

เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศและ
กลยุทธ์นโยบายการเงินหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย :
ประเด็นปัญหาและหัยต่อเครื่องมือบริหารจัดการเงินทุนของไทย*

รังสรรค์ หทัยเสรี
ชัชวราตม์ มุสิกไชย
สายนโยบายการเงิน
ธนาคารแห่งประเทศไทย

1. บทนำ: ความเป็นมาและประเด็นปัญหา

วิกฤตเศรษฐกิจเอเชียที่เกิดขึ้นเมื่อปี 1997 ได้สะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่มีต่อเสถียรภาพทางด้านเศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะต่ออัตราแลกเปลี่ยน แม้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศได้ก่อให้เกิดผลดีหลายประการโดยมีส่วนสำคัญที่ทำให้ประเทศในกลุ่มเอเซียสามารถมีอัตราการลงทุนในระดับที่สูงกว่าอัตราการออมซึ่งทำให้สามารถรักษาอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้ทรงตัวอยู่ในระดับสูงมาอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ช่วงปลายทศวรรษ 1980

อย่างไรก็ดี จากประสบการณ์วิกฤตเศรษฐกิจที่เพิ่งผ่านพ้นไปเมื่อเร็วๆ นี้ ทำให้ผู้เกี่ยวข้องหลายฝ่ายมีความกังวลเพิ่มขึ้นเกี่ยวกับผลกระทบในเชิงลบที่เชื่อมโยงกับเงินทุนระยะสั้นที่ไหลเข้าจากต่างประเทศ ประการแรก เงินทุนไหลเข้าจำนวนมากมักส่งผลทำให้สกุลเงินในประเทศมีค่าแข็งขึ้น ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาต่อการขยายตัวของภาคส่งออกและอาจส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากยิ่งขึ้น ประการที่สอง ในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าส่งผลทำให้ฐานะทุนสำรองทางการเงินมีระดับสูงขึ้น ก็อาจส่งผลทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้น ตลอดจนฐานะหนี้สินและสินทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นเกินระดับที่เหมาะสม การเพิ่มขึ้นของปริมาณสินเชื่อที่ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยได้ย่อมเป็นปัจจัยที่ช่วยเกื้อกูลให้การบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนเพิ่มขึ้นจนอาจเกินระดับที่เหมาะสมได้ ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องไปสู่การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เพิ่มขึ้น การเพิ่มขึ้นของภาระหนี้ภาคเอกชนสุทธิและการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ โดยเฉพาะในกรณีที่เศรษฐกิจอยู่ในช่วงขาลง ประการที่สาม การพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศนั้นมีความเสี่ยง

* เป็นบทความที่จะนำเสนอในการประชุมวิชาการประจำปีของธนาคารแห่งประเทศไทย (20-21 มกราคม 2543) ผู้เขียนขอขอบคุณผู้บังคับบัญชาระดับสูงหลายท่าน โดยเฉพาะคุณอนันท์ ไวกวามดี ที่ได้ให้ข้อเสนอแนะและข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์อย่างมากต่อการปรับปรุงบทความนี้ ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสะท้อนความเห็นของหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ สำหรับข้อบกพร่องที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความรับผิดชอบของผู้เขียน

ความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น เนื่องจากแนวโน้มที่ว่าการไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ มีความผันผวนมากยิ่งขึ้นในปัจจุบัน

ปัจจุบัน แนวคิดที่ว่า “...วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศกลุ่มเอเซียเมื่อปี 1997 มีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับความผันผวนอย่างรุนแรงของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศระยะสั้น ...” เป็นแนวคิดที่ได้รับการยอมรับมากยิ่งขึ้น โดยนักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่มีความผันผวนอย่างรุนแรงเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่น่าไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจเอเซียเมื่อปี 1997 โดยได้ก่อให้เกิดการไร้เสถียรภาพทางด้านเศรษฐกิจมหภาค จากการที่เงินทุนระยะสั้นไหลเข้าในประเทศจำนวนมากนั้นได้ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อมีระดับสูงขึ้นและทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rates) ของประเทศมีค่าแข็งขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อ การส่งออกและดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศนั้น ๆ (Bhagawati 1998, Reisen 1999) เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่มีความผันผวนอย่างรุนแรงดังกล่าว ได้ก่อให้เกิดปัญหา currency crisis และ banking crisis ในที่สุด (รูปที่ 1.1)

การใช้ประโยชน์จากเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ในขณะเดียวกันก็พยายามลดผลกระทบด้านลบอันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ได้กลายเป็นประเด็นถกเถียงในเชิงนโยบายที่มีความสำคัญมากยิ่งขึ้น สำหรับเจ้าหน้าที่ทางการเงินของประเทศต่าง ๆ โดยเฉพาะประเทศเกิดใหม่ (emerging market economies) ที่มักได้รับผลกระทบด้านลบจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินและกลยุทธการบริหารนโยบายการเงินที่เหมาะสมเพื่อลดและ/หรือบรรเทาผลกระทบด้านลบต่อการไร้เสถียรภาพทางด้านเศรษฐกิจมหภาค

ปัจจุบัน นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า เครื่องมือการเงินที่ใช้ควบคุมดูแลการไหลเวียนของเงินทุนแบบดั้งเดิม (traditional policy instruments) นั้น อาจไม่เพียงพอที่จะลดผลกระทบทางลบของเงินทุนไหลเข้าต่อระบบเศรษฐกิจในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพมากนัก การใช้เครื่องมือควบคุมดูแลการไหลเวียนของเงินทุนในลักษณะของประเทศชิลี และมาเลเซีย อาทิ “มาตรการตั้งเงินสำรองสำหรับเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ” (a nonremunerated reserve requirement on external borrowing) ที่ประเทศชิลี นำมาใช้เพื่อลดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศนับเป็นกลยุทธหนึ่งที่ได้รับคามสนใจและกำลังเป็นที่ถกเถียงกันอยู่อย่างมากจากผู้บริหารนโยบายการเงินของหลายประเทศในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา แม้ว่าในปัจจุบันจะยังไม่สามารถหาข้อยุติได้อย่างชัดเจนมากนัก

อย่างไรก็ดี แนวทางและกรอบในการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินและกลยุทธการบริหารนโยบายการเงินที่เหมาะสมนั้นมีความเกี่ยวข้องกับเงื่อนไขและ/หรือปัจจัยต่าง ๆ ที่มี

ลักษณะเป็นปัจจัยเฉพาะของแต่ละประเทศ อาทิ (i) ระดับของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (ii) ระบบอัตราแลกเปลี่ยน (iii) ปัจจัยที่เป็นแรงผลักดันให้เงินทุนไหลเข้าออก (iv) เงื่อนไขทางด้านสถาบันของแต่ละประเทศ (v) เป้าหมายทางเศรษฐกิจและการเงินของทางการ ดังสังเกตได้ว่าประเทศที่ประสบกับปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจอย่างรุนแรงทั้งเกาหลีใต้ อินโดนีเซีย และไทยต่างดำเนินการปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบที่ยืดหยุ่นมากขึ้น ทั้งนี้ เพื่อเปิดโอกาสให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายการเงินในขอบเขตที่เพิ่มขึ้น และทำให้สามารถบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนได้ส่งผลทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องหลายฝ่ายหันมาให้ความสนใจมากขึ้นเกี่ยวกับกลยุทธ์และเครื่องมือการบริหารความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นจากต่างประเทศ โดยเฉพาะในประเด็นเรื่องความสอดคล้องของการใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาค และการประสานการใช้นโยบายการเงิน การคลัง และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในการลดผลกระทบด้านลบของเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นจากต่างประเทศ

อย่างไรก็ดี การวิเคราะห์ถึงผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อการดำเนินนโยบายการเงินนั้นจำเป็นอย่างยิ่งที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินจำเป็นต้องทราบ “ขนาดและขอบเขตของความเชื่อมโยงของระบบการเงินกับต่างประเทศ (หรือขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ)” (Degree of capital mobility) และขนาดของ sterilization coefficient นอกจากนี้ ยังจำเป็นต้องทราบถึง “ขนาด” (Size) ของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ตลอดจน “องค์ประกอบ” (Composition) ของเงินทุนเคลื่อนย้ายด้วย ทั้งนี้ เนื่องจากจะทำให้ทางการสามารถประเมินถึงขอบเขตและขีดความสามารถที่ทางการจะสามารถใช้เครื่องมือและมาตรการทางการเงินเพื่อหักล้างผลกระทบด้านลบ (sterilized policy) ของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย มีการศึกษาจำนวนไม่น้อยที่ได้วิเคราะห์ถึงผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อการดำเนินนโยบายการเงินในกรณีของไทย โดยใช้แบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) เพื่อศึกษาวิเคราะห์ว่า พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความสัมพันธ์มากน้อยเพียงไรกับทิศทางและพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ โดยที่ผลการศึกษาส่วนใหญ่ในกรณีของไทยพบว่า อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความเชื่อมโยงค่อนข้างใกล้ชิดกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ โดยมีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 0.8-1 (ตารางที่ 1.1) ซึ่งเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้การใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศมีประสิทธิภาพลดลงในการบรรลุเป้าหมายทางด้านเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในประเทศ แม้ว่าในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจอาเซียนได้ส่งผลทำให้มีเงินทุนไหลออกสุทธิจากประเทศในกลุ่มนี้ โดยเฉพาะในช่วงปี 1997-99 แต่จากพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ยังคงมีภาพรวมที่ค่อนข้างดี (ตารางที่ 1.2) ทำให้หลายฝ่ายเชื่อกันว่าการไหลออกของเงินทุนดังกล่าวน่าจะเป็นเพียงปรากฏการณ์ชั่วคราวในระยะสั้นเท่านั้น

ในระยะปานกลางและในระยะยาว ประเทศเหล่านี้ก็ยังคงต้องประสบกับปัญหาการบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศเพื่อบรรเทาไม่ให้เกิดผลกระทบทางลบต่อการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ที่มุ่งหวังไว้ (Rana, 1998)

จากเหตุผลต่างๆ ดังกล่าว บทความนี้จะพยายามศึกษาวิเคราะห์ในเบื้องต้นเกี่ยวกับ “ทางเลือกใช้กลยุธินโยบายที่ทางการสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในระยะต่อไปสำหรับการบริหารจัดการผลกระทบด้านลบอันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้น) ที่มีต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในประเทศ” โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจไทยได้ปรับตัวเข้าสู่ภาวะการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจเป็นปกติ การวิเคราะห์ดังกล่าวจะพยายามเชื่อมโยงกับประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียและลาตินอเมริกา รวมทั้งเชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงทางด้านโครงสร้างทางสถาบันของไทยที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากในช่วงนับตั้งแต่ครั้งหลังปี 1997 ที่ผ่านมา โดยพยายามชี้ให้เห็นถึงประเด็นที่จะต้องนำมาพิจารณาประกอบในการเลือกใช้กลยุทธ์และเครื่องมือทางการเงินที่เหมาะสม โดยพยายามที่จะตอบคำถามที่สำคัญอย่างน้อย 4 ประการ ได้แก่

- เหตุใดเครื่องมือการเงินโดยการทำ sterilization ที่นำมาใช้เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ โดยการจำกัดมิให้ปริมาณเงินในประเทศมีการขยายตัวมากเกินไปจนเกินควร รวมทั้งจำกัดมิให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าที่แข็งขึ้นมากเกินไปจนเกินควรนั้น จึงเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพที่ค่อนข้างจำกัด หรือมีประสิทธิผล เพียงชั่วคราวในระยะสั้นเท่านั้นในการบรรเทาผลกระทบดังกล่าว โดยพยายามจะวิเคราะห์ และสะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดของการใช้ เครื่องมือดังกล่าวในการบรรเทาผลกระทบด้านลบอันเกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ โดยเฉพาะในประเด็นที่ว่า การใช้เครื่องมือการเงินโดยการทำ sterilization มักมีประสิทธิผลลดลงตามค่า “ขนาดและขอบเขตของความเชื่อมโยงของระบบการเงินในประเทศกับต่างประเทศ” หรือ “ขนาดของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น”

- ในกรณีที่มีการไหลเข้าของเงินทุนเป็นการไหลเข้าที่มีลักษณะต่อเนื่องและค่อนข้างถาวร (persistence) แล้ว และเป็นผลทำให้การทำ sterilization ในรูปแบบต่างๆ มีต้นทุนที่สูงแล้ว การใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน โดยการปรับหรือปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นหรือมีค่าที่แข็งมากขึ้น (currency appreciation) นั้นจะเป็นทางเลือกที่มีประสิทธิผล และไม่ก่อให้เกิดผลกระทบด้านลบต่อศักยภาพในการแข่งขันของภาคการส่งออกหรือไม่อย่างไร

- ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวในกรณีที่มีการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศเป็นผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) มีระดับที่แตกต่าง (แข็งขึ้น) ไปจากอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (equilibrium real exchange rate) และทำให้ประเทศ

ประสบกับปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เสื่อมทรามลงกว่าเดิม การดำเนินมาตรการสนองตอบโดยการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนาม (nominal exchange rate) มีค่าอ่อนตัวลงจะเป็นทางเลือกหนึ่งที่เหมาะสมที่สุดที่จะใช้ร่วมกับนโยบายการคลังแบบเกินดุลอย่างไบบ้าง

- การใช้นโยบายจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายร่วมกันหลายนโยบาย (policy mix) และลำดับขั้นในการใช้เครื่องมือทางนโยบาย (sequencing) จะมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไรหรือในทิศทางใด ภายใต้โครงสร้างทางเศรษฐกิจการเงินและโครงสร้างทางสถาบันที่เปลี่ยนแปลงไปหลายด้านในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย (โดยพยายามสะท้อนให้เห็นว่า จากสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปดังกล่าวทำให้การประสานการใช้เครื่องมือนโยบายในบางลักษณะมีข้อจำกัดมากยิ่งขึ้น หรือมีอาจทำได้บางอย่างในอดีต อาทิ การทำ sterilization ร่วมกับนโยบายการคลังแบบรัดตัว) รวมทั้งมีความจำเป็นหรือไม่เพียงไรที่จะต้องใช้เครื่องมือและมาตรการที่มีลักษณะเป็น Supplementary measures เป็นมาตรการเสริมแทนที่จะอิงกับ Traditional monetary instruments แต่เพียงอย่างเดียว

ส่วนที่เหลือของบทความนี้ประกอบด้วย 4 ส่วน ส่วนที่สองจะวิเคราะห์ถึงโครงสร้างและลักษณะที่สำคัญของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศในช่วงทศวรรษ 1990 โดยจะพยายามวิเคราะห์ถึงพฤติกรรมที่แตกต่างกันของเงินทุนนำเข้าแต่ละประเภท และผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งจะมีผลกระทบต่อกรอบและทางเลือกในการใช้เครื่องมือทางการเงินที่สามารถนำมาใช้เพื่อลดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ส่วนที่สามจะวิเคราะห์และทบทวนถึงกรอบและทางเลือกการใช้เครื่องมือทางการเงินที่สามารถนำมาใช้เพื่อลดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นระหว่างประเทศ โดยพยายามสะท้อนให้เห็นว่าเหตุใดเครื่องมือการบริหารเงินทุนเคลื่อนย้ายแบบดั้งเดิม (traditional policy instruments) จึงไม่สามารถบรรเทาผลกระทบด้านลบอันเกิดจากเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นระหว่างประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพมากนัก รวมทั้งจะพยายามสะท้อนให้เห็นถึงบทเรียนจากประสบการณ์ในอดีตเกี่ยวกับการใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อลดผลกระทบด้านลบของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่มีต่อเศรษฐกิจในประเทศ

ส่วนที่สี่จะวิเคราะห์ถึงทางเลือกและประเด็นที่จะต้องนำมาพิจารณาในการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อบริหารจัดการผลกระทบด้านลบอันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นระหว่างประเทศ (the management of stabilization policy) โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจมีการฟื้นตัวเข้าสู่ภาวะปกติที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศสุทธิ การวิเคราะห์ดังกล่าว นอกจากจะเชื่อมโยงกับสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจการเงินและเงื่อนไขด้านโครงสร้างสถาบันของไทยที่มีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากในหลายด้านแล้ว ยังจะเชื่อมโยงกับผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ในกรณีของไทย โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ “ค่าประสิทธิภาพ” ของความ

เชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ (Degree of capital mobility) และ “ค่าสัมประสิทธิ์” การหักล้างผลกระทบด้านลบอันเกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ (Sterilization coefficient) ซึ่งเชื่อมโยงกับพฤติกรรมตอบสนองของธนาคารแห่งประเทศไทยในการดำเนินมาตรการการเงิน โดยใช้เครื่องมือ sterilization ส่วนสุดท้ายเป็นบทสรุปและนัยต่อการประกอบการเลือกใช้เครื่องมือและกลยุทธ์ทางการเงินที่เหมาะสมสำหรับการบริหารจัดการผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นระหว่างประเทศที่มีต่อเศรษฐกิจไทยในอนาคต

2. เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศในช่วงทศวรรษ 1990 : โครงสร้างและลักษณะที่สำคัญ

ในช่วงทศวรรษที่ 1990 เศรษฐกิจประเทศในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ได้มีการพัฒนาอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในปริมาณมหาศาล จากข้อมูลการสำรวจของ BIS ในปี 1995 พบว่า การไหลเวียนของเงินทุนจากต่างประเทศมีราว 1.2 พันล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ. ต่อวัน ในจำนวนนี้มีเพียงประมาณร้อยละ 4 ของเงินทุนที่มีธุรกรรมเกี่ยวข้องกับการค้า การบริการ และการลงทุนโดยตรง

เงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิของภาคเอกชนของประเทศกลุ่มอาเซียนทั้ง 5 ที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤติเศรษฐกิจอาเซียนมีขนาดราวร้อยละ 6.6 ของมูลค่ารายได้ประชาชาติโดยรวมในช่วงปี 1995-96 การที่เจ้าหน้าที่ต่างประเทศมีความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจของประเทศในภูมิภาคแถบนี้เป็นผลทำให้มีต้นทุนในการกู้ยืมจากต่างประเทศที่ค่อนข้างต่ำ ดังสังเกตได้จากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ออกโดยประเทศในกลุ่มนี้มีระดับสูงกว่าต้นทุนของพันธบัตรในตลาดเงินยูโรไม่เกินร้อยละ 1 อย่างไรก็ตาม เงินทุนไหลเข้าดังกล่าวได้หยุดชะงักลง ชั่วคราวในช่วงครึ่งหลังของปี 1997 โดยเฉพาะในปี 1996-97 ได้เกิดปรากฏการณ์ของเงินทุนไหลออกอย่างต่อเนื่อง (capital flights) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราวร้อยละ 11 ของมูลค่ารายได้ประชาชาติโดยรวม มีข้อสังเกตว่า เงินทุนไหลเข้าในรูปของเงินลงทุนโดยตรงยังคงมีลักษณะที่ไม่แปรเปลี่ยนไปมากนัก

2.1 ลักษณะของเงินทุนเคลื่อนย้ายของกลุ่มประเทศอาเซียนในช่วงทศวรรษที่ 1990

เงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิของภาคเอกชนของประเทศกลุ่มอาเซียนทั้ง 5 ที่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤติเศรษฐกิจอาเซียนมีปริมาณเพิ่มขึ้นมากในช่วงประมาณกลางทศวรรษที่ 1990 จากข้อมูลที่ปรากฏในตารางที่ 2.1 พบว่าปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าสู่กลุ่มประเทศอาเซียนมีปริมาณเพิ่มขึ้นกว่า 2 เท่า ในช่วงปี 1994-95 โดยเพิ่มขึ้นจาก 37.9 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปี 1994 เป็น 79.2 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปี 1995

การเพิ่มขึ้นของเงินทุนไหลเข้าดังกล่าวเป็นผลมาจากปัจจัยภายในและภายนอก ส่วนปัจจัยภายในประเทศที่สนับสนุนการไหลเข้าของเงินทุนเคลื่อนย้ายได้แก่การลดข้อจำกัด

ทางการเงิน การสนับสนุนจากภาครัฐ และแนวโน้มความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่ลดลง (Carrol et al 1996) สำหรับปัจจัยภายนอกที่เป็นตัวกระตุ้นและดึงดูดเงินทุนจากแหล่งต่างประเทศให้เคลื่อนย้ายมาสู่ประเทศกำลังพัฒนามากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเอเชีย ประกอบด้วย การเปิดเสรีทางการเงิน ทางด้านตลาดทุนของประเทศที่พัฒนาแล้ว การพัฒนาเครื่องมือและตราสารทางการเงินรูปแบบใหม่ นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่โน้มลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงต้นทศวรรษที่ 90 นั้น นับเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ผลักดันให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลบ่าเข้าสู่ประเทศพัฒนา ทั้งนี้ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันขนาดใหญ่และนักลงทุนส่วนบุคคลต่างเล็งเห็นถึงผลประโยชน์ที่พึงได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูง (Taylor and Sarno, 1997)

นอกจากนี้ เงินทุนระยะสั้นที่ไหลเข้าสู่ประเทศเกิดใหม่ยังมุ่งสู่ตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่ที่มีอัตราการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในภาคสาธารณูปโภคพื้นฐานและโครงสร้างการคมนาคมพื้นฐาน นอกเหนือไปกว่านี้ ความเชื่อมโยงทางการค้าที่มากขึ้น การประยุกต์ใช้นวัตกรรมใหม่ๆ อย่างกว้างขวางนับเป็นปัจจัยที่เอื้ออำนวยให้เงินทุนไหลเวียนเข้าออกอย่างรวดเร็ว ในปี 1996 จากข้อมูลในตารางที่ 2.1 จะพบว่าในปี 1996 ประมาณร้อยละ 18.7 ของเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ จะอยู่ในรูปของการลงทุนในหลักทรัพย์จาก non-resident ในขณะที่ ส่วนที่เหลือจะเป็นเงินกู้ยืมมาจากแหล่งที่เป็น private creditors (ร้อยละ 78.4) ธนาคารพาณิชย์ (ร้อยละ 55.7) และ non-bank private credits (ร้อยละ 22.7)

เงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นที่ไหลบ่ามาสู่ประเทศกำลังพัฒนาอาจส่งผลกระทบทางลบต่อประเทศที่รับเงินทุนเหล่านั้นได้ในหลายลักษณะ (Griffith-Jones, 1998)

