

## ผลที่จะเกิดขึ้นตามมา ความเสี่ยง และความท้าทาย ภายหลังจากธนาคารกลางยุโรป (ECB)

### ประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายการเงินเชิงปริมาณ (QE)

โดย นายวิเชียร แก้วสมบัติ

ผู้ช่วยผู้อำนวยการศูนย์พยากรณ์เศรษฐกิจและธุรกิจ

มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

#### สรุปสาระสำคัญ

- ถึงแม้ว่าจะมีเสียงคัดค้านจากธนาคารกลาง และรัฐบาลกลางของเยอรมนีว่ามาตรการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจะเป็นการส่งเสริมให้รัฐบาลของประเทศสมาชิกใช้จ่ายอย่างสุรุ่ยสุร่าย และหย่อนยานในแผนปฏิรูปเศรษฐกิจ แต่ในที่สุดธนาคารกลางยุโรป (ECB) ก็ได้ประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายการเงินเชิงปริมาณ (QE) โดยการเข้าซื้อพันธบัตรทั้งของรัฐบาล และเอกชน เพื่ออัดฉีดเม็ดเงินใหม่เข้าสู่ระบบเศรษฐกิจที่ซบเซาของยูโรโซน โดยมีเป้าหมายหลักเพื่อทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ใกล้ระดับ 2%
- การประกาศใช้มาตรการ QE ของ ECB ได้มีผลทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงทันที ในทางกลับกันก็ได้ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และประเทศตลาดเกิดใหม่มีทิศทางแข็งค่าเพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมีมุมมองบวกมากขึ้นต่อสินทรัพย์ในประเทศสหรัฐฯ และประเทศตลาดเกิดใหม่ ซึ่งตลาดหุ้นทั่วโลกก็ได้มีการตอบรับเชิงบวกต่อมาตรการดังกล่าวโดยปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ยประมาณ 1-2% ส่วนราคาพันธบัตรรัฐบาลก็ได้มีการปรับตัวสูงขึ้นส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลร่วงลงใกล้แตะระดับที่ต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่ราคาทองคำก็ได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไปปิดเหนือระดับ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบ 5 เดือน
- ผลที่จะเกิดขึ้นตามมาภายหลังจาก ECB ประกาศใช้มาตรการ QE คือ การเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกยูโรโซน ซึ่งจะมีผลทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ ในขณะเดียวกันก็มีแนวโน้มที่จะเกิดสงครามค่าเงิน โดยปัจจัยเรื่อง “กับดักสภาพคล่อง” นั้นเป็นความเสี่ยงหลักที่จะมีผลทำให้การดำเนินมาตรการ QE ไม่ได้ผล หรือมีสัมฤทธิ์ผลต่ำลง ส่วนความท้าทายที่ ECB จะต้องเผชิญในระหว่างการดำเนินมาตรการ QE ประกอบด้วย 3 ประเด็นหลักๆ คือ ประสิทธิภาพของกลไกที่จะใช้ในการขับเคลื่อนมาตรการ QE ให้บรรลุเป้าหมาย ความจริงจังในการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในยูโรโซน และความเคร่งครัดในการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ได้ระบุไว้ในแผนขอรับความช่วยเหลือทางการเงินของกรีซ
- เป็นการเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่ามาตรการ QE ของ ECB นั้นจะใช้ได้ผล หรือไม่ก็ได้ผล เนื่องจากมีหลายเงื่อนไขที่อาจส่งผลต่อความสำเร็จ หรือความล้มเหลวของมาตรการดังกล่าว แต่สิ่งที่เป็นฉันทามติของนักเศรษฐศาสตร์ทั่วโลกคือการที่มีมาตรการ QE ดีกว่าไม่มี โดยการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้นจะต้องทำไปพร้อมๆ กับการปฏิรูปเชิงโครงสร้าง และจำนวนเงินที่ ECB ประกาศว่าจะใช้ประมาณ 1.14 ล้านล้านยูโรนั้นคงไม่เพียงพอที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นไปใกล้เคียงกับเป้าหมาย 2% ภายในเดือนกันยายน 2559 อย่างแน่นอน ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่ ECB จะขยายเวลาในการทำ QE ออกไปจากแผนเดิมจนกว่าจะเห็นว่าเศรษฐกิจของยูโรโซนมีสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจน
- ผลที่จะเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทยภายหลังจาก ECB ออกมาตรการ QE คือ จะทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ซึ่งก็จะส่งผลทำให้เงินบาทไทยมีแนวโน้มแข็งค่าเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จากนั้นสภาพคล่องที่เพิ่มเข้ามาในตลาดก็จะไปมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ และราคาตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่การแข็งค่าของเงินบาทนั้นจะมีผลไปบั่นทอนขีดความสามารถในการส่งออกสินค้าของไทยไปยังตลาดยุโรป และในที่สุดก็จะมีผลไปกดดันให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

## 1. มาตรการ QE ที่ ECB ประกาศใช้มีรายละเอียดอย่างไร และเป้าหมายที่ต้องการจะให้เกิดขึ้นนั้นคืออะไร

- เมื่อวันที่ 22 มกราคม 2558 ที่ผ่านมา ECB ได้ประกาศซื้อพันธบัตรจำนวน 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน (ซึ่งมากกว่าที่นักวิเคราะห์เคยคาดการณ์ไว้ที่ 5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน) โดยเริ่มตั้งแต่เดือนมีนาคม 2558 ไปจนถึงเดือนกันยายน 2559 (รวม 19 เดือน) ซึ่งเท่ากับว่า ECB จะต้องใช้เงินเป็นจำนวนประมาณ 1.14 ล้านล้านยูโรเป็นอย่างน้อย และการซื้อพันธบัตรอาจจะลากยาวเกินกำหนด (หรือเลยเดือนกันยายน 2559) ออกไปก็ได้จนกว่า ECB จะเห็นว่าอัตราเงินเฟ้อรายปีของยูโรโซนจะเข้าใกล้เป้าหมายที่ระดับ 2%
- ในการเข้าซื้อพันธบัตรจำนวน 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนนั้น ยังมีการแบ่งออกส่วนย่อยๆ ดังนี้ คือ (1) พันธบัตรรัฐบาลจำนวน 4.5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน (2) ตราสารหนี้ของหน่วยงาน หรือสถาบันที่อยู่ในกลุ่มยูโรโซน จำนวน 5 พันล้านยูโรต่อเดือน และ (3) ตราสารทางการเงินของภาคเอกชน ทั้งในส่วนของหุ้นกู้ ตราสารประเภท ABS และ Covered Bonds อีกจำนวน 1 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน
- พันธบัตรที่ ECB และธนาคารกลางของประเทศในยูโรโซนจะเข้าซื้อนั้นจะต้องเป็นพันธบัตรที่อยู่ในรูปเงินสกุลยูโร มีระยะเวลาไถ่ถอนตั้งแต่ 2 ปีจนถึง 30 ปี มีคุณภาพอยู่ในระดับที่ลงทุนได้ (Investment Grade) โดยมีข้อยกเว้นสำหรับประเทศสมาชิกที่ได้รับความช่วยเหลือทางการเงิน เช่น กรีซ และไซปรัส ซึ่งมีอันดับเครดิตที่ต่ำกว่าระดับนำลงทุน และการเข้าซื้อจะทำในตลาดรอง (Secondary Market) เท่านั้น เพื่อที่จะป้องกันไม่ให้นำมาตรการนี้ไปมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรในตลาดแรก (Primary Market) เกิดการบิดเบือน
- สัดส่วนของพันธบัตรที่เข้าซื้อจะแปรผันตามจำนวนหุ้นที่ธนาคารกลางของแต่ละประเทศถืออยู่ใน ECB (Capital Key) ดังนั้นพันธบัตรของประเทศใหญ่ก็จะถูกซื้อมากกว่าพันธบัตรของประเทศเล็กเนื่องจากถือหุ้นมากกว่า และเพื่อเป็นลดผลกระทบ/ความบิดเบือนที่จะมีต่อตลาดพันธบัตรของประเทศต่างๆ ECB จึงได้จำกัดสัดส่วนของพันธบัตรที่ ECB และธนาคารกลางแต่ละประเทศจะเข้าซื้อไว้ไม่เกิน 25% ของพันธบัตรรัฐบาลที่ถือครองโดยภาคเอกชน (ดังรูปที่ 1) ในขณะเดียวกันก็กระจายความเสี่ยงของประเทศที่ไปซื้อพันธบัตร (Country Risk) โดยการจำกัดกรอบวงเงินสำหรับซื้อพันธบัตรของประเทศใดประเทศหนึ่งไว้ไม่เกิน 33% ของวงเงินทั้งหมดที่ประกาศ

รูปที่ 1 มูลค่าพันธบัตรรัฐบาลที่ถือครองโดยภาคเอกชน และสัดส่วนพันธบัตรรัฐบาลที่สามารถเข้าซื้อได้ไม่เกิน 25%

Outstanding amounts of privately held public debt	Total (EUR bn)	Available for purchase (25% of outstanding debt, EUR bn)	Total (EUR bn)	Available for purchase (25% of outstanding debt, EUR bn)	
GERMANY	1,026	257	CYPRUS	6	1
LUXEMBOURG	8	2	IRELAND	120	30
AUSTRIA	211	53	LATVIA	7	2
FINLAND	99	25	LITHUANIA	13	3
NETHERLANDS	350	88	SLOVENIA	28	7
FRANCE	1,800	450	PORTUGAL	124	31
BELGIUM	350	87	SPAIN	805	201
ESTONIA	0	0	<b>ITALY</b>	<b>1,670</b>	<b>418</b>
SLOVAKIA	37	9	GREECE	45	0 (*excluded)
MALTA	5	1	<b>TOTAL</b>	<b>6,704</b>	<b>1,665</b>

Source: Bloomberg, Datastream, CreditSuisse

ที่มา: <http://www.italy24.ilsole24ore.com/art/markets/2015-01-22/qe-in-italia-134012.php?uuid=ABvPdBiC>

- สำหรับประเด็นเรื่องการรับภาระในกรณีที่มีประเทศใดประเทศหนึ่งเกิดการผิมนัดชำระหนี้ขึ้นมานั้น ECB กำหนดให้มีการแบ่งปันความเสี่ยง (Risk Sharing) เพียงแค่ 20% ของวงเงินที่ประกาศเท่านั้น ส่วนที่เหลืออีก 80% นั้นถือว่าเป็นความเสี่ยงที่ธนาคารกลางของแต่ละประเทศจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบเอง
- นายมาริโอ ดรากี ประธาน ECB คาดการณ์ว่าการดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในครั้งนี้จะมีผลทำให้ขนาดงบดุล (Balance Sheet) ของ ECB ขยับขึ้นไปอยู่ที่ระดับประมาณ 3 ล้านล้านยูโรจากปัจจุบันซึ่งอยู่ที่ระดับประมาณ 2.2 ล้านล้านยูโร (ดังรูปที่ 2)
- นอกจากการประกาศซื้อพันธบัตรจำนวนมหาศาลแล้ว ECB ยังได้ประกาศคงอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 0.05% พร้อมกับตรึงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากข้ามคืนสำหรับธนาคารพาณิชย์ไว้ที่ -0.20% และตรึงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ข้ามคืนไว้ที่ 0.30% ซึ่งนั่นหมายความว่าธนาคารพาณิชย์ที่จะนำเงินส่วนเกินมาฝากไว้กับ ECB จะถูกเรียกเก็บค่าธรรมเนียมการรับฝาก ส่วนเหตุผลที่ต้องกำหนดไว้เช่นนี้เนื่องจาก ECB ต้องการให้ธนาคารพาณิชย์นำเงินที่มีอยู่ไปปล่อยกู้ให้ได้มากที่สุด

รูปที่ 2 ประมาณการแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงขนาดงบดุลของ ECB ภายหลังจากออกมาตรการ QE



ที่มา: <http://www.wsj.com/articles/ecb-announces-stimulus-plan-1421931011>

## 2. เหตุผลหลักที่ทำให้ ECB จำเป็นต้องตัดสินใจประกาศใช้มาตรการ QE คืออะไร

- ที่ผ่านมา ECB ได้ใช้นโยบายกระตุ้นออกมาหลายมาตรการ ไม่ว่าจะเป็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงไปอยู่ในระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์ที่ 0.05% รวมทั้งยังได้ประกาศใช้นโยบายเข้าซื้อสินทรัพย์คุณภาพดี และปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำให้กับธนาคารพาณิชย์มาหลายระลอกแล้ว แต่ก็ยังไม่สามารถฟื้นความซบเซาของเศรษฐกิจยูโรโซนได้
- ในที่สุด ECB จึงจำเป็นต้องเลือกใช้มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งถูกมองว่าเป็นเครื่องมือสุดท้ายของ ECB แล้ว โดยเหตุผลหลักที่ทำให้ ECB จำเป็นต้องตัดสินใจประกาศใช้มาตรการ QE คือ อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ๆ ทำให้มีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับภาวะเงินฝืด ในขณะที่อัตราการว่างงานของยูโรโซนอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง โดยเฉพาะอัตราการว่างงานในกลุ่มเยาวชน ซึ่งทั้งสองปัจจัยนั้น ได้ส่งผลทำให้การบริโภค และการขยายตัวทางเศรษฐกิจของยูโรโซนเริ่มมีแนวโน้มชะลอลงจนทำให้มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยอีกครั้ง

**อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนอยู่ในระดับที่ต่ำมากจนทำให้มีความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญกับภาวะเงินฝืด (Deflation)** — อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนยังคงอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของธนาคารกลางยุโรปที่ระดับ 2% โดยอัตราเงินเฟ้อล่าสุดเมื่อเดือนธันวาคม 2557 ได้ลดต่ำลงไปอยู่ในระดับที่ติดลบ 0.2% (ดังรูปที่ 3) ทำให้มีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับภาวะเงินฝืด และที่แย่ไปกว่านั้นคือเป็นเดือนไปที 15 ติดต่อกันแล้วที่อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนมีการเคลื่อนไหวอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 1.0% ซึ่งเป็นระดับที่ ECB ระบุว่า เป็น “โซนอันตราย”

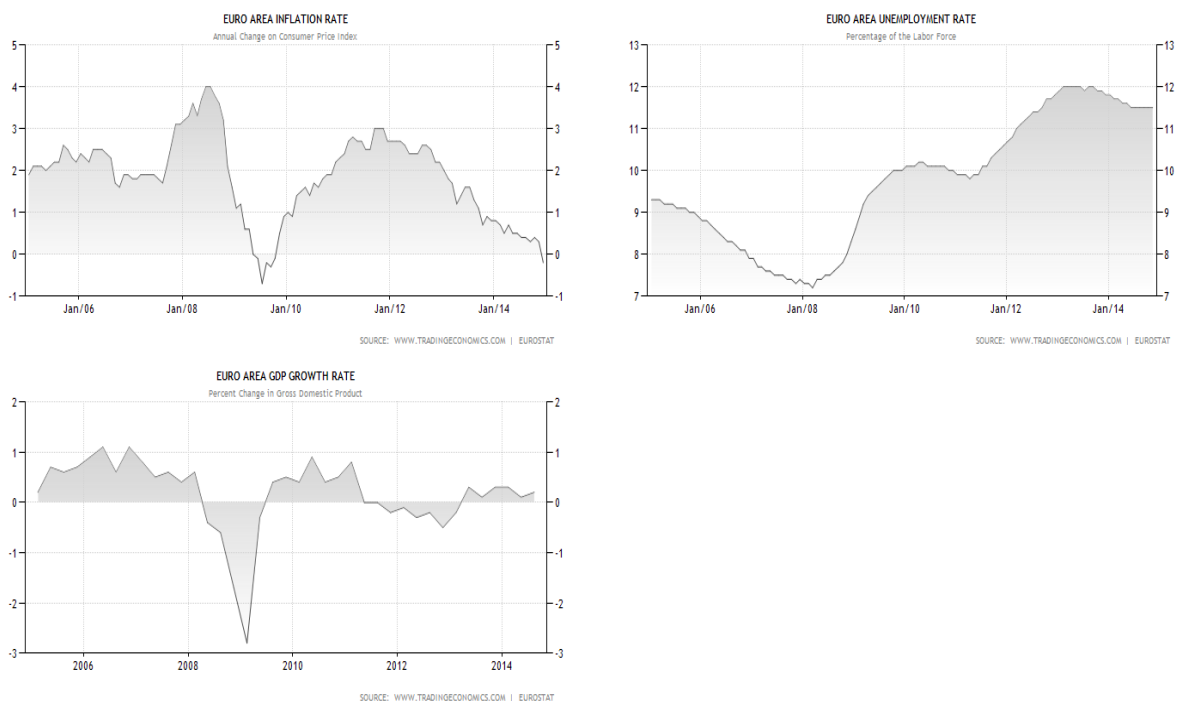
**อัตราการว่างงานของยูโรโซนอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง โดยเฉพาะอัตราการว่างงานของกลุ่มเยาวชน**

- เมื่อเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ประชาชนก็จะต่างคาดหวังว่าราคาสินค้าจะลดต่ำลงอีกในอนาคต และชะลอการจับจ่ายใช้สอยออกไป ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวนี้จะมีผลทำให้ภาคธุรกิจประสบปัญหาด้านยอดขายจนทำให้จำเป็นต้องลดกำลังการผลิต ปลดคนงาน และชะลอการลงทุนใหม่ออกไป
- ปัจจัยดังกล่าวได้ส่งผลทำให้อัตราการว่างงานของยูโรโซนยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง โดยล่าสุด Eurostat ได้เปิดเผยว่าอัตราว่างงานของยูโรโซนในเดือนพฤศจิกายน 2557 อยู่ที่ระดับ 11.5% (ดังรูปที่ 3) โดยมีแนวโน้มคงที่อยู่ที่ระดับนี้ติดต่อกันเป็นเดือนที่ 6 และที่ซ้ำร้ายไปกว่านั้นคือเป็นเดือนที่ 41 ติดต่อกันแล้วที่อัตราการว่างงานของยูโรโซนมีการเคลื่อนไหวอยู่ในระดับที่สูงกว่า 10%
- นอกจากนั้น Eurostat ยังเปิดเผยอีกว่ากลุ่มเยาวชน (อายุต่ำกว่า 25 ปี) จัดเป็นกลุ่มที่น่าเป็นห่วงที่สุดเนื่องจากเป็นกลุ่มที่มีอัตราการว่างงานสูงถึง 23.7% (โดยปัจจุบันมีจำนวนเยาวชนมากกว่า 3 ล้านคนในยูโรโซนที่ตกงาน)

**การบริโภค และการขยายตัวทางเศรษฐกิจของยูโรโซนเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลง ทำให้มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย**

- บรรยากาศทางธุรกิจภายในยูโรโซนยังทรุดลงหนักต่อเนื่อง อันเป็นผลจากการหดตัวของ การบริโภค และปัญหาวิกฤตการณ์ในยูเครน ส่งผลทำให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของยูโรโซนเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลงจนทำให้มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย สอดคล้องกับดัชนีชี้นำของ OECD ที่ส่งสัญญาณเตือนถึงความเสี่ยงเกี่ยวกับภาวะหดตัวในยูโรโซน หลังจากผลสำรวจของ Markit บ่งชี้ให้เห็นว่ากิจกรรมในภาคธุรกิจของยูโรโซนในเดือนพฤศจิกายน 2557 ชะลอตัวแต่ละระดับต่ำสุดในรอบ 16 เดือน

**รูปที่ 3** แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ อัตราการว่างงาน และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของยูโรโซน



ที่มา: TradingEconomics.com, EUROSTAT

### 3.ตลาดการเงินทั่วโลกมีปฏิกิริยาอย่างไรต่อการประกาศใช้มาตรการ QE ของ ECB

- การประกาศใช้มาตรการ QE ของ ECB ได้มีผลทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงทันทีเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ ในทางกลับกันก็ได้ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และค่าเงินของประเทศตลาดเกิดใหม่มีทิศทางแข็งค่าเพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมีมุมมองบวกมากขึ้นต่อสินทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศตลาดเกิดใหม่
- ราคาพันธบัตรรัฐบาลได้มีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (Yield) ร่วงลงใกล้แตะระดับที่ต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์
- ตลาดหุ้นทั่วโลกก็ได้มีการตอบรับเชิงบวกต่อมาตรการดังกล่าวโดยปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ยประมาณ 1-2% ในขณะที่ราคาทองคำก็ได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไปปิดเหนือระดับ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบ 5 เดือน

#### เงินยูโรอ่อนค่าลงทันทีเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ

- เมื่อภาวะเศรษฐกิจของยูโรโซนยังไม่มีแนวโน้มดีขึ้น ตรงกันข้ามกลับมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเงินฝืด ทำให้นักลงทุนต่างพากันคาดการณ์ว่า ในไม่ช้าก็เร็ว ECB ก็จะต้องตัดสินใจประกาศมาตรการ QE แต่ก่อนที่เหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้นจริง นักลงทุนต่างก็ได้ทยอยขายเงินยูโร และเปลี่ยนไปถือสินทรัพย์ปลอดภัยในสกุลเงินอื่นๆ แทน เพื่อลดผลกระทบจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ในรูปของเงินยูโร ซึ่งการกระทำดังกล่าวก็มีผลทำให้เงินยูโรมีแนวโน้มอ่อนค่าลงเรื่อยๆ โดยเงินยูโรเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ได้อ่อนตัวลงประมาณ 15% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา
- แนนอนว่าเมื่อ ECB ออกมาตรการที่มีขนาดใหญ่เช่นนี้ ย่อมมีผลต่อตลาดการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยภายหลังจาก ECB ประกาศใช้มาตรการ QE นั้น ค่าเงินยูโรเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ได้อ่อนตัวลงประมาณ 2% โดยลดลงจากเดิมเมื่อวันที่ 21 มกราคม 2558 ซึ่งอยู่ที่ระดับ 1.1607 มาอยู่ที่ระดับ 1.1359 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ยูโร ซึ่งถือว่าเป็นการอ่อนค่าที่มากที่สุดของเงินยูโร และเป็นการแข็งค่าที่มากที่สุดของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในรอบ 11ปี (ดังรูปที่ 4)

รูปที่ 4 แนวโน้มการเคลื่อนไหวของค่าเงินยูโรเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ภายหลังจาก ECB ประกาศใช้มาตรการ QE

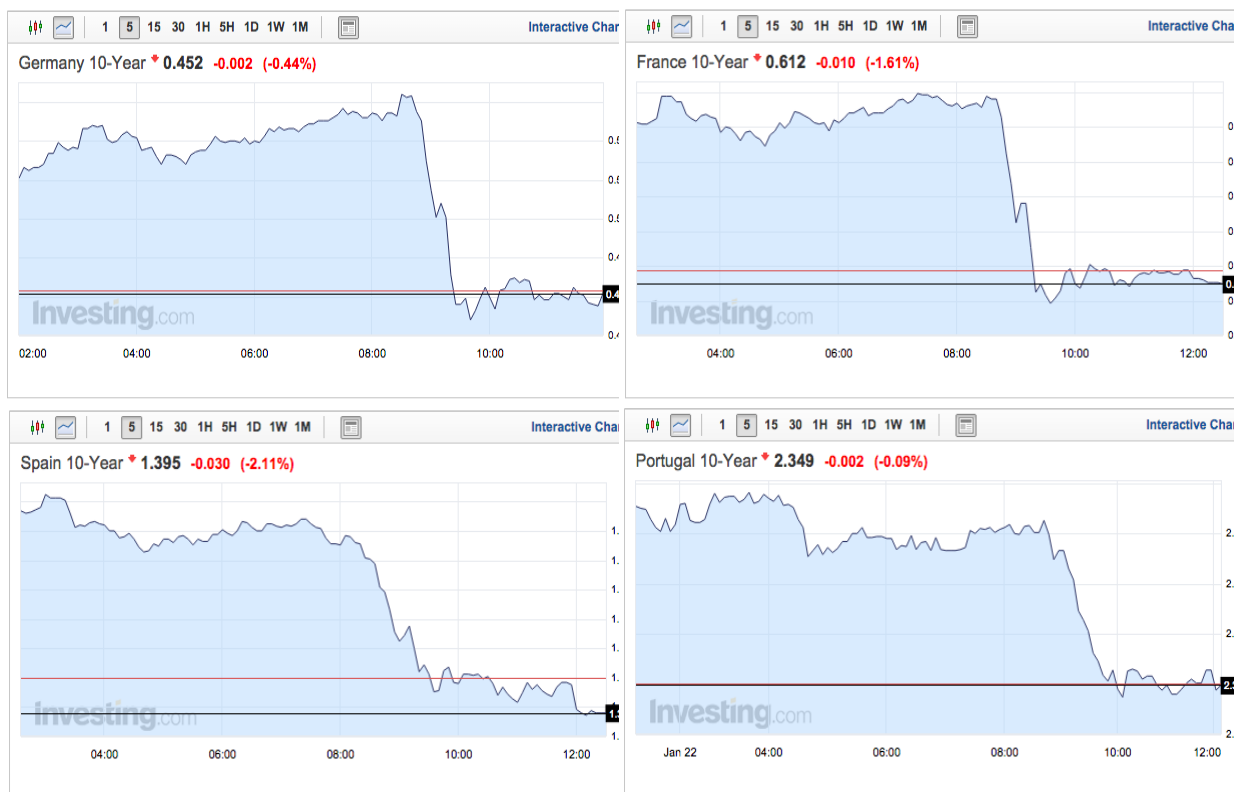


ที่มา: Invesing.com

ราคาพันธบัตรรัฐบาลต่าง  
ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่  
อัตราผลตอบแทน (Yield)  
ร่วงลงใกล้แตะระดับต่ำสุด  
เป็นประวัติการณ์

- เมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มลดต่ำลงเรื่อยๆ ภายหลังจาก ECB  
อัดฉีดเงินเข้าไปในระบบ ดังนั้นจึงทำให้นักลงทุนที่ไม่ต้องการโยกย้ายเงินทุนออกจากรู  
โรโซนนำเงินไปซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพื่อถืออัตรผลตอบแทนในระดับที่สูงไว้ก่อนที่อัตรา  
ผลตอบแทนนั้นจะค่อยๆ ลดต่ำลงเรื่อยๆ
- การตอบสนองต่อการคาดการณ์ดังกล่าวของนักลงทุนส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทน  
พันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องเช่นกัน โดยล่าสุดเมื่อวันที่ 22 มกราคม 2558  
ราคาพันธบัตรรัฐบาลของประเทศต่างๆ ในยูโรโซนต่างก็มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่  
อัตราผลตอบแทนก็ร่วงลงใกล้แตะระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ เพื่อขานรับข่าวการซื้อ  
พันธบัตรรัฐบาลของ ECB (ดังรูปที่ 5) และนอกจากนั้นข่าวสารดังกล่าวก็ยังส่งผลทำให้อ  
ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และญี่ปุ่นปรับตัวลดลงไปพร้อมๆ กันด้วย

รูปที่ 5 แนวโน้มการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield) ของประเทศต่างๆ ในยูโรโซน



ที่มา: Investing.com

ดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัว  
เพิ่มขึ้นเฉลี่ยประมาณ 1-2%

- จากประสบการณ์ที่นักลงทุนได้รับจากการออกมาตรการ QE ของประเทศสหรัฐฯ ทำใ้  
นักลงทุนทั่วโลกพากันคาดการณ์ว่าสภาพคล่องที่ ECB อัดฉีดเข้ามาในระบบนั้นจะส่งผล  
ดีต่อราคาของหลักทรัพย์ (หรือราคาหุ้น) ดังนั้นจึงส่งผลทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกต่างก็ตอบ  
รับในเชิงบวกต่อการประกาศใช้มาตรการ QE ของ ECB โดยดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลกมีการ  
ปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ยประมาณ 1-2% เมื่อเทียบกับราคาปิดของวันก่อนหน้า

**ราคาทองคำล่วงหน้าปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไปปิดเหนือระดับ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์** — มาตรการ QE ของ ECB นั้นได้ช่วยหนุนให้ราคาซื้อขายทองคำล่วงหน้าในตลาดนิวยอร์กทะยานขึ้นมาแตะระดับสูงสุดในรอบ 5 เดือน โดยในวันที่ 22 มกราคม 2558 นั้น สัญญาทองคำตลาด COMEX ส่งมอบเดือนกุมภาพันธ์ 2558 ปิดที่ระดับ 1,300.70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ เพิ่มขึ้น 0.54% เมื่อเทียบกับราคาปิดของวันก่อนหน้า โดยสาเหตุหลักที่ทำให้ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นภายหลังจาก ECB ประกาศมาตรการ QE เนื่องจากนักลงทุนมองว่าทองคำเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย ในขณะที่สินทรัพย์ที่อยู่ในรูปของเงินยูโรกำลังจะค่อยๆ เสื่อมค่า ตามการการอ่อนค่าของเงินยูโร ดังนั้นจึงทำให้นักลงทุนบางส่วนขายสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปของเงินยูโรแล้วหันไปถือสินทรัพย์ประเภททองคำ

#### 4. ผลที่จะเกิดขึ้นตามมา ความเสี่ยง และความท้าทาย ภายหลังจาก ECB ประกาศใช้มาตรการ QE

- ผลที่จะเกิดขึ้นตามมาภายหลังจาก ECB ประกาศใช้มาตรการ QE คือ การเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกยูโรโซน ซึ่งจะมีผลทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ ในขณะเดียวกันก็มีแนวโน้มที่จะเกิดสงครามค่าเงิน โดยหากประเทศใดไม่ลดอัตราดอกเบี้ยตาม ก็ต้องเสี่ยงกับการที่อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศนั้นจะแข็งค่าขึ้น ซึ่งก็จะทำให้ประเทศนั้นสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน
- “กับดักสภาพคล่อง” ถือว่าเป็นความเสี่ยงหลักที่จะมีผลทำให้การดำเนินมาตรการ QE ไม่ได้ผล หรือมีสัมฤทธิ์ผลต่ำลง ส่วนความท้าทายที่ ECB จะต้องเผชิญในระหว่างการดำเนินมาตรการ QE ประกอบด้วย 3 ประเด็นหลักๆ คือ ประสิทธิภาพของกลไกที่จะใช้ในการขับเคลื่อนมาตรการ QE ให้บรรลุเป้าหมาย ความจริงจังในการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในยูโรโซน และความเคร่งครัดในการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ได้ระบุไว้ในแผนขอรับความช่วยเหลือทางการเงินของกรีซ

#### การเคลื่อนย้ายเงินทุน และสงครามค่าเงิน

- ตามทฤษฎีนั้น ปริมาณเงินที่ ECB อัดฉีดเข้าไปในระบบผ่านมาตรการ QE จะมีผลทำให้สภาพคล่องในระบบเพิ่มมากขึ้น และกดอัตราดอกเบี้ยในตลาดให้ลดต่ำลง เพื่อกระตุ้นให้ประชาชนเพิ่มการจับจ่ายใช้สอย ซึ่งจะก่อให้เกิดการลงทุน การจ้างงาน และการเพิ่มขึ้นของรายได้ตามมา แต่เนื่องจากเงินส่วนใหญ่ที่อัดฉีดเข้าไปในระบบนั้นมักจะอยู่ในมือของสถาบันการเงิน/นักลงทุน เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มลดต่ำลง สถาบันการเงิน/นักลงทุนก็มีแนวโน้มที่จะเคลื่อนย้ายเงินทุนเหล่านั้นออกนอกยูโรโซน เพื่อเพิ่มโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น ซึ่งพฤติกรรมดังกล่าวนี้ก็จะส่งผลทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลง และในขณะเดียวกันก็ทำให้สกุลเงินอื่นๆ มีแนวโน้มแข็งค่าเพิ่มขึ้น
- มาตรการ QE ที่ ECB กำลังจะดำเนินการนั้น ทำให้ดูเหมือนว่ายุโรปกำลังจะส่งออกนโยบายดอกเบี้ยต่ำ และการพิมพ์เงินไปให้กับประเทศอื่นๆ โดยหากประเทศใดไม่ลดอัตราดอกเบี้ยตาม ก็ต้องเสี่ยงกับการที่อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศนั้นจะแข็งค่าขึ้น ซึ่งก็จะทำให้ประเทศนั้นสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน
- ล่าสุดเมื่อวันที่ 15 มกราคม 2558 ธนาคารกลางสวิสได้ประกาศยกเลิกการกำหนดกรอบล่างของค่าเงินฟรังก์สวิสกับเงินยูโร พร้อมกับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกลางเหลือ -0.75% และเมื่อวันที่ 22 มกราคม 2558 ธนาคารกลางเดนมาร์กก็ได้ประกาศปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกลางเหลือ -0.35% ซึ่งเป็นการประกาศลดดอกเบี้ยครั้งที่ 2 ในรอบหนึ่งสัปดาห์ เพื่อที่จะชะลอไม่ให้ค่าเงินของตนแข็งค่าเร็วเกินไป

**ความเสี่ยงที่จะเกิดกับดักสภาพคล่อง (Liquidity Trap)**

- สิ่งที่มาตรการ QE จะสามารถทำได้คือ การสร้างพื้นฐานสำหรับการเติบโต แต่การเติบโตจะเกิดขึ้นได้จริงได้หรือไม่นั้น จำเป็นต้องมีการลงทุน ซึ่งการลงทุนจะเกิดขึ้นได้หรือไม่นั้นก็ขึ้นอยู่กับว่าประชาชนมีความมั่นใจในการบริโภคมากน้อยเพียงใด แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาลงไปในเรื่องเท็จจริงจะพบว่า ภาคครัวเรือน และภาคธุรกิจของหลายๆ ประเทศในยูโรโซนยังคงมีภาระหนี้สินอยู่เป็นจำนวนมาก ดังนั้นถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดต่ำลงเพียงใดก็อาจจะไม่สามารถจูงใจให้ภาคครัวเรือนเพิ่มการใช้จ่าย หรือจูงใจให้ภาคธุรกิจเพิ่มการลงทุนได้มากนัก
- ความท้าทายที่สำคัญของ ECB คือ ทำอย่างไรจึงจะกระตุ้นให้ภาคครัวเรือนเพิ่มระดับการใช้จ่ายของตนเองให้มากขึ้นจนหลุดพ้นจากภาวะเงินฝืดได้ เพราะหากภาวะเงินฝืดยังคงมีอยู่ต่อไป ประชาชนก็จะชะลอการใช้จ่าย หรือเก็บออมเงินไว้ก่อนเพื่อรอให้สินค้าถูกลงอีกในอนาคต และถ้ากำลังซื้อของประชาชนมีไม่มากพอก็จะไม่จูงใจให้ภาคธุรกิจเพิ่มลงทุน ซึ่งในที่สุดก็จะทำให้มาตรการ QE ที่ ECB ประกาศใช้นั้นไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจที่ซบเซาให้ฟื้นตัวกลับคืนมาเป็นปกติได้ ซึ่งในทางเศรษฐศาสตร์จะเรียกเหตุการณ์ดังกล่าวนี้ว่า “กับดักสภาพคล่อง (Liquidity Trap)”

**ประสิทธิภาพของกลไกที่จะใช้ในการขับเคลื่อนมาตรการ QE ให้บรรลุเป้าหมาย**

- ครั้งนี้ไม่ใช่ครั้งแรกที่ ECB ใช้มาตรการ QE ในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ โดยการเข้าซื้อพันธบัตรก่อนหน้านี้จะจำกัดเฉพาะตราสารหนี้ภาคเอกชนเท่านั้น แต่การตัดสินใจทำ QE ครั้งล่าสุดนั้น ECB ได้อนุญาตให้สามารถเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลของประเทศต่างๆ ในยูโรโซนได้ด้วย ซึ่งถือว่ามีความท้าทายเป็นอย่างมาก เนื่องจาก ECB เกิดจากการรวมตัวกันจากหลายประเทศในยูโรโซน ซึ่งแต่ละประเทศก็มีโครงสร้างที่แตกต่างกัน ดังนั้นการทำ QE ของ ECB จึงมีความซับซ้อนกว่าการทำ QE ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เพราะนอกจากแต่ละประเทศจะสามารถเข้าซื้อพันธบัตรในประเทศของตนได้แล้ว ยังสามารถเข้าซื้อพันธบัตรในประเทศอื่นๆ ภายในกลุ่มได้อีกด้วย
- เมื่อพิจารณาบทเรียนจากการทำ QE ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะเห็นว่าเม็ดเงินที่อัดฉีดเข้าไปในระบบเศรษฐกิจนั้นมีแนวโน้มที่จะถูกนำไปใช้ในการเก็งกำไรในสินทรัพย์ทางการเงินในสัดส่วนที่สูงกว่าการนำไปปล่อยกู้ให้กับภาคเศรษฐกิจจริง ทำให้สัมฤทธิ์ผลของมาตรการ QE ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นสิ่งที่ท้าทายจึงอยู่ที่ว่า ECB นั้นจะออกแบบกลไกอย่างไรเพื่อที่จะอัดฉีดเม็ดเงินไปถึงมือของภาคเศรษฐกิจจริงให้ได้มากที่สุด และทำให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นใกล้เคียง 2% ภายในระยะเวลาที่กำหนด

**ความจริงจ้งในการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในยูโรโซน**

- นางคริสติน ลาการ์ด กรรมการผู้จัดการ IMF ไม่มั่นใจว่ามาตรการ QE ของ ECB นั้นจะได้อผล หากไม่มีมาตรการอื่นๆ เพิ่มเติม โดยกล่าวว่า “การทำ QE ของ ECB จะช่วยสร้างเสถียรภาพด้านราคาแต่ก็จำเป็นต้องดำเนินมาตรการอื่นๆ ไปพร้อมด้วย โดยเฉพาะการปฏิรูปเชิงโครงสร้าง เพื่อส่งเสริมให้เศรษฐกิจเติบโตในระยะยาว”
- สาเหตุหลักที่ทำให้ประเด็นเรื่องการปฏิรูปมีความสำคัญต่อความสำเร็จหรือล้มเหลวของมาตรการ QE เนื่องจากเศรษฐกิจของบางประเทศมีความเปราะบาง โดยเฉพาะกรีซ อิตาลี สเปน และโปรตุเกส ซึ่งมีปัญหาหนี้สาธารณะอยู่ในระดับที่สูง ในขณะที่งบดุลของสถาบัน



การเงินก็ยังคงมีความอ่อนแอ ดังนั้นประเทศเหล่านี้จึงจำเป็นต้องเร่งดำเนินการปฏิรูปในระดับโครงสร้างอย่างเร่งด่วน เพื่อเพิ่มภูมิคุ้มกันให้กับประเทศของตน และเพิ่มประสิทธิภาพให้กับมาตรการ QE

**ความเคร่งครัดในการปฏิบัติตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในแผนขอรับความช่วยเหลือทางการเงินของกรีซ** — ผลการเลือกตั้งทั่วไปของกรีซที่จัดขึ้นเมื่อวันที่ 25 มกราคม 2558 ปรากฏว่าพรรคซีริซาของนายอเล็กซิส ซีปราส ซึ่งเป็นพรรคฝ่ายค้านที่มีนโยบายต่อต้านมาตรการรัดเข็มขัดตามแผนขอรับความช่วยเหลือทางการเงินจากกลุ่มเจ้าหนี้ระหว่างประเทศ (TROIKA) ประสบชัยชนะเหนือพรรคประชาธิปไตยใหม่ของนายกรัฐมนตรีนันโดนิส ซามาราส โดยเมื่อตลาดรับรู้ข่าวดังกล่าวก็กดดันให้เงินยูโรเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลงอย่างแรงและระดับต่ำสุดในรอบ 11 ปีเลยทีเดียว เนื่องจากนักลงทุนมีความกังวลว่ายูโรโซนอาจจะต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนอีกครั้งในอนาคตได้ หากนายอเล็กซิส ซีปราส เลือกที่จะทำตามนโยบายที่ได้มีการหาเสียงเอาไว้ ในขณะที่ทางการเยอรมนีก็ได้ยืนยันอย่างหนักแน่นว่าไม่พร้อมที่จะให้กรีซเจรจาต่อรองเงื่อนไขตามที่ได้ระบุไว้ในแผนขอรับความช่วยเหลือทางการเงินใหม่อีกครั้ง

#### 5. มาตรการ QE มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะทำให้เศรษฐกิจของยูโรโซนฟื้นตัวได้หรือไม่

- เป็นการเร็วเกินไปที่จะตัดสินว่ามาตรการ QE ของ ECB นั้นจะใช้ได้ผล หรือไม่ได้ผล เนื่องจากมีหลายเงื่อนไขที่อาจส่งผลต่อความสำเร็จ หรือความล้มเหลวของมาตรการดังกล่าว โดยปัจจัยที่สำคัญคือเรื่องโครงสร้างของยูโรโซนซึ่งประกอบด้วยสมาชิกที่มีพื้นฐานที่แตกต่างกัน และที่สำคัญคือไม่สามารถรับประกันได้ว่า ECB จะประสบความสำเร็จในการดำเนินมาตรการ QE เหมือนกับกรณีของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed)
- แต่สิ่งที่เป็นฉันทามติของนักเศรษฐศาสตร์ทั่วโลกคือ การมีมาตรการ QE ดีกว่าไม่มี โดยการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้นจะไม่มีทางทำสำเร็จได้เลยหากประเทศต่างๆ ไม่ได้มีการปฏิรูปเชิงโครงสร้างไปพร้อมๆ กันด้วย และจำนวนเงินที่ ECB ประกาศว่าจะใช้ประมาณ 1.14 ล้านล้านยูโรนั้นคงไม่เพียงพอที่ให้อัตราเงินเพื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นไปใกล้เคียงกับเป้าหมาย 2% ภายในเดือนกันยายน 2559 อย่างแน่นอน ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่ ECB จะขยายเวลาในการทำ QE ออกไปจากแผนเดิมจนกว่าจะเห็นว่าเศรษฐกิจของยูโรโซนมีสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจน

#### 6. ผลที่อาจจะเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทย และประเด็นที่จะต้องจับตามองอย่างใกล้ชิด

- ผลที่จะเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทยภายหลังจาก ECB ทำ QE ก็คือ จะทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินบาทไทยมีแนวโน้มแข็งค่าเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จากนั้นสภาพคล่องที่เพิ่มเข้ามาในตลาดก็จะไปมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ และราคาตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่การแข็งค่าของเงินบาทนั้นจะมีผลไปบั่นทอนขีดความสามารถในการส่งออกสินค้าของไทยไปยังตลาดยุโรป และในที่สุดก็จะไปกดดันให้ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

**เงินทุนไหลเข้าส่งผลทำให้เงินบาทไทยมีแนวโน้มแข็งค่าเพิ่มขึ้น** — ถึงแม้ว่า ECB จะยังไม่อัดฉีดเงินเพิ่มเข้าไปในระบบจนกว่าจะถึงเดือนมีนาคม 2558 แต่นักลงทุนก็ได้ตอบสนองต่อมาตรการดังกล่าวแล้วโดยการขายเงินทั้งยูโรแล้วนำเงินไปหาผลตอบแทนที่สูงกว่าในตลาดอื่นๆ ทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศสหรัฐฯ และประเทศตลาดเกิดใหม่ (ซึ่งรวมถึงประเทศไทย) ส่งผลทำให้เงินยูโรอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง

- เมื่อเงินทุนไหลออกจากยูโรโซน (และญี่ปุ่น) ไปยังประเทศสหรัฐฯ และประเทศตลาดเกิดใหม่ก็ส่งผลทำให้สกุลเงินท้องถิ่นมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปีที่ผ่านมาเงินบาทไทยอาจจะดูไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงมากนักเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (เนื่องจากค่าเงินบาทจะเคลื่อนไหวตามค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ) แต่หากนำเงินบาทไทยไปเทียบกับเงินยูโรและเงินเยนแล้วจะเห็นว่าเงินบาทไทยมีการแข็งค่าเพิ่มขึ้นประมาณ 15% เมื่อเทียบกับค่าเงินทั้งสองสกุล
- ศูนย์พยากรณ์ฯ คาดการณ์ว่าเงินบาทไทยจะค่อยๆ แข็งค่าเพิ่มขึ้นเมื่อ ECB ทำการอัดฉีดเงินเข้าไปในระบบจริงๆ โดยจะเป็นการแข็งค่าขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป เนื่องจากค่าเงินบาทไทยได้ตอบรับข่าวมาตรการ QE มาแล้วระยะหนึ่งแล้ว และเมื่อธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ก็จะช่วยลดความกดดันเรื่องการแข็งค่าของเงินบาทไทยลงได้บ้าง

**ราคาหลักทรัพย์ และราคาตราสารหนี้มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น**

- ศูนย์พยากรณ์ฯ คาดการณ์ว่าเงินทุนที่ออกจากยูโรโซนและไหลเข้ามาในประเทศไทยนั้น ส่วนใหญ่จะเข้าไปลงทุนในตลาดตราสารหนี้มากกว่าตลาดหุ้น โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี 2558 ที่คาดว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะยังไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลทำให้ราคาตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น และกดให้อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ (Yield) คงอยู่ในระดับที่ต่ำต่อไป
- ราคาของหลักทรัพย์ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามสภาพคล่องส่วนเกินที่ไหลเข้ามาเก็งกำไรในตลาด แต่ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้นนั้น กลับมีแนวโน้มที่ไม่สดใสมากนักเนื่องจากบริษัทจดทะเบียนต่างก็ได้รับผลกระทบจากปัญหาเศรษฐกิจซบเซา
- เม็ดเงินที่นักลงทุนต่างชาตินำเข้ามาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ นั้น โดยส่วนใหญ่จะเน้นไปที่ตราสารหนี้ระยะสั้น และระยะปานกลาง มากกว่าตราสารหนี้ระยะยาว เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงที่จะเกิดการขาดทุนหากธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งหลังของปี 2558

**การแข็งค่าของเงินบาทจะบั่นทอนขีดความสามารถในการส่งออกสินค้าของไทยไปยังตลาดยุโรป**

- เมื่อเงินยูโรอ่อนค่าลง ในขณะที่เงินบาทไทยก็มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเรื่อยๆ (โดยที่ค่าเงินบาทไทยมีการแข็งค่าเพิ่มขึ้นมากกว่าค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้าน) ทำให้ผู้ส่งออกไทยสูญเสียความได้เปรียบในการส่งออกสินค้าไปขายในตลาดยุโรป และทำให้ประเทศไทยมีรายได้จากการส่งออกสินค้าไปยังตลาดยุโรปลดลงอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้
- แต่อย่างไรก็ตาม หากมาตรการ QE มีสัมฤทธิ์ผลในการกระตุ้นการบริโภค และการลงทุนของยูโรโซน ผู้ส่งออกไทยที่ส่งออกสินค้าไปยังตลาดยุโรปซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 10% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมดก็ไม่น่าจะได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของเงินบาทมากนัก แต่สิ่งที่น่าเป็นห่วงมากกว่าคือ “การตัดสิทธิ GSP” ของสหภาพยุโรป
- ในช่วงที่ค่าเงินยูโรอ่อนค่านั้น นับเป็นโอกาสเหมาะที่ประเทศไทยจะนำเข้าสินค้าประเภทเครื่องมือ/เครื่องจักรสำหรับใช้ในการก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่ รวมทั้งวัตถุดิบต่างๆ เนื่องจากมีต้นทุนที่ถูกลง ในขณะที่เดียวกันผู้ส่งออกไทยก็ควรที่จะทำประกันความเสี่ยงเพื่อป้องกันความผันผวนจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาท

การแข็งค่าของเงินบาทจะ  
กดดันให้แบงก์ชาติต้องลด  
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

- ภายหลังจากค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา และมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าเพิ่มขึ้นอีกในอนาคตเมื่อ ECB เริ่มเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล ทำให้ภาคเอกชนไทยเรียกร้องให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าไปดูแลค่าเงินบาท ในขณะที่กระทรวงการคลังก็ได้กดดันให้ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อสกัดกั้นการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ และชะลอไม่ให้ค่าเงินบาทแข็งค่ามากเกินไป
- ในกรณีนี้ศูนย์พยากรณ์ฯ มีความเห็นว่าการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายนั้นควรที่จะเป็นมาตรการสุดท้ายที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้เพื่อแก้ไขปัญหาการแข็งค่าของเงินบาท แต่หากต้องการให้ค่าเงินบาทอ่อนลง (หรือแข็งค่าช้าลง) รัฐบาลก็อาจจะแก้ไขปัญหาด้วยการส่งเสริมให้ภาคเอกชนไทยนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศ (FDI) โดยเฉพาะเพื่อนบ้านที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตดี และ/หรือส่งเสริมให้ภาคเอกชนนำเข้าสินค้าประเภททุนจากต่างประเทศเพื่อนำมาใช้ในการก่อสร้างโครงการขนาดใหญ่ เป็นต้น