



## ECB ส่งสัญญาณยุติ APP สิ้นปี อีไอซีคาดการณ์ขึ้นดอกเบี้ยเริ่มช่วงครึ่งหลังปี 2019

### Event

- ธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank: ECB) ประกาศลดมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน พร้อมทั้งส่งสัญญาณยุติมาตรการเข้าซื้อพันธบัตร (Asset Purchase Programme: APP) ตามที่ตลาดคาดในการประชุมวันที่ 14 มิถุนายน 2018 มาตรการดังกล่าว ประกอบด้วย
  1. ขยายระยะเวลาการดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติม 3 เดือน โดยจากเดิมที่มาตรการจะสิ้นสุดในเดือนกันยายน 2018 เป็นสิ้นสุดในเดือนธันวาคม 2018 และ ECB คาดว่าจะไม่มีการขยายระยะเวลาเพิ่มเติม เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มที่จะเข้าใกล้ระดับเป้าหมายที่ 2% ในระยะกลางแล้ว
  2. ลดขนาดวงเงินที่จะเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล โดยจะยังคงวงเงินปริมาณการอัดฉีดต่อเดือนที่ 3 หมื่นล้านยูโร จนถึงเดือนกันยายน 2018 และลดการอัดฉีดปริมาณเงินต่อเดือนลงเหลือ 1.5 หมื่นล้านยูโร ซึ่งจะเริ่มต้นในเดือนตุลาคม 2018 จนถึงเดือนธันวาคม 2018
- ECB มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยรีไฟแนนซ์ (interest rate on the main refinancing operations) ที่ระดับ 0.00% พร้อมกับคงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ฝากไว้กับ ECB (the deposit facility) ที่ระดับ -0.40% และคงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (interest rates on the marginal lending facility) ที่ระดับ 0.25% อีกทั้งยังระบุว่าคงจะตรึงอัตราดอกเบี้ยต่อไป อย่างน้อยจนถึงช่วงฤดูร้อนของปี 2019 (มิถุนายน-กันยายน) และจนกว่าจะมั่นใจได้ว่าแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ในระดับที่ ECB เห็นว่าเหมาะสมและยั่งยืนต่อไป

### Analysis

- ECB มองว่าเศรษฐกิจยูโรโซนแข็งแกร่งพอที่จะรองรับการยุติการเข้าซื้อพันธบัตร (APP) และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ในการประชุมครั้งนี้ ECB ได้มีการปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไป โดยคาดว่าจะอยู่ที่ราว 1.7%, 1.7% และ 1.7% ในปี 2018, 2019 และ 2020 ตามลำดับ จากเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ราว 1.4%, 1.4% และ 1.7% ตามลำดับ โดยอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้น จากราคาน้ำมันดิบโลกที่เพิ่มขึ้น เงินยูโรที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และตลาดแรงงานที่เริ่มตึงตัว สะท้อนจากอัตราการว่างงานที่ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง สู่ระดับต่ำที่สุดในรอบกว่า 9 ปีที่ 8.5% ในเดือนเมษายน ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่คาดว่าจะเริ่มเข้าใกล้ระดับเป้าหมายของ ECB ที่ 2% สนับสนุนให้ ECB ซึ่งเป็นธนาคารกลางที่กำหนดนโยบายการเงินแบบกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation targeting) มีความเชื่อมั่นมากขึ้นที่จะยุติการเข้าซื้อพันธบัตร (asset purchase program) และเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพื่อให้ นโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติ (normalization) นอกจากนี้ ECB ได้มีการปรับประมาณการการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) โดยคาดว่าจะอยู่ที่ราว 2.1%, 1.9% และ 1.7% ในปี 2018, 2019 และ 2020 ตามลำดับ จากเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ราว 2.4%, 1.9% และ 1.7% ตามลำดับ ทั้งนี้ ECB ปรับลด



คาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจในปี 2018 ลง หลังตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาชะลอลงในไตรมาสที่ผ่านมา และนโยบายที่ตึงทึงทางการค้าของสหรัฐฯที่มีท่าทีว่าจะรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อแนวโน้มการค้าโลกที่อาจชะลอลง อย่างไรก็ตาม ECB ยังคงประเมินว่าแนวโน้มเศรษฐกิจโดยรวมในระยะต่อไปจะยังคงแข็งแกร่งและขยายตัวได้เป็นวงกว้าง (solid and broad-based economic growth)

- **เงินยูโรอ่อนค่าลงหลังการแถลงนโยบายการเงิน เนื่องจาก ECB แสดงมุมมองที่ระมัดระวังต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย** ภายหลังจากนายมาริโอ ดรากี ประธาน ECB ประกาศลดมาตรการผ่อนคลายทางการเงินลง (APP) และตรึงดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับเดิมต่อไป ค่าเงินยูโรอ่อนค่าลง 1.0% อยู่ที่ระดับ 1.173 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร จากระดับ 1.185 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ก่อนการประกาศมาตรการฯ ในขณะที่เดียวกันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีอายุ 10 ปี ปรับลดลง 3.7 bps ลงมาอยู่ที่ 0.439% ทั้งนี้ ตลาดการเงินตอบสนองในทิศทางดังกล่าว เนื่องจากการปรับลดขนาดการเข้าซื้อของมาตรการ APP เป็นไปตามที่ตลาดส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้ อย่างไรก็ตาม การที่ ECB ระบุว่าจะตรึงอัตราดอกเบี้ยต่อไปอย่างน้อยจนถึงช่วงกลางปี 2019 สะท้อนว่า ECB มีมุมมองที่ระมัดระวังต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย (dovish stance) โดยนักวิเคราะห์บางส่วนมองว่า ECB ควรเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพื่อให้ ECB มีเครื่องมือเพียงพอที่จะรองรับวิกฤตเศรษฐกิจในระยะต่อไป

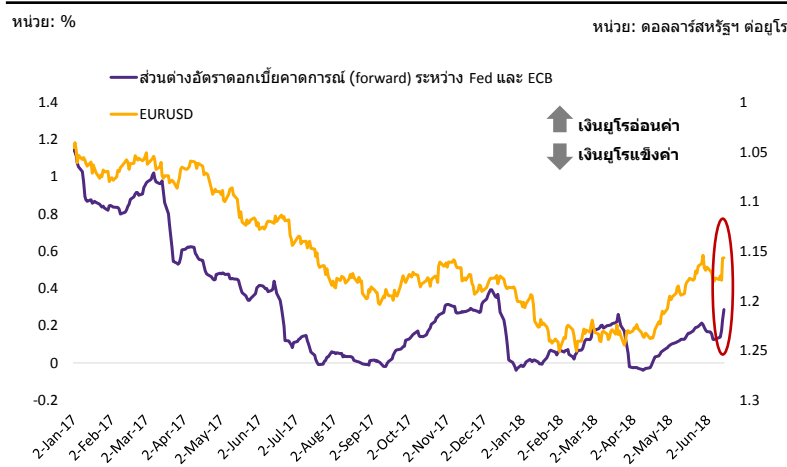
## Implication

- **ค่าเงินยูโรเทียบดอลลาร์สหรัฐฯ อาจมีความผันผวนสูงในระยะสั้น แต่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นในช่วงปลายปี** ถึงแม้ ECB จะประกาศหยุดการเข้าซื้อพันธบัตรในช่วงสั้นปีนี้ แต่การประกาศตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อไปอย่างน้อยจนถึงช่วงกลางปี 2019 ประกอบกับ dot plot ของ Fed ที่มีการปรับเพิ่มจำนวนครั้งของการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในปี 2018 เป็น 4 ครั้ง ทำให้นักลงทุนยังคงมีมุมมอง (price in) ต่อไปว่า การดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้าของ ECB จะยังคงผ่อนคลายต่อเนื่องกว่าการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed สะท้อนได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ (forward) ระหว่าง Fed และ ECB ที่กว้างขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี (รูปที่ 1) โดยปัจจัยดังกล่าวส่งผลให้ค่าเงินยูโรต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลงในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไปอีไอซีประเมินว่าภาวะเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อของกลุ่มยูโรโซนจะสามารถขยายตัวได้ตามที่ ECB คาด ทำให้ ECB สามารถยุติการเข้าซื้อพันธบัตรและสื่อสารถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ชัดเจนขึ้น ขณะที่ Fed จะชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยลง เพราะเริ่มเข้าใกล้ดอกเบี้ยนโยบายระยะยาว (neutral rate) จึงทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ (forward) จะกลับมาแคบลง ค่าเงินยูโรจึงมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากในระดับปัจจุบันที่ 1.16 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร สู่ระดับ 1.20 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ในช่วงสั้นปี 2018
- **จับตาแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อ นโยบายที่ตึงทึงทางการค้า และความไม่แน่นอนทางการเมือง** ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ในระยะต่อไป แม้ ECB จะประเมินแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจของกลุ่มยูโรโซนว่าดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและทั่วถึงมากขึ้น แต่อีไอซีมองว่าปัจจัยเสี่ยงที่จะทำให้ ECB อาจไม่สามารถเร่งออกมาตรการตั้งตัวทางการเงินได้ตามที่คาด ประกอบด้วย (1) อัตราเงินเฟ้อที่อาจต่ำกว่าระดับที่ ECB คาด เนื่องจากความไม่แน่นอนของราคาน้ำมันดิบโลกที่อาจเปลี่ยนแปลงไปตามปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์ (2) นโยบายที่ตึงทึงทางการค้าของสหรัฐฯ โดยเฉพาะประเด็นการขู่เรียกเก็บภาษีนำเข้า

สินค้าในกลุ่มรถยนต์และส่วนประกอบ ซึ่งจะกระทบต่อผู้ผลิตรถยนต์รายใหญ่ของยุโรปเป็นจำนวนมาก (3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองและแนวโน้มการขาดดุลทางการคลังของอิตาลี ที่จะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอิตาลี และ (4) การแยกตัวออกจากสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) ที่จะส่งผลกระทบต่อการค้าและการลงทุนของทั้งสองฝ่าย นอกจากนี้ การดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ยังคงมีความยืดหยุ่นและสามารถปรับเปลี่ยนได้ สะท้อนจากถ้อยแถลงที่กล่าวว่า ECB จะยังคงดูข้อมูลทางเศรษฐกิจ (subject to incoming data) ประกอบการตัดสินใจในการหยุดการเข้าซื้อพันธบัตร และจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายหากแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อยังคงเป็นไปอย่างเหมาะสมและยั่งยืน

รูปที่ 1: ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ (forward) ระหว่าง Fed และ ECB ที่กว้างขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีนี้

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดการณ์ (forward) ระหว่าง Fed และ ECB เทียบกับค่าเงินยูโร



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Bloomberg



โดย : พิมพ์นิภา บัวแสง ([pimnipa.boosang@scb.co.th](mailto:pimnipa.boosang@scb.co.th))

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: [www.scbeic.com](http://www.scbeic.com)