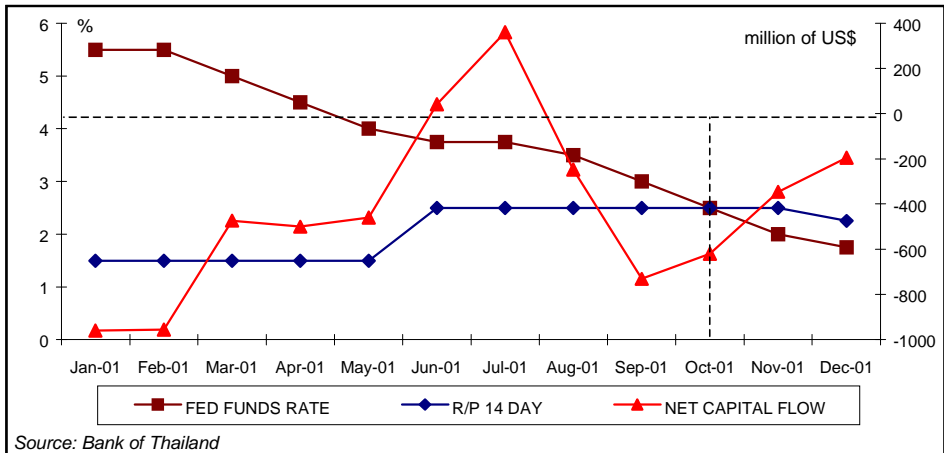


- อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยในเดือน ก.พ. 2545 ดัชนีราคาผู้บริโภคเพิ่มขึ้นเพียง 0.2% MoM หรือ 1.1% YoY และคาดว่าในปี 2545 จะเพิ่มขึ้นราว 1.5% ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำจะไม่เป็นแรงผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

ทิศทางอัตราดอกเบี้ยไทย

ธปท. เน้นประเด็นเงินทุนไหลเข้า - ออก เป็นพิเศษ

ในช่วงปลายเดือน มี.ค. 2545 ม.ร.ว.ปรีดิยาธร เทวกุล ผู้ว่าการ ธปท. ออกมากล่าวว่า จะควบคุมอัตราดอกเบี้ยของไทย ให้สูงกว่าดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เล็กน้อย เพื่อดึงเงินทุนไหลให้เข้าประเทศ โดยขณะนี้ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (Fed Funds Rate) ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) อยู่ที่ 1.75% ขณะที่อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตร ระยะ 14 วัน ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของทางการไทย อยู่ที่ 2.00% โดยเรามีความเห็นว่าการที่อัตราดอกเบี้ยของไทย อยู่สูงกว่าดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เป็นปัจจัยหนึ่ง ที่ช่วยให้มีเงินทุนไหลเข้าประเทศไทย แต่ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญ ทั้งนี้ ความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจของประเทศน่าจะเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากกว่า จากกราฟข้างล่าง แสดงถึงส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยกับสหรัฐฯ และการไหลเข้า-ออกของเงินทุน ในปี 2544 จะเห็นได้ว่า ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยของไทยมีทิศทางเพิ่มขึ้น สวนทางกับอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ที่มีทิศทางลดลง แต่โดยรวมแล้ว ในปี 2544 ไทยก็ยังมีเงินทุนเคลื่อนย้ายออกสุทธิ ยกเว้นเพียง 2 เดือน คือ เดือน มิ.ย. และ ก.ค. เท่านั้น ที่ไทยมีเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าสุทธิ และทั้งปี 2544 ไทยมีเงินทุนเคลื่อนย้ายออกสุทธิถึง 4.8 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ



ธปท. ยังไม่ควรขึ้นอัตราดอกเบี้ยตามสหรัฐฯ

สำหรับกรณีประเทศไทย เรามีความเห็นที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศไม่ควรปรับขึ้นตามแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยยังคงเปราะบางและมีความเสี่ยงอยู่หลายประการ ประกอบกับยังขาดปัจจัยสนับสนุน อาทิเช่น

- การส่งออกของไทยยังไม่มีสัญญาณการปรับตัวในทางที่ดีขึ้น จากข้อมูลของ ธปท. ในเดือน ม.ค. 2545 การส่งออกของไทยมีมูลค่า 4,719 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน และในเดือน ก.พ. 2545 การส่งออกของไทยลดลง 8.1% YoY ลดลงเป็นเดือนที่ 9 ติดต่อกัน เป็นการบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจของประเทศที่เป็นตลาดส่งออกของไทยยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ ซึ่งจะปัญหาต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของไทย นอกจากนี้ การนำเข้าในเดือน ก.พ. 2545 ยังลดลง 13.7%

ลดลงเป็นเดือนที่ 9 ติดต่อกัน ซึ่งแสดงถึงการใช้จ่าย และการลงทุนภายในประเทศยังคงชะลอตัวอยู่อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ภาคส่งออกยังไม่ฟื้นตัว

- **หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ของระบบธนาคารยังอยู่ในระดับสูง** โดย ณ สิ้นเดือน ก.พ. 2545 ระบบธนาคารมียอด NPLs ทั้งสิ้น 444,143 ล้านบาท เพิ่มขึ้นสุทธิ 188 ล้านบาทจากเดือนก่อนหน้า คิดเป็น 11.53% ของสินเชื่อบริการรวม
- **หนี้สาธารณะของไทยยังอยู่ในระดับสูง และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้อีก** จากข้อมูลล่าสุดของกระทรวงการคลัง หนี้สาธารณะ ณ สิ้นเดือน ธ.ค. 2544 อยู่ที่ 2.9 ล้านล้านบาท หรือคิดเป็น 57.35% ของ GDP และคาดว่าสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP จะเพิ่มขึ้นสู่ 61% ณ สิ้นปีงบประมาณ 2545 และเพิ่มขึ้นสู่ 64% ณ สิ้นปีงบประมาณ 2546
- **สภาพคล่องในระบบการเงินยังคงอยู่ในเกณฑ์สูง** เนื่องจากปริมาณเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ยังไม่สามารถขยายตัวได้มากนัก โดยจากข้อมูลล่าสุดของ ธปท. ในเดือน ก.พ. 2545 ปริมาณเงินฝากของธนาคารพาณิชย์มีทั้งสิ้น 5,132.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 5.1% YoY และปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มีทั้งสิ้น 4,511 พันล้านบาท ลดลง 4.2% YoY ทำให้มีสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินราว 6 แสนล้านบาท ซึ่งการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นจะยิ่งทำให้ปัญหาสภาพคล่องส่วนเกินเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นหาก ธปท. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ตามอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของธนาคารกลางสหรัฐฯ ธนาคารพาณิชย์ไทยอาจไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายของทางการ ซึ่งจะเป็นการแสดงว่าการส่งสัญญาณนโยบายการเงินของ ธปท. ไม่ได้ผล
- **อัตราเงินเฟ้อของไทยยังอยู่ในระดับต่ำ** โดยข้อมูลล่าสุดของกระทรวงพาณิชย์ ดัชนีราคาผู้บริโภคในเดือน มี.ค. 2545 เพิ่มขึ้นเพียง 0.3% MoM หรือ 0.6% YoY และเราคาดว่าในปี 2545 ดัชนีราคาผู้บริโภคจะเพิ่มขึ้นราว 1.5% เทียบกับ 1.6% ในปี 2544 ทั้งนี้ การที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real interest rates) ของเงินฝากยังคงเป็นบวก และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่แท้จริงจะยังคงอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ซึ่งแสดงว่าไทยยังไม่มีแรงผลักดันด้านเงินเพื่อปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในประเทศ

ดังนั้น การประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน ของ ธปท. ครั้งถัดไปในวันที่ 22 เม.ย. 45 จึงมีความเป็นไปได้ที่คณะกรรมการจะคงอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตร ระยะ 14 วันไว้ระดับเดิมที่ 2% ทั้งนี้พิจารณาจากคำกล่าวข้างต้นของผู้ว่าการ ธปท. ประกอบกับแนวโน้มขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของธนาคารกลางสหรัฐฯ จะเริ่มต้นในช่วงกลางปี 2545 โดย ธปท. นำใช้ข้อมูลเศรษฐกิจของเดือน ก.พ.45 ที่โดยรวมแล้วปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย เป็นข้ออ้างสำคัญในการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับเดิมที่ 2% *อย่างไรก็ตาม เรามีความเห็นที่ถึงแม้การที่อัตราดอกเบี้ยของไทยจะอยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ จะทำให้เงินทุนบางส่วนไหลออกนอกประเทศ แต่ ธปท. ก็ควรที่จะรักษาอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำต่อไปจนถึงสิ้นปี 2545 เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของไทย และเป็นการส่งสัญญาณนโยบายการเงินที่ถูกต้องให้แก่ระบบการเงิน โดยในขณะนี้ยังมีช่องว่างในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวลงได้อีกราว 0.5%*

ธนาคารพาณิชย์อาจลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก

- **อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ไทยน่าจะไม่มีกรณีเคลื่อนไหวในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า** เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ไทยหลายแห่งเพิ่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ลง 2 รอบ รวม 0.5% เมื่อเดือน ธ.ค.44 และเดือน ก.พ.45 นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ไทยยังน่าจะระมัดผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของ ธปท. ในครั้งถัดไปในวันที่ 22 เม.ย.45 และของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในวันที่ 7 พ.ค.45 *อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์*

ไทยยังมีโอกาสปรับลดลงได้อีก 0.25-0.5% ภายในปี 2545 โดยพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้กล่าวไปแล้วข้างต้น อาทิ สภาพคล่องในระบบการเงินยังคงอยู่ในระดับสูงถึง 6-7 แสนล้านบาท, สัญญาณการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของไทยยังคงไม่ชัดเจน โดยเฉพาะการหดตัวในภาคการส่งออกถึง 7% ในปี 2544 และหดตัว 9 เดือนติดต่อกันตั้งแต่เดือน มิ.ย. 44 - ก.พ. 45 และอัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยล่าสุด ดัชนีราคาผู้บริโภคเดือน มี.ค.45 เพิ่มขึ้นเพียง 0.3% MoM และ 0.6% YoY เป็นต้น

- การปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ จะเป็นปัจจัยสนับสนุนต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ โดยทำให้ภาระต้นทุนของภาคธุรกิจลดลง, เป็นปัจจัยสนับสนุนการแก้ไขปัญหานี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ของสถาบันการเงิน และเป็นการสร้างบรรยากาศที่ดีต่อภาวะการลงทุนอีกด้วย นอกจากนี้ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ จะช่วยให้ธนาคารพาณิชย์มีภาระต้นทุนลดลงอีกด้วย

คาดใน 1H45 ค่าเงินบาทอ่อนลง

จากการวิเคราะห์ข้างต้น เราจึงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในต่างประเทศ อาทิ Fed funds rate ของสหรัฐฯ และอัตราดอกเบี้ย LIBOR 1 เดือน เป็นต้น ที่ ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2545 อยู่ที่ 1.75% และ 1.87% ตามลำดับ จะเคลื่อนตัวขึ้นสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน ของไทย ที่ปัจจุบันอยู่ที่ 2% ในช่วง 2H45 ซึ่งอาจจะทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนบางส่วนออกนอกประเทศ แต่คงเป็นผลกระทบในระยะสั้นเท่านั้น เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจยังคงเป็นปัจจัยที่สำคัญกว่า นอกจากนั้น คงจะมีผลทำให้ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงในช่วง 2H45 จาก ระดับเฉลี่ยที่ 43.8 บาท/เหรียญสหรัฐฯ ใน 1Q45 โดย ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2545 อยู่ที่ 43.42 บาท/เหรียญสหรัฐฯ และเราคาดว่า ณ สิ้นปี 2545 ค่าเงินบาทจะอยู่ที่ 45 บาท/เหรียญสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม การอ่อนค่าของเงินบาทที่มีผลดีต่อภาคการส่งออก ที่มีสัดส่วนถึง 50% - 60% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ประกอบกับระดับทุนสำรองระหว่างประเทศยังคงอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ จากการเกินดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดของไทย ทำให้การอ่อนค่าลงของเงินบาทในระยะสั้นไม่ใช่ปัญหาที่น่าวิตก โดย ณ 22 มี.ค. 45 ทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยอยู่ที่ 33.4 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

