

The Effectiveness of Monetary Policy Communication: Evidence from Thailand

Mutita Ariyavutikul Wichsiya Phosrithong Kittaporn Throngnumchai
Nitisan Phongpiyaphaiboon and Thitima Chucherd

PIER Research Exchange

18 August 2020

“When I was at the Federal Reserve, I occasionally observed that monetary policy is 98 percent talk and only 2 percent action.

The ability to shape market expectations of future policy through public statements is one of the most powerful tools the Fed has.”

Ben S. Bernanke

March 30, 2015

ลำดับการนำเสนอ

ในบริบทปัจจุบันที่เครื่องมือนโยบายการเงินแบบ conventional ของไทยเริ่มมีข้อจำกัด การศึกษาเครื่องมืออื่นๆ จึงมีความสำคัญมากขึ้น งานวิจัยนี้สนใจศึกษาเครื่องมือการสื่อสารนโยบายการเงิน ซึ่งนับเป็นอีกทางเลือกหนึ่ง โดยมีหัวขื่อนำเสนอ ดังนี้



1

พัฒนาการของการสื่อสารนโยบายการเงินไทยใน 3 ช่องทางหลัก

2

การส่งสัญญาณทิศทางการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary policy direction)

3

ประสิทธิผลของการสื่อสารนโยบายการเงินไทย

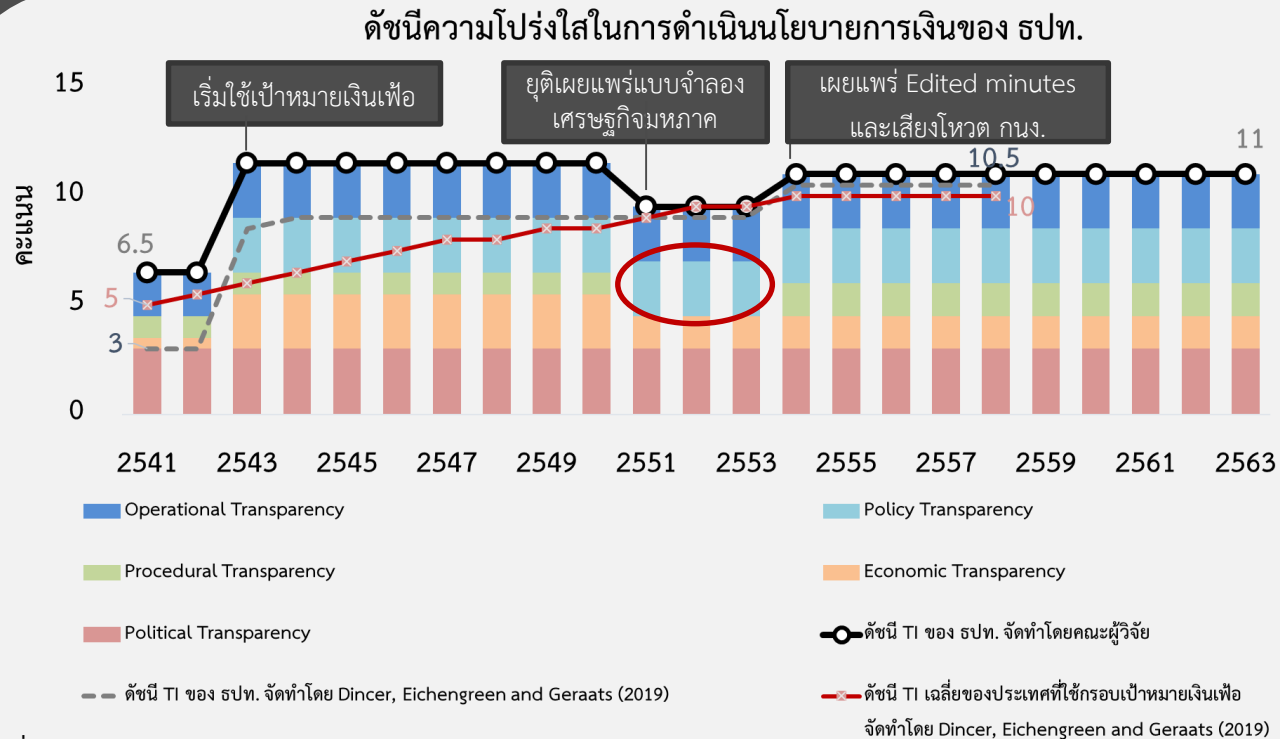
4

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1

พัฒนาการของการสื่อสารนโยบายการเงินไทยใน 3 ช่องทางหลัก

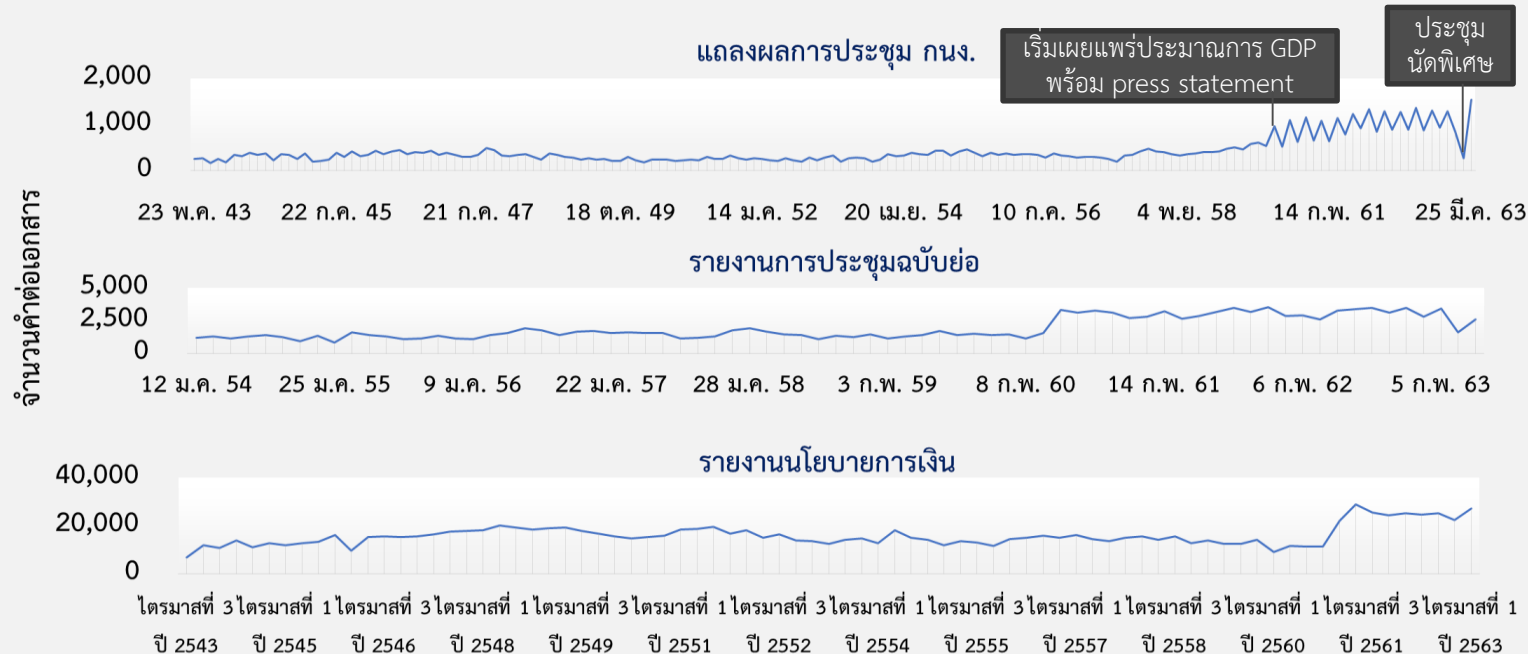
ดัชนีความโปร่งใส (Transparency Index: TI) ในการดำเนินนโยบายการเงินของไทยอยู่ในระดับสูง ตั้งแต่ใช้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่นในปี 2543 แต่ยังสามารถพัฒนาให้ดีขึ้นได้อีก



ที่มา: Dincer, Eichengreen and Geraats (2019) และคำนวณโดยคณะผู้วิจัย