ประการแรก การไหลบ่าของเงินทุนจะมีผลกระทบต่อกรอบและกลยุทธ์ในการวางนโยบายของ เจ้าหน้าที่ทางการเงิน ทั้งนี้เพราะ เงินทุนระยะสั้นดังกล่าวสามารถทำให้ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญบางประเภท (อาทิ อัตราแลกเปลี่ยน ราคาสินทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์) **บิดเบือน**ไปจากระดับที่เป็นจุดสมดุลในระยะยาวได้

ประการที่สอง เงินทุนไหลเข้าที่มีปริมาณมากนี้ ก่อให้เกิดความเสี่ยงในเรื่องเงินทุนไหลกลับอย่างฉับพลัน ซึ่งจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อ ผลผลิตภายในประเทศ การลงทุน การจ้างงาน ดังเช่นที่ประเทศกลุ่มอาเซียนได้ประสบมาในช่วงปี 1997-99

หลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ผ่านมา ปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายสู่กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในภูมิภาคเอเชียได้ลดลงกว่า 109 พันล้านดอลลาร์ สรอ. โดยเงินลงทุนโดยตรงในหลักทรัพย์มีปริมาณทรงตัว ในขณะที่เงินลงทุนในรูปของการลงทุนเรือนหุ้น (portfolio equity investment) มีปริมาณลดลงอย่างมาก การลดลงของการลงทุนเรือนหุ้นดังกล่าว ส่วนใหญ่อยู่ในรูปการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นผลพวงจากภาวะวิกฤตการณ์ทางการเงิน

มีข้อสังเกตว่าขนาดของผลกระทบหรือการไหลออกของเงินทุนอย่างฉับพลันนั้น ไม่สามารถอธิบายได้จากการพิจารณาปัจจัยด้านโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศผู้รับเงินทุนดังกล่าวแต่อย่างใด แต่จำเป็นที่จะต้องพิจารณาถึงคุณลักษณะสำคัญของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่สามารถส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ จะขึ้นอยู่กับว่าเป็น (1) เงินทุนระยะสั้นหรือระยะยาว และ (2) การก่อหนี้ต่างประเทศที่มีลักษณะเป็น foreign currency denominated debts

ในบางกรณี ขนาดของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เหมาะสม(sustainable current account deficit) นั้น จะถูกกำหนดได้จาก composition ของเงินทุนเคลื่อนย้าย เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าระยะสั้น โดยปกติจะมีความผันผวนมากกว่าเงินทุนระยะยาว ในขณะที่เงินทุนในเรือนหุ้น (equity) จะมีเสถียรภาพมากกว่า เงินทุนที่ก่อให้เกิดหนี้ (Corsetti *et al.* 1998) เพราะฉะนั้น เงินทุนเรือนหุ้น (equity investment) ระยะยาวมักเป็นประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ถูก prefer ในกรณีประเทศหนึ่ง ๆ มีดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลแบบ sustainable

โดยปกติแล้ว เงินลงทุนโดยตรงจะเป็นเงินทุนประเภทที่มีความผันผวนน้อยที่สุด ในขณะที่เงินทุนอื่นๆ ผันผวนมากที่สุดและข้อแตกต่างของความผันผวนนี้ยืนยันได้จาก coefficient of variation (ตามที่แสดงในตารางที่ 2.3) โดย FDI ในกลุ่มประเทศในกลุ่มสมาชิกอาเซียนและเกาหลีใต้มีค่าสัมประสิทธิ์ประมาณ 0.2 ในช่วงปี 1990 ซึ่งต่ำกว่าเงินทุนประเภทอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้น ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ 3.5 ข้อสังเกตอีกประการหนึ่งคือประเทศในกลุ่มสมาชิกอาเซียนและเกาหลีใต้เข้าพึ่งพิงเงินทุนระยะสั้นที่ผันผวนเหล่านี้มากกว่าประเทศกำลังพัฒนากลุ่มอื่นๆ จึงไม่น่าแปลกใจที่ประเทศเหล่านี้ประสบปัญหาวิกฤติทางเศรษฐกิจเมื่อสถาบันเจ้าหนี้เริ่มไม่มั่นใจในความสามารถในการชำระหนี้ต่างประเทศของประเทศเหล่านี้ ตัวอย่างเช่น เมื่ออัตราส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อรายได้ประชาชาติสูงขึ้นกว่าปกติ

2.2 แนวโน้มของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของไทยในช่วงทศวรรษ 1990

สำหรับประเทศไทยแล้ว ก็ได้รับผลประโยชน์จากแหล่งเงินทุนเหล่านี้เช่นกัน โดยทั่วไป เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศภาคเอกชนของไทยสามารถแบ่งได้คร่าวๆ เป็น 2 ประเภท คือเงินทุนจากภาคธนาคาร (bank sector) และจากภาคธุรกิจที่มีใช้ธนาคาร (nonbank) เงินทุนจากภาคธนาคารเริ่มมีบทบาทมากขึ้นหลังจากปี 1993 ที่มีการให้อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) ขณะที่เงินทุนจากภาคธุรกิจที่มีใช้ธนาคารสามารถแยกได้เป็น (1) การลงทุนโดยตรง (foreign direct investment) (2) การลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio investment) และ (3) บัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานต่างประเทศ (non-resident Baht account) สำหรับรายละเอียดของแนวโน้มของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของไทยในช่วงต่างๆ จะปรากฏใน Box A

ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เงินทุนไหลเข้าในไทยมีลักษณะที่เปลี่ยนแปลงไปมากทั้งทางด้านปริมาณและองค์ประกอบ กล่าวคือ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ เงินทุนไหลเข้าของไทยส่วนใหญ่จะเป็นเงินกู้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หลังจากการเปิดอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการวิเทศธนกิจในปี 1993 ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมกรรมการกู้ยืม ทั้งนี้เนื่องจากต้นทุนในการกู้ยืมผ่าน BIBF มีต้นทุนค่อนข้างต่ำ เพราะได้รับผลประโยชน์ทางภาษี นอกจากนี้ ในช่วงปี 1993-1996 มีปรากฏการณ์เงินทุนไหลเข้ามายังตลาดหลักทรัพย์ในรูปของ portfolio investment มากเป็นประวัติการณ์ ทั้งนี้เป็นผลจากการที่เศรษฐกิจไทยเติบโตอยู่ในระดับที่น่าพอใจ เป็นแรงกระตุ้นความเชื่อมั่นของนักลงทุนจากต่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังการเกิดวิกฤตการณ์ ลักษณะของเงินทุนส่วนที่ไหลเข้าจะเปลี่ยนไป portfolio investment เพิ่มขึ้นมากในช่วงไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปี 1997 (ตารางที่ 2.4) คือจาก 3,488 ล้านดอลลาร์สรอ. ในปี 1996 มาเป็น 4,570 ล้านดอลลาร์สรอ. ในปี 1996 เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ที่ถูกลง(ในรูปดอลลาร์) แต่ต่อมา portfolio investment กลับลดลงอย่างรวดเร็ว ในปี 1998 เหลือเพียง 524 ล้านดอลลาร์สรอ. ส่วนหนึ่งเนื่องจากปัญหากลุ่มสถาบันการเงิน และปัญหา NPL ทำให้นักลงทุนต่างประเทศพากันขายหลักทรัพย์ออกในทางกลับกัน FDI กลับเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัดในช่วงปี 1997-1998 โดยทั้งนี้เป็นผลจากการเข้าซื้อและครอบงำกิจการ mergers and acquisitions ของบริษัทต่างชาติ รวมถึงการ recapitalization ของภาคธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก

สำหรับเงินกู้ที่ไหลเข้ามาในช่วงนั้น ส่วนใหญ่เป็นเงินทุนนำเข้าไปในภาครัฐบาล เพื่อเสริมฐานะเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (เงินกู้ของรพท.) และเพื่อเสริมสภาพคล่อง และเพื่อปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ (เงินกู้ structural adjustment loans) ของทางกระทรวงการคลัง นอกจากนี้ ยังมีเงินกู้พิเศษอื่นๆ เพื่อลดผลกระทบจากวิกฤตการณ์ในครั้งนี้ อาทิ เงินกู้ตามโครงการ Miyazawa เป็นต้น

ในกรณีของไทยนั้นพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ในกรณีของไทยที่ผ่านมาพบว่ามีส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงนั้นเป็นปัจจัยสำคัญที่สามารถอธิบายพฤติกรรมกรรมการเคลื่อนย้ายเงินทุน ดังผลการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติที่ปรากฏในตารางที่ 2.5 อย่างไรก็ดี มีข้อสังเกตว่า การศึกษาเหล่านั้นยังมิได้นำปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นถึงการไหลเข้าของเงินทุนที่เชื่อมโยงกับแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศเกิดใหม่ นอกจากนี้ การศึกษาดังกล่าวยังเป็นการศึกษาในช่วงก่อนหน้าที่มีการปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวในเดือนกรกฎาคม 2540 Box B แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับแบบจำลองที่ใช้ศึกษาตัวกำหนดปัจจัยที่เป็นแรงผลักดันให้เงินทุนไหลเข้าออก

จากผลการวิเคราะห์ทางสถิติที่ปรากฏในตารางที่ 2.5 ชี้ให้เห็นว่า ปัจจัยที่ทำให้เงินทุนไหลเข้าประเทศอย่างสม่ำเสมอ นั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น และอีกส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจในประเทศที่อยู่ในสภาพแข็งแกร่ง

ประเด็นหนึ่งที่สำคัญก็คือการที่ธนาคารกลางสามารถวางกรอบนโยบายที่เหมาะสมในการรับมือป้องกันการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในอนาคตก็คือ ความสามารถในการจำแนกประเภทของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศตามลักษณะความผันผวนของเงินทุนประเภทนั้นๆ (volatility features) อนึ่ง หากเป็นเช่นนั้น แล้ว ประเทศผู้รับเงินทุนดังกล่าวจะต้อง เลือกนโยบายที่ต่างกันออกไป สำหรับการจัดการเงินทุนไหลเข้าแต่ละประเภท (Reisen, 1999, p.5) ไม่ว่าจะเป็นในรูปของ Long-term bank lending, FDI, Portfolio investment, equity-related investment, other portfolio investment, short-term bank lending and borrowing facilities และ long-asset positions

2.3 ผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายในเชิงมหภาค

จากมุมมองเชิงทฤษฎีและการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา (อาทิ Calvo and Reinhart (1996), Carbo and Hernandez (1996)) พบว่า เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศนั้นได้ก่อให้เกิดผลกระทบทางลบหลายประการ อาทิ

(1) เป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าเพิ่มขึ้น โดยจะเป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนในรูป nominal terms มีค่าเพิ่มขึ้น ในกรณีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว หรือโดยผ่านการขยายตัวของปริมาณเงินและปริมาณความต้องการมวลรวม ซึ่งจะเป็นผลทำให้ราคาสินค้าที่เป็น nontradables ปรับตัวสูงขึ้นในกรณีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่¹

(2) ตามระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ หากทางการไม่ใช้มาตรการ Sterilize เงินทุนไหลเข้าแล้ว ก็จะทำให้การควบคุมทางการเงินมีประสิทธิภาพลดลงและทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้นในระดับที่เกินควร

(3) เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้าสู่ภาคธนาคารพาณิชย์จำนวนมากนั้นนับเป็นช่องทางอีกทางหนึ่งที่ทำให้ความต้องการขยายตัวอย่างรวดเร็ว การเพิ่มขึ้นของฐานเงินจากการ

¹ ช่องทางหนึ่งที่ประเทศกำลังพัฒนาได้รับผลกระทบจากเงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศก็โดยผ่านทาง อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าเพิ่มขึ้น (Real appreciation of the exchange rate) กล่าวคือ การที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าเพิ่มขึ้นย่อมส่งผลทำให้แรงจูงใจโดยเปรียบเทียบที่จะลงทุนในภาคการผลิตเพื่อการส่งออกมีระดับลดลง ในขณะที่ทำให้แรงจูงใจโดยเปรียบเทียบที่จะลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่ไม่เกี่ยวข้องเนื่องจากการค้า (Non-tradeables) อาทิ ภาคอสังหาริมทรัพย์ มีระดับสูงขึ้น เนื่องจากระดับราคาโดยเปรียบเทียบของภาคนี้จะมีระดับสูงขึ้น (Reisen, 1999)

ที่ทางการไม่ได้เข้าแทรกแซงการขยายตัวของปริมาณเงินโดยใช้ Sterilization นั้น ย่อมส่งผล ทำให้เงินฝากของธนาคารพาณิชย์ขยายตัวเพิ่มขึ้นและเป็นผลทำให้ปริมาณการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ภายใต้สภาวะการณ์ที่การกำกับดูแลธนาคารพาณิชย์ของทางการ ยังไม่ได้ดำเนินการอย่างครอบคลุมเพียงพอแล้ว การขยายตัวของงบดุลของธนาคารพาณิชย์อัน เกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศอาจเป็นการเพิ่มความเสี่ยงของการที่สถาบันการเงินมีความเปราะบาง

(4) ผลพวงของการไหลเข้าของเงินทุนไหลเข้าที่ส่งผลทำให้ปริมาณเงินขยายตัว และทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ตลอดจนทำให้ปริมาณสินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้นนั้น อาจส่งผลทำให้ ปริมาณการบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น (โดยที่เป็นผลทำให้ปริมาณการออมลดลง) สภาวะ การณ์ดังกล่าวมีแนวโน้มจะเป็นไปได้มาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ในช่วงก่อนมีการไหลเข้า ของเงินทุนนั้น เป็นช่วงที่มีการจัดสรรสินเชื่อเพื่อการบริโภคอย่างเข้มงวด เมื่อเทียบกับการจัด สรรสินเชื่อเพื่อการลงทุน ผลพวงของการผ่อนคลายข้อจำกัดดังกล่าว ย่อมมีผลทำให้การใช้จ่าย เพื่อการบริโภคปรับตัวสูงขึ้นไปสู่ระดับก่อนหน้าที่ไม่มีการกำหนดข้อจำกัดเกี่ยวกับสินเชื่อเพื่อ การบริโภคดีังกล่าว

(5) โดยพื้นฐานแล้ว เงินทุนไหลเข้าแต่ละประเภทย่อมส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ มหภาคในลักษณะที่แตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในรูปของเงิน ลงทุนโดยตรง (FDI) นั้น มีแนวโน้มที่จะชักนำให้ปริมาณเงิน สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ และการ บริโภคขยายตัว ไม่มากนัก เนื่องจากการลงทุนโดยตรงส่วนใหญ่มักจะโน้มนำให้ปริมาณการ นำเข้าขยายตัวเพิ่มขึ้นโดยตรง โดยที่ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากระบบการเงินใน ประเทศมากนัก ในทางตรงกันข้าม เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในรูปของเงินลงทุนใน หลักทรัพย์ (Portfolio investment) มีแนวโน้มที่จะชักนำให้ปริมาณเงิน และปริมาณสินเชื่อของ ธนาคารพาณิชย์ขยายตัวเพิ่มขึ้น รวมทั้งผลักดันให้มีการบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น

2.4 ลักษณะและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าและนัยต่อกลยุทธ์นโยบายการเงิน

วิกฤตเศรษฐกิจเอเชียได้ชี้ให้เห็นว่า องค์ประกอบของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Composition of capital flows) โดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ได้ก่อให้เกิดผลกระทบทาง ลบต่อเศรษฐกิจมหภาค อาทิ (1) การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น (2) การเพิ่มขึ้นของปริมาณ เงินที่แท้จริง (real money balance) และทุนสำรองระหว่างประเทศ (3) การแข็งค่าขึ้นของอัตรา แลกเปลี่ยนที่แท้จริง (4) ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากขึ้น (5) ราคาหุ้นและราคาที่ดินปรับตัวสูง ขึ้นจากประสบการณ์ของต่างประเทศสะท้อนให้เห็นว่า ลักษณะและองค์ประกอบของเงินทุนไหล เข้าจากต่างประเทศจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคในลักษณะที่แตกต่างกัน ซึ่งจะ ส่งผลทำให้การกำหนดกลยุทธ์นโยบายการเงินและเครื่องมือการเงินของทางการมีความ แตกต่างกันไป

จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่มีอยู่ในปัจจุบันสามารถอนุมานได้ว่า เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในรูปของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio investment) นั้น มักมีลักษณะที่ผันผวนมากกว่า เมื่อเทียบกับเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในรูปของเงินลงทุนโดยตรง (Foreign Direct investment) ดังกรณีการศึกษาของ Turner (1991) และ Taylor and Sarno (1999) อย่างไรก็ดี การศึกษาของ Reisen (1999) ได้ผลสรุปที่ค่อนข้างแตกต่างไปจากกรณีทั้งสองดังกล่าว²

จากผลการวิเคราะห์ของนักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อย (อาทิ Turner (1991) และ Taylor and Sarno (1999)) พบว่า เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศต่างๆ ที่มีความผันผวนอย่างมากนั้น เป็นเงินทุนที่มีลักษณะเป็น (Cyclical capital inflows) กล่าวคือ เป็นเงินทุนระยะสั้น ซึ่งทำให้เป็นเงินทุนที่ไหลเวียนเข้าออกอย่างรวดเร็ว โดยที่การไหลเวียนเข้าออกส่วนใหญ่มักมีความสัมพันธ์ หรือมีความเกี่ยวโยงไม่มากนัก กับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาคและสภาวะการณ์ทางการเงินของประเทศนั้นๆ (Calvo et al. 1996) สิ่งนี้อาจสอดคล้องกับกรณีของประเทศไทย ซึ่งเงินทุนไหลเข้าส่วนใหญ่เป็นระยะสั้น

จากการศึกษาในอดีตพบว่า เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศที่มีลักษณะผันผวนอย่างมาก (Cyclical capital inflows) นั้น มักเป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศที่นำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศมีค่าแข็งขึ้นเกินควร (Undue exchange rate appreciation) โดยเฉพาะในกรณีที่ทางการมิได้ดำเนินมาตรการ Sterilization อย่างเหมาะสม เหตุผลหลักที่ทำให้เงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นเกินควร นั้น เป็นเพราะเงินทุนระยะสั้นดังกล่าวถูกนำมาใช้เพื่อการบริโภคมากกว่าเพื่อการลงทุนทำให้สร้างแรงกดดันทางด้านราคามากกว่าเนื่องจากการลงทุนมักก่อให้เกิดผลผลิตและรายได้ ซึ่งช่วยให้ระดับราคาไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากนัก

ลักษณะและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศจะมีผลกระทบต่อพฤติกรรมทางเลือกนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อลดผลกระทบด้านลบของเงินทุนไหลเข้าดังกล่าวมาน้อยเพียงไร กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ทางเลือกใหม่ของกรอบกลยุทธ์การบริหารนโยบายที่เหมาะสมเพื่อลดผล

² อย่างไรก็ดีตาม เป็นที่ยอมรับกันทั่วไปว่า เงินลงทุนในหลักทรัพย์มีความมั่นคงน้อยกว่าการลงทุนโดยตรง Turner (1991) ได้จัดลำดับการกู้ยืมของภาคธนาคารระยะสั้น (Short-term bank lending) เป็นเงินทุนที่มีความไวตัวมากที่สุด ขณะที่การกู้ยืมของภาคธนาคารระยะยาว (long-term bank flows) เป็นเงินทุนที่มีความไวตัวน้อยที่สุด อย่างไรก็ดีตาม Claessens, Dooley and Warner (1995) พบว่าองค์ประกอบของเงินทุนมีการทดแทนกันในระดับสูง และส่วนประกอบแต่ละประเภทไม่อาจประมาณการเงินทุนไหลเข้าโดยรวมได้

กระทบด้านลบของเงินทุนไหลเข้ามีความสัมพันธ์มากน้อยเพียงไรกับองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ

ในปัจจุบัน นักเศรษฐศาสตร์ให้ความสำคัญไม่แต่เพียงเฉพาะ “ขนาด” (Size) ของเงินทุนเคลื่อนย้ายเท่านั้น แต่ยังให้ความสำคัญต่อ “องค์ประกอบ” (Composition) ของเงินทุนเคลื่อนย้ายด้วย ดังสามารถสังเกตได้จากพฤติกรรมที่แตกต่างกันในกรณีของประเทศในกลุ่มเอเชียกับประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกา (Calvo and Mendoza, 1995, Calvo and Vegh, 1995) โดยเฉพาะในประเด็นที่ว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกามีค่าแข็งขึ้นมากกว่าเมื่อเทียบกับกรณีของประเทศในกลุ่มอาเซียน ทั้งนี้ เนื่องจากเงินทุนที่ไหลเข้าประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกาส่วนใหญ่มักเป็นเงินทุนที่นำเข้าไปเพื่อถือครองการบริโภคของภาคเอกชน หรือมีเจตนาเป็นเงินทุนที่ไหลเข้าจากการที่มีการแปลงสภาพธุรกิจที่มีการดำเนินการในลักษณะของรัฐวิสาหกิจเป็นธุรกิจเอกชน (Privatization)

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า เงินทุนที่ไหลเข้าในลักษณะดังกล่าวเป็นเงินทุนที่ก่อให้เกิดประสิทธิผลในทางเศรษฐกิจไม่มากนัก ในทางตรงกันข้าม เงินทุนที่ไหลเข้าประเทศในกลุ่มอาเซียนส่วนใหญ่มักเป็นเงินทุนที่นำเข้าไปใช้ถือครองการผลิตของภาคเอกชนที่มีประสิทธิผลในทางเศรษฐกิจมากกว่าโดยเปรียบเทียบ (ทำให้เกิดแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ) ด้วยเหตุนี้ พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศในกลุ่มทั้งสองจึงมีความแตกต่างกันอย่างสังเกตได้ชัด โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกามีค่าแข็งขึ้นมากกว่าเมื่อเทียบกับกรณีของประเทศในกลุ่มอาเซียน (BIS, 1995, pp. 113-14.)

3. การบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายและเครื่องมือที่ใช้: ประสบการณ์ของต่างประเทศ

การบริหารจัดการผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศนั้นนับเป็นสิ่งที่ท้าทายความสามารถของผู้บริหารนโยบายของประเทศในตลาดเกิดใหม่ (emerging market economies) เพราะเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้นสามารถส่งผลกระทบที่รุนแรงต่อการขยายตัวของตลาดทุนและเศรษฐกิจโดยรวม เจ้าหน้าที่ทางการเงินจำเป็นต้องเลือกเฟ้นมาตรการและนโยบายในการบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศ โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้นให้มีความสอดคล้องและก่อให้เกิดความสมดุลย์กันระหว่างตลาดในประเทศและต่างประเทศ โดยมีความยืดหยุ่นทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่สูงเพียงพอ ส่วนหนึ่งเพื่อรองรับการเปิดเสรีตลาดการค้าและการลงทุนที่จะมีมากขึ้นในอนาคต

การบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายไม่ว่าจะเป็นการใช้นโยบายการเงินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน หรือนโยบายการคลัง สามารถดำเนินการได้ในหลากหลายรูปแบบโดยผ่าน

เครื่องมือ ต่างๆ ซึ่งมีลักษณะเด่นเฉพาะที่สามารถประยุกต์ใช้ในแต่ละสถานการณ์ที่แตกต่างกันออกไป

ในช่วงทศวรรษ 1970 และ 1980 เครื่องมือทางการเงินแบบ Direct Instruments มีความสำคัญค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ในช่วงทศวรรษ 1990 รัฐบาลของประเทศในแถบ East Asia ได้หันมาใช้ Indirect Instruments แทน (อาทิ Sterilization และนโยบายการเงิน, การปรับ Reserve Requirement, นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน, การปฏิรูปตลาดทุน, นโยบายการคลัง, การลงทุนในต่างประเทศ) เนื่องจากมีประสิทธิภาพมากกว่าเมื่อเทียบกับประเภทแรก และยังเหมาะสมสำหรับประเทศที่มีขนาดของตลาดทุนใหญ่เพียงพอที่จะสามารถเข้าถึงตลาดทุนระหว่างประเทศได้

อย่างไรก็ดี จากผลพวงจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียที่ผ่านพ้นไปเมื่อเร็ว ๆ นี้ ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์มีแนวคิดที่แตกต่างกันมากยิ่งขึ้นเกี่ยวกับการเลือกใช้เครื่องมือที่เหมาะสมสำหรับการบริหารเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ภายหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย แนวคิดเกี่ยวกับการใช้เครื่องมือทางการเงินเป็น Direct instruments ได้รับความสนใจมากยิ่งขึ้น อาทิ การใช้มาตรการควบคุมการปริวรรตเงินตราของมาเลเซีย มาตรการจัดเก็บภาษีเงินกู้ยืมจากต่างประเทศของชิลี นอกจากนี้ ยังมีหลายประเทศที่ดำเนินการปรับเปลี่ยนระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนไปสู่ระบบที่มีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้น

ในมุมมองเชิงทฤษฎี และประสบการณ์จากต่างประเทศ เครื่องมือที่สามารถนำมาใช้เพื่อลดผลกระทบทางลบอันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่มีต่อระบบเศรษฐกิจการเงินของประเทศที่มีเงินทุนไหลเข้านั้น สามารถจำแนกเป็น 2 ประเภท

ประเภทแรก เป็นเครื่องมือการเงินแบบดั้งเดิม (Traditional monetary instruments) หรือที่มักอ้างอิงกันในอีกชื่อหนึ่งว่า Standard policy package ซึ่งประกอบด้วยเครื่องมือหลักๆ ได้แก่ อาทิ การทำ Sterilized intervention การปรับค่าของอัตราแลกเปลี่ยนให้แข็งขึ้น การใช้นโยบายการคลังแบบเข้มงวด

จากประสบการณ์ของต่างประเทศสามารถสรุปได้ว่า มาตรการตอบสนองขั้นแรกในเชิงนโยบาย (the first policy reaction) ก็คือข้อเห็นพ้องที่ว่า เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลบ่าเข้ามานั้นมีลักษณะเป็นการไหลเวียนเข้ามาเพียงชั่วคราวเท่านั้น (temporary inflows) ซึ่งจำเป็นต้องเข้าแทรกแซง (Sterilized intervention) เพื่อป้องกันมิให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นจนเกินควร รวมทั้งเพื่อป้องกันมิให้เงินเพื่อสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม หากเงินทุนไหลเข้ายังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่องแล้ว ปริมาณการแทรกแซงของทางการมักมีขนาดลดลงและในขณะเดียวกันทางการก็มักปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามปรับค่าแข็งขึ้น สำหรับนโยบายการคลังก็ได้รับการปรับให้มีความเข้มงวดเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เพื่อเป็นการหน่วงเหนี่ยวมิให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งค่าจนเกินควรและยังเป็นการลดแรงกดดันทางด้านราคาด้วย

นอกจากนี้ ยังมีการดำเนินการให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีการปรับเปลี่ยนและเคลื่อนไหวขึ้นลงมากขึ้น รวมทั้งมีการดำเนินมาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ทั้งนี้ เพื่อชะลอการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ รวมทั้งโน้มนำให้มีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างของเงินทุนไหลเข้าให้เป็นระยะยาวมากขึ้น

ประเภทที่สอง เป็นเครื่องมือที่มีลักษณะเป็นมาตรการเสริม (Supplementary measures) อาทิ มาตรการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนที่อิงกับมาตรการทางด้านภาษี (Taxed-based controls on capital inflows) มาตรการกันสำรองเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ มาตรการควบคุมการไหลเวียนของทุนโดยตรง มาตรการเสริมเครื่องมือการทำ Sterilization อาทิ การดำรงอัตราสำรองตามกฎหมาย การจำกัดการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์

จากผลการศึกษาวิเคราะห์เชิงประจักษ์จำนวนไม่น้อย (อาทิ Lee, 1996) พบว่า เครื่องมือการเงินแบบดั้งเดิมที่ใช้ควบคุมระดับปริมาณเงินในประเทศเพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ (Sterilization policy) นั้น มักเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิผลเพียงชั่วคราวเท่านั้นในการบรรเทาผลกระทบดังกล่าว รวมทั้งเป็นเครื่องมือที่มีข้อจำกัดในการประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติค่อนข้างมาก ตัวอย่างเช่น เครื่องมือควบคุมทางการเงินที่อิงกับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิดมักจะมีข้อจำกัดในการประยุกต์ใช้อย่างมาก จากการที่ตลาดเงินยังมีการพัฒนาในระดับต่ำ และจากการที่มีต้นทุนทางการคลัง (fiscal costs) ที่ค่อนข้างสูง

ในขณะที่ การศึกษาประสบการณ์ของหลายประเทศ (ชิลี โคลัมเบีย อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ สเปน) พบว่า เครื่องมือการเงินที่มีลักษณะเป็นการควบคุมเฉพาะอย่าง อาทิ (1) การควบคุมเงินทุนไหลเข้าโดยตรง (Direct controls) (2) การกำหนดข้อจำกัดด้านการปริวรรตเงินตรา ในรูปของ Variable deposits requirements (VDRs) Interest equalization tax (IET) สำหรับเงินกู้จากต่างประเทศ เป็นเครื่องมือที่มีส่วนช่วยลดผลกระทบเชิงลบที่เกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่มีการออกข้อกำหนดเกี่ยวกับการจำกัดด้านการปริวรรตเงินตราในรูปแบบของมาตรการทางด้านภาษี มากกว่ามาตรการการควบคุมทางปริมาณโดยตรง จากผลการศึกษาวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่ปรากฏใน (Lee, 1996) พบว่า มาตรการที่มีลักษณะเป็นการควบคุมเฉพาะอย่างดังกล่าวได้มีส่วนช่วยขยายขอบเขตในการควบคุมการขยายตัวของปริมาณเงินโดยผ่านช่องทางด้าน Sterilization และยังมีส่วนช่วยหักล้าง quasi-fiscal cost

มาตรการการกันสำรองเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศร้อยละ 7 (the 7 percent reserve requirement on short term borrowings) เป็นมาตรการหนึ่งในแง่ของการเลือกใช้ supplemental measure ที่ทางการไทยได้นำมาใช้เพื่อควบคุมการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ มาตรการนี้ได้ส่งผลให้โครงสร้างอายุของการกู้ยืม

ผ่านช่องทาง BIBF ปรับเปลี่ยนจากระยะสั้นเป็นระยะยาวมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดยสัดส่วนของยอดคงค้างเงินกู้ BIBF ระยะสั้น มีเพียงร้อยละ 8 ในช่วงเดือนกรกฎาคมปี 1996 เมื่อเทียบกับร้อยละ 18 ก่อนทางการประกาศใช้มาตรการดังกล่าว มาตรการนี้ได้ผลเป็นที่น่าพอใจในระดับหนึ่ง ก่อนที่จะยกเลิกใช้ไปในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (Box C)

3.1 ระบบอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบต่อผลกระทบเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

ในมุมมองเชิงทฤษฎี เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในประเทศในลักษณะใดนั้นย่อมขึ้นอยู่กับระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ประเทศนั้นๆ เลือกใช้เป็นสำคัญ (ตาราง 3.1) ตามแบบจำลองของ Mundel-Fleming model นั้น ประเทศที่เลือกใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ย่อมประสบกับข้อจำกัดในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อมุ่งบรรลุวัตถุประสงค์ที่วางไว้ ภายใต้สภาวะการณ์ที่เงินทุนสามารถไหลเข้าออกได้อย่างเสรี แนวคิดนี้มักเป็นที่รู้จักกันดีภายใต้ทฤษฎี “Unholy Trinity”

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed exchange rate regime) การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศย่อมส่งผลทำให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศโน้มลดลง การลดลงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศดังกล่าวย่อมส่งผลทำให้ปริมาณการใช้จ่ายโดยรวมเพิ่มขึ้น ซึ่งจะโน้มนำให้ระดับราคาในประเทศปรับตัวสูงขึ้น การที่ระดับเงินเฟ้อในประเทศปรับตัวสูงขึ้นย่อมส่งผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้น (Appreciation of the real exchange rate) ในกรณีที่พฤติกรรมของตัวแปรอื่นๆ ไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ นโยบายการแทรกแซงของทางการในรูปแบบของการรับซื้อเงินตราต่างประเทศจากภาคเอกชนเป็นสิ่งที่จำเป็นที่ต้องดำเนินการ ทั้งนี้ เพื่อมุ่งรักษ้อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดไว้ การแทรกแซงของทางการดังกล่าวย่อมส่งผลทำให้เงินทุนสำรองของทางการมีปริมาณเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ดี การเพิ่มขึ้นของทางการดังกล่าวจะไม่เพิ่มขึ้นในลักษณะ “หนึ่งต่อหนึ่ง” ทั้งนี้ เพราะดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มที่จะเสื่อมลง นอกจากนี้การแทรกแซงดังกล่าวยังทำให้ปริมาณเงินในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย สภาพการณ์ดังกล่าวย่อมทำให้นโยบายด้านสินเชื่อในประเทศ (Domestic credit policy) ของทางการมีประสิทธิผลที่น้อยมากต่อการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในประเทศ (แต่อย่างน้อยก็ส่งผลกระทบต่อสัดส่วนขององค์ประกอบ โดยเฉพาะระหว่างองค์ประกอบที่เป็นสินทรัพย์ต่างประเทศกับในประเทศ)

ในกรณีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่นอย่างสมบูรณ์ (Fully flexible exchange rate regime) นั้น อัตราแลกเปลี่ยน ในนาม สามารถที่จะปรับค่าให้แข็งขึ้น (หรืออ่อนลง) เพื่อให้สอดคล้องกับปริมาณการไหลเวียนของเงินทุนไหลเข้า (ไหลออก) ในกรณี

สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิจึงมีค่าคงที่ และนโยบายด้านสินเชื่อในประเทศจึงเป็นตัวกำหนดที่สำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในประเทศ

สำหรับกรณีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed Float exchange rate regime) นั้น เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถที่จะดำเนินการจำกัดการแข็งค่าขึ้น (หรือการอ่อนตัว) ของอัตราแลกเปลี่ยนได้ โดยการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ ในหลายกรณี การแทรกแซงดังกล่าวเป็นสิ่งที่จำเป็น เนื่องจากการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าแข็งขึ้นย่อมส่งผลกระทบต่อความต้องการดำเนินงานของภาคส่งออก ยกเว้นเฉพาะกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนที่มีค่าแข็งขึ้นเป็นผลสืบเนื่องมาจากปัจจัยที่แท้จริง (real factors) อาทิ ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี และการปรับปรุงทางด้านประสิทธิภาพในการผลิต นอกเหนือจากนี้ การที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นอาจส่งผลทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพได้ ซึ่งเป็นปัญหาหนึ่งที่มีักเรียกกันว่า “Dutch disease” กล่าวคือ การแข็งค่าของเงินส่งผลทำให้ราคาขายของสินค้าที่ผลิตเพื่อการส่งออก (supply prices of tradable goods) มีระดับลดลง

อย่างไรก็ดีการปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้นเพื่อตอบสนองต่อเงินทุนไหลเข้าชั่วคราวอาจก่อให้เกิดความเสี่ยง เนื่องจากการไหลออกของเงินทุนอย่างฉับพลันอาจก่อให้เกิดต้นทุนสูงต่อการปรับตัวทางด้านเศรษฐกิจมหภาค ยิ่งไปกว่านี้ แม้ว่าการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นการชั่วคราว แต่อาจก่อให้เกิดกระทบทางลบอย่างถาวรต่อการค้าและการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระบบเศรษฐกิจที่ตลาดเงินยังประดังการมาที่ไม่มากนัก ทำให้ขาดเครื่องมือทางการเงินเพื่อลดความเสี่ยงของผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยน กล่าวโดยสรุป standard open economy ชี้ว่า การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศนั้น จะก่อให้เกิดผลกระทบ (Calvo, et al. 1996) ดังนี้ (1) การบริโภคและการลงทุนเพิ่มขึ้น (2) การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินที่แท้จริง (real money balance) และทุนสำรองระหว่างประเทศ (3) การแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (4) ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากขึ้น (5) ราคาหุ้นและราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่สอดคล้องกับกรณีของ SEACEN

3.2 เครื่องมือการบริหารเงินทุนเคลื่อนย้ายแบบมาตรฐานดั้งเดิม : ปัญหาและอุปสรรค

3.2.1 The problem of impossible trinity

วิกฤตเศรษฐกิจในลาตินอเมริกาและเอเชียที่ผ่านพ้นไปเมื่อเร็วๆ นี้ ได้ให้บทเรียนที่สำคัญเกี่ยวกับการใช้เครื่องมือทางนโยบายแต่ละประเภทที่ก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่ไม่พึงปรารถนา ต่อลักษณะและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยเฉพาะการใช้เครื่องมือ นโยบายแบบผสมผสาน (policy mix) ที่ประกอบด้วย

- (1) การใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่

(2) การแทรกแซงโดยการทำให้ sterilization อย่างต่อเนื่อง และ

(3) การไม่กำหนดข้อจำกัดเกี่ยวกับการไหลเวียนของเงินทุนระยะสั้น

การใช้เครื่องมือนโยบายแบบผสมผสานดังกล่าวเป็นผลทำให้เงินทุนไหลเข้าระยะสั้น (โดยเฉพาะหนี้ต่างประเทศ) มีสัดส่วนสูงขึ้นมากในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย โดยเฉพาะในกรณีของไทยนั้นมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นมากในช่วงปี 1994-95 จากร้อยละ 43.4 ในปี 1993 เป็นร้อยละ 49.8 ในปี 1995 (ตารางที่ 3.2)

ที่สำคัญคือ วิกฤตเศรษฐกิจในลาตินอเมริกาและเอเชียที่ผ่านพ้นไปเมื่อเร็วๆ นี้ ได้ให้บทเรียนที่ว่า การใช้นโยบายการเงินอย่างมีอิสระเพื่อมุ่งบรรลุเป้าหมายทางด้านเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในประเทศนั้น ไม่สามารถที่จะดำเนินการได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาวหากทางการมีการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่เพื่อมุ่งรักษาศักยภาพในการแข่งขันของภาคการส่งออก โดยที่ปล่อยให้เงินทุนสามารถไหลเวียนเข้าออกอย่างเสรี บทเรียนจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในกลุ่มประเทศเอเชียได้สะท้อนให้เห็นว่าทฤษฎี “impossible trinity” ของศาสตราจารย์ Robert Mundel ที่เป็นที่รู้จักกันมาเป็นเวลากว่า 30 ปี ยังคงมีความสมเหตุสมผลอยู่ในปัจจุบัน (รูปที่ 3.1)

จากสภาพการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียในปี 1997 นั้น ประเทศในกลุ่มเอเชียส่วนใหญ่มีระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่ ในขณะที่เงินทุนจากต่างประเทศได้ไหลเข้าสู่ประเทศเหล่านี้เป็นจำนวนมาก โดยได้เพิ่มขึ้นจาก 37.9 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 1994 เป็น 79.2 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 1998 ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในตารางที่ 2.1 เงินทุนที่ไหลเข้าเป็นจำนวนมากนี้ส่วนใหญ่เป็นเงินทุนนำเข้ระยะสั้น ซึ่งเป็นผลทำให้เกิดความต้องการส่วนเกินขึ้นในระบบเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้ และส่งผลกระทบด้านลบต่อเศรษฐกิจมหภาคผ่าน 3 ช่องทางหลัก

ช่องทางแรก เป็นกรณีที่มีความต้องการส่วนเกินได้นำไปใช้เพื่อการใช้จ่ายทางด้าน tradable แล้วก็มักทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากขึ้น Nontradable ก็เป็นผลทำให้เกิดแรงกดดันทางด้านราคา ตลาดหุ้นก็เป็นผลทำให้เกิดแรงกดดันทางด้านราคาสินทรัพย์ราคาเฟ้อ (asset price inflation, asset bubble)

ช่องทางที่สอง เป็นกรณีที่ เงินทุนไหลเข้าไทยจะก่อให้เกิดปัญหาของ domestic absorption และเป็นการเพิ่มแรงกดดันที่ overheat ระบบเศรษฐกิจ ถึงแม้ว่าบางส่วนของเงินทุนไหลเข้าเหล่านี้จะมุ่งไปยังภาคการลงทุน แต่ก็ยังต้องใช้เวลานานกว่าจะเกิด productive capacity ฉะนั้น การ overheat เหล่านี้จะส่งผลต่อภาวะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เพิ่มขึ้นและอีกทั้งเป็นการสร้างแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้ออีกด้วย

ช่องทางที่สาม เป็นกรณีของการเพิ่มของราคาสินทรัพย์ (asset price inflation) การที่เงินทุนไหลเข้ามามาก ทำให้ราคาสินทรัพย์ในประเทศมีค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งในที่สุดจะเป็นการกระตุ้นการใช้จ่ายในประเทศอย่างมากและอาจก่อให้เกิดการเพิ่มแรงกดดันที่ overheat ระบบเศรษฐกิจได้

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า หากเจ้าหน้าที่ทางการเงินของประเทศกลุ่มเอเชียตัดสินใจเลือกสนองตอบการไหลเข้าของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในช่วงทศวรรษที่ 1990 โดยการปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้นแล้วยอมส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสามารถทรงตัวอยู่ในระดับเดิม (โดยที่ไม่จำเป็นต้องปรับตัวสูงขึ้นมากนัก) และยังเป็นผลทำให้สามารถรักษาสัดส่วนของอัตราดอกเบี้ยให้ทรงตัวอยู่ในช่วงแคบ นอกจากนี้ การปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้นชั่วคราวยังเป็นการช่วยทำให้จำกัดการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศได้ในระดับหนึ่ง (แม้จะไม่สามารถจำกัดได้ทั้งหมด) ซึ่งย่อมเป็นการช่วยชะลอการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินในประเทศมิให้มีการขยายตัวมากเกินไป นอกจากนี้ การปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้นย่อมช่วยทำให้ทางการไม่จำเป็นต้องดำเนินมาตรการจำกัดการขยายตัวของปริมาณเงินอันเกิดจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินทุนสำรองโดยการทำ Sterilization

อย่างไรก็ดี การปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้น หรือการเลือกใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น ภายใต้สภาวะการณ์ที่เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าอย่างต่อเนื่องนั้นย่อมเป็นทางเลือกที่มักก่อให้เกิดข้อขัดแย้งกับเป้าหมายการพัฒนาประเทศโดยอาศัยแรงผลักดันจากภาคการส่งออก โดยหลักการแล้ว หากพิจารณาแล้วว่าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศนั้นมีลักษณะเป็นการไหลเข้าอย่างถาวรแล้ว การปล่อยให้ค่าเงินแข็งขึ้นบ้างน่าจะเป็นทางเลือกที่เหมาะสม และยังเป็นการช่วยลดต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการปรับตัวสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในประเทศและของปริมาณเงินทุนสำรองทางการ (Montes, 1998 Bond, 1997) อัตราแลกเปลี่ยนของค่าเงินบาทที่แท้จริงในช่วงที่มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศเป็นจำนวนมากนั้นทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงปี 1990

นอกจากนี้นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ไหลเข้าออกในลักษณะชั่วคราวอาจส่งผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นในระดับที่ไม่ยั่งยืนต่อระบบเศรษฐกิจ การแข็งขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงดังกล่าวจะส่งผลทำให้เกิดความขัดแย้งต่อกลยุทธ์การพัฒนาประเทศที่พึ่งพาการขยายตัวของภาคการส่งออกและการทดแทนการนำเข้าอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งโดยมากแล้วมักพึ่งพิงการใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่เอื้ออำนวยต่อการแข่งขัน การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา (อาทิ Fischer and Reisen, 1993) ได้ชี้ให้เห็นว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่มีค่าแข็งจนเกินควร (Overvalued exchange rate) มักก่อให้เกิดการลงทุนที่มากเกินไปในบางภาคเศรษฐกิจ ซึ่งมักก่อให้เกิด (i) ต้นทุนที่สูงในการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมดังกล่าว (ii) undermine active trade promotion (iii) การกระจายตัวของการส่งออกและการขยายตัวของประสิทธิภาพในการผลิต (iv) เกื้อหนุนให้เงินทุนไหลออก นอกจากนี้ การศึกษาของ

(Agosin, 1994) ยังพบว่า ความผันผวนอย่างรุนแรงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลจากการไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีลักษณะชั่วคราว) นั้น มักส่งผลกระทบต่อทางลบต่อการลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์และการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาวในที่สุด

3.2.2 เหตุใดเครื่องมือการบริหารเงินทุนเคลื่อนย้ายแบบดั้งเดิมจึงไม่สามารถบรรเทาผลกระทบด้านลบอันเกิดจากเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

ประการแรก เจ้าหน้าที่ทางการเงินเกรงว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นมากขึ้นนั้นอาจส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนมากขึ้น และอาจส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีการปรับค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะภายใต้สภาวะการณ์ที่ว่าเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาเป็นจำนวนมาก การที่อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นอย่างมากนั้นก็อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวของภาคการส่งออก โดยเฉพาะต่อภาคการส่งออกที่เป็น nontraditional exports ทั้งนี้เนื่องจากราคาสินค้าส่งออกของไทยจะมีราคาสูงกว่าประเทศคู่แข่งโดยเปรียบเทียบ ด้วยเหตุนี้ จึงพบว่าประเทศจำนวนไม่น้อยจึงเลือกใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ หรือระบบที่มีการจำกัดขอบเขตการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน จากผลการวิเคราะห์ของ Wong and Carranza (1998) พบว่า การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศเป็นผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) มีระดับที่แตกต่าง (แข็งขึ้น) ไปจากอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (equilibrium real exchange rate) ในขณะที่เดียวกันประเทศเหล่านี้ก็ประสบกับปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เสื่อมทรามลงกว่าเดิม สภาพการณ์ดังกล่าวจึงทำให้มีการหาประโยชน์จากการเก็งกำไรในระยะสั้น แม้ว่านักลงทุนจะตระหนักดีว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะมีค่าอ่อนตัวลงในระยะยาว จากการที่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาคมีแนวโน้มที่แย่ลง ซึ่งทั้งนี้ สอดคล้องกับสภาพการณ์ของประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ดังจะเห็นได้ว่าค่าเงินที่แท้จริงจะ overshoot ไปเกินระดับที่สมดุลก่อนที่จะปรับตัวเข้าสู่จุดสมดุลใหม่อย่างช้าๆ (รูปที่ 3.2)

นอกเหนือจากนี้ หากแรงกดดันที่ได้ส่งผลกระทบต่อให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีการปรับค่าให้แข็งเริ่มอ่อนตัว หรือหมดแรงผลักดันแล้ว รวมทั้งปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจสะท้อนให้เห็นถึงความจำเป็นที่จะต้องมีการปรับเปลี่ยนค่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงให้อ่อนตัวลงแล้ว ในท้ายที่สุดเจ้าหน้าที่ทางการเงินย่อมเผชิญกับความยากลำบากที่เพิ่มมากขึ้นตามลำดับในการ

ดำเนินมาตรการทางการเงินเพื่อปกป้องค่าเงิน โดยเฉพาะในกรณีที่มีการเก็งกำไรอย่างกว้างขวางว่าทางการหลีกเลี่ยงไม่พ้นที่จะต้องดำเนินการอัตราแลกเปลี่ยนในนามให้มีค่าอ่อนตัวลง ประสบการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและฟิลิปปินส์นับเป็นตัวอย่างที่นับว่าสอดคล้องกับสภาพการณ์ดังกล่าวข้างต้น

ประการที่สอง เป็นประเด็นที่เชื่อมโยงกับสภาพข้อเท็จจริงที่ว่า ประเทศที่ประสบกับปัญหาการไหลบ่าของเงินทุนจากต่างประเทศเหล่านั้นมักดำเนินมาตรการทางการเงิน โดยการทำ sterilization เป็นส่วนใหญ่ แม้ว่าการทำ sterilization จัดเป็นเครื่องมือการบริหารนโยบายที่มีความเหมาะสมในทางปฏิบัติ โดยเฉพาะภายใต้สภาวะการณ์ที่ผู้บริหารนโยบายกำลังใช้มาตรการดังกล่าวเพื่อจัดการกับปัญหาเงินทุนไหลเข้าในระยะสั้น แต่เครื่องมือการบริหารนโยบายการเงินประเภทนี้ *ไม่ควรที่จะมีการประยุกต์ใช้ต่อเนื่องเป็นระยะเวลานาน* (โดยเฉพาะหากมีระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่) เนื่องจากทำให้นักลงทุนต่างประเทศไม่เห็นความจำเป็นมากนักที่จะต้องปรับเปลี่ยนฐานะการถือครองสินทรัพย์ ซึ่งจะเป็นผลทำให้มีการนำเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาอีก จากการที่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง

ประการที่สาม การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด โดยอาศัยเครื่องมือแบบมาตรฐาน (sterilization, การเพิ่มอัตราสำรอง reserve requirement, และเครื่องมืออื่นๆ ที่ใช้เพื่อดูดซับสภาพคล่องส่วนเกิน) เพื่อควบคุมดูแลเงินเพื่อและลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด โดยผ่านช่องทางการลดการใช้จ่ายในประเทศ อย่างไรก็ตาม นโยบายดังกล่าวก็อาจทำให้เป็นการเพิ่มส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศได้ ในกรณีที่การไหลเข้าของเงินทุนเป็นผลทำให้บัญชีเดินสะพัดขาดดุลเพิ่มขึ้น การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด โดยปราศจากมาตรการเสริมที่ดีพอ โดยเฉพาะการใช้นโยบายการคลังแบบรัดตัว เพื่อช่วยลดส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ก็อาจเป็นผลทำให้มีการดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้น จากการที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้น

3.3 ความไม่สอดคล้องในการใช้นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อลดผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย

ดังที่ได้วิเคราะห์มาแล้วในส่วนที่ 2 เงินทุนที่ไหลบ่าเข้าสู่ประเทศกลุ่มอาเซียนเป็นจำนวนมากในช่วงปี 1990-96 นั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลสะท้อนจากการที่ระบบการเงินของประเทศกลุ่มนี้มีความเชื่อมโยงมากยิ่งขึ้นกับระบบการเงินของโลก และอีกส่วนหนึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาคของประเทศกลุ่มนี้มีความแข็งแกร่งอยู่ในระดับที่น่าพอใจ

ความเชื่อมโยงของระบบการเงินดังกล่าวได้มีส่วนทำให้พัฒนาการทางด้านเศรษฐกิจมหภาคของประเทศกลุ่มนี้มีความอ่อนไหวและมีความเสี่ยงต่อความผันผวนอันเกิดจากการไหลเข้าออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เป็นภาคเอกชน จากการศึกษาของ Alba, *et al.* (1998) พบว่า โดยภาพรวม กระแสการไหลเข้าออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เป็นภาคเอกชนมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับวัฏจักรเศรษฐกิจภายในประเทศประเทศกลุ่มนี้

การวิเคราะห์ที่ปรากฏในการศึกษาของ Alba, *et al.* ยังให้นัยว่า การขาดความสอดคล้องในการใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาค (policy mix) (ตารางที่ 3.3) ร่วมกันในบางลักษณะ (โดยเฉพาะนโยบายที่นำมาใช้เพื่อลดความผันผวนของเศรษฐกิจมหภาค และการไหลเวียนของเงินทุนจากต่างประเทศ) นับเป็นปัจจัยสำคัญที่มีส่วนทำให้กระแสการไหลเข้าออกของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เป็นภาคเอกชนมีความผันผวนมากยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่นำไปสู่การเพิ่มพูนระดับความอ่อนไหวให้มีมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในรูปของการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นที่ไม่มีการปกป้องความเสี่ยง โดยมีสัดส่วนของหนี้ระยะสั้นสูงถึงร้อยละ 47 เมื่อเทียบกับยอดรวมหนี้ต่างประเทศทั้งหมด ในกรณีของประเทศอินโดนีเซีย ในขณะที่สัดส่วนดังกล่าวอยู่ในช่วงเฉลี่ย ร้อยละ 43 ในกรณีของไทยในช่วงปี 1993-1996

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อย เห็นว่า “นโยบายการเงิน” ที่ทางการนำมาใช้เพื่อลดแรงกดดันทางด้านราคา ซึ่งเกิดจากความต้องการในประเทศที่เพิ่มขึ้นและการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นนั้น ยังไม่มีประสิทธิภาพมากนักในการลดแรงกดดันดังกล่าว ทั้งนี้มีสาเหตุสำคัญหลายประการ

ประการแรก การใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวนั้นในท้ายที่สุดก็มักเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งย่อมเป็นผลทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศมีระดับสูงขึ้นในที่สุด ซึ่งเป็นผลโน้มนำให้เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าเพิ่มขึ้นอีก โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น ซึ่งเป็นการเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินระยะสั้นจากต่างประเทศให้สูงขึ้น

ประการที่สอง การใช้นโยบายการเงินภายใต้ภาวะการณ์ที่ระบบการเงินของประเทศกลุ่มนี้มีความเชื่อมโยงมากยิ่งขึ้นกับระบบการเงินของโลกนั้นย่อมเป็นผลทำให้ระดับการทดแทนของสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างประเทศมีความใกล้ชิดกันมากยิ่งขึ้น กล่าวอีกนัยหนึ่ง ความยืดหยุ่นของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศต่ออัตราดอกเบี้ยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นการใช้นโยบายการเงินภายใต้ภาวะการณ์ดังกล่าวจึงไม่ก่อให้เกิดประสิทธิภาพมากนัก

ด้วยเหตุนี้ ในช่วงปีทศวรรษ 1990 ซึ่งเป็นช่วงที่วัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศกลุ่มอาเซียนมีลักษณะเป็นแบบขาขึ้น การใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวจึงมีผลทำให้เพิ่มสัดส่วนของหนี้สินระยะสั้นจากต่างประเทศให้สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ดังสามารถสังเกตได้อย่างชัดเจน

โดยเฉพาะอย่างยิ่งกรณีของประเทศอินโดนีเซียและประเทศไทย (ดังรายละเอียดที่ได้กล่าวมาแล้วในตารางที่ 3.3)

ในส่วนของการใช้ “นโยบายการคลัง” นั้น แม้ว่าโดยทั่วไปประเทศกลุ่มอาเซียนมีการดำเนินนโยบายการคลังที่จัดได้ว่ามีความระมัดระวังค่อนข้างมากโดยเปรียบเทียบโดยเฉพาะเมื่อพิจารณาในช่วงปานกลาง แต่หลายฝ่ายเห็นว่าการดำเนินนโยบายการคลังในช่วงที่เศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้กำลังตกอยู่ภายใต้ความร่อนแรงนั้น นโยบายการคลังกลับไม่มีความเข้มงวด

มากนัก ความจริงนโยบายการคลังที่ใช้นั้นอาจกล่าวได้ว่าเป็นนโยบายการคลังที่ค่อนข้างผ่อนคลาย (ตารางที่ 3.4)

สำหรับการใช้ “นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน” นั้น นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่ามีส่วนค่อนข้างมากเช่นกันที่ทำให้เงินทุนไหลเข้ามีความผันผวนมากขึ้น โดยนอกจากทำให้สัดส่วนของหนี้สินระยะสั้นจากต่างประเทศเพิ่มพูนขึ้นอย่างรวดเร็วแล้ว ยังทำให้สัดส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นนั้นเป็นหนี้สินที่ไม่มีการปกป้องความเสี่ยง อย่างไรก็ดี การใช้ “นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน” ของประเทศกลุ่มอาเซียนได้ก่อให้เกิดประเด็นที่มีการถกเถียงกันมากเกี่ยวกับผลกระทบเศรษฐกิจมหภาค (ตารางที่ 3.5)

นักเศรษฐศาสตร์ส่วนหนึ่งเห็นว่า ประเทศกลุ่มอาเซียนมักเลือกกลยุทธ์การดำเนิน “นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน” ในลักษณะที่หลีกเลี่ยงการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้น (real exchange rate appreciation) ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้มีผลกระทบด้านลบต่อกลยุทธ์การใช้การส่งออกเป็นตัวหลักดันการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (export-led growth strategy) โดยทางการมักหลีกเลี่ยงในการที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นอย่างมากและอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การของประเทศไทยกลับไม่ประสบผลสำเร็จมากนักในการปกป้องการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยน ดังสังเกตได้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศไทยกลับมีค่าแข็งขึ้นในช่วงปี 1994-96 แม้ว่าขนาดของการแข็งขึ้นของค่าเงินมีระดับไม่มากนักก็ตาม

ในทางตรงกันข้าม นักเศรษฐศาสตร์บางส่วนเห็นว่า การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้น (nominal exchange rate appreciation) น่าเป็นผลทำให้ลดแรงจูงใจในการกู้ยืมจากต่างประเทศ ตราบเท่าที่การแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนในนามทำให้มีการคาดเดากันมากขึ้นว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะมีค่าที่อ่อนตัวลงในอนาคต

นอกจากนี้ การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นย่อมเป็นการช่วยลดปริมาณการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันทางด้านราคาที่เป็นผลจากเงินทุนไหลเข้าดังกล่าว ผลลัพธ์คือการช่วยลดแรงกดดันที่ทำให้ทางการจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะที่เข้มงวด กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นย่อมช่วยลดตัวจักรความผันผวนของการดำเนินนโยบายการเงิน ช่วยทำให้ไม่ต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพิ่มขึ้น รวมทั้งช่วยลดการเพิ่มพูนขึ้นของหนี้สินระยะสั้นจากต่างประเทศ

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า “นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน” ที่ประเทศกลุ่มอาเซียนใช้อยู่ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นเป็นนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ให้นัยว่า “อัตราแลกเปลี่ยนในนามที่เป็นอยู่นั้นเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดเดาได้” (predictable nominal exchange rates) โดยที่อัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก รวมทั้งมีความผันผวนไม่มากนัก

“นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน” ดังกล่าวจึงเป็นนโยบายที่เป็นผลทำให้มีหนี้สินระยะสั้นต่างประเทศที่ไม่มีการปกป้องความเสี่ยงเพิ่มพูนขึ้นในสัดส่วนที่สูงมากในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

3.4 กลยุทธ์การบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้าย: บทเรียนจากประสบการณ์ในอดีต

จากประสบการณ์การบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่ผ่านมาในอดีตพบว่า กรอบกลยุทธ์ทางนโยบายที่ประกอบด้วย (a) ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เปิดโอกาสให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงมากนักในระยะสั้น (b) การเข้าแทรกแซงตลาดเงินของทางการ โดยการทำให้ sterilization ทั้งนี้ เพื่อหวังเห็นว่ามีให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศปรับตัวลดลงเข้าใกล้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินระหว่างประเทศ (c) การปราศจากข้อกำหนดหรือจำกัดที่เข้มงวดเกี่ยวกับการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ ทั้งในรูปของข้อกำหนดทางด้านภาษีนำเข้า หรือในรูปของข้อกำหนดหรือจำกัดที่เข้มงวดเกี่ยวกับการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ นับเป็นกรอบกลยุทธ์ทางนโยบายที่ส่งผลให้มีปริมาณเงินทุนระยะสั้นไหลเข้าประเทศมากที่สุด ดังสามารถสังเกตได้จากประสบการณ์ที่ประเทศเม็กซิโกได้ประสบมาแล้วในช่วงปี 1990-93 และประเทศในกลุ่มเอเชียในช่วงปี 1996-97

การที่มีความเสี่ยงน้อยมากเกี่ยวกับความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้น กอปรกับการที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศทรงตัวอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงโดยเปรียบเทียบ นั้นนับเป็นปัจจัยร่วมที่เอื้อประโยชน์สำหรับการลงทุนในระยะสั้นเพื่อหาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าว³ สำหรับการลงทุนระยะยาว (อาทิ การลงทุนโดยตรง FDI) นั้น มักจะมีความอ่อนไหวกับระดับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยไม่มากนัก จากสภาพการณ์ดังกล่าวข้างต้น จึงทำให้สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้ามีแนวโน้มที่เป็นเงินทุนระยะสั้นเพิ่มมากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่กรอบกลยุทธ์ทางนโยบายที่ประกอบด้วยเงื่อนไข (a)-(c) มีการประยุกต์ใช้เป็นเวลาค่อนข้างนาน

ในอีกแง่หนึ่ง กรอบกลยุทธ์ทางนโยบายที่ประกอบด้วย (a) ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เปิดโอกาสให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการเปลี่ยนแปลงมากนักในระยะสั้น (b) การเข้าแทรกแซงตลาดเงินของทางการ โดยการทำให้ sterilization ทั้งนี้ เพื่อหวังเห็นว่ามีให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศปรับตัวลดลงเข้าใกล้ระดับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินระหว่างประเทศ (c) การกำหนดข้อจำกัดที่เข้มงวดเกี่ยวกับการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ ก็มักเป็นผลทำให้ประสิทธิภาพของการใช้เครื่องมือแต่ละประเภทมีประสิทธิภาพลดลงไป

³ อย่างไรก็ดี ในกรณีของนักลงทุนระยะยาวแล้วย่อมมีความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนอยู่เสมอ เนื่องจากอาจต้องประสบกับสภาพการณ์ที่ว่าทางการอาจปรับเปลี่ยนเงื่อนไขในการกำหนดค่าอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ หรือทางการอาจปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนใหม่

ในกรณีนี้ การเข้าแทรกแซงตลาดเงินของทางการ โดยการทำให้ sterilization นั้น มักส่งผลทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศกับต่างประเทศทรงตัวอยู่ในระดับสูง ซึ่งก็ทำให้มีการหลีกเลี่ยงข้อกำหนดของทางการ โดยที่ธุรกิจเอกชนและธนาคารพาณิชย์ก็จะพยายามหาหนทางที่จะกู้เงินจากตลาดเงินต่างประเทศ หากความพยายามดังกล่าวประสบผลสำเร็จก็มักเป็นผลทำให้ความพยายามของทางการที่จะลดปริมาณความต้องการในประเทศโดยการทำให้ sterilization มีประสิทธิผลลดลง ดังสามารถสังเกตได้จากประสบการณ์ที่ประเทศบราซิลได้ประสบมาแล้วในช่วงปี 1994-95

อย่างไรก็ดี จากประสบการณ์ของหลายประเทศพบว่า เครื่องมือทางนโยบายที่นำมาใช้อย่างมีประสิทธิภาพนั้น ส่วนใหญ่เป็นการผสมผสานการใช้เครื่องมือ (policy mix) ในรูปแบบต่าง ๆ กัน บทเรียนการใช้เครื่องมือเหล่านี้หลังวิกฤตลาตินอเมริกาและวิกฤตเอเชียพบว่ามี ความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ซึ่งขึ้นอยู่กับลักษณะทางโครงสร้างทางเศรษฐกิจและทางสถาบันของแต่ละประเทศเป็นสำคัญ

บทเรียนดังกล่าวสามารถสรุปเป็น 2 ประเด็นหลัก ดังนี้ ประการแรก ในกรณีของลำดับขั้น (sequencing) ของการใช้เครื่องมือ นั้น พบว่านโยบายการเงิน (monetary policy) จะถูกใช้เป็นอันดับแรก โดยเฉพาะในช่วงต้นที่มีเงินทุนไหลเข้า หากการไหลเข้าของเงินทุนเป็นการไหลเข้าที่มีลักษณะต่อเนื่องและค่อนข้างถาวร (persistence) แล้ว จะเป็นผลทำให้การทำ sterilization ในรูปแบบต่าง ๆ มีต้นทุนที่สูงแล้ว ทางการก็มักจะพึงพิงการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate policy) โดยการปรับหรือปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากขึ้น

ในหลายกรณี ผู้บริหารนโยบายการเงินของประเทศก็มักดำเนินการเพื่อลดต้นทุนอันเกิดจากการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจากผลของการไหลเข้าของเงินทุนที่มีผลกระทบต่อศักยภาพในการแข่งขันของภาคการส่งออก โดยอาศัยมาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุน (ดังเช่นกรณีของชิลี โคลัมเบีย และมาเลเซีย) ทั้งนี้ เพื่อให้เงินทุนไหลเข้าชะลอตัวลง รวมทั้งเพื่อให้เงินทุนที่ไหลเข้ามีการเปลี่ยนแปลงทางด้านองค์ประกอบ โดยมี

สัดส่วนของเงินทุนนำเข้าที่เป็นระยะยาวมากขึ้น ในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าถูกผลักดันโดยเงินทุนระยะสั้น การใช้นโยบายการคลังแบบเข้มงวดย่อมมีบทบาทสำคัญ

ประการที่สอง การใช้เครื่องมือหรือมาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุน (โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น) นับเป็นองค์ประกอบหนึ่งของการประสานการใช้เครื่องมือ นโยบายที่เหมาะสม (appropriate policy response) ที่ก่อให้เกิดผลสำเร็จในการบรรเทาผลกระทบที่ทำให้ค่าเงินไม่ปรับตัวแข็งขึ้นรวดเร็วจนเกินไปจนอาจส่งผลเสียต่อภาคการส่งออก และยังช่วยยับยั้งมิให้ปริมาณเงินในประเทศขยายตัวมากเกินไปจนอาจเป็นอันตรายต่อเสถียรภาพทางด้านราคาในประเทศ

ประการที่สาม ประสพการณ์ของประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกาและเอเชียพบว่า มีปัญหาค่อนข้างมากในเรื่องความไม่สอดคล้องของนโยบายบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้าย (policy inconsistency) ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 3.3

4. ทางเลือกกลยุทธ์การบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายหลังวิกฤตในกรณีของไทย

ในบทนี้จะนำเสนอผลการวิเคราะห์เบื้องต้นเกี่ยวกับทางเลือกกลยุทธ์นโยบายที่ทางการสามารถนำมาประยุกต์ใช้ เพื่อบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในกรณีของไทย โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจไทยมีการปรับตัวเข้าสู่ภาวะการฟื้นตัวอย่างปกติ โดยจะศึกษาวิเคราะห์ว่า เครื่องมือทางนโยบายแบบมาตรฐาน (standard policy instruments) สามารถนำมาประยุกต์ใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงไรในช่วงดังกล่าว การวิเคราะห์ทางเลือกกลยุทธ์นโยบายดังกล่าวจะดำเนินการโดยเชื่อมโยงกับสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจการเงินและเงื่อนไขด้านโครงสร้างสถาบันของไทยที่มีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากในหลายด้าน อาทิ (i) ระดับความเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ (2) ลักษณะของเงินทุนไหลเข้า (3) ลักษณะโครงสร้างทางสถาบัน อาทิ (i) ระดับการพัฒนาของตลาดเงินในประเทศ (ii) ปริมาณและความพอเพียงของเครื่องมือ (พันธบัตร) ที่จะใช้เพื่อดำเนินการแทรกแซง (iii) อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (iv) แนวโน้มการใช้งบประมาณขาดดุล (ซึ่งอาจเป็นข้อจำกัดของการใช้นโยบายการคลังแบบเข้มงวด เพื่อช่วยลดขนาดของการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง รวมทั้งอาจไม่สามารถใช้เป็นเครื่องมือเสริมในกรณีที่ทางการเห็นควรปรับลดขนาดของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ทั้งนี้ เพื่อมิให้เป็นแรงผลักดันให้มีการไหลเวียนของเงินทุนเข้าประเทศมากเกินไป) (v) การให้ความสำคัญต่อเป้าหมายเงินเฟ้อมากขึ้น (4) และแนวโน้มนโยบายทางการในขณะนั้น ๆ (ตารางที่ 4.1)

การวิเคราะห์ดังกล่าวจะสะท้อนให้เห็นในเบื้องต้นว่า เงื่อนไขที่เปลี่ยนแปลงไปเหล่านั้นจะส่งผลกระทบต่อการใช้กลยุทธ์ทางนโยบายแต่ละประเภทในลักษณะและ/หรือ

ในทิศทางใด นอกจากนี้ จะมีการนำเสนอแนวทางในเบื้องต้นเกี่ยวกับ “การผสมผสานการใช้ นโยบายที่เหมาะสม” (appropriate policy mix)

4.1 ขนาดของเงินทุนไหลเข้าและภัยต่อประสิทธิภาพของเครื่องมือ sterilization: ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์กรณีของไทย

จากประสพการณ์ของหลายประเทศพบว่า การทำ sterilization จัดเป็นมาตรการตอบสนองทางนโยบายขั้นต้นที่ธนาคารกลางได้นำมาใช้ เพื่อลดผลกระทบจากเงินทุนไหลเข้าที่มีต่อการแข็งขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนและการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในประเทศ ทั้งนี้ ส่วนใหญ่เพื่อเป็นการประวิงเวลาก่อนที่จะดำเนินการศึกษาวิเคราะห์เพื่อกำหนดว่าเงินทุนที่ไหลเข้ามานั้น มีลักษณะเป็นเงินทุนประเภทใด

ในมุมมองเชิงทฤษฎีและประสบการณ์จากต่างประเทศพบว่า “...การใช้เครื่องมือ *sterilization* จะมีประสิทธิภาพมากน้อยเพียงไรในการควบคุมมิให้ปริมาณเงินในประเทศเพิ่มขึ้นตามการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศนั้น ย่อมขึ้นอยู่กับขนาดของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศเป็นสำคัญ หรืออีกนัยหนึ่งคือ ขึ้นอยู่กับว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศจะมีการปรับตัวเข้าสู่ระดับของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศได้มากน้อยเพียงไร หลังจากที่คำนึงถึงความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และ *risk premium* แล้ว (*interest parity theorem* มีผลในทางปฏิบัติหรือไม่)...”

4.1.1 Degree of Capital Mobility

ในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย มีการศึกษาจำนวนไม่น้อยที่ได้วิเคราะห์ถึงผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อการดำเนินนโยบายการเงินในกรณีของไทย โดยใช้แบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) ซึ่งเป็นวิธีวัดผลกระทบทางอ้อม โดยพยายามศึกษาวิเคราะห์เพื่อดูว่า พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความสัมพันธ์มากน้อยเพียงไร กับทิศทางและพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ (ตารางที่ 1.1) การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่ใช้ในบทความนี้จะอิงกับแบบจำลองของ Edwards and Khan (1985) โดยมีการปรับปรุงแบบจำลองดังกล่าวบ้างเพื่อให้สอดคล้องกับสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจการเงิน และโครงสร้างทางสถาบันของไทย สำหรับรายละเอียดโดยสังเขปของ Edwards and Khan Model สามารถดูเพิ่มเติมได้จาก Box D

จากหลักฐานการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจตามที่ปรากฏในตารางที่ 1.1 พบว่า “ค่าสัมประสิทธิ์” ของความเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศมีระดับที่สูงมาก โดยมีค่าประมาณ 1 ในกรณีการศึกษาของ Robinson (1993) และประมาณ 0.89 ในกรณีการศึกษาของ Hataiseree (1995), Hataiseree and Phipps (1996)

และ รังสรรค์ หทัยเสรี (2538) สาเหตุที่ทำให้ผลลัพธ์ที่ได้จากการศึกษาของ Hataiseree and Phipps (1996) และ Robinson (1993) มีความแตกต่างกันนั้นเกิดจากปัจจัยหลายประการ อาทิ (i) ความแตกต่างในเรื่องคาบเวลาที่ใช้ในการศึกษา (ii) ความแตกต่างในเรื่องวิธีการทางเศรษฐมิติที่ใช้ในการศึกษา กล่าวคือ งานวิจัยบางรายใช้เทคนิค ordinary least square (OLS) ในการประมวลผลเชิงปริมาณวิเคราะห์ แต่บางรายใช้เทคนิคการวิเคราะห์ทางด้าน Cointegration and Error Correction⁴ (iii) ความแตกต่างในเรื่องตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลอง เป็นต้น

อย่างไรก็ดี “ค่าสัมประสิทธิ์” ที่คำนวณได้ในการศึกษานี้มีขนาดที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับ จากการศึกษาก่อนหน้าของ รังสรรค์ หทัยเสรี (2538) Hataiseree (1995) โดยในการศึกษานี้พบว่ามีค่าอยู่ในราว 0.7 – 0.8 (ตารางที่ 1.1) สาเหตุที่ทำให้ผลการคำนวณค่าดังกล่าวมี

⁴ รายละเอียดในส่วนนี้ สามารถดูเพิ่มเติมได้จาก Hataiseree (1995)

ความแตกต่างกันนั้น น่าจะเชื่อมโยงกับปัจจัยที่ว่าช่วง time frame ที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้รวมช่วงเวลาภายหลังการลอยตัวของค่าเงินบาท (ตั้งแต่ช่วงเดือน กรกฎาคม 2540) เข้าไปด้วย ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของไทยมีความยืดหยุ่นมากขึ้น เมื่อเทียบกับระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินที่ใช้ในการศึกษาก่อนหน้า ความแตกต่างของระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิด structural break ในสมการและส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ต่ำลง อย่างไรก็ตาม จำเป็นที่จะต้องระมัดระวังในการแปลผลและการตีความผลการคำนวณที่ได้จากการศึกษานี้ เนื่องจากผลการคำนวณทางเศรษฐมิติมักมีความแม่นยำลดน้อยลงไปมากในช่วงที่ระบบเศรษฐกิจมีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง

4.1.2 Sterilization of Capital Flows

จากข้อมูลตามที่ปรากฏในตารางที่ 4.2 พบว่า “ค่าสัมประสิทธิ์ของการหักล้าง” (sterilization coefficient) มีขนาดในราว 0.6 และมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับที่สูงมาก โดยเป็นการทดสอบโดยใช้ข้อมูลรายเดือน (1994M8-1999M7) นัยของค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวก็คือทางความสามารถใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อหักล้างผลกระทบของเงินทุนนำเข้าได้ราวร้อยละ 60 ของเงินทุนนำเข้าทั้งหมด

กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ประมาณร้อยละ 60 ของสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิที่เพิ่มขึ้นได้รับหักล้างจากเครื่องมือการเงินเพื่อลดปริมาณสินเชื่อในประเทศ ดังสังเกตได้ว่า มีการดำเนินมาตรการทางการเงินหลายประการ อาทิ การออกพันธบัตรธนาคารในช่วงปี 1995 เพื่อดูดซับสภาพคล่องส่วนเกิน รวมทั้งมีการนำมาตรการควบคุมเฉพาะอย่างมาใช้เพื่อลดการขยายตัวของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน (อาทิ การจำกัดวงเงินการให้กู้ การกำหนดเงินสำรองของเงินกู้ต่างประเทศในบัญชีเงินบาทของผู้ที่มีถิ่นฐานอยู่ต่างประเทศ การเข้มงวดในเรื่องฐานะเงินตราต่างประเทศ)

อย่างไรก็ดี “ค่าสัมประสิทธิ์ของการหักล้าง” ที่คำนวณได้จากการศึกษานี้มีขนาดที่แตกต่างค่อนข้างมาก เมื่อเทียบกับ “ค่าสัมประสิทธิ์” ที่คำนวณได้จากการศึกษาก่อนหน้าของ รัสสรค์ หทัยเสรี (2538) และ Hataiseree (1995) ซึ่งพบว่ามีค่าอยู่ในราว 0.38 สาเหตุที่ทำให้ผลการคำนวณค่าดังกล่าวมีความแตกต่างกันนั้น น่าจะเชื่อมโยงกับปัจจัยสำคัญ 2 ประการ ประการแรก ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นช่วงเวลาที่ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของไทยมีความยืดหยุ่นมากขึ้น เมื่อเทียบกับระบบตะกร้าเงินที่ใช้ในการศึกษาก่อนหน้า ประการที่สอง ตัวแปรที่ใช้ในสมการที่แสดงถึงพฤติกรรมตอบสนองของธนาคารกลางมีความแตกต่างกัน โดยที่การศึกษานี้ได้ใช้ตัวแปรทางด้าน REER ไว้ในแบบจำลองด้วย

อย่างไรก็ดี มีข้อสังเกตว่า จำเป็นต้องระมัดระวังในการแปลผล “ค่าสัมประสิทธิ์ของการหักล้าง” ที่คำนวณได้นี้ เนื่องจากเป็นช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้มีเงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะในช่วงกลางปี 1997 ปลายปี 1998

4.1.3 Scope for Policy Response

ในภาพรวมแล้วให้นัยว่า การดำเนินนโยบายการเงิน โดยการทำให้ sterilization นั้น ยังคงสามารถส่งผลกระทบต่อฐานะสภาพคล่องโดยรวมของระบบการเงิน และต่อระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้ในระดับหนึ่ง ทั้งนี้ เพราะพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศยังไม่ได้ถูกกำหนดโดยปัจจัยทางด้านอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศทั้งหมด ดังสังเกตได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของความเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศที่ยังคงมีค่าห่างจาก “1” พอสมควร ผลการศึกษานี้ให้ข้อสรุปที่คล้ายคลึงกับการศึกษาก่อนหน้า ของ Hataiseree (1995) รังสรรค์ หทัยเสรี (2538) และวิมุติ วานิชเจริญธรรม (1999) ซึ่งใช้ข้อมูลในช่วงก่อนหน้าการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ดี หลักฐานเชิงประจักษ์ที่เสนอในบทความนี้น่าจะเป็นเพียงผลเบื้องต้น (เนื่องจากเป็นช่วงที่เกิดวิกฤต เพราะฉะนั้น “ค่าสัมประสิทธิ์” ที่คำนวณอาจยังไม่มีเสถียรภาพเท่าที่ควรจากการที่ระบบเศรษฐกิจยังคงตกอยู่ภายใต้การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างอยู่ ด้วยเหตุนี้จึงจำเป็นต้องระมัดระวังในการตีความ ผลที่ได้ที่น่าจะเป็นเพียงเครื่องชี้ (indicative) มากกว่าเป็นผลสรุปที่ชัดเจน (conclusive)

ในกรณีของ Scope for policy response นั้น นักเศรษฐศาสตร์บางส่วนเห็นว่า ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจอัตราดอกเบี้ยของไทยทรงตัวอยู่ในระดับค่อนข้างสูง (น่าจะปรับลดได้ หากปล่อยให้เงินบาทมีค่าแข็งขึ้นบ้าง ซึ่งหลายฝ่ายเห็นว่า ยังมีช่องทางที่ทำได้ เนื่องจากการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน) แต่ทางการไปมุ่งเน้นการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อมุ่งเสริมสร้างศักยภาพของการแข่งขันมากกว่ามุ่งการลดความร้อนแรงของเงินทุนไหลเข้า (Berg, 1999, Hataiseree, 1995) และวิมุติ วานิชเจริญธรรม (1999)

ประสบการณ์ของวิกฤตเศรษฐกิจได้ชี้ให้เห็นว่า sterilization โดยการใช้นโยบายการเงินการคลังเป็นเครื่องมือที่ไม่มีประสิทธิภาพมากนักในการบรรเทาผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ เพราะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าแข็งขึ้นเกินความเป็นจริง (overvaluation) ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกและต่อดุลบัญชีเดินสะพัด และเป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต้องอ่อนค่าลงในที่สุดในระยะยาว เนื่องจากตลาดคาดเดาว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงที่สูงขึ้นนั้น เป็นการสูงขึ้นเพียงชั่วคราวในระยะสั้น ซึ่งจะไม่สามารถทรงตัวในระดับที่แข็งเป็นเวลานานได้ ตรابطที่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ (อาทิ ดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราเงินเฟ้อ) มีพัฒนาการในทิศทางที่เสื่อมทรามลง

อย่างไรก็ดี ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนสามารถเคลื่อนไหวโดยมีค่าแข็งขึ้นในระยะสั้นเพื่อป้องกันมิให้มีค่าแข็งขึ้นจนเกินควร จำเป็นต้องชั่งน้ำหนักว่าจะให้แข็งค่าขึ้นมากน้อยเพียงไร ซึ่งก็ต้องพิจารณาต่อไปว่าเป็นเงินทุนไหลเข้าแบบชั่วคราว (cyclical) หรือถาวร (อาทิ FDI) ซึ่งเป็นประเด็นที่จะวิเคราะห์โดยสังเขปในหัวข้อถัดไป

4.2 ทางเลือกเครื่องมือการบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายในช่วงหลังวิกฤต

จากที่ได้กล่าวมาแล้วในบทก่อนหน้า แม้ว่าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศได้ก่อให้เกิดประโยชน์หลายประการต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศที่มีเงินทุนไหลเข้า แต่ประสบการณ์ที่ได้รับจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเซียที่เกิดขึ้นในช่วงประมาณครึ่งหลังของปี 1997 นั้น ทำให้ผู้วางนโยบายเศรษฐกิจการเงินของหลายประเทศในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (emerging market economies) ซึ่งรวมทั้งประเทศไทยด้วยต่างตระหนักดีถึงผลกระทบทางลบที่สามารถเกิดขึ้นได้จากการไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศที่มีปริมาณและความผันผวนในระดับสูง (large and volatile capital flows)

ในมุมมองเชิงทฤษฎีและประสบการณ์จากต่างประเทศยังไม่สามารถพบข้อสรุปที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเภทของเครื่องมือและ policy mix ที่สามารถนำมาใช้เพื่อบริหารจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น แม้ว่าได้มีข้อสรุปที่ร่วมกันในระดับหนึ่งเกี่ยวกับ sequencing ของการใช้เครื่องมือทางการเงิน การเลือกใช้ policy mix ที่เหมาะสมจึงมักมีความเกี่ยวข้องกับปัจจัยทางด้านโครงสร้างและสถาบันที่เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละประเทศ (country's specific circumstances) ในส่วนนี้จึงพยายามเชื่อมโยงปัจจัยทางด้านโครงสร้างและสถาบันของไทยที่ได้เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อแนวทางและกรอบในการเลือกใช้เครื่องมือและ policy mix ที่เหมาะสมของไทยในปัจจุบันและในอนาคตอันใกล้

ผลพวงจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเซียและประสบการณ์ของประเทศในกลุ่มอาเซียนพบว่า การไหลเข้าเข้ามาของเงินทุนจากต่างประเทศนั้น ได้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจการเงินหลายด้าน ในอนาคตเมื่อเศรษฐกิจไทยสามารถฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติอีกครั้งหนึ่ง เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีแนวโน้มว่าจะไหลกลับสู่ประเทศไทยอีกครั้งหนึ่งจากการที่สภาพเศรษฐกิจโดยทั่วไปของไทยยังอยู่ในเกณฑ์ที่น่าพอใจ เมื่อเทียบกับสภาพเศรษฐกิจของหลายประเทศในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ ในด้านหนึ่ง การไหลกลับเข้ามาของเงินทุนจากต่างประเทศระลอกใหม่มักก่อให้เกิดประโยชน์หลายประการต่อเศรษฐกิจไทยดังที่เป็นมาในอดีตในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ในอีกด้านหนึ่ง การไหลกลับเข้ามาของเงินทุนจากต่างประเทศระลอกใหม่มักสร้างความยากลำบากต่อผู้ที่รับผิดชอบในการบริหารนโยบายทางเศรษฐกิจและการเงินในการดำเนินการเพื่อปกป้องและรักษาไว้ซึ่งเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงิน ซึ่งอาจได้รับผลกระทบทางลบอันเกิดจากความผันผวนของการไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศที่มีปริมาณและความผันผวนค่อนข้างมาก

4.2.1 ประเด็นปัญหาและข้อกังวลของทางการเกี่ยวกับผลกระทบของเงินทุนไหลเข้า

สำหรับประเด็นปัญหาและข้อกังวลของทางการ (authorities' concerns) ที่เกี่ยวเนื่องกับผลกระทบทางลบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีอยู่หลายประการ ประเด็นปัญหาที่จะกล่าวถึงในลำดับถัดไปเป็นเพียงส่วนหนึ่งของประเด็นปัญหาและข้อกังวลของทางการที่จะมีการวิเคราะห์เพิ่มเติมเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงนัยที่มีผลต่อการเลือกใช้กลยุทธ์เครื่องมือสำหรับนำมารองรับผลกระทบด้านลบอันเกิดจากความผันผวนของการไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศที่มีปริมาณและความผันผวนค่อนข้างมาก⁵

(i) ถ้าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีองค์ประกอบที่เป็นระยะสั้นมากกว่าระยะยาว กล่าวอีกนัยหนึ่ง ถ้าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีแนวโน้มว่าจะนำไปใช้เพื่อการบริโภคมากกว่าการลงทุน

(ii) ถ้าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีผลโน้มนำให้ (a) ปริมาณเงินขยายตัวมากกว่าระดับปริมาณที่มีความสอดคล้องกับเป้าหมายเงินเฟ้อที่กำหนดไว้ (b) อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นอย่างมาก

(iii) ถ้าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศที่นำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศมีค่าแข็งขึ้นเกินควร (*Undue exchange rate appreciation*) มีค่าแข็งขึ้น และการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงดังกล่าวมีผลกระทบทางลบต่อศักยภาพในการแข่งขันของภาคการส่งออก และมีผลทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากยิ่งขึ้น

(iv) ถ้าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีผลทำให้ราคาหุ้นและราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้นและมีผลทำให้เกิดปรากฏการณ์ของสินทรัพย์ราคาเฟ้อ (*asset price inflation*)

4.2.2 ทางเลือกกลยุทธ์นโยบายในระยะสั้น

ในมุมมองเชิงทฤษฎีและจากประสบการณ์ของต่างประเทศ ผู้ที่รับผิดชอบด้านนโยบายเศรษฐกิจการเงินของไทยมีช่องทางและทางเลือกในหลากหลายรูปแบบที่สามารถนำมา

⁵ ในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศที่เป็นเงินทุนระยะสั้นและมีลักษณะผันผวนอย่างมาก (Cyclical capital inflows) นั้น ในช่วงต้นมักเป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศที่นำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศมีค่าแข็งขึ้นเกินควร (Undue exchange rate appreciation) และก่อให้เกิดผลกระทบด้านลบต่อศักยภาพการแข่งขันของภาคการส่งออก โดยเฉพาะในกรณีที่ทางการมีได้ดำเนินมาตรการ Sterilization อย่างเหมาะสม

ใช้เพื่อบรรเทาปัญหาและลดผลกระทบด้านลบอันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ ตามที่ปรากฏในหัวข้อ (i) ถึง (iv) ตัวอย่างของทางเลือกในการใช้เครื่องมือทางการเงินและเครื่องมือทางนโยบายอื่นๆ เพื่อลดผลกระทบดังกล่าวประกอบด้วย (a) เครื่องมือทางนโยบายแบบมาตรฐาน (Standard policy instruments) และ (b) เครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นมาตรการเฉพาะอย่าง (Supplementary instruments or measures) อาทิ เครื่องมือที่เพิ่มความเข้มงวดของมาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนเพื่อชะลอการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ ดังเช่นที่ชิลีและมาเลเซียได้นำมาใช้ สำหรับตัวอย่างของเครื่องมือทางนโยบายแบบมาตรฐาน ได้แก่ (Figure 4.1)

(1) การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินในประเทศมีค่าแข็งขึ้นชั่วคราว ทั้งนี้เพื่อช่วยลดแรงกดดันทางด้านราคาในระยะสั้น

(2) การทำ Sterilized intervention โดยการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศเพื่อคงไว้ซึ่งเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน (คงไว้ซึ่งค่าเสมอภาคของอัตราแลกเปลี่ยน) ในขณะเดียวกัน ก็ดำเนินการ Sterilize เพื่อหักล้างผลของการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินอันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินในการเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ

(3) การทำ Non-sterilized intervention ซึ่งเป็นการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยทางการไม่ดำเนินการ Sterilize เพื่อหักล้างผลของการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินอันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินในการเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ และ

(4) การใช้นโยบายการคลังแบบรัดตัว

แม้ว่าจากผลพวงจากวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียที่ผ่านพ้นไปเมื่อเร็วๆ นี้ ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์มีแนวคิดที่แตกต่างกันมากยิ่งขึ้นเกี่ยวกับ “ทางเลือกในการใช้เครื่องมือที่เหมาะสม” (appropriate policy responses) สำหรับการบริหารเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น อย่างไรก็ตามจะเน้นวิเคราะห์และกล่าวถึงทางเลือกกลยุทธ์นโยบายที่สามารถนำมาใช้เพื่อเป็นเครื่องมือควบคุมดูแลการไหลเวียนของเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้นเป็นสำคัญ

A. การตอบสนองโดยอาศัยเครื่องมือและกลยุทธ์ด้านนโยบายการเงิน อาทิ (1) การใช้เครื่องมือการเงินโดยผ่านช่องทางด้านการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดเปิด (OMOs) (2) การกำหนดเงินสำรองของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (3) การบริหารเงินฝากของรัฐบาล

การทำ Sterilized intervention โดยการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ เพื่อคงไว้ซึ่งเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน โดยพยายามป้องกันมิให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับค่าแข็งขึ้นเร็วจนเกินไปนั้น ในขณะเดียวกัน ก็ดำเนินการ Sterilize เพื่อหักล้างผลของการเพิ่มขึ้น

ของปริมาณเงินอันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินในการเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ นั้นนับเป็นมาตรการทางนโยบายขั้นต้นที่ทางการสามารถนำมาใช้เพื่อลดผลกระทบด้านลบที่มีต่อการเพิ่มของปริมาณเงินและการแข็งขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนในนามตามที่ปรากฏในข้อกังวล (i)-(iv)

อย่างไรก็ดี แม้ว่าการทำ Sterilized intervention จะเป็นเครื่องมือที่มีความคล่องตัวและสะดวกในการประยุกต์ใช้ในทางปฏิบัติ แต่จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ในกรณีของไทยพบว่า “sterilization coefficient” (หรือ ค่าสัมประสิทธิ์ของการหักล้าง) ที่คำนวณได้มีขนาดที่ไม่สูงนัก โดยมีค่าราว 0.38 ในกรณีการศึกษาของหน้าของ รังสรรค์ หทัยเสรี (2538) และ Hataiseree (1995) และมีค่าราว 0.6 ในกรณีการศึกษานี้ตามที่ปรากฏในหัวข้อ 4.1

จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่คำนวณได้ดังกล่าวสามารถกล่าวได้ว่า เครื่องมือนี้มีประสิทธิผลชั่วคราวเพียงระยะสั้นเท่านั้น โดยที่มักมีประสิทธิผลน้อยมากในระยะปานกลาง นอกจากนี้ การศึกษาประสบการณ์ของต่างประเทศยังพบว่าเครื่องมือนี้อาจสร้างปัญหาใหม่ขึ้นมาในรูปการปรับตัวของระบบเศรษฐกิจต่อการไหลเข้าของเงินทุนที่มีปริมาณค่อนข้างมาก (IMF, 1995) ทั้งนี้โดยมีเหตุผลสำคัญอย่างน้อย 3 ประการ

ประการแรก ทางการไม่สามารถลดแรงกดดันที่มีต่อตลาดเงินตราต่างประเทศได้ทั้งหมด แม้ว่าจะมีการแทรกแซงในปริมาณที่มาก

ประการที่สอง การทำ Sterilization มักเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งจะเป็ปัจจัยที่โน้มนำให้เงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามาอีก

ประการที่สาม การทำ Sterilization ในตลาดเงินตราต่างประเทศมักก่อให้เกิดต้นทุนในรูปของ quasi-fiscal costs ที่ค่อนข้างสูง ซึ่งอาจทำให้ทางการจำเป็นต้องเลือกใช้มาตรการตอบสนองประเภทอื่นเพื่อลดต้นทุนดังกล่าว ซึ่งอาจอยู่ในรูปของการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุน จากการศึกษาของธนาคารโลกพบว่า quasi-fiscal costs ในกรณีของชิลีมีสัดส่วนประมาณร้อยละ 0.75-1 เมื่อเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปี 1991 (Kiguel and Leiderman, 1993)

มีข้อสังเกตว่า แม้ว่าการใช้เครื่องมือการเงินโดยผ่านช่องทางด้านการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดเปิด (OMOs) จะเป็นมาตรการการตอบสนองทางนโยบายที่เชื่อกันว่ามีประสิทธิภาพมากที่สุด เมื่อเทียบกับการดำเนินมาตรการผ่านช่องทางอื่นๆ แต่การใช้เครื่องมือนี้ได้ก่อให้เกิดข้อจำกัดหลายประการ (1) ตลาดเงินที่ค่อนข้างแคบ ทำให้ไม่สามารถดูดซับการขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิดได้อย่างเต็มที่ (2) การทดแทนของสินทรัพย์ในประเทศกับต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งโน้มนำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีระดับสูงขึ้น รวมทั้งก่อให้เกิดต้นทุนของการที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันได้มีความพยายามอย่างต่อเนื่องจากภาครัฐที่จะพัฒนาตลาดพันธ

บัตร (Bond market) ให้มีความกว้างและความลึกมากยิ่งขึ้น เพื่อช่วยให้ทางการสามารถใช้เป็นช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

B. การตอบสนองโดยอาศัยเครื่องมือและกลยุทธ์ด้านนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งประกอบด้วยเครื่องมือต่าง ๆ อาทิ (1) การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้น (2) การแทรกแซงให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้น (Box E)

เมื่อพิจารณาจากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์เกี่ยวกับประสิทธิผลของการทำ Sterilization ดังกล่าวในหัวข้อ A แล้ว การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นเพื่อลดผลกระทบด้านลบอันเกิดจากเงินทุนไหลเข้าที่มีปริมาณมากดังที่กล่าวในข้อ (i)-(iv) นั้น ย่อมเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการดำเนินกลยุทธ์ทางนโยบายที่มีข้อได้เปรียบหลายประการ

ประการแรก ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการที่ประเทศไทยใช้อยู่ในขณะนี้ การแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินในประเทศย่อมมีส่วนช่วยให้ทิศทางการเคลื่อนไหวของปริมาณเงินในประเทศไม่จำเป็นต้องผูกโยงอย่างใกล้ชิดกับทิศทางการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินทุนไหลเข้า ดังเช่นที่เคยประสบมาในช่วงก่อนหน้านี้ ที่ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นระบบที่ผูกโยงกับดอลลาร์เงิน ซึ่งช่วยให้ทางการมีช่องทางมากยิ่งขึ้นในการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินเพื่อมุ่งบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพในประเทศตามที่มุ่งหวังไว้ ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่ใช้อยู่ในขณะนี้ หากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจสะท้อนว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงควรมีค่าแข็งขึ้นแล้ว (real exchange rate appreciation) การปรับตัวเพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าแข็งขึ้นดังกล่าวย่อมสามารถดำเนินการได้อย่างสะดวกและคล่องตัวมากขึ้น โดยผ่านช่องทาง “การแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนในนาม” (nominal exchange rate) มากกว่าโดยผ่านช่องทาง “การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ” อย่างไรก็ตาม การปรับตัวเพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นโดยผ่านทางทางการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนในนามนั้น เป็นช่องทางที่เป็นไปได้อย่างจำกัดภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน

ประการที่สอง การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยน (nominal exchange rate) มีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้น ยังเป็นการทำให้การไหลเข้าออกของเงินทุนระยะสั้น (โดยเฉพาะเงินทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเก็งกำไร) มีต้นทุนเพิ่มขึ้น จากผลพวงที่ว่าทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนมีความไม่แน่นอนมากยิ่งขึ้น ซึ่งย่อมช่วยทำให้ลดแรงกดดันต่อสภาพคล่องและการขยายตัวของปริมาณเงินในประเทศ ตลอดจนแรงกดดันต่อระดับราคาในประเทศได้ในระดับหนึ่ง

อย่างไรก็ดี ในอีกด้านหนึ่ง การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากยิ่งขึ้นนั้นก็สามารถก่อให้เกิดผลเสียขึ้นได้ ในกรณีที่การไหลเข้าของเงินทุนที่มีปริมาณมากนั้นมีผลโน้มน้าวให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นมากอย่างรวดเร็ว (over

shooting) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่เป็นกรณีการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นตามที่ปรากฏในข้อกังวล (i) ซึ่งย่อมก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงในการปรับตัวของระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในกรณีที่ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจที่สำคัญบางภาค โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคส่งออกที่ไม่ใช่กลุ่มสินค้าส่งออกแบบดั้งเดิม

ผลกระทบทางลบดังกล่าวมักมีขนาดที่รุนแรงมากยิ่งขึ้น ในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นต่อเนื่องเป็นเวลานานดังเช่นประสบการณ์ที่ไทยเคยประสบมาในช่วงปี 1995-96 ดังที่จะกล่าวถึงในหัวข้อ B.1 อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาประสบการณ์ของต่างประเทศที่ผ่านมาพบว่าแม้ว่าการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะไม่ได้ทรงตัวเป็นเวลานาน แต่ก็ยังสามารถก่อให้เกิดผลกระทบด้านลบต่อภาคเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการค้าได้มาก โดยเฉพาะในกรณีที่ตลาดเงินของประเทศยังไม่สามารถจัดหาหรือให้บริการเกี่ยวกับเครื่องมือสำหรับการปกป้องความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างพอเพียง

อย่างไรก็ดี จากแนวโน้มที่ว่าเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นมีสัดส่วนที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง (ตารางที่ 2.4) จึงทำให้ผลกระทบที่จะมีต่อการแข็งขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงอย่างเกินควร (over shooting) มีช่องทางที่เป็นไปได้น้อยลง

B.1 ผลพวงที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นเกินควรในช่วงก่อนเกิดวิกฤต

ในกรณีของประเทศกลุ่มเอเซียนั้น นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่าประเทศเหล่านี้มิได้ใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อลดความผันผวนของเงินทุนไหลเข้าโดยการปรับค่าเงินของประเทศในกลุ่มให้มีค่าแข็งขึ้นในช่วงต้นทศวรรษที่ 1990 ซึ่งเป็นช่วงที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเห็นว่า อัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินในประเทศเหล่านี้ในรูป REER ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997 นั้น มีค่าอยู่ในระดับเดียวกับช่วงปี 1990 (Montes, 1998) ซึ่งเป็นผลทำให้ค่าเงินบาทแข็งกว่าที่ควรจะเป็น และทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากขึ้น ซึ่งก็จะอยู่ไม่ได้ในระยะยาว

จากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ (Berg, 1999) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่มีค่าแข็งขึ้นมากจนเกินไปนั้น (โดยดูจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีค่าแตกต่างไปจากค่าเสมอภาคทางด้านราคาตามนัยของ PPP) ในที่สุดแล้วก็จะส่งผลทำให้ RER (และ NER) มีค่าที่เสื่อมลงในที่สุด

จากข้อมูลที่ปรากฏในรูปที่ 3.2 นับว่าค่อนข้างจะสอดคล้องกับการศึกษาข้างต้น จากรูปจะพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (REER) และ อัตราแลกเปลี่ยนในนาม (NEER) ของไทยมีค่าที่แข็งขึ้นมาก หลังปี 1995 ซึ่งส่วนใหญ่มีความเชื่อมโยงกับการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้นที่มีสัดส่วนสูงกว่าเงินทุนประเภทอื่นๆ ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในส่วนที่ 2

C. การตอบสนองโดยอาศัยเครื่องมือและกลยุทธ์ด้านนโยบายการคลัง ซึ่งประกอบด้วย เครื่องมือต่าง ๆ อาทิ (1) การใช้นโยบายการคลังแบบเข้มงวด (2) นโยบายทางด้านภาษี

การใช้นโยบายการคลังแบบรัดตัว (fiscal restraint) นับเป็นเครื่องมือนโยบายที่สำคัญประการหนึ่งที่ทางการไทยสามารถนำมาใช้ได้เพื่อบรรเทาผลกระทบทางลบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเพื่อช่วยลดแรงกดดันที่จะทำให้มีปริมาณความต้องการมวลรวมส่วนเกิน และช่วยจำกัดแรงกดดันทางด้านเงินเฟ้ออันเป็นผลสืบเนื่องมาจากเงินทุนไหลเข้าตามที่ปรากฏในข้อกังวลข้อที่ (ii) และ (iii) ข้างต้น

หากพิจารณาจากประสบการณ์ของไทยในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียเมื่อกลางปี 1997 สามารถกล่าวได้ว่า นโยบายการคลังแบบรัดตัว (fiscal restraint) เป็นเครื่องมือนโยบายที่สำคัญประการหนึ่งที่ทางการไทยได้นำมาใช้ เพื่อบรรเทาผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยเฉพาะในช่วงปี 1988-91 และ 1995-96 ซึ่งเป็นช่วงที่มีเงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามาในระบบเศรษฐกิจไทยเป็นจำนวนมาก นโยบายการคลังแบบรัดตัวดังกล่าวได้มีส่วนสำคัญที่ทำให้สามารถลดแรงกดดันทางด้านเงินเฟ้อได้มาก และช่วยลดต้นทุนของการใช้เครื่องมือการเงินในการทำ sterilization รวมทั้งช่วยให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่จำเป็นต้องปรับค่าให้แข็งขึ้นมาก (Baidid *et al.* 1995)

อย่างไรก็ดี แม้ว่าโดยภาพรวมนโยบายการคลังได้มีส่วนช่วยลดแรงกดดันทางด้านราคาอันเกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ แต่ในช่วงก่อนหน้าที่จะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในกลางปี 1997 นั้น กลับมีหลักฐานการวิเคราะห์ทางสถิติที่สะท้อนให้เห็นว่า นโยบายการคลังนับได้ว่ามีส่วนเสริมสร้างแรงกดดันต่อระดับราคาในประเทศ จาก

การศึกษาของ Alber *et al.* (1998) พบว่าในช่วงปี 1995-96 นโยบายการคลังได้มีส่วนผลักดันให้ปริมาณความต้องการส่วนเกินในประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้สร้างแรงกดดันต่อระดับราคาในประเทศเพิ่มขึ้น (ตารางที่ 3.3 และ 3.4)

อย่างไรก็ดี การใช้นโยบายการคลังโดยการตัดทอนรายจ่าย (หรือการใช้นโยบายงบประมาณแบบเกินดุล) เพื่อเป็นเครื่องมือในการลดผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศนั้น มีแนวโน้มว่าจะมีข้อจำกัดมากขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ ด้วยเหตุนี้ บทบาทของนโยบายการคลังแบบรัดตัวที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ ร่วมกับมาตรการทางด้านนโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนดังที่ได้กล่าวมาแล้วก่อนหน้า โดยเฉพาะการช่วยยับยั้งมิให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต้องปรับค่าให้แข็งขึ้นมาก รวมทั้งการช่วยยับยั้งมิให้อัตราดอกเบี้ยต้องปรับตัวสูงขึ้นมากจากการใช้ sterilization จึงเป็นทางเลือกที่มีข้อจำกัดที่มากขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้

D. มาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ ประกอบด้วย เครื่องมือต่าง ๆ อาทิ (1) การเก็บภาษีสำหรับเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ (2) การปล่อยเสรีทางด้านเงินทุนไหลออก (3) ข้อจำกัดและข้อควบคุมดูแลทางด้านธนาคารพาณิชย์

วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในกลุ่มประเทศอาเซียนได้ส่งผลทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องหลายฝ่ายหันมาให้ความสนใจมากขึ้นเกี่ยวกับกลยุทธ์และเครื่องมือการบริหารความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ “มาตรการตั้งเงินสำรองสำหรับเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ” (a nonremunerated reserve requirement on external borrowing) ที่ประเทศชิลีนำมาใช้เพื่อลดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศนับเป็นกลยุทธ์หนึ่งที่ได้รับคามสนใจอย่างมากจากผู้บริหารนโยบายการเงินของหลายประเทศในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อย อาทิ (Reisen, 1999) เห็นว่า มาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุน (Chilean-type transaction tax) ที่ประเทศชิลีนำมาใช้นั้นนับเป็นมาตรการที่มีประสิทธิผลในการช่วยทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีความเป็นอิสระและคล่องตัวมากยิ่งขึ้น ในการดำเนินการเพื่อส่งผลกระทบต่อเงินทุนไหลเข้า โดยได้มีส่วนทำให้ขนาดของเงินทุนไหลเข้าโดยรวมมีปริมาณลดลงและยังมีผลทำให้องค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้ามีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ทำให้เงินทุนไหลเข้าระยะยาวมีสัดส่วนเพิ่มมากขึ้น เมื่อเทียบกับเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น (Reisen, 1999, p.22, Reinhart and Dunaway, 1996).

อย่างไรก็ดี ประสิทธิภาพของมาตรการนี้ต่อการดำเนินนโยบายการเงินยังเป็นประเด็นที่มีการถกเถียงอย่างกว้างขวางและยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ในขณะนี้ การศึกษาของ Laurens and Cardoso (1998) ได้สะท้อนให้เห็นว่า การพึ่งพิง “มาตรการตั้งเงินสำรองสำหรับเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ” หรือ Chilean-type capital controls นั้น อาจไม่ส่งผลสัมฤทธิ์ต่อการประยุกต์ใช้ในกรณีของประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ที่มีโครงสร้างทางสถาบันและเงื่อนไขทางเศรษฐกิจที่แตกต่างไปจากกรณีของประเทศชิลี

ปัจจุบัน นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า เครื่องมือการเงินที่ใช้ควบคุมดูแลการไหลเวียนของเงินทุนแบบดั้งเดิมนั้น อาจไม่เพียงพอที่จะลดผลกระทบทางลบของเงินทุนไหลเข้าต่อระบบเศรษฐกิจในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพมากนัก การใช้เครื่องมือควบคุมดูแลการไหลเวียนของเงินทุนในลักษณะของประเทศชิลี และมาเลเซีย ย่อมมีส่วนช่วยขยายขอบเขตในการควบคุมการขยายตัวของปริมาณเงินโดยผ่านช่องทางด้าน Sterilization และยังมีส่วนช่วยหักล้าง quasi-fiscal cost

ข้อเสนอในการใช้เครื่องมือควบคุมดูแลการไหลเวียนของเงินทุนในลักษณะของประเทศชิลี และมาเลเซีย ปัจจุบันได้รับความสนใจจากนักเศรษฐศาสตร์มากขึ้น อย่างไรก็ดี

การประยุกต์ใช้เครื่องมือดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพแล้วจำเป็นต้องพิจารณาประเด็นประกอบหลายประการ ดังนี้

ประการแรก การใช้มาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนบางประเภทน่าจะเป็นมาตรการที่สามารถนำมาใช้เป็นการชั่วคราวในระยะสั้น (โดยเฉพาะมาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนที่ส่งผลกระทบผ่าน “ช่องทางด้านราคา” มากกว่า “ช่องทางด้านปริมาณ”) ในช่วงที่มีการดำเนินการเสริมสร้างกระบวนการควบคุมดูแลสถาบันการเงินและการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น การใช้เครื่องมือดังกล่าวหากใช้เพื่อป้องกันการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นโดยผ่านทางด้านราคามากกว่าทางด้านการจำกัดปริมาณแล้ว ย่อมทำให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่แข็งค่ามากหรือมีความผันผวนมากเกินไป (Villanueva and Seng (1999))

ประการที่สอง ทางเลือกหนึ่ง ที่ควรนำมาใช้เพื่อจำแนกให้เห็นถึงความแตกต่างของความผันผวนระหว่างเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นกับระยะยาวก็โดยอาศัยมาตรการทางด้านภาษี (tariff on inflows) โดยการกำหนดภาษีให้มีอัตราที่สูงสำหรับเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ในขณะที่กำหนดภาษีให้มีอัตราที่ต่ำสำหรับเงินทุนไหลเข้าระยะยาว ดังเช่นในกรณีของชิลี Agosin and Ffrench-David (1996)

4.3 ภาพรวมกลยุทธ์นโยบายในระยะสั้นและระยะปานกลาง (Policy Mix and Sequencing)

4.3.1 Sterilization V.S. Currency Appreciation

จากการพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ข้างต้น สามารถกล่าวได้ว่าปัญหาที่สามารถสังเกตเห็นได้ชัดเจนและรวดเร็วที่สุดจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศก็คือ ปัญหาที่เชื่อมโยงกับปรากฏการณ์ทางการเงิน (monetary phenomena) โดยเฉพาะปัญหาที่ว่า การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศดังกล่าวได้สร้างแรงกดดันให้ปริมาณเงินและอัตราเงินเฟ้อในประเทศขยายตัวเพิ่มขึ้น รวมทั้งยังได้สร้างแรงกดดันให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามของสกุลเงินในประเทศมีค่าแข็งขึ้นดังที่กล่าวถึงในข้อกังวลข้อที่ (ii) และ (iii) ข้างต้น

การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศดังกล่าวย่อมเป็นการสร้างแรงกดดันต่อตลาดเงินตราต่างประเทศ เมื่อถึงจุดหนึ่งแรงกดดันดังกล่าวย่อมทำให้ธนาคารกลางของไทยจำเป็นต้องตัดสินใจว่า (1) สมควรที่จะปล่อยให้เงินบาทมีค่าแข็งขึ้นบ้างอย่างช้า ๆ (currency appreciation) หรือ (2) สมควรที่จะเข้าแทรกแซงโดยการซื้อเงินตราต่างประเทศ (sterilization intervention)

ในทางปฏิบัติยังจำเป็นที่จะต้องพิจารณาเพิ่มเติมว่า หากเลือกดำเนินการตามข้อ (1) แล้ว ควรให้เงินบาทแข็งขึ้นในอัตราเท่าไรและเป็นช่วงระยะเวลาเท่าไร? สำหรับในกรณีที่เลือกดำเนินการตามข้อ (2) แล้ว ก็ต้องกำหนดว่าจะเข้าแทรกแซงเพื่อซื้อเงินตราต่างประเทศเข้ามาไว้ที่ธนาคารกลางในสัดส่วนเท่าใด?

ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่ซึ่งเป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการนั้น ค่าเงินบาทสามารถปรับตัวให้มีค่าแข็งขึ้นตามกลไกตลาดจากการที่มีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศ อย่างไรก็ตาม การปล่อยให้เงินบาทมีการปรับค่าขึ้นนั้น แม้ว่าจะช่วยทำให้ทางการไม่ต้องเสียต้นทุนที่สูงในการทำ sterilization แต่อาจส่งผลทำให้ความสามารถในการแข่งขันของภาคการส่งออกลดลง ปัญหานี้เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสม (equilibrium exchange rate) ซึ่งขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการและสามารถแปรเปลี่ยนไปได้ในแต่ละช่วงเวลา

อย่างไรก็ดี จากประสบการณ์ของต่างประเทศพบว่า ในช่วงระยะเวลาที่สั้นมาก ๆ เช่นนี้ ซึ่งเป็นช่วงที่ทางการยังไม่สามารถระบุได้อย่างชัดเจนว่า เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามานั้นมีองค์ประกอบและลักษณะที่แท้จริงเป็นเช่นไร (i.e. hot money or cold money) กอรปกับไม่มีเวลามากเพียงพอในการปรับเปลี่ยนข้อกำหนดเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนเหล่านั้น ธนาคารกลางจึงมักเลือกใช้กลยุทธ์นโยบายอย่างใด/อย่างหนึ่งระหว่าง

(1) การทำ Sterilized intervention โดยการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศเพื่อคงไว้ซึ่งเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ในขณะที่เดียวกัน ก็ดำเนินการ Sterilize เพื่อหักล้างผลของการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินอันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินในการเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ หรือ

(2) การทำ Non-sterilized intervention ซึ่งเป็นการเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยทางการไม่ดำเนินการ Sterilize เพื่อหักล้างผลของการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินอันเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินในการเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ

4.3.2 The Sterilization VS. Non-Sterilization Scenario

ในกรณีที่ทางการเลือกใช้ sterilization เพื่อป้องกันมิให้เงินทุนไหลเข้ามีผลกระทบต่อปริมาณเงินในประเทศก็เท่ากับว่า นโยบายดังกล่าวของทางการกำลังมุ่งทำให้เงินทุนไหลเข้าไม่มีผลต่อการลงทุน (ถ้าเป็นกรณีของเงินทุนระยะสั้นหรือ hot money อาจมีผลกระทบบ้าง)

อย่างไรก็ดี การที่ทางการไม่เลือก sterilization ก็เท่ากับเป็นการเปิดโอกาสให้เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีผลกระทบต่อระดับการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในประเทศอย่างเต็มที่ ซึ่งจะเป็นผลทำให้ดุลการค้าแย่ลงได้ เท่ากับว่านโยบายดังกล่าวไม่คำนึงถึงความผันผวนของเงินทุนไหลเข้า

แนวทางที่ควรจะเป็น คือ ทางการควรดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะทางสายกลาง คือ ควรเลือกใช้ sterilization เพียงบางส่วน ในขณะที่ ควรหลีกเลี่ยงการ full sterilization ยกเว้นแต่ในช่วงสั้นและเป็นการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นเท่านั้น

4.3.3 Monetary Policy and the Exchange Rate

ธนาคารกลางของหลายประเทศมักประสบกับปัญหาทางเลือกในการใช้นโยบายการเงิน เพื่อบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจ การปล่อยให้ค่าเงินในประเทศมีค่าสูงจนเกินไปจะมีส่วนช่วยลดเงินเฟ้อที่เกิดจากการนำเข้าและช่วยทำให้รักษาด่านภาษีในประเทศไว้ได้ แต่ในขณะเดียวกันก็จะเป็นการลดศักยภาพของการแข่งขันของภาคการส่งออก ซึ่งเป็นภาคเศรษฐกิจที่สำคัญของประเทศที่พึ่งพิงภาคการส่งออกเป็นสำคัญ ในทางตรงกันข้าม การปล่อยให้ค่าเงินในประเทศมีค่าอ่อนจนเกินไป ก็จะมีส่วนทำให้เงินเฟ้อสูงขึ้นจากการที่สินค้านำเข้ามีราคาสูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกันก็จะเป็นการช่วยเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของภาคการส่งออกให้สูงขึ้น ดังนั้น การดำเนินนโยบายการเงินจึงจำเป็นต้องรักษาสมดุลระหว่างการบรรลุเป้าหมายระหว่างดุลยภาพภายในกับภายนอก การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดย่อมทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศและทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของเงินในประเทศมีค่าแข็งขึ้นเนื่องจากมีเงินทุนไหลเข้ามากขึ้น

การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวภายใต้การจัดการ(managed float) นั้นจะส่งผลทำให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างคล่องตัวมากขึ้นนั้นนับเป็นประเด็นที่จะต้องพิจารณาเพิ่มเติมในหลายประเด็น

ประการแรก การประยุกต์ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวภายใต้การจัดการซึ่งเป็นระบบที่มีความยืดหยุ่นเพิ่มมากขึ้นนั้น แม้ว่าตามหลักทางทฤษฎีแล้วจะมีส่วนทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเก็งกำไรในระยะสั้นต้องเผชิญกับความเสี่ยงของความผันผวนของค่าเงินที่มีมากขึ้น แต่ตราบใดที่การไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นมีขนาดการไหลเวียนอย่างรวดเร็วโดยมีขนาดที่เกินกว่ามูลค่าการค้าระหว่างประเทศที่จะรองรับแล้ว ย่อมทำให้ค่าเงินของประเทศนั้นมีความเสี่ยงและอ่อนไหวมากยิ่งขึ้น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดในกรณีคือ การที่ค่าเงินเยนมีความผันผวนค่อนข้างมาก ทั้งๆ ที่ตัวเลขดุลบัญชีเดินสะพัดและตัวเลขบัญชีพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ ยังมีทิศทางอยู่ในเกณฑ์ดี ด้วยเหตุนี้ การที่อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวจะมีส่วนช่วงลดผลกระทบด้านลบอันเกิดจากเงินทุนไหลเข้า แต่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่ก็เป็นระบบที่มีความผันผวนได้ง่ายขึ้น (volatility) ซึ่งก็เป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญอีกประการหนึ่ง โดยเฉพาะกรณีที่เงินทุนไหลเข้าระยะสั้นมีปริมาณมากและทำให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นมาก (over shooting) ไม่จากระดับที่ควรจะเป็น (equilibrium real exchange rate) ในท้ายที่สุดที่จะก่อให้เกิดผลกระทบทางลบต่อภาคการส่งออกและต่อดุลบัญชีเดินสะพัดหากทางการมิได้ดำเนินมาตรการเสริมทางด้านอื่นควบคู่ไปด้วย อาทิ นโยบายการคลังแบบรัดตัวหรือการใช้มาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายบางประเภท

ประการที่สอง “การเลือกใช้กรอบและกลยุทธ์การบริหารนโยบายการเงินที่อิงกับ Inflation Targeting” (“การที่ทางการให้ความสำคัญกับเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อมากยิ่งขึ้นในกรอบการบริหารนโยบายการเงิน”) ก็คือ การบรรจุ “เป้าหมายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน” ถือเป็นเป้าหมายรองในการบรรจุ “เป้าหมายทางด้านอัตราเงินเฟ้อ” (IMF, 1998) อย่างไรก็ตาม การบรรจุ “เป้าหมายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน” กับ “เป้าหมายทางด้านอัตราเงินเฟ้อ” จะก่อให้เกิดความขัดแย้งหรือไม่อย่างไรนั้น ย่อมขึ้นกับลักษณะของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า ในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าประเทศมีลักษณะที่สะท้อนให้เห็นถึงการปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้นของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศแล้ว การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนาม (nominal exchange rate) มีการปรับค่าแข็งขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปจึงน่าจะเป็นทางเลือกหนึ่งที่ทางการควรนำมาใช้ในระยะยาว ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศที่ปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้นนั้นสะท้อนให้เห็นถึงความจำเป็นที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต้องมียุทธศาสตร์ (real appreciation) ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นโดยผ่านช่องทางของ “การที่อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้น” มากกว่าผ่านช่องทางของ “การที่อัตราเงินเฟ้อในประเทศ

มีการปรับตัวสูงขึ้น” ที่สำคัญคือ การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นตามภาวะการณ์ย่อมมีส่วนช่วยให้สามารถบรรลุถึงเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อได้ง่ายขึ้น และยังช่วยให้ทางการไม่จำเป็นต้องดำเนินมาตรการชะลอเงินเฟ้อในระยะปานกลางเพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ตั้งไว้

อย่างไรก็ดี เป็นสิ่งที่ไม่ถ่วงน้ำหนักในทางปฏิบัติที่จะจำแนกให้เห็นความแตกต่างอย่างเด่นชัดระหว่าง “เงินทุนไหลเข้าประเทศที่มีลักษณะชั่วคราว” กับ “เงินทุนไหลเข้าประเทศที่มีลักษณะถาวร” (cyclical and permanent capital inflows) หรืออีกนัยหนึ่งก็คือความแตกต่างอย่างเด่นชัดระหว่าง “การป้องกันมิให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นตามภาวะการณ์” กับ “การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นตามภาวะการณ์” นอกจากนี้ “การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีค่าแข็งขึ้นตามสภาพการณ์ในขณะนั้น” อาจส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามมีการปรับค่าแข็งขึ้นเกินควรในระยะสั้น (Overshooting) ซึ่งอาจส่งผลกระทบในเชิงลบต่อดุลบัญชีเดินสะพัด อย่างไรก็ตาม การอิงกรอบการบริหารนโยบายการเงินกับ “เป้าหมายเงินเฟ้อ” (Inflation target) ได้ส่งผลทำให้การตัดสินใจเลือกใช้ทางเลือกต่าง ๆ ดังกล่าวมีความง่ายขึ้น จากการที่ทางการได้นำน้ำหนักและ/หรือความสำคัญของการรักษา “เป้าหมายเงินเฟ้อ” มากกว่า “เป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน”

อย่างไรก็ดี การที่สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าประเทศไทยมีแนวโน้มเป็นเงินทุนระยะยาวมากยิ่งขึ้นในอนาคตน่าจะมีส่วนช่วยลดกระทบด้านลบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศที่มีต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ โดยทำให้ความเสี่ยงที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะมีค่าแข็งขึ้นจนเกินควร (overshooting) มีระดับลดลง

จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่ผ่านมาพบว่า เงินลงทุนโดยตรง (FDI) มีความผันผวนน้อยที่สุดเมื่อเทียบกับเงินทุนไหลเข้าประเภทอื่นๆ ทั้งเงินลงทุนในหลักทรัพย์หรือเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ดังสามารถสังเกตได้จาก Coefficient of Variation ที่ต่ำกว่ามาก (ตารางที่ 2.3) นอกจากนี้ จากหลักฐานการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่ผ่านมาพบว่า เงินลงทุนโดยตรง (FDI) นั้นมีผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate appreciation) ของประเทศที่มีเงินทุนไหลเข้าแข็งค่าขึ้นน้อยที่สุด เมื่อเทียบกับเงินทุนไหลเข้าประเภทอื่นๆ ส่วนหนึ่งเป็นเพราะเงินลงทุนโดยตรงนั้นจะส่งผลให้เกิดประสิทธิผลในการผลิตในระยะยาว ซึ่งช่วยลดแรงกดดันทางด้านราคาในประเทศและยังก่อให้เกิดรายได้ที่สามารถชำระคืนเงินกู้ยืมจากต่างประเทศได้ด้วย ในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าระยะสั้นมีสัดส่วนที่สูงกว่าเงินทุนระยะยาวแล้ว อาจจำเป็นต้องปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของสกุลเงินในประเทศมีค่าอ่อนลงในระยะปานกลาง (real exchange rate depreciation) โดยทางการไม่ควรที่จะใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าเงินแข็งขึ้นใน real term ในระยะปานกลาง

4.3.4 Sterilization V.S. Fiscal Policy

จากประสบการณ์ของหลายประเทศพบว่า ในทางปฏิบัติในช่วงแรกที่มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ การดำเนินการขั้นแรกของธนาคารกลางคือการจำกัดการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนโดยการเลือกใช้กลยุทธ์นโยบายแบบ Sterilized intervention ในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่องและเป็นผลทำให้ทางการมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นมากจากการทำ Sterilized intervention แล้ว ทางการจะเลือกใช้กลยุทธ์นโยบายแบบ Non-sterilized intervention รวมทั้งนำมาตรการทางด้านการคลังทั้งในรูปของการขึ้นนโยบายงบประมาณแบบรัดตัว หรือในรูปของการเก็บภาษีเงินทุนนำเข้ามาใช้เป็นมาตรการเสริม⁶ (Frankel, 1993) ดังเช่นกรณีการเก็บภาษีเงินทุนนำเข้าระยะสั้นที่ชิลีและโคลัมเบียนำมาใช้ในปี 1991 และ 1993 ทั้งนี้ โดยมีจุดประสงค์เพื่อเพิ่มต้นทุนของการนำเงินทุนเข้าประเทศโดยเฉพาะเงินทุนนำเข้าระยะสั้น

การใช้นโยบายการคลังโดยการตัดทอนงบประมาณรายจ่ายนับเป็นเครื่องมือเสริมที่จำเป็นต้องพิจารณานำมาใช้ในระยะปานกลาง หรือแม้แต่ในระยะเริ่มแรกที่มีเงินทุนไหลเข้ามาก หากพิจารณาแล้วว่าเงินทุนที่ไหลเข้าอย่างต่อเนื่องจะเป็นผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้นจนเกินควรดังที่เป็นข้อกังวลของทางการดังที่กล่าวถึงในหัวข้อ (iii) การตัดทอนงบประมาณรายจ่าย (โดยเฉพาะรายจ่ายในส่วนที่เกี่ยวกับ nontraded goods and services) ดังกล่าวย่อมส่งผลโดยตรงต่อปริมาณความต้องการโดยรวม ซึ่งจะมีส่วนช่วยลดแรงกดดันทางด้านราคา การใช้นโยบายการคลังแบบรัดตัวในกรณีของไทยในช่วงปี 1988-91 และ 1995-96 ซึ่งเป็นช่วงที่มีเงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามาในระบบเศรษฐกิจไทยเป็นจำนวนมาก นับเป็นตัวอย่างที่ดีที่แสดงให้เห็นถึงการผสมผสานการใช้นโยบายการคลังร่วมกับการใช้เครื่องมือการเงินในการทำ sterilization ซึ่งมีส่วนทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่จำเป็นต้องปรับค่าให้แข็งขึ้นมาก (Baidid *et al.* 1995, Hataiseree (1995))

อย่างไรก็ดี การใช้นโยบายการคลังโดยการตัดทอนรายจ่าย (หรือการใช้นโยบายงบประมาณแบบเกินดุล) เพื่อเป็นเครื่องมือในการลดผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศนั้น มีแนวโน้มว่าจะมีข้อจำกัดมากขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ จากการที่ทางการยังมีความจำเป็นต้องใช้นโยบายขาดดุลการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ เพื่อให้เศรษฐกิจสามารถฟื้นตัวเป็นปกติโดยเร็ว ผลพวงจากวิกฤตเศรษฐกิจได้ส่งผลให้หนี้ภาครัฐ (พันธบัตรตราสารหนี้ระยะยาวของกระทรวงการคลังและหนี้ของกองทุนเพื่อการฟื้นฟู ที่กู้ยืมจากตลาดเงิน

⁶ การทำ Sterilized intervention เป็นมาตรการที่มีต้นทุนสูง เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในประเทศ (หลังจากที่ปรับต่ำด้วยอัตราดอกเบี้ยต่ำของอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว) มักมีระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ ซึ่งเป็นผลตอบแทนของเงินตราต่างประเทศที่ทางการรับซื้อเข้ามา

ระยะสั้น) เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วกว่า 5 เท่า ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

แม้ว่าในขณะนี้ปัญหาผลกระทบจากหนี้ภาครัฐที่เพิ่มสูงขึ้นมากยังคงไม่เป็นอุปสรรคต่อการดำเนินนโยบายการเงิน เนื่องจากสถาบันการเงินไทยยังคงมีสภาพคล่องเป็นจำนวนมาก จากการที่สถาบันการเงินไม่สามารถปล่อยกู้ให้กับลูกค้าได้เป็นปกติ อันเป็นผลสืบเนื่องจากปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่เป็นปัญหาสำคัญในขณะนี้ แต่ปัญหาผลกระทบจากหนี้ภาครัฐที่เพิ่มสูงขึ้นมากต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงินจะเป็นปัญหาที่สำคัญของการดำเนินนโยบายการเงินไทยในอนาคต หนี้ของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูจะส่งผลกระทบต่อกลไกการทำงานของนโยบายการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยเฉพาะเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวและสภาพคล่องในตลาดเงินกลับคืนสู่สภาพปกติแล้ว กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ต้องหาเงินเป็นจำนวนมากเพื่อ rollover หนี้ที่มีอยู่หลายแสนล้านบาท ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืนปรับตัวสูงขึ้นกว่าที่ควร

นอกจากนี้ การที่มีพันธบัตรหนี้ระยะยาวของรัฐบาลเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมาก จะเป็นภาระต่อการตลาดตราสารหนี้ไทยซึ่งยังคงอยู่ในระยะเริ่มต้น เนื่องจากจะต้องหาผู้มารับตราสารหนี้ดังกล่าว มิเช่นนั้นอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดตราสารหนี้จะมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น จนอาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนในระยะยาวได้ หนี้ภาครัฐที่เพิ่มสูงขึ้นอาจจะทำให้ตลาดคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อในอนาคตจะมีระดับสูงขึ้น เนื่องจากตลาดอาจคาดการณ์ในเชิงลบว่าจะมีการทำ Monetization โดยการพิมพ์ธนบัตรมากขึ้นเพื่อชำระหนี้ภาครัฐที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก

ด้วยเหตุนี้ บทบาทของนโยบายการคลังแบบรัดตัวที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ โดยเฉพาะการช่วยยับยั้งมิให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต้องปรับค่าให้แข็งขึ้นมาก รวมทั้งการช่วยยับยั้งมิให้อัตราดอกเบี้ยต้องปรับตัวสูงขึ้นมากจากการใช้ sterilization จึงเป็นทางเลือกที่มีข้อจำกัดที่มากขึ้นในอนาคตอันใกล้

จากการพิจารณาปัจจัยที่สำคัญทั้งในกรณีของ (i) ระดับความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ (ii) ลักษณะของเงินทุนไหลเข้า และ (iii) ลักษณะโครงสร้างทางสถาบัน ทำให้สามารถทราบถึงภาพในเชิงกว้างเกี่ยวกับแนวทางและกรอบกลยุทธ์เชิงนโยบาย (Policy strategy) ที่สามารถนำมาใช้เพื่อลดผลกระทบด้านลบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ โดยที่กรอบกลยุทธ์ดังกล่าวที่สามารถนำมาประยุกต์ใช้ในระยะปานกลางหรือในระยะยาวประกอบด้วย 3 แนวทางหลัก ดังนี้

(1) ใช้การทำ Sterilization (ทั้งหมดหรือบางส่วน โดยการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิดหรือตลาดซื้อคืนเป็นเครื่องมือ เพื่อทำให้ผลกระทบที่เกิดจากเงินทุนไหลเข้าส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องในประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยนในระดับที่น้อยที่สุด

(2) เลือกการดำเนินนโยบายในลักษณะที่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามสามารถเคลื่อนไหวขึ้นลงได้อย่างยืดหยุ่น โดยที่ต้งดำเนินการสนับสนุนแนวนโยบายดังกล่าวโดยพยายามทำให้ฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศและฐานะการคลังมีความแข็งแกร่งเพิ่มขึ้น รวมทั้งดำเนินการให้นโยบายการเงินและนโยบายด้านสถาบันการเงินมีความเหมาะสม และ

(3) เสริมสร้างกระบวนการควบคุมดูแลการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินของธนาคารพาณิชย์ และการตรวจสอบที่เน้นการบริหารความเสี่ยง ทั้งนี้ เพื่อก่อให้เกิดความมั่นใจว่า เงินทุนที่ไหลเข้ามานั้นได้รับการจัดสรรไปสู่ภาคการผลิตที่มีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ เพื่อที่จะสามารถสร้างผลกำไรสำหรับชำระคืนดอกเบี้ยและเงินต้นสำหรับเจ้าหนี้และผลตอบแทนสำหรับผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ดี แนวทางและกรอบกลยุทธ์เชิงนโยบายดังกล่าวเป็นแนวทางที่อาจนำมาประยุกต์ใช้ในระยะปานกลางหรือในระยะยาว สำหรับในระยะสั้นนั้นจากประสบการณ์ของต่างประเทศพบว่า การใช้มาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนบางประเภทน่าจะเป็นมาตรการที่สามารถนำมาใช้เป็นการชั่วคราว (โดยเฉพาะมาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนที่ส่งผลกระทบผ่าน “ช่องทางด้านราคา” มากกว่า “ช่องทางด้านปริมาณ”) ในช่วงที่มีการดำเนินการเสริมสร้างกระบวนการควบคุมดูแลสถาบันการเงินและการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น (Villanueva and Seng, (1999) อย่างไรก็ตาม จากสภาพเงื่อนไขทางด้านโครงสร้างทางสถาบันและสภาพแวดล้อมทางการเงินของไทยที่เปลี่ยนแปลงไปหลายด้านดังกล่าวแล้ว โดยเฉพาะการที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นขึ้น และการที่สัดส่วนเงินทุนไหลเข้ามีแนวโน้มเป็นระยะยาวมากยิ่งขึ้นนั้น ย่อมทำให้ทางการสามารถใช้เครื่องมือการเงินแบบมาตรฐานเพื่อลดผลกระทบของเงินทุนนำเข้ระยะสั้นได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนที่ปรับตัวได้คล่องตัวยิ่งขึ้นนั้น ย่อมมีส่วนทำให้การนำเงินทุนเข้าเพื่อการเก็งกำไรมีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น และไม่มีลักษณะเป็นแบบ one-way bet เหมือนในช่วงก่อนหน้าเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997

5. สรุปและนัยต่อกลยุทธ์นโยบายการเงินของไทย

บทความนี้ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์เบื้องต้นเกี่ยวกับทางเลือกกลยุทธ์นโยบายการเงินที่ทางการสามารถนำมาใช้เพื่อลดผลกระทบด้านลบของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ในช่วงหลังจากที่เศรษฐกิจไทยกลับเข้าสู่ภาวะปกติโดยมีเงินทุนไหลเข้าสุทธิจากต่างประเทศอีกครั้งหนึ่ง โดยได้ชี้ให้เห็นว่าทางเลือกกลยุทธ์นโยบายดังกล่าวมีความเกี่ยวข้องกับเงื่อนไขและ/

หรือสภาวะการณ์ต่าง ๆ ที่มีลักษณะเป็นปัจจัยเฉพาะของแต่ละประเทศ ซึ่งได้แปรเปลี่ยนไปในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ โดยเฉพาะ (1) ระดับความเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ (2) ลักษณะและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้า (3) ระบบอัตราแลกเปลี่ยน (4) ลักษณะโครงสร้างทางสถาบันของประเทศ (5) เป้าหมายทางเศรษฐกิจและการเงินของทางการ (6) ปัจจัยที่เป็นแรงผลักดันให้เงินทุนไหลเข้าออก

บทความนี้ชี้ให้เห็นว่า แม้ว่ามาตรการจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนระยะสั้นจะเป็นมาตรการตอบสนองทางนโยบายประเภทหนึ่งที่มีการประยุกต์ใช้ในบางประเทศ ทั้งนี้ เพื่อเป็นเครื่องมือในการช่วยลดความผันผวนของเงินทุนไหลเข้าต่อการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนและการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน แต่ธนาคารกลางของประเทศส่วนใหญ่ยังคงให้ความสำคัญกับการใช้เครื่องมือนโยบายแบบมาตรฐานดั้งเดิม (traditional monetary policy instruments) เพื่อจัดการกับเงินทุนไหลเข้า โดยส่วนใหญ่มักพึ่งพาเครื่องมือการเงินโดยการทำ sterilization ในหลากหลายรูปแบบ เพื่อป้องกันและยับยั้งมิให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าแข็งขึ้นมากเกินไปจนเกินควร รวมทั้งเพื่อชะลอการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในประเทศ

อย่างไรก็ดี จากประสบการณ์ของหลายประเทศมักพบว่า การทำ sterilization ดังกล่าว มักโน้มนำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเป็นผลทำให้มีการนำเงินทุนเข้าจากต่างประเทศเข้ามาอีก และอาจเป็นผลทำให้มีความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น หากมิได้มีการใช้มาตรการเสริมบางประการร่วมด้วย อาทิ การปล่อยให้ค่าเงินในประเทศมีค่าแข็งขึ้น มาตรการการเก็บภาษีเงินกู้ยืมระยะสั้นจากต่างประเทศ

ประเด็นที่น่าสนใจก็คือ หากเศรษฐกิจมีการฟื้นตัวเข้าสู่ภาวะปกติแล้ว และมีกระแสเงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่องดังเช่นในช่วงก่อนหน้าที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจแล้ว ธนาคารกลางของประเทศกลุ่มเอเซียก็จำเป็นต้องพิจารณาเลือกใช้เครื่องมือนโยบายแบบมาตรฐานอีก ทั้งนี้ เพื่อจำกัดการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนและการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในประเทศ มิให้มูลค่าเงินที่สูงมากอย่างรวดเร็วจนเกินไป ปัญหาที่ตามมาก็คือ กลยุทธ์เหล่านั้นจะมีประสิทธิภาพเพียงพอหรือไม่อย่างไร

ผลการวิเคราะห์เบื้องต้นในบทความนี้ได้ให้นัยหลายประการต่อทางเลือกกลยุทธ์การบริหารจัดการเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในกรณีของไทยในอนาคต

ประการแรก แม้ว่าเครื่องมือการเงินโดยการทำ sterilization ในหลากหลายรูปแบบจะยังคงเป็นกลยุทธ์ในระยะสั้นที่ธนาคารกลางไทยสามารถนำมาใช้ประยุกต์ เพื่อป้องกันและยับยั้งมิให้อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าแข็งขึ้นมากเกินไปจนเกินควร รวมทั้งเพื่อชะลอการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในประเทศ อันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศในอนาคต แต่เครื่องมือนี้น่าจะมีประสิทธิภาพชั่วคราวเพียงระยะสั้นเท่านั้น จากหลักฐานการวิเคราะห์ทางสถิติที่ปรากฏในบทความนี้ แสดงให้เห็นว่า “ค่าสัมประสิทธิ์ความเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ย

ในประเทศกับต่างประเทศ” แม้ว่าได้มีระดับที่ลดลงบ้างในช่วงหลังวิกฤต แต่ก็ยังคงมีระดับที่ค่อนข้างสูง (ประมาณ 0.7-0.8) ซึ่งมีส่วนที่ทำให้ทางการไม่สามารถพึ่งพิงการใช้เครื่องมือการเงิน โดยการทำ sterilization เพื่อลดผลกระทบอันเกิดจากเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพนัก ดังสะท้อนได้จากค่า sterilization coefficient ซึ่งพบว่ามีความยาว 0.6 แม้ว่าการใช้เครื่องมือการเงินโดยผ่านช่องทางด้านการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดเปิด (OMOs) จะเป็นมาตรการการตอบสนองทางนโยบายที่เชื่อกันว่ามีประสิทธิภาพมากที่สุด โดยเฉพาะสำหรับประเทศที่พัฒนาแล้ว เมื่อเทียบกับการดำเนินมาตรการผ่านช่องทางอื่นๆ แต่การประยุกต์ใช้เครื่องมือนี้ในประเทศที่กำลังพัฒนานั้นได้ก่อให้เกิดข้อจำกัดหลายประการในทางปฏิบัติ (1) ตลาดเงินที่ค่อนข้างแคบ ทำให้ไม่สามารถดูดซับการขายหลักทรัพย์ในตลาดเปิดได้อย่างเต็มที่ (2) การทดแทนของสินทรัพย์ในประเทศกับต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งโน้มนำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีระดับสูงขึ้น รวมทั้งก่อให้เกิดต้นทุนของการทำ sterilization ที่สูงขึ้น

ประการที่สอง การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ แม้ว่ามีส่วนสำคัญที่ช่วยให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยมีความคล่องตัวมากยิ่งขึ้น เมื่อเทียบกับระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงเงินในการบรรเทาผลกระทบทางลบของเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ที่มีต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจในประเทศ และทำให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายการเงินเพื่อมุ่งบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่กำหนดไว้ แต่ทางกำหนัดจำเป็นที่จะต้องเฝ้าระวังมิให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีการแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว และ/หรือมีความผันผวนจนเกินระดับที่เป็นดุลยภาพ (overshooting) จากผลพวงของการที่มีเงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามาอย่างรวดเร็ว เนื่องจากสามารถก่อให้เกิดผลกระทบทางลบต่อภาคการส่งออกและต่อฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะปานกลางได้

การพิจารณาปรับเปลี่ยนทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในอนาคตนั้น จำเป็นต้องคำนึงถึงลักษณะและองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าอย่างใกล้ชิด จากประสบการณ์ของต่างประเทศพบว่า ในกรณีที่องค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าส่วนใหญ่เป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์หรือเป็นเงินลงทุนระยะสั้นแล้ว ก็มักจะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (ณ ระดับดุลยภาพ) มีค่าอ่อนตัวลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าดังกล่าวถูกนำไปใช้เพื่อเกื้อกูลการบริโภค หรือในกิจกรรมที่ไม่เสริมสร้างศักยภาพในการผลิต ในทางตรงข้าม หากเงินทุนไหลเข้าเหล่านั้นได้รับการจัดสรรไปเพื่อการเสริมสร้างสินค้านำเข้าแล้ว ก็ย่อมส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าแข็งขึ้น

ในกรณีที่การคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่อาจทำได้ง่ายนักทางเลือกหนึ่งที่น่าจะเป็นก็คือการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามสามารถเคลื่อนไหวขึ้นลงได้อย่างยืดหยุ่น ทั้งนี้ เพื่อเปิดโอกาสให้กลไกตลาดปรับตัวเข้าสู่ระดับดุลยภาพใหม่ การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนในนามสามารถเคลื่อนไหวได้อย่างยืดหยุ่นนั้นย่อมช่วยป้องกันมิให้การเคลื่อนไหวของฐานะเงินได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ และยังช่วยป้อง

กันมิให้เงินทุนไหลเพิ่มเติมเข้ามาในประเทศ จากการที่นักลงทุนต่างประเทศมีต้นทุนที่สูงขึ้นอันเป็นผลจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากความผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีระดับสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นมากขึ้นยังเป็นการเปิดโอกาสให้ทางการสามารถดำเนินมาตรการเพื่อมุ่งบรรลุปเป้าหมายอื่นๆ ได้สะดวกมากขึ้น อาทิ การเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับระบบการเงิน

ประการที่สาม การใช้เครื่องมือบริหารจัดการเงินทุนนำเข้าแบบผสมผสาน (policy mix) ในบางลักษณะ โดยเฉพาะการใช้นโยบายบริหารจัดการเงินทุนนำเข้าร่วมกันระหว่างการทำ sterilization กับนโยบายการคลังแบบรัดตัว เพื่อช่วยลดแรงกดดันต่อการแข็งค่าขึ้นของอัตราแลกเปลี่ยนนั้น อาจเป็นทางเลือกที่มีข้อจำกัดมากยิ่งขึ้นในการประยุกต์ใช้ในอนาคตอันใกล้นี้ เนื่องจากช่องทางในการดำเนินนโยบายการคลังแบบเกินดุลอาจต้องใช้เวลามากยิ่งขึ้น ในอนาคต ด้วยเหตุนี้ การพิจารณาประเด็นเรื่อง policy mix และ sequencing นั้น จำเป็นต้องพิจารณาควบคู่ไปกับปัจจัยทางด้านโครงสร้างทางเศรษฐกิจและสถาบันของประเทศด้วย ในกรณีของไทยนั้น การประสานการใช้นโยบายบริหารจัดการเงินทุนนำเข้าร่วมกันระหว่างการทำ sterilization กับนโยบายการคลังแบบรัดตัวนั้นอาจเป็นทางเลือกที่มีข้อจำกัดมากยิ่งขึ้นในการประยุกต์ใช้ในอนาคตอันใกล้นี้

ประการที่สี่ ในกรณีที่พิจารณาแล้วเห็นว่า การรักษาไว้ซึ่งเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงอาจไม่ก่อให้เกิดผลดีในระยะต่อไปแล้ว ทางทางควรเลือกใช้การปรับอัตราแลกเปลี่ยนในนามมากกว่าการดำเนินมาตรการเพื่อชักจูงให้ราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศเปลี่ยนแปลงไป (อาทิ มาตรการงบประมาณแบบรัดตัว ซึ่งเป็นมาตรการที่ต้องใช้เวลานานกว่า) ทั้งนี้ เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงปรับสู่ระดับดุลยภาพใหม่ อย่างไรก็ตาม มาตรการการคลังโดยใช้งบประมาณแบบรัดตัวจัดเป็นมาตรการที่ควรนำมาใช้ในช่วงต้น เพื่อป้องกันมิให้การใช้ Sterilized policy เป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงจนเกินไป และเป็นช่วงที่ดุลบัญชีเดินสะพัดยังมีระดับไม่สูงมากนัก

แม้ว่าเครื่องมือและ/หรือมาตรการการชะลอการไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นจะมีบทบาทไม่เด่นชัดนัก ภายใต้สภาพแวดล้อมใหม่ทางการเงินของไทย ที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากขึ้น กอปรกับกระแสการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศมีแนวโน้มเป็นระยะยาวมากยิ่งขึ้น แต่จากประสบการณ์ของหลายประเทศพบว่า การใช้เครื่องมือจำกัดการไหลเวียนของเงินทุนเพื่อเป็นมาตรการเสริมในบางลักษณะ (อาทิ remunerative reserves requirement) อาจเป็นมาตรการที่สามารถช่วยเสริมการใช้เครื่องมือนโยบายแบบมาตรฐานดั้งเดิมได้ หากเป็นการใช้เครื่องมือที่เน้นส่งผลกระทบผ่านช่องทาง “ด้านกลไกราคา” มากกว่าช่องทาง “ด้านการควบคุมปริมาณโดยตรง” และโดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ประชาคมเศรษฐกิจจะระหว่างประเทศยังไม่มีกำหนดมาตรการที่เป็นรูปธรรมในการปรับปรุงโครงสร้าง

สถาปัตยกรรมทางการเงิน (International Financial Architecture) ที่สามารถรองรับผลกระทบด้านลบอันเกิดจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เป็นระยะสั้นได้

การสร้างภูมิคุ้มกันเพื่อป้องกันและบรรเทาผลกระทบด้านลบจากความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศ โดยผ่านช่องทางทางด้านความร่วมมือระหว่างประเทศ (international cooperation) ทั้งในกลุ่มอาเซียน หรือในกลุ่มภูมิภาคเอเชียตะวันออก แม้ว่าอาจมิใช่เป็นทางเลือกในการบริหารนโยบายที่เหมาะสมที่สุด (First-best policy response) แต่ก็นับเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ต้องพิจารณาเตรียมไว้เพื่อเป็นมาตรการเสริมในอนาคตโดยเฉพาะในกรณีที่มีแนวโน้มว่า เครื่องมือนโยบายแบบมาตรฐาน (standard policy instruments) ที่นำมาใช้นั้น ไม่อาจต้านทานผลกระทบของกระแสการไหลเวียนของเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นที่มีต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพมากนัก

References

- Agosin (1994), " Saving and Investment in Latin America", **UNCTAD Discussion Papers** No. 90, Geneva
- Alba, P., Bhattacharya, A., Claessens, S., Ghosh, and Hernandez, L. (1998), " **The Role of Macro-economic and Financial Sector Linkages in East Asia's Financial Crisis**", World Bank and Central Bank Chile.
- Bank of Thailand (1996), "Analysing Thailand's Short-term Debt", Bank of Thailand, **Economic Focus** Volume 1 Number 3.
- Bhagawati, J. (1998), "The Capital Myth", **Foreign Affairs**, May/June, pp. 7-12.
- BIS , Bank for International Settlements, (1995) pp 113-14
- Calvo, G., Leiderman, L., and Reinhart, C.M (1996), " Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's" , **Journal of Economic Perspectives**, vol. 10, No. 2
- Calvo, G., and Mandoza E., (1996), " Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", **The American Review**, Papers and Proceedings, May 1996.
- Calvo G., Reinhart, G.M., and Vegh, C.A. (1995) " Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence" **Journal of development Economics**, Vol. 47
- Celasun, Oya. *et al.* (1999), "**Capital Flows, Macroeconomic Management, and the Financial System: Turkey, 1989-97**", World Bank.
- Chang R., and Velasco ,A (1998), " Financial Fragility and the Exchange Rate Regime" **NBER working Paper** No. 6469 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)
- Claessens S., Dooley M.P., and Warner A. (1995), " Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?" **The World Bank Economic Review**, Vol.9 No.1 1995.
- Corbo, V. and Hernandez, L. (1996), "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience, **The World Bank Research Observer**, Vol. 1, No.1, February.
- Cumby, Robert E. and M. Obstfeld (1983), "**Capital Mobility and the Scope of Sterilization: Mexico in the 1970s**"
- Edwards S., and Khan M. (1985), " Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework", **IMF Staff Papers**

- Fischer B., and Reisen H.(1993), “ **Liberalising Capital Flows in Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites and Perspectives**”, Paris: OECD Development Center
- Frankel , J.A. (1993), “ Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy(Reisen)?” **CIDER Working Papers** No.93-024, Berkeley, California: University of California at Berkeley
- Haque , N.U. and Montial P.(1991), “ Capital Mobility in Developing Countries – Some Empirical Tests”, **World Development**, 19, 131-1398
- Haque, N.U., D. Mathieson, and S. Sharma (1996), “Capital Inflows to Developing and Transition Countries—Identifying Causes and Formulating Appropriate Policy Responses”, Annex IV, **World Economic Outlook**, International Monetary Fund, October.
- Hataiseree, Rungsun (1993), “The Demand for Money in Thailand: A Cointegration and Error-Correction Approach” **Singapore Economic Review**, Vol. 38, No. 2, pp. 195 - 230.
- , (1994), "The Relationship between Monetary Aggregates and Economic Activities : Some Thai Evidence Using a Cointegration Approach”, **Bank of Thailand Papers on Policy Analysis and Assessment**, Vol. 2, pp. 47 - 62
- , (1995a), “Capital Mobility, Sterilization and Monetary Policy: Some Evidence from Thailand since 1980”, **Papers on Policy Analysis and Assessment**, Economic Research Department, Bank of Thailand.
- , (1995b), "Cointegration Tests of Purchasing Power Parity: The Case of Thai Baht", **Asian Economic Journal**, Vol. 6, No.1, pp. 67 – 75
- , (1996), “An Empirical Evaluation of Monetary Control in Thailand: The Post-1980 Experience”, **Asian Economies**, Vol. 24, No. 4, pp. 67 - 113.
- , (1997), “Modelling Exchange Rate Policy Reaction Function: Evidence from Thailand under the Basket Pegging Regime: , **Sasin Journal of Management**, Vol. 3, No. 1, pp. 28-40
- , (1998a), “Strategy of Monetary Targeting: Is It Applicable to Thailand's Case?”, **Bank of Thailand Quarterly Bulletin**, Vol. 38, No. 1, pp. 27 - 56.

Hataiseree, Rungsun, (1998b), "Monetary Tactics with a Monetary Targeting: A Thai Perspective", **Sasin Journal of Management**, Vol. 4, No.1, pp. 14 - 37.

-----, (1999), " A Preliminary Analysis of Monetary and Inflation Targeting for Thailand", **Bank of Thailand Quarterly Bulletin**, Vol. 39, No. 3,

-----, and A. Phipps (1996a), "The Degree of Capital Mobility in Thailand: Some Estimates Using a Cointegration Approach, **Applied Economic Letters**, 3, 9-13.

-----, and -----, (1996b), "The Relationship between Money and Income in Thailand: Some Evidence for the 1980s Using a Cointegration Approach", **Savings and Development**, Vol. 20, pp. 389 - 405.

-----, and Rattanalangkarn, Teelapol, (1998), "Monetary Conditions Index and Monetary Policy: Some Evidences from Thailand", **Bank of Thailand Monthly Bulletin**, Vol. 38, No. 7 (July), pp. 75-93 (in Thai).

IMF, International Monetary Fund. Various Issues. **World Economic Outlook**. Washington DC. (1995)

Ivory, Tower (1997), "Mexican Crisis 1994 V.S. Thai Crisis 1997", **TDRI Quarterly Review**, September, Vol. 12, No. 3

Johnson B., and Ryan C. (1994), " The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications" **IMF Working Papers** No. 94/78 Washington: International Monetary Fund

Krugman, P. (1998a), "Saving Asia: It's Time to Get Radical", **Fortune**, September.

Laurens, B. and Jaime Cardoso (1998), "**Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile**", Working Papers, International Monetary Fund, WP/98/168.

Lee, Jang-Yung (1996), "**Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy**", Working Papers, International Monetary Fund, WP/96/53, May.

Nijathaworn, Bandid. (1993), "Managing Foreign Capital in a Rapidly-Growing Economy: Thailand's Experience and Policy Issues", **Papers on Policy Analysis and Assessment**, Economic Research Department, Bank of Thailand.

- Nijathaworn, Bandid. and T. Dejthamrong (1994), "Capital Flows, Exchange Rate and Monetary Policy: Thailand's Recent Experience", **Quarterly Bulletin**, Bank of Thailand, September.
- Nijathaworn, Bandid. (1995), "Capital Flows, Policy Response, and the Role of Fiscal Adjustment: The Thai Experience", **Papers on Policy Analysis and Assessment**, Economic Research Department, Bank of Thailand.
- Parasuk, Chartchai and W. Sukcharoen (1998), "Appropriateness of Flexible Exchange Rate Regime in Economic Adjustments: An Asian Experience",
- Rana P.B. (1998), " Surges and Volatility of Private Capital Flows to Asian Developing Countries: Implications for Multilateral Developemnt Banks" **Asian development Bank, Occasional Papers** No.19 Economics and Development Resource Center
- Reisen, Helmut (1999), "**Policies for Crisis Prevention**", Background paper to a lecture presented at the Bank of Thailand, 3rd and 4th July.
- Robinson, D. *et al.* (1991), "**Thailand: Adjusting to Successs Current Policy Issues**", Occasional Paper, No. 85, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Siamwalla, Ammar. et al. (1999), "**Foreign Capital Flows to Thailand: Determinants and Impact**", Thailand Development Research Institute, September
- Siklos, Pierre (1996), "**Capital Flows in a Transitional Economy and the Sterilization Dilemma: the Hungarian Case**", Working Papers, International Monetary Fund, WP/96/96, August.
- Sarno L., and Taylor M.P. (1999), " Hot Money, accounting Labels and the Persistence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation", forthcoming, **Journal of Development Economics**
- Turner P. (1991), " Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends", **BIS Economic Papers**, No 30, Bank for International Settlements, Basle
- Villanueva D., and Seng Lim Choon (1999), " **Managing Capital Flows in SEACEN Countries: A Policy Agenda**" a presentation for the EDI-CPBMES Workshop on " managing capital flows in a volatile financial environment" Bangkok, Thailand, Febuary 1999
- Wang, C. H. and Carranza, L. (1998), " Policy Response to External Imbalances in Emerging Market Economies – Further Empirical Results" **IMF Working Paper** WP/98/103. International Monetary Fund.

ภาษาไทย:

- จิตุมงคล โสณกุล, ม.ร.ว. (2541), “ทิศทางตลาดเงินและความสัมพันธ์กับตลาดทุนในประเทศไทย”, วารสารเศรษฐกิจรายเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย, ปีที่ 38, เล่มที่ 10, (ตุลาคม), หน้า 83 - 89
- ปกรณ์ วิชานนท์ (2542), “ ภูมิคุ้มกันต่อความผันผวนของเงินทุนจากต่างประเทศ ” เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการประจำปี 2542 เรื่องเศรษฐกิจพอเพียง 18-19 ธันวาคม 2542 โรงแรมแอมบาสเดอร์ ซิตี้ จอมเทียน ชลบุรี
- ปราณี ทินกร, (2541), “การเตือนภัยเศรษฐกิจ : กรณีวิกฤตค่าเงิน” เอกสารประกอบการประชุมระดมความคิดเรื่อง นโยบายและการบริหารจัดการเศรษฐกิจมหภาค ในการสัมมนาประจำปีของสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย, วันที่ 11 – 13 ธันวาคม 2541
- ไพโรจน์ วงศ์วิภานนท์ (2541) “ วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินกับประสิทธิภาพของโครงสร้างระบบการเงินไทย” **Chulalongkorn Review** ปีที่ 10 ฉบับที่ 37 (ตุลาคม – ธันวาคม) หน้า 41-57
- รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์, (2541) การบริหารนโยบายเสถียรภาพเศรษฐกิจในขนาดต
สำนักพิมพ์: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2538), “การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศและกลยุทธ์ในการรักษาเสถียรภาพทางการเงิน: ประสบการณ์ของไทยในช่วงปัจจุบัน”, วารสารบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ปีที่ 18, ฉบับที่ 69, หน้า 24-34.
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2538), “ดัชนีความเชื่อมโยงของระบบการเงินไทยกับต่างประเทศ: ผลการวิเคราะห์เพิ่มเติม”, รายงานเศรษฐกิจรายเดือน, ธนาคารแห่งประเทศไทย, ปีที่ 35, เล่มที่ 8, หน้า 11-25.
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2539), “ความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนนำเข้าและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย” บันทึกภายใน, ธนาคารแห่งประเทศไทย
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2541), “วิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย : สาเหตุและผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก”, **Chulalongkorn Review**, ปีที่ 10, ฉบับที่ 39 (เมษายน – มิถุนายน), หน้า 23 – 29
- รังสรรค์ หทัยเสรี (2541), “วิกฤตเศรษฐกิจไทย : ที่มา ผลกระทบ และแนวโน้ม”, **Chulalongkorn Review**, ปีที่ 11 ฉบับที่ 8 (มกราคม – มีนาคม), หน้า 19 - 56
- ชัชวาล อินทรรักษ์ (2540) , “ ผลของอัตราดอกเบี้ยและปัจจัยที่สำคัญต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน” บันทึกภายใน, ธนาคารแห่งประเทศไทย

สุพจน์ จุฬอนันตธรรม (2541), “วิกฤตเศรษฐกิจไทย: สาเหตุ นโยบายและการปรับตัวเข้าสู่
ดุลยภาพ” เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการประจำปี ครั้งที่ 21 เรื่อง “การฟื้นฟ้
วิกฤตเศรษฐกิจไทย” ณ ห้องแอลที 1 คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ (20
มีนาคม 2541)

วิมุต วานิชเจริญธรรม (2542), “นโยบายการเงินก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2540”,
เอกสารประกอบการสัมมนาเชิงวิชาการเศรษฐกิจมหภาคประจำปี 2542 เรื่อง “อนาคต
เศรษฐกิจไทย: ทิศทางและนโยบาย”, จัดโดยสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจ
และสังคมแห่งชาติ (21 กันยายน 2542)

อัมมาร์ สยามวาลา (2541), “ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมของไทยในอนาคต”
เอกสารประกอบการสัมมนา, สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย