

เฟดเตรียมแผนลดงบดุล ... สะท้อนการปรับทำที่นโยบายการเงิน (Policy Normalization) เป็นปกติมากขึ้น

CURRENT ISSUE

ปีที่ 23 ฉบับที่ 2850

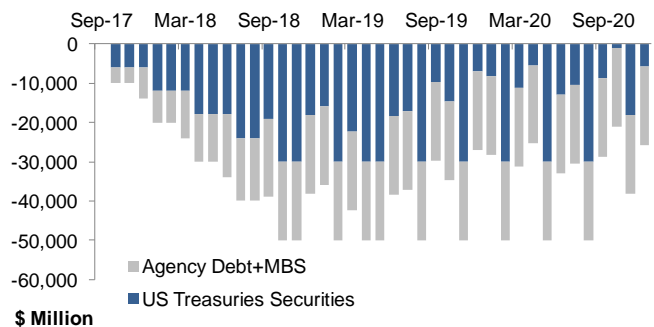
วันที่ 16 มิถุนายน 2560

คงต้องยอมรับว่า การประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ในเดือนมิถุนายน 2560 ที่เพิ่งผ่านมา เป็นหนึ่งในรอบการประชุม FOMC ที่สำคัญของปีนี้ เพราะนอกเหนือไปจากสัญญาณเกี่ยวกับการปรับขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds ในระยะข้างหน้าที่จะสะท้อนผ่าน Dot Plot ชุดใหม่แล้ว เฟดยังมีการให้รายละเอียดเกี่ยวกับแนวทางการลดขนาดงบดุล ซึ่งนับเป็นขั้นตอนสำคัญอีกขั้นตอนหนึ่งในการปรับทำที่ของนโยบายการเงินสหรัฐฯ กลับสู่ภาวะปกติ (Policy Normalization)

■ เฟดส่งสัญญาณเริ่มลดขนาดงบดุล (Balance Sheet Normalization) ภายในปีนี้

แม้เฟดจะมีมติปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% มาที่กรอบ 1.00-1.25% พร้อมกับส่งสัญญาณผ่าน Dot Plot ชุดใหม่ว่า ยังมีโอกาสขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds ต่อเนื่องอีก 1 ครั้งในปีนี้อะไรก็ดี **ส่วนที่สำคัญและค่อนข้างจะเหนือความคาดหมายของตลาดจากผลการประชุม FOMC เดือนมิถุนายนที่เพิ่งผ่านมา ก็คือ เฟดได้มีการเปิดเผยรายละเอียดของแนวทางการบริหารจัดการขนาดงบดุลออกมาพร้อมกันในการประชุมรอบนี้**

ประมาณการการลดลงของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และ MBS ที่เฟดถือครองหลังเฟดเริ่มปรับลด Balance Sheet



ที่มา Federal Reserve ประมาณการโดยศูนย์วิจัยกสิกรไทย

โดยแผนที่เฟดเตรียมไว้เบื้องต้น ก็คือ **การกำหนดเพดานสูงสุดสำหรับตราสารหนี้** (ประกอบด้วยพันธบัตรรัฐบาล ตราสารหนี้ของหน่วยงานของรัฐ และหลักทรัพย์ที่มีสัญญาจำนองค้ำประกัน หรือ MBS) **ที่เฟดจะปล่อยให้ครบกำหนด โดยที่จะไม่มีการนำกลับมาลงทุนใหม่** หรือ ไม่ reinvest ต่อ โดยเพดานดังกล่าวจะขยับขึ้นแบบขั้นบันไดตลอดช่วงหลายเดือนข้างหน้า ซึ่งเท่ากับว่า ในขั้นตอนของ Balance Sheet Normalization นั้น เฟดจะทยอยลดการถือครองตราสารหนี้ลงจากงบดุลในจำนวนที่เท่ากับตราสารหนี้ที่ครบกำหนดในเดือนนั้นๆ (กรณีที่จำนวนตราสารหนี้ที่ครบกำหนด ต่ำกว่าเพดานที่เฟดตั้งไว้) หรือลดลงเท่ากับเพดานที่เฟดขีดเส้นเอาไว้ (กรณีที่จำนวนตราสารหนี้ที่ครบกำหนด มากกว่าเพดานที่เฟดตั้งไว้)

ทั้งนี้ **เฟดจะลดการ reinvest พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ** ที่ครบกำหนด จำนวนไม่เกิน 6 พันล้านดอลลาร์ฯ ต่อเดือนในช่วงแรก และจะขยับเพดานขึ้นเป็นขั้นบันไดประมาณ 6 พันล้านดอลลาร์ฯ ในทุกๆ ไตรมาส

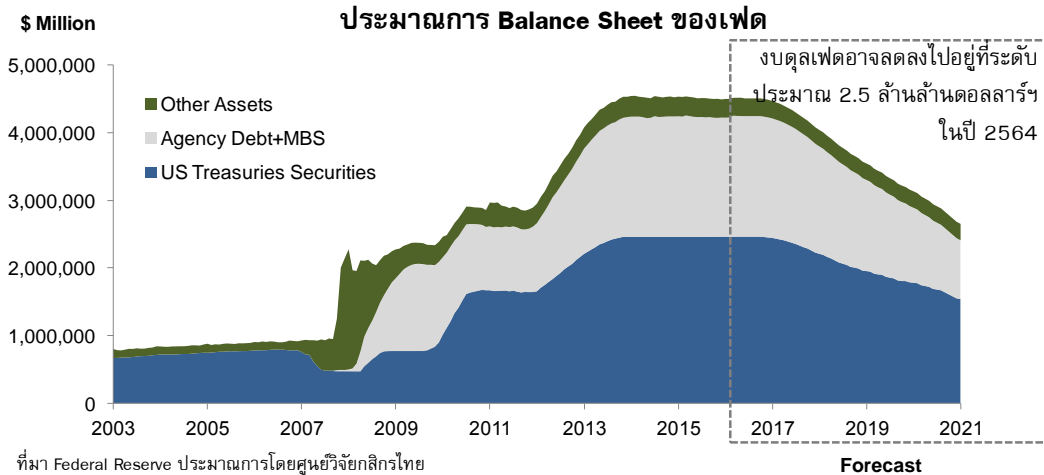
ตลอดช่วงระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า จนกระทั่งแต่ละระดับ 3 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ ต่อเดือน พร้อมกันนี้ **เฟดก็จะลดการ reinvest ตราสารหนี้หน่วยงานของรัฐ+MBS ลงในจำนวนไม่เกิน 4 พันล้านดอลลาร์ฯ ต่อเดือนในระยะแรก** และเฟดานในส่วนนี้จะขยับขึ้นประมาณ 4 พันล้านดอลลาร์ฯ ในทุกๆ ไตรมาส จนกระทั่งถึงระดับ 2 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ ต่อเดือนเช่นเดียวกัน และเมื่อเฟดานการลดการถือครองพันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้ของหน่วยงานภาครัฐ+MBS ถึงระดับเฟดานที่ 3 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ และ 2 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ ตามลำดับ ตามเป้าหมายแล้ว เฟดก็จะคงเฟดานไว้ที่ระดับดังกล่าวต่อไปอีกระยะหนึ่ง

- **การลดงบดุลของเฟดในระยะแรก อาจจะไม่กระทบต่อแนวโน้มการปรับขึ้นดอกเบี้ยของเฟดในช่วงที่เหลือของปีนี้ และในปี 2561**

เมื่อประเมินสัญญาณคุมเข้มจากผลการประชุมเฟดล่าสุดนั้น **ศูนย์วิจัยกสิกรไทย** ยังคงมุมมองว่า **เฟดมีโอกาสปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกครั้งไปที่กรอบ 1.25-1.50% ในช่วงครึ่งหลังของปี** โดยอาจจะเป็นการประชุม FOMC รอบวันที่ 19-20 กันยายน 2560 และเป็นไปได้ว่า **เฟดอาจปรับขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds ต่อเนื่องตามแผนที่วางไว้ในปี 2561 โดยกระบวนการปรับลดขนาดงบดุล น่าจะยังไม่ส่งผลกระทบมากนักต่อแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดในปีหน้า** หากโมเมนตัมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังประคองทิศทางที่ฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง นอกจากนี้ หากเทียบขนาดพันธบัตรรัฐบาลที่ครบกำหนดไถ่ถอนในแต่ละเดือนของปี 2561 ซึ่งมีวงเงินรวมอยู่ที่ 4.15 แสนล้านดอลลาร์ฯ กับเฟดานขึ้นบันไดที่เฟดขีดไว้ จะพบว่า เฟดจะยังคงต้องนำเงินที่ครบกำหนดไถ่ถอนบางส่วนกลับเข้ามาซื้อพันธบัตรรัฐบาลใหม่ (ยังมีการ reinvest) ซึ่งเท่ากับว่า **เฟดต้องการส่งสัญญาณกับตลาดว่า จะไม่มีการเร่งลดงบดุลในช่วงจังหวะที่เฟดยังคงปรับขึ้นดอกเบี้ย เพื่อสกัดทิศทางเงินเฟ้อที่เฟดคาดว่าจะยังปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในปีหน้าไปที่ประมาณ 2.0% ซึ่งเป็นระดับเป้าหมายของเฟด**

- **งบดุลของเฟดน่าจะ “ทยอยลดลง” อย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงเวลา “หลายปี” ข้างหน้า**

จากการวิเคราะห์ห้องคี่ประกอบของงบดุลเฟด **ศูนย์วิจัยกสิกรไทย** ประเมินว่า หากเฟดเริ่มต้นกระบวนการลดงบดุลในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีนี้ (ด้วยการลดการ reinvest ในตราสารที่ครบกำหนดไถ่ถอนตามเฟดานที่เฟดขีดไว้) **เฟดอาจต้องใช้ระยะเวลาประมาณ 4 ปีสำหรับกระบวนการ Balance Sheet Normalization ในการปรับลดงบดุลจากระดับ 4.5 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ในปัจจุบัน ให้กลับลงมาอยู่ที่ระดับประมาณ 2.5 ล้านล้านดอลลาร์ฯ** ซึ่งเป็นระดับที่เจ้าหน้าที่เฟดประเมินไว้ โดยคาดว่า พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่เฟดถือครอง อาจลดลงไปอยู่ที่ประมาณ 1.5 ล้านล้านดอลลาร์ฯ (จากปัจจุบันที่ 2.4 ล้านล้านดอลลาร์ฯ) ขณะที่ ตราสารหนี้ของหน่วยงานรัฐ+MBS อาจลดลงไปที่ 1.0 ล้านล้านดอลลาร์ฯ (จากปัจจุบันที่ 1.8 ล้านล้านดอลลาร์ฯ) โดยทิศทางดังกล่าวสะท้อนว่า เฟดต้องการให้กระบวนการปรับจุดยืนของนโยบายการเงินเป็นปกติ (Policy Normalization) เดินหน้าอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทั้งในส่วนของ การลดขนาดงบดุล และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อตลาดการเงินโลก รวมถึงการเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์ฯ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มากนัก



โดยสรุป ศูนย์วิจัยกสิกรไทย ประเมินว่า ในช่วงไม่กี่เดือนนับจากนี้ ธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ เฟด อาจเริ่มแผนการปรับลดงบดุลให้กลับลงมาอยู่ในระดับที่สะท้อนภาวะปกติมากขึ้น หรือ Balance Sheet Normalization ซึ่งการลดงบดุลนับเป็นอีกหนึ่งในกระบวนการสำคัญของการปรับทำทึนโยบายการเงินในภาพรวม นอกเหนือไปจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ที่เฟดได้เริ่มดำเนินการมาแล้วตั้งแต่ปลายปี 2558 ทั้งนี้ ศูนย์วิจัยกสิกรไทย คาดว่า แนวทางการปรับลดงบดุลของเฟดที่ทยอยขยับขึ้นแบบขั้นบันไดอย่างค่อยเป็นค่อยไปนั้น น่าจะยังไม่ีผลกระทบต่อแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดในช่วงที่เหลือของปีนี้ และในปี 2561 โดยอาจจะยังคงเห็นเฟดทยอยปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายตามแนวทางที่วางไว้ เพื่อสกัดแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่ยังคงเป็นขาขึ้นต่อเนื่องในปีหน้า

สำหรับผลกระทบต่อตลาดการเงินไทยในช่วงที่เหลือของปี 2560 นั้น แม้มีความเป็นไปได้ที่ช่องว่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยและสหรัฐฯ จะปิดลงตั้งแต่ในช่วงปลายไตรมาส 3/2560 แต่ศูนย์วิจัยกสิกรไทย คาดว่า กนง. อาจจะยังยืนอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยไว้ที่ระดับ 1.50% ตลอดช่วงเวลาดังกล่าว ส่วนใหญ่ของปีนี้ เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ขณะที่ แนวโน้มของค่าเงินบาทนั้น แม้สัญญาณที่คุมเข้มต่อเนื่องของเฟด (ทั้งการปรับขึ้นดอกเบี้ย และการลดงบดุล) จะทำให้ยังมีโอกาสที่จะเห็นเงินบาทกลับมาทยอยอ่อนค่าในช่วงที่เหลือของปี แต่คงต้องยอมรับว่า ประเด็นทางการเมืองภายในของสหรัฐฯ ก็เป็นอีกปัจจัยสำคัญที่อาจจะมีผลต่อทิศทางค่าเงินดอลลาร์ฯ ดังนั้น แม้ว่าเฟดจะมีท่าทีของนโยบายการเงินเป็นเชิงคุมเข้มต่อเนื่อง แต่การฟื้นตัวของเงินดอลลาร์ฯ ก็อาจจะเป็นกรอบที่ยังจำกัด และมีจังหวะที่ไม่แน่นอนในช่วงครึ่งหลังของปีเช่นกัน



Disclaimer

รายงานวิจัยฉบับนี้จัดทำเพื่อเผยแพร่ทั่วไป โดยจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ที่น่าเชื่อถือ แต่บริษัทฯ มิอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ หรือความสมบูรณ์เพื่อใช้ในทางการค้าหรือประโยชน์อื่นใด บริษัทฯ อาจมีการเปลี่ยนแปลงปรับปรุงข้อมูลได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ผู้ใช้ข้อมูลต้องใช้ความระมัดระวังในการใช้ข้อมูลต่างๆ ด้วยวิจารณญาณของตนเองและรับผิดชอบในความเสียหายเองทั้งสิ้น บริษัทฯ จะไม่รับผิดชอบต่อผู้หรือบุคคลใดในความเสียหายใดจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลในรายงานฉบับนี้จึงไม่ถือว่าเป็นการให้ความเห็นหรือคำแนะนำในการตัดสินใจทางธุรกิจ แต่อย่างใดทั้งสิ้น