รพท. สื่อสารต่อสาธารณชนเพิ่มขึ้นผ่านการสื่อสาร 3 ช่องทางหลัก

จำนวนคำที่ใช้ในการสื่อสาร 3 ช่องทางหลัก



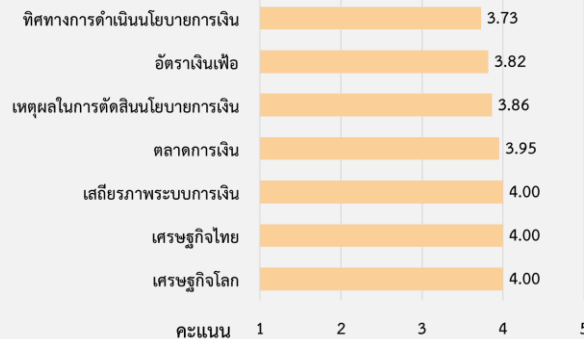
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

แต่ภาษาที่ใช้ยังเข้าใจยาก สะท้อนผ่านผลสำรวจนักวิเคราะห์ และดัชนี Flesch-Kincaid ซึ่งสะท้อนจำนวนปีการศึกษาของผู้อ่านที่จะเข้าใจเนื้อหาได้

ผลสำรวจนักวิเคราะห์เกี่ยวกับการสื่อสารนโยบายการเงินช่องทางหลักของ ธปท.*

■ ความเข้าใจภาษา ■ ความเข้าใจเนื้อหา ■ คุณภาพ

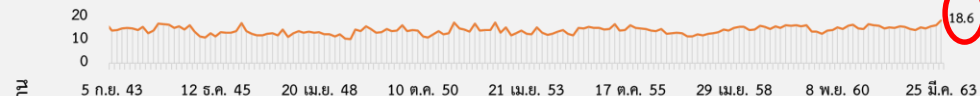
การสื่อสารนโยบายการเงินในภาพรวม = 3.86 คะแนน



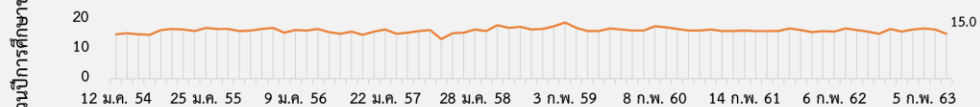
*ผลสำรวจจากนักวิเคราะห์ 22 ท่าน ในไตรมาสที่ 2 ปี 2563
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

ดัชนี Flesch-Kincaid (FK)

แสดงผลการประชุม กนง.



รายงานการประชุมฉบับย่อ



รายงานนโยบายการเงิน



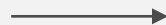
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

จำนวนคำต่อประโยคเพิ่มขึ้นในช่วงหลัง
เนื่องจากโครงสร้างรูปประโยคที่ยาวและซับซ้อนขึ้น

วิธีการวิเคราะห์เนื้อหาการสื่อสารใน 3 ช่องทางหลัก โดยใช้ Latent Dirichlet Allocation (LDA)

เอกสารภาษาอังกฤษที่ใช้ในการวิเคราะห์

1. Press 165 ฉบับ
2. Edited minutes 75 ฉบับ
3. Monetary Policy Report (MPR) 79 ฉบับ



Topic modelling

LDA & hierarchical clustering & word cloud

วิเคราะห์หน้าหลัก
ของกลุ่มหัวข้อหลัก

วิเคราะห์โทน
กลุ่มหัวข้อหลัก

dictionary method

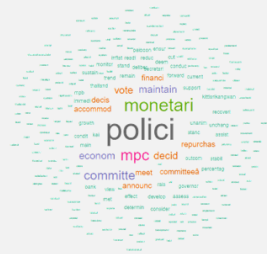
วิเคราะห์ประสิทธิภาพการสื่อสารนโยบายการเงิน

Order Probit & VAR

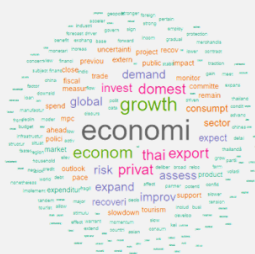
ตัวอย่าง 5 กลุ่มหัวข้อหลักจาก Topic modelling

Word cloud สำหรับแสดงผลการประชุม กนง. 5 กลุ่มหัวข้อ

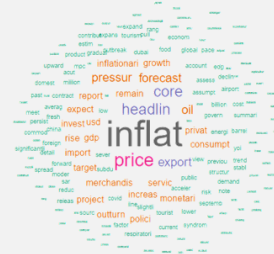
กลุ่มการตัดสินใจนโยบายการเงิน



ក្រុមគោលដៅ



กลุ่มอัตราเงินเฟ้อ



กลุ่มเสถียรภาพระบบการเงิน



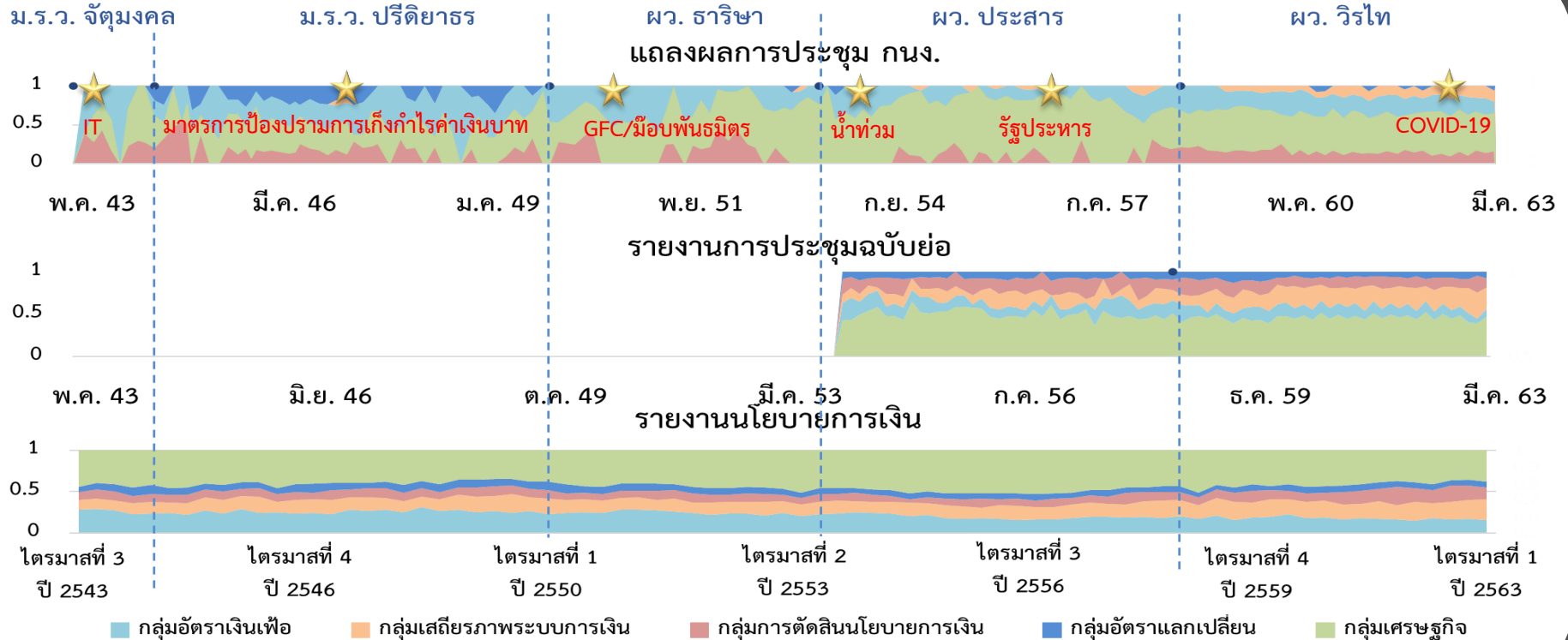
กลุ่มอัตราแลกเปลี่ยน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

น้ำหนักกลุ่มหัวข้อหลักในการสื่อสารแตกต่างกันไปในแต่ละช่วงเวลา

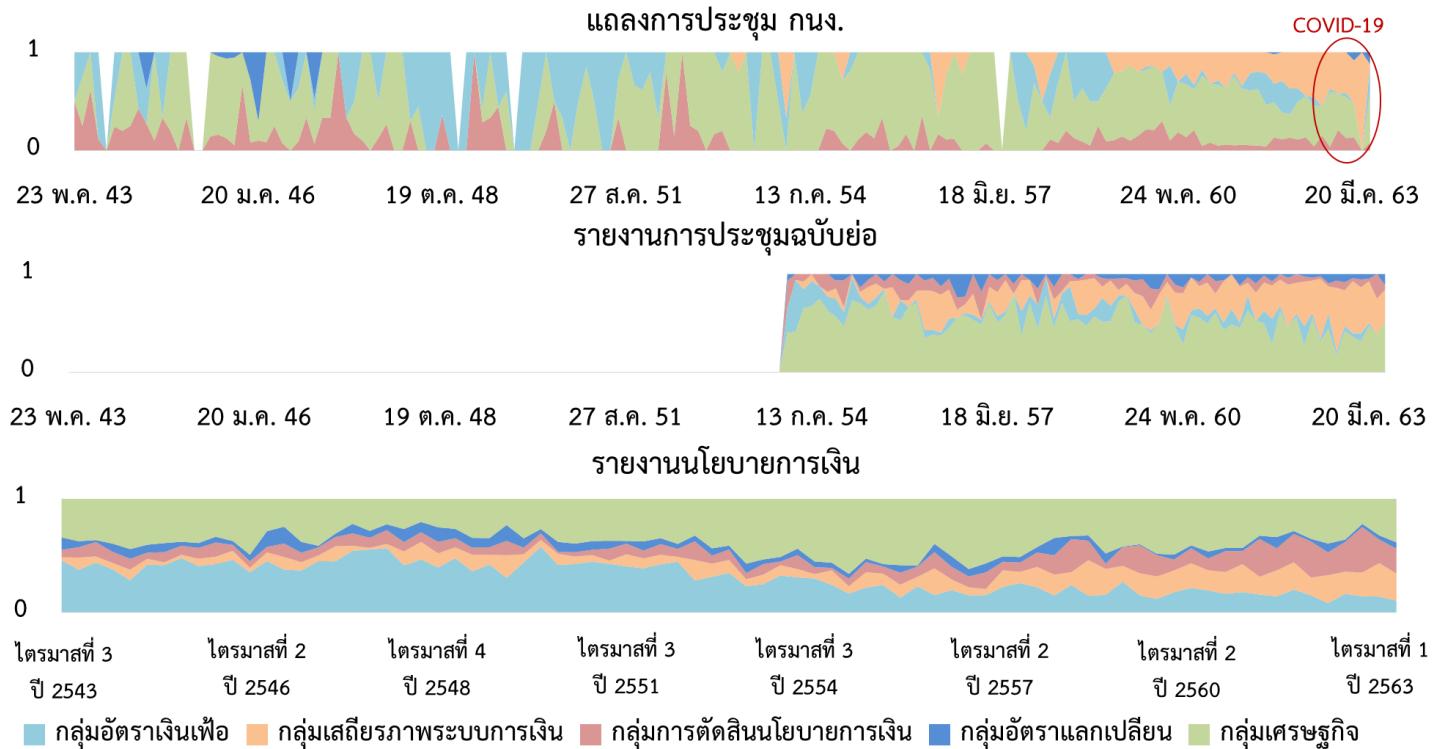
สัดส่วนน้ำหนักของกลุ่มหัวข้อที่ใช้ในการสื่อสารนโยบายการเงินของผู้ว่าการแต่ละสมัย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

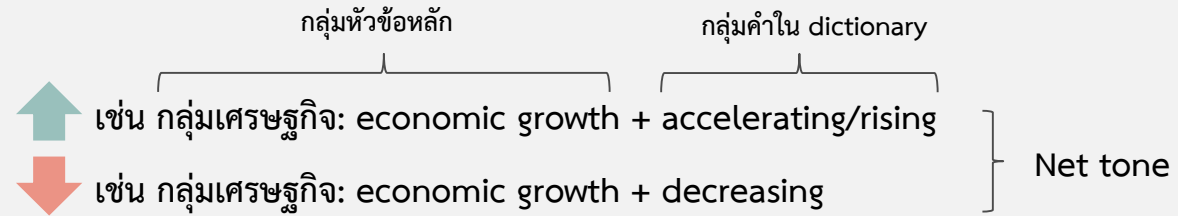
ในช่วง COVID-19 หัวข้อหลักกลุ่มเสถียรภาพระบบการเงินมีค่าที่แสดงถึงความไม่แน่นอนมากขึ้น

สัดส่วนค่าที่แสดงถึงความไม่แน่นอนของหัวข้อหลักผ่านช่องทางการสื่อสารหลักของ ธปท.



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

สมมติฐานทิศทางของ net tone ต่อทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



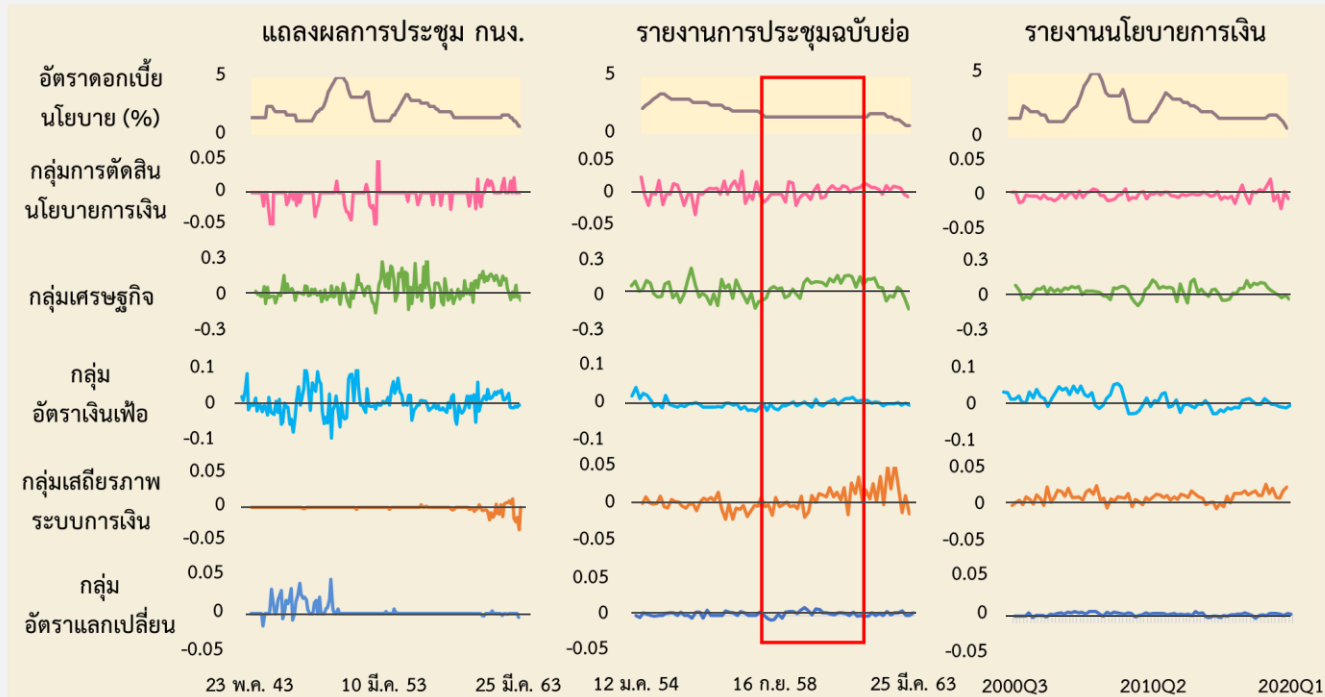
สมมติฐานทิศทางของ Net tone ต่อทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

	เศรษฐกิจ	เงินเฟ้อ	เสถียรภาพ ระบบการเงิน	อัตราแลกเปลี่ยน	การตัดสินใจ นโยบายการเงิน
Net tone	 เศรษฐกิจ ขยายตัว	 อัตราเงินเฟ้อ เพิ่มสูงขึ้น	 ความเสี่ยง/ภาระหนี้	 เงินบาทแข็งค่าขึ้น	 Hawkish
ทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย			 		

ที่มา: คณะผู้วิจัย

เป้าหมายของนโยบายการเงินไทยภายใต้ flexible inflation targeting คือ เสถียรภาพด้านราคา การขยายตัวทางเศรษฐกิจ และเสถียรภาพระบบการเงิน ส่งผลให้การตัดสินใจนโยบายการเงินและการสื่อสารที่ออกมาเผชิญความท้าทาย

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และ Net tone ของการสื่อสารใน 3 ช่องทางหลัก

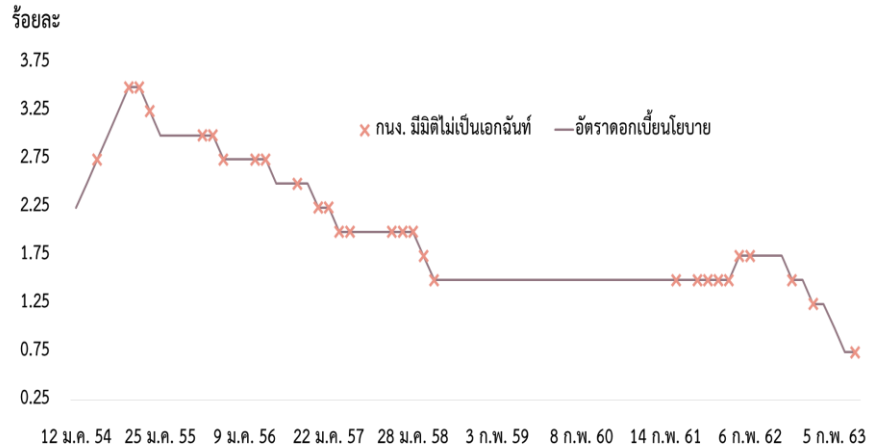


ช่วง low for long (เม.ย. 58 – พ.ย. 61)

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

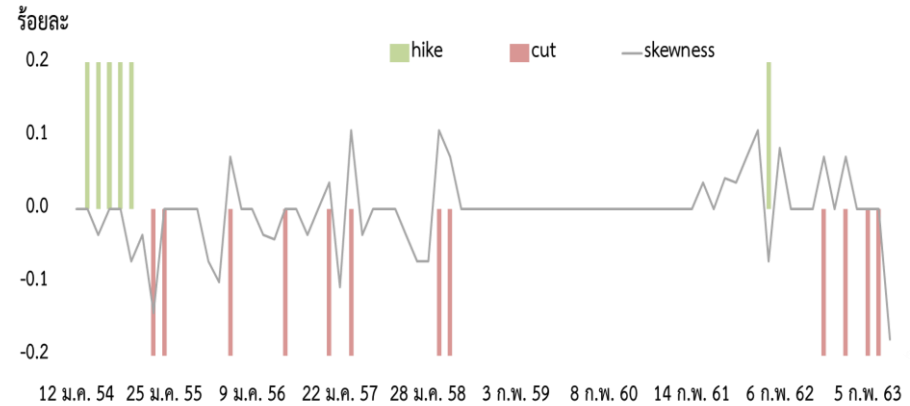
เสียงโหวตของ กนง. ช่วยให้สาธารณชนคาดการณ์ทิศทางการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ดีขึ้น

เสียงโหวตของ กนง. และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

ค่า skewness การตัดสินใจของ กนง. และผลการตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

หาก skewness เพิ่มขึ้น โอกาสที่ กนง. อาจขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมครั้งถัดไป หรือ คงดอกเบี้ยครั้งหน้าหลังจากปรับลดในครั้งนี้มีมากขึ้น

2

การส่งสัญญาณทิศทางการดำเนินนโยบายการเงิน
(Monetary policy direction)

การสื่อสารทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินในต่างประเทศ



การสื่อสารด้วย FG ช่วยยืดเหนี่ยวการคาดการณ์ได้ดีกว่ากรณีที่ไม่สื่อสาร แต่ประสิทธิภาพของ FG ที่ดีอาจต้อง trade-off กับ commitment ที่สูงขึ้น (Ehrman et al., 2019)

โทนการสื่อสารทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่านมาของไทย

แฉงผลการประชุม กนง.

1. โทนโดยรวม			2. โทนของย่อหน้าสุดท้าย		3. โทนของทิศทางการใช้มาตรการ
Dovish	Hawkish	Data-dependent	Dovish	Hawkish	พร้อมใช้มาตรการการเงินอื่นเพิ่มเติม Keyword: " available policy tools as appropriate, would ensure sufficient liquidity , as well as the well-functioning and stability of the financial markets, other monetary measures that would help enhance the policy rate transmission as well as loan extension by financial institutions to reach the target groups"
โทนจากการมองเกี่ยวกับเศรษฐกิจเงินเพื่อ และเสถียรภาพระบบการเงินของ กนง. ในระยะต่อไป		Keyword: " close monitoring , assessing the severity of some situation,..."	- สร้างความเชื่อมั่นว่าพร้อมลด (สำหรับ Dovish)/ขึ้น (สำหรับ Hawkish) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย - Keyword: " พร้อมใช้เครื่องมือ " (stand ready to adjust rate)		
ปีที่ใช้รูปแบบการสื่อสารตามตารางข้างต้น					
ปี 2543-2547	ปี 2545	ปี 2544	ปี 2543-2545	ปี 2551	ปี 2558-2563
ปี 2550	ปี 2547-2549	ปี 2546 - 2563	ปี 2551-2552	ปี 2554	
ปี 2552	ปี 2553-2554		ปี 2554-2563		
ปี 2555-2557	ปี 2561				
ปี 2561-2563					

ที่มา: รวบรวมโดยคณะผู้วิจัย

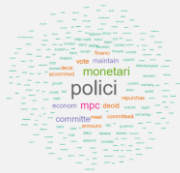
3

ประสิทธิผลของการสื่อสารนโยบายการเงินไทย

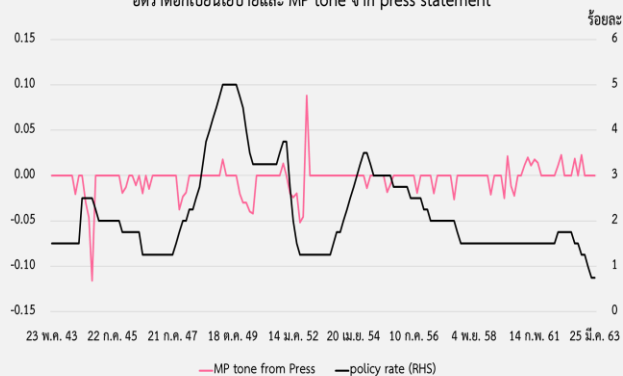
1. Tone กลุ่มหัวข้อการตัดสินใจนโยบายการเงิน

ตัวแปรจากการทำ text mining จากการสื่อสาร 3 ช่องทางหลัก

MPtone_i โดย $i = \{\text{Press, Edited Minutes, MPR}\}$

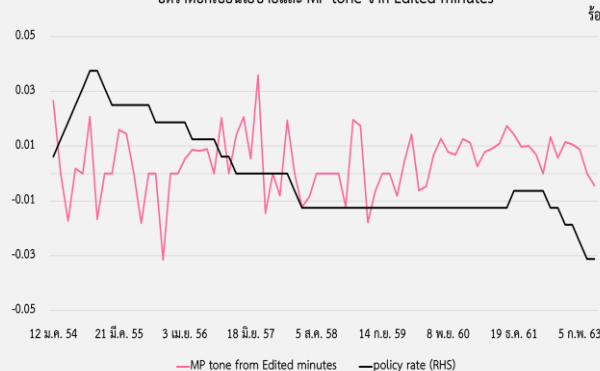


อัตราดอกเบี้ยนโยบายและ MP tone จาก press statement



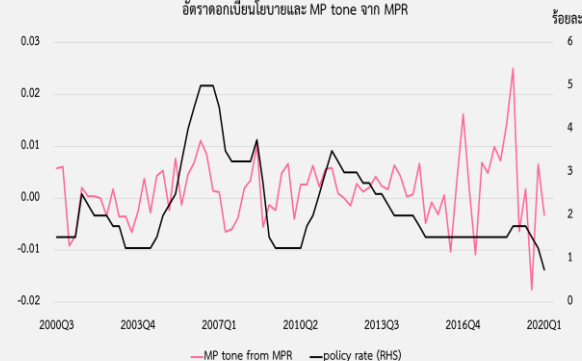
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

อัตราดอกเบี้ยนโยบายและ MP tone จาก Edited minutes



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

อัตราดอกเบี้ยนโยบายและ MP tone จาก MPR



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

ทิศทางของ MP tone



Hawkish

Dovish

2. Monetary policy direction จาก Press

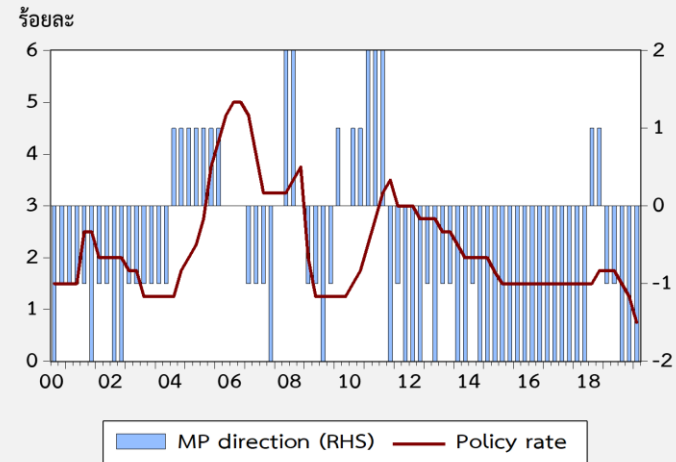
ตัวแปรจากการให้คะแนนโดยคณะผู้วิจัย

$$\text{MPdirection} = \{-2, -1, 0, 1, 2\}$$

	โทนโดยรวม		โทนของย่อหน้าสุดท้าย		ไม่ได้ใช้โทน
Tone	Dovish	Hawkish	Dovish	Hawkish	0
คะแนน	-1	1	-2	2	
รายละเอียด	โทนจากการมองเกี่ยวกับเศรษฐกิจ เงินเพื่อและเสถียรภาพระบบการเงินของ กนง. ในระยะต่อไป		- สร้างความเชื่อมั่นว่าพร้อมลด (สำหรับ Dovish)/ขึ้น (สำหรับ Hawkish) อัตราดอกเบี้ยนโยบาย - Keyword: "พร้อมใช้เครื่องมือ" (stand ready to adjust rate)		ไม่ได้สื่อสารทิศทางในระยะต่อไป

ที่มา: จำนวนโดยคณะผู้วิจัย

ดัชนี MP direction และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา: จำนวนโดยคณะผู้วิจัย

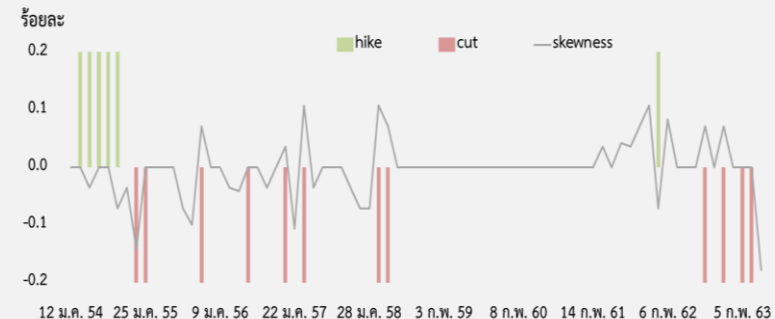
3. ค่า Skewness การตัดสินใจของ กนง.

ตัวแปรจากการคำนวณเสียงโหวตของ กนง.

ตัวอย่าง หากมีมติไม่เป็นเอกฉันท์ เช่น 4 ต่อ 3 ให้คงอัตราดอกเบี้ยที่ร้อยละ Z ต่อปี ขณะที่ 3 ท่านให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกร้อยละ 0.25 เป็น (Z-0.25) ต่อปี

$$\text{Skewness} = \frac{(4 * Z) - (3 * (Z - 0.25))}{7} - Z$$

ค่า skewness การตัดสินใจของ กนง. และผลการตัดสินใจอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

ประสิทธิภาพของการสื่อสารนโยบายการเงินไทยที่มีต่อการคาดการณ์ทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

วิเคราะห์ผ่าน Taylor-type predictive regression ด้วยแบบจำลอง Ordered-Probit*

แบบจำลอง A (simple rule)

$$\Delta i_t = \beta_1 (\underbrace{\pi_{t+h,t}^e - \pi^*}_{\text{Inflation gap}}) + \beta_2 (\underbrace{x_{t+h,t}^f}_{\text{output gap}}) + \varepsilon_t$$

แบบจำลอง B (augmented rule)

$$\Delta i_t = \beta_1 (\pi_{t+h,t}^e - \pi^*) + \beta_2 (x_{t+h,t}^f) + \underbrace{\beta_3 (\Delta i_{t-1}) + \beta_4 (i_{t-1})}_{\text{smoothing parameters}} + \varepsilon_t$$

Δi_t คือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นไตรมาสปัจจุบัน (t)
เทียบกับสิ้นไตรมาสก่อนหน้า (t-1) โดยมีค่าเท่ากับ

- 1 หากปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
- 0 หากคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
- 1 หากปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

กรณีเพิ่มตัวแปรการสื่อสาร

แบบจำลอง A1 และ B1 คือแบบจำลอง A และ B + $\beta MP_{tone}_{i,t-1}$

โดย $i = \{\text{Press, Edited minutes, MPR}\}$

แบบจำลอง A2 และ B2 คือแบบจำลอง A และ B + $\beta MP_{direction}_{t-1}$

แบบจำลอง A3 และ B3 คือแบบจำลอง A และ B + $\beta Skewness_{t-1}$

อัตราเงินเฟ้อเป้าหมายสำหรับใช้ในแบบจำลอง Taylor rule แบบ forward looking

ช่วงเวลา	กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ		ค่ากลางที่ใช้ในแบบจำลอง	
	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน	อัตราเงินเฟ้อทั่วไป	อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน	อัตราเงินเฟ้อทั่วไป
ปี 2543 - 2551	ร้อยละ 0-3.5		1.75	
ปี 2552 - 2557	ร้อยละ 0.5-3.0			
ปี 2558 - 2562		ร้อยละ 2.5 +/- 1.5		2.5
ปี 2563 - ปัจจุบัน		ร้อยละ 1 - 3		

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

*หมายเหตุ ใช้ข้อมูลรายไตรมาสปี 2000Q3-2020Q1 และแบ่งช่วงการศึกษาตามเป้าหมายเงินเฟ้อ

แบบจำลองที่เพิ่มตัวแปรการสื่อสารจะช่วยทำนายการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ดีขึ้น โดยเฉพาะการสื่อสารผ่าน press statement

ความแม่นยำในการคาดการณ์การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากแบบจำลอง A (ร้อยละ)*

		เป้าหมายอัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (ไตรมาสที่ 3 ปี 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี 2557)		เป้าหมายอัตราเงินเพื่อทั่วไป (ไตรมาสที่ 1 ปี 2558 – ไตรมาสที่ 1 ปี 2563)	
ประมาณการเงินเพื่อและเศรษฐกิจ (ex-ante forecast)		t+4	t+8	t+4	t+8
(A) Simple rule		55	52	71	90
รวมตัวแปรสื่อสาร				t-1	
(A1) โทณกลุ่มการตัดสินใจ นโยบายการเงิน	(A1.1) Press	65	60	100	100
	(A1.2) Edited minutes	85	64	84	84
	(A1.3) MPR	60	53	71	90
(A2) MP direction		80	76	71	95
(A3) Skewness		70	100	100	90

ความแม่นยำในการคาดการณ์การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากแบบจำลอง B (ร้อยละ)*

		เป้าหมายอัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (ไตรมาสที่ 3 ปี 2543 – ไตรมาสที่ 4 ปี 2557)		เป้าหมายอัตราเงินเพื่อทั่วไป (ไตรมาสที่ 1 ปี 2558 – ไตรมาสที่ 1 ปี 2563)	
ประมาณการเงินเพื่อและเศรษฐกิจ (ex-ante forecast)		t+4	t+8	t+4	t+8
(B) Augmented rule		61	54	81	95
รวมตัวแปรสื่อสาร				t-1	
(B1) โทณกลุ่มการตัดสินใจ นโยบายการเงิน	(B1.1) Press	55	45	100	100
	(B1.2) Edited minutes	79	100	100	95
	(B1.3) MPR	60	61	86	95
(B2) MP direction		82	82	86	100
(B3) Skewness		100	100	100	90

* คำนวณด้วยแบบจำลอง Order probit ซึ่งตัวแปรตามคือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นไตรมาส (t) โดยให้การปรับลด คง และขึ้นมีค่าเท่ากับ -1, 0, 1 ตามลำดับ

