

## เศรษฐกิจร้อนหรือหนาว ดูอย่างไร?

16 มิถุนายน 2559

ปิติ ติษยภัต [PitiD@bot.or.th](mailto:PitiD@bot.or.th)

สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์

บทความนี้กลั่นกรองเนื้อหาจากบทความ [aBRIDGED](#) ฉบับเต็มเรื่อง “[วัฏจักรการเงินกับศักยภาพการผลิตของเศรษฐกิจ](#)” เผยแพร่ใน website ของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์ (<https://www.pier.or.th/>)

ในช่วงที่ผ่านมามีการวิพากษ์กันมากกว่าเศรษฐกิจไทยขยายตัวในอัตราที่ต่ำเกินไป ในขณะที่เดียวกันนักวิเคราะห์ทั่วโลกต่างจับตาและพยายามประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ พื้นตัวเพียงพอที่จะรองรับการขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds แล้วหรือยัง แต่เราจะใช้เกณฑ์อะไรในการวัด “อุณหภูมิ” ของเศรษฐกิจว่าระดับใดจึงจะถือว่าต่ำ สูง หรือพอดี บรรทัดฐานที่นักเศรษฐศาสตร์ใช้ในการตอบคำถามดังกล่าวคือ ระดับการผลิตศักยภาพ หรือ potential output ที่เปรียบเสมือนขีดจำกัดของเครื่องจักรที่กำหนดว่าปริมาณการผลิตสูงสุดอยู่ที่เท่าไรเมื่อมีการใช้งานเต็มที่

แต่ทว่าระดับการผลิตศักยภาพนั้น ไม่อาจมองเห็นหรือวัดได้โดยตรง ไม่ว่าจะเป็นในปัจจุบันหรือแม้กระทั่งในอดีตก็ตาม การประมาณการระดับการผลิตศักยภาพจึงจำเป็นต้องพึ่งสมมติฐานเกี่ยวกับการทำงานของระบบเศรษฐกิจว่าระดับกิจกรรมที่อยู่ใกล้หรือไกลจากระดับการผลิตศักยภาพนั้นมี “อาการ” อย่างไรบ้างที่จับต้องได้ และสามารถเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงสถานะของเศรษฐกิจเทียบกับระดับศักยภาพ

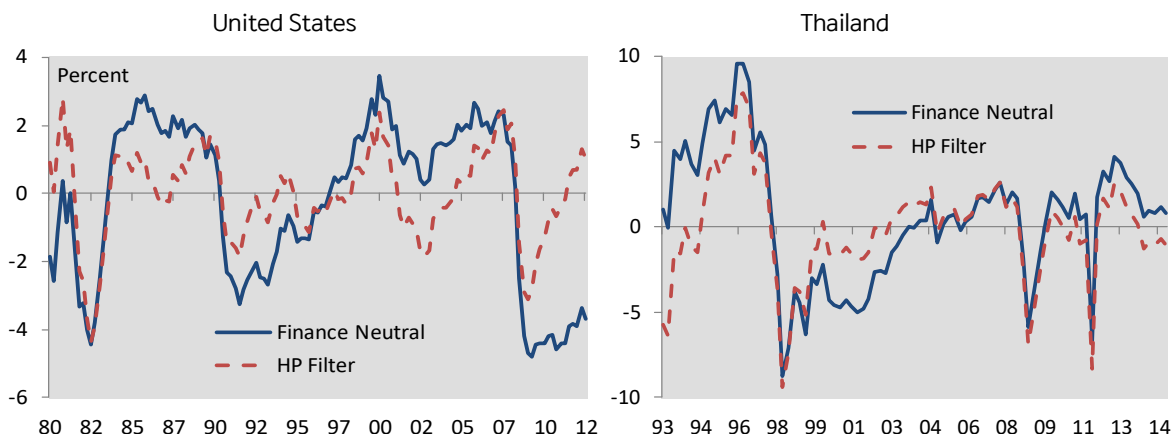
เศรษฐศาสตร์กระแสหลักในปัจจุบันยึดถืออัตราเงินเฟ้อเป็นตัวชี้หลักว่าอุณหภูมิของเศรษฐกิจร้อนหรือเย็นเกินไป การศึกษาส่วนมากนิยามระดับศักยภาพการผลิตว่าเป็นระดับที่สอดคล้องกับการใช้ปัจจัยการผลิตอย่างเต็มที่โดยไม่สร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ สมมติฐานหลักคือ อัตราเงินเฟ้อจะเร่งขึ้นเมื่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจอยู่สูงกว่าระดับศักยภาพ พลวัตของเงินเฟ้อจึงถูกใช้เป็นเครื่องชี้หลักที่บ่งบอกถึงความไม่ยั่งยืนของระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

**คำถามที่สำคัญ คือ อัตราเงินเฟ้อเป็นข้อมูลเบ็ดเสร็จ (sufficient statistic) เพียงพอแก่การสะท้อนความยั่งยืนของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจริงหรือ**

งานศึกษาหลายชิ้นได้ชี้ให้เห็นว่าในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับวัฏจักรเศรษฐกิจมีน้อยลงอย่างเห็นได้ชัด** ยกตัวอย่างเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่พื้นตัวอย่างต่อเนื่องจากวิกฤตทางการเงินในปี 2007 มีการสร้างตำแหน่งงานมากถึง 13 ล้านอัตราในช่วงเวลา 6 ปี จนตลาดแรงงานเข้าใกล้ภาวะ full employment ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นอย่างมาก แต่อัตราเงินเฟ้อกลับไม่กระเตื้องขึ้นและมีแนวโน้มลดลงด้วยซ้ำ นอกจากนี้ **ความสามารถของเงินเฟ้อในการบ่งบอกถึงความไม่สมดุลทางการเงินนั้นมีขีดจำกัด** วิกฤตการเงินโลกที่ผ่านมา รวมทั้งประสบการณ์จากวิกฤตเศรษฐกิจในกรณีอื่นๆ หลายกรณี ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่า **เศรษฐกิจสามารถขยายตัวเกินศักยภาพในลักษณะที่ไม่ยั่งยืนได้โดยไม่สร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ** โดยการขยายตัวของสินเชื่อกับเป็นปัจจัยสำคัญที่เอื้อต่อระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เกินตัว ดังนั้น **อัตราเงินเฟ้อโดยลำพังจึงไม่สามารถให้ข้อมูลเพียงพอในการวัดระดับศักยภาพการผลิตของเศรษฐกิจ** ซึ่งระดับศักยภาพนี้โดยแก่นแท้แล้วคือระดับการผลิตที่สามารถดำรงอยู่ได้อย่างยั่งยืน (sustainable output) โดยไม่เกิดความไม่สมดุลในมิติใดมิติหนึ่งในระบบเศรษฐกิจ

## สู่การประเมินวัฏจักรเศรษฐกิจที่สมบูรณ์...

งานวิจัยของผู้เขียน จึงได้นำข้อมูลเกี่ยวกับสถานะของวัฏจักรการเงินมาประยุกต์ใช้ในการวัดระดับศักยภาพการผลิตของเศรษฐกิจ จากมุมมองนี้ ความยั่งยืนของระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ณ จุดใดจุดหนึ่งจะขึ้นอยู่กับสถานะของวัฏจักรการเงินด้วย โดยในช่วงที่สภาวะการเงินผ่อนคลาย การขยายตัวของสินเชื่ออยู่ในอัตราที่สูงและราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แรงส่งทางการเงิน (financial tailwinds) เหล่านี้จะเอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจที่อาจร้อนแรงเกินควรและสุ่มเสี่ยงต่อการเกิดวิกฤต ในทางตรงกันข้าม สภาวะการเงินที่ตึง (financial headwinds) โดยเฉพาะจากภาระหนี้สินคงค้างและความอ่อนแอในงบดุล สามารถจุดให้เศรษฐกิจขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพที่แท้จริงได้เช่นกัน การประมาณการระดับการผลิตศักยภาพจึงควรคำนึงถึงบทบาทที่ปัจจัยและภาวะทางการเงินอาจมีส่วนในการเร่งหรือเหนี่ยวรั้งกิจกรรมทางเศรษฐกิจ



ภาพที่ 1 ช่องว่างการผลิต (output gap) ของสหรัฐฯ และ ไทย

ภาพที่ 1 แสดงผลประมาณการช่องว่างการผลิต (ส่วนต่างระหว่างระดับกิจกรรมเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงกับระดับศักยภาพ) สำหรับสหรัฐฯ และประเทศไทย โดยวิธีประยุกต์ที่ใช้ข้อมูลจากปัจจัยทางการเงินร่วมด้วย (finance-neutral output gap) เทียบกับวิธีเชิงสถิติที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย (HP filter) จะเห็นได้ว่าในทั้งสองประเทศ ช่องว่างการผลิตที่ควรวรรณข้อมูลทางการเงินสามารถสะท้อนอุณหภูมิของเศรษฐกิจได้ดีกว่า โดยอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจเทียบกับระดับศักยภาพจะสูงกว่าในช่วงก่อนวิกฤตปี 2007 ในสหรัฐฯ และ วิกฤตการเงินปี 1997 ในไทยอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งเป็นช่วงที่สินเชื่อและราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างร้อนแรงในทั้งสองประเทศ ในขณะเดียวกัน ช่องว่างการผลิต finance-neutral ที่เป็นลบมากกว่าในช่วงหลังวิกฤตสะท้อนผลกระทบของภาวะทางการเงินที่บีบรัดเศรษฐกิจ

สำหรับประเทศไทย ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่หลายคนมองว่าต่ำนั้น น่าเป็นห่วงมากกว่าที่คิด เนื่องจากเป็นการขยายตัวที่ได้รับอานิสงส์จากปัจจัยสนับสนุนทางการเงินอยู่ไม่น้อย มองไปข้างหน้า เมื่อแรงส่งจากเม็ดเงินสินเชื่อใหม่หดหายไป แต่ภาระหนี้จากยอดสินเชื่อคงค้างยังมีอยู่ ความท้าทายในการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยจะชัดเจนและน่าเป็นห่วงยิ่งขึ้นหากศักยภาพพื้นฐาน โดยเฉพาะทุนมนุษย์และประสิทธิภาพในการผลิต ยังไม่ได้รับการพัฒนาโดยเร็ว

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์