



ธนาคารแห่งประเทศไทย

ฐานเศรษฐกิจ

Thansettakij
Circulation: 120,000
Ad Rate: 1,250

Section: First Section/การเงิน-ตลาดทุน

วันที่: พุธที่ 16 - เสาร์ 18 พฤษภาคม 2556

ปีที่: 33

ฉบับที่: 2844

หน้า: 14(ล่างขวา)

Col.Inch: 74.76 Ad Value: 93.450

PRValue (x3): 280.350

ศิลป์: ลีลี

คอลัมน์: Young Economist: นานาสาระ...แคปิตอล คอนโทรล ปังฉิมบท



Young Economist

กิรณา วัฒนทะ
ผ่านนโยบายและกำกับควบคุมการเปลี่ยนแปลงเงิน
ธนาคารแห่งประเทศไทย

นานาสาระ... แคปิตอล คอนโทรล ปังฉิมบท

จากตอนที่แล้ว ที่ได้พาท่านผู้อ่านไปสัมผัสกับมาตรการบริหารเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital Flow Management : CFM) ในละแวกเอเชียบ้านเรา มาในครั้งนี้จะขอพาท่านบินไกลไปตะลุยแถบลาตินอเมริกาบ้างน่าจะจะมีลีลาแตกต่างไปยังไง ก่อนอื่นต้องบอกก่อนว่ากลุ่มประเทศ Emerging market ในภูมิภาคลาตินอเมริกา มีการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงไม่แพ้ภูมิภาคเอเชียของเราเลย ทำให้ดึงดูดเงินลงทุนจากต่างชาติอย่างต่อเนื่อง จนทำให้หลายๆ ประเทศในดินแดนแห่งนี้ต้องนำ CFM มาใช้เป็นระยะๆ โดยเฉพาะมาตรการลักษณะ Price-based ซึ่งเป็น การเพิ่มต้นทุนในการเข้ามาลงทุนในประเทศ หรือทำให้แพงขึ้นนั่นเอง ไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของภาษีสำหรับนักลงทุนต่างชาติของบราซิล หรือรูปแบบการกันเงินสำรองไว้จากเงินที่นักลงทุนต่างชาตินำเข้ามาและคืนให้เมื่อลงทุนครบกำหนดที่เคยใช้ในชิลี และโคลัมเบีย โดยการใช้ของแต่ละประเทศก็แตกต่างกันไปตามปัจจัยแวดล้อมค่ะ

เรามารู้กันที่ บราซิล แคนแชนบ่ากันเลย บราซิลเป็นประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจเป็นอันดับ 1 ของภูมิภาคลาตินอเมริกา ในช่วงปี 2552-2553 หลัง Lehman Crisis ที่ประเทศพัฒนาแล้วอัดฉีดสภาพคล่องกันจนล้นตลาด บราซิลซึ่งเป็น

ประเทศที่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยสูง อีกทั้งมีตลาดทุนที่น่าดึงดูด ด้วยคุณสมบัติอันเปรียบพร้อม ในปี 2552 นักลงทุนต่างชาติจึงมุ่งหน้าเข้ามาลงทุนในบราซิลเพิ่มขึ้นกว่า 40% จากปีก่อน โดยเฉพาะตลาดหุ้นและตราสารหนี้ ส่งผลให้ค่าเงินเรียลบราซิลแข็งค่าขึ้นถึง 35% ดังนั้นเพื่อรับมือกับสถานการณ์ในเดือนตุลาคม 2552 ทางบราซิลจึงได้กำหนดใช้มาตรการภาษีที่เรียกว่า IOF (Tax on Financial Transactions) โดยเก็บภาษีจากเงินลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นและตราสารหนี้ในอัตรา 2% (IOF เป็นภาษีชนิดหนึ่งที่มีมาตั้งแต่ปี 2536 และมีการปรับอัตราภาษีขึ้นลงตามสถานการณ์) กลไกการเก็บคือ เมื่อนักลงทุนต่างชาตินำเงินตราต่างประเทศเข้ามาขายรับเรียลบราซิล ธนาคารจะหัก 2% จากเงินเรียลบราซิลที่ขายให้นักลงทุนต่างชาติ แต่ดูเหมือนว่า 2% จะยังไม่แรงพอเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยในบราซิลที่อยู่ในระดับ 10% กว่าๆ และทิศทางการดอกเบี้ยยังอยู่ในขาขึ้นเพื่อจัดการกับเงินเฟ้อภายในประเทศ ทำให้ในช่วงปลายปี 2553 ทางบราซิลจึงตัดสินใจเพิ่มอัตราภาษี IOF สำหรับเงินลงทุนในตราสารหนี้ ขึ้นเป็น 4% และ 6% ในที่สุดท้ายภายหลังการเพิ่มอัตราภาษีสำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ ยังมีนักลงทุนที่เสี่ยงไปลงทุนในรูปแบบอื่นที่ไม่ต้องเสีย

ภาษี เช่น การซื้อขายเงินล่วงหน้าในตลาด futures ทำให้ทางการบราซิลต้องตามปิดช่องโหว่ดังกล่าวในเวลาต่อมา ถัดจากภาษีแล้ว ไปต่อกันที่มาตรการกันเงินสำรอง หรือ Unremunerated reserve requirements : URR ของชิลีกันค่ะ กลไกของมาตรการนี้คือเมื่อนักลงทุนต่างชาตินำเงินตราต่างประเทศเข้ามาลงทุน ทางบราซิลจะหักสำรองไว้ตามอัตราที่กำหนด ส่วนเงินตราต่างประเทศที่เหลือ จึงจะนำไปขายแลกเงินสกุลท้องถิ่นเพื่อไปลงทุนได้ และเมื่อลงทุนครบระยะเวลาที่กำหนดทางการจะคืนเงินสำรองส่วนที่หักไว้ให้แก่นักลงทุน โดยในกรณีของชิลีได้ใช้ URR ในปี 2534 ซึ่งขณะนั้นชิลีมีปัจจัยพื้นฐานทั้งทางเศรษฐกิจและการเมืองที่มีเสถียรภาพ เงินทุนมากมายจึงไหลเข้ามา แต่ทางการชิลียังต้องคงดอกเบี้ยในระดับสูงเพื่อลดแรงกดดันเงินเฟ้อ ทำให้บริษัทในชิลีกู้เงินจากต่างประเทศกันมาก เพราะมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าการกู้ในประเทศ ขณะเดียวกันทางการชิลีต้องการดูแลค่าเงินเปโซของชิลีไม่ให้แข็งค่าจนเกินไปเพื่อเอื้อต่อการส่งออก จึงนำมาตรการ URR มาใช้ โดยเก็บเงินสำรองจากเงินกู้ยืมต่างประเทศในอัตรา 20% และมีเงื่อนไขห้ามนำเงินลงทุนออกก่อน 1 ปี อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวช่วยให้เงินอ่อนค่าลงในระยะสั้นเท่านั้น ในปีต่อมาชิลีจึงเพิ่มอัตราเป็น 30% และเก็บจากเงินลงทุนอื่นๆ ด้วยไม่ว่าจะเป็นเงินลงทุนในหุ้น ตราสารหนี้ บางประเภท และบัญชีเงินฝากสกุลต่างประเทศ แต่ไม่รวมเงินลงทุนโดยตรงจากชื่อยกเว้นดังกล่าว ทำให้นักลงทุนต่างชาติพยายามหาประโยชน์จากช่องนี้ จนต้องตั้งคณะกรรมการขึ้นมาพิจารณาว่าเงินลงทุนที่จะเข้ามาเป็นเงินลงทุนโดยตรงจริงๆ หากพบว่าเป็นเงินที่แฝงเอาไปลงทุนในรูปแบบอื่น ก็จะเข้าข่ายต้องโดนกันเงินตามระเบียบ ชิลีใช้ URR อยู่ยาวนานทีเดียวโดยค่อยๆ ผ่อนคลายลง จนท้ายที่สุด เมื่อเงินทุนเริ่มกลับทิศเป็นไหลออกมาตรการ URR จึงได้ถูกยกเลิกโดยสิ้นเชิงในปี 2541

ที่นี้มาดูกันอีกประเทศคือโคลัมเบีย ที่มีการใช้ URR ถึง 2 รอบ



ธนาคารแห่งประเทศไทย

ฐานเศรษฐกิจ

Thansettakij
Circulation: 120,000
Ad Rate: 1,250

Section: First Section/การเงิน-ตลาดทุน

วันที่: พุธที่ 16 - เสาร์ 18 พฤษภาคม 2556

ปีที่: 33

ฉบับที่: 2844

หน้า: 14 (ล่างขวา)

Col.Inch: 74.76 Ad Value: 93,450

PRValue (x3): 280,350

ศิลปิน: สีสี่

คอลัมน์: Young Economist: นานาสาระ...แคปิตอล คอนโทรลปัจฉิมบท

ด้วยกัน เริ่มจากรอบแรก ในช่วงปี 2533-2535 อัตราดอกเบี้ยของโคลัมเบียอยู่ในระดับสูง ภาคเอกชนจึงหันไปพึ่งเงินกู้ต่างประเทศที่มีดอกเบี้ยต่ำกว่าแทน ในปี 2536 ทางارجิงนำ URR มาใช้เป็นครั้งแรกกับเงินกู้ต่างประเทศระยะสั้น (ต่ำกว่า 18 เดือน) โดยให้กันสำรอง 47% เป็นระยะเวลา 1 ปี แต่ถึงกระนั้น ก็ยังไม่สามารถชะลอเงินทุนไหลเข้าได้ จนในปี 2537 โคลัมเบียเลยต้องขยายขอบเขตการกันเงินสำรองไปถึงเงินกู้ระยะยาว (ไม่เกิน 5 ปี) และปรับอัตรากันเงินสำรองตามระยะเวลาของเงินกู้ โดยอายุสัญญาสั้น ยิ่งกันสำรองมาก เช่น เงินกู้ต่ำกว่า 1 ปี ที่อัตรา 93% และเงินกู้ต่ำกว่า 3 ปี ที่อัตรา 50% และในที่สุดโคลัมเบียก็ค่อยๆ ผ่อนปรนมาตรการดังกล่าวลงและปรับเหลือ 0% ในปี 2543 ส่วนการใช้รอบที่ 2 เพิ่งจะเกิดขึ้นเมื่อไม่นานมานี้เอง ในปี 2550-2551 โคลัมเบียนำ URR มาปรับขึ้นอีกครั้ง เพราะต้องเผชิญกับเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จึงใช้ URR 40% สำหรับเงินกู้ต่างประเทศ และต่อมาได้เพิ่มอัตรา URR เป็น 50% รวมถึงขยายไปยังเงินลงทุนในหุ้นและตราสารหนี้ด้วย อย่างไรก็ตาม การใช้รอบนี้ ยกเลิกไปในช่วงที่เกิด Lehman crisis

นักวิเคราะห์ IMF ได้วิเคราะห์ประสิทธิภาพของมาตรการภาษีและ

URR ไว้ว่ามาตรการดังกล่าวไม่ได้ช่วยลดปริมาณเงินทุนไหลเข้า หรือทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงอย่างชัดเจน โดยให้ผลเป็นที่น่าพอใจเพียงช่วงสั้นๆ หลังการประกาศใช้ แต่มาตรการเหล่านี้ก็ช่วยให้نگคลังทุนต่างชาติเปลี่ยนโครงสร้างการลงทุนจากระยะสั้นไปเป็นระยะยาวมากขึ้น

เมื่ออ่านมาถึงตรงนี้ หวังว่าทุกท่านคงจะรู้จัก CFM กันมากขึ้นนะคะ ว่าไม่ใช่ของแปลกใหม่อะไรในกลุ่มประเทศ Emerging Market ในเอเชียและลาตินอเมริกา เพียงแต่ IMF เพิ่งจะมาให้การยอมรับมากขึ้นไม่กี่ปีมานี้ จะว่าไปหากเปรียบเทียบกลายเป็นเหมือนภาวะเศรษฐกิจที่เราต้องพยายามดูแลรักษาให้ดีมีเสถียรภาพอยู่ตลอดนั้น CFM ที่ IMF ยอมรับนี้ ก็เปรียบเสมือนยาที่ได้รับมาตรฐานจากองค์การอนามัยโลกให้ประเทศต่างๆ บริโภคได้ แต่การที่แต่ละประเทศจะเลือกใช้ CFM ไດ ก็คงต้องขึ้นอยู่กับลักษณะปัญหา โครงสร้างพื้นฐาน และอีกหลายปัจจัย แต่ที่สำคัญกว่านั้นต้องคำนึงด้วยว่า CFM มีทั้งข้อดีและข้อเสีย จึงต้องชั่งน้ำหนักให้ดี ความท้าทายคงอยู่ที่ว่าจุดไหนที่จะเรียกว่าสมดุล เหมาะสม และมีประสิทธิภาพที่สุด

(บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล จึงไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย)