

เพื่อให้เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางด้าน “real shocks” กับอัตราแลกเปลี่ยน ได้ดีขึ้น จึงขออธิบายเพิ่มเติมโดยสังเขปดังนี้ สมมติว่า ความต้องการในสินค้าส่งออกของประเทศใด/หนึ่ง มีปริมาณเพิ่มขึ้นด้วยสาเหตุใด/หนึ่ง ความต้องการที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวจะเป็นผลทำให้ราคาสินค้าส่งออกของประเทศนั้นๆ มีการปรับตัวสูงขึ้น เมื่อพิจารณาจากมุมมองทางด้านอุปสงค์ การที่สินค้าส่งออกมีราคาสูงขึ้นมักก่อให้เกิดผลกระทบที่สำคัญ 2 ประการต่อตลาดสินค้าที่มีได้ผลิตเพื่อการค้าระหว่างประเทศ (non-traded goods) ผลกระทบดังกล่าวได้แก่ ผลกระทบทางด้านรายได้ (income effect) และทางด้านการทดแทนรายได้จากการส่งออกที่เพิ่มขึ้นเป็นผลทำให้ความต้องการสินค้าที่มีได้ผลิตเพื่อการค้าระหว่างประเทศมีปริมาณเพิ่มขึ้น สมมติว่าความยืดหยุ่นของปริมาณความต้องการต่อรายได้มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ในขณะเดียวกัน การเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าส่งออกได้ก่อให้เกิดผลทางด้านการทดแทน โดยทำให้มีการบริโภคสินค้าที่มีได้ผลิตเพื่อการค้ามากขึ้น สภาพการณ์ที่เกิดขึ้นดังกล่าวทำให้เกิดความต้องการส่วนเกินในสินค้าที่มีได้ผลิตเพื่อการค้า เพื่อให้เกิดดุลยภาพอีกครั้งหนึ่ง ราคาโดยเปรียบเทียบของสินค้าที่มีได้ผลิตเพื่อการค้าจำเป็นต้องมีการปรับตัวสูงขึ้น กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต้องมีการแข็งขึ้น (appreciation) การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมักเกิดขึ้นในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบลอยตัวแบบจัดการ (managed float) ซึ่งเป็นกรณีที่สอดคล้องกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในปัจจุบัน การที่อัตราแลกเปลี่ยนเบี่ยงเบนจากระดับที่เหมาะสมตามนัยของ PPP นั้น ส่วนหนึ่งอาจสืบเนื่องมาจากการแทรกแซงของทางการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่การแทรกแซงดังกล่าวเกิดขึ้นอย่างบ่อยครั้ง และอย่างหนาแน่น

ในอดีต มีการศึกษาในประเด็นเรื่อง “ความสำคัญโดยเปรียบเทียบระหว่างปัจจัยทางการเงิน (monetary shocks) และปัจจัยทางภาคการผลิตจริง (real shocks) ในการอธิบายพฤติกรรมที่อัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงมีการเบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP” การศึกษาของ Frankel (1981) พบว่า ปัจจัยทางด้าน real shocks เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากกว่า ปัจจัยทางด้าน monetary shocks ในการอธิบายพฤติกรรมการเบี่ยงเบนของอัตราแลกเปลี่ยนจากระดับดุลยภาพตามนัยของ PPP ในช่วงทศวรรษที่ 1970 ปัจจัยทางด้าน real shocks ที่ปรากฏในการศึกษาดังกล่าวประกอบด้วย (i) การกีดกันทางด้านการค้าน้ำมัน (ii) สินค้าโภคภัณฑ์มีการขยายตัวในระดับสูง หรือสินค้าโภคภัณฑ์เกิดการขาดแคลน (iii) การปรับเปลี่ยนโครงสร้างอุปสงค์ทางการเงิน (iv) ประสิทธิภาพในการผลิตมีการขยายตัวในอัตราที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ ยังพบว่าอัตราความเร็วในการปรับตัวที่แตกต่างกันอย่างมากระหว่าง “ดัชนีราคาสินค้าและบริการ” กับ “อัตราแลกเปลี่ยน” เป็นเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการที่สามารถอธิบายพฤติกรรมที่อัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงมีการเบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพตามนัยของ PPP

ในขณะที่ การศึกษาของ Melvin and Bernstein (1984) พบว่า “ปัจจัยทางด้านระดับเปิดของระบบเศรษฐกิจและระดับความหลากหลายของประเภทและ/หรือชนิดของสินค้าที่ผลิตเพื่อการค้า” เป็นปัจจัยสำคัญในการอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่เบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP ส่วนการศึกษาของ Davatyan and Pigpenger (1985) พบว่า “ความล้มเหลวของทฤษฎี PPP ในการอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงทศวรรษที่ 1970 นำเป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่ปัจจัยทางด้าน real shocks มีความสำคัญมากขึ้น ในขณะที่ปัจจัยทางด้าน monetary shocks กลับมีความสำคัญลดลง”

ความล้มเหลวของทฤษฎี PPP ในการอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น (flexible exchange rate regime) ได้รับการสนับสนุนจากผลการศึกษาของ Daniel (1986) ปัจจัยทางด้าน real shocks และการที่ราคาสินค้าไม่มีความยืดหยุ่นนั้นนับเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ทฤษฎี PPP ล้มเหลว Nachane and Chrissanthaki (1991) ได้สรุปปัจจัยที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงเบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยทางด้าน real shocks การแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ ระดับเปิดของระบบเศรษฐกิจ ความหลากหลายของประเภทสินค้าที่ผลิตเพื่อการค้า และลักษณะเฉพาะอย่างทางด้านสถาบัน

ในกรณีของไทย Tseng (1992) ได้ให้ข้อสันนิษฐานว่า “ปัจจัยทางด้าน real shocks โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการเปิดเสรีทางการค้าและอัตราแลกเปลี่ยน และความไม่สมดุลของเทอมการค้าเป็นปัจจัยที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่เบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพได้ดีกว่าปัจจัยทางด้าน Monetary Shocks” กล่าวกันว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าที่มีการนำมาใช้นับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2527 นั้น มีส่วนสำคัญที่ทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยมีความคล่องตัวมากขึ้นในการดำเนินมาตรการทางการเงินเพื่อให้เศรษฐกิจไทยมีอัตราการขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพ แนวคิดในลักษณะดังกล่าวตั้งอยู่บนพื้นฐานที่ว่า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจไทยนั้นมีสมมติฐานสำคัญมาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับทางต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น การเปลี่ยนแปลงเทอมการค้า การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันในตลาดเงินตราต่างประเทศ และวัฏจักรทางธุรกิจที่เกิดขึ้นในต่างประเทศ นอกเหนือจากนี้ข้อกำหนดที่สำคัญอีกประการหนึ่งก็คือการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงินในประเทศ การผลิตในประเทศ และตลาดแรงงานในประเทศ โดยเปรียบเทียบแล้วควรมีลักษณะที่ไม่สุร่นแรงมากนัก สิ่งที่จะต้องศึกษาต่อไปก็คือ แนวคิดของ Tseng (1992) จะได้รับการสนับสนุนจากผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์มากน้อยเพียงไร

เมื่อพิจารณาจากนัยทางทฤษฎีและจากวรรณกรรมปริทัศน์ดังกล่าวข้างต้น ทำให้สามารถระบุตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ที่ใช้ในแบบจำลอง VAR (Vector Autoregressive Model) ทั้งนี้

เพื่อดำเนินการทดสอบและการวิเคราะห์ทางสถิติต่อไป ตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ดังกล่าวประกอบด้วย (i) อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rates) ระหว่างเงินบาทของไทยกับดอลลาร์สหรัฐ (หรือเงินเยนญี่ปุ่น) (ii) อัตราส่วนระหว่างปริมาณเงิน (money supply) ของไทยเทียบกับปริมาณเงินของสหรัฐ (หรือของญี่ปุ่น) อัตราส่วนดังกล่าวถือเป็นตัวแปรที่แทนปัจจัยทางด้าน monetary shocks (iii) อัตราส่วนระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product) ของไทยเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศของสหรัฐ (หรือของญี่ปุ่น) อัตราส่วนดังกล่าวถือเป็นตัวแปรที่แทนปัจจัยทางด้าน real shocks นอกจากนี้ ยังสามารถใช้ “เทอมการค้า” (terms of trade) เป็นตัวแปรที่แทนปัจจัยทางด้าน real shocks ได้อีกด้วย

3. แบบจำลองพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่เบี่ยงเบนจากระดับดุลยภาพ PPP

แนวทางหนึ่งที่สามารถนำมาใช้เพื่อวิเคราะห์ความสำคัญ โดยเปรียบเทียบระหว่างปัจจัยทางด้าน real shocks กับทางด้าน monetary shocks ก็คือการสร้างแบบจำลองในรูปของ VAR Model ที่มีตัวแปรต่าง ๆ ที่ต้องการทดสอบมาไว้ในแบบจำลอง โดยพื้นฐานแล้วแบบจำลองในลักษณะของ VAR Model นั้น เป็นแบบจำลองประเภทลดรูป (reduced form) ที่อธิบายว่า “ตัวแปรที่ถูกอธิบายจากแบบจำลอง (endogenous variables) มีความสัมพันธ์ในเชิงเศรษฐศาสตร์กับตัวแปรนั้นที่แสดงค่าในช่วงเวลาก่อนหน้า (lagged variables) รวมทั้งตัวแปรอื่นๆ ทุกตัวแปรในแบบจำลองที่แสดงค่าในช่วงเวลาก่อนหน้า” ข้อดีประการหนึ่งของการใช้ VAR Model ก็คือแบบจำลองในลักษณะนี้จะไม่มีภาระบ่งชี้ว่า “...ตัวแปรใดเป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดในแบบจำลอง (endogenous variables) หรือ ตัวแปรใดเป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดมาจากภายนอกแบบจำลอง (exogenous variables)...” ซึ่งแตกต่างอย่างชัดเจนเมื่อเทียบกับแบบจำลองที่ใช้อธิบายโครงสร้างทางเศรษฐกิจแบบดั้งเดิม (macroeconomic model) ตามหลักเกณฑ์การสร้างแบบจำลองแบบดั้งเดิมนั้น มักจะมีการสร้างข้อกำหนดล่วงหน้าอย่างชัดเจนว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดในแบบจำลอง หรือ ตัวแปรใดเป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดมาจากภายนอกแบบจำลอง

งานวิจัยของ Sims (1980) นับเป็นงานวิจัยที่มีอิทธิพลสูงยิ่ง ซึ่งทำให้วิธีการวิเคราะห์ที่อิงกับ VAR Model เป็นที่นิยมอย่างแพร่หลายในการประยุกต์ใช้กับการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ทางด้านเศรษฐศาสตร์ การวิเคราะห์ลักษณะความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ โดยใช้ VAR Model นั้น มักอิงกับเครื่องมือสำคัญ 2 ประการ ได้แก่ (i) การทดสอบเชิงเหตุ-เชิงผล (Granger-Causality test) และ (ii) Variance decompositions รายละเอียดในส่วนนี้ สามารถศึกษาเพิ่มเติมได้จาก Hataiseree (1994a และ 1995a)

แบบจำลองที่สร้างขึ้นเพื่อทดสอบความสำคัญโดยเปรียบเทียบระหว่างปัจจัยทางด้าน real shocks กับปัจจัยทางด้าน monetary shocks ในการอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่เบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP นั้น จะอิงกับปัจจัยพื้น

ฐานที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจไทย ตลอดจนลักษณะเฉพาะที่สำคัญของเศรษฐกิจไทย เป็นสำคัญ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ แบบจำลองที่สร้างขึ้นในการศึกษานี้จะไม่อิงกับทฤษฎีใด/หนึ่งเป็นการเฉพาะเจาะจง แต่จะอาศัยหลายๆ ทฤษฎี เพื่อเป็นพื้นฐานในการสร้างแบบจำลอง

ในกรณีของไทย แบบจำลองที่ใช้อธิบายพฤติกรรมอัตราแลกเปลี่ยนที่เบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพ ตามนัยของทฤษฎี PPP สามารถแสดงได้ดังสมการที่ (1) ข้างล่างนี้

$$\begin{bmatrix} \Delta rer_t \\ \Delta yz_t \\ \Delta mz_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{11}(L) & \alpha_{12}(L) & \alpha_{13}(L) \\ \alpha_{21}(L) & \alpha_{22}(L) & \alpha_{23}(L) \\ \alpha_{31}(L) & \alpha_{32}(L) & \alpha_{33}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta rer_t \\ \Delta yz_t \\ \Delta mz_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \end{bmatrix} \quad (1)$$

โดยที่ rer หมายถึง อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงระหว่างเงินบาทของไทยกับดอลลาร์สหรัฐ (หรือเงินเยนญี่ปุ่น) yz เป็นสัญลักษณ์ที่แทนสัดส่วนระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) ของสหรัฐ (หรือญี่ปุ่น) เทียบกับ GDP ของไทย (แทนโดยเครื่องหมาย yuz และ yjz ตามลำดับ) mz หมายถึง สัดส่วนระหว่างปริมาณเงินของสหรัฐ (หรือญี่ปุ่น) เมื่อเทียบกับปริมาณเงินของไทย (แทนโดยสัญลักษณ์ muz และ mjz) L เป็นสัญลักษณ์ที่แทนค่า lag สำหรับสัญลักษณ์ e นั้นแทนตัวแปรสุ่ม ($K = 1, 2, 3 \dots$) และ Δ หมายถึง ส่วนต่างระหว่างคาบเวลาที่แตกต่างกัน 2 ช่วงเวลา ในกรณีที่ค่า F -statistics ที่คำนวณได้จากการทดสอบ Granger causality มีนัยสำคัญทางสถิติก็แปลว่าสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรทางด้านขวามือเท่ากับศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับจำนวน $\log$ ที่ใช้ในแบบจำลองที่ใช้ในแบบจำลองทั้งสองดังกล่าว นั้น จะเท่ากับ “4” ทั้งนี้ เพราะข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายไตรมาส กอปรกับข้อมูลที่ใช้มีจำนวนค่อนข้างน้อย

ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ปรากฏในสมการที่ (1) มีข้อที่น่าสังเกต ดังนี้ ประการแรก การศึกษานี้ใช้การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันด้านรายได้ (income shock ซึ่งแทนโดย yz) และด้านเทอมการค้า (terms of trade shock ซึ่งแทนโดย tz) เป็นตัวแปรที่แทนปัจจัยทางด้าน real shocks ในฐานที่ประเทศไทยเป็นประเทศเล็กซึ่งสินค้าออกส่วนใหญ่เป็นสินค้าขั้นมูลฐานและสินค้ากึ่งอุตสาหกรรม เศรษฐกิจไทยจึงมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบในเชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันที่เกิดขึ้นจากภายนอก การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการเปลี่ยนแปลงระดับรายได้ หรือ อัตราการเพิ่มของผลิตภายในประเทศ และ/หรือเทอมการค้า นับเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีความผันผวนมากขึ้น โดยเฉพาะในประเด็นที่เกี่ยวกับ “Dutch disease” ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า การที่สินค้าขั้นปฐมมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว (โดยทำให้ประเทศนั้น ๆ มีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น) ย่อมเป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศดังกล่าวมีค่าแข็งขึ้น อย่างไรก็ตามก็ดี มีข้อสังเกตว่าเครื่องหมายของตัวแปร YZ นั้น ยังมีความคลุมเครือซึ่งทำให้การแปลผลที่

ได้จากการใช้ตัวแปรในลักษณะนี้ เป็นไปได้หลายกรณี ทั้งนี้ เพราะในแง่มุมมองหนึ่งการเพิ่มขึ้นของรายได้ (อันเกิดจากการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ต่างประเทศ) อาจทำให้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ มีค่าแข็งขึ้น แต่ในอีกแง่มุมมองหนึ่ง การเพิ่มขึ้นของรายได้ (อันเกิดจากการเพิ่มการใช้จ่ายของรัฐบาล) อาจทำให้เงินบาทของไทยมีค่าอ่อนตัวลงได้ ด้วยเหตุนี้ ตัวแปร tz จึงน่าจะเป็นตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นถึงปัจจัยทางด้าน real shocks ได้ดีกว่า

ประการที่สอง การใช้ตัวแปรที่แสดงถึงส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐกับไทย แทนที่จะใช้ตัวแปรที่แสดงถึงความแตกต่างทางด้านปริมาณเงินนั้นอาจได้รับการสนับสนุนที่แข็งขันจากทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม การใช้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในกรณีของไทยนั้นอาจมีความไม่เหมาะสมกับสภาพการณ์ โดยทั่วไปของกรอบการบริหารนโยบายการเงินไทย ซึ่งมักจะให้น้ำหนักแก่ตัวแปรด้านปริมาณเงิน (monetary aggregates) เช่น M1 และ M2 ในฐานะที่เป็นเครื่องชี้ชี้กลางทางการเงิน (intermediate targets) มากกว่าตัวแปรทางด้านอัตราดอกเบี้ย เหตุผลเบื้องหลังในเรื่องนี้ก็คือในอดีต ทางกรมควบคุมการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในขอบเขตที่ค่อนข้างจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงก่อนกลางทศวรรษที่ 1980 ดังจะเห็นได้จากการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของสถาบันการเงิน การที่ปริมาณเงิน M1 และ M2 ได้รับการดูแลอย่างใกล้ชิดจากทางการ จึงทำให้เชื่อได้ว่าทิศทางการเคลื่อนไหวของตัวแปรดังกล่าวสามารถสะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มนโยบายของทางการได้ในระดับหนึ่ง

ประการสุดท้าย การสร้างสมการที่ (1) นั้น ได้อิงกับพื้นฐานและความสอดคล้องกับลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจของไทยด้วย นอกเหนือจากนี้ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน

4. ข้อมูลที่ใช้และผลการทดสอบทางสถิติ

แบบจำลองที่ใช้ประกอบด้วยตัวแปร 3 ตัวแปร ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายไตรมาส ในช่วงเวลาระหว่างเดือนธันวาคม 2527 ถึงเดือนธันวาคม 2535 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นระบบตรึงเงิน การทดสอบทางสถิติของแบบจำลองดังกล่าวจะแยกดำเนินการเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกเป็นแบบจำลองที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ (B/\$) ในขณะที่แบบจำลองที่สองจะอิงกับอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเยนญี่ปุ่น (B/Y) สำหรับจำนวน $\log$ ที่ใช้ในแบบจำลองทั้งสองดังกล่าวนี้ จะเท่ากับ "4" ทั้งนี้ เพราะข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายไตรมาส กอปรกับข้อมูลที่ใช้มีจำนวนค่อนข้างน้อย

ในขั้นตอนการทดสอบทางสถิตินั้น อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (rer) ของสกุลเงินไทยกับสหรัฐ จะเป็นผลคูณระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน (nominal exchange rate) กับตัวแปรที่เป็นเครื่องชี้ภาวะเงินเฟ้อ (CPI, หรือ WPI) ของแต่ละประเทศ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินบาทกับเยนญี่ปุ่นก็สามารถหาได้โดยใช้วิธีการคำนวณในทำนองเดียวกัน อย่างไรก็ตาม

อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงยังสามารถหาได้โดยใช้วิธีการอื่นๆ ตัวอย่างเช่น การใช้สัดส่วนเปรียบเทียบระหว่างราคาของสินค้าที่มีได้ผลิตเพื่อการค้า (non-traded goods) กับราคาของสินค้าที่ผลิตเพื่อการค้า (traded goods) ทั้งนี้ เพื่อให้สอดคล้องกับการบรรจุเป้าหมายดุลยภาพภายในและภายนอกได้พร้อมๆ กัน (Edwards, 1987) อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดทางด้านข้อมูลทำให้ไม่สามารถสร้างเครื่องชี้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงตามแนวคิดของ Edwards ได้

4.1 ผลการทดสอบเชิงเหตุเชิงผล (Granger-causality test)

ตารางที่ 49 แสดงผล F -statistics ที่คำนวณได้ ซึ่งเป็นตัวชี้ทางสถิติที่ใช้ทดสอบเพื่อดูว่าตัวแปรทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีความสัมพันธ์ในเชิงเหตุเชิงผลกับตัวแปรที่แสดงถึงปัจจัยทางด้าน real shocks และทางด้าน monetary shocks หรือไม่อย่างไร จากผลการทดสอบทางเศรษฐมิติที่ปรากฏในตารางที่ 49 ทำให้สามารถอนุมานได้ว่า ปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริงเป็นตัวแปรที่มีน้ำหนักในการอธิบายพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับปัจจัยทางภาคการเงิน

4.2 Variance decomposition

ผลการวิเคราะห์ทางสถิติที่ปรากฏในตารางที่ 50 ชี้ให้เห็นว่า “การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริงเป็นปัจจัยที่มีพลังในการอธิบายมากกว่าปัจจัยทางการเงิน ในการอธิบายพฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ” ผลทางสถิติที่ได้ในที่นี้สนับสนุนได้ว่าสอดคล้องกับผลการศึกษาก่อนหน้าของ Tseng (1992) ที่ว่าปัจจัยทางภาคการผลิตจริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากดุลการค้าขาดความสมดุลและการปล่อยเสรีทางการค้าและอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่สำคัญกว่าปัจจัยทางการเงินในการอธิบายพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง

ความแตกต่างของผลที่ได้ระหว่างการใช้อัตราแลกเปลี่ยน $B/\$$ กับ B/Y ในแบบจำลอง VAR Model นั้น ชี้ให้เห็นว่าลักษณะการตอบสนองทางด้านนโยบายมีความแตกต่างกันในระหว่าง 2 ประเทศดังกล่าว กล่าวคือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินให้น้ำหนักที่แตกต่างกันระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน $B/\$$ กับ B/Y ในการดำเนินนโยบายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน

อย่างไรก็ตาม ผู้ที่เกี่ยวข้องจำเป็นที่จะต้องระมัดระวังในการแปลผลและ/หรือตีความผลการวิเคราะห์ที่ได้ข้างต้น ทั้งนี้ ด้วยเหตุผลหลายประการ ดังนี้ ประการแรก จำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีจำนวนไม่มากนัก คือ ประมาณ 33 ไตรมาส ทำให้ไม่สามารถให้น้ำหนักต่อผลการวิเคราะห์ที่ได้มากจนเกินควร ประการที่สอง พฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงส่วนหนึ่งน่าจะสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปร และ/หรือปัจจัยทางเศรษฐกิจบางปัจจัย

ที่มีได้นำมาไว้ในแบบจำลอง อาทิ การเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวเนื่องกับอัตราภาษีศุลกากร และข้อจำกัดทางการค้าที่เกิดขึ้นตลอดเวลา การเปลี่ยนแปลงในปัจจัยต่างๆ ดังกล่าว อาจเป็นผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงมีระดับที่แตกต่างไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP ได้อย่างถาวรได้ ประการที่สาม ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในขณะที่ได้ศึกษาวิเคราะห์เรื่องนี้ ยังไม่สามารถกล่าวได้ว่าเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นอย่างสมบูรณ์ ดังเช่นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยข้อเท็จจริงแล้ว อัตราแลกเปลี่ยนของไทยในช่วงดังกล่าวเป็นระบบที่ทางการเป็นฝ่ายกำหนดค่าที่เหมาะสมขึ้นในแต่ละวัน โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่เกิดขึ้นทั้งในและต่างประเทศ ประการสุดท้าย การที่สมมุติฐานหลัก (Null hypothesis) ที่ว่า ปัจจัยทางด้านภาคการผลิตจริงเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงนั้น ถูกปฏิเสธด้วยความเชื่อมั่นในระดับที่สูงนั้น ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากที่เงินดอลลาร์สหรัฐ มีน้ำหนักสูงถึงร้อยละประมาณ 80-85 ในตะกร้าเงินของไทย (Akraanee *et al.* 1981)

5. สรุปและข้อสังเกตส่งท้าย

บทความนี้ได้ตรวจสอบและวิเคราะห์ถึงความสำคัญโดยเปรียบเทียบระหว่างปัจจัยทางภาคการเงินกับปัจจัยทางภาคการผลิตจริงในการอธิบายถึงพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้มีระดับแตกต่างไปจากอัตราแลกเปลี่ยน ณ ระดับดุลยภาพ ตามนัยของทฤษฎี PPP

ผลการค้นพบที่สำคัญก็คือ การเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวเนื่องกับปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริง (real shocks) สามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงที่เปลี่ยนแปลงไปได้ถึงราวร้อยละ 30 ในขณะที่ การเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวเนื่องกับปัจจัยทางภาคการเงิน (monetary shocks) นั้นสามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้เพียงร้อยละ 1 เท่านั้น ผลทางสถิติดังกล่าว ทำให้สรุปได้ว่าพฤติกรรมเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริงมากกว่าปัจจัยทางภาคการเงิน มีข้อสังเกตว่าผลที่ได้ในการศึกษานี้ควรถือเป็นผลการวิเคราะห์เบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งยังไม่ควรด่วนสรุปอย่างชัดเจน ทั้งนี้ เพราะการศึกษาในที่นี้ยังมีข้อบกพร่องและข้อจำกัดหลายประการดังที่ได้กล่าวไว้ตอนต้น

Purchasing Power Parity และพฤติกรรมของ

อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงภายใต้ระบบตะกร้าเงิน¹

1. ความเป็นมาและวัตถุประสงค์

นับตั้งแต่การล่มสลายของข้อตกลง Bretton Woods เมื่อปี 2516 นั้น ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของโลกได้เปลี่ยนแปลงไปอย่างเห็นได้ชัดเจน โดยประเทศอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ต่างหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น การที่ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากขึ้นดังกล่าวนับเป็นวัฏจักรต้นสำคัญที่ทำให้มีการคิดค้นและนำเสนอทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความหลากหลายมากขึ้น รวมทั้งยังเป็นการเปิดโอกาสให้มีการทดสอบความสมเหตุสมผล (validity) ของทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเหล่านั้นในทางปฏิบัติอย่างแพร่หลายทั้งในส่วนของประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา

ผู้บริหารนโยบายการเงินของประเทศที่กำลังพัฒนาหลายประเทศต่างได้ตระหนักและให้ความสำคัญมากยิ่งขึ้นในการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อเป็นเครื่องมือในการบรรลุเสถียรภาพภายนอกและการดำรงไว้ซึ่งศักยภาพในการแข่งขัน ตลอดจนเป็นเครื่องมือในการรักษาเสถียรภาพภายในประเทศ แนวคิดลักษณะดังกล่าวนี้มีความสอดคล้องเป็นอย่างดีกับกรณีของประเทศไทย ซึ่งมีการใช้นโยบายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือสำคัญในการแก้ไขปัญหาที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการไร้เสถียรภาพภายนอก (ชัยวัฒน์ วิบูลย์สวัสดิ์ 2530 หน้า 40) โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากที่ทางการได้ปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบที่ผูกตรึงค่าเงินไว้กับดอลลาร์สหรัฐ เป็นระบบที่อิงค่าเงินไว้กับระบบตะกร้าเงินที่ไม่เปิดเผยในเดือนพฤศจิกายน 2527 กล่าวกันว่า "ภายใต้ระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่นี้ อัตราแลกเปลี่ยน (nominal exchange rate) ระหว่างบาทกับดอลลาร์สหรัฐ จะได้รับการปรับค่าให้เปลี่ยนแปลงไปอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ เพื่อทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) มีค่าอยู่ในระดับที่ได้ดุลยภาพในระยะยาว ตามนัยของทฤษฎี Purchasing Power Parity (PPP)" กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ในกรณีที่การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปตามทฤษฎี PPP อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงก็จะมีค่าคงที่

ถึงแม้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่นี้จะมีส่วนช่วยทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินของไทยมีความคล่องตัวมากยิ่งขึ้น ในการปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อให้สอดคล้องกับ

¹ ปรับปรุงและเรียบเรียงจากต้นฉบับภาษาอังกฤษเรื่อง "Purchasing Power Parity and the Behaviour of Real Exchange Rate: Thailand's Experience Under the Basket Currency System", วารสารเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์, ปีที่ 14, ฉบับที่ 2, (มิถุนายน 2539), หน้า 5-52.

พัฒนาการทางเศรษฐกิจและการเงินที่เปลี่ยนแปลงไปในต่างประเทศและในประเทศ แต่ยังเป็นเรื่องที่ยังไม่กระจ่างชัดว่า การปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวมีความสอดคล้องมากน้อยเพียงไรกับส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อระหว่างประเทศ ตามนัยที่กำหนดโดยทฤษฎี PPP ด้วยเหตุนี้ การตรวจสอบถึงความสมเหตุสมผลของทฤษฎี PPP จึงเป็นประเด็นที่มีความสำคัญ เนื่องจากผลที่ได้จากการตรวจสอบดังกล่าวนับเป็นข้อมูลที่สำคัญที่ผู้บริหารนโยบายเศรษฐกิจและการเงินสามารถใช้ประกอบในการวางแผนและ/หรือการดำเนินนโยบายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนต่อไป

ส่วนที่ 2 เป็นการกล่าวสรุปโดยสังเขปเกี่ยวกับทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่ใช้ในการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน โดยจะพยายามชี้ให้เห็นถึงนัยของทฤษฎีเหล่านั้นที่จะมีต่อการเลือกใช้ตัวแปรสำหรับการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ (empirical analysis) ทั้งนี้เพื่อใช้เป็นกรอบในการวิเคราะห์เชิงประจักษ์เกี่ยวกับตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในกรณีของไทย ในส่วนที่สามและส่วนที่สี่ต่อไป ส่วนที่ 3 เสนอผลการวิเคราะห์และการทดสอบสมมุติฐาน เพื่อดูว่า ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดของ PPP นั้น สามารถนำมาใช้อธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทได้มากน้อยเพียงไร นอกจากนี้ ยังได้นำเสนอผลการทดสอบเพื่อขยายผลที่ได้ก่อนหน้านี้ในกรณีที่พบว่า ทฤษฎี PPP ไม่สามารถนำมาใช้เป็นฐานสำหรับการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาท โดยได้ทดสอบสมมุติฐานเพื่อตรวจสอบและเปรียบเทียบดูว่า ปัจจัยทางด้านภาคการเงิน (monetary shocks) กับปัจจัยทางด้านภาคเศรษฐกิจจริง (real shocks) นั้น ปัจจัยใดจะมีน้ำหนักและหรือความสำคัญโดยเปรียบเทียบมากกว่า ในการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) ของเงินบาท ซึ่งได้เบี่ยงเบนไปจากแนวโน้มที่ควรจะเป็นตามนัยของทฤษฎี PPP ส่วนสุดท้ายเป็นบทสรุปและนัยเชิงนโยบายบางประการ

2. ปัจจัยและตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน: แนวคิดทางทฤษฎีโดยสังเขป

ทฤษฎีมาตรฐานที่อธิบายและให้นัยเกี่ยวกับปัจจัยและ/หรือตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ประกอบด้วยทฤษฎี Purchasing Power Parity (PPP), “a flexible price monetary model” (Frenkel, 1976; Bilson, 1978 เป็นต้น), “a sticky price monetary model” (Dornbusch, 1976), “a portfolio balance model” (Branson and Haltunen, 1979)

การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงกับทฤษฎีของ “monetary model” นั้น ประกอบด้วยสมการพื้นฐาน 3 สมการ สมการที่ 1 เป็นสมการที่เชื่อมโยงระดับราคาสินค้าในประเทศกับอัตราแลกเปลี่ยนและระดับราคาสินค้าในต่างประเทศ ความสัมพันธ์ในลักษณะดังกล่าวเป็นที่รู้จักกันเป็นการทั่วไปว่า PPP relationship สมการที่ 2 เป็นสมการที่แสดงถึงอุปสงค์ของเงินในประเทศ ในขณะที่สมการที่ 3 เป็นสมการที่แสดงถึงอุปสงค์ของเงินในต่างประเทศ โดยอาศัยข้อ

สมมุติบางประการเกี่ยวกับ...อัตราแลกเปลี่ยนที่เปลี่ยนแปลงไปตามทฤษฎีนี้จะขึ้นอยู่กับความแตกต่างของอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในสองประเทศ รวมทั้งความแตกต่างของอัตราการขยายตัวของรายได้ประชาชาติที่แท้จริงในสองประเทศ ตามที่แสดงในสมการที่ (1) ข้างล่างนี้

สาระสำคัญของทฤษฎีนี้ก็คือการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศจะเชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงทางด้านอุปทานของเงินเมื่อเทียบกับอุปสงค์ของเงิน ตัวอย่างเช่น อุปทานของเงินในประเทศที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าอุปทานของเงินในต่างประเทศย่อมส่งผลทำให้สกุลเงินในประเทศนั้นๆ มีค่าอ่อนตัวลง ด้วยเหตุนี้ อัตราการขยายตัวของอุปทานของเงินโดยเปรียบเทียบระหว่างประเทศทั้งสองจึงเป็นตัวแปรเชิงนโยบายที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินจำเป็นต้องหมั่นติดตามอย่างใกล้ชิด ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ในการวางกลยุทธ์และการกำหนดนโยบายบริหารเศรษฐกิจการเงินต่อไป

การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงกับทฤษฎีของ "portfolio balance model" นั้น ตั้งอยู่บนพื้นฐานทางความคิดที่ว่า "หน่วยเศรษฐกิจ" (economic agents) ต่างๆ ทั้งภาคครัวเรือน ภาคธุรกิจเอกชน และภาครัฐบาลในประเทศใด/หนึ่งจะมีการเลือกสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์ทางการเงิน โดยการจัดสรรให้อยู่ในรูปของพันธบัตรและ/หรือสกุลเงินของประเทศนั้นๆ หรือในรูปของพันธบัตรของต่างประเทศ ทั้งนี้ เพื่อให้การถือครองสินทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวนำมาซึ่งความมั่งคั่ง (wealth) สูงสุดต่อหน่วยเศรษฐกิจนั้นๆ" กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เพื่อให้การถือครองสินทรัพย์ในลักษณะดังกล่าวมีประสิทธิภาพสูงสุดต่อหน่วยเศรษฐกิจนั้นๆ

ตามทฤษฎีนี้ การเพิ่มขึ้นของระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศจะมีแนวโน้มทำให้หน่วยเศรษฐกิจของประเทศนั้นๆ โยกย้ายการถือครองเงินของสกุลเงินในประเทศนั้นๆ และ/หรือพันธบัตรของต่างประเทศมาสู่พันธบัตรของประเทศนั้นๆ ในขณะเดียวกัน ก็จะมีการโยกย้ายการถือครองพันธบัตรของต่างประเทศมาสู่พันธบัตรของประเทศนั้นๆ ในกรณีที่เป็นหน่วยเศรษฐกิจต่างประเทศ

สมการลดรูป (reduced forms) ของทฤษฎีทั้ง 3 ดังกล่าว สามารถเขียนในรูปของสมการพื้นฐานได้ ดังนี้

$$e_t = a_0 + a_1(m - m^*)_t + a_2(y - y^*)_t + a_3(r_s - r_s^*)_t + a_4(\pi^e - \pi^e)_t$$

$$a_5TB_t + a_6TB_t^* + a_7(p - p^*)_t + u_t \quad (1)$$

โดยที่เครื่องหมาย * แสดงถึงตัวแปรที่เป็นของต่างประเทศ ซึ่งในที่นี้หมายถึงสหรัฐอเมริกา, e แทนอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินในประเทศเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ,

$m - m^*$ หมายถึงสัดส่วนโดยเปรียบเทียบระหว่างปริมาณเงินในประเทศกับปริมาณเงินของสหรัฐฯ, $y - y^*$ เป็นสัดส่วนโดยเปรียบเทียบระหว่างผลผลิตมวลรวมประชาชาติในประเทศกับผลผลิตมวลรวมประชาชาติของสหรัฐฯ, $r_s - r_s^*$ หมายถึงส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นระหว่างสองประเทศ, $\pi^e - \pi^{e*}$ แทนส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อที่เป็นระดับคาดการณ์ระหว่างสองประเทศ, and $p - p^*$ เป็นสัดส่วนโดยเปรียบเทียบระหว่างระดับราคาในประเทศระดับราคาของสหรัฐฯ, TB and TB^* หมายถึงดุลการค้าในประเทศและดุลการค้าของต่างประเทศ ตามลำดับ

จากนัยของทฤษฎีมาตรฐานที่อธิบายถึงตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวข้างต้น ทำให้สามารถกำหนดทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงทฤษฎีระหว่างตัวแปรต่างๆ กับอัตราแลกเปลี่ยนตามสมการที่ (1) ได้ ดังนี้ $a_1 = 1, a_2 < 0, a_3 > 0 (a_3 < 0), a_4 > 0, a_5 > 0, a_7 > 0$.

ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่ปรากฏในลักษณะของสมการลดรูปตามสมการที่ (1) นั้น นับได้ว่าเป็นประโยชน์อย่างมากสำหรับการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ (empirical analysis) ทั้งนี้ เพราะได้ให้กรอบและแนวทางที่สำคัญหลายประการเกี่ยวกับการเลือกใช้ตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ที่น่าจะนำมาประยุกต์ใช้ในแบบจำลองเพื่ออธิบายตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทของไทยในส่วนที่สามและส่วนที่สี่ของบทความนี้ต่อไป

อย่างไรก็ดี มีข้อสังเกตว่า สมมุติฐานบางประการที่อยู่เบื้องหลังของทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนทั้ง 3 ทฤษฎีดังกล่าว อาจเป็นสมมุติฐานที่ไม่สอดคล้องกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจและระบบการเงินของไทย ดังที่ได้กล่าวมาแล้วใน Hataiseree (1994) ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนไม่ว่าจะเป็นทฤษฎีที่อิงกับแบบจำลองของ Monetary และ Portfolio Models นั้น ต่างมีสมมุติฐานบางประการที่ไม่เหมาะสมกับสภาพโครงสร้างทางเศรษฐกิจการเงินของไทย ตัวอย่างเช่น สมมุติฐานที่ว่า (i) สินทรัพย์ทางการเงินไทยกับต่างประเทศสามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ หรือ (ii) การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศสามารถกระทำได้อย่างเสรี นอกจากนี้ ทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐฯ ยังได้รับอิทธิพลอย่างมากจากเจ้าหน้าที่ทางการเงินไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นแบบตะกร้าเงิน จากจุดอ่อนและ/หรือข้อจำกัดดังกล่าว จึงจำเป็นต้องระมัดระวังการประยุกต์ใช้ทฤษฎีเหล่านั้นโดยตรงกับการศึกษาเรื่องปัจจัยที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐฯ

ด้วยเหตุนี้ แบบจำลองที่สร้างขึ้นเพื่อการศึกษาในที่นี้ โดยพื้นฐานแล้วจะอิงกับทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่คำนึงถึงความเป็นไปได้ในทางปฏิบัติ (elective approach) กล่าวคือ แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษานี้จะรวมเอาปัจจัยและ/หรือตัวแปรที่ได้กล่าวไว้ในทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของสำนักต่างๆ มาทดสอบ เพื่อดูว่าปัจจัยต่างๆ ที่ทฤษฎีต่างๆ ได้ให้นัย

ไว้จะมีผลเพียงพอนในทางสถิติหรือไม่อย่างไร ในการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของค่าเงินบาท

3. Purchasing Power Parity และพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทย

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในส่วนที่ 2 ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงกับแนวคิดของ PPP นั้น นับเป็นแนวคิดพื้นฐานที่สุดในบรรดาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ที่ใช้อธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ทฤษฎี PPP กล่าวว่าอัตราแลกเปลี่ยนของสองประเทศสามารถอธิบายได้ด้วยความแตกต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อของสองประเทศ ซึ่งสามารถวัดได้โดยใช้ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่แสดงในรูปของดัชนีราคา แม้ว่าทฤษฎีนี้ได้รับการวิพากษ์วิจารณ์อย่างมากในช่วงที่ผ่านมาว่ามีความไม่เหมาะสมหลายประการ แต่ทฤษฎีนี้ก็ยังคงได้รับการนำมาประยุกต์ใช้อย่างแพร่หลายที่สุดในการวิเคราะห์เชิงประจักษ์เกี่ยวกับพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศต่างๆ

การทดสอบสมมติฐานของทฤษฎี PPP ตามนัยของ relative version¹ นั้น สามารถทำได้โดยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองตามสมการที่ (1) ข้างล่างนี้

$$\Delta e_t = a_2 + a_3 \Delta \pi_t + u_{2t} \quad (1)$$

ในส่วนนี้จะนำเสนอผลการทดสอบสมมติฐานหลัก (null hypothesis) ที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนของไทย (e) สามารถอธิบายได้ด้วยอัตราเงินเฟ้อโดยเปรียบเทียบของไทยกับประเทศคู่ค้าที่สำคัญ (π) ได้มากน้อยเพียงไร โดยการทดสอบจะใช้วิธีการทางเศรษฐมิติทางด้าน Cointegration และเป็นการศึกษาวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 1984 ถึง 1992 ซึ่งเป็นช่วงที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นระบบที่อิงกับตะกร้าเงิน นิยามและความหมายของตัวแปรที่ใช้ได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข.

จากผลการวิเคราะห์ในตอนต้นที่ 9 พบว่า "...ทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงกับ Purchasing Power Parity นั้น ไม่สามารถใช้อธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐฯ ได้ในช่วงระหว่าง พฤศจิกายน 1984 - มิถุนายน 1992

¹ แนวคิด PPP ที่อิงกับ relative version นั้น กล่าวว่าเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปของ nominal นั้น จะถูกกำหนดโดยความแตกต่างของอัตราเงินเฟ้อระหว่าง 2 ประเทศนั้นๆ ด้วยเหตุที่เงินเฟ้อจะทำให้อำนาจซื้อของเงินสกุลนั้นๆ ลดลง ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงกว่า โดยเปรียบเทียบจึงมีแนวโน้มว่าค่าเงินของประเทศนั้นจะอ่อนตัว เมื่อเทียบกับสกุลเงินของประเทศที่มีเงินเฟ้อต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบ

ซึ่งเป็นช่วงการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน...²

ผลการศึกษาข้างต้น ชี้ให้เห็นว่าทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามนัยของ Purchasing Power Parity (PPP) นั้น ไม่สามารถที่จะนำมาใช้ในการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินได้ ด้วยเหตุนี้จึงจำเป็นที่จะต้องศึกษาวิเคราะห์ต่อไป เพื่อหาสาเหตุและ/หรือปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ทำให้พฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวเบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยนในระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP

ในเชิงทฤษฎี สาเหตุและ/หรือปัจจัยที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริงมีค่าเบี่ยงเบนไปจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP นั้น เกิดขึ้นได้ใน 2 กรณีใหญ่ ๆ กรณีแรก เป็นกรณีที่เกี่ยวเนื่องกับการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางภาคการเงินอย่างฉับพลัน (monetary shocks) โดยมากมักจะเป็นผลสืบเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายการเงิน ตัวอย่างเช่น แบบจำลองของ Dornbusch (1976) ที่พยายามอธิบายพฤติกรรมการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวทางของกรณีแรก กรณีที่สอง เป็นกรณีที่เกี่ยวเนื่องกับการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องของปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริง (real shocks) อาทิ อัตราการเจริญเติบโตทางด้านการค้าและประสิทธิภาพในการผลิต ระดับการปล่อยเสรีทางด้านระบบอัตราแลกเปลี่ยน และด้านการค้า ตัวอย่างในกรณีนี้ก็คือ แบบจำลองของ Mussa (1984)

สำหรับแบบจำลองที่ใช้อธิบายพฤติกรรมการณ์อัตราแลกเปลี่ยนที่เบี่ยงเบนไปจากระดับดุลยภาพตามนัยของทฤษฎี PPP ในกรณีของไทยนั้น มีรูปแบบเช่นเดียวกับแบบจำลองที่ปรากฏในสมการที่ (1) ของบทที่ 28 โดยเป็นแบบจำลอง VAR Model ที่ประกอบด้วย 3 ตัวแปรหลัก ได้แก่ rer , yz , และ mz โดยที่ rer หมายถึง อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงระหว่างเงินบาทของไทยกับเงินดอลลาร์สหรัฐ (หรือเงินเยน) ซึ่งจะเป็นผลคูณระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน (nominal exchange rate) กับตัวแปรที่เป็นเครื่องชี้ภาวะเงินเฟ้อ (CPI, หรือ WPI) ของแต่ละประเทศ, yz แทนสัดส่วนระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมรายได้ประชาชาติ (GDP) ของสหรัฐ (หรือญี่ปุ่น) เทียบกับ GDP ของไทย (แทนเครื่องหมาย yuz และ yjz ตามลำดับ) mz หมายถึง สัดส่วนระหว่างปริมาณเงินของสหรัฐ (หรือญี่ปุ่น) เมื่อเทียบกับปริมาณเงินของไทย (แทนโดยสัญลักษณ์ muz และ mjz)

² กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ "...ไม่มีหลักฐานทางสถิติอย่างเพียงพอที่ทำให้ยอมรับสมมุติฐานที่ว่าพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทในรูปตัวเงิน (nominal exchange rate) สามารถอธิบายได้ด้วยอัตราเงินเฟ้อโดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับประเทศคู่ค้าสำคัญที่มีสกุลเงินอยู่ในระบบตะกร้าเงินของไทย..."

การทดสอบทางสถิติของแบบจำลองดังกล่าวจะดำเนินการโดยแยกเป็น 2 แบบจำลอง “แบบจำลองแรก” เป็นการทดสอบและวิเคราะห์ที่เน้นศึกษาถึงผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ (B/\$) ในขณะที่ “แบบจำลองที่สอง” จะเน้นศึกษาถึงผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเยนญี่ปุ่น (B/Y)

ผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่า “การเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริงเป็นปัจจัยที่สำคัญโดยเปรียบเทียบมากกว่าปัจจัยทางภาคการเงิน ในการอธิบายพฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ³ ความแตกต่างของผลที่ได้ระหว่างการใช้อัตราแลกเปลี่ยน B/\$ กับ B/Y ในแบบจำลอง VAR Model นั้น ชี้ให้เห็นว่าลักษณะการตอบสนองทางด้านนโยบายมีความแตกต่างกันในระหว่าง 2 ประเทศดังกล่าว กล่าวคือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินให้น้ำหนักที่แตกต่างกันระหว่างอัตราแลกเปลี่ยน B/\$ กับ B/Y ในการดำเนินนโยบายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน (ตารางที่ 50)

อย่างไรก็ตาม ผู้ที่เกี่ยวข้องจำเป็นต้องระมัดระวังในการแปลผลและ/หรือตีความผลการวิเคราะห์ที่ได้ข้างต้น เนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในขณะที่ได้ศึกษาวิเคราะห์เรื่องนี้อยู่กัน ยังไม่สามารถกล่าวได้ว่าเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นอย่างสมบูรณ์ ดังเช่นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยข้อเท็จจริงแล้วอัตราแลกเปลี่ยนของไทยในช่วงดังกล่าวเป็นระบบที่ทางการจะกำหนดค่าขึ้นในแต่ละวัน โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่เกิดขึ้นทั้งในและต่างประเทศ

4. สรุปและข้อสังเกตส่งท้าย

บทความนี้ได้นำเสนอผลการวิเคราะห์พฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทในช่วงที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบตะกร้าเงิน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติแนวใหม่ทางด้าน Cointegration และ Vector Autoregression ส่วนแรกของการเป็นทดสอบสมมุติฐาน เพื่อดูว่าทฤษฎีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตามแนวคิดของ Purchasing Power Parity (PPP) นั้น สามารถนำมาใช้เป็นฐานสำหรับการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทได้มากน้อยเพียงไร จากผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ พบว่าไม่มีหลักฐานทางสถิติอย่างเพียงพอที่ทำให้ยอมรับสมมุติฐานที่ว่าพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทในรูปตัวเงิน (nominal exchange rate) สามารถ

³ ผลทางสถิติที่ได้นับว่าสอดคล้องกับผลการศึกษาท่อนหน้าของ Tseng (1992) ที่ว่า “...ปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากดุลการค้าความสมดุลและการปล่อยเสรีทางการค้าและอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัจจัยที่สำคัญกว่าปัจจัยทางการเงินในการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง...”

อธิบายได้ด้วยอัตราเงินเฟ้อโดยเปรียบเทียบระหว่างไทยกับประเทศคู่ค้าสำคัญที่มีสกุลเงินอยู่ในระบบตะกร้าเงินของไทย

ส่วนที่สองของบทความเป็นการทดสอบเพื่อขยายผลการทดสอบและการวิเคราะห์ที่ได้จากส่วนแรก โดยได้ทดสอบสมมุติฐานเพื่อตรวจสอบและเปรียบเทียบดูว่าการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันที่มีรากฐานมาจากปัจจัยทางด้านภาคการเงิน (monetary shocks) กับปัจจัยทางภาคการผลิตจริง (real shocks) นั้น ปัจจัยใดจะมีน้ำหนักและหรือความสำคัญโดยเปรียบเทียบมากกว่า ในการอธิบายพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (real exchange rate) ของเงินบาท ซึ่งได้เบี่ยงเบนไปจากแนวโน้มที่ควรจะเป็นตามนัยของทฤษฎี PPP ผลทางเศรษฐกิจที่ประมวลได้ พบว่าปัจจัยทางด้านภาคเศรษฐกิจจริงน่าจะสามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินบาทได้ดีกว่า เมื่อเทียบกับปัจจัยทางด้านภาคการเงิน แม้ว่าผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่ปรากฏในบทความนี้จะช่วยให้สามารถเข้าใจพฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทได้ดียิ่งขึ้น โดยเฉพาะในช่วงที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นแบบตะกร้าเงิน แต่จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องระมัดระวังเกี่ยวกับการตีความหมายและการขยายผลการวิเคราะห์ที่ได้ เนื่องจากบทความนี้ยังมีจุดอ่อนอยู่บ้างในส่วนที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการอภิเคราะห์ที่ใช้และการแปลผลทางเศรษฐกิจที่ประมวลได้

บทสรุป: ตอนที่ 10

พฤติกรรมนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน

และตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง

สาระสำคัญของตอนที่ 10 เป็นการทดสอบและการวิเคราะห์พฤติกรรมการตอบสนองของเจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยในการปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยน ในช่วงการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน ผลการวิเคราะห์ที่ได้สามารถสรุปได้ ดังนี้ ประการแรก จากการวิเคราะห์ถึงตัวกำหนดพฤติกรรมการตอบสนองของเจ้าหน้าที่ทางการเงินไทย พบว่า “อัตราแลกเปลี่ยน (nominal exchange rate) ระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ” มีแนวโน้มเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนสำรองเงินตรามากกว่าปัจจัยทางด้านดุลบัญชีเดินสะพัด และดุลการชำระเงิน การค้นพบดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า เงินทุนสำรองเงินตราต่างประเทศนับเป็นปัจจัยที่ได้รับน้ำหนักมากจากทางการในการกำหนดการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทในแต่ละวัน กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เงินทุนสำรองเงินตราถือเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการอธิบายพฤติกรรมการปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐ

ประการที่สอง ผลทางสถิติที่ได้ดูเสมือนว่าไม่สอดคล้องกับความเชื่อก่อนหน้าที่ว่า การบริหารนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของไทย (โดยการให้เงินบาทมีค่าอ่อนตัวเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของภาคส่งออกของไทย) อย่างไรก็ตาม การที่เงินทุนสำรองเงินตรามีบทบาทที่โดดเด่นนั้นมิใช่สิ่งที่น่าประหลาดใจแต่อย่างใด เพราะส่วนหนึ่งอาจสะท้อนให้เห็นถึงความพยายามของเจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อหักล้างผลกระทบเชิงลบอันเกิดจากการทะลักเข้ามาของเงินทุนจากต่างประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังปี 2530

ดังที่ได้กล่าวถึงในตอนต้นที่ 3 ว่า ประสิทธิภาพของนโยบายการเงินของไทยมีแนวโน้มลดลงจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาในไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงหลังปี 2530 เจ้าหน้าที่การเงินไทยพบว่าการหักล้างผลของสภาพคล่องส่วนเกินอันเกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อปริมาณเงินมีแนวโน้มจะไม่ได้ผลเท่าที่ควร ในกรณีที่ใช้เครื่องมือการควบคุมทางการเงินแบบดั้งเดิมแต่เพียงอย่างเดียว

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่สำคัญประการหนึ่งที่ได้จากการศึกษานี้ก็คือการปรับค่าเงินบาทให้ค่อย ๆ สูงขึ้นดูเสมือนเป็นวิธีการบริหารนโยบายการเงินแบบใหม่ที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยพยายามนำมาใช้เพื่อยับยั้งมิให้สภาพคล่องของระบบการเงินภายในประเทศขาดเสถียรภาพ (อันเป็นผลมาจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของทุนสำรองเงินตรา) อย่างไรก็ตาม ผู้ที่เกี่ยวข้องจำเป็นต้องระมัดระวังการตีความผลที่ได้ดังกล่าวข้างต้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลทางเศรษฐกิจที่ประมาณของ

พฤติกรรมกรรมการตอบสนองของเจ้าหน้าที่ทางการเงินต่ออัตราแลกเปลี่ยนไม่ควรจะถือว่าผลลัพธ์ลักษณะนี้โดยตลอดในช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกันออกไป

ด้วยเหตุนี้ การศึกษาวิจัยในโอกาสต่อไปจึงควรเน้นตรวจสอบเพื่อดูว่า “ตัวกำหนดพฤติกรรมกรรมการตอบสนองของเจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยจะมีการเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยเพียงไร ภายใต้สภาวะแวดล้อมใหม่ทางเศรษฐกิจการเงินที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (managed float)” ที่สำคัญคือ จำเป็นต้องศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมของเจ้าหน้าที่ทางการเงินไทยในการซื้อขายเงินตราในตลาดเงินตราต่างประเทศ เพื่อมุ่งรักษาและ/หรือปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนให้มีระดับและ/หรือทิศทางตามที่ทางการได้มุ่งหวังไว้ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ จำเป็นต้องตรวจสอบถึงตัวกำหนดของ intervention policy ของทางการว่าให้น้ำหนักของตัวแปรทางเศรษฐกิจทางด้านใดมากกว่ากันภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว

ตอนที่ 10 ยังได้ตรวจสอบและวิเคราะห์ถึงความสำคัญโดยเปรียบเทียบระหว่างปัจจัยทางภาคการเงิน (monetary shocks) กับปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริง (real shocks) ในการอธิบายถึงพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้มีระดับแตกต่างไปจากระดับดุลยภาพตามนัยทางทฤษฎี PPP ผลการวิเคราะห์พบว่า “พฤติกรรมการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริงมากกว่าปัจจัยทางภาคการเงิน” โดยพบว่าปัจจัยที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการเปลี่ยนแปลงทางภาคเศรษฐกิจจริง สามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงที่เปลี่ยนแปลงไปได้ถึงราวร้อยละ 30 ในขณะที่ ปัจจัยที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการเปลี่ยนแปลงทางภาคการเงินนั้นสามารถอธิบายพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้เพียงร้อยละ 1 เท่านั้น

การศึกษาวิจัยในโอกาสต่อไป จึงควรเน้นเรื่องตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง โดยขยายผลการวิเคราะห์ไปสู่ตัวแปรทางด้าน monetary shocks (อาทิ อัตราเงินเฟ้อ ปริมาณเงิน) และตัวแปรทางด้าน real shocks (อาทิ ประสิทธิภาพในการผลิต เทอมการค้า) เพื่อดูว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญและ/หรือนำหนักมากที่สุดในการกำหนดทิศทางการณ์เคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทย

ที่สำคัญอีกประเด็นหนึ่งก็คือจำเป็นต้องศึกษาว่าตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเงินบาทภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมีความแตกต่างและ/หรือมีความอ่อนไหวมากน้อยเพียงไรกับลักษณะของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ จากการที่ทางการได้เปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินเป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการเมื่อ 2 กรกฎาคม 2540 ที่ผ่านมา

ด้วยเหตุนี้ การศึกษาวิจัยในโอกาสต่อไปจึงควรเน้นตรวจสอบเพื่อดูว่า “ข้อสรุปที่ว่าปัจจัยทางภาคเศรษฐกิจจริงเป็นปัจจัยสำคัญที่อธิบายตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน” นั้น ยังคงได้ข้อสรุปเช่นเดิมหรือไม่ในกรณีที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ผลการศึกษานี้จะเป็นข้อมูลที่มีประโยชน์อย่างยิ่งต่อรูป

แบบและทางเลือกในการใช้เครื่องมือที่เป็น intervention policy ในการดำเนินการผ่านตลาดเงินตรา
ระหว่างประเทศ

วิกฤตเศรษฐกิจไทย: ประสบการณ์และบทเรียน^{*}

1. ความเป็นมาและประเด็นปัญหา

วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Crisis) ที่ประเทศไทยกำลังเผชิญอยู่ในขณะนี้ นับเป็นวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งที่รุนแรงมากที่สุดอีกครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจของไทยยุคใหม่ นับตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่สองเป็นต้นมา เนื่องจากได้ก่อให้เกิดผลกระทบเชิงลบในหลากหลายมิติทั้งในแง่เศรษฐกิจ การเมือง สังคม การจ้างงาน ตลอดจนได้บั่นทอนสุขภาพจิตของคนไทยทั้งชาติ อย่างรุนแรงอยู่ในขณะนี้ วิกฤตการณ์เศรษฐกิจไทยครั้งนี้ได้เริ่มฉายแววให้เห็นมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2539 และปรากฏปัญหาให้เห็นชัดเจนมากยิ่งขึ้นหลังจากที่มีการโจมตีค่าเงินบาทอย่างรุนแรงเป็นระลอกๆ ในเดือนกุมภาพันธ์และพฤษภาคมที่ผ่านมา จนส่งผลทำให้ทางการจำเป็นต้องประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินมาเป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed Float) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540¹

วิกฤตการณ์เศรษฐกิจไทยครั้งนี้กล่าวได้ว่าเกิดขึ้นค่อนข้างฉับพลันและได้บั่นทอนความเชื่อมั่นที่มีต่อภาพรวมของเศรษฐกิจไทยลงอย่างรวดเร็ว จนทำให้ประเทศไทยจำเป็นต้องเข้าร่วมในโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) เมื่อวันที่ 14 สิงหาคมที่ผ่านมา การเข้าร่วมในโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจดังกล่าว นับเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญอย่างยิ่งยวดต่อเศรษฐกิจไทย ทั้งนี้เพราะจะเป็นจุดเริ่มต้นที่จะมีการแก้ไขและฟื้นฟูเศรษฐกิจไทยที่ตกอยู่ในภาวะวิกฤตอย่างจริงจังและเป็นขั้นตอน โดยที่ได้รับความสนับสนุนทางการเงินและข้อเสนอแนะทางด้านวิชาการจาก IMF ตามรายละเอียดที่รัฐบาลชุดปัจจุบันได้แถลงให้ประชาชนทั่วไปได้รับทราบเมื่อวันที่ 25 พฤศจิกายน 2540 ดังที่ปรากฏในข่าวกระทรวงการคลัง ฉบับที่ 69/2540 และในตารางที่ 1

การจัดการและการแก้ไขปัญหาวิกฤติ (Crisis Management) เศรษฐกิจไทยในครั้งนี้นับเป็นภาระที่หนักยิ่งต่อรัฐบาลชุดใหม่ที่เพิ่งเข้ามาบริหารประเทศเมื่อราวกลางเดือนพฤศจิกายนที่ผ่านมา เนื่องจากสภาพการณ์โดยทั่วไปของเศรษฐกิจไทยอยู่ในภาวะการณ์ที่ค่อนข้างบอบช้ำและยังไม่ถึงจุดตกต่ำอย่างเต็มที่ ดังจะสังเกตได้จากข้อมูลทางเศรษฐกิจที่ปรากฏในจดหมายแสดงเจตจำนง (Letter of Intent) ฉบับที่ 2 ที่รัฐบาลชุดใหม่ได้ตัดสินใจเปิดเผยให้ประชาชนทั่วไปได้รับทราบเมื่อวันที่ 25 พฤศจิกายน 2540² ภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยที่ทรุดตัวลงค่อนข้างมากดังกล่าว กอปรกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจโดยทั่วไปของประเทศในภูมิภาคเอเชียยังมีภาวะที่น่าเป็นห่วง (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของเกาหลีใต้และญี่ปุ่นซึ่งเป็นประเทศที่มีขนาดของเศรษฐกิจที่ใหญ่มากเมื่อเทียบกับของประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้) ทำให้ความพยายามในการที่จะแก้ไขปัญหาระบบ

^{*} ปรับปรุงและเรียบเรียงจากบทความเรื่องเดียวกันใน Chulalongkorn Review, ปีที่ 11, ฉบับที่ 38 (มกราคม-มีนาคม 2541), หน้า

¹ สำหรับรายละเอียดเกี่ยวกับลักษณะและกลไกที่สำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนระบบใหม่และผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจไทยนั้น สามารถดูเพิ่มเติมได้จาก รังสรรค์ หทัยเสรี (2540e)

² รายละเอียดในส่วนนี้ สามารถดูได้จาก ข่าวกระทรวงการคลัง ฉบับที่ 69/2540 25 พฤศจิกายน 2540

ของประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้) ทำให้ความพยายามในการที่จะแก้ไขปัญหาระบบการเงินและเศรษฐกิจไทยของรัฐบาลชุดใหม่ มีลักษณะที่ค่อนข้างจะยากลำบากกว่าเมื่อเทียบกับกรณีของประเทศในแถบลาตินอเมริกา เนื่องจากปัจจัยเกื้อหนุนจากภายนอกไม่สดใสเท่าที่ควร ที่สำคัญก็คือประเทศในภูมิภาคเอเชียไม่มีประเทศมหาอำนาจชาติใดชาติหนึ่งเข้าโอบอุ้มเป็นพิเศษเหมือนในกรณีของลาตินอเมริกา ซึ่งได้รับความช่วยเหลือในรูปเงินกู้และการสั่งซื้อสินค้าจากประเทศสหรัฐฯ ทำให้เศรษฐกิจของประเทศในแถบลาตินอเมริกาสามารถฟื้นตัวได้ค่อนข้างเร็ว (รังสรรค์ หทัยเสรี 2540)

ภายใต้วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยกำลังเผชิญอยู่ในขณะนี้ ทำให้เกิดคำถามและข้อถกเถียงที่ยังไม่สามารถหาข้อยุติที่ชัดเจนได้ว่า

- “...เหตุใดในประเทศไทยที่ครั้งหนึ่งเคยได้รับการยกย่องจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศว่าเป็นตัวอย่างของความสำเร็จของประเทศกำลังพัฒนาในด้านการจัดการบริหารทางเศรษฐกิจมหภาค³ (Macroeconomic Management) ถึงต้องประสบกับความพลิกผันอย่างรุนแรงทางเศรษฐกิจจนถึงขั้นที่ต้องขอเข้าโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศอยู่ในขณะนี้ ทั้งๆ ที่ก่อนหน้านี้ไม่นานนักประเทศไทยยังเป็นประเทศที่ได้รับการคาดหมายอย่างกว้างขวางจากองค์กรเศรษฐกิจและการเงินระหว่างประเทศว่าเป็นประเทศที่มีความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นมาก จนมีแนวโน้มว่าจะเป็นเสือทางเศรษฐกิจในลำดับที่ 5 ของเอเชีย...”

- “...เหตุใดในระบบสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้า (Early Warning System) ที่ใช้อยู่ในประเทศต่างๆ รวมทั้งในองค์กรทางเศรษฐกิจและการเงินระหว่างประเทศถึงไม่สามารถนำมาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควรในทางปฏิบัติ...”

- “...เหตุใดประเทศในภูมิภาคแถบนี้ที่ครั้งหนึ่งเคยได้รับการยกย่องจากองค์กรนานาชาติว่าประสบความสำเร็จในการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างสูงนามหัตศรรย์ (The Asian Economic Miracle) ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา⁴ ถึงต้องประสบกับวิกฤตการณ์การเงินอย่างรุนแรงเช่นนี้...”

- วิกฤตการณ์ครั้งนี้จะคลี่คลายและยุติลงได้อย่างไรและเมื่อไร มีความเป็นไปได้มากน้อยเพียงไรที่รัฐบาลชุดใหม่จะสามารถฟื้นฟูเศรษฐกิจให้ดีขึ้นได้นับตั้งแต่ช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2541 เป็นต้นไป?

- เศรษฐกิจไทยมีโอกาสมากน้อยเพียงไรในการออกจากวิกฤตในครั้งนี้ก่อนประเทศเกาหลีใต้และอินโดนีเซีย? ถ้าไทยสามารถออกจากวิกฤตเศรษฐกิจได้ก่อนก็จะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งและจะช่วยให้สามารถฟื้นฟูเศรษฐกิจให้กลับดีขึ้นในเวลาที่รวดเร็วกว่าที่คาดคิดไว้ เนื่องจากจะมีเงินจากต่างประเทศไหลเข้ามาลงทุนในประเทศไทยก่อนประเทศอื่นๆ ที่อยู่ในโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของ IMF อยู่ในขณะนี้

³ โปรดดู Robinson and others (1991) สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมในประเด็นนี้

⁴ สำหรับรายละเอียดเพิ่มเติมในส่วนนี้โปรดดู World Bank (1993) และ The Economist (1997b)

- การจัดตั้งกลไกความร่วมมือของประเทศในภูมิภาคเอเชียในรูปของ “Yen Zone” นั้นจะเป็นไปได้น้อยเพียงไรในทางปฏิบัติ กลไกดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อประเทศที่เข้าร่วมในระยะยาวหรือไม่อย่างไร

ปัจจุบัน นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มีความเห็นว่า วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งนี้ไม่ได้เป็นปัญหาเฉพาะแต่เพียงกรณีของประเทศไทยเท่านั้น แต่ได้ขยายวงกว้างไปยังประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียที่มีลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการเงินที่คล้ายคลึงกับไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแง่ที่ว่า “...เศรษฐกิจของประเทศมีการขยายตัวในลักษณะที่เร็วเกินไป ในขณะที่โครงสร้างภาคการเงินและสถาบันการเงินยังมีความอ่อนแอและหละหลวม...” (The Economist, 1997b)

นอกจากนี้ วิกฤตการณ์การเงินครั้งนี้ยังก่อให้เกิดคำถามอื่นๆ ตามมาอีกนานับประการ อาทิ คำถามที่น่าสนใจอีกประการหนึ่งก็คือวิธีการแก้ไขปัญหามาตรการของ IMF ที่เคยใช้ได้ผลในกรณีของวิกฤตการณ์การเงินในประเทศเม็กซิโกนั้น มีความเหมาะสมมากน้อยเพียงไรต่อการแก้ไขปัญหาในกรณีของวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาคเอเชีย? และจะมีส่วนทำให้เศรษฐกิจของประเทศในภูมิภาคเอเชียใช้เวลาในการฟื้นตัวได้เร็วหรือช้ากว่าในกรณีของวิกฤตการณ์การเงินที่เคยเกิดขึ้นในกลุ่มประเทศลาตินอเมริกา? ที่สำคัญคือ ประเทศใดในภูมิภาคเอเชียจะเป็นประเทศที่เริ่มฟื้นตัวก่อนประเทศอื่นๆ นอกจากนี้ ยังมีคำถามที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของสหรัฐฯ ต่อการแก้ปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินในเอเชีย

สิ่งที่เห็นพ้องต้องกันอยู่ในขณะนี้ก็คือการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจไทยครั้งนี้ไม่มีสูตรสำเร็จ ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่มีอยู่และพัฒนามาถึงปัจจุบันยังไม่สามารถให้แนวทางที่เด่นชัดในการจัดการกับวิกฤตการณ์ที่เป็นอยู่ในขณะนี้ได้มากนัก ผู้ที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้ส่วนใหญ่มีความเห็นว่าแนวทางการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจไทยครั้งนี้ควรที่จะยึดหลักการพึ่งพาซึ่งกันและกัน โดยจำเป็นต้องแก้ไขปัญหาอย่างเป็นระบบในกรอบมหภาค มิใช่มองปัญหาที่เกิดขึ้นครั้งนี้ว่าเป็นปัญหาของภาคเศรษฐกิจใด/หนึ่ง หรือกลุ่มบุคคลใด/หนึ่ง

ในส่วนของการแก้ไขก็จำเป็นต้องมีการปรับองค์การตัวเอง ลดรายจ่ายที่ไม่จำเป็น หรือตัดธุรกิจบางประเภทออกไปเมื่อประเมินแล้วว่าโอกาสทำรายได้มีอยู่ในระดับต่ำ ที่สำคัญคือจำเป็นต้องยกระดับคุณภาพของสินค้า เพื่อที่จะสามารถแข่งขันกับตลาดโลกได้ แนวทางการควบกิจการและลดขนาดองค์กรให้กระชับ ดึงต่างประเทศเข้ามาลงทุน หรือถือหุ้นใหญ่ น่าจะเป็นทางออกส่วนหนึ่งที่นำพิจารณาต่อไป สำหรับภาครัฐบาล นั้นจำเป็นต้องส่งสัญญาณทางเศรษฐกิจให้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น รวมทั้งต้องเร่งดำเนินการให้มีเสถียรภาพทางการเงินมากขึ้น นอกจากนี้ ยังจำเป็นต้องมีความโปร่งใสในการกำหนดมาตรการและการวางลำดับความสำคัญของปัญหา เพื่อจะนำไปสู่การแก้ปัญหาเฉพาะหน้าได้อย่างตรงจุดและทันทั่วถึง ขณะเดียวกัน จำเป็นต้องมีการปรับกระบวนการพิจารณาการมองปัญหา รวมทั้งระบบการทำงานของภาครัฐ เพื่อให้มีการประสานงานกันอย่างมีประสิทธิภาพสำหรับแนวทางในระยะกลางและระยะยาวนั้น เป็นเรื่องการปรับโครงสร้างการผลิตและพัฒนาการส่งออกให้สอดคล้องกับขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศ รวมทั้งการยกระดับบุคลากรในประเทศให้มีขีดความสามารถที่สูงขึ้น เพื่อรองรับการแข่งขันในยุคกระแสโลกาภิวัตน์ที่เป็นอยู่ในขณะนี้

นี้ สำหรับภาคการเงิน นั้น จำเป็นต้องมีการปรับโครงสร้างสถาบันและระบบการเงิน รวมทั้งเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้สถาบันการเงินอย่างจริงจัง

บทความนี้ แม้ว่าจะไม่สามารถให้คำตอบในประเด็นต่างๆ ที่กล่าวมาทั้งหมดได้ แต่ก็พยายามนำเสนอผลวิเคราะห์และการประมวลความเห็นของผู้ที่เกี่ยวข้องในประเด็นที่เกี่ยวกับสาเหตุและผลพวงของปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินครั้งนี้ ตลอดจนนำเสนอมุมมองเกี่ยวกับทางออกของวิกฤตการณ์ครั้งนี้ ส่วนที่ 2 นำเสนอมุมมองเกี่ยวกับปัจจัย หรือสาเหตุที่ทำให้เกิดปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและการเงินครั้งนี้ ในกรณีของไทยมีตัวบ่งชี้ถึงมาตรฐานทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ของประเทศว่าขาดความสมดุล ไม่ว่าจะเป็นในส่วนที่เกี่ยวกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด การชะลอตัวทางด้านการส่งออกและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ การพึ่งพิงเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศในสัดส่วนที่สูง การจัดการทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน ส่วนที่ 3 เป็นการวิเคราะห์ถึงผลพวงของปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและการเงิน ส่วนที่ 4 กล่าวถึงปัญหาวิกฤตระยะสั้นและมาตรการแก้ไข ส่วนที่ 5 เป็นการนำเสนอมุมมองและแนวทางในการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้ ส่วนที่ 6 กล่าวถึงสัญญาณเชิงบวกและผลกระทบต่อการพัฒนาเศรษฐกิจไทย ส่วนสุดท้ายกล่าวถึงบทเรียนวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้และแนวโน้มในอนาคต พร้อมทั้งให้ข้อสังเกตและประเด็นที่ต้องติดตามต่อไป

2. สาเหตุของปัญหาเศรษฐกิจไทยและมาตรการตอบสนอง

2.1 ปัจจัยที่ทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ: แนวคิดพื้นฐาน

นักวิเคราะห์จำนวนไม่น้อยเชื่อว่าสาเหตุหลักๆ ที่นำไปสู่ภาวะวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาคเอเชียและลาตินอเมริกานั้นมีลักษณะที่ค่อนข้างจะคล้ายคลึงกัน กล่าวคือ (i) การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก (ii) การพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศ (iii) การใช้ประโยชน์จากทรัพยากรเงินทุนเหล่านั้นอย่างไร้ประสิทธิภาพ (iv) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในสัดส่วนที่สูงขึ้น (v) ภาระหนี้ต่างประเทศระยะสั้นที่เพิ่มสูง (vi) ความอ่อนแอของระบบสถาบันการเงินและการกำกับดูแล (vii) การปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนอย่างไม่เหมาะสม ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ กอปรกับการที่มีการปรับลดค่าเงินอย่างฉับพลันได้มีส่วนทำให้ปัญหาดังกล่าวทวีความรุนแรงมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่เห็นพ้องต้องกันว่า การจัดการนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่ขาดความสมดุลนับเป็นสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจและการเงินของประเทศในภูมิภาคลาตินอเมริกาและภูมิภาคเอเชีย (Fischer, 1998)

วิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาคเอเชียครั้งนี้ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่ประเทศเกิดใหม่ (Emerging Economies) เหล่านี้มีการพึ่งพิงเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเป็นจำนวนมากในการพัฒนาเศรษฐกิจของตน อย่างไรก็ตาม เงินทุนที่ไหลเข้ามาอย่างรวดเร็วและในปริมาณที่มากนั้น ส่วนใหญ่มักนำไปลงทุนในภาคการผลิตที่ไม่ก่อประโยชน์แก่เศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว เช่น ภาคอสังหาริมทรัพย์ ในขณะที่เดียวกัน เงินกู้ก็อีกส่วนหนึ่งก็มีการนำไปใช้เพื่อซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยจากต่างประเทศ การลงทุนและการใช้จ่ายที่ไม่มีประสิทธิภาพดังกล่าว เป็นผลทำให้เศรษฐกิจในประเทศมี

ลักษณะการขยายตัวแบบฟองสบู่ (Bubble Economies) และทำให้ปัญหาการขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น

ในอีกด้านหนึ่ง การปล่อยกู้ที่กระจุกตัวอยู่ในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การซื้อหุ้นเพื่อเก็งกำไร และการให้กู้ยืมแก่กลุ่มธุรกิจที่อยู่ในเครือ ก็มีผลสำคัญที่ทำให้สถาบันการเงินมีสินทรัพย์ที่ด้อยคุณภาพ (Non Performing Loans หรือ NPLs) ในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ความไม่ทันสมัยในการการกำกับดูแลของทางการของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชีย ก่อรูปกับการที่ภาระหนี้ต่างประเทศระยะสั้นมีสัดส่วนสูงขึ้นทำให้สถาบันการเงินมีความเสี่ยงและความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น

2.2 สมมุติฐานของวิกฤตเศรษฐกิจไทย

นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์จำนวนไม่น้อยเชื่อว่า “ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ” (Economic Fundamentals) ที่เสื่อมถอยลงนับเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งนี้ นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์กลุ่มนี้มองว่าเศรษฐกิจไทยเริ่มมีปัญหาทางด้านพื้นฐานทางเศรษฐกิจมาตั้งแต่ช่วงราวปี 2539 (Fischer, 1998)

เมื่อพิจารณาบทบทวนเหตุการณ์ที่ผ่านมาพบว่า ตลาดเริ่มมีความวิตกกังวลเกี่ยวกับ “ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ” ของไทยมาตั้งแต่ราวครึ่งหลังของปี 2539 ดังจะเห็นว่าสถาบันวิจัยและองค์การทางเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศหลายแห่ง ได้ชี้ให้เห็นถึงสัญญาณเตือนภัยหลายประการที่ผู้ที่เกี่ยวข้องจำเป็นต้องติดตามอย่างใกล้ชิด สัญญาณเตือนภัยที่นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มักกล่าวถึง ประกอบด้วย (i) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในสัดส่วนที่สูงขึ้น (ii) การส่งออกที่ชะลอตัวลง (iii) ปัญหาหนี้เสียของสถาบันการเงิน อันเกิดจากการปล่อยกู้แก่ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นจำนวนมาก (iv) การพึ่งพิงเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ (v) การที่ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพมานานเกินไปจนขาดความยืดหยุ่นที่เพียงพอในการรองรับความผันผวน (Fischer, 1998) และ (vi) การโจมตีค่าเงินและการปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัว (Muehring, 1997, Nomura, 1997, Fischer, 1998)

(i) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในสัดส่วนที่สูงขึ้น

การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นจำนวนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้านนับเป็นสัญญาณเตือนภัยที่สำคัญประการหนึ่งที่แสดงให้เห็นถึงความเปราะบางของเศรษฐกิจไทย ดังจะเห็นได้ว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยมีสัดส่วนที่สูงขึ้นมาก โดยมีสัดส่วนเฉลี่ยเกือบร้อยละ 8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product หรือ GDP) ในปี 2538 และ 2539 การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่โน้มสูงขึ้นดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงการไร้เสถียรภาพภายนอก⁵ ซึ่งในด้าน

⁵ ตามกรอบการบริหารนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและนโยบายการเงิน เป้าหมายขั้นสุดท้ายทางเศรษฐกิจ (Ultimate Targets of Economic Policy) ประกอบด้วย 2 ส่วนที่สำคัญ ส่วนแรกเป็นเป้าหมายเสถียรภาพภายใน (Internal Stability) อาทิ อัตราเงินเฟ้อ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ส่วนที่สองเป็นเป้าหมายเสถียรภาพภายนอก (External Stability) อาทิ ดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลการค้า เงิน รายละเอียดยุติในเรื่องนี้ สามารถดูเพิ่มเติมได้จาก รังสรรค์ หทัยเสรี (2540)

หนึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความไม่สมดุลระหว่างการออมกับการลงทุน (Saving-Investment Gap) ที่ทรงตัวอยู่ในระดับราวร้อยละ 5 ต่อปีเมื่อเทียบกับของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ตลอดช่วงกว่าทศวรรษที่ผ่านมา และในอีกด้านหนึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการใช้จ่ายภายในประเทศมีการขยายตัวในอัตราที่สูงจนเกินควร (Overspending)

กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือภาคเอกชนมีการใช้จ่ายเกินตัว เมื่อเทียบกับความสามารถในการสร้างรายได้ที่แท้จริง ดังจะเห็นได้จากการที่สัดส่วนของการบริโภคและการลงทุนมีอัตราส่วนที่สูงกว่าการออมในประเทศ นอกจากนี้ ยังมีการนำเงินทุนที่กู้ยืมจากต่างประเทศไปลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่มีได้ก่อให้เกิดประโยชน์แก่การผลิต เช่น ลงทุนเพื่อการเก็งกำไรในที่ดิน อสังหาริมทรัพย์ และตลาดหุ้น ซึ่งทำให้ราคาของสินทรัพย์ดังกล่าวพุ่งสูงขึ้นจนเกินความเป็นจริง (Asset-Price Inflation) และทำให้เกิดเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ (Bubble Economy) ขึ้นในที่สุด เมื่อฟองสบู่แตก จึงก่อให้เกิดปัญหาความตกต่ำของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และการปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์

อย่างไรก็ดี ในช่วงที่ผ่านมา นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า "การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นจำนวนที่ค่อนข้างสูงนั้นเป็นเรื่องที่ไม่น่าเป็นห่วงนัก" ทั้งนี้ เพราะนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้เชื่อว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดดังกล่าวส่วนใหญ่เกิดจากการลงทุนที่สูงขึ้น จึงทำให้ต้องมีการนำเข้าเครื่องจักร อุปกรณ์การผลิตและวัตถุดิบที่ใช้สำหรับการผลิตในสัดส่วนที่สูงขึ้น (Investment-Oriented Current Account Deficit) ผลในเชิงบวกของการลงทุนที่สูงขึ้นก็คือทำให้เศรษฐกิจมีการขยายตัวในอัตราที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ประเทศมีรายได้สูงขึ้นและมีความสามารถในการชำระหนี้ในเกณฑ์ที่สูงขึ้น กอรปกับนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้มีความเชื่อว่าอัตราการออมของประเทศไทยทรงตัวอยู่ในเกณฑ์ที่ค่อนข้างสูงมาโดยตลอด รวมทั้งฐานะดุลเงินสดของรัฐบาลมีการเกินดุลติดต่อกันมานานกว่าก่อนทศวรรษ ด้วยเหตุผลต่างๆ ดังกล่าว นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้จึงเชื่อว่า "...การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเป็นจำนวนที่ค่อนข้างสูงในช่วงปี 2538-2539 นั้นน่าจะเป็นเรื่องของปรากฏการณ์ชั่วคราวที่เกิดขึ้นในระยะสั้น (Temporary Phenomena) มากกว่าเป็นเรื่องของการขาดความสมดุลในโครงสร้างการผลิตและเศรษฐกิจของประเทศ (Structural Disequilibrium)..." ซึ่งแตกต่างจากกรณีของประเทศเม็กซิโกที่การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการนำเข้าเพื่อการบริโภค (Consumption-Driven Current Account Deficit)

วิกฤตเศรษฐกิจไทยที่เกิดขึ้นในปี 2540 สะท้อนให้เห็นว่า ความเชื่อของนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มแรกมีความสมเหตุสมผลมากน้อยเพียงไร อย่างไรก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์บางกลุ่มเชื่อว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงขึ้นดังกล่าวมิใช่สาเหตุหลักที่นำไปสู่ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้ เนื่องจากต้องพิจารณาโครงสร้าง (ทุนสังคม) ด้านอื่นๆ ประกอบด้วย ประเด็นที่มักหยิบยกขึ้นมาเป็นข้อโต้แย้งก็คือ ทำไมประเทศที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดกว่าแสนล้านเหรียญติดต่อกันหลายปี เช่น สหรัฐฯ ถึงมิได้มีปัญหาด้านนี้!

(ii) การส่งออกที่ชะลอตัวลง

ในขณะเดียวกัน การส่งออกที่ได้ขยายตัวอยู่ในเกณฑ์สูงมาอย่างต่อเนื่องนั้น กลับมีอัตราการขยายตัวที่ลดลงอย่างฮวบฮาบในปี 2539 จนเหลือเพียง 0% ซึ่งนับเป็นสัญญาณเบื้องต้นที่บ่งบอกถึงว่าเศรษฐกิจไทยเริ่มมีปัญหา เนื่องจากการส่งออกเป็นปัจจัยที่เป็นพลังหลักในการผลักดัน (Driving Force) ให้เศรษฐกิจไทยมีการขยายตัวในระดับสูง (Engine for Growth) มาอย่างช้านาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงปี 2537 และ 2538 ซึ่งเป็นช่วงก่อนหน้าที่จะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งนี้ขึ้น การส่งออกของไทยมีการขยายตัวในอัตราที่สูงมากเฉลี่ยกว่าร้อยละ 23% ต่อปี อัตราการขยายตัวของการส่งออกที่ลดลง นับเป็นปัจจัยที่มีน้ำหนักค่อนข้างมากปัจจัยหนึ่งในบรรดาปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งนี้ เป็นที่ทราบกันดีโดยทั่วไปว่า การส่งออกเป็นปัจจัยสำคัญที่เป็นพลังหลักในการผลักดันให้เศรษฐกิจไทยมีการขยายตัวในระดับสูงมากกว่าทศวรรษ

คำถามหนึ่งที่ตามมาก็คือการขยายตัวของการส่งออกที่ลดลงมากในปี 2539 นั้น มีรากฐานหลักมาจากสาเหตุใด นอกจากนี้ นักวิเคราะห์บางส่วนเชื่อว่า "...ขีดความสามารถในการส่งออกของไทยที่ลดลงไปดังกล่าวมีรากฐานส่วนหนึ่งมาจากการที่เงินบาทมีค่าแข็งขึ้นตามการแข่งขันของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ที่ได้โน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา จนทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate) ของค่าเงินบาททรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่าค่าเงินของประเทศคู่แข่งที่สำคัญของไทยในช่วงปี 2538-2539..." สำหรับรายละเอียดที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดในลักษณะนี้ สามารถดูเพิ่มเติมได้จาก Nomura (1997)⁶ นักวิเคราะห์บางส่วนตั้งข้อสังเกตว่า การส่งออกของไทยที่โน้มลดลงดังกล่าวมีส่วนเกี่ยวเนื่องมากน้อยเพียงไรกับการลดค่าเงินหยวนของจีนในปี 2537

(iii) การพึ่งพิงเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศในสัดส่วนที่สูง

ในอีกด้านหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์จำนวนไม่น้อยกลับให้น้ำหนักของปัจจัยที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจครั้งนี้ในประเด็นที่ว่า "เศรษฐกิจไทยมีการพึ่งพิงเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะเงินกู้ระยะสั้น" นักวิเคราะห์กลุ่มนี้เห็นว่า นับตั้งแต่มี "การเปิดเสรีทางการเงิน" โดยเฉพาะอย่างยิ่งการอนุญาตให้ธุรกิจเอกชนสามารถกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยผ่านกิจการวิเทศธนกิจ (Bangkok International Banking Facilities: BIBFs) ในเดือนมีนาคม 2536 เป็นต้นมานั้น ทำให้การกู้ยืมจากต่างประเทศมีความคล่องตัวมากยิ่งขึ้น การเปิดเสรีทางการเงินดังกล่าว กอปรกับการที่ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศมีระดับที่แตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด รวมทั้งการที่ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพค่อนข้างมาก จึงมีผลทำให้มีเงินทุนเคลื่อนย้ายจากต่างประเทศเข้ามาในระบบเศรษฐกิจไทยเป็นจำนวนมาก โดยมีสัดส่วนราวร้อยละ 8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ในช่วงปี 2537-2539 (หรือเฉลี่ยราว 3 แสนล้านบาทต่อปี) เงินทุนที่ไหลเข้าสู่ระบบการเงินไทยเป็นจำนวนมากดังกล่าวได้ส่งผลทำให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินไทยเป็นระยะ ๆ ซึ่งได้สร้างแรงกดดันต่อเสถียรภาพทางด้านราคา และทำให้การใช้นโยบายการ

⁶ สำหรับผู้ที่สนใจการศึกษาวิเคราะห์เชิงประจักษ์ (Empirical Analysis) เกี่ยวกับ "ปัจจัยที่กำหนดพฤติกรรมอัตราแลกเปลี่ยนในกรณีของไทย" สามารถศึกษาเพิ่มเติมได้จาก Hataiseree (1995a, 1995b, 1996a, 1997)

เงิน เพื่อรักษาเสถียรภาพราคานั้นไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร โดยเฉพาะในกรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพมากจนเกินไป ดังเช่นในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบตะกร้าเงิน (Basket of Currency)⁷

ในมุมมองหนึ่ง มาตรการวิเทศธนกิจเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ระบบการเงินไทยกับต่างประเทศมีความเชื่อมโยงกันมากยิ่งขึ้น และส่งผลทำให้การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อปรับเปลี่ยนสภาพคล่องของระบบการเงินในประเทศให้อยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสมนั้นมีความยากลำบากมากยิ่งขึ้น ทั้งนี้ เพราะพฤติกรรมของการเคลื่อนไหวอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินไทยมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดมากยิ่งขึ้นกับทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินต่างประเทศ⁸

อย่างไรก็ตาม จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีความระมัดระวังในการแปลความหมายของผลการวิเคราะห์ที่ว่า “วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งนี้เป็นผลพวงจากการพึ่งพิงเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะเงินกู้ระยะสั้น” การพึ่งพิงเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศเป็นจำนวนมากจะก่อให้เกิดผลกระทบในเชิงลบต่อเศรษฐกิจไทยมากน้อยเพียงไรนั้น จำเป็นที่ต้องพิจารณาประเด็นบางประการเพิ่มเติม ดังนี้

ประเด็นแรก เป็นเรื่องเกี่ยวกับ “ทางใช้ไปของเงินทุน” (Use of Fund) ในกรณีที่เงินทุนที่กู้ยืมมาจากต่างประเทศนั้น มีการนำไปลงทุนในการผลิตที่ก่อให้เกิดมูลค่าเพียงพอที่จะชดเชยต้นทุนเงินกู้ หรือมีการนำไปใช้จ่ายเพื่อปรับปรุงเทคนิคและประสิทธิภาพการผลิต เพื่อเสริมสร้างขีดความสามารถในการผลิตในระยะต่อไปแล้วก็ไม่แน่ว่าจะต้องกังวลใจ อย่างไรก็ตาม เงินที่กู้ยืมมาจากต่างประเทศในกรณีของไทยนั้น มีจำนวนไม่น้อยที่นำไปลงทุนในธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งมีมูลค่าส่วนเพิ่ม (Value-added) ไม่มากนัก อีกส่วนหนึ่งนำไปใช้ในการอุปโภคบริโภคสินค้านำเข้าที่มีราคาแพงจากต่างประเทศ เช่น รถยนต์ยุโรป นาฬิกาโรแลกซ์ ไวน์ ฯลฯ ในขณะที่ เงินนำเข้าอีกส่วนหนึ่งนำไปใช้ลงทุนในอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มต่ำ หรือลงทุนในตลาดหุ้นเพื่อเก็งกำไร เป็นต้น กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เงินกู้จากต่างประเทศดังกล่าวได้ก่อให้เกิดผลทางด้าน Wealth effect ซึ่งเป็นผลทำให้อัตราการลงทุนและการบริโภคของภาคเอกชนเพิ่มขึ้นจนเกินควร

⁷ โปรตุเกส รังสรรค์ หทัยเสรี (2538b) และ Hataiseree (1995c) สำหรับผลการศึกษาวิเคราะห์เชิงประจักษ์ในประเด็นที่เกี่ยวกับการดำเนินมาตรการการเงินเพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบในเชิงลบอันเกิดจากการไหลทะลักเข้ามาของเงินทุนจากต่างประเทศที่มีต่อภาวะสภาพคล่องของระบบการเงินในประเทศในช่วงทศวรรษที่ 1980” อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่า นโยบายการคลังนับว่ามีบทบาทอย่างมากในช่วงเวลาดังกล่าว ในฐานะที่เป็นตัวดูดซับมิให้ระบบการเงินมีสภาพคล่องส่วนเกินมากจนอยู่ในระดับที่ไม่สอดคล้องกับปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ ighamภาค ดังจะสังเกตได้ว่ารัฐบาลมีฐานะการคลังที่เกินดุลค่อนข้างสูงติดต่อกันนานกว่าทศวรรษ (เฉลี่ยประมาณร้อยละ 2 ของ GDP)

⁸ จากการศึกษาของ รังสรรค์ หทัยเสรี (2538a) และ Hataiseree and Phipps (1996) พบว่า “...อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินไทยมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินต่างประเทศ ที่สำคัญก็คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินต่างประเทศ (อัตราดอกเบี้ยยูโรดอลลาร์ หรือสิงคโปร์ดอลลาร์) 1% จะมีแนวโน้มนำให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินในประเทศ (อินเตอร์แบงก์) เปลี่ยนแปลงไปราว 0.85% ถึง 0.89% โดยที่ค่าความเชื่อมโยงดังกล่าวจะผันแปรไปตามช่วงเวลาการศึกษา...”

ประเด็นที่สอง เป็นเรื่องที่เกี่ยวข้องกับ “ความเชื่อมั่นต่อภาพรวมทางเศรษฐกิจไทย” มากกว่าลักษณะของเงินกู้ยืมที่ส่วนใหญ่เป็นระยะสั้น นักวิเคราะห์จำนวนไม่น้อยเชื่อว่าสัดส่วนเงินกู้ยืมจากต่างประเทศที่ส่วนใหญ่เป็นระยะสั้นนั้นไม่น่าจะมีผลกระทบต่อภาพลักษณ์ของประเทศมากนัก ตราบเท่าที่ประเทศนั้นๆ ยังมีปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะทำให้นักลงทุนต่างประเทศมีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทย และพร้อมที่จะต่ออายุ (Roll-over) เงินกู้ยืมระยะสั้นดังกล่าวให้

กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ แม้ว่าเงินกู้และเงินลงทุนจากต่างประเทศจะมีลักษณะเป็นเงินทุนระยะสั้นก็จริง แต่หากมีการต่ออายุเงินทุนเหล่านั้นต่อเนื่องกันไปก็จะมีผลทำให้เป็นเงินทุนระยะยาวได้ ดังจะเห็นได้จากกรณีของสิงคโปร์ ซึ่งมีสัดส่วนของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศที่เป็นระยะสั้นมากกว่าระยะยาว แต่สิงคโปร์ก็ไม่มีปัญหาในเรื่องนี้แต่อย่างใด ทั้งนี้ เพราะปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศมีความแข็งแกร่งอยู่มาก ทำให้สามารถสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนต่างประเทศได้ สิ่งที่น่าสนใจก็คือ ทางการของสิงคโปร์ได้อำศัยการบริหารนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อหักล้างผลกระทบ (Sterilization) ต่อสภาพคล่องภายในประเทศ อันเกิดจากการไหลบ่าของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ โดยการปล่อยให้ค่าเงินสิงคโปร์ปรับตัวแข็งตัวขึ้นอย่างช้าๆ เพื่อบรรเทาผลกระทบในเชิงลบที่มีต่อเสถียรภาพราคาในประเทศ อย่างไรก็ตาม ในกรณีของไทยนั้น จำเป็นต้องมีการศึกษาวิเคราะห์ในเชิงประจักษ์เพื่อดูว่า นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของไทยมีบทบาทมากน้อยเพียงไรในฐานะที่เป็นเครื่องมือในการบรรเทาและ/หรือหักล้างผลกระทบของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศที่มีต่อภาวะสภาพคล่องของระบบการเงินในประเทศ

(iv) ปัญหาหนี้เสียของสถาบันการเงิน

ปัญหาหนี้เสียของสถาบันการเงินและความอ่อนแอของสถาบันการเงินที่มีสาเหตุหลักมาจากสถาบันการเงินดังกล่าวประสบปัญหาขาดสภาพคล่อง และมีหนี้เสียเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ คำถามก็คือปัญหาหนี้เสียของสถาบันการเงินเกิดขึ้นได้อย่างไร ในมุมมองหนึ่งเห็นว่าปัญหาดังกล่าวเกิดจากการที่สถาบันการเงินต่างเร่งปล่อยสินเชื่อโดยมิได้คำนึงถึงคุณภาพของสินเชื่อเท่าที่ควร โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจรุ่งเรืองและมีอัตราการขยายตัวอยู่ในระดับสูง แนวคิดนี้มีพลังในการอธิบายไม่น้อย ดังสังเกตได้จากการที่สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มีอัตราการขยายตัวสูงถึงเกือบร้อยละ 30 ในปี 2538 และ 2539 นอกจากนี้ สินเชื่อที่ปล่อยยังมีการกระจุกตัวในบางภาคเศรษฐกิจมากเกินไป โดยเฉพาะภาคธุรกิจที่มีได้ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศในระยะยาว อาทิ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค (บัตรเครดิต) เป็นต้น ปัญหาก็คือ เมื่อเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะตกต่ำผนวกกับการผลิตส่วนเกินของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ กอปรกับเจ้าหนี้ต่างประเทศเรียกคืนเงินกู้ ทำให้เกิดปัญหาหนี้เสีย การขาดสภาพคล่อง และทำให้เกิดภาวะวิกฤตในระบบสถาบันการเงินในขณะนี้ ทั้งนี้ส่วนหนึ่งเนื่องจาก เงินทุนนำเข้าส่วนใหญ่เป็นเงินทุนระยะสั้นและเน้นเรื่องการเก็งกำไรในตลาดหุ้นและอสังหาริมทรัพย์ เมื่อฟองสบู่แตกในปี 2539 สถาบันการเงินจึงมีหนี้เสียเป็นจำนวนมาก สถานการณ์ทวีความรุนแรงขึ้นเมื่อมีเงินทุนไหลออกมากขึ้นและมีการเก็งกำไรในค่าเงินบาท

ในมุมมองอีกด้านหนึ่งเห็นว่า พื้นฐานของปมปัญหาดังกล่าวส่วนหนึ่งมาจากการที่สถาบันการเงินหลายแห่งได้อนุมัติสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจสังหาริมทรัพย์ด้วยวิธีการที่ไม่ถูกต้องนัก เพราะเป็นการอนุมัติโดยขาดการวิเคราะห์ด้านการเงินที่ดีพอ นอกจากนี้ สถาบันการเงินบางแห่งก็ปล่อยสินเชื่อโดยไม่ได้พิจารณาถึงความเป็นไปได้ของโครงการ ทั้งยังมีการนำเงินไปใช้ผิดประเภท หรือแม้กระทั่งปล่อยสินเชื่อเพื่อการซื้อที่ดิน โดยไม่เกิดผลในการพัฒนาโครงการ ฯลฯ จนกระทั่งเกิดปัญหาหนี้เสียตามมาจำนวนมาก

นอกจากนี้ การปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจสังหาริมทรัพย์ยังมีข้อบกพร่องอยู่หลายประการ ส่วนหนึ่งเป็นเพราะโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มธุรกิจสังหาริมทรัพย์ และสถาบันการเงินหลายแห่งมีความเกี่ยวเนื่องกัน ซึ่งบางกิจการมีผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นตระกูลเดียวกัน ทำให้ขั้นตอนการพิจารณาและอนุมัติสินเชื่อดำเนินการได้โดยสะดวกง่ายดาย ขาดการตรวจสอบและการวิเคราะห์ความเป็นไปได้ของโครงการตามระบบที่ควรจะเป็น สัมพันธภาพที่โยงใยอย่างแนบแน่นเหล่านี้ ยิ่งเป็นการตอกย้ำถึงรากฐานของปัญหาที่เกิดจากความไม่โปร่งใสในการบริหารและจัดการระหว่างธุรกิจสังหาริมทรัพย์ และสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องกันได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

(v) การโจมตีค่าเงินและการปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัว

ภาวะขาดความมั่นใจในเศรษฐกิจของประเทศที่ได้เสื่อมลงอย่างรวดเร็วในปี 2539 (ดังสังเกตได้จากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในสัดส่วนที่สูงขึ้น การส่งออกและการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงอย่างชวบฮาบ ปัญหาเรื้อรังของภาคสังหาริมทรัพย์ การพึ่งพิงเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ) เริ่มส่งผลกระทบรุนแรงขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2540 ดังเห็นได้จากการที่ค่าเงินบาทถูกโจมตีอย่างรุนแรงหลายระลอกในช่วงเดือนกุมภาพันธ์และพฤษภาคม 2540 กอรปกับปัญหาการขาดแคลนสภาพคล่องเริ่มชัดเจนขึ้น เนื่องจากเงินทุนได้ทยอยไหลออกอย่างต่อเนื่อง จากความไม่มั่นใจในการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและเสถียรภาพทางการเงินของสถาบันการเงินไทย ตลอดจนภาวะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ ทำให้ทางการจำเป็นต้องปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัวในที่สุด เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม⁹ อย่างไรก็ตาม นักวิเคราะห์จำนวนหนึ่งมีความเห็นว่า ปัญหาส่วนหนึ่งเกิดจากการที่เงินบาทมีค่าแพงเกินควร (over-valuation) แนวคิดในลักษณะนี้ สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้จาก Muehring (1997) Nomura (1997) Fischer (1998) Siamwalla (1997) เป็นต้น

⁹ ก่อนหน้าที่จะเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินจนทำให้ต้องมีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed Float) นั้น ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยเป็นแบบตะกร้าเงิน (Basket of Currency) ตามระบบนี้การคำนวณค่าเงินบาทจะอิงกับค่าเงินสกุลต่างๆ ในตะกร้าเงิน โดยที่ทางการจะให้น้ำหนักของค่าเงินแต่ละสกุลแตกต่างกันไป โดยได้ให้น้ำหนักกับเงินดอลลาร์สหรัฐ มากที่สุด เนื่องจากสหรัฐ เป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของไทย จากการที่ช่วงการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินบาทอยู่ในช่วงที่ค่อนข้างแคบ ทำให้เงินบาทเป็นเงินสกุลหนึ่งในอาเซียนที่มีเสถียรภาพสูง การที่อัตราดอกเบี้ยเงินบาทมีระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ กอรปกับเงินบาทเป็นเงินสกุลที่มีเสถียรภาพสูง จึงเป็นแรงดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศได้เป็นอย่างดี อย่างไรก็ตาม สภาพการณ์ดังกล่าวก็เป็นผลทำให้นักลงทุนสามารถหาประโยชน์จากการเก็งกำไรในอัตราแลกเปลี่ยนได้ง่ายขึ้น

ในอีกด้านหนึ่ง นักวิเคราะห์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้เงินบาทของไทยถูกโจมตีหลายครั้งในช่วงครึ่งแรกของปี 2540 โดยต่างประเทศมองว่าปัญหาที่เกิดขึ้นกับไทยนั้นมีความคล้ายคลึงกับปัญหาที่เกิดขึ้นกับเม็กซิโกในปี 2537 ซึ่งขณะนั้นเม็กซิโกประสบปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในอัตราสูง การส่งออกที่ชะงักงัน และการประกาศลดค่าเงินเปโซในที่สุด การโจมตีค่าเงินบาทดังกล่าวมีส่วนทำให้ปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศของไทยลดลง และทำให้ทางการจำเป็นต้องใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการในที่สุดเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม

ข้อที่น่าสังเกตก็คือ ในขณะที่ไทยถูกโจมตีค่าเงินบาทและมีการนำไปเปรียบเทียบกับกรณีของเม็กซิโกนั้น ผู้วิเคราะห์และนักลงทุนต่างประเทศพิจารณาเฉพาะเพียงปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นหลัก¹⁰ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจด้านอื่นๆ ของไทยยังดีกว่าของเม็กซิโก อาทิ ปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศของเม็กซิโกมีอยู่เพียง 10.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงที่มีการลดค่าเงินเปโซ ในขณะที่ไทยมีปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศเป็นจำนวนถึง 39.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในเดือนมกราคม 2540 นอกจากนี้ ไทยยังมีงบประมาณเป็นแบบเกินดุลและสมดุลติดต่อกันมาเป็นเวลาเกือบทศวรรษ ในขณะที่เม็กซิโกมีงบประมาณแบบขาดดุล

เมื่อพิจารณาถึงจุดนี้ จึงเป็นสิ่งที่น่าคิดว่า เหตุใดนักเก็งกำไรถึงประสบความสำเร็จในการโจมตีค่าเงินบาท ทั้งๆ ที่ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของไทยยังดีกว่าเม็กซิโก

เนื่องจากการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพของค่าเงินบาทที่แท้จริง (Equilibrium Real Exchange Rate) ขึ้นอยู่กับการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราเงินเฟ้อของประเทศคู่แข่งและคู่ค้า เป็นสำคัญ ดังนั้น ค่าเงินบาทอาจจะมีความผันผวนจนกระทั่งวิกฤตการณ์ค่าเงินของประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียได้บรรเทาลง กล่าวคือ เดิมเมื่อบาทลดค่าลงประเทศเดียวก็จะทำให้ฐานะการแข่งขันดีขึ้น เพราะราคาสินค้าไทยถูกลงเมื่อเทียบกับเพื่อนบ้าน ในกรณีที่ค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านปรับตัวลดลงในระยะต่อมา ก็จะเป็นผลทำให้ความได้เปรียบในเรื่องดังกล่าวลดน้อยลงไป นอกจากนี้ การที่ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงอาจส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าจากประเทศไทย ดังนั้น ค่าเงินบาทอาจจะอ่อนตัวลงอีกเพื่อกระตุ้นการส่งออกให้อยู่ในระดับที่ต้องการ ส่งผลให้มีการแข่งขันด้านราคาย่างรุนแรง เนื่องจากทุกประเทศในภูมิภาคเอเชียต่างมุ่งเน้นการส่งออกเพื่อชดเชยอุปสงค์ภายในประเทศที่ชะลอตัวลงและกำลังผลิตส่วนเกินที่มีเหลือในเกณฑ์สูง

¹⁰ ปี 2536 ซึ่งเป็นปีก่อนหน้าการประกาศลดค่าเงินเปโซ เม็กซิโกประสบกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากถึงร้อยละ 7.6 ของ GDP ในขณะที่ไทยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดร้อยละ 8 และ 7.9 ของ GDP ในปี 2538 และ 2539 ตามลำดับ

2.3 การบริหารนโยบายการเงินการคลังภายใต้ภาวะที่มีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก ภายใต้ภาวะที่ระบบการเงินของไทยมีความเชื่อมโยงเพิ่มมากขึ้นกับระบบการเงินของประเทศอื่นๆ ทั่วโลก การควบคุมปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจและการควบคุมภาวะเงินเฟ้อจะกระทำได้ยากยิ่งขึ้น ความซับซ้อนที่ยุ่ยากมากที่สุดคือ ปัญหาการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศจำนวนมากอันเป็นผลมาจากการเชื่อมโยงตลาดเงินระหว่างประเทศทั่วโลก นับตั้งแต่ปี 2530 เป็นต้นมาเงินทุนนำเข้าสู่ธุรกิจจากต่างประเทศได้ไหลเข้าประเทศไทยจำนวนมากและเข้ามาอย่างต่อเนื่องโดยเฉลี่ยร้อยละ 8.0 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ต่อปี ผลที่ตามมาคือการดำเนินนโยบายการเงินของไทยต้องดำเนินการไปตามสภาพของตลาดเงินในประเทศ ซึ่งได้รับอิทธิพลอย่างมากจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างเสรี และยังได้รับอิทธิพลมาจากการดำเนินนโยบายและสภาพเศรษฐกิจของต่างประเทศอีกทางหนึ่งด้วย

การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ ได้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้ ผลกระทบจะมีความรุนแรงมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับขนาดของเงินทุนที่ไหลเข้ามาเปรียบเทียบกับอัตราการใช้ประโยชน์จากแหล่งเงินทุนภายในประเทศก่อนที่จะมีเงินทุนไหลเข้า และระบบอัตราแลกเปลี่ยนด้วย โดยส่วนใหญ่แล้วการที่มีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากมักจะสร้างแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะแข็งขึ้น และยังมีผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเลวลง (Nijathaworn, 1995)

การดำเนินนโยบายการเงินในปัจจุบันมีความยุ่งยากมากขึ้น เนื่องจากการที่เงินทุนระยะสั้นมีบทบาทเพิ่มขึ้น กล่าวคือ เงินทุนระยะสั้นที่ไหลเข้ามาได้ทำให้สภาพคล่องในตลาดเงินมีความผันผวนมากขึ้น และถ้ามีการไหลเข้ามาอย่างต่อเนื่องจะทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยตลาดการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น ซึ่งอาจจะไม่เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการดำเนินนโยบายการเงิน

ในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อจัดการกับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก มีหลายทางเลือกขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการดำเนินนโยบายนั้น และขึ้นอยู่กับผู้ดำเนินนโยบายว่าต้องการจะกระจายผลกระทบที่เกิดขึ้นนั้นไปยังภาคเศรษฐกิจและระดับราคาอย่างไร ในกรณีของไทยนั้น จากผลการวิเคราะห์ที่ปรากฏใน Nijathaworn (1995) พบว่า การตัดสินใจเลือกใช้นโยบายใดนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยที่สำคัญ 2 ประการ ประการแรก การบรรลุและรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งมีความสำคัญเป็นอันดับแรกในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย เนื่องจากเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนจะมีความสำคัญต่อการขยายตัวทางด้านการส่งออก และการลงทุน ประการที่สอง ความจำเป็นในการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อสนองตอบการลงทุนของประเทศเนื่องจากประเทศไทยยังประเทศที่ขาดแคลนเงินทุน โดยปัจจุบันอัตราการออมอยู่ในร้อยละ 34 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ขณะที่อัตราการลงทุนอยู่ในร้อยละ 40 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ดังนั้น เพื่อแก้ไขปัญหาเงินออมที่มีไม่เพียงพอต่อการลงทุนประเทศไทยจึงได้ดำเนินนโยบายอย่างค่อนข้างเสรีในเรื่องเงินทุนจากต่างประเทศ

ในกรณีของประเทศไทยทางการได้ใช้นโยบายการคลังเป็นหลักในการบริหารเงินทุนนำเข้ามาจากต่างประเทศ ซึ่งจะเห็นได้จากการที่รัฐบาลมีงบประมาณเกินดุลโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 3 ของ

ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศในช่วงปี 2531 ถึง 2537 การเลือกใช้นโยบายการคลังดังกล่าว นอกจากจะสะท้อนถึงการกำหนดนโยบายเพื่อที่จะรักษาวินัยทางการคลัง ซึ่งเป็นแนวทางหนึ่งที่จะช่วยให้เศรษฐกิจมีเสถียรภาพ และยังสะท้อนถึงประสิทธิผลของการดำเนินนโยบายการคลังเพื่อควบคุมการไหลเข้าของเงินทุน ตัวอย่างเช่น เมื่อเงินทุนไหลเข้าได้กระตุ้นความต้องการสินค้าและบริการในประเทศเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้อ การดำเนินนโยบายการคลังเพื่อดูดซับสภาพคล่องจะสามารถลดแรงกดดันในเรื่องภาวะเงินเฟ้อให้ผ่อนคลายลงได้

สภาพการณ์ดังกล่าวข้างต้น สะท้อนให้เห็นว่า “...การประสานนโยบายการเงินกับนโยบายการคลังเพื่อให้สามารถบริหารผลกระทบทางการเงินจากการที่มีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศจึงเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญประการหนึ่งในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่ทางของไทยได้นำมาใช้อย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ช่วงกลางทศวรรษ 1980 ที่ผ่านมามาจนถึงปัจจุบัน...”¹¹

3. ผลพวงของปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ และมาตรการของ IMF

3.1 ผลพวงของปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจครั้งนี้

หลังจากที่ประเทศไทยต้องประสบปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินจนทำให้ต้องปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัวเมื่อ 2 กรกฎาคม และทำให้รัฐบาลตัดสินใจกู้เงินจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) จำนวน 17.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ตามโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของ IMF ในวันที่ 14 สิงหาคมที่ผ่านมานั้น เศรษฐกิจไทยได้มีการปรับตัวในหลายด้าน ซึ่งพอสรุปโดยสังเขป ดังนี้

(i) การเสื่อมถอยทางเศรษฐกิจมหภาค

ผลพวงที่เห็นได้ชัดประการหนึ่งในขณะนั้นก็คือ “การถดถอยทางเศรษฐกิจ” โดยที่อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยคาดว่าจะมีอัตราการขยายตัวไม่ถึงร้อยละ 1 ในปี 2540 สำหรับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของปี 2541 นั้น IMF คาดว่าจะมีการขยายตัวติดลบ

¹¹ ตัวอย่างอีกประการหนึ่งในกรณีนี้ ได้แก่การที่ทางการได้ประสานการใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังเข้าด้วยกัน เพื่อมุ่งควบคุมภาวะเงินเฟ้อและมุ่งแก้ไขความผันผวนต่อสภาพคล่องในระบบการเงินในประเทศ อันเกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น โดยมีวันที่ 16 เมษายน 2539 ทางการได้ออกมาตรการทางเงินและการคลังที่จะดำเนินการเพิ่มเติม ในแง่ของมาตรการทางด้านนโยบายการเงิน ทางการได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และกิจการวิเทศธนกิจ สรรองเงินสด 7% ของการนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศระยะสั้นที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี ทั้งการระดมเงินทุนในรูปของตั๋วแลกเงิน (B/E) ตั๋วสัญญาใช้เงิน (P/N) บัตรเงินฝาก (NCD) หุ้นกู้แปลงสภาพขายในตลาดยุโรป (Euro convertible debentures หรือ ECD) และการกู้ยืมโดยตรง นอกจากนี้ ยังได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ไทยเพิ่มการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง ตามมาตรฐานบีไอเอสจากร้อยละ 8 เป็นร้อยละ 8.5 โดยเพิ่มขึ้นในส่วนของเงินกองทุนชั้นที่ 1 ส่วนธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศให้ปรับเพิ่มจากร้อยละ 6.75 เป็นร้อยละ 7.5 โดยมีผลในวันที่ 1 ตุลาคม 2539 ในแง่ของมาตรการทางด้านนโยบายการคลัง ทางการได้ออกกฎหมายกำหนดให้นำรายจ่ายของนิติบุคคลที่ซื้อรถยนต์เกิน 1 ล้านบาทมาหักภาษีได้ในการชำระภาษี รวมถึงค่าเช่ารถยนต์ที่เกิน 3.6 หมื่นบาทต่อเดือน และไม่สามารถนำค่าซื้อและค่าเช่ามาขอเครดิตคืนภาษีมูลค่าเพิ่มด้วย

ราวร้อยละ 3.5 ในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนที่จะเริ่มขยายตัวอย่างช้าๆ ในช่วงครึ่งหลังของปี 2541 อย่างไรก็ตาม คาดว่าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจะเริ่มมีแนวโน้มดีขึ้นนับตั้งแต่ปี 2542 เป็นต้นไป มีข้อสังเกตว่า อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ลดลงดังกล่าวส่วนหนึ่งเป็นผลจากการที่ทางการจำเป็นต้องใช้งบประมาณแบบเข้มงวด โดยการตัดทอนงบประมาณปี 2541 เหลือเพียง 8 แสนล้านบาท จากเดิมที่ตั้งไว้ราว 1 ล้านล้านบาทในช่วงแรกเริ่มของการจัดทำงบประมาณ

อย่างไรก็ตาม “อัตราเงินเฟ้อ” (เสถียรภาพเศรษฐกิจภายใน) ของปี 2540 มีอัตราการเพิ่มเฉลี่ยราวร้อยละ 5.6 ในปี 2540 ซึ่งเป็นอัตราเพิ่มที่ดีกว่าที่คาดการณ์กันไว้มาก อย่างไรก็ตาม คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะโน้มสูงขึ้นในปี 2541 โดยมีระดับราวร้อยละ 10 ในกรณีของเสถียรภาพภายนอกนั้น คาดว่าจะปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น โดยมีการคาดการณ์ว่า “ดุลบัญชีเดินสะพัด” จะขาดดุลลดลงตามลำดับจากร้อยละ 7.3 เมื่อเทียบกับรายได้ประชาชาติในปี 2539 จนอาจมีฐานะเกินดุลเป็นครั้งแรกในรอบหลายปี ในราวร้อยละ 1.5 ในปี 2541

วิกฤตการณ์เศรษฐกิจของไทยครั้งนี้ นับว่ามีความรุนแรงไม่น้อยเมื่อพิจารณาจากขนาดและขอบเขตของผลกระทบ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในขณะนี้ถือว่าค่อนข้างรุนแรง เมื่อเทียบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในสมัยรัฐบาลพลเอกเปรมในช่วงปี 2523-2529 ในช่วงนั้น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมีจำนวนไม่มากเท่าขณะนี้ แม้ว่าบางปีมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมาก เช่นปี 2526 แต่การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในปีอื่นๆ ก็มีจำนวนที่ไม่สูงนัก ที่สำคัญคือ วิกฤตการณ์สถาบันการเงินในสมัยรัฐบาลพลเอกเปรมก็ไม่รุนแรงเท่าในครั้งนี้ แม้ว่าในช่วงนั้น มีกรณี 4 เมษายน 2526 ที่สถาบันการเงินหลายแห่งต้องปิดกิจการลง แต่ความเสียหายก็ไม่ได้ขยายวงกว้างนักมาถึงภาคเศรษฐกิจจริงทางด้านการผลิตสินค้าและบริการ¹²

(ii) ความผันผวนของค่าเงินบาทและการตกต่ำของมูลค่าสินทรัพย์

ผลพวงที่เห็นได้ชัดอีกประการหนึ่งก็คือทำให้เกิด “ความผันผวน (การอ่อนตัว) ของค่าเงินบาทและการตกต่ำของมูลค่าสินทรัพย์” โดยเฉพาะอย่างยิ่งการตกต่ำของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและราคาที่ดิน ซึ่งส่งผลทำให้สถาบันการเงินที่ถือครองสินทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในพอร์ตมีฐานะทางการเงินที่เสื่อมทรามลง เนื่องจากมูลค่าของสินทรัพย์ดังกล่าวจะมีระดับลดลงไปมากเมื่อคิดตามราคาตลาด (Mark to the Market) ในอีกด้านหนึ่ง การอ่อนตัวของค่าเงินบาทก็ส่งผลทำให้มีเงินไหลออกจากระบบการเงินในประเทศอย่างต่อเนื่อง และทำให้สภาพคล่องทางการเงินภายในเหือดแห้งลง ผลก็คืออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูงเป็นเวลาค่อนข้างนาน การที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศทรงตัวอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานานก็จะส่งผลกระทบในเชิงลบ

¹² นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์บางส่วน อาทิ ไพโรจน์ วงศ์วิภาณนท์ (2540) เห็นว่า “...วิกฤตการณ์ของสถาบันการเงินไทยครั้งนี้เป็นวิกฤตทั้งระบบ (Systematic Crisis)...” การสั่งปิดไฟแนนซ์ 56 แห่งอย่างถาวร ซึ่งมีสินทรัพย์รวมกว่า 9.3 แสนล้านบาท (หรือราว 22 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) นั้น เป็นมาตรการที่เฉียบขาดของทางการตามแนวทางของ IMF ที่ได้วางไว้ นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดว่าจะมีสินทรัพย์ดีไม่น้อยกว่า 3.5 แสนล้านบาท หลังจากการทำ Due Diligence

ต่อการผลิตและการลงทุนของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) เนื่องจากต้องมีภาระในรูปของต้นทุนเงินกู้ที่เพิ่มขึ้นมาก

(iii) ภาระหนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้นและการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน

ค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลงอย่างมาก (กว่าร้อยละ 40) เป็นผลทำให้ธุรกิจภาคเอกชน โดยเฉพาะธุรกิจเอกชนที่มีใช้ธนาคารพาณิชย์ จำนวนไม่น้อยประสบกับการขาดทุนอย่างหนัก (โดยเฉพาะในส่วนของที่เกี่ยวข้องกับอัตราแลกเปลี่ยน) โดยเฉพาะธุรกิจที่พึ่งพิงเงินกู้ยืมจากต่างประเทศและไม่ได้ทำการปกป้องความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไว้ล่วงหน้า หรือมีการป้องกันความเสี่ยงในสัดส่วนที่ค่อนข้างต่ำ เนื่องจากภาระหนี้ต่างประเทศของธุรกิจเหล่านั้นจะเพิ่มขึ้นตามการอ่อนตัวของค่าเงินบาท นอกจากนี้ ยังเป็นผลทำให้ธุรกิจจำนวนไม่น้อยต้องทยอยปิดกิจการไปในที่สุด

จากข้อมูลด้านผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในไตรมาสที่ 3 ซึ่งมีจำนวน 455 บริษัทที่ทยอยประกาศออกมาตั้งแต่วันที่ 13 พฤศจิกายนที่ผ่านมา ปรากฏว่ามีบริษัทที่มีผลขาดทุนจากการดำเนินงาน 255 บริษัท หรือจำนวน 56% ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด และจากผลดำเนินงานที่แจ้งตลาดแล้วมีผลขาดทุนรวมถึง 1.25 แสนล้านบาท (ไทยโพสต์ ฉบับวันที่ 24 พฤศจิกายน 2540 หน้า 17 และ 18) สำหรับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในไตรมาสที่ 4 นั้น บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ของเครดิต ลีเยนส์คาดว่า จะมีผลขาดทุนรวมถึง 1.24 แสนล้านบาท (กรุงเทพธุรกิจ ฉบับวันที่ 7 มีนาคม 2541 หน้า 19)

อย่างไรก็ดี มีข้อสังเกตว่า ภาระหนี้ที่จะเพิ่มขึ้นนั้นจะเกิดขึ้นเฉพาะเมื่อมีความจำเป็นต้องซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐ เพื่อชำระหนี้ต่างประเทศในช่วงที่เงินบาทมีค่าอ่อนตัวลงเท่านั้น ด้วยเหตุนี้ จึงอาจไม่ถูกต้องนักที่มีการคำนวณผลการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนโดยรวมเอาภาระหนี้ที่เป็นการกู้ยืมในระยะยาวเข้ามารวมคำนวณด้วย ซึ่งทำให้ตัวเลขการขาดทุนดังกล่าวมีมูลค่าสูงเกินความเป็นจริง เนื่องจากภายใต้ระบบเงินบาทลอยตัวนั้น ค่าเงินบาทอาจจะแข็งขึ้น หรืออ่อนตัวลงก็ได้ ซึ่งขึ้นอยู่กับทิศทางของค่าเงินบาทในอนาคตว่าจะเป็นเช่นไร ดังนั้น หากค่าเงินบาทในอนาคตมีค่าโน้มสูงขึ้น เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ในกรณีเช่นนี้ ภาระหนี้ที่อยู่ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐ ก็จะมีมูลค่าลดลง เนื่องจากใช้เงินบาทในจำนวนที่ลดลงเพื่อซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐ

โดยภาพรวม ผลกระทบที่เกิดขึ้นจริงย่อมขึ้นอยู่กับโครงสร้างรายได้และค่าใช้จ่ายของธุรกิจ แต่ละรายที่มีหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศเป็นสำคัญ โดยกลุ่มที่น่าจะได้รับผลกระทบมากที่สุดได้แก่ ธุรกิจที่ระดมเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อนำมาดำเนินกิจการในประเทศและมีรายได้เป็นเงินบาท เช่น ธุรกิจในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจในกลุ่มบริการ ส่วนสถาบันการเงินนั้น ไม่น่าจะมีภาระหนี้ในส่วนนี้เพิ่มขึ้นมากนัก ส่วนหนึ่งเนื่องจากข้อจำกัดของธนาคารแห่งประเทศไทยที่กำหนดให้สถาบันการเงินต้องดำรงฐานะหนี้สินและทรัพย์สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศสุทธิต่อขนาดของเงินกองทุนตามเกณฑ์ที่กำหนด ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้สถาบันการเงินมีความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนมากจนเกินควร

(iv) ดันทุนที่แพงสำหรับประเทศ

ผลพวงประการหนึ่งที่สำคัญ แต่ยังคงมีการกล่าวถึงไม่มากนักก็คือวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยในครั้งนี้ก่อให้เกิด “ต้นทุนที่ค่อนข้างแพง” สำหรับประเทศ ทั้งในรูปของเงื่อนไขที่เข้มงวดของ IMF ซึ่งอาจส่งผลทำให้เกิดการถดถอยทางเศรษฐกิจและการว่างงานตามมาได้ โดยเฉพาะในระยะสั้น (แม้ว่าในระยะปานกลางและระยะยาวจะช่วยทำให้เศรษฐกิจสามารถฟื้นตัวและกลับมามีการขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพได้อีกครั้งหนึ่ง) และในรูปของทรัพยากรทางการเงินและบุคคลากรที่ต้องระดมมาใช้เพื่อกอบกู้วิกฤตการณ์ครั้งนี้ แม้ว่าในขณะนี้ยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่า ทางของไทยต้องใช้เงินเป็นจำนวนเท่าใด เพื่อกอบกู้วิกฤตทางการเงินในครั้งนี้ แต่จากประสบการณ์ของประเทศที่เคยประสบวิกฤตการณ์ทางการเงินมาก่อน อาทิ สหรัฐฯ สวีเดน สเปน นอร์เวย์ ฟินแลนด์ พบว่าประเทศเหล่านั้นมีการใช้เงินเพื่อฟื้นฟูระบบสถาบันการเงินในระดับที่ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 3.2 ของ GDP คาดกันว่า ต้นทุนในการฟื้นฟูระบบสถาบันการเงินในกรณีของประเทศกำลังพัฒนาน่าจะมีจำนวนที่สูงกว่าในกรณีของประเทศที่พัฒนาแล้ว (Macfalane, 1997)

ผลพวงที่สำคัญอีกประการหนึ่งของวิกฤตการณ์ครั้งนี้ก็คือทำให้มีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินไทย ซึ่งจะส่งผลทำให้การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของไทยต้องเสียดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราที่สูงขึ้นไปอีก ภาระต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้นดังกล่าวจะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปได้

3.2 มาตรการของ IMF

เป็นที่ทราบกันว่า การเข้าร่วมโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของ IMF ในครั้งนี้นั้น ประเทศไทยมีพันธะที่จะต้องปฏิบัติตามแนวทางและเงื่อนไขในการรักษาเป้าหมายเศรษฐกิจโดยรวมทั้งที่สำคัญได้แก่¹³ (i) รักษาอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ในปี 2540-2541 ให้อยู่ในเกณฑ์ที่ IMF คาดการณ์ไว้ (ii) ดูแลให้อัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยในระยะ 2 ปีแรก ไม่เกินร้อยละ 7-8 (iii) ลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ในปี 2540 และ 2541 ให้อยู่ที่ระดับร้อยละ 5 และ 3-4 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ตามลำดับ (iv) รักษาระดับทุนสำรองระหว่างประเทศในปี 2540 และ 2541 ให้อยู่ที่ระดับ 2.3 และ 2.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ หรือให้เทียบเท่ากับมูลค่าการนำเข้าประมาณ 4 เดือน (v) ลดการขาดดุลงบประมาณจากประมาณการร้อยละ 1.6 ของ GDP ในปีงบประมาณ 2540 เป็นการเกินดุลงบประมาณร้อยละ 1 ของ GDP ในปีงบประมาณ 2541 (vi) ปรับเพิ่มอัตราภาษีมูลค่าเพิ่ม (โดยรัฐบาลได้ตัดสินใจปรับอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มจากร้อยละ 7 เป็นร้อยละ 10 เมื่อวันที่ 16 สิงหาคม) (vii) ปรับราคาบริการสาธารณูปโภคให้สอดคล้องกับต้นทุน ซึ่งจะช่วยให้งบประมาณสมดุลในระยะต่อไป (viii) เสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับสถาบันการเงินโดยการสั่งให้

¹³ เป็นเงื่อนไขและเป้าหมายทางเศรษฐกิจของหนังสือแสดงเจตจำนงฉบับก่อนหน้า ซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับเงื่อนไขและเป้าหมายทางเศรษฐกิจของหนังสือแสดงเจตจำนงฉบับที่ 3 ที่หลายฝ่ายคาดว่าจะมีข้อเปลี่ยนแปลงจากหนังสือแสดงเจตจำนงฉบับก่อนหน้าในหลายๆ ประเด็น อาทิ การคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการจัดทำงบประมาณแบบขาดดุลในปี 2541

ธนาคารพาณิชย์ยื่นแผนการเพิ่มทุนภายในปี 2540 และต้องดำเนินการเพิ่มทุนให้แล้วเสร็จภายในไตรมาสแรกของปี 2541

โดยภาพรวม แนวทางในการแก้ไขปัญหาของ IMF ดังกล่าวประกอบด้วย นโยบายที่จะนำมาใช้ในการแก้ไขปัญหาของประเทศทั้งในระยะสั้นและระยะยาวระดับมหภาค โดยในระยะสั้นจะเน้นในเรื่องการรักษาระดับทุนสำรองเงินตราต่างประเทศในปี 2540 และ 2541 ให้อยู่ในเกณฑ์ที่กำหนด รวมทั้งการแก้ไขวิกฤตการณ์สถาบันการเงินในประเทศและที่สำคัญอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจ และค่าเงินของประเทศ

ในมุมมองเชิงบวก นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เห็นว่า เงื่อนไขข้างต้นมีเจตนารมณ์ที่ดีในการสร้างความมั่นใจและความเชื่อมั่นว่าเศรษฐกิจไทยจะมีการปรับตัวอย่างเหมาะสม และที่สำคัญคือไทยจะสามารถชำระหนี้คืนได้ตามระยะเวลาที่กำหนด อย่างไรก็ตาม ในอีกแง่มุมหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า เงื่อนไขหลายประการดังกล่าวเป็นเงื่อนไขที่ค่อนข้างจะบีบรัดมากสำหรับไทย โดยเฉพาะเงื่อนไขในส่วนที่เกี่ยวกับ (i) การจัดหางบประมาณแบบเกินดุลร้อยละ 1 ของ GDP ในปีงบประมาณ 2541 (ii) การตรึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินไว้ในเกณฑ์ที่ค่อนข้างสูงกว่าร้อยละ 20 ซึ่งอาจทำให้เกิดผลกระทบในเชิงลบต่อภาวะการผลิตและการลงทุนได้ ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นดังกล่าวทรงตัวอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน จนส่งผลกระทบในเชิงลบต่อโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดสินเชื่อ (iii) การรักษาระดับทุนสำรองระหว่างประเทศในเกณฑ์ที่ค่อนข้างสูงในปี 2540 และ 2541 (iv) การขายทอดสินทรัพย์ที่ด้อยคุณภาพของบริษัทไฟแนนซ์ทั้ง 56 แห่งที่ถูกสั่งปิดกิจการอย่างถาวรภายใน 1 ปี ซึ่งทำให้สถาบันการเงินไทยอยู่ในฐานะที่เสียเปรียบในการเจรจาต่อรองกับนักลงทุนต่างประเทศที่มีความสนใจ

อย่างไรก็ดี ในระยะเวลาต่อมา IMF ได้ผ่อนปรนให้ไทยสามารถจัดหางบประมาณปี 2541 เป็นแบบขาดดุลได้ในระดับร้อยละ 1 ของ GDP ได้ตามข้อเสนอของไทย ทั้งนี้ เพื่อเปิดโอกาสให้เศรษฐกิจสามารถขยายตัวได้บ้าง โดยที่ไม่ชะงักงันมากเกินไป หลังจากที่ประเมินแล้วว่า พัฒนาการทางด้านปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของไทยมีแนวโน้มดีกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้มาก อาทิ (i) ดุลบัญชีเดินสะพัด ในปี 2541 ที่คาดว่าจะเกินดุลในระดับร้อยละ 1.5 ของ GDP (ii) เงินเฟ้อจะมีระดับราวร้อยละ 10 ในปี 2541

แม้ว่าการเข้าร่วมโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของ IMF ได้มีส่วนช่วยให้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินของไทยโดยทั่วไปกระเตื้องขึ้นในระดับหนึ่ง แต่ก็ยังไม่รวดเร็วเท่าที่ควรจะเป็น นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์บางฝ่ายเห็นว่า สภาพการณ์ดังกล่าวน่าจะเกิดจากปัจจัยบางประการ ดังนี้¹⁴ ประการแรก ปัญหาวิกฤตการณ์ค่าเงินในเอเชีย โดยเฉพาะสถานการณ์ของประเทศ

¹⁴ ปัจจุบัน บทบาทของ IMF ได้รับการวิพากษ์วิจารณ์อย่างหนักหน่วง มีการตั้งข้อสังเกตว่า สถานการณ์ของประเทศเกาหลีใต้และอินโดนีเซียชี้ให้เห็นถึงปัญหาในการจัดการกับวิกฤตในระดับนานาชาติ ทั้งยังได้ชี้ให้เห็นว่า IMF มีจุดอ่อนที่จำกัดปริมาณเงิน และไม่แสวงหาแหล่งเงินจากภาคเอกชนอีกด้วย (Sachs 1998) ในอีกด้านหนึ่ง The Economist (1997b) ได้ตีพิมพ์รายงานชิ้นหนึ่งที่ชี้ว่า "...IMF ดำเนินการผิดพลาดหลายประการในการกอบกู้วิกฤตเอเชีย ตั้งแต่การประเมินสถานการณ์ผิดพลาด การนำวิธีการซึ่งเคยใช้กับประเทศในยุโรปตะวันออกที่เคยเป็นคอมมิวนิสต์และแอฟริกามาใช้กับประเทศในเอเชีย ซึ่งมีปัญหาพื้นฐานแตกต่างกันอย่างมาก ดัง

เกาหลีใต้และอินโดนีเซียที่ได้เข้าร่วมในโครงการฟื้นฟูทางเศรษฐกิจของ IMF แต่ก็ยังมีความผันผวนด้านต่าง ๆ เกิดขึ้น ทั้งในส่วนที่เกี่ยวกับค่าเงินวอนและตลาดหุ้นในเกาหลีใต้ รวมทั้งค่าเงินรูเปียและตลาดหุ้นในอินโดนีเซีย อย่างไรก็ตาม สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินของเกาหลีใต้ได้ปรับตัวดีขึ้นมากภายหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีคนใหม่ ประการที่สอง ความไม่มั่นคงทางการเมืองของรัฐบาลในภูมิภาคเอเชีย โดยได้เกิดเหตุแทรกซ้อนขึ้นอยู่ตลอดเวลา ซึ่งก่อให้เกิดความไม่มั่นใจทางเศรษฐกิจตามมา ประการสุดท้าย IMF ใช้กรอบการแก้ไขปัญหามากเกินไปและไม่ตรงจุดนัก โดยเฉพาะการใช้มาตรการที่เน้นลดการใช้จ่ายมวลรวมในลักษณะที่รุนแรงจนเกินควร เช่น การตัดทอนงบประมาณ การขึ้นภาษี กรอบการแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้รับการคัดค้านอย่างมากจากนักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียงหลายท่าน อาทิ ศาสตราจารย์ Jeffrey Sachs ซึ่งเป็นผู้อำนวยการด้านวิจัยของสถาบันวิจัยกลุยุทธ์ของมหาวิทยาลัยฮาร์วาร์ด เนื่องจากเห็นว่าการบีบรัดความต้องการภายในประเทศอย่างรุนแรงด้วยมาตรการลดการใช้จ่ายมวลรวมในประเทศนั้น อาจส่งผลทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างรุนแรงจนถึงขั้นชะงักงันได้ และทำให้เกิดปัญหาการว่างงานและปัญหาสังคมตามมาอย่างรุนแรงได้ (Granitsas, The Far Eastern Economic Review, 1997, pp. 64-65)

นอกจากนี้ นักเศรษฐศาสตร์บางส่วน (อาทิ Sachs 1998a, 1998b) เห็นว่า การปฏิบัติตามเงื่อนไขของ IMF อาทิ การประกาศปิดกิจการหลายแห่งเป็นการชั่วคราว โดยมีเป้าหมายเพื่อปฏิรูประบบสถาบันการเงินให้มีเสถียรภาพในระยะยาวนั้น กลับส่งผลกระทบอย่างรวดเร็วต่อความเชื่อมั่นในระบบการเงินและธนาคารพาณิชย์ รวมไปถึงการลงทุนในตลาดทุนด้วย เนื่องจากหลังจากการประกาศปิดกิจการสถาบันการเงินหลายแห่ง การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และตลาดตราสารหนี้ชะลอตัวอย่างเห็นได้ชัด ผลกระทบการดำเนินการตามมาตรการ IMF ต่อตลาดเงินและตลาดทุน จึงมีความสำคัญที่ควรนำมาพิจารณาในรายละเอียดประกอบด้วย

4. ปัญหาเฉพาะหน้าของเศรษฐกิจไทยและมาตรการแก้ไข

เนื่องจากสาเหตุที่ก่อให้เกิดปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยในครั้งนี้มีทั้งส่วนที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยทางด้าน “การบริหารจัดการเศรษฐกิจมหภาค” และในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ “ความอ่อนแอของสถาบันการเงิน” และ “ความไม่ทันสมัยในการกำกับดูแลสถาบันการเงิน” ด้วยเหตุนี้ จึงจำเป็นต้องดำเนินการแก้ไขปัญหามีสองส่วนนี้พร้อม ๆ กันไป อย่างไรก็ตาม เนื่องจากปัญหาในส่วนที่เกี่ยวข้องกับระบบสถาบันการเงินนั้นเป็นปัญหาเร่งด่วนเฉพาะหน้าที่ทางการจำเป็นต้องเร่งรีบดำเนินการเพื่อให้ระบบการเงินมีเสถียรภาพมั่นคงโดยเร็ว ซึ่งจะช่วยเรียกความเชื่อมั่นจากนักลงทุนกลับคืนมาอีกครั้งหนึ่ง โดยเฉพาะนักลงทุนต่างประเทศ หลังจากนั้น ทางการจึงจะสามารถดำเนินมาตรการ

เห็นได้ว่าประเทศในเอเชียมีลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เหนือกว่าโดยเปรียบเทียบ กล่าวคือเอเชียมีทรัพยากรมากกว่าโดยเปรียบเทียบ มีการจำกัดรายจ่ายอยู่ในเกณฑ์ที่ดีกว่า มีอัตราเงินเฟ้อที่ไม่สูงมากนัก... ด้วยเหตุนี้ ผู้ที่เกี่ยวข้องหลายฝ่ายเห็นว่า การแก้ไขปัญหของ IMF จึงกลายเป็นเรื่องการแก้ไขที่ไม่ตรงจุดนัก โดยเฉพาะการใช้มาตรการที่เน้นลดการใช้จ่ายมวลรวมในลักษณะที่รุนแรงจนเกินควร เช่น การตัดทอนงบประมาณ การขึ้นภาษี

เพื่อแก้ไขปัญหาด้านอื่นๆ โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการแก้ไขปัญหาพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Fundamentals) และโครงสร้างทางเศรษฐกิจและการเงินของไทยได้ในลำดับต่อไป สำหรับปัญหาเร่งด่วนเฉพาะหน้าที่ได้มีการแก้ไขไปแล้ว หรือกำลังมีการแก้ไขอยู่ ได้แก่

(i) ปัญหาสถาบันการเงิน

ความอ่อนแอของสถาบันการเงินนับเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ส่งผลทำให้ภาคการผลิตสินค้าและบริการจริงต้องได้รับผลกระทบกระเทือนในเชิงลบไปด้วย โดยทำให้เกิดการถดถอยในการลงทุนและการผลิต ที่ผ่านมา ทางกรได้ดำเนินมาตรการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน เพื่อให้ระบบการเงินมีความแข็งแกร่งและสามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ในช่วงปี 2540 ปัญหาหนี้เสียของสถาบันการเงินและความอ่อนแอของสถาบันการเงินทำให้ทางการต้องสั่งปิดกิจการของบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ 16 แห่งเป็นการชั่วคราวเมื่อวันที่ 27 มิถุนายน 2540 และอีก 42 แห่งเมื่อวันที่ 5 สิงหาคม 2540 โดยมีสาเหตุหลักมาจากสถาบันการเงินดังกล่าวประสบปัญหาขาดสภาพคล่อง และมีหนี้เสียเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

การแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินถือเป็นพื้นฐานเบื้องต้นในการแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของไทย นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่เชื่อว่า ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของไทยครั้งนี้มีความเกี่ยวข้องกับวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในระบบการเงิน ทั้งในส่วนที่เกี่ยวข้องกับปัญหา 58 ไฟแนนซ์ ปัญหาหนี้เสียของสถาบันการเงิน และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

ปัจจุบัน ทางกรได้สร้างความชัดเจนในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินในระดับหนึ่ง โดยได้รับการตอบรับในเชิงบวกจากตลาด ดังจะเห็นได้จากการที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้ปรับตัวสูงขึ้นและค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งขึ้นบ้าง สัญญาณเชิงบวกในจุดนี้นับว่าเป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยจุดประกายความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทยให้วนกลับมาอีกครั้งหนึ่ง มาตรการที่ได้ดำเนินการไปแล้วในส่วนนี้ ประกอบด้วย

- การออก “พระราชกำหนดเกี่ยวกับสถาบันการเงิน 6 ฉบับ” เมื่อวันที่ 5 พฤศจิกายน ซึ่งคาดว่าจะช่วยทำให้ทางการสามารถดำเนินการแก้ไขปัญหาต่างๆ ได้อย่างคล่องตัวและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

- การจัดตั้ง “องค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน” (ปรส.) หรือ Financial Restructural Agency: FRA และ “บริษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงิน” (บปส) หรือ Asset Management Corporation: AMC เพื่อดำเนินการแก้ไขปัญหาสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทไฟแนนซ์ 58 แห่งที่ทางการได้ระงับการดำเนินกิจการเป็นการชั่วคราว

- การกำหนดกรอบเงื่อนไขเวลาในการดำเนินการตามมาตรการที่ประกาศเมื่อ 14 ตุลาคม 2540 เกี่ยวกับสถาบันการเงินที่ไม่ถูกระงับกิจการ ดังนี้ (i) เพิ่มความเข้มงวดของกฎเกณฑ์การจัดชั้นสินเชื่อและจะทยอยเพิ่มความเข้มงวดให้เป็นไปตามมาตรฐานสากล ภายในปี 2543 (ii) การจัดทำตารางเวลาการเพิ่มทุนของสถาบันการเงินที่มีทุนต่ำกว่ากำหนดให้แล้วเสร็จในปี 2540 และ (iii) ปรับ

ปฎิบัติพระราชบัญญัติล้มละลายให้เจ้าหน้าที่สามารถบังคับหลักประกันได้ในเวลารวดเร็วขึ้น ภายในวันที่ 31 มีนาคม 2541

- มาตรการการแก้ปัญหา 58 ไฟแนนซ์ ซึ่งทางการได้ดำเนินการไปแล้วเมื่อวันที่ 8 ธันวาคมที่ผ่านมา โดยมีบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตให้เปิดดำเนินกิจการต่อไปได้เพียง 2 แห่ง เท่านั้น คือบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์เกียรตินาคินและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์บางกอกอินเวสต์เมนต์ ส่วนบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่เหลืออีก 56 แห่ง จำเป็นต้องปิดการดำเนินกิจการเป็นการถาวร¹⁵

- มาตรการเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้ธนาคารพาณิชย์ โดยทางการได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ยื่นแผนการเพิ่มทุนให้ทางการพิจารณาภายในปี 2540 หลังจากนั้น จำเป็นต้องดำเนินการเพิ่มทุนให้แล้วเสร็จภายในไตรมาสแรกของปี 2541

- การเปิดโอกาสให้ต่างชาติเข้ามาลงทุนในสถาบันการเงินได้ โดยรัฐบาลได้ประกาศให้ต่างชาติเข้าถือหุ้นข้างมากในสถาบันการเงินไทยได้เป็นเวลา 10 ปี โดยหลังจาก 10 ปีแล้ว ผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะไม่ถูกบังคับให้ขายหุ้นที่มีอยู่ แต่จะไม่สามารถซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ตราบเท่าที่สัดส่วนการถือหุ้นยังเกินกว่าร้อยละ 49 เชื่อกันว่า มาตรการนี้จะป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่จะช่วยให้การปฏิรูปสถาบันการเงินประสบผลสำเร็จ

- ในขณะนี้ ทางการได้แสดงความชัดเจนในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน โดยได้สั่งลดทุนและเพิ่มทุนทันทีในธนาคารพาณิชย์ 4 แห่ง ได้แก่ ธนาคารศรีนคร ธนาคารมหานคร ธนาคารนครหลวงไทย และธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ การดำเนินการดังกล่าวได้ส่งผลทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศดีขึ้น เนื่องจากมองว่า ทางการมีความจริงจังในการแก้ไขและจัดการกับสถาบันการเงินที่มีปัญหา ทำให้ค่าเงินบาทโดยทั่วไปมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้นและสามารถทรงตัวในระดับต่ำกว่า 45 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงปัจจุบัน

นักวิเคราะห์หลายฝ่ายเห็นว่า มาตรการและแนวทางในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินที่มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นดังกล่าวได้มีส่วนช่วยทำให้การแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจโดยรวมที่ทางการได้ดำเนินการควบคู่ไปด้วยนั้นเกิดผลในเชิงบวกมากขึ้น อาทิ ภาระหนี้ในระยะสั้นที่ครบกำหนดได้รับ

¹⁵ ขั้นตอนต่อไปจะเป็นการแยกสินทรัพย์ดีและสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ (Due Diligence) โดยจะมีการจัดตั้งธนาคารพาณิชย์แห่งใหม่ 1 แห่ง (คือธนาคารรัตนสิน ซึ่งจะเปิดการดำเนินงานในช่วงราวเดือนมีนาคม 2541) เพื่อนำสินทรัพย์ในส่วนที่มีคุณภาพไปบริหารต่อไป สำหรับสินทรัพย์ในส่วนที่ด้อยคุณภาพก็เป็นภาระหน้าที่ของบรรษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงิน (บบส.) ที่จะดำเนินการบริหารต่อไป โดยคาดว่า บบส. จะเริ่มดำเนินการซื้อสินทรัพย์ด้อยคุณภาพในช่วงราวเดือนมิถุนายน 2541

อย่างไรก็ดี ประเด็นที่ยังไม่มีความเด่นชัดในขณะนี้หลายประเด็น อาทิ (i) ประส. และ บบส. จะดำเนินการจัดการในส่วนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ของ 56 ไฟแนนซ์ที่ถูกสั่งปิดกิจการอย่างถาวรอย่างไร? (ii) จากยอดสินทรัพย์รวมทั้งสิ้นประมาณ 9.3 แสนล้านบาท (ประมาณ 22 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ของไฟแนนซ์ 56 แห่งนั้น เป็นสินทรัพย์ที่มีคุณภาพดีจำนวนเท่าไร หลังจากการทำ Due Diligence แล้ว? (iii) เจ้าหน้าที่ต่างประเทศของสถาบันการเงินเหล่านี้มีความสนใจที่จะขอแปลงหนี้เป็นทุนในสัดส่วนเท่าไร? โดยทั่วไปเจ้าหน้าที่จะดำเนินการแปลงหนี้ระยะสั้นให้เป็นระยะยาว ในกรณีที่มีแนวโน้มว่าเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มว่าจะฟื้นตัวได้ในอนาคตอันใกล้ ซึ่งจะทำให้มีศักยภาพในการชำระหนี้มีมากขึ้น ภายใต้สภาวะการดังกล่าว การแปลงหนี้เป็นทุนเพื่อเข้าร่วมบริหารจัดการอย่างเต็มที่ในธุรกิจที่น่าสนใจและราคายังอยู่ในระดับต่ำจึงเป็นสิ่งที่น่าดึงดูดใจ

การต่ออายุในสัดส่วนที่สูง ตัวเลขดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง อัตราเงินเฟ้อในปี 2540 ที่มีอัตราเพิ่มในเกณฑ์ต่ำเพียงร้อยละ 5.6 เปอร์เซ็นต์ สัญญาณเชิงบวกเหล่านี้บ่งชี้ว่ามีส่วนช่วยจุดประกายความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทยให้หวนกลับคืนมาอีกครั้งหนึ่ง

(ii) ปัญหาค่าเงินบาท

นับตั้งแต่ช่วงที่ประเทศไทยประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกั่วเงินเป็นระบบลอยตัวภายใต้การจัดการเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 นั้น ค่าเงินของไทยได้โน้มลดลงอย่างสังเกตได้ชัด ในช่วงแรกนั้น การอ่อนตัวของค่าเงินบาทได้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อเนื่องไปยังค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเอเชีย อย่างไรก็ตาม ในช่วงต่อมา การอ่อนตัวของค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเอเชียได้ส่งผลกระทบในเชิงย้อนกลับต่อค่าเงินบาท (Regional Repurcussions) โดยเฉพาะการอ่อนตัวของค่าเงินวอนของเกาหลีใต้และเงินรูเปียของอินโดนีเซียที่ได้สร้างแรงกดดันต่อค่าเงินของประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชีย รวมทั้งไทยด้วยอยู่ในขณะนี้¹⁶

การที่ค่าเงินบาทยังมีความอ่อนไหวไปในทางอ่อนตัวอยู่ในขณะนี้ แม้ในด้านหนึ่งจะส่งผลในเชิงบวกต่อธุรกิจการส่งออก และทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดปรับตัวดีขึ้น แต่ในอีกด้านหนึ่งนั้น ก็ส่งผลทำให้ภาระหนี้ต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น และอาจส่งผลกระทบให้อัตราเงินเฟ้อมีระดับสูงขึ้นในที่สุด นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่เห็นว่า หากพิจารณาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจของประเทศแล้ว ค่าเงินบาทไม่น่าอ่อนตัวลงถึงระดับ 46-48 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงเดือนธันวาคม อย่างไรก็ตาม การที่ค่าเงินบาทลดลงมาอยู่ในระดับดังกล่าวในระยะสั้นเป็นเพราะปัจจัยข่าวลือที่ออกมาเป็นระยะ ๆ ว่า เอกชนจะมีการพักชำระหนี้ต่างประเทศ (Debt Moratorium) และปัจจัยความเสี่ยงภูมิภาค (การอ่อนตัวอย่างรุนแรงค่าเงินวอนและเงินรูเปีย) ส่วนปัจจัยการเมือง (ในส่วนที่เกี่ยวกับตลาดขาดความเชื่อมั่นต่อทิศทางทางการเมือง) นับว่ามีผลน้อยมากในช่วงนี้ แม้ว่าหลายฝ่ายเชื่อว่าปัจจัยการเมืองเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบอย่างมากต่อการอ่อนตัวของค่าเงินบาทโดยเฉพาะในช่วงก่อนหน้าที่จะมีการเปลี่ยนรัฐบาลใหม่

นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เห็นว่า การแก้ไขปัญหาเสถียรภาพของค่าเงินบาทเป็นเรื่องที่ทำได้ไม่ยากนักในภาวะปัจจุบัน เนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับปัจจัยภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของทางการไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยความเสี่ยงภูมิภาค (Regional Risk) ที่ประเทศในภูมิภาคเอเชียหลายประเทศกำลังเผชิญกับความผันผวนทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงอยู่ในขณะนี้ โดยความผันผวนของค่าเงินรูเปียของอินโดนีเซีย แม้ว่ารัฐบาลชุดปัจจุบันได้พยายามสร้างความชัดเจนในการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินและปัญหาเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องจนสามารถเรียกความเชื่อมั่นจากนักลงทุนต่างชาติกลับคืนมาได้ในระดับหนึ่ง แต่ค่าเงินบาทก็ยังคงมีความอ่อนไหวอยู่เป็นระยะ ๆ ส่วนหนึ่ง

¹⁶ สำหรับรายละเอียดในประเด็นเรื่อง "ผลกระทบของวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาคเอเชียต่อเศรษฐกิจไทย" นั้น สามารถดูเพิ่มเติมจากรังสรรค์ ทัตย์เสรี (2540c)

เป็นผลจากปัจจัยทางด้านความเสี่ยงภูมิภาค และอีกส่วนหนึ่งเป็นผลจากความผันผวนของค่ารูเปียของอินโดนีเซีย จากการที่มีข่าวว่ารัฐบาลอินโดนีเซียอาจจะพิจารณานำระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Currency Board มาใช้ (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2541a)

ภายใต้สภาวะการณ์ที่ปัจจัยภายนอกยังมีส่วนสำคัญในการกดดันค่าเงินบาทอยู่ กอรปกับความจำเป็นของทางที่ที่จะต้องรักษาเงินทุนสำรองระหว่างประเทศให้อยู่ในเกณฑ์ที่ IMF กำหนด ทางเลือกจึงมีทางเลือกไม่มากนักในการจัดการและบริหารให้ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพโดยเร็ว ทางเลือกหนึ่งที่ได้นำมาใช้ในปัจจุบันก็คือการดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะที่ค่อนข้างเข้มงวด โดยการกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นให้สอดคล้องกับเป้าหมายในการรักษาเสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยนและความเชื่อมั่นที่มีต่อสินทรัพย์ทางการเงินของไทย ดังสังเกตได้ว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืน¹⁷ (Repurchase Market) ยังคงทรงตัวอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง โดยมีระดับเกินกว่าร้อยละ 20 ในบางช่วง ทั้งนี้ เพื่อให้ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Costs) ของการนำเงินบาทไปแลกซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐ เพื่อการเก็งกำไรมีระดับสูงขึ้น ในกรณีที่มีการคาดการณ์กันว่าผลตอบแทนจากการถือครองเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ จะเพิ่มขึ้น จากการที่เงินบาทมีค่าอ่อนตัวลงในอนาคต¹⁸

การใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงเพื่อช่วยรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาทนั้น แม้ว่าในมุมมองหนึ่งอาจกล่าวได้ว่าไม่ใช่นโยบายที่ดีที่สุด (First-best Policy) แต่ในอีกมุมมองหนึ่งอาจกล่าวได้ว่าเป็นนโยบายที่เหมาะสมและสอดคล้องกับสภาวะการณ์และข้อจำกัดของเศรษฐกิจไทยที่เป็นอยู่ในปัจจุบันดังกล่าวข้างต้น ทั้งนี้ เพื่อมุ่งประคับประคองไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทมีความผันผวนจนเกินไปในระยะสั้น จนกว่าเงื่อนไขและข้อจำกัดต่างๆ จะคลี่คลายและเปิดโอกาสให้ทางการสามารถออกมาตรการเสริมเพิ่มเติมเพื่อให้ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้นในระยะต่อไปได้¹⁹

อย่างไรก็ดี ข้อวิพากษ์วิจารณ์ที่ว่า นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงดังกล่าวอาจก่อให้เกิดผลกระทบทางลบต่อภาคเศรษฐกิจจริง โดยทำให้ผู้ประกอบการที่อยู่ในภาคการผลิตสินค้าและบริการมีภาระดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจนอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และอาจส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงคุณภาพของสินเชื่อของสถาบันการเงินได้นั้น ก็เป็นความเห็นที่มีความเป็นไปได้อยู่บ้างในระดับหนึ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง

¹⁷ สำหรับผู้ที่สนใจในประเด็นเรื่องกลไกของตลาดซื้อคืนและช่องทางในการดำเนินนโยบายการเงินโดยผ่านตลาดซื้อคืน สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้จาก รังสรรค์ หทัยเสรี (2539c, 2540a)

¹⁸ การโยกย้ายการถือครองสินทรัพย์ระหว่างสกุลเงินสองสกุลในลักษณะดังกล่าวนี้เป็นปรากฏการณ์ทางเศรษฐศาสตร์ที่เรียกว่า "Currency Substitution Effect" สำหรับผู้ที่สนใจการวิเคราะห์ในประเด็นเรื่อง "Currency Substitution Effect และผลกระทบต่อพฤติกรรมความต้องการถือเงินในกรณีของไทย" นั้น สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้จากบทความของ Hataiseree (1993) และเอกสารอ้างอิงที่ปรากฏในตอนท้ายของบทความดังกล่าว

¹⁹ อย่างไรก็ตาม ผู้ที่เกี่ยวข้องในการบริหารนโยบายเห็นว่า มาตรการดอกเบี้ยสูงดังกล่าวจะใช้เพียงช่วงสั้นๆ เท่าที่จำเป็นโดยคำนึงถึงผลกระทบทางลบที่เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทยจากภาวะเงินฝืด คาดกันว่า หากมีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาในระบบเศรษฐกิจไทยบ้างในระยะต่อไป โดยเฉพาะเงินทุนต่างชาติที่เข้ามาถือหุ้นในสถาบันการเงินไทย ก็จะมีส่วนช่วยให้ทางการสามารถแก้ไขปัญหาค่าเงินบาทได้ง่ายขึ้นกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบันหรือในช่วงที่ผ่านมา มีข้อสังเกตว่า การใช้มาตรการดอกเบี้ยต่ำในช่วงที่ค่าเงินบาทยังไม่หยุดนิ่งนั้นมีประเด็นที่ต้องพิจารณาเพิ่มเติมหลายประการ อาทิ (i) ผลข้างเคียงของมาตรการดังกล่าวกับค่าเงินบาท (ii) ช่วงเวลาที่เหมาะสม (iii) กลไกรองรับความผันผวนของค่าเงินบาทที่มีการเสริมสร้างอย่างเพียงพอมากน้อยเพียงไร

ยิ่งในกรณีที่ทางการได้ตรึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นดังกล่าวในระดับที่สูงนานเกินไป จนส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยในตลาดสินเชื่อและตลาดเงินฝาก ทั้งนี้ เพราะในปัจจุบันผู้ประกอบการส่วนใหญ่มีฐานะไม่เข้มแข็งเหมือน 2-3 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากมีสัดส่วนหนี้ต่อทุน (Debt-Equity Ratio) ในระดับที่ค่อนข้างสูง

อย่างไรก็ดี ในมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์อีกกลุ่มหนึ่งกลับเห็นว่า “...การตรึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ในระดับสูงนั้นยังเป็นสิ่งจำเป็น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสภาวะการณ์ที่อัตราแลกเปลี่ยนยังไม่มีเสถียรภาพเท่าที่ควร รวมทั้งยังมีความโน้มเอียงที่จะปรับตัวอ่อนลงได้อีก...” (Fischer, 1998) ในมุมมองของฝ่ายที่สนับสนุนแนวทางดังกล่าวเห็นว่า การผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลงนั้น จำเป็นต้องพิจารณาให้รอบด้านและจำเป็นต้องคำนึงถึงผลกระทบเชิงลบที่อาจเกิดขึ้นตามมาได้ สิ่งที่ต้องระวังก็คือ การผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศลดลงเพื่อช่วยกระตุ้นภาวะเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวโดยที่ทางการยังไม่สามารถแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินได้นั้น อาจเป็นการซ้ำเติมภาวะเศรษฐกิจให้เลวร้ายลงไปได้อีกจากการที่เงินทุนไหลออก ซึ่งจะมีส่วนทำให้เงินบาทมีค่าอ่อนตัวลงต่อไปอีกได้

ในกรณีที่ค่าเงินบาทยังไม่มีเสถียรภาพ ความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทยก็จะยังไม่หวนคืนกลับมา ซึ่งก็จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนจากต่างประเทศ ทั้งที่มีลักษณะเป็นการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในตลาดเงินและตลาดหุ้น ภายใต้สภาวะการณ์ดังกล่าว จึงสะท้อนให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยจะสามารถปรับตัวลงได้เมื่อไรนั้น ก็ขึ้นอยู่กับว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะมีเสถียรภาพเร็วแค่ไหน อย่างไรก็ตาม โอกาสที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศจะปรับตัวลดลงได้เองตามกลไกตลาดนั้นก็มีแนวโน้มที่ดีขึ้น จากการที่ความเชื่อมั่นของต่างประเทศได้เริ่มมีแนวโน้มที่ดีขึ้นมาก ทำให้มีเงินทุนไหลเข้าทั้งการลงทุนโดยตรงและเข้ามาในตลาดเงินตลาดทุน

ประเด็นที่เป็นข้อกังวลใจของนักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์กลุ่มที่สนับสนุนให้มีการตรึงอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยพยุงค่าเงินบาทก็คือ “...บริษัทหรือผู้ประกอบการที่มีภาระหนี้ในรูปเงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมากมีแนวโน้มว่าจะประสบกับความยากลำบากมากขึ้นในกรณีที่ค่าเงินบาทมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง มากกว่ากรณีที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วงสั้นๆ...” ด้วยเหตุนี้ จึงจำเป็นที่จะต้องชั่งน้ำหนักถึงผลดีและผลเสียของการยกเลิกมาตรการตรึงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น

สำหรับประเทศไทยที่มีปัญหาเกี่ยวกับค่าเงินบาทอยู่ในขณะนี้ การที่ทางการเปิดโอกาสให้ต่างชาติเข้ามาถือหุ้นในสถาบันการเงิน นับว่าเป็นแนวทางหนึ่งที่จะช่วยแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ โดยทำให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งตัวขึ้น ซึ่งจะทำให้ภาระหนี้ต่างประเทศมีการปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ ยังมีส่วนช่วยบรรเทาปัญหาการขาดสภาพคล่องทางการเงินให้ทเลลงได้ในระดับหนึ่ง

(iii) ปัญหาการขาดสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ

ปัญหาการขาดสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจนั้นนับเป็นปัญหาใหญ่ของประเทศไทย และเป็นผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทรงตัวอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงในช่วงนี้ (เดือนพฤศจิกายน-ธันวาคม) นักวิเคราะห์เห็นว่า ปัญหาการขาดสภาพคล่องทางการเงินมีสาเหตุหลายประการ ส่วน

หนึ่งเป็นผลจากการที่ทางการได้สั่งปิดไฟแนนท์ 56 แห่ง ทำให้ผู้ที่ฝากเงินกับบริษัทไฟแนนท์เหล่านี้ไม่สามารถนำเงินที่ฝากออกมาใช้ได้ อีกส่วนหนึ่งเป็นผลจากการที่สถาบันการเงินจำเป็นต้องเพิ่มทุนให้ได้เกณฑ์ตามที่ทางการกำหนดเพื่อชดเชยผลกระทบจากปัญหานี้เสีย จึงทำให้สถาบันการเงินเหล่านี้จำเป็นต้องเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อให้กับธุรกิจเอกชน ทำให้ไม่มีเงินเข้ามาหมุนเวียน เพื่อแก้ปัญหาสภาพคล่องทางการเงินของธุรกิจส่วนใหญ่ได้

ในอีกด้านหนึ่ง นักวิเคราะห์บางส่วนเห็นว่า สภาพคล่องทางการเงินที่เหือดหายไปบางส่วนนั้นมีความเชื่อมโยงกับมาตรการทางการเงินของทางการที่พยายามให้เศรษฐกิจและการเงินมีเสถียรภาพ จึงจำเป็นต้องเลือกใช้นโยบายดอกเบี้ยสูง โดยผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืนทรงตัวอยู่ในระดับสูง ทำให้อัตราการหมุนเวียนของเงิน (Velocity of Money) ลดลง นโยบายดังกล่าวได้มีส่วนทำให้สถาบันการเงินต้องระมัดระวังมากขึ้นในการพิจารณาให้เงินกู้แก่ภาคธุรกิจ²⁰

อย่างไรก็ตาม นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่เห็นว่า สาเหตุที่สำคัญที่สุดก็คือการที่ต่างประเทศชะลอการนำเงินมาลงทุนในประเทศไทย รวมทั้งมีการเพิกถอนเงินทุนออกไปนอกประเทศเป็นจำนวนมาก ส่วนหนึ่งเป็นผลที่เกี่ยวโยงกับปัจจัยความเสี่ยงของภูมิภาคเอเชีย (Regional Factor) ซึ่งได้บั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศ โดยได้เพิ่มความระมัดระวังในการลงทุนในภูมิภาคนี้ยิ่งขึ้น อีกส่วนหนึ่งเป็นผลต่อเนื่องมาจากความผันผวนทางการเมืองที่เกิดขึ้นในช่วงรัฐบาลก่อนหน้า แม้ว่าปัจจัยทางการเมืองมีพัฒนาการที่ดีขึ้นค่อนข้างมากในช่วงปัจจุบัน

ปัญหาสภาพคล่องของระบบการเงินนั้นนับเป็นปัญหาใหญ่ของประเทศไทย (และของประเทศอื่นๆ อีกหลายประเทศในภูมิภาคเอเชีย) อยู่ขณะนี้ นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์จำนวนไม่น้อยเห็นว่า แนวทางหนึ่งในการแก้ไขปัญหาดังกล่าวจึงจำเป็นที่จะต้องอาศัยเม็ดเงินจากต่างประเทศ ในการนี้ รัฐบาลได้ประกาศให้ต่างชาติเข้าถือหุ้นข้างมากในสถาบันการเงินไทยได้เป็นเวลา 10 ปี โดยหลังจาก 10 ปีแล้ว ผู้ถือหุ้นเหล่านี้จะไม่ถูกบังคับให้ขายหุ้นที่มีอยู่ แต่จะไม่สามารถซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ตราบเท่าที่สัดส่วนการถือหุ้นยังเกินกว่าร้อยละ 49

สิ่งที่ยังเป็นปัญหาในปัจจุบันก็คือ “วงจรเครดิตของธุรกิจเอกชนไทย” กำลังสั้นคลอนไป จากผลของความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจไทยที่ได้ลดลงไปมากก่อนหน้านี้ (Credit Crunch) การเสริมสภาพคล่องเงินบาท โดยการดำเนินการให้ “วงจรเครดิตของธุรกิจเอกชนไทย” สามารถทำหน้าที่เหมือนในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจ จึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่ง ซึ่งเป็นเรื่องที่มีความเกี่ยวข้องอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน

²⁰ ในกรณีของสถาบันการเงินนั้น ปัญหาการขาดสภาพคล่องนับเป็นประเด็นที่มีความสำคัญมากกว่าปัญหานี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ทั้งนี้ เพราะในกรณีที่ประชาชนขาดความเชื่อมั่นต่อสถาบันการเงินใด/หนึ่งแล้ว จะทำให้มีการแห่ถอนเงินจากสถาบันการเงินนั้นๆ จนทำให้เกิดความเสี่ยงทางด้านการขาดสภาพคล่อง (Liquidity Risk) ซึ่งจะทำให้สถาบันการเงินนั้นๆ อยู่ได้อย่างยากลำบาก ในขณะที่ ความเสี่ยงที่เกิดจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Credit Risk) นั้น ก็จะส่งผลกระทบต่อในรูปของการขาดทุนที่เพิ่มขึ้นเท่านั้น ด้วยเหตุนี้ การบริหารและจัดการปัญหาสภาพคล่องจึงเป็นหลักสำคัญที่จะใช้วัดขีดความสามารถของธนาคารพาณิชย์ว่าจะสามารถดำรงอยู่ได้หรือไม่ ในการนี้ ธนาคารพาณิชย์หลายแห่งจึงจำเป็นต้องพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากกองทุนฟื้นฟู เพื่อเสริมสภาพคล่องเป็นครั้งคราวตามความจำเป็น

ข้อที่น่าสังเกตก็คือ การแก้ไขปัญหาสภาพคล่องของระบบการเงินและปัญหาค่าเงินบาทมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน ในกรณีนี้ ทางارجจึงได้เน้นการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน ด้วยเหตุผลที่ว่าปัญหาดังกล่าวเป็นต้นเหตุสำคัญประการหนึ่งของความไม่เชื่อมั่น ในกรณีที่การแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินสามารถก่อให้เกิดความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนต่างประเทศแล้ว ก็จะมีส่วนทำให้การไหลออกของเงินทุนชะลอตัวลง และยังสามารถส่งผลทำให้เงินทุนจากต่างประเทศทยอยไหลกลับเข้ามาในระบบการเงินไทย ในกรณีที่สภาพการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นได้ ก็ย่อมจะช่วยทำให้ระบบการเงินในประเทศมีสภาพคล่องที่ดีขึ้น รวมทั้งทำให้ค่าเงินบาทโน้มตัวสูงขึ้น ภายใต้สภาวะการณ์ดังกล่าว อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศก็สามารถปรับตัวลดลงได้ตามกลไกตลาด

(iv) ปัญหาหนี้ต่างประเทศ

หนี้ต่างประเทศโดยรวมของไทย ณ สิ้นไตรมาสที่ 2 ของปี 2540 มีจำนวนทั้งสิ้น 93.0 ล้านเหรียญสหรัฐ ในจำนวนนี้เป็นหนี้ในส่วนของภาครัฐ 17.4 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือร้อยละ 18.7 ในขณะที่หนี้ในส่วนของภาคเอกชนมีจำนวนราว 75.6 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือร้อยละ 81.3

ในจำนวนนี้เป็นหนี้ระยะสั้น 37.0 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือราวร้อยละ 39.8 และหนี้ระยะยาว 56.0 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือราวร้อยละ 60.2 อัตราส่วนของหนี้ระยะสั้นลดลงเมื่อเทียบกับที่เคยมีอัตราส่วนร้อยละ 41.5 ณ สิ้นปี 2539

สำหรับภาระหนี้ต่างประเทศที่ต้องชำระภายในช่วงสิ้นปี 2540 และไตรมาสแรกของปี 2541 แม้ว่าจะมีจำนวนค่อนข้างสูง แต่รัฐบาลก็ได้ดำเนินนโยบายและมาตรการเสริมหลายประการเพื่อป้องกันมิให้เงินตราต่างประเทศไหลออกนอกประเทศมากเกินไป ในด้านหนึ่ง ทางارجได้ประสานความร่วมมือกับองค์กรภาคเอกชน เพื่อเปิดการเจรจาขอผ่อนผันการชำระหนี้กับต่างประเทศ การดำเนินการดังกล่าวนับว่าได้ผลสำเร็จอย่างยิ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเจรจากับเจ้าหนี้ของประเทศญี่ปุ่น การที่เจ้าหนี้ต่างประเทศเกือบทั้งหมดตกลงยืดอายุการชำระหนี้ให้ไทยก็จะมีส่วนช่วยลดแรงกดดันต่อฐานะทุนสำรองฯ ของไทยได้มาก อย่างไรก็ตาม การต่ออายุหนี้ดังกล่าวเป็นการต่ออายุในช่วงสั้นๆ เพียงรอบละ 3 เดือน ดังนั้น จึงจำเป็นที่จะต้องมีการเจรจากันใหม่ในรอบต่อไป ซึ่งก็เชื่อแน่ว่าหากเศรษฐกิจสามารถฟื้นตัวได้บ้างแล้ว ก็จะเป็นผลบวกต่อเจ้าหนี้ต่างประเทศ

ในอีกด้านหนึ่ง ทางارجก็ได้เร่งรัดให้มีการนำเม็ดเงินก้อนใหม่จากต่างประเทศเข้ามาเพิ่มเติมในระบบการเงินไทย ในกรณีนี้ รัฐบาลได้ดำเนินการเจรจาขอกู้เงินตราต่างประเทศจากองค์กรระหว่างประเทศเพิ่มเติม อาทิ ธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชีย (ADB) ธนาคารโลก (World Bank) กองทุนความร่วมมือทางเศรษฐกิจใพันทะเลประเทศญี่ปุ่น (OECF) ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าของญี่ปุ่น มาตรการทั้งสองดังกล่าว กอปรกับการที่ภาพรวมเศรษฐกิจมหภาคของไทยมีการปรับตัวดีขึ้นในปัจจุบัน รวมทั้งวิกฤตการณ์ในภูมิภาคเอเชียได้เริ่มคลี่คลายไปในทางที่ดีขึ้น จึงมีส่วนช่วยลดแรงกดดันต่อการชำระหนี้ของไทยได้มาก

(v) ปัญหาการรักษาวินัยการเงินการคลัง

ตามข้อตกลงที่ทำร่วมกับ IMF นั้น ทางกรจำเป็นต้องดำเนินการให้มีการจัดงบประมาณแบบสมดุล โดยจะต้องทำให้มียอดการเกินดุลเงินสดเป็นร้อยละ 1 ของ GDP ในปีงบประมาณ 2541 เหตุผลส่วนหนึ่งก็เพื่อกันไว้สำหรับรองรับแผนการฟื้นฟูสถาบันการเงิน 58 แห่งที่มีปัญหา

ในการนี้ รัฐบาลได้ตัดทอนงบประมาณรายจ่ายในปี 2541 ลง 3 ครั้ง จากวงเงินเดิมที่ตั้งไว้ราว 1 ล้านล้านบาทเมื่อช่วงต้นปี เป็นประมาณ 8 แสนบาทในขณะนี้ ซึ่งเป็นการตัดทอนรายจ่ายลดลงราวร้อยละ 18.5 ตามแผนเดิมนั้น ในกรณีที่รัฐบาลไม่สามารถจัดเก็บภาษีได้ตามเป้าหมายที่วางไว้ รัฐบาลอาจต้องพิจารณาขยายฐานการจัดเก็บภาษีบางประเภทเพิ่มเติม โดยเฉพาะภาษีทางตรง และภาษีที่ผลกระทบเฉพาะผู้มีรายได้สูง

ในมุมมองเชิงบวกนั้น การจัดทำงบประมาณให้มีฐานะเกินดุลเป็น 1% ของ GDP ในระยะสั้น การรักษาวินัยการเงินการคลังเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่งในระยะสั้น เพื่อรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อในประเทศ และยังช่วยบรรเทาปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และสามารถใช้เป็นงบประมาณรองรับการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงิน (Fischer 1998) อย่างไรก็ดี ผู้ที่เกี่ยวข้องหลายฝ่ายเห็นว่า การแก้ไขปัญหของ IMF เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายดังกล่าว โดยอาศัยมาตรการลดการใช้จ่ายมวลรวมในประเทศในลักษณะที่รุนแรงจนเกินควรนั้น อาจส่งผลทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างรุนแรงจนถึงขั้นชะงักงันได้ และทำให้เกิดปัญหาการว่างงานและปัญหาสังคมตามมาอย่างรุนแรงได้ (Sachs, 1998) อย่างไรก็ดี ในขณะนี้ ความเสี่ยงทางด้านนี้ได้ลดลงไปมากแล้ว เนื่องจาก IMF ได้ยอมผ่อนผันให้รัฐบาลสามารถจัดทำงบประมาณแบบขาดดุลในระดับเกินกว่าร้อยละ 1 ของ GDP ได้ หลังจากที่ได้ประเมินแล้วว่า การฟื้นฟูเศรษฐกิจไทยมีความคืบหน้าไปมากกว่าที่มีการคาดการณ์กันไว้

5. กลยุทธ์และแนวทางในการฝ่าฟันวิกฤติเศรษฐกิจ

จากที่ได้กล่าวแล้วในส่วนที่สองของบทความนี้ “ความไม่สมดุลของโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ” และ “การจัดการทางด้านเศรษฐกิจมหภาค” นับเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้เกิดปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจไทยครั้งนี้ขึ้น เพื่อป้องกันมิให้ปัญหาวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยวนกลับคืนมาอีกครั้งหนึ่ง จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่ทางการต้องดำเนินมาตรการเพิ่มเติมหลายประการทั้งที่เป็นมาตรการในระยะปานกลางและระยะยาว รวมทั้งยังจำเป็นต้องมีการปรับกระบวนการบริหารนโยบายเศรษฐกิจมหภาค เพื่อให้มีความสมดุลมากยิ่งขึ้น ตลอดจนมีการปรับโครงสร้างการผลิตควบคู่กันไป โดยจำเป็นต้องดำเนินการให้ครอบคลุมประเด็นหลักๆ ดังนี้ (i) ปรับปรุงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เพื่อให้เศรษฐกิจมหภาคมีเสถียรภาพ (ii) ปรับปรุงระบบการกำกับดูแล เพื่อให้ครอบคลุมการปล่อยกู้แบบเกินตัว (iii) เพิ่มเงินสำรอง เพื่อรองรับความไม่สมดุลระหว่างสินทรัพย์และหนี้สิน (iv) เสริมสร้างระบบการกำกับดูแลให้มีความแข็งแกร่งก่อนที่จะมีการเปิดเสรีมากขึ้น (v) ปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้น (vi) เพิ่มความเข้มงวดในการบังคับใช้กฎหมาย เพื่อป้องกันการทำธุรกิจที่ผิดกฎหมาย

5.1 เร่งปฏิรูปการบริหารสถาบันการเงินและการกำกับดูแลสถาบันการเงิน

นักวิเคราะห์และผู้ที่เกี่ยวข้องจำนวนไม่น้อยเห็นว่า การแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินที่มีปัญหานั้นถือเป็นเพียงขั้นตอนแรกในการแก้ไขปัญหาความเปราะบางของระบบการเงินไทย ในขั้นตอนต่อไป จึงเป็นเรื่องที่ว่าทำอย่างไรจึงจะสามารถเสริมสร้างรากฐานของระบบการเงินไทยให้มีความแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น ในแง่นี้ จำเป็นต้องมีการปรับโครงสร้างของระบบการเงิน เพื่อเพิ่มและเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับองค์ประกอบที่เหลือ ซึ่งได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ 15 แห่งและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์อีก 33 แห่ง

ในการนี้ ทางกรจำเป็นต้องมีการสถาปนายุทธศาสตร์การเงินระยะกลางขึ้นมารองรับ ดังนี้

- (i) เพิ่มความแข็งแกร่งแก่ระบบการเงิน โดยการให้สถาบันการเงินที่อ่อนแอรวมกิจการกับสถาบันการเงินที่เข้มแข็งกว่า
- (ii) เปิดเสรีธุรกิจของธนาคารพาณิชย์แก่ต่างประเทศ เพื่อดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศ พร้อมๆ กับกัมรับการค้าโยนเทคโนโลยีและประสบการณ์จากต่างประเทศ
- (iii) เสริมสร้างความมั่นคงของสถาบันการเงินทั้งระบบ โดยการเพิ่มทุนให้ได้มาตรฐานสากล
- (iv) ปรับปรุงระบบการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินให้ทันสมัยมากขึ้น
- (v) เพิ่มความเข้มงวดในการกำกับดูแลสถาบันการเงินของทางการให้มีประสิทธิภาพและทันต่อเหตุการณ์

นอกจากนี้ นักวิเคราะห์หลายฝ่ายเห็นว่า ทางกรจำเป็นต้องเร่งดำเนินการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินในปัจจุบัน ด้วยการ (i) จัดทำระบบสัญญาณเตือนภัยล่วงหน้า ทั้งจากข้อมูลระดับจุลภาคของสถาบันการเงินและระดับมหภาค (ii) ตรวจสอบการบริหารควบคู่กับตรวจสอบทางบัญชี (iii) กำหนดและพิจารณาคุณสมบัติของผู้บริหารสถาบันการเงิน นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์จำเป็นต้องปรับปรุงในเรื่องการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) และการกำกับดูแลภายใน (Internal Supervision)

5.2 เปิดโอกาสให้ต่างชาติเข้ามาถือหุ้นและร่วมบริหารสถาบันการเงิน

วิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคเอเชียได้บั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศ โดยได้เพิ่มความระมัดระวังในการลงทุนในภูมิภาคนี้ยิ่งขึ้น ซึ่งทำให้นักลงทุนส่วนหนึ่งตัดสินใจชะลอการลงทุนในภูมิภาคนี้และอีกส่วนหนึ่งได้เพิกถอนการลงทุนระยะสั้นในตลาดเงินและตลาดทุนของภูมิภาคนี้ออกไป ภายใต้สถานการณ์ในปัจจุบันเป็นสิ่งที่ปฏิเสธได้ยากว่าประเทศที่กำลังประสบกับปัญหาวิกฤตการณ์การเงินในขณะนี้ จำเป็นที่จะต้องอาศัยเม็ดเงินก้อนใหม่จากต่างประเทศเข้ามาเพื่อเสริมสภาพคล่องทางการเงินที่ได้เหือดแห้งไปจากการที่มีเงินไหลออกนอกประเทศอย่างต่อเนื่อง กอปรกับเม็ดเงินในประเทศมีไม่เพียงพอที่จะรองรับการเพิ่มทุนในเกณฑ์สูงของสถาบันการเงินในประเทศ เพื่อชดเชยผลกระทบจากปัญหานี้เสีย