่องมือโอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ ใน 1 ปีข้างหน้า อยู่ในระดับสูงสุดนับตั้งแต่ก่อนวิกฤติในปี 2008

โอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ ใน 1 ปีข้างหน้า*

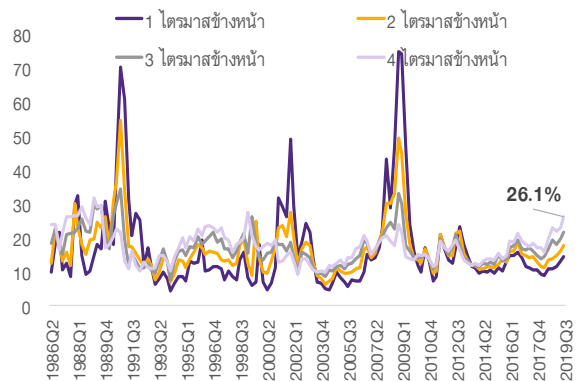
หน่วย : %



โอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ สํารวจ

ความเห็นจากผู้เชี่ยวชาญทางเศรษฐกิจ

หน่วย : %



*คำนวณจากส่วนต่างๆของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี และ 3 เดือน

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 6 : ธนาคารกลางอื่น ๆ ยังมีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมเช่นกัน สะท้อนจากอัตราดอกเบี้ยในตลาด forward

การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของตลาด Forward

หน่วย : % (ตัวเลขใน () หมายถึงส่วนต่างระหว่าง ค่าปัจจุบัน กับ ค่าคาดการณ์จาก Forward)

	ปัจจุบัน	3 เดือนข้างหน้า	6 เดือนข้างหน้า
US	2.13%	1.68% (-45 bps)	1.50% (-63 bps)
UK	0.75%	0.73% (-2 bps)	0.68% (-7 bps)
EU	-0.50%	-0.61% (-11 bps)	-0.67% (-17 bps)
India	5.40%	5.00% (-40 bps)	4.84% (-56 bps)
Malaysia	3.00%	2.89% (-11 bps)	2.80% (-20 bps)
Philippines	4.25%	4.04% (-21 bps)	3.64% (-61 bps)
Australia	1.00%	0.76% (-24 bps)	0.67% (-33 bps)
New Zealand	1.00%	0.82% (-18 bps)	0.71% (-29 bps)
Thailand	1.50%	1.45% (-5 bps)	1.41% (-9 bps)

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

หากในระยะข้างหน้าเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยขึ้นจริง การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงินของทั้ง Fed และ ECB อาจมีข้อจำกัดมากขึ้นเมื่อเทียบกับในอดีต กล่าวคือ

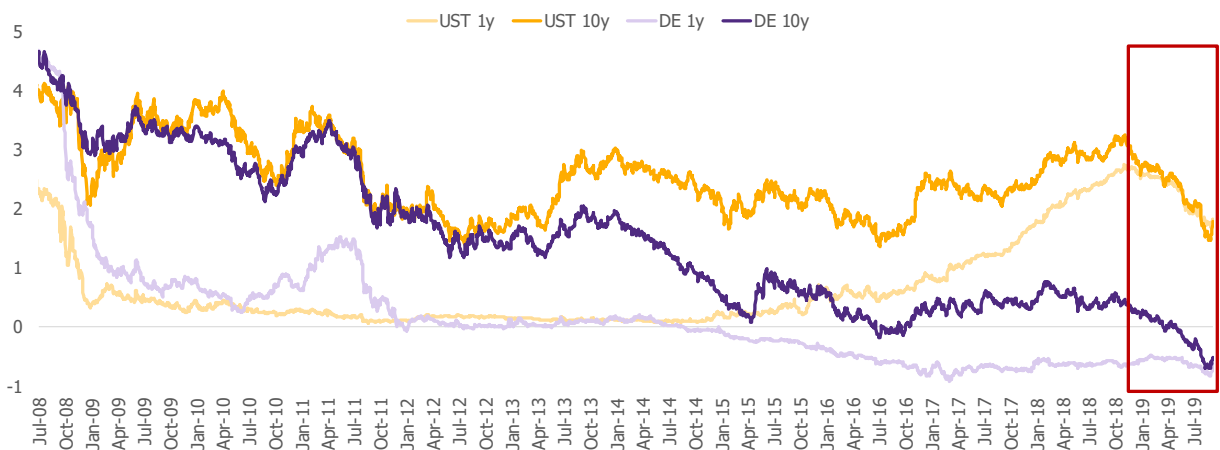
- ข้อจำกัดในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป ที่อยู่ต่ำกว่าในอดีตค่อนข้างมากเป็นปัจจัยที่ทำให้ธนาคารกลางไม่สามารถใช้นโยบายการเงินทั่วไป (conventional monetary policy) ได้มากเท่ากับในอดีต โดยในกรณีของ Fed ถึงแม้จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาถึง 2.25-2.50% ในปีก่อน แต่สื่อชี้มองว่าความสามารถในการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในวัฏจักรรอบนี้ยังคงน้อยกว่าในอดีตอยู่มาก เนื่องจากในวัฏจักรก่อน ๆ Fed สามารถปรับลดดอกเบี้ยได้ถึง 5% ขณะที่ในวัฏจักรนี้ Fed สามารถปรับลดดอกเบี้ยนโยบายได้เพียงแค่ 2.25% ก็จะเผชิญกับอัตราดอกเบี้ยที่ 0% (zero lower bound) ซึ่งในช่วงวิกฤตการเงินโลกปี 2008-09 Fed เคยลดดอกเบี้ยต่ำสุดที่ 0.25% เท่านั้น สำหรับในยุโรปนั้น อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ปัจจุบันอยู่ที่ -0.5% การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจะส่งผลกระทบต่อประชาชนที่มีเงินฝากและผลประกอบการของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นหากเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงมีข้อจำกัดมากขึ้น และอาจส่งผลกระทบข้างเคียง (unintended consequence) ได้
- ข้อจำกัดในการเข้าซื้อพันธบัตร จุดประสงค์ของมาตรการเข้าซื้อพันธบัตร (Quantitative Easing: QE) คือ การทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวปรับลดลงผ่านการลดค่าชดเชยความเสี่ยง (term premium) เพื่อลดต้นทุนการระดมทุนผ่านตลาดเงินลง ซึ่งการดำเนินมาตรการในช่วงที่ผ่านมาสามารถทำได้โดยมีประสิทธิภาพ เนื่องจากทั้ง Fed และ ECB สามารถปรับลดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวได้ค่อนข้างมาก โดยในกรณีของ Fed สามารถปรับลดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีลงจากระดับ 3.95% ในเดือนตุลาคม ปี 2008 ก่อนประกาศทำ QE ลงสู่ 2.41% ในเดือนมีนาคมปี 2019 เป็นช่วงหลังประกาศยุติการลดขนาดงบดุล ส่วน ECB สามารถปรับลดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีอายุ 10 ปีลงจากระดับ 0.54% ณ สิ้นปี 2014 ก่อนประกาศทำ QE ในเดือนมีนาคม 2015 ลงสู่ 0.24% ณ สิ้นปี

2018 หลังประกาศชุด QE อย่างไรก็ดี ด้วยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่อยู่ในระดับต่ำ และส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและระยะสั้นที่แคบลง (รูปที่ 7) ทำให้การดำเนินนโยบาย QE ในระยะต่อไปอาจมีประสิทธิภาพผลลดลงกว่าในอดีต

3. ข้อจำกัดในด้านของ **forward guidance** ประสิทธิภาพของการสื่อสารการดำเนินนโยบายการเงิน (forward guidance) ขึ้นอยู่กับความสามารถของธนาคารกลางในการรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายได้ อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากวิกฤตการเงินโลกในปี 2008-09 Fed และ ECB ประสบปัญหาในการรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อให้ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ 2% (รูปที่ 8) ซึ่งจะทำให้ประสิทธิภาพในการสื่อสารเพื่อรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์และความเชื่อมั่นต่อภาวะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าลดลง

รูปที่ 7 : อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่อยู่ในระดับต่ำ และส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและระยะสั้นที่แคบ ทำให้การดำเนินนโยบาย QE ในระยะต่อไปอาจมีประสิทธิภาพลดลงกว่าในอดีต

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนี
หน่วย : %

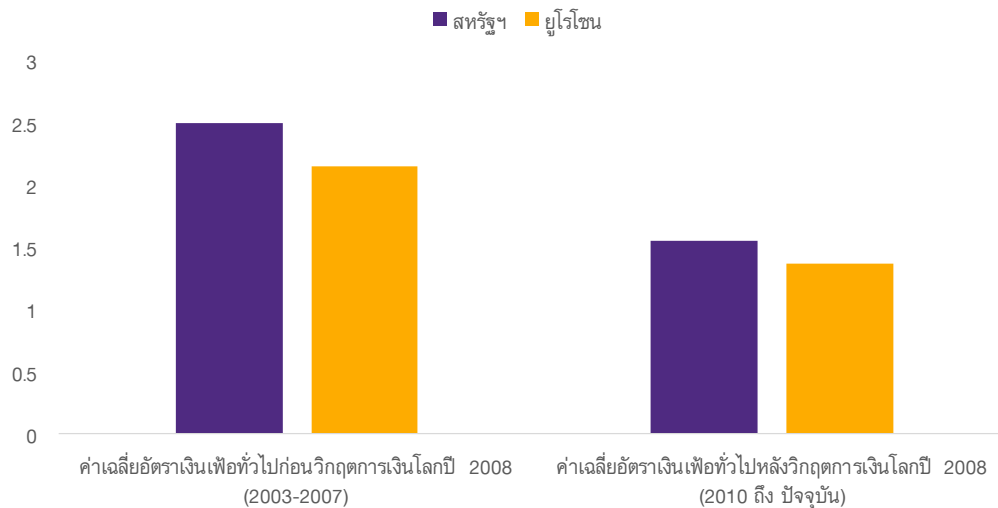


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

รูปที่ 8 : ภายหลังวิกฤตการณ์การเงินโลกในปี 2008 อัตราเงินเฟ้อทั้งในสหรัฐฯ และยุโรปปรับลดลงค่อนข้างมาก สะท้อนความน่าเชื่อถือในการดำเนินนโยบายการเงินที่จะมีจำกัดขึ้น

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของสหรัฐฯและยุโรป

หน่วย : %YOY



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

โดย : ดร. กำพล อติเรกสมบัติ (kampon.adireksombat@scb.co.th)

หัวหน้าฝ่ายวิจัยด้านเศรษฐกิจ และตลาดเงิน

และ ทีมเศรษฐกิจมหภาค

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com