■ หมายถึงความแม่นยำในการคาดการณ์ทิศทางของการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นหลังจากรวมตัวแปรด้านการสื่อสาร

■ หมายถึงความแม่นยำในการคาดการณ์ทิศทางของการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงหลังจากรวมตัวแปรด้านการสื่อสาร

ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

การศึกษาประสิทธิภาพของการสื่อสารนโยบายการเงินไทย ต่อการยืดเหนี่ยวการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสาธารณชน

วิเคราะห์ผ่านแบบจำลอง Vector Autoregression (VAR)*

แบบจำลอง A **without** communication index (CI)

Endogenous variables ประกอบด้วย

inflation, growth, RP1D, inflation gap

Inflation expectation (1Y ahead) gap =
Consensus forecast – BOT forecast

แบบจำลอง B คือ A **with** communication index (CI)

inflation, growth, RP1D, CI_n , inflation gap

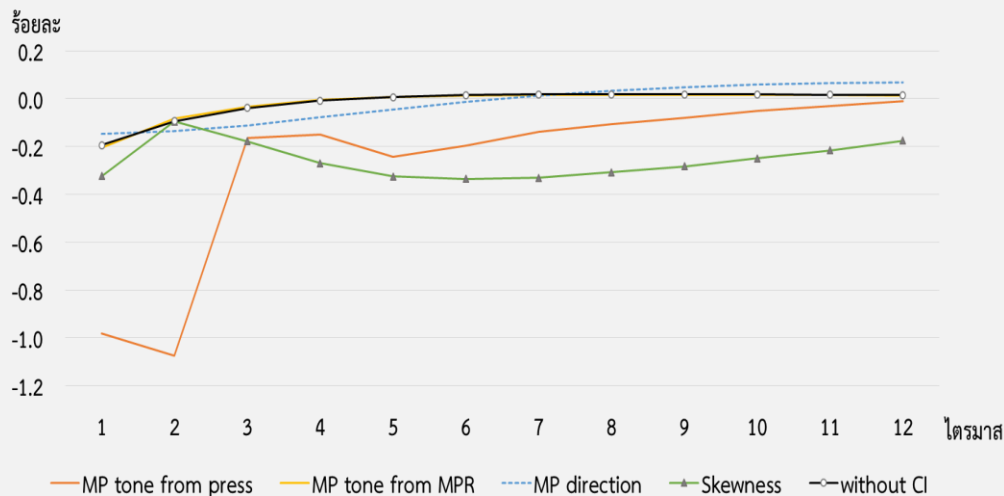
โดย $n = \{MPtone_i, MPdirection, Skewness\}$
 $i = \{Press, Edited\ Minutes, MPR\}$

*หมายเหตุ ใช้ข้อมูลรายไตรมาสปี 2004Q1-2020Q1

เลือกจำนวน lag length เท่ากับ 1 lag โดยใช้ Schwartz information criteria (SIC) และ Hannan-Quinn information criterion (HQ)

การสื่อสารนโยบายการเงินของ ธปท. ช่วยยืดเหนี่ยวคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะ 1 ปี สะท้อนจาก inflation expectation gap ที่ลดลง

Impulse response ของ inflation expectation gap ต่อการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 0.25



ที่มา: คำนวณโดยคณะผู้วิจัย

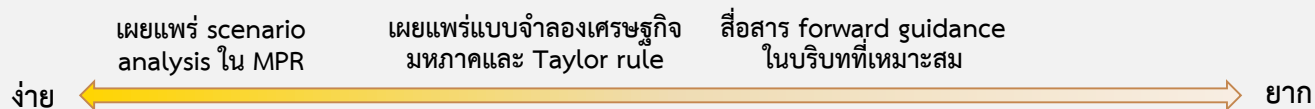
การสื่อสารผ่านโทนการตัดสินใจนโยบายการเงินใน press ช่วยยืดเหนี่ยวคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของสาธารณชนในระยะ 1 ปีข้างหน้าได้ดีที่สุด

4

ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการสื่อสารนโยบายการเงิน

Policy recommendation for MP effective communication

1. แนวทางเพิ่มความโปร่งใส (transparency) ของการสื่อสารนโยบายการเงินไทย



2. ปรับภาษาในการสื่อสารให้เข้าใจง่าย และลดประโยคซับซ้อน

3. อาจพิจารณาใช้ Forward guidance ที่เหมาะสมเมื่อถึง Effective lower bound (ELB) ผ่าน press statement ซึ่งเป็นช่องทางที่มีประสิทธิผลมากที่สุด

4. แบ่งหน้าที่การสื่อสารแต่ละช่องทางตามประสิทธิผล

- Press statement และ เสียงโหวตของ กนง.: สื่อสารทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
- Edited minutes และ MPR: สื่อสารเหตุผลในการตัดสินใจนโยบายการเงิน



1. งานวิจัยนี้ศึกษาการสื่อสารนโยบายการเงินไทยเพียง 3 ช่องทางหลัก (ภาษาอังกฤษ) ซึ่งยังไม่รวมการสื่อสารอื่นๆ อาทิ การให้สัมภาษณ์ของ กนง. การประชุมนักวิเคราะห์ (Analyst meeting) สุนทรพจน์ของผู้ว่าการ และการสื่อสารผ่าน infographic
2. การศึกษาประสิทธิผลของการสื่อสารนโยบายการเงินอาจพิจารณาตัวแปรอื่นๆ เพิ่มเติม เช่น ผลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว ผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน และ implied forward curve
3. การเพิ่ม Transparency อาจไม่ช่วยเพิ่ม effectiveness ของการสื่อสารนโยบายการเงิน

Q & A

คณะผู้วิจัย



มุกิตา อริยะวุฒิกุล



วิษญ์ศิญา โพธิ์ศรีทอง



กฤตพร ตรงนำชัย



นิธินสาร พงศ์ปิยะไพบูลย์



ดร. จุฑิมา ชูเชิด

สำนักกลยุทธ์นโยบายการเงิน สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย