



ECB ยุติ APP เตรียมความพร้อมก่อนขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกช่วงครึ่งหลังปี 2019

Event

- ผลการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank: ECB) ในวันที่ 13 ธันวาคม 2018 ได้มีมติประกาศยุติมาตรการเข้าซื้อพันธบัตร (Asset Purchase Program: APP) ตั้งแต่เดือนมกราคม 2019 ซึ่งเป็นไปตามการประกาศก่อนหน้านี้ตั้งแต่การประชุมนโยบายการเงินเมื่อวันที่ 14 มิถุนายน 2018
- ECB มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยรีไฟแนนซ์ (main refinancing operations rate) ที่ระดับ 0.00% พร้อมกับคงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ฝากไว้กับ ECB (deposit facility rate) ที่ระดับ -0.40% และคงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (marginal lending facility rate) ที่ระดับ 0.25% อีกทั้งยังระบุว่าคงอัตราดอกเบี้ยต่อไปอย่างน้อยจนถึงช่วงฤดูร้อนของปี 2019 (มิถุนายน-กันยายน) จนกว่าจะมั่นใจได้ว่าแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ในระดับที่ ECB เห็นว่าเหมาะสมและยั่งยืนต่อไป

Analysis

- ECB ประกาศขยายการลงทุนต่อไปในพันธบัตรที่ครบอายุ (reinvestment) ภายใต้การยุติการเข้าซื้อพันธบัตร (APP) โดยก่อนหน้าการประชุมนโยบายการเงิน ECB ได้ประเมินสภาพคล่องส่วนเกิน (excess liquidity)¹ ภายหลังการยุติการเข้าซื้อพันธบัตรในเดือน ธันวาคม 2018 พบว่าหาก ECB ตัดสินใจไม่ลงทุนต่อไปในพันธบัตรที่ครบอายุ และไม่ปล่อยสินเชื่ระยะยาวแก่ธนาคารพาณิชย์รอบใหม่ (Target long-term refinancing operations: TLTROs) ที่จะครบกำหนดชำระคืนในปี 2020 และ 2021 ทำให้สภาพคล่องส่วนเกินที่มีอยู่ในปัจจุบันราว 2 ล้านล้านยูโรหมดไปภายในสิ้นปี 2022 การลงทุนต่อไปในพันธบัตรที่ครบอายุจึงเป็นการรักษาระดับการผ่อนคลายของนโยบายการเงิน และเป็นกันชนสำหรับผลกระทบต่อภาวะตึงตัวทางการเงินในตลาดพันธบัตร โดย ECB จะรักษายอดการถือครองพันธบัตรสุทธิเท่าเดิม ณ วันสิ้นสุดการเข้าซื้อพันธบัตรในเดือนธันวาคม 2018 ราว 2.6 ล้านล้านยูโร อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน ECB เผชิญกับข้อจำกัดของวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรของประเทศหนึ่งที่ต้องไม่เกิน 33% ของมูลค่าตลาดพันธบัตรทั้งหมดเพื่อไม่ก่อให้เกิดความบิดเบือนต่อตลาดพันธบัตรของประเทศต่างๆ ซึ่งพบว่าปัจจุบัน ECB มีสัดส่วนมูลค่าที่ถือพันธบัตรเยอรมนี และเนเธอร์แลนด์เข้าใกล้ขีดจำกัด จึงเหลือช่องว่างให้เข้าซื้อพันธบัตรอีกเพียงเล็กน้อย (รูปที่ 1) อีไอซีคาดว่ากระบวนการลงทุนต่อจะมีมูลค่าการเข้าซื้อประมาณ 1.75 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนในปี 2019 ทำให้งบดุลของ ECB ยังคงระดับที่มูลค่าราว 5 ล้านล้านยูโร (รูปที่ 2) ทั้งนี้ กระบวนการลงทุนต่ออาจดำเนินการต่อจนถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยหรืออาจขยายต่อไปในกรณีที่มีความจำเป็น

¹ Peter Praet, "Preserving monetary accommodation in times of normalization", UBS Conference, London, 13 November 2018

- ECB ปรับลดประมาณการตัวเลขทางเศรษฐกิจลง แต่ปัจจัยพื้นฐานของอุปสงค์ภายในยังคงสนับสนุนการขยายตัวเศรษฐกิจยูโรโซน ในการประชุมครั้งนี้ ECB ได้ปรับลดประมาณการการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ในปี 2018, 2019, 2020 และ 2021 อยู่ที่ 1.9%, 1.7%, 1.7% และ 1.5% ตามลำดับ ลดลงจากการประมาณการเดิมในเดือนกันยายนที่ 2.0%, 1.8% และ 1.7% ในปี 2018, 2019 และ 2020 ตามลำดับ เนื่องจากในระยะยาวมีปัจจัยบวกที่สนับสนุนเศรษฐกิจยูโรโซนลดลง ทั้งจากอุปสงค์ภายนอก (external demand) ที่มีแนวโน้มสนับสนุนเศรษฐกิจยูโรโซนลดลง ภาวะการเงินที่มีแนวโน้มตึงตัวขึ้น การเติบโตของการจ้างงานขยายตัวช้าลงจากการขาดแคลนแรงงานในบางประเทศ อย่างไรก็ตาม ในระยะปานกลาง นโยบายการเงินในภาพรวมยังคงผ่อนคลาย ซึ่งช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจยูโรโซนที่จะเติบโตจากการบริโภคภาคเอกชน และขับเคลื่อนให้อัตราเงินเฟ้อเคลื่อนเข้าใกล้เป้าหมาย 2% แม้ว่า ECB ได้ยุติการเข้าซื้อพันธบัตรเพิ่มก็ตาม โดย ECB คาดว่าจะสามารถเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อให้นโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติ (normalization) ได้ในช่วงครึ่งหลังปี 2019 ทั้งนี้ ECB ได้ปรับการประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2018, 2019, 2020 และ 2021 อยู่ที่ 1.8%, 1.6%, 1.7% และ 1.8% ตามลำดับ เปลี่ยนแปลงจากการประมาณการครั้งก่อนหน้าที่ 1.7% สำหรับปี 2018-2020 ซึ่งปรับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปลดลงเป็นผลจากราคาน้ำมันดิบโลกมีแนวโน้มลดลง หรือกล่าวได้ว่าปัจจัยที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในยูโรโซนค่อยๆ สูงขึ้นมาจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน โดย ECB ประมาณการอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2018 อยู่ที่ 1.0% และเพิ่มเป็น 1.8% ในปี 2021

- ผลการแถลงนโยบายการเงินเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์ ทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม ECB ยังคงแสดงมุมมองที่ระมัดระวังต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ภายหลังกายมาริโอ ดราเก้ ประธาน ECB แถลงการยุติมาตรการเข้าซื้อพันธบัตร (APP) และคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับเดิมต่อไป รวมถึงรายละเอียดแผนการลงทุนต่อจนกว่าจะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก ซึ่งเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ทำให้ค่าเงินยูโรอ่อนค่าลงเล็กน้อยราว 0.06% อยู่ที่ระดับ 1.1361 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร จากระดับ 1.1369 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ก่อนการแถลงนโยบายการเงิน ในขณะเดียวกันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีอายุ 10 ปี ปรับลดลงเล็กน้อย 1.6 bps ลงมาอยู่ที่ 0.267% ทั้งนี้ ตลาดการเงินยูโรโซนตอบสนองไม่รุนแรงเนื่องจากการยุติการเข้าซื้อพันธบัตรเพิ่มเติมของมาตรการ APP เป็นไปตามที่ตลาดส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้ อย่างไรก็ตาม ECB ยังคงระบุว่าคงอัตราดอกเบี้ยต่อไปอย่างน้อยจนถึงช่วงกลางปี 2019 สะท้อนว่า ECB ยังคงมีมุมมองที่ระมัดระวังต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย (dovish stance)

Implication

- อีไอเอ็มมองว่า ECB อาจปล่อยสินเชื่อยาวดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารพาณิชย์รอบใหม่ภายหลังกินสุด APP ที่ผ่านมา ECB ได้ปล่อยสินเชื่อยาวดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารพาณิชย์เพื่อนำไปปล่อยสินเชื่อต่อ (TLTROs) ซึ่งสินเชื่อ TLTROs ที่เหลืออยู่จะครบกำหนดชำระคืนมูลค่า 3.83 แสนล้านยูโรในเดือนมิถุนายน 2020, มูลค่า 6.2 หมื่นล้านยูโรในเดือนกันยายน 2020, มูลค่า 4.4 หมื่นล้านยูโรในเดือนธันวาคม 2020 และมูลค่า 2.30 แสนล้านยูโรในเดือนมีนาคม 2021 ในช่วงระยะเวลาก่อนปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น ECB อาจตัดสินใจปล่อยสินเชื่อ TLTROs รอบใหม่² ซึ่ง

² Goldman Sachs, "European Views: ECB Preview — Ending net asset purchases on a dovish tone", 4 December 2018



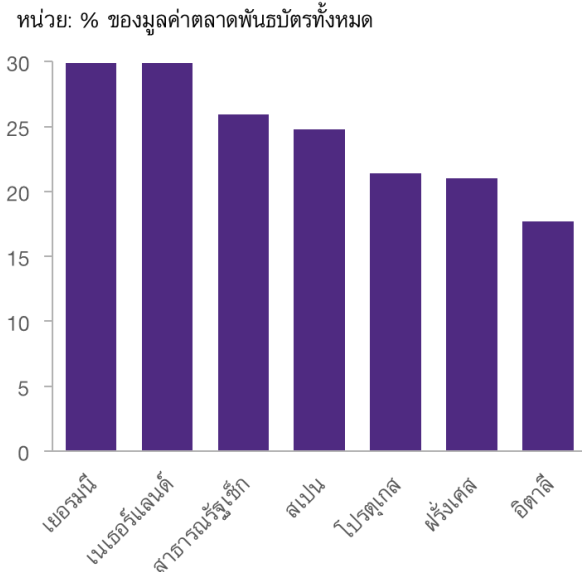
แรงจูงใจต่อการตัดสินใจดังกล่าวประกอบไปด้วย 1) ป้องกันไม่ให้เกิดการขาดแคลนสภาพคล่องฉบับหลังการครบอายุสินเชื่อ TLTROs 2) ชะลอการลดลงของสภาพคล่องส่วนเกินภายหลังการยุติการเข้าซื้อพันธบัตร และ 3) ช่วยเหลืออิตาลีซึ่งเป็นประเทศที่ธนาคารพาณิชย์ใช้ประโยชน์จากสินเชื่อ TLTROs มากที่สุด ซึ่งภายหลัง TLTROs ครบกำหนดชำระคืน อาจเกิดปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องสำหรับธนาคารพาณิชย์ในอิตาลี อย่างไรก็ตาม TLTROs ถูกออกแบบมาเพื่อรักษาการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนในภาพรวม มากกว่าการช่วยเหลือเพียงประเทศใดประเทศหนึ่ง การปล่อยสินเชื่อรอบใหม่จึงต้องมีการแลกเปลี่ยน (trade-off) ระหว่างการช่วยเหลือสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์อิตาลีที่อาจประสบปัญหา แต่อาจเป็นการกระตุ้นสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ในกลุ่มประเทศยูโรโซนอื่นๆ อาทิ เยอรมนี เพิ่มเติมเช่นกัน แม้ว่าในการประชุมนโยบายการเงินในเดือนธันวาคม 2018 ไม่มีกล่าวถึง TLTROs อย่างชัดเจน แต่จากแรงจูงใจข้างต้น ไอไอซีมองว่ามีโอกาสที่ ECB ใช้สินเชื่อ TLTROs มาเป็นเครื่องมือในการพยุงเศรษฐกิจและสภาพคล่องในยูโรโซนได้ในช่วงเดือนมีนาคม 2019

- **จับตาแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อ นโยบายกีดกันทางการค้า และความไม่แน่นอนทางการเมือง** ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ในระยะต่อไป แม้ ECB จะประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจของกลุ่มยูโรโซนอยู่ในช่วงการขยายตัว แต่ไอไอซีมองว่าปัจจัยเสี่ยงที่จะทำให้ ECB อาจไม่สามารถเร่งออกมาตรการดึงตัวทางการเงินได้ตามที่คาดการณ์ประกอบด้วย (1) อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่อาจต่ำกว่าเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของ ECB เนื่องจากแนวโน้มราคาน้ำมันดิบโลกที่อาจปรับตัวลดลงและอาจเปลี่ยนแปลงไปตามปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์ (2) นโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ โดยเฉพาะประเด็นการขู่เรียกเก็บภาษีนำเข้าสินค้าในกลุ่มรถยนต์และส่วนประกอบ ซึ่งจะกระทบต่อผู้ผลิตรายใหญ่ของยุโรปเป็นจำนวนมาก (3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองและแนวโน้มการขาดดุลทางการคลังของอิตาลี ที่จะส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอิตาลี และ (4) การแยกตัวออกจากสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) ที่จะส่งผลกระทบต่อการค้าและการลงทุนของทั้งสองฝ่าย นอกจากนี้การดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ยังคงมีความยืดหยุ่นและสามารถปรับเปลี่ยนได้ สะท้อนจากถ้อยแถลงที่ ECB กล่าวว่ายังคงดูข้อมูลทางเศรษฐกิจ (subject to incoming data) ประกอบการตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าความเสี่ยงในภาพรวมต่อเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงสมดุลแต่มีความเสี่ยงด้านต่ำสูงขึ้น และนโยบายการเงินของ ECB ในระยะข้างหน้ายังคงมีแนวโน้มผ่อนคลายและ ECB ยังมีความระมัดระวังในการดำเนินนโยบายการเงินตึงตัว

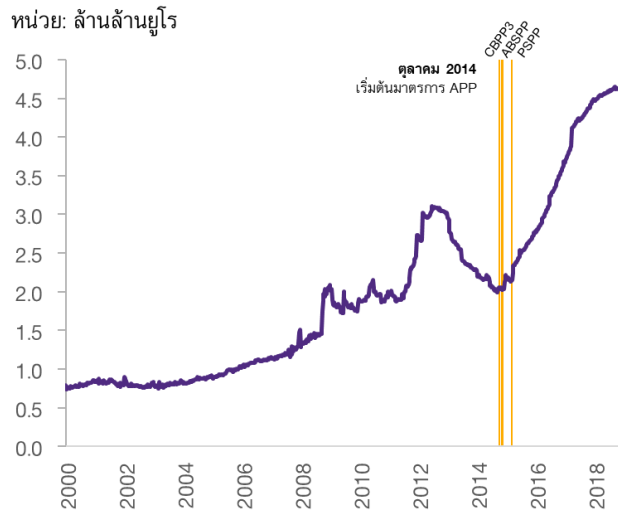


รูปที่ 1: ECB เปรียบเทียบข้อจำกัดการเข้าซื้อพันธบัตรแต่ละประเทศ รูปที่ 2: ECB มีแนวโน้มรักษาระดับสินทรัพย์รวมในงบดุลภายใต้ APP

สัดส่วนพันธบัตรที่ถือโดย ECB



สินทรัพย์รวมของ ECB (งบดุล)



ที่มา: การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Allianz Research และ Bloomberg

*มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรแต่ละโครงการ ประกอบด้วย

1. **Third covered bond purchase programme (CBPP3)** คือ การเข้าซื้อตราสารหนี้ประเภท covered bond สกุลเงินยูโร ที่ออกโดยสถาบันการเงินระดับฐานรากที่ตั้งอยู่ในยูโรโซน
2. **Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)** คือ การเข้าซื้อสินทรัพย์ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันโดยเป็นสินทรัพย์ภาคเอกชนที่ไม่ใช่ภาคการเงิน
3. **Public Sector Purchase Programme (PSPP)** คือ การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลของประเทศสมาชิกยูโรโซน

โดย : ชินโชติ เถรปัญญาภรณ์ (chinnachod.thaerapanyaporn@scb.co.th)

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com