



โครงการเมธีวิจัยอาวุโส - สกว.  
การพัฒนาเศรษฐกิจไทยภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์  
(2541 - 2543)  
ปีที่หนึ่ง

- สมภพ มานะรังสรรค์ หัวหน้าโครงการ
- ถวิล นิลใบ
- อารยัน ตระหง่าน
- อุกฤษฏ์ ปัทมานันท์
- กชกร นันทพันธ์
- สุรพร เกิดสว่าง
- สุดาพร ปิยะวงศ์สกุล
- โชติชัย สุวรรณภรณ์
- ฐราธร รัตนนฤมิตรสร



**“เศรษฐกิจไทยในกระแสความเปลี่ยนแปลงของระบบการเงินโลก”**

## สรุป

ผลจากการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในเดือนกันยายน 2528 ได้กลายเป็นจุดตั้งต้นที่สำคัญของการปรับเปลี่ยนเชิงโครงสร้าง (Structural Adjustment) ที่สำคัญของเศรษฐกิจไทย ซึ่งส่งผลให้การพัฒนาภาคการผลิตนอกภาคการเกษตร (Non-Agricultural Sector) ตัวอย่างเช่น ภาคอุตสาหกรรม ภาคบริการ (Service Sector) การก่อสร้าง ฯลฯ ขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว

เพียงประมาณ 1 ปีหลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ค่าเงินเยนของญี่ปุ่นก็เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเพิ่มขึ้นถึงประมาณ 30% และหลังจากนั้นก็ยิ่งเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เมื่อญี่ปุ่นต้องเผชิญกับสภาวะค่าเงินของตนเพิ่มสูงขึ้นมาก ก็ต้องหาทางออกอย่างน้อยในสองลักษณะด้วยกัน

ประการแรก ผู้ประกอบการในญี่ปุ่นที่ผลิตเพื่อส่งออก ต้องปรับกลยุทธ์ทั้งการผลิตและการตลาดของตนใหม่ เพื่อให้สามารถเพิ่มประสิทธิภาพทั้งทางการผลิตและการตลาดในการส่งออกจากสินค้าที่ผลิตจากญี่ปุ่นเอง

ด้านการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตนั้น ผู้ประกอบการญี่ปุ่นได้ทำการเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารต้นทุน (Cost Management) ในการผลิต ตัวอย่างเช่น หาทางลดต้นทุนค่าแรงงาน ค่าวัตถุดิบและเครื่องจักรอุปกรณ์ต่าง ๆ รวมตลอดถึงการปรับปรุงประสิทธิภาพทางการประกอบการ ทั้งนี้เพื่อนำไปสู่การลดต้นทุนต่อหน่วย (Unit Cost) ทางการผลิต อันจะส่งผลให้สามารถรักษาการส่งออกได้ในสภาวะที่ค่าเงินเยนแข็งตัวขึ้น

ในด้านการตลาดนั้น ผู้ผลิตเพื่อส่งออกได้ทำการวิจัยและพัฒนา (Research and Development – R & D) เพื่อนำเสนอผลิตภัณฑ์สินค้าใหม่ ๆ ที่มีคุณภาพหรือแบบ Models) ที่แตกต่างไปจากสินค้าชนิดเดียวกันที่มีอยู่ในตลาดแล้ว โดยที่ความแตกต่างของสินค้า (Product Differentiation) ที่ตนสร้างขึ้นดังกล่าว จะเพิ่มโอกาสในการขายสินค้าของตน แม้ว่าจะต้องขายในราคาที่เพิ่มสูงขึ้น อันเนื่องมาจากการที่เงินเยนมีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินในประเทศที่ตนส่งสินค้าออกไปจำหน่าย ตัวอย่างเช่น การที่บริษัทผู้ผลิตรถยนต์ใหญ่ ๆ ของญี่ปุ่น ได้นำเสนอรถยนต์นั่งรุ่นใหม่ ๆ ที่มีแรงแม่เพิ่มสูงขึ้น ส่งออกจำหน่ายในตลาดรถยนต์สหรัฐฯ โดยมุ่งขายในตลาดของผู้มีอำนาจการซื้อสูงซึ่งนิยมรถยนต์คุณภาพสูงและมีขนาดใหญ่กว่า แทนที่จะมุ่งเน้นตลาดรถยนต์ขนาดเล็ก อันประกอบด้วยผู้บริโภคในตลาดล่าง (Lower Market) ลงมา

แต่การที่ค่าเงินเยนยังคงเพิ่มสูงขึ้นเรื่อย ๆ นั้น ก็เป็นการยากที่ผู้ประกอบการญี่ปุ่น จะยังคงรักษาฐานการผลิตไว้ในประเทศมาก ๆ ต่อไป เพราะแม้ว่าจะปรับปรุงประสิทธิภาพ

ทั้งการผลิตและการตลาด จากการผลิตภายในประเทศของตน ก็คงกระทำได้ในขีดจำกัดระดับหนึ่งเท่านั้น จึงจำเป็นต้องย้ายและขยายฐานการผลิตออกสู่ต่างประเทศ

การปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ในประการที่สองของผู้ประกอบการญี่ปุ่น จึงเป็นการย้ายฐานการผลิต (Relocation) ออกสู่ต่างประเทศ โดยเตรียมการตั้งแต่หลังการประชุม "พลาซ่าแอ็กคอร์ด" เป็นต้นมา

กลุ่มประเทศที่ผู้ประกอบการญี่ปุ่นให้ความสนใจในการย้ายงานการผลิตออกมาเป็นพิเศษ ก็คือสมาชิกกลุ่มอาเซียน (ASEAN)

นักลงทุนญี่ปุ่นมีเหตุผลหลายประการในการเลือกประเทศที่เป็นสมาชิกกลุ่มอาเซียนในการย้ายฐานการผลิตในภาคอุตสาหกรรมและกิจกรรมต่อเนื่องอื่น ๆ ของตนดังนี้

1) ประเทศกลุ่มอาเซียนเป็นฐานการผลิตของนักลงทุนญี่ปุ่นอยู่แล้ว โดยที่ญี่ปุ่นเองได้ทยอยเข้ามาลงทุนในภูมิภาคนี้นับเป็นเวลากว่าหลายทศวรรษก่อนการประชุม "พลาซ่าแอ็กคอร์ด" ในปี 2528 เพียงแต่ว่าความเข้มข้น (Intensity) ของการลงทุนของญี่ปุ่นในช่วงเวลาดังกล่าว ยังมีไม่มาก อันเนื่องมาจากสาเหตุต่าง ๆ ดังนี้

1.1) ในช่วงก่อนการประชุมพลาซ่าแอ็กคอร์ดนั้น เศรษฐกิจโลกยังมีระดับการพัฒนาไม่มาก ขณะเดียวกันที่แนวโน้มการพัฒนามีความผันผวนไหวตัวอยู่เสมอ ๆ ซึ่งสามารถแสดงรายละเอียดให้เห็นได้มากขึ้นดังนี้

(ก) ในช่วงก่อนเริ่มทศวรรษที่ 1970 เศรษฐกิจโลกมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง แต่ก็ในช่วงที่ญี่ปุ่นเองกำลังพัฒนาเศรษฐกิจของตนอย่างรวดเร็ว และเป็นช่วงที่ญี่ปุ่นใช้วางรากฐานการพัฒนาเศรษฐกิจของตนเอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการพัฒนาอุตสาหกรรมเพื่อก้าวอย่างออกสู่ตลาดโลกได้อย่างมั่นคง

ยิ่งไปกว่านั้นการที่ค่าเงินเยนอยู่ในระดับต่ำมาก คือมีอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ 360 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ภายใต้ระบบข้อตกลง "Bretton Woods" ที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนตามมาตรฐานปริวรรตทองคำ (Gold Exchange Standard) นั้น ได้ส่งผลให้ญี่ปุ่นมีความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบ (Comparative Advantage) ที่จะทำการผลิตภายในประเทศของตนเองเพื่อส่งออกมากกว่า แม้ว่านักลงทุนญี่ปุ่นจะเริ่มออกไปลงทุนต่างประเทศบ้างแล้วก็ตาม แต่อุตสาหกรรมจำนวนมากที่นักลงทุนญี่ปุ่นไปลงทุนต่างประเทศนั้น ยังเป็นอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้า (Import-Substitute Industries) ซึ่งมุ่งผลิตเพื่อขายในประเทศที่ญี่ปุ่นออกไปลงทุนเอง

นโยบายของประเทศที่ญี่ปุ่นเข้าไปลงทุนในด้านต่าง ๆ เช่น การส่งเสริมอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้าโดยมาตรการทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นด้านการคลัง (Fiscal Policies) การเงิน (Monetary Policies) มาตรการเกี่ยวกับการตรึงราคาค่าจ้างแรง

งาน รวมตลอดถึงการให้ความเกื้อหนุนการลงทุนจากต่างประเทศในลักษณะต่าง ๆ ได้กลายเป็นแรงจูงใจที่สำคัญที่ผลักดันให้ญี่ปุ่นออกมาลงทุนต่างประเทศ แต่ถึงกระนั้นอุตสาหกรรมที่ลงทุนก็ยังมีเพียงจำนวนน้อยชนิด เช่น อุตสาหกรรมเบาที่เน้นการใช้แรงงาน (Labor Intensive) ตัวอย่างเช่น อุตสาหกรรมสิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม การแปรรูปอาหาร ฯลฯ รวมตลอดถึงอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value Added) ไม่สูงและไม่ต้องใช้เทคโนโลยีมากนัก ตัวอย่างเช่น การประกอบรถยนต์ และจักรยานยนต์โดยการทำชิ้นส่วนอุปกรณ์อะไหล่ส่วนใหญ่มาจากต่างประเทศ ฯลฯ

(ข) ในช่วงต้นทศวรรษที่ 1970 เป็นต้นมา จนถึงช่วงที่มีการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในปี 2528

ความเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญที่มีส่วนหักเหแนวโน้มการพัฒนาของเศรษฐกิจโลกได้เกิดขึ้นในเดือนสิงหาคม 1971 ซึ่งสหรัฐฯ ได้ยกเลิกการผูกพันค่าเงินดอลลาร์ของตนตามมาตรฐานปริวรรตทองคำ จากข้อตกลง “Bretton Woods” นับตั้งแต่ที่สงครามโลกครั้งที่ 2 ยุติลงใหม่ ๆ

เมื่อการขยายช่วง (Band) การเคลื่อนไหวค่าเงินจากเดิมที่กำหนดไว้ที่ 35 ดอลลาร์ต่อน้ำหนักทองคำ 1 ออนซ์ เป็น 38 ดอลลาร์ตามข้อตกลง “สมิธโทเนียน” ซึ่งจัดขึ้นในเดือนธันวาคม 2514 ไม่สามารถคงค่าดอลลาร์สหรัฐฯ ไว้ได้ ในที่สุดทางการสหรัฐฯ ก็ต้องปล่อยให้ค่าเงินของตนลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Floating Exchange Rate) จนส่งผลให้ประเทศอื่น ๆ ซึ่งเป็นคู่แข่งและคู่ค้าที่สำคัญของสหรัฐฯ ตัวอย่างเช่น ประเทศชั้นนำในยุโรปและญี่ปุ่นต้องปล่อยค่าเงินลอยตัวตามไปด้วย ในปี 1973 เป็นต้นมา

นับตั้งแต่สหรัฐฯ ประกาศยกเลิกการกำหนดค่าเงินของตนไว้คงที่ตามข้อตกลง “Bretton Woods” ในวันที่ 15 สิงหาคม 1971 เป็นต้นมา อัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราสกุลหลัก ๆ ของโลก ตัวอย่างเช่น มาร์กเยอรมันนี สวิสฟรังก์ ฟรังก์ฝรั่งเศส ปอนด์สเตอร์ลิง และเยนญี่ปุ่นก็เต็มไปด้วยสภาวะผันผวนเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ โดยที่หลาย ๆ สกุลเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งมาร์กและเยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ความปั่นป่วนของตลาดเงินโลก อันเนื่องมาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่ดอลลาร์สหรัฐฯ มีค่าลดต่ำลงตามลำดับ นอกจากจะไม่ได้ช่วยแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจของสหรัฐฯ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการช่วยลดการขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัด ฯลฯ อันจะนำไปสู่การขยายตัวของ GDP แต่กลับทำให้สหรัฐฯ ต้องเผชิญกับปัญหาทั้งในระดับมหภาคและจุลภาคอื่น ๆ ที่ไม่ได้คาดคิดมาก่อน

ตัวอย่างเช่น หลังจากสหรัฐฯ มีค่าเงินดอลลาร์ที่ตกต่ำลง สมาชิกกลุ่ม OPEC ซึ่งเป็นผู้ผลิตน้ำมันรายสำคัญของโลกก็รวมตัวกันเหนียวแน่นยิ่งขึ้น พร้อมกับการประกาศขึ้นราคาน้ำมันที่ตนผลิตได้เพราะการที่ดอลลาร์ซึ่งใช้เป็นสื่อกลางในการซื้อขายน้ำมันใน

ตลาดโลก มีค่าลดตําลงนั้น ไม่เพียงทําให้ราคาที่แท้จริง (Real Price) ของนํ้ามันที่กลุ่มโอเปค จํานายมีระดับลดตําลงถ้าหากยังจํานายในราคาเดิมเท่านั้น หากแต่เงินออมของกลุ่มโอเปคเอง ซึ่งได้จากการขายนํ้ามันซึ่งอยู่ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ เช่นกัน ก็มีอันต้องมีมูลค่าที่แท้จริง (Real Value) ที่ลดตําลงตามค่าดอลลาร์ที่ลดตําลงด้วย

เมื่อกลุ่มโอเปคประกาศขึ้นราคานํ้ามันดิบ ขณะที่นํ้ามันเป็น ปัจจัยการผลิตของแทบทุกกิจกรรมการผลิตของประเทศต่าง ๆ ประเทศที่มีการใช้นํ้ามันมาก ๆ ตัวอย่างเช่น สหรัฐฯ จึงได้รับผลกระทบเป็นพิเศษ เพราะต้นทุนการผลิตต่าง ๆ ได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากตํางมีนํ้ามันเป็นวัตถุดิบการผลิตที่สำคัญ ผลที่ตามมาคือ ภาวะเงินเฟ้อที่เริ่มด้วยการถูกผลักดันจากต้นทุนการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้น (Cost-push Inflation) ได้เกิดขึ้น

เมื่ออัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น ทางที่เกี่ยวข้องของสหรัฐฯ ก็ต้องปรับอัตราดอกเบี้ยให้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องเพื่อควบคุมภาวะเงินเฟ้อ เพราะความไร้เสถียรภาพดังกล่าว จะส่งผลทางด้านลบต่อเศรษฐกิจตามมาอีกมากมาย การปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น ยังมีส่วนช่วยควบคุมการเก็งกำไรในตลาดเงิน อันจะนำไปสู่การรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนด้วย

แต่อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้น ก็มีผลข้างเคียงทางด้านลบ (Side Effect) ด้วย เพราะทําให้ต้นทุนในการประกอบการในสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากต้องพึ่งเงินกู้จากสถาบันการเงินมาดำเนินการทางธุรกิจของตน ทำให้มีผู้กู้ลดน้อยลง

ขณะเดียวกัน อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงในสหรัฐฯ ก็ดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศ ให้อั่งโหลเข้าไปแสวงหาผลประโยชน์ดังกล่าวในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นด้วย เพราะนอกจากแรงจูงใจจากดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงแล้ว สหรัฐฯ ยังมีระบบการเงินที่ใหญ่โตและเข้มแข็ง สามารถสร้างความมั่นใจให้แก่ผู้นำเงินทุนเข้าไปหาประโยชน์ เช่นนำไปฝากในสถาบันการเงินของสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้น

ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง จึงไม่เพียงช่วยเพิ่มเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เช่นช่วยควบคุมอัตราเงินเฟ้อเท่านั้น หากแต่ทําให้ค่าเงินดอลลาร์เพิ่มสูงขึ้น ผลที่ตามมาคือการขาดดุลการค้าที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องของสหรัฐฯ ไม่เพียงเท่านั้น สถาบันการเงินยังล้นเกินด้วยสภาพคล่องทางการเงิน เพราะอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงจูงใจให้มีผู้นำเงินมาฝากกับสถาบันการเงินต่าง ๆ มากขึ้น แต่ลดทอนแรงจูงใจในการกู้

สภาพคล่องที่ล้นเกินดังกล่าว ได้กลายเป็น “ต้นทุน” สำคัญของสถาบันการเงินในสหรัฐฯ ซึ่งจำเป็นต้องลดทอนปัญหาดังกล่าว โดยการถ่ายเวียน (Recycle) เงินฝากข้างต้นไปสู่ผู้กู้ทั้งในและนอกประเทศ โดยที่การตรวจสอบสถานะภาพของผู้กู้ก็อาจจะเป็นไปอย่างไม่ถี่ถ้วนรอบคอบนัก จนก่อให้เกิดปัญหาวิกฤตการณ์สถาบันการเงินในสหรัฐฯ อันเนื่อง

มาจากมีหนี้เสียเป็นจำนวนมากในช่วงเวลาต่อมา อันปรากฏให้เห็นอย่างชัดเจนในช่วงต้นทศวรรษที่ 1980 โดยที่วิกฤตการณ์ดังกล่าวได้เกิดขึ้นทั้งในละตินอเมริกาในฐานะประเทศผู้กู้ที่สำคัญ ซึ่งมีปัญหาวิกฤตการณ์หนี้ (Debt Crisis) และในสหรัฐฯ เองซึ่งสถาบันการเงินจำนวนมาก ต้องเผชิญกับปัญหาล้มละลายเพราะปัญหานี้เสีย (NPL's)

ความผันผวนทางเศรษฐกิจโลกในช่วงก่อนการประชุม “พลาซ่า แอ็กคอร์ด” อันเนื่องมาจากปัญหาที่เริ่มต้นจากการใช้ระบบค่าเงินลอยตัวภายหลังจากสหรัฐฯ ออกจากมาตรฐานปรัวรรตทองคำตามข้อตกลง “Bretton Woods” ในปลายปี 1971 ได้ส่งผลให้การขยายตัวของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มในทางกว้างไกลตามไปด้วย

เมื่อเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มผันผวน ย่อมส่งผลกระทบต่อฐานอุปสงค์ (Demand) ในการนำเข้าสินค้าไม่ให้ขยายมากเท่าที่ควร ซึ่งเท่ากับเป็นการจำกัดขอบเขตของการลงทุนระหว่างประเทศไปด้วย

อย่างไรก็ตาม หลังจากที่สหรัฐฯ ออกจากระบบมาตรฐานปรัวรรตทองคำ (Gold Exchange Standard) ตามข้อตกลง “Bretton Woods” ในกลางเดือนสิงหาคม 1971 จนส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศไหวตัวมากขึ้นนั้น ญี่ปุ่นซึ่งเผชิญกับปัญหาค่าเงินเยนแข็งตัวขึ้นมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ก็ต้องปรับตัวเพื่อรักษาศักยภาพของการค้าระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการส่งออกซึ่งเป็นหัวใจสำคัญต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นเช่นกัน

ยุทธวิธีสำคัญของผู้ประกอบการญี่ปุ่น ก็คือเพิ่มการย้ายและขยายฐานการผลิตไปต่างประเทศ โดยประเทศเป้าหมายหลัก ๆ ในเอเชียที่รองรับการย้ายฐานการผลิตของญี่ปุ่นในช่วงเวลาดังกล่าว ก็คือกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย (Asia's Nics) อันประกอบไปด้วย ไต้หวัน เกาหลีใต้ ฮองกง และสิงคโปร์

สองประเทศแรกคือไต้หวัน และเกาหลีใต้ นั้น ไม่เพียงเคยเป็นอาณานิคมเก่าของญี่ปุ่นในช่วงก่อนสงครามโลกครั้งที่ 2 เท่านั้น หากแต่ยังมีความใกล้ชิดทั้งภูมิศาสตร์ สังคม วัฒนธรรม ฯลฯ กับญี่ปุ่นค่อนข้างมาก

ยิ่งไปกว่านั้นฐานรากของการพัฒนาเศรษฐกิจโดยเฉพาะอย่างยิ่งในทางอุตสาหกรรม ที่ทั้งสองประเทศได้วางไว้ก่อนแล้วนั้น ยังช่วยเพิ่มความคล่องตัวในการย้ายฐานการผลิตของญี่ปุ่นไปสู่ประเทศข้างต้นได้มากยิ่งขึ้น

มีข้อที่น่าสังเกตว่า ทั้ง 2 ประเทศข้างต้นต่างมีความอ่อนไหวและมีประสบการณ์ในการเผชิญหน้าและต่อสู้กับลัทธิคอมมิวนิสต์ซึ่งมีฐานที่มั่นอยู่ข้าง ๆ ประเทศเป็นอย่างมาก ทำให้การพัฒนาเศรษฐกิจ โดยการใช้อุตสาหกรรมเป็นสื่อกลางสำคัญนั้น มีความสำคัญต่อการต่อสู้กับประเทศที่มีลัทธิการปกครองแบบตรงกันข้ามที่ตั้งอยู่ปากประตูบ้านตัวเอง

สำหรับฮ่องกงและสิงคโปร์นั้น แม้ว่าจะมีแหล่งที่ตั้งที่อยู่ห่างจากญี่ปุ่นออกไป แต่ปัจจัยความได้เปรียบหลายประการของทั้ง 2 แหล่งข้างต้น ก็เป็นตัวตัดสินใจให้ญี่ปุ่นเลือกเป็นแหล่งย้ายฐานการผลิต หลังจากที่เคยเผชิญกับปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนผันผวนในช่วงหลังจากที่สหรัฐฯ ออกจากข้อตกลง “Bretton Woods”

ข้อได้เปรียบประการแรกของฮ่องกงและสิงคโปร์ ก็คือต่างก็เป็นท่าเรือนานาชาติที่สำคัญของโลกทั้งคู่ ทำให้ทั้งสองแหล่งแม้ว่าจะเป็นเพียงเกาะขนาดเล็ก แต่ก็มีอาณาบริเวณรอบข้าง (Hinterland) อันประกอบไปด้วยประเทศต่าง ๆ มากมาย ที่ใช้ทั้งฮ่องกงและสิงคโปร์ในการติดต่อด้านการขนส่งทางทะเลกับภูมิภาคต่าง ๆ ของโลก โดยการขนส่งดังกล่าวมีความสำคัญต่อการพัฒนาการค้าระหว่างประเทศมาก

ความเป็นศูนย์กลางการขนส่งทางทะเล ยังส่งผลให้ทั้งฮ่องกงและสิงคโปร์มีธุรกิจต่อเนื่องแบบลูกโซ่ตามมาอีกหลายประเภท ตัวอย่างเช่น การเป็นศูนย์กลางทางการค้าและบริการต่อเนื่องอื่น ๆ เช่นการเป็นศูนย์กลางทางการเงิน เพราะธุรกิจทางการเงินก็ต้องให้ “บริการ” แก่ธุรกิจการขนส่งและการค้าต่าง ๆ

นอกจากนี้ การลงทุนพัฒนาด้านอุตสาหกรรม ยังสามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพในประเทศที่เป็นศูนย์กลางทางการคมนาคมขนส่ง

เพราะไม่เพียงสามารถบริหารการผลิตและการตลาดได้อย่างมีประสิทธิภาพ ตัวอย่างเช่น สามารถนำวัตถุดิบจากต่างประเทศมาผลิตได้ง่าย เมื่อผลิตเสร็จแล้ว ก็สามารถส่งออกได้สะดวกโดยการใช้บริการท่าเรือขนาดใหญ่ที่ตั้งอยู่ใกล้ ๆ แหล่งผลิตเท่านั้น หากแต่ยังมีบริการอื่น ๆ เพื่ออำนวยความสะดวกให้ด้วย ตัวอย่างเช่นธุรกิจการเงิน ฯลฯ

นอกจากนี้ การเป็นศูนย์กลางด้านการคมนาคมขนส่งที่มีกิจกรรมต่อเนื่องอื่น ๆ มากประเภที่นั้น ยังเพิ่มประสิทธิภาพของระบบข้อมูลข่าวสาร ซึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญในการบริหารธุรกิจระหว่างประเทศ อันจะนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพทางการแข่งขัน (Competitiveness) ในธุรกิจโลกซึ่งนับวันจะไร้พรมแดนมากขึ้นเรื่อย ๆ อีกด้วย

จากปัจจัยที่ได้เปรียบต่าง ๆ ข้างต้น ได้ส่งผลให้ทั้งฮ่องกง และสิงคโปร์เป็นอีก 2 ประเทศที่ญี่ปุ่นเลือกในการย้ายฐานการผลิตในเอเชียตะวันออก หลังจากที่ต้องเผชิญกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่เริ่มใช้ในหมู่ประเทศที่พัฒนาแล้ว คือสหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่นก่อน

ความเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากการลงทุนของต่างประเทศ ซึ่งมีญี่ปุ่นแสดงบทบาทสำคัญ รวมตลอดถึงการส่งเสริมผลักดันของแต่ละประเทศในกลุ่มประเทศทั้ง 4 ข้างต้น ได้แปรเปลี่ยนให้กลุ่มประเทศดังกล่าวกลายเป็นประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย (Asian Nics') ซึ่งมีระดับขั้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว และเป็นต้นตอของความ



มหัศจรรย์แห่งเอเชีย (Asian Miracle) ซึ่งเป็นที่กล่าวขวัญกันทั่วโลกอย่างกว้างขวางในช่วงก่อนหน้านี้นี้

ในช่วงที่เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชียได้ขยายตัวอย่างรวดเร็วในช่วงก่อนการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในปลายปี 1985 นั้น เศรษฐกิจของกลุ่มอาเซียน (Asean) ยังมีพัฒนาการที่เชื่องช้ากว่า และมีโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่ซับซ้อนน้อยกว่ากลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย

อุตสาหกรรมที่เริ่มต้นพัฒนาในกลุ่มอาเซียนนั้น เป็นอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้าผนวกกับอุตสาหกรรมแปรรูปทรัพยากรและวัตถุดิบที่ผลิตได้จากกลุ่มประเทศอาเซียนเองที่ใช้เพื่อการส่งออก

จนกระทั่งการพัฒนาอุตสาหกรรมดังกล่าวได้ล่วงผ่านไปประมาณ 1-2 ทศวรรษ การพัฒนาเศรษฐกิจจึงค่อย ๆ เปลี่ยนกลยุทธ์มาเน้นการส่งออก (Export-led Growth) โดยที่การพัฒนาอุตสาหกรรมมีลักษณะกระจายตัว (Diversification) มากขึ้น แต่ถึงกระนั้นการลงทุนด้านอุตสาหกรรมในกลุ่มอาเซียนก็ยังคงขาดความเข้มข้น (Intensity) เพราะอุปสงค์ของตลาดโลกยังมีขนาดและแนวโน้มที่ไม่แน่นอนตามสภาวะผันผวนของเศรษฐกิจในประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งเกิดขึ้นเป็นระยะ ๆ

จนมาถึงช่วงหลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในปลายปี 1985 เป็นต้นมา ศักยภาพใหม่ของการพัฒนาแบบมีการปรับเปลี่ยนเชิงโครงสร้างทางเศรษฐกิจ (Structural Adjustment) จึงเริ่มปรากฏให้เห็นอย่างชัดเจนในกลุ่มอาเซียนซึ่งมีไทยสังกัดอยู่ด้วย

ผลการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ซึ่งมีเนื้อหาสาระสำคัญอยู่ที่การที่ประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจโลกที่เข้าร่วมการประชุมครั้งประวัติศาสตร์ดังกล่าว ทำการปรับเปลี่ยนวิธีการแทรกแซงค่าเงินของตน โดยมีเป้าหมายสำคัญในการกระตุ้นให้ค่าดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งมีค่าแข็งมาตลอดช่วงที่ประธานาธิบดีเรแกนขึ้นดำรงตำแหน่ง ให้มีโอกาสอ่อนค่าลง อันจะเป็นกลไกสำคัญที่ใช้ปรับการขาดดุลการค้าจำนวนมหาศาลของสหรัฐฯ ให้ลดลงได้บ้าง รวมตลอดถึงการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจมหภาคด้านอื่น ๆ ของสหรัฐฯ เอง

หลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในเดือนกันยายน 1985 ค่าเงินของสมาชิกกลุ่ม “G.5” ยกเว้นสหรัฐฯ จึงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินเยนของญี่ปุ่น อันเป็นสกุลเงินของประเทศที่เกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ มากที่สุด

ทางออกที่สำคัญของญี่ปุ่น จึงอยู่ที่การย้ายฐานการผลิตภาคอุตสาหกรรม (Relocation) ออกสู่ต่างประเทศ

กลุ่มประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ที่ญี่ปุ่นให้ความสำคัญในการย้ายฐานการผลิตอุตสาหกรรมของตนออกมา ก็คือสมาชิกกลุ่มอาเซียน แม้ว่าบางส่วนยังคงย้ายเข้าสู่กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชีย

การที่ญี่ปุ่นมุ่งย้ายฐานการผลิตสู่กลุ่มอาเซียนมากขึ้นนั้น เป็นเพราะกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชีย เริ่มมีข้อจำกัดในด้านต่าง ๆ ตัวอย่างเช่น ลำดับขั้นทางการพัฒนาของกลุ่มประเทศดังกล่าว ได้ก้าวล้ำหน้าไปมากแล้ว หลังจากที่มีการพัฒนาภาคอุตสาหกรรมและกิจกรรมการผลิตต่อเนื่องอื่น ๆ ต่อเนื่องกันมานับทศวรรษ ซึ่งส่งผลให้โอกาสในการลงทุนจากต่างประเทศลดน้อยลง เพราะสาเหตุต่าง ๆ เช่น ค่าจ้างแรงงานและวัตถุดิบต่าง ๆ ได้เพิ่มสูงขึ้นมาก ตลาดภายในประเทศเหล่านั้นเริ่มอิ่มตัวในการรองรับกับสินค้าที่ผลิตออกมาได้ เมื่อลำดับขั้นการพัฒนาเพิ่มสูงขึ้น กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชียดังกล่าว ก็ต้องการยกระดับการผลิตของตนเองให้เพิ่มสูงขึ้น และสามารถสร้างฐานรากทางเทคโนโลยี รวมตลอดถึงการตลาดเป็นของตนเองมากยิ่งขึ้น ตัวอย่างเช่น มีสินค้าส่งออกที่ใช้ตราหรือยี่ห้อ (Brand Names) ของตัวเอง จนสามารถยกสถานะจากประเทศที่รองรับการลงทุนจากต่างประเทศ กลายเป็นคู่แข่งในตลาดโลกของประเทศที่เข้ามาลงทุนเองในหลาย ๆ กลุ่มผลิตภัณฑ์ ยิ่งไปกว่านั้นในบางประเทศของกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชียดังกล่าว ยังมีนโยบายพึ่งพิงตัวเองในด้านการพัฒนาอุตสาหกรรมและจำกัดการเข้ามาลงทุนของต่างประเทศ (ตัวอย่างเช่น เกาหลีใต้)

แนวโน้มการส่งออกผลิตภัณฑ์สินค้าจากกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชีย ซึ่งมีตลาดหลัก ๆ อยู่ในประเศมหาอำนาจตะวันตก ก็ก่อให้เกิดปัญหาการเกินดุลการค้าแก่คู่ค้าในตะวันตกอย่างมากและมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน จนตกเป็นเป้าการตอบโต้ทางการค้าเช่นเดียวกับที่ญี่ปุ่นเผชิญอยู่

ไม่เพียงเท่านั้น กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชียเองก็มีแนวโน้มออกไปลงทุนต่างประเทศเพิ่มขึ้นเช่นกัน เพราะอุตสาหกรรมบางประเภทเริ่มเสียเปรียบเชิงเปรียบเทียบในการรักษาฐานการผลิตภายในประเทศของตนอีกต่อไป

มีข้อที่น่าสังเกตว่า การประชุม “ลูฟร์แอ็กคอร์ด” ซึ่งจัดขึ้นในฝรั่งเศส ในปี 1987 นั้น มีผลทำให้กลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่แห่งเอเชีย ต้องปรับค่าเงินของตนให้เพิ่มสูงขึ้น เพื่อลดแรงกดดันของการขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ ที่มีต่อกลุ่มประเทศดังกล่าวด้วยเช่นกัน

จากเหตุผลต่าง ๆ ข้างต้น ได้ส่งผลให้สมาชิกกลุ่มอาเซียนกลายเป็นภูมิภาคสำคัญในการย้ายฐานการผลิตของญี่ปุ่นภายหลังจากการเผชิญกับแรงกดดันด้านอัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราสกุลของตนเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ หลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” โดยมีปัจจัยสนับสนุนต่าง ๆ ดังนี้

1) ประเทศที่เป็นสมาชิกกลุ่มอาเซียนตั้งอยู่ไม่ห่างจากญี่ปุ่นมากนัก และส่วนใหญ่เป็นประเทศที่เป็นเกาะหรือมีชายฝั่งทะเลอันกว้างยาว เหมาะต่อการบริหารการผลิตด้านอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งการนำเข้าและส่งออก

2) สมาชิกอาเซียนเป็นฐานทางการลงทุนจากญี่ปุ่นอยู่แล้ว การย้ายฐานการผลิตเข้ามาในระลอกใหม่ของญี่ปุ่น จึงเป็นการเพิ่มความเข้มข้น (Intensity) และความหลากหลายทางการลงทุน (Diversification) เพิ่มมากขึ้น

3) ความได้เปรียบทางด้านการบริหารต้นทุน (Cost Management) จากการที่มีปัจจัยการผลิตต่าง ๆ เช่น แรงงาน วัตถุดิบ ฯลฯ ที่มีราคาต่ำ ขณะที่มีความภาคภูมิใจ

4) ความได้เปรียบทางด้านการตลาด นอกจากผลิตเพื่อการส่งออกแล้ว อุตสาหกรรมที่ญี่ปุ่นย้ายฐานการผลิตเข้ามายังกลุ่มอาเซียน ยังมีฐานการตลาดภายในของประเทศกลุ่มอาเซียนเองซึ่งมีศักยภาพในการบริโภคสูง เมื่อพิจารณาจากขนาดของประชากรหลายร้อยล้านคน โดยที่ประชากรดังกล่าว ก็มีแนวโน้มที่จะมีรายได้เพิ่มสูงขึ้น อันหมายถึงอำนาจซื้อ (Purchasing Power) ที่เพิ่มสูงขึ้น

การมีตลาดทั้งภายในประเทศและส่งออกมารองรับ ทำให้ผู้ลงทุนมีตลาดรองรับผลิตภัณฑ์ของตนได้อย่างมั่นคงและแน่นอนยิ่งขึ้น

5) ความพร้อมทางด้านสาธารณูปโภคพื้นฐาน สมาชิกกลุ่มอาเซียนได้มีการลงทุนด้านสาธารณูปโภคพื้นฐาน ซึ่งเป็นปัจจัยก่อนหน้า (Prerequisite) ที่สำคัญของการลงทุนต่าง ๆ ของภาคเอกชน ตัวอย่างเช่น ด้านการคมนาคม การขนส่ง ไฟฟ้า ประปา ฯลฯ ทำให้การลงทุนของภาคเอกชนมีต้นทุนที่ลดต่ำลง ไม่ว่าจะพิจารณาจากด้านการผลิตหรือด้านการตลาด

6) ความเอื้ออำนวยทางด้านนโยบาย ประเทศสมาชิกอาเซียนส่วนใหญ่เริ่มมีนโยบายเปิดกว้างในการรองรับการลงทุนจากต่างประเทศตั้งแต่ต้นทศวรรษที่ 1960 โดยนโยบายส่งเสริมการลงทุนทั้งโดยตรงและทางอ้อมต่าง ๆ หลายประการ เช่น มาตรการทางการเงินและการคลัง การปกป้องคุ้มครองอุตสาหกรรมที่เข้ามาลงทุน การให้การอุดหนุนในลักษณะต่าง ๆ การส่งเสริมการส่งออก ฯลฯ

จากปัจจัยที่เอื้ออำนวยต่าง ๆ ข้างต้น ได้ส่งผลให้สมาชิกกลุ่มอาเซียน กลายเป็นศูนย์กลางสำคัญในการรองรับการย้ายฐานการผลิตของญี่ปุ่น (ตามด้วยประเทศอื่น ๆ ที่เผชิญกับปัญหาค่าเงินแข็งขึ้นเช่นกัน) ภายหลังการประชุม “พลาซ่าแอ็กคอร์ด” ในปลายปี 1985

พลวัตทางเศรษฐกิจอันมีมูลเหตุสำคัญมาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินตราสกุลหลัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งระหว่างดอลลาร์สหรัฐกับเยนญี่ปุ่น ไม่เพียงกระตุ้นให้เกิดการย้ายฐานการผลิต (Relocation) จากประเทศที่มีค่าเงินแข็ง เช่น ญี่ปุ่น และประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชีย ฯลฯ เข้าสู่ประเทศสมาชิกอาเซียน จนส่งผลให้เกิดการขยายตัวของการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศซึ่งอยู่ในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) เท่านั้น หากแต่ยังกระตุ้นให้ภาคการเงิน (Financial Sector) มีความเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างมากด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขยายตัวของตลาดเงิน (Money Market) และตลาดทุน (Capital Market) ไม่เพียงเท่านั้น สภาพคล่องทางการเงินที่เอื้ออำนวยให้เกิดขึ้นโดยการขยายตัวของภาคการเงินดังกล่าว ยังกระตุ้นให้เกิดและการขยายตัวของเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ (Bubble Economy) อันพิจารณาได้จากการขยายตัวที่เกินจริงมูลค่าสินทรัพย์ต่าง ๆ (Inflated Assets Prices) ตัวอย่าง เช่น อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) และหลักทรัพย์ (Stocks) ต่าง ๆ อันเป็นผลมาจากการลงทุนเพื่อการเก็งกำไร (Speculation) ไม่เพียงเท่านั้น ความเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอื่น ๆ ซึ่งไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงของปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Factors) อย่างเกิดขึ้นตามอย่างต่อเนื่อง เช่น การบริโภคเกินตัว (Over Consumption) การลงทุนเกินตัว (Over Investment) ในภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นภาคการผลิต ภาคบริการ ฯลฯ

การบริหารเศรษฐกิจแบบฟองสบู่จะไร้ประสิทธิภาพยิ่งขึ้น เมื่อมาตรการและกลไกทั้งทางการเงินและการคลังที่ดำเนินการอยู่ไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ

มีข้อที่น่าสังเกตว่า มาตรการทั้งทางการเงินและการคลังในช่วงเศรษฐกิจแบบฟองสบู่เฟื่องฟูในช่วงหลังการประชุมพลาซ่าแอ็กคอร์ดเป็นต้นมา ไม่เพียงแต่ไม่สามารถควบคุมเศรษฐกิจแบบฟองสบู่เท่านั้น หากแต่ยังมีส่วนส่งเสริมให้เกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจในลักษณะดังกล่าว จนแม้ว่าเวลาต่อมา สัญญาณของความไม่เสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้ปรากฏภาพชัดขึ้น แต่มาตรการทั้งทางการเงินและการคลังที่มีการใช้อยู่ ก็ไม่สามารถบริหารเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ได้อย่างมีประสิทธิภาพได้ เมื่อผนวกเข้ากับปัญหาความผันผวนของเศรษฐกิจโลกทั้งภาคการเงินและการค้าการลงทุนระหว่างประเทศ ซึ่งปรากฏความเด่นชัดขึ้นในช่วงกลางทศวรรษที่ 1990 ตัวอย่างเช่น ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างดอลลาร์สหรัฐกับเยน ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ในกลุ่มอาเซียนทั้งภาคการเงิน และภาคการผลิตที่แท้จริงอย่างรุนแรง จนในที่สุดก็นำไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของทศวรรษที่ 1990 โดยที่วิกฤตการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบแบบลูกโซ่ (Contagion Effect) กระจายออกไปสู่ภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกอย่างกว้างขวาง

**“วิกฤตการณ์การเงิน : บทเรียนจากสากล”**

## สรุป

โลกในทศวรรษ 1930 ประสบกับปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำที่สุดคราวหนึ่ง แม้  
ว่าอัตราเงินเฟ้อมีระดับที่ต่ำ ตราสารหนี้ระยะสั้นที่รัฐบาลสหรัฐฯ อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยไม่  
ถึง 1 % อัตราดอกเบี้ยโดยทั่วไปก็ไม่สูง ธุรกิจก็ยังคงล้มละลาย มีคนว่างงานที่อเมริกาในปี 1932  
ถึง 25 % - 30 % ของกำลังแรงงาน กำลังการผลิตในปี 1929 ถูกใช้เพียง 54 % ราคาหุ้นตกต่ำตั้ง  
แต่ปี 1929 นักลงทุนเคยค้าขายหุ้นปีละ 2,000 ล้านดอลลาร์ที่สหรัฐฯ ในช่วงปลายทศวรรษ 1920  
กลับลดจำนวนลงเหลือเพียงปีละ 300 - 800 ล้านดอลลาร์ตลอดทศวรรษ 1930

เมื่อรัฐบาลตั้งรัฐบาลเมื่อปลายปี 1932 และใช้จ่ายเงินกระตุ้นเศรษฐกิจตาม  
นโยบาย New Deal เศรษฐกิจก็ขยายตัวดีขึ้น แต่คนยังว่างงานถึง 15 % ในปี 1939 เมื่อสงคราม  
โลกครั้งที่สองเกิดขึ้น อุตสาหกรรมผลิตอาวุธกลับช่วยให้คนมีงานทำกันมาก แรงเศรษฐกิจให้ขยาย  
ตัว ในขณะที่ยุโรปกำลังเกิดสงคราม เงินเฟ้อที่อเมริกาในทศวรรษ 1940 มีอัตราที่ไม่สูงนัก ตลาด  
พันธบัตรของรัฐบาลสหรัฐฯเติบโตใหญ่ขึ้น เพราะรัฐต้องการใช้เงินจำนวนมหาศาล ส่วนตลาดหุ้นและ  
ตราสารหนี้ของเอกชนเพิ่งจะฟื้นตัวเมื่อสงครามสิ้นสุดในปี 1945 เพราะเป็นเวลาที่ธุรกิจเอกชนจะ  
ขยายตัวหลังจากนี้

ยุโรปตะวันตกก้าวเข้าสู่ยุคแห่งการฟื้นตัวจากสงครามในทศวรรษ 1950 สร้าง  
โรงงานและบูรณะสิ่งก่อสร้างต่างๆ โดยได้รับความสนับสนุนจากสหรัฐฯ ทางด้านเงินทุน ระบบ  
เศรษฐกิจโดยทั่วไปแล้วมีเสถียรภาพดีเป็นเวลานานนับสิบปี เงินเฟ้อและดอกเบี้ยมีระดับที่ต่ำ  
ที่อเมริกานั้นดอกเบี้ยเงินกู้ที่คิดกับลูกค้าขั้นดี (Prime Rate) มีอัตราสูงสุดเพียง 5 % ตลาดหุ้นให้  
อัตราผลตอบแทนสูงถึง 19 % โดยเฉลี่ย ทำให้พวกกองทุนประเภทต่างๆ รุ่งเรืองขึ้นมา ตลาดตรา  
สารหนี้ของเอกชนก็เฟื่องฟู มีปริมาณค้าขายเพิ่มขึ้นจากปีละ 300 - 600 ล้านดอลลาร์ในต้นทศวรรษ  
1940 เป็นปีละ 7,000-9,000 ล้านดอลลาร์

ทศวรรษ 1960 หลังจากนั้นยังเป็นยุคแห่งความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ  
อย่างต่อเนื่องของอเมริกาและยุโรป อัตราความเจริญทางเศรษฐกิจไม่เคยต่ำกว่า 2 % ตลาดตรา  
สารหนี้เติบโตขึ้นตามธุรกิจที่เติบโต ยอดค้าขายตราสารหนี้สูงขึ้นถึง 13,720 ล้านดอลลาร์ในปี  
1965

ตั้งแต่ปี 1965 ถึง 1970 แหล่งเงินเพื่อเริ่มซื้อขายในโลกอุตสาหกรรม เป็น  
ผลจากความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจหลายปีติดต่อกัน ที่อเมริกานั้นการใช้จ่ายเงินในสงคราม  
เวียดนามโดยหลีกเลี่ยงที่จะขึ้นภาษี ทำให้รัฐบาลขาดดุลการคลังมากขึ้น และมีส่วนทำให้อัตราเงิน  
เฟ้อเพิ่มขึ้นจาก 1.7 % ในปี 1965 เป็น 5.4 % และ 5.9 % ในปี 1969 และ 1970 ตามลำดับ

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่คิดกับลูกค้าชั้นดี (Prime Rate) จึงมีอัตราที่สูงขึ้นจาก 4.5 % ในปี 1964 เป็น 7.9 % ในปี 1970

แต่เมื่อประวัติศาสตร์เศรษฐกิจก็เริ่มต้นบทใหม่ ซาโตโอเปคทราบดีถึงอำนาจน้ำมัน จึงขึ้นราคาจาก 1.3 เหรียญสหรัฐต่อบาเรลในปี 1970 เป็น 1.7 เหรียญ และ 1.9 เหรียญต่อบาเรลในปี 1971 และ 1972 ตามลำดับ หลังจากที่ยื่นราคาที่ 1.3 เหรียญมาเกือบสิบปี มีหน้าซ้ำพอเกิดสงครามอาหรับอิสราเอล ในปี 1973 ก็ขึ้นราคาอีกเป็น 2.7 เหรียญและ 11.2 เหรียญในปี 1973 และ 1974 ตามลำดับ กระตุ้นให้เกิดเศรษฐกิจตกต่ำที่ควบคู่ไปกับภาวะเงินเฟ้อทั่วโลก เมื่อเกิดปฏิวัติอิหร่านและสงครามอิหร่านอิรัก ราวปี 1979-80 น้ำมันยังมีราคาแพงขึ้นจนถึง 34.4 เหรียญต่อบาเรล ในปี 1981 หลังจากนั้นจึงค่อยๆ อ่อนดิ่งลงตั้งแต่ปี 1982 ตามภาวะเศรษฐกิจโลกที่อ่อนตัวและการเพิ่มผลผลิตของประเทศที่มีใช้โอเปค ราคาน้ำมันตกลงมากในปี 1986 เมื่อซาอุดีอาระเบียเพิ่มผลผลิตถึง 50 % เพื่อหารายได้เพิ่ม ราคาน้ำมันในตลาดเสรีจึงตกลงจาก 27 เหรียญต่อบาเรลในปี 1985 เป็น 13.8 เหรียญต่อบาเรลในปี 1986 ซึ่งย่อมจะเป็นผลดีต่อการผลิตของโลกในเวลาต่อมาโดยไม่ต้องสงสัย

ปัญหาเรื่องเสถียรภาพและความชะงักงันทางเศรษฐกิจดังกล่าว ส่งผลต่อสถาบันการเงินในภูมิภาคต่างๆ อย่างเลี่ยงไม่ได้

ย้อนกลับไปทศวรรษ 1970 อังกฤษมีอัตราดอกเบี้ยทางเศรษฐกิจต่อเนื่องกันมาหลายปี ช้างบ้างเหี่ยวบ้าง ธนาคารได้ขยายสินเชื่ออย่างรวดเร็ว โดยให้กู้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จนถึงปลายปี 1972 รัฐบาลซึ่งไม่ต้องการที่จะให้เกิดเงินเฟ้อ จึงใช้นโยบายเงินตึง และขึ้นดอกเบี้ย แม้กระนั้นน้ำมันที่แพงขึ้นเป็นระลอกๆ ก็ผลักดันอัตราเงินเฟ้อให้สูงขึ้นไปอีกในปี 1973 พอถึงปี 1974 เศรษฐกิจก็หดตัวดังเพื่อนบ้านบนแผ่นดินใหญ่ยุโรป ในขณะที่เงินเฟ้อและดอกเบี้ยยังมีอัตราที่สูงขึ้น สถาบันการเงินขนาดเล็กที่ให้กู้แก่ธุรกิจที่มีความเสี่ยง มีต้นทุนเงินสูงขึ้นมา ในขณะที่ดินหลักประกันเงินกู้กลับเสื่อมค่า เพราะดอกเบี้ยกำลังมีอัตราที่สูง ไม่สนับสนุนให้คนลงทุนซื้อที่ดิน ธุรกิจเอกชนที่กู้เงินจำนวนมากมีรายได้น้อยลงเนื่องจากธุรกิจถดถอย มีสถานะตกต่ำลง ประชาชนจึงตกใจ ถอนเงินไปฝากกับธนาคารที่มั่นคงกว่า ธนาคารขนาดใหญ่ต้องจับมือกัน ช่วยเหลือสถาบันการเงินขนาดเล็กในเรื่องสภาพคล่อง จนกระทั่งปี 1975 เหตุการณ์จึงดีขึ้น แต่สถาบันที่อ่อนแอต้องปิดตัว หรือรวมตัวกับสถาบันอื่น ส่วนที่ถูกโอนเป็นของรัฐ (Nationalization) ก็มี

หลังจากนี้ไม่นานราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงในปี 1982 ก็ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของเม็กซิโกซึ่งผลิตน้ำมันขายมีปัญหา เงินเปโซจึงเสื่อมค่าลง ลูกหนี้ที่กู้เงินจากต่างประเทศจึงมีหนี้เพิ่มขึ้นตามค่าเงินที่ตกต่ำ รัฐจึงต้องประกาศพักชำระหนี้ ทำให้วิกฤตินี้ระบาดทั่วลาตินอเมริกา เมื่อเจ้าหนี้หยุดให้กู้ และดอกเบี้ยย่อมจะมีอัตราที่สูงขึ้นในขณะที่เศรษฐกิจกลับหดตัวดังภูมิภาคอื่น ธนาคารจึงประสบกับปัญหาด้านหน้า ไม่ว่าจะเป็นที่เม็กซิโก ชิลีและอาเจนตินา

ก่อนนั้นธนาคารจำนวนมากเคยขยายสินเชื่ออย่างรวดเร็ว โดยให้กู้แก่สังหาริมทรัพย์ หรือโครงการที่มีความเสี่ยง ส่วนธุรกิจเอกชนต่างนิยมกู้เงินจากต่างประเทศ ไม่คิดว่าค่าเงินจะผันผวน เพราะรัฐบาลตรึงอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศไว้ เมื่อค่าเงินตกลง ก็ไม่สามารถขอใช้หนี้ ทำให้ธนาคารที่อ่อนแอล้มละลาย

กรณีเช่นนี้เกิดขึ้นอีกที่สวีเดนในต้นทศวรรษ 1990 ซึ่งตรึงค่าเงินไว้ แล้วกู้เงินจากต่างประเทศ พอเศรษฐกิจถดถอย และค่าเงินตกลง ธนาคารก็ล้มละลาย

ย้อนกลับไปทศวรรษ 1980 อีกครั้งหนึ่ง น้ำมันแพงในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ทำให้อเมริกามีเงินเฟ้อที่เหมือนกับที่อื่นๆ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากจึงสูงขึ้น สถาบันการเงินขนาดเล็กที่เรียกว่า Thrift ซึ่งคิดดอกเบี้ยเงินกู้ในอัตราที่คงที่มาแต่เดิม ไม่อาจขึ้นดอกเบี้ยเงินกู้ให้สูงขึ้นได้ จึงมีรายได้ต่ำกว่าต้นทุนเงินและล้มละลาย ในระยะเวลาใกล้เคียงกันนี้การขึ้นราคาน้ำมันทำให้ที่ดินในสหรัฐแถบตะวันตกเฉียงใต้ ที่ผลิตน้ำมันมีราคาแพงขึ้นมาก ธนาคารเองก็ให้สินเชื่อสนับสนุนการซื้อที่ดินด้วย พอถึงปี 1986 เมื่อซาอุดีอาระเบียเพิ่มผลผลิตและน้ำมันราคาก็ตกลง ธนาคารและนักลงทุนที่ซื้อที่ดินล้วนได้รับความเสียหาย เรื่องคล้าย ๆ กันได้เกิดขึ้นที่รัฐในเขตตะวันตกกลาง ก่อนนี้ไม่นาน เนื่องจากราคาสินค้าเกษตรที่ตกลง ทำให้ผู้ที่ซื้อที่ดินขาดทุนและธนาคารมีหนี้ไม่ก่อรายได้และล้มละลาย

การล้มละลายของธนาคารยังยืดเยื้ออยู่ในสหรัฐอเมริกาจนถึงต้นทศวรรษ 1990 เมื่อสถานการณ์ที่กล่าวถึงข้างต้นบรรเทาลง ปัญหากลับประทุขึ้นอีกในรัฐแถบตะวันออกเฉียงเหนือ และแคลิฟอร์เนีย ทำให้ธนาคารดำเนินงานล้มเหลวเป็นจำนวนมาก หลังจากที่ได้ให้สินเชื่อสนับสนุนการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงเวลาที่อุตสาหกรรมทหารฟู่เฟื่อง คนมีรายได้ดี และที่ดินมีราคาแพง แต่เมื่อสงครามเย็นสงบ รัฐบาลก็ตัดงบประมาณป้องกันประเทศ ทำให้คนว่างงาน และธนาคารได้รับความเสียหาย

วิกฤติที่เกิดขึ้นมักจะเกี่ยวข้องกับโครงการ ที่มีความเสี่ยงสูงเช่นอสังหาริมทรัพย์ หรือที่ขยายการผลิตจนมีอุปทานมากกว่าอุปสงค์ การขยายสินเชื่ออย่างรวดเร็ว มักจะทำให้ธนาคารไม่ได้พิจารณาสินเชื่อโดยรอบคอบ ในบางกรณีปัญหาเกิดจากพฤติกรรมมิชอบของผู้มีอำนาจอนุมัติสินเชื่อเอง ซึ่งเกิดขึ้นแม้กระทั่งที่สหรัฐอเมริกา ดังนั้นเมื่อเกิดภาวะผันผวน เศรษฐกิจถดถอย หรือดอกเบี้ยมีอัตราที่สูงขึ้น หนี้ที่ไม่ก่อรายได้ก็เพิ่มพูนขึ้น และธนาคารล้มละลาย

ปัญหามักซับซ้อนขึ้นในกรณีที่มีการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ เพราะว่าการที่อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศในหลายประเทศไม่อ่อนตัวลงตามพื้นฐานที่ควรจะเป็น เช่น สวีเดน อาเจนตินา และชิลี กลับทำให้มีการนำเข้าสินค้า และกู้เงินเข้าประเทศเป็นจำนวนที่



มากเกินไป ดังนั้นเมื่อสถานการณ์ทางเศรษฐกิจทรุดตัวลง เงินทุนก็ไหลออก มีการลดค่าเงิน และอัตราดอกเบี้ยมีระดับที่สูง ซึ่งตามมาด้วยวิกฤติการเงิน

กล่าวได้ว่า ส่วนใหญ่แล้วปัญหาเศรษฐกิจมหภาคมิใช่ปัจจัยเดียว ที่ทำให้อาคารล้มละลาย แท้จริงฝ่ายจัดการของธนาคารที่จะล้มละลายมักบริหารงานผิดพลาด หรือให้กู้เงินแก่โครงการที่มีความเสี่ยงอยู่แล้ว เมื่อระบบเศรษฐกิจตกอยู่ในภาวะที่เสื่อมถอยลง ผิดไปจากที่เคยคาดไว้ ก็มีหนี้ที่ไม่ก่อรายได้และล้มละลาย ข้อมูลจากสหรัฐชี้ชัดว่า ธนาคารดังกล่าวส่วนมากขยายสินเชื่ออย่างรวดเร็ว ฟังพานี้สินมาก มีเงินกองทุนในระดับที่ต่ำ และให้สินเชื่อแก่อสังหาริมทรัพย์หรือโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเป็นจำนวนมาก โดยเล็งผลเลิศว่าภาวะเศรษฐกิจจะรุ่งเรืองโดยยั่งยืน จริยอยู่การทำธุรกิจต้องแบกรับความเสี่ยงไม่มากนักน้อย แต่ถ้าทำธุรกิจที่เสี่ยงเกินควร หรือไม่จัดการกับความเสี่ยงให้ดี ก็ย่อมจะได้รับความเสียหาย

แม้แต่การที่ Thrift ล้มละลายในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ก็เข้าข่ายที่ว่ามา จุดอ่อนสำคัญนั้นอยู่ที่การบริหารทรัพย์สินและหนี้สินที่อัตราดอกเบี้ยมีธรรมชาติแตกต่างกัน กล่าวคือ ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมนั้นคงที่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากกลับถูกปล่อยให้ลอยตัว จึงขาดทุนกันเป็นจำนวนมาก เมื่อดอกเบี้ยเงินฝากมีอัตราที่สูงขึ้น ตำราทางการเงินจึงเตือนนักศึกษาอยู่เสมอ ให้บริหารความเสี่ยงในเรื่องต้นทุนเงินกับรายได้จากดอกเบี้ยรับ ว่าอย่างน้อยทั้งคู่จะต้องวิ่งขึ้นลงไปด้วยกันเมื่ออัตราดอกเบี้ยผันผวน มิเช่นนั้นจะได้รับความเสียหาย

เรื่องเหล่านี้ย่อมเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงของสถาบัน ที่มีหน้าที่ตรวจสอบและกำกับสถาบันการเงินด้วย The Federal Deposit Insurance Corporation ที่ทำหน้าที่นี้ที่สหรัฐฯ สารภาพว่า สาเหตุหนึ่งที่ธนาคารล้มเหลวจำนวนมาก ก็เพราะการตรวจสอบยังบกพร่อง ไม่ได้วิเคราะห์ถึงแนวโน้มของสถานการณ์ทางเศรษฐกิจเท่าที่ควร และคำนึงถึงความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจการเงินน้อยเกินไป ส่วนที่ประเทศอื่นๆ นั้น นักสังเกตการณ์จำนวนมิใช่น้อยก็มองเห็นถึงปัญหาดังกล่าวในลักษณะที่คล้ายกัน

ทีนี้จะมาดูเรื่องการปรับตัวของรัฐและสถาบันที่ตรวจสอบและกำกับสถาบันการเงินภายหลังที่เกิดวิกฤติบ้าง

รัฐบาลทุกประเทศถือว่าเป็นหน้าที่ของตัว ที่จะต้องจัดการปัญหาเมื่อสถาบันการเงินล้มละลาย เพราะระบบธนาคารก็คือเส้นเลือดใหญ่หล่อเลี้ยงการผลิต แต่วิธีแก้ไขปัญหาก็แตกต่างกัน ขึ้นกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง ทั้งได้รับความสำเร็จและล้มเหลวในระดับที่แตกต่างกัน

ทุกประเทศให้ความช่วยเหลือแก่ธนาคารที่กำลังมีปัญหาในเรื่องสภาพคล่อง หรือสนับสนุนให้ได้เพิ่มเงินกองทุน เพื่อให้มีความความแข็งแกร่งมากขึ้น ในขณะที่บางประเทศเช่นสวีเดนยังคงยืนยันที่จะคงรักษาระดับมาตรฐานทางบัญชีไว้ดังเดิม หลายประเทศตัดสินใจลด

หย่อนข้อกำหนดในเรื่องบัญชีและการตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญลง เพื่อให้ธนาคารประกอบธุรกิจต่อไปได้ โดยหวังว่าเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว สินเชื่อที่ไม่ก่อรายได้ก็จะลดระดับลง ซึ่งในบางกรณีการลดหย่อนกลับสร้างปัญหา ทำให้ธนาคารยิ่งอ่อนแอยิ่งขึ้น บางประเทศจึงกลับมาเข้มงวดในเรื่องข้อกำหนดอีกครั้งเมื่อเวลาเหมาะสม

รัฐบาลสวีเดน ชิลี และเม็กซิโก โอนธนาคารที่อ่อนแอเป็นของรัฐ โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะขายคืนเอกชนเมื่อถึงเวลาที่เหมาะสม เมื่อมีมติเตอร์องค์นำพาพรรคสังคมนิยม ได้ชัยชนะที่ฝรั่งเศส เมื่อต้นทศวรรษ 1980 ก็เคยซื้อธนาคารขนาดใหญ่เป็นของรัฐ โดยให้เอกชนทำธนาคารได้แต่ธนาคารขนาดเล็ก ด้วยเหตุผลทางอุดมการณ์มากกว่าเรื่องของเศรษฐกิจอย่างแท้จริง ก็ทำได้ไม่นาน ต้องขายคืนเอกชน ที่ทำธุรกิจได้ดีกว่ารัฐ ประเทศต่างๆส่วนมากทราบหรือเคยสัมผัสกับประสบการณ์เช่นนั้น และไม่ยากที่จะให้เกิดขึ้นอีก

มีความพยายามที่จะให้เอกชนซื้อธนาคารอ่อนแอ ทำให้มีการจัดตั้ง Bridge Bank ขึ้นบริหารธนาคารล้มเหลว ที่อเมริกาในต้นทศวรรษ 1990 เพื่อรอให้เอกชนมาซื้อในเวลาที่เหมาะสม สาเหตุที่ไม่รับขายเพราะเห็นว่าจะทำให้เสียราคา

ที่สวีเดนมีการแยกทรัพย์สินที่เสียหายออกไปจากธนาคาร ก่อนที่จะทำการขายต่อไป ทำให้เกิดสิ่งที่เรียกว่า Good Bank และ Bad Bank โดยเห็นว่าเป็นการช่วยให้ผู้บริหารธนาคารมีเวลาที่จะมองหาช่องทางหรือโอกาสที่เหมาะสมในการทำธุรกิจใหม่ๆ โดยไม่ต้องเสียเวลากังวลกับหนี้เสีย ปล่อยให้ผู้ชำนาญการในเรื่องนี้ทำการแทน

แท้จริงรัฐบาลชิลีก็ซื้อทรัพย์สินเสียหายจากธนาคาร แต่วัตถุประสงค์เด่นชัดก็คือ ต้องการช่วยยึดลมหายใจของธนาคารไว้ จะได้ไม่ต้องรีบเพิ่มเงินกองทุนให้มีจำนวนที่สูงขึ้นตามทรัพย์สินที่เสียหาย จึงซื้อทรัพย์สินดังกล่าวมา โดยมีข้อแม้ว่าธนาคารต้องซื้อทรัพย์สินคืนในภายหลัง เมื่อธนาคารมีกำลังวังชามากขึ้น

การบริหารเศรษฐกิจมหภาคก็มีส่วนกำหนดความสำเร็จและล้มเหลวในการแก้ไขปัญหาวิกฤติการเงิน ซึ่งตัวอย่างของอาร์เจนตินาก็คือความปั่นป่วนและเงินเฟ้อในระดับที่รุนแรงที่เกิดจากการใช้เงินเกินตัวของรัฐบาล และการขยายฐานเงินมากเกินไป

สิ่งที่น่าจะตกเตียงกันเป็นอย่างยิ่ง ก็คือปัญหาที่ว่าถ้าประเทศดังกล่าวไม่เปลี่ยนนโยบายในภายหลัง ด้วยการปรับปรุงฐานะการคลังของรัฐบาล และมีการตั้ง Currency Board ซึ่งตรึงปริมาณเงินเปโซไว้ไม่ให้มีจำนวนเกินเงินสำรองระหว่างประเทศ จะฟื้นตัวขึ้นได้มากน้อยเพียงใดในต้นทศวรรษ 1990 เมื่อมีเงินทุนจากต่างประเทศหลั่งไหลเข้าไปลงทุนในตลาดอเมริกา เมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศที่ร่ำรวยมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ

ส่วนตัวอย่างของชิลีก็คือ การที่รัฐบาลพยายามที่จะไม่ให้จ่ายสุ่ยสุ่ย โดยมิ

นโยบายการเงินและการคลังที่ระแวดระวัง ว่ากันว่าทำให้ประเทศนี้ฟื้นตัวได้ก่อนเพื่อนบ้านส่วนมาก สิ่งที่น่าสงสัยก็คือ ถ้าทองแดงที่เป็นสินค้าออกที่สำคัญของประเทศนี้ไม่ขึ้นราคาในปลายทศวรรษ 1980 ชิลีจะฟื้นตัวได้เร็วเพียงใดและเมื่อใด ที่จริงข้อสงสัยเช่นนี้ก็ไม่ใช่เป็นธรรมดา ถึงอย่างไรก็ตามสภาพที่ชิลีดีกว่าที่อาเจนตินามาก อย่างน้อยก็ไม่มีเงินเฟ้อรุนแรงนับพันเปอร์เซ็นต์ดังที่อีกประเทศหนึ่งมี และความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของชิลีภายหลังปี 1983 ก็มีลักษณะสม่ำเสมอติดต่อกันทุกปี มีชีพันผวนขึ้นๆลงๆ ดังประเทศอื่นๆหลายประเทศในภูมิภาคเดียวกัน

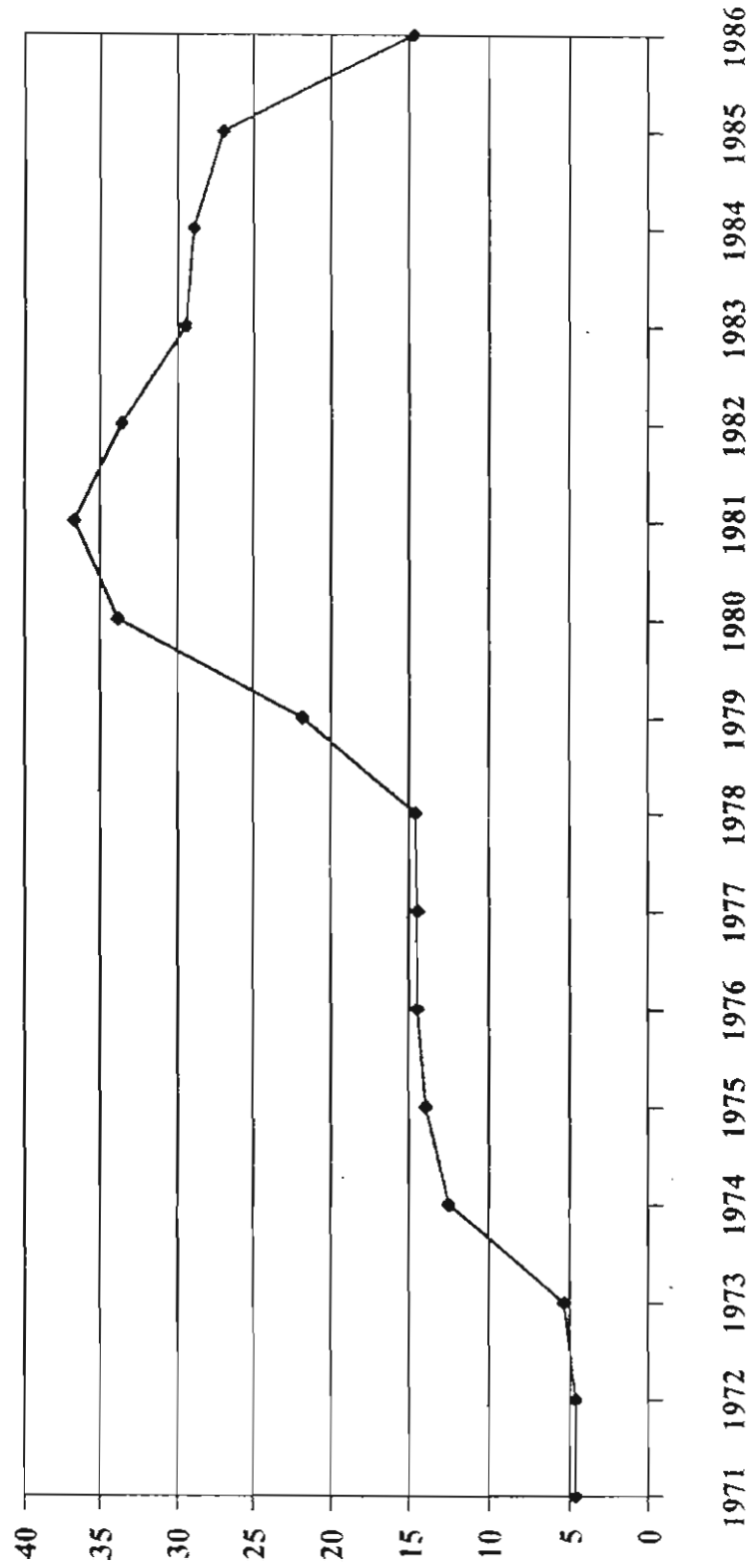
ดูเหมือนว่าเมื่อถึงที่สุดแล้วธนาคารส่วนมากก็แข็งแรงขึ้นอีก เมื่อเศรษฐกิจมหภาคมีปัญหาน้อยลงและฟื้นตัวขึ้นราวต้นทศวรรษ 1990 เมื่อชิลียายทองแดงได้ราคาดีตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1980 สหรัฐและสวีเดนฟื้นตัวขึ้นในเวลาใกล้เคียงกันก่อนหน้าปี 1995 ภายหลังจากที่น้ำมันมีแนวโน้มที่จะลดราคา ซึ่งไม่เพียงจะหนุนช่วยการผลิต แต่ยังทำให้เงินเฟ้ออ่อนตัวและสภาพคล่องมีสภาพดีขึ้น ไม่มีการถดถอยทางเศรษฐกิจถึงขั้นติดลบในประเทศร่ำรวยดังแต่ก่อน ประเทศต่างๆจึงได้รับผลดีจากภาวะเศรษฐกิจภายนอกประเทศที่กำลังเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้น

ทั้งนี้ไม่น่าแปลกใจนักที่สวีเดนจะฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ภายในเวลาเพียงสองสามปี จริงอยู่ความเสียหายของสถาบันการเงินที่นั่นมีระดับที่ไม่สูงนัก สินเชื่อที่ไม่ก่อรายได้มีสัดส่วนเพียงประมาณ 15 % ของ GDP และต้นทุนที่รัฐใช้ในการช่วยเหลือสถาบันการเงินมีก็จำนวนเพียงประมาณ 4 % ของ GDP แต่การที่เศรษฐกิจของสวีเดนฟื้นตัวในขณะที่ประเทศอื่นส่วนมากฟื้นตัว ก็น่าจะมีส่วนที่เกี่ยวข้องกัน

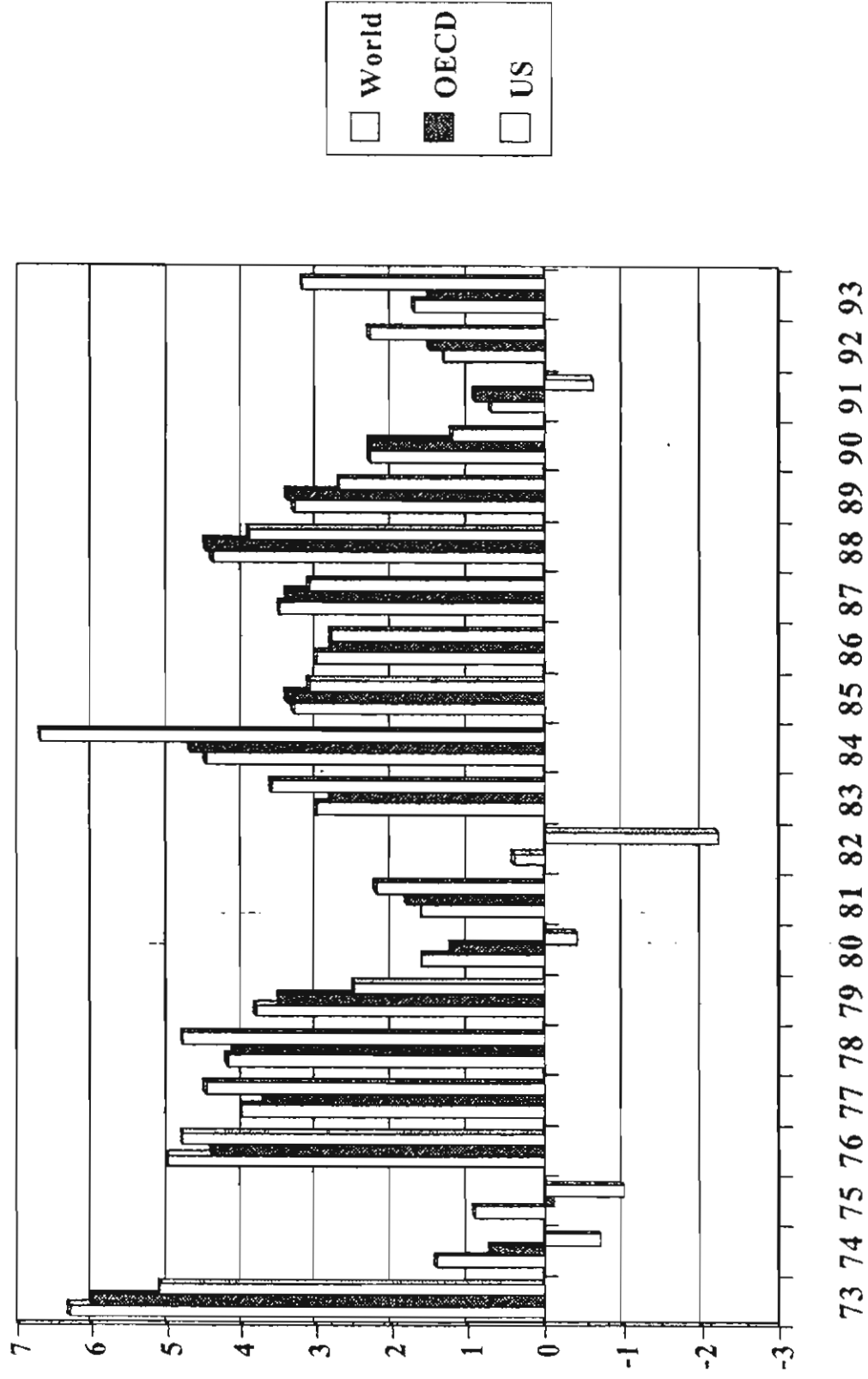
ส่วนกรณีวิกฤติที่เม็กซิโกในปี 1994-1995 ก็เช่นกัน เศรษฐกิจอเมริกาที่ฟื้นตัวย่อมจะช่วยเหลือเม็กซิโกได้มาก เพราะเป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของเม็กซิโก

# OIL PRICE IN U.S.A.

(\$/Barrel)

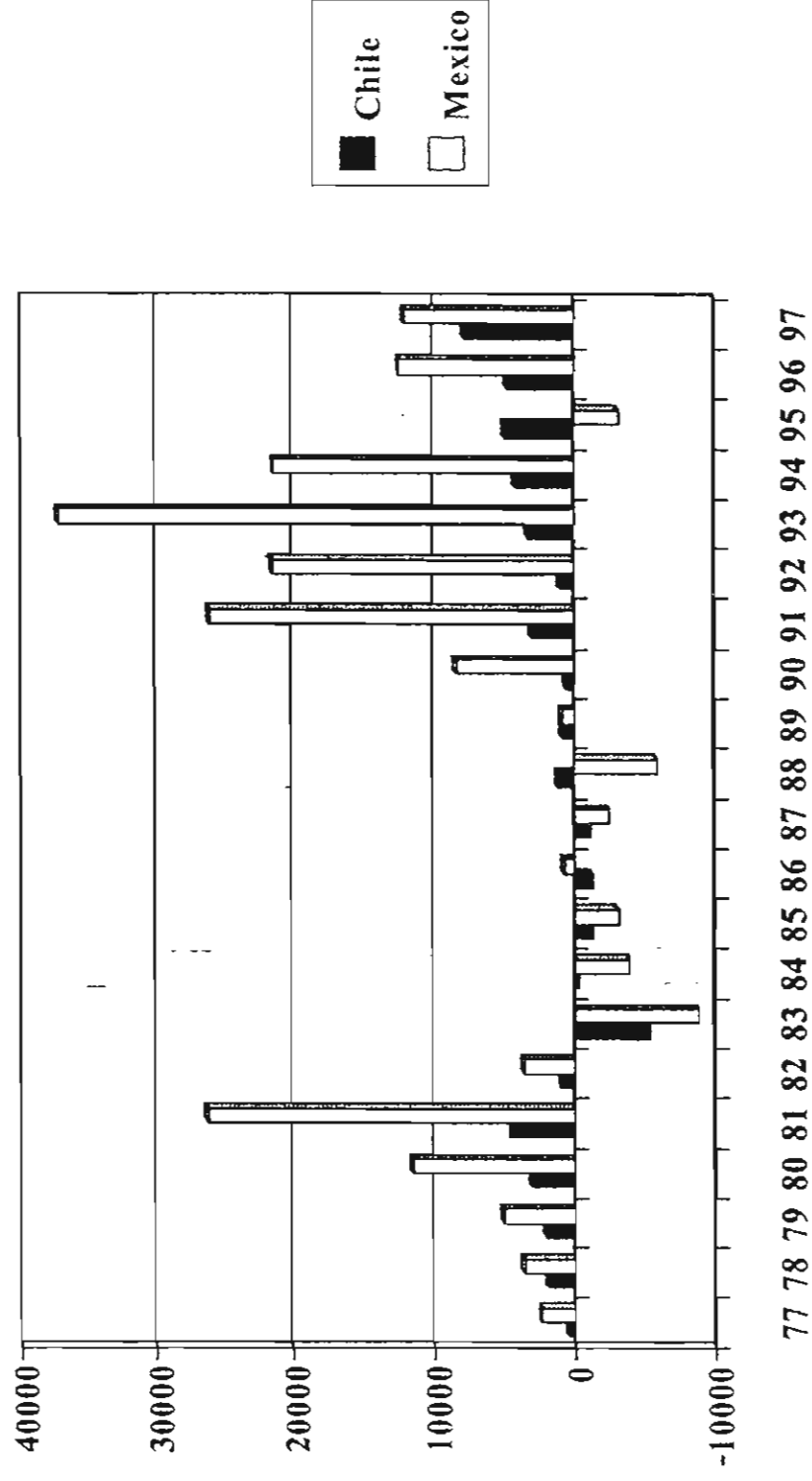


# ECONOMIC GROWTH (%)



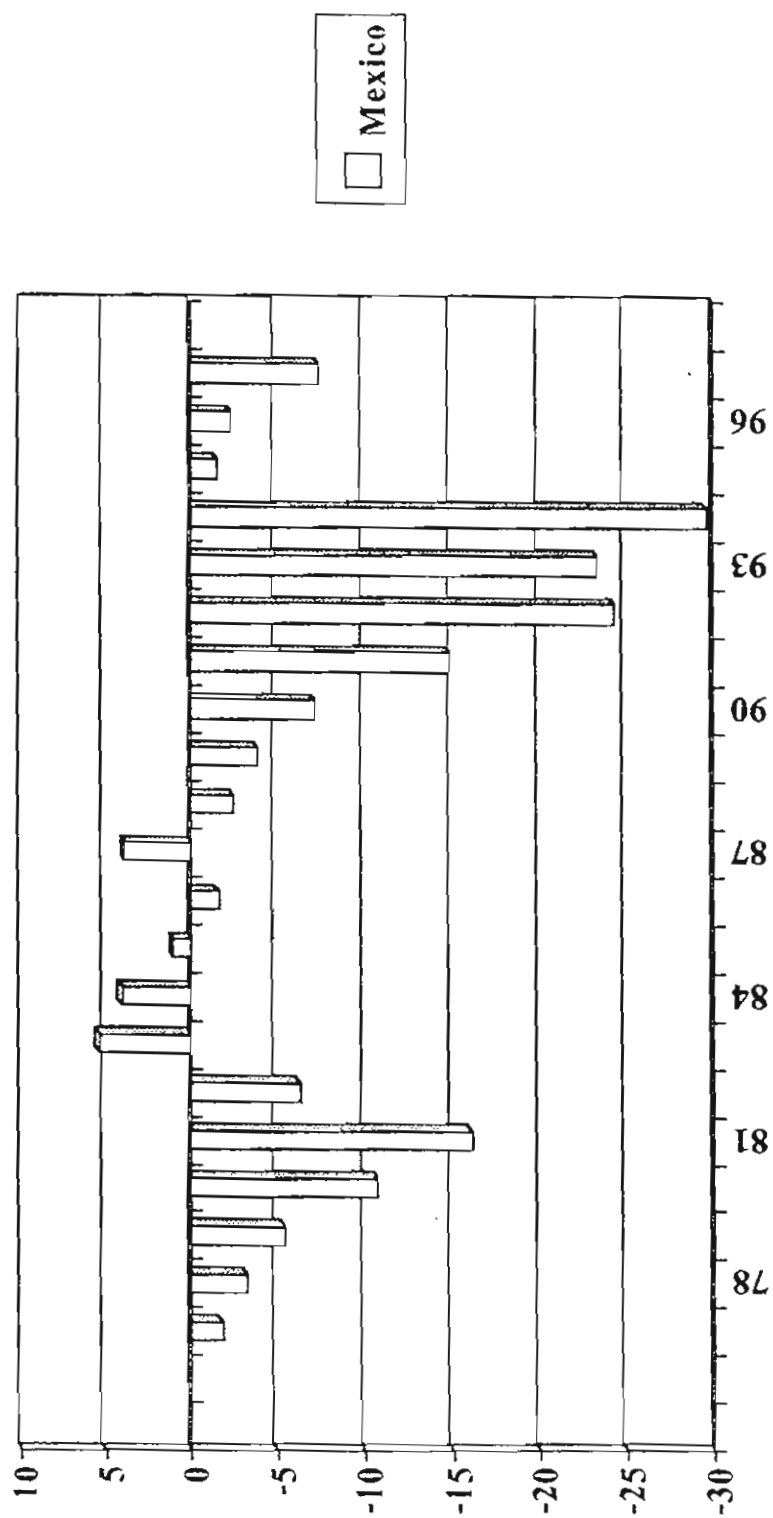
# NET CAPITAL INFLOW

(Million \$)



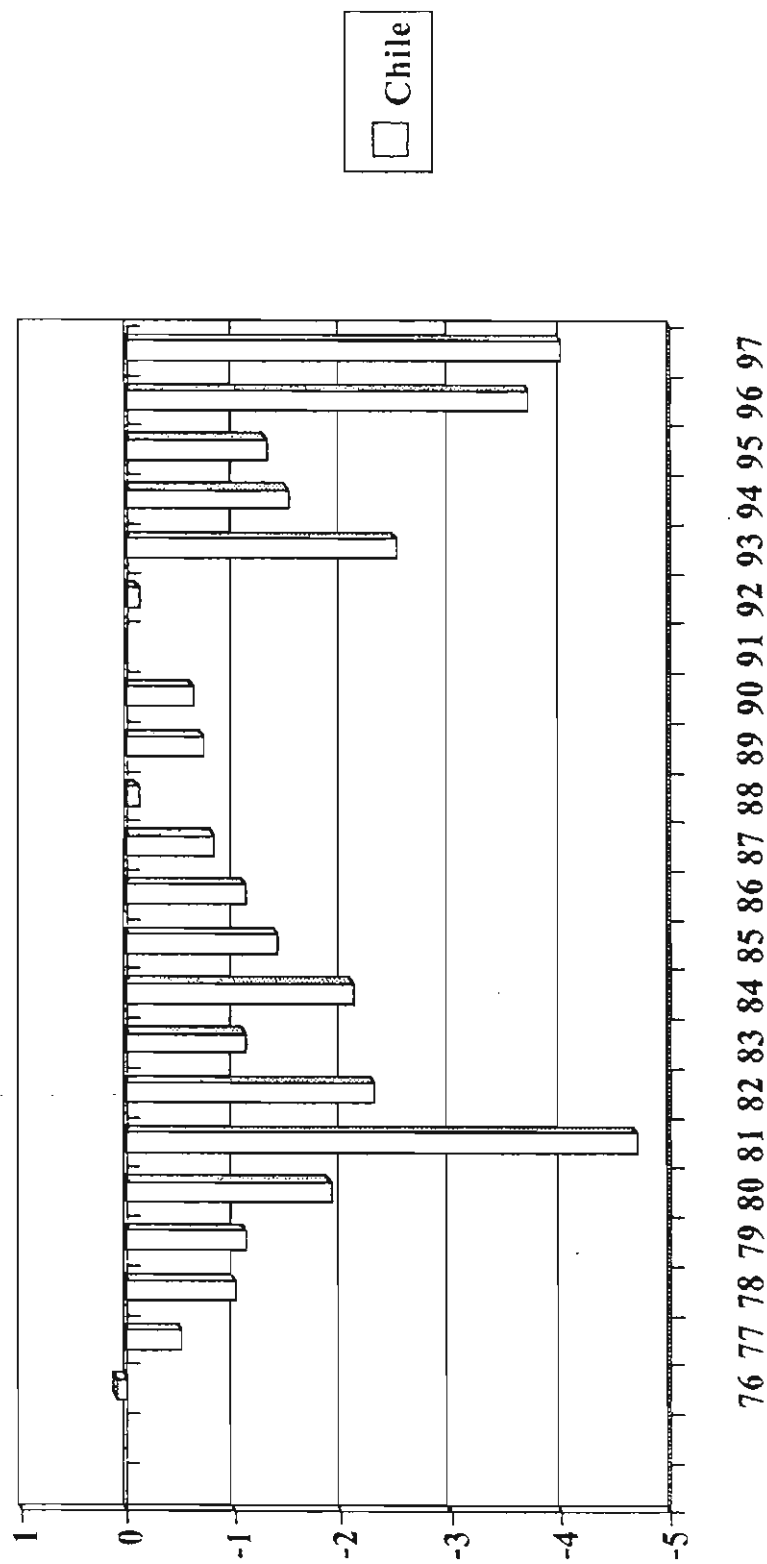
# CURRENT ACCOUNT

(Billion \$)



# CURRENT ACCOUNT

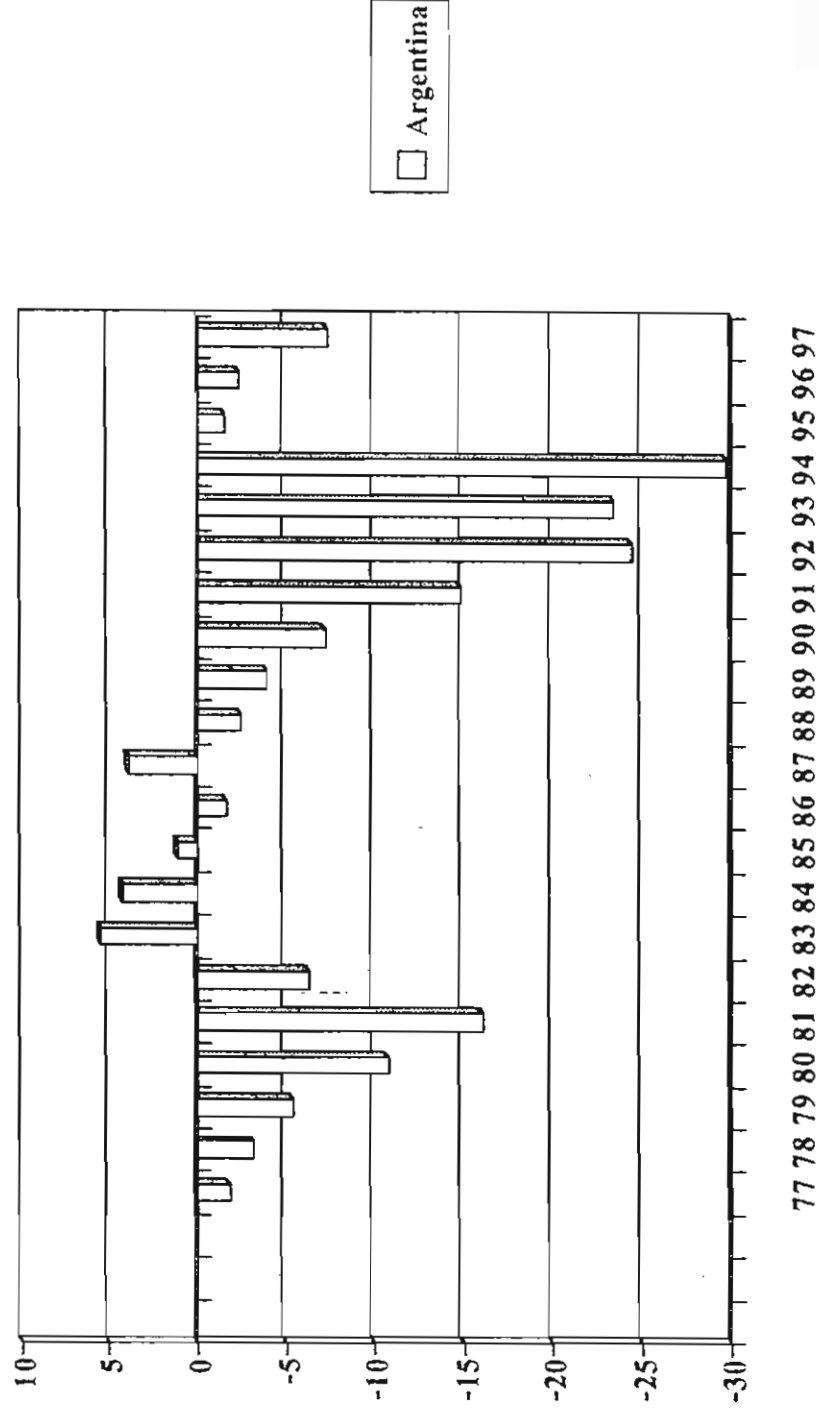
(Billion \$)





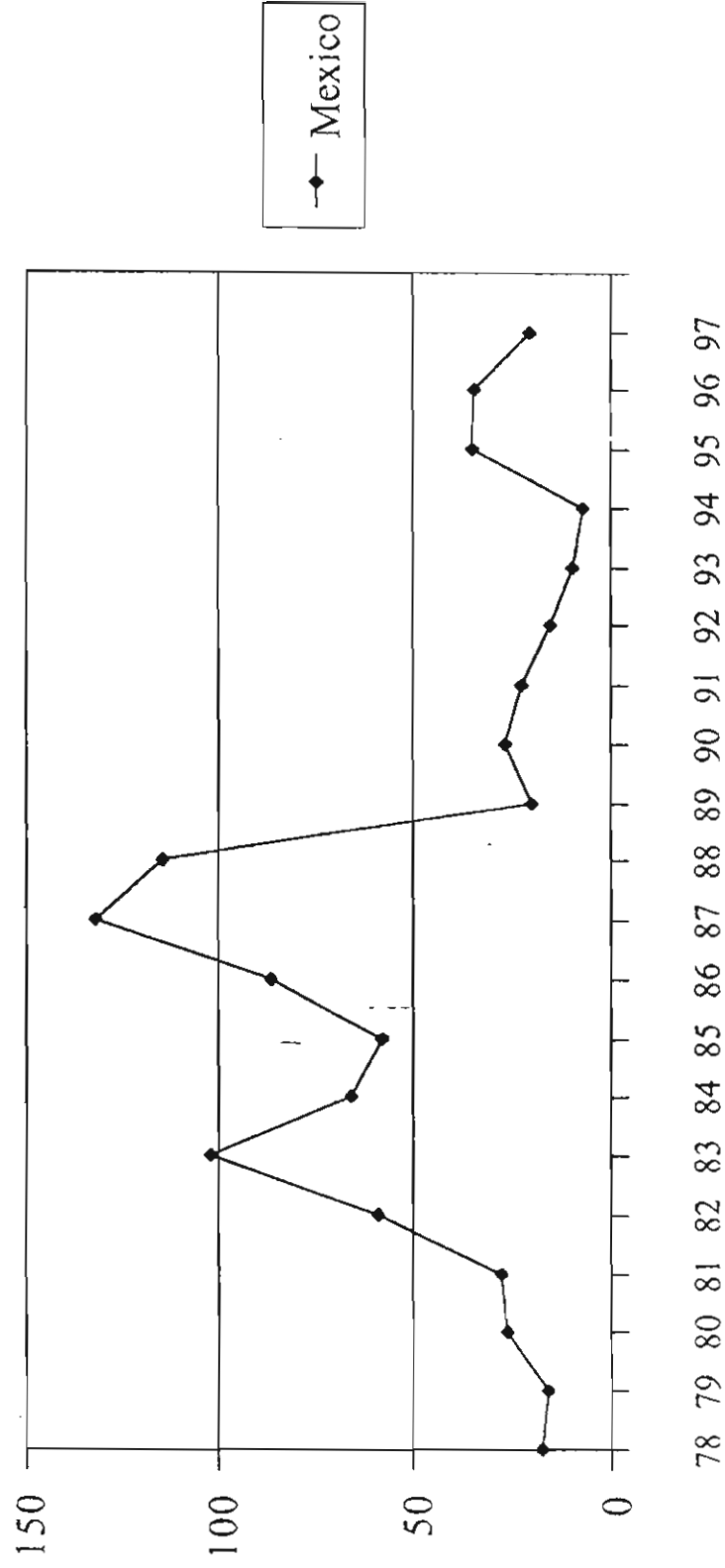
# CURRENT ACCOUNT

(Billion \$)

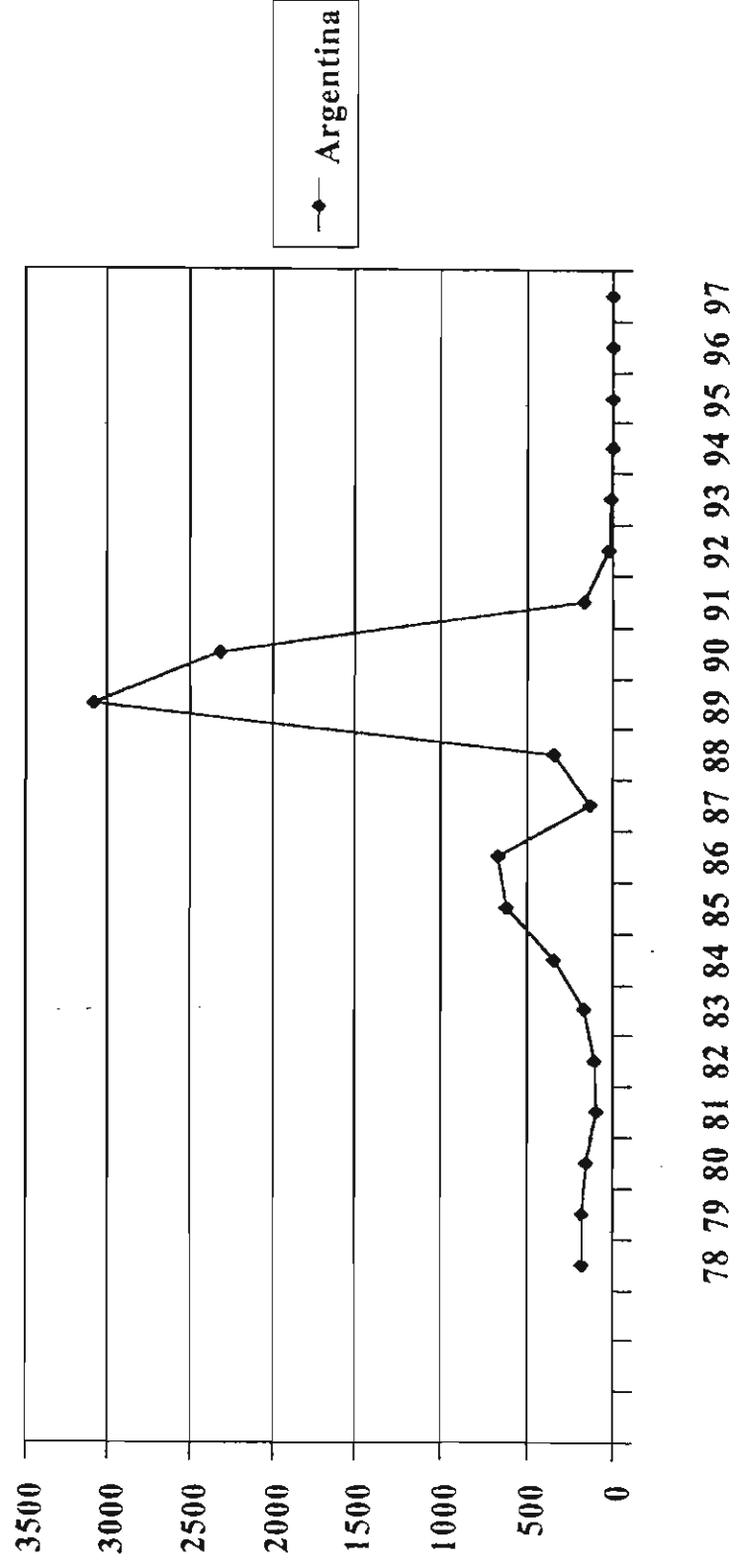


# INFLATION

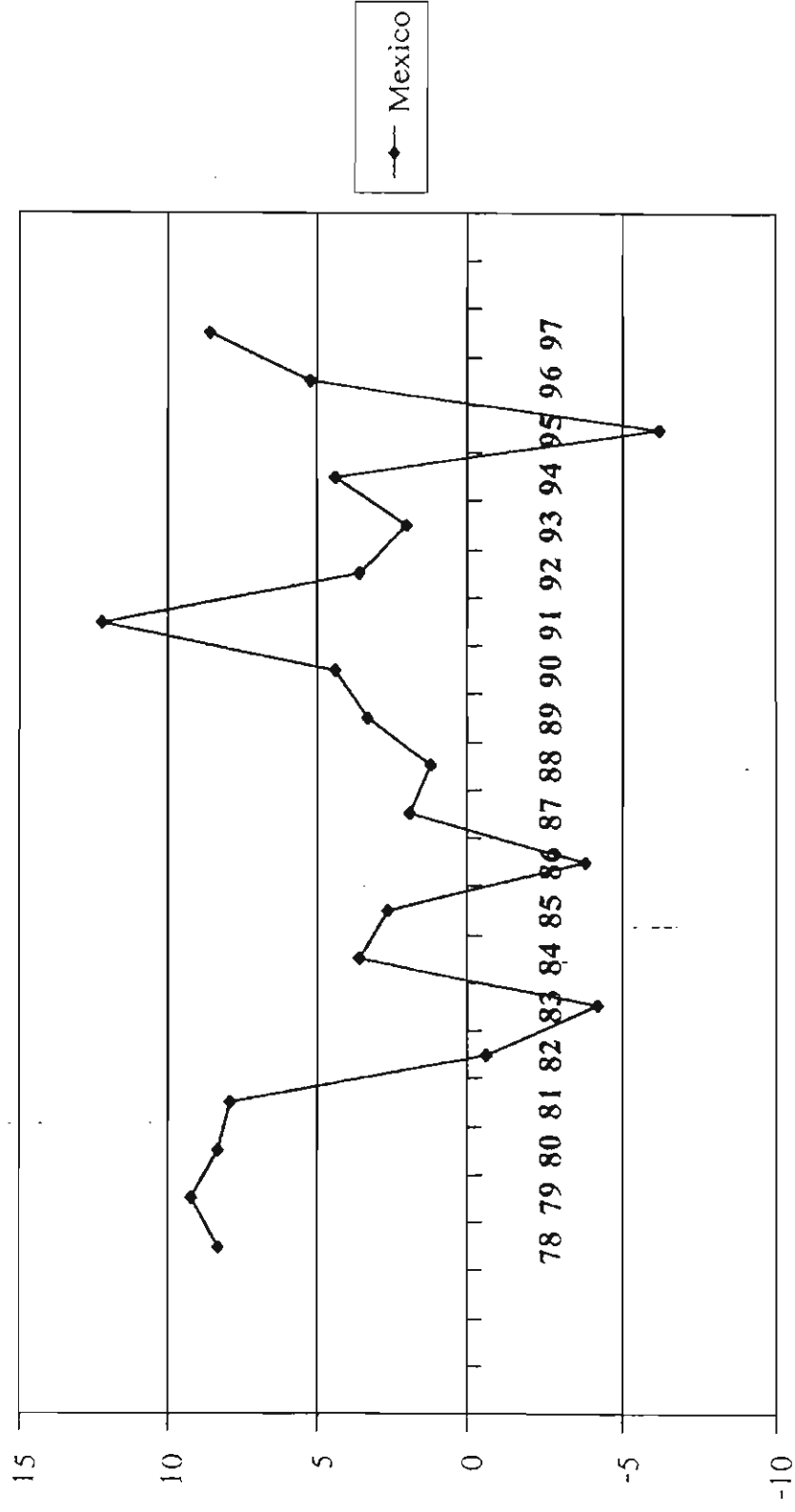
(%)



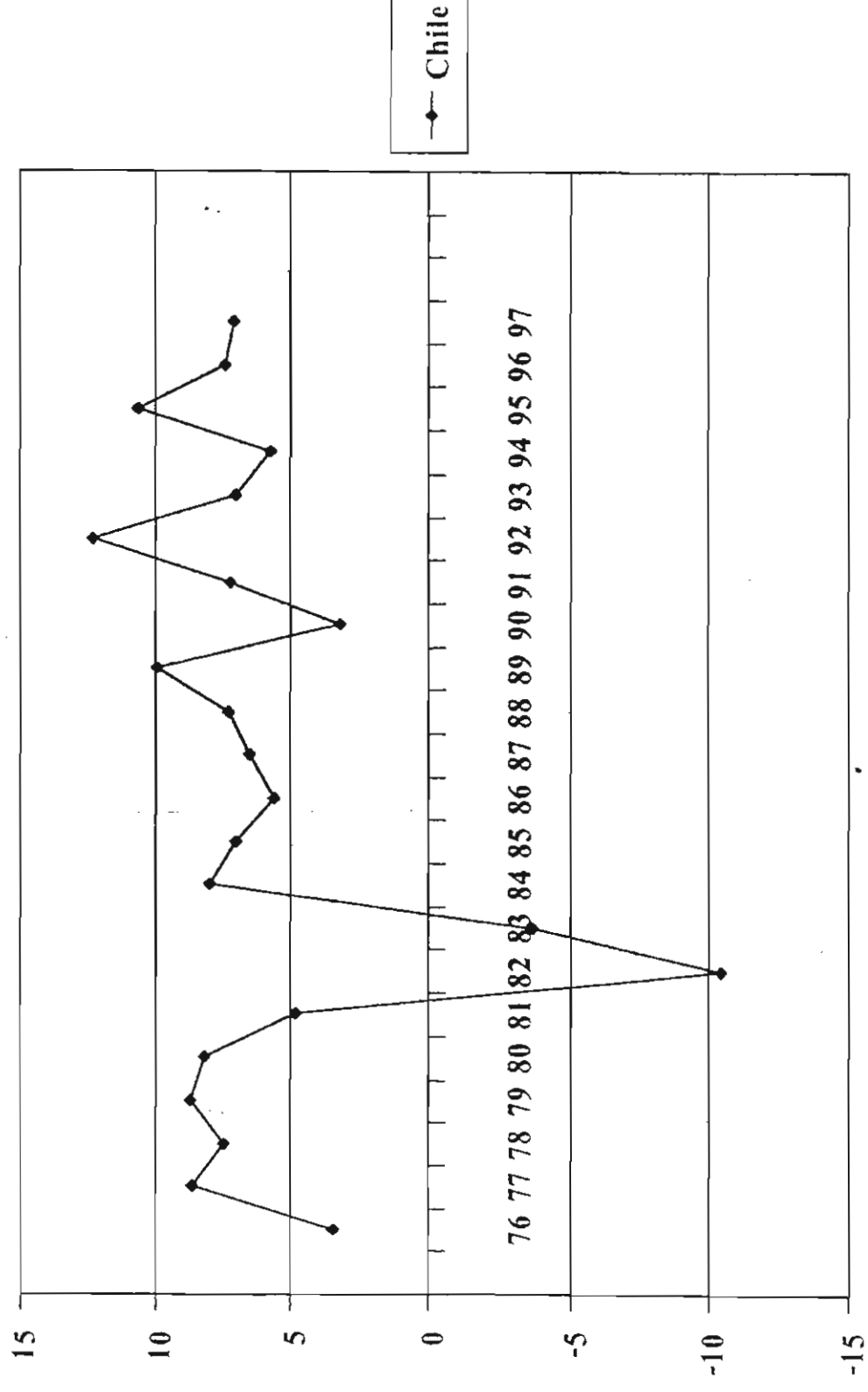
# INFLATION (%)



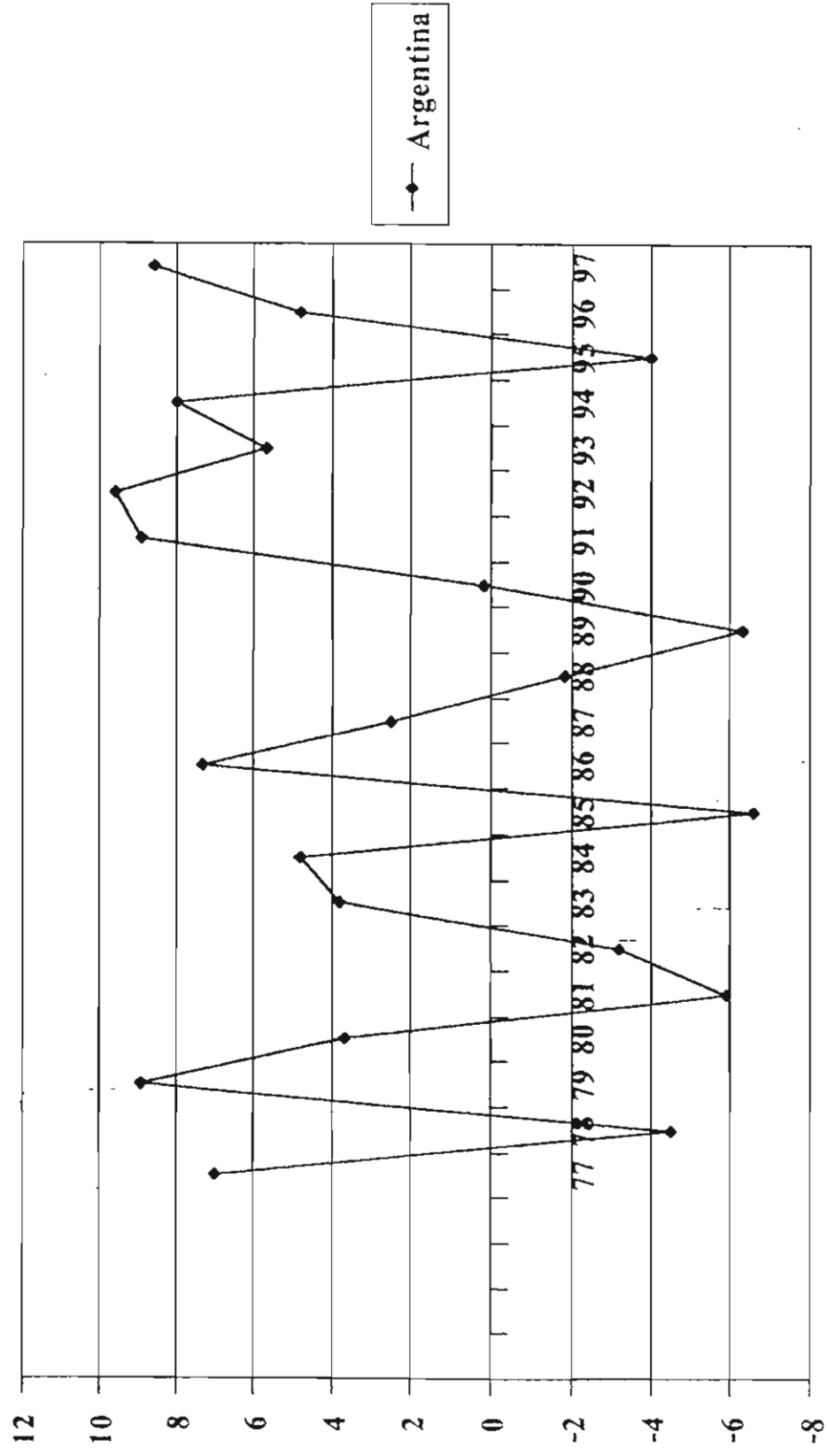
# ECONOMIC GROWTH (%)



# ECONOMIC GROWTH (%)

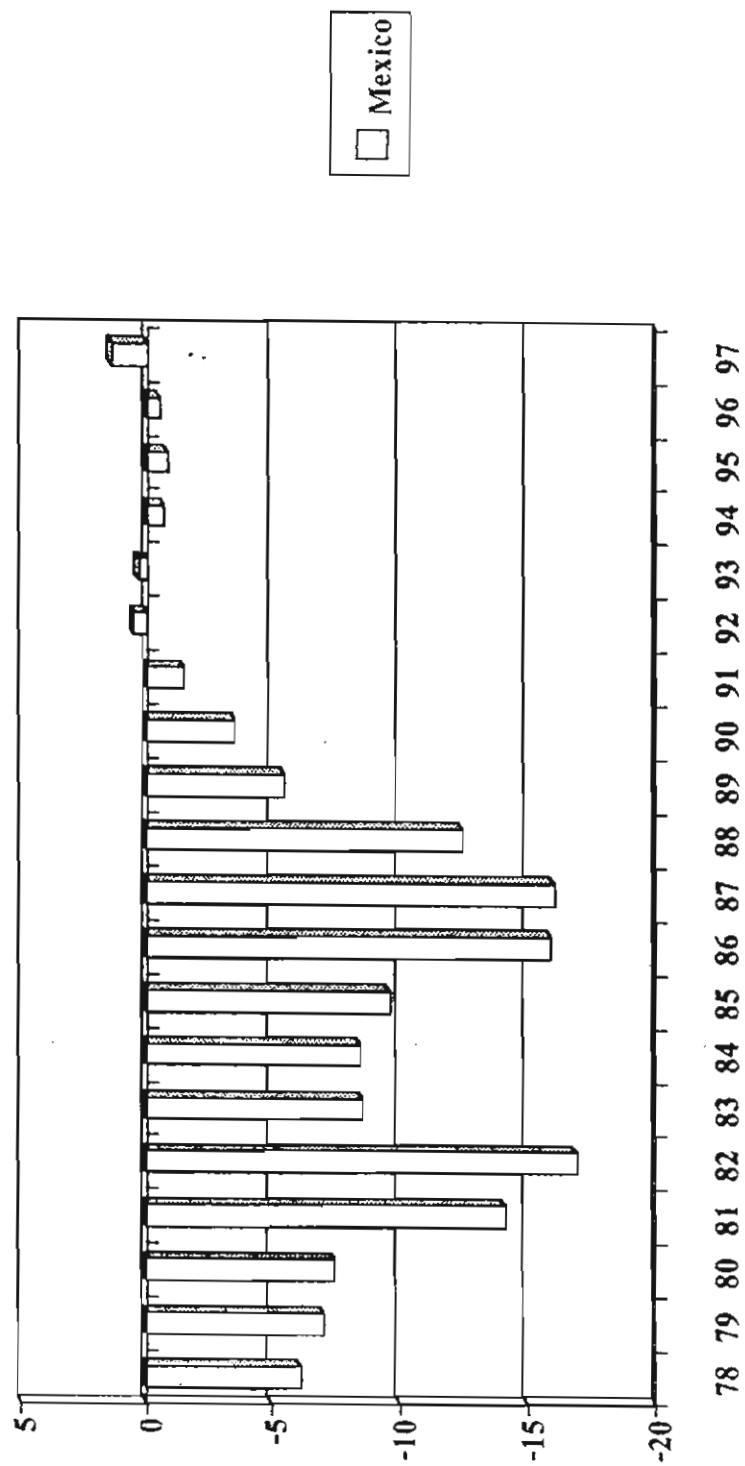


# ECONOMIC GROWTH (%)



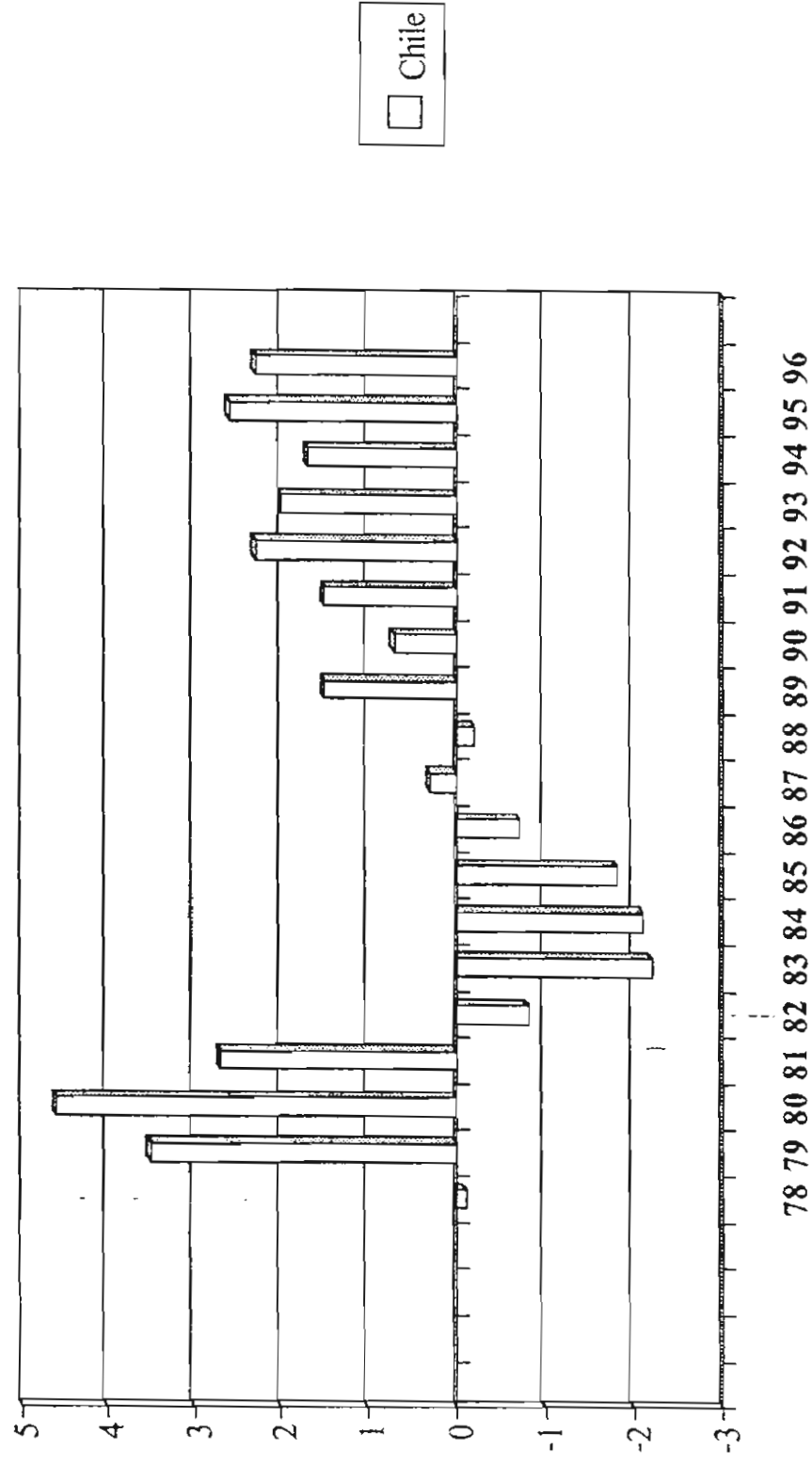
# FISCAL BALANCE

(% of GDP)



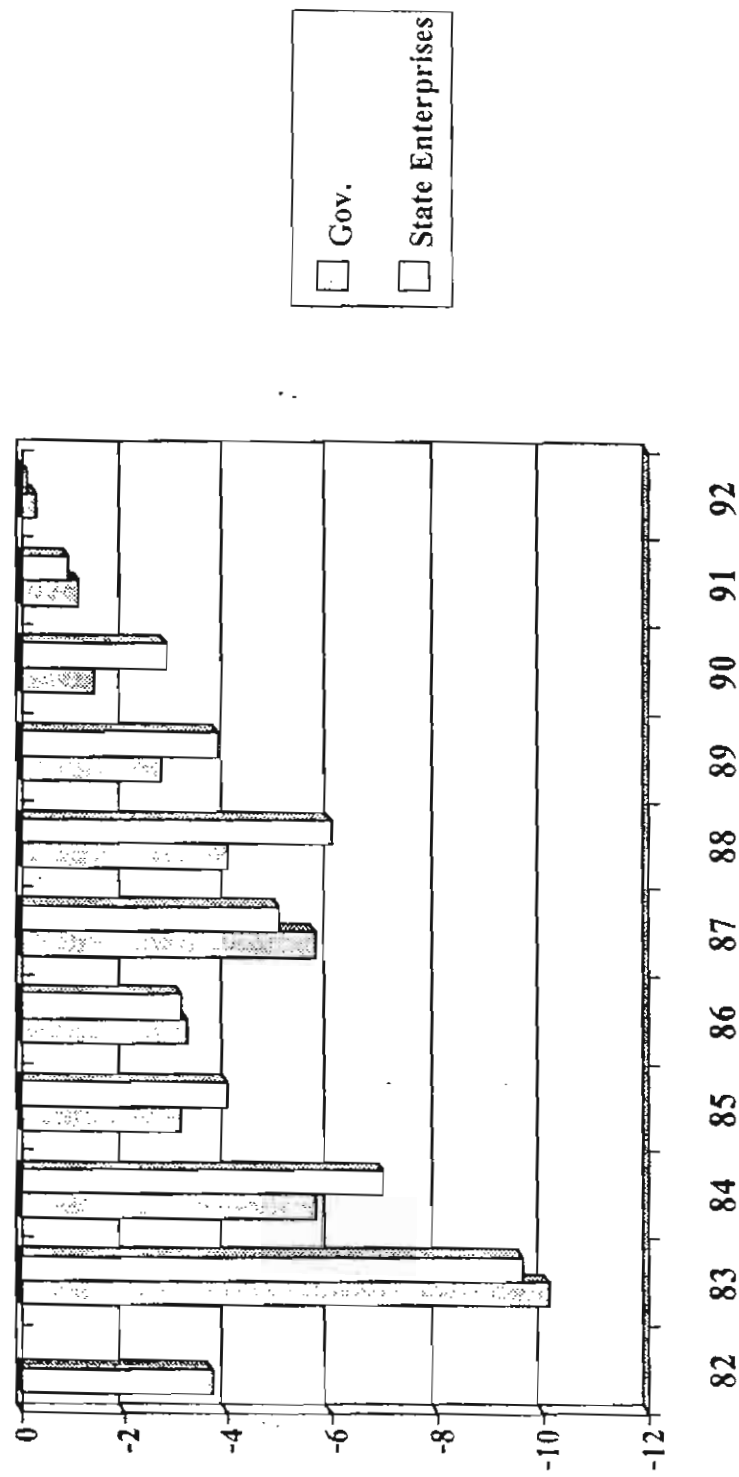
# FISCAL BALANCE

(% of GDP)





# ARGENTINA'S FISCAL BALANCE (% of GDP)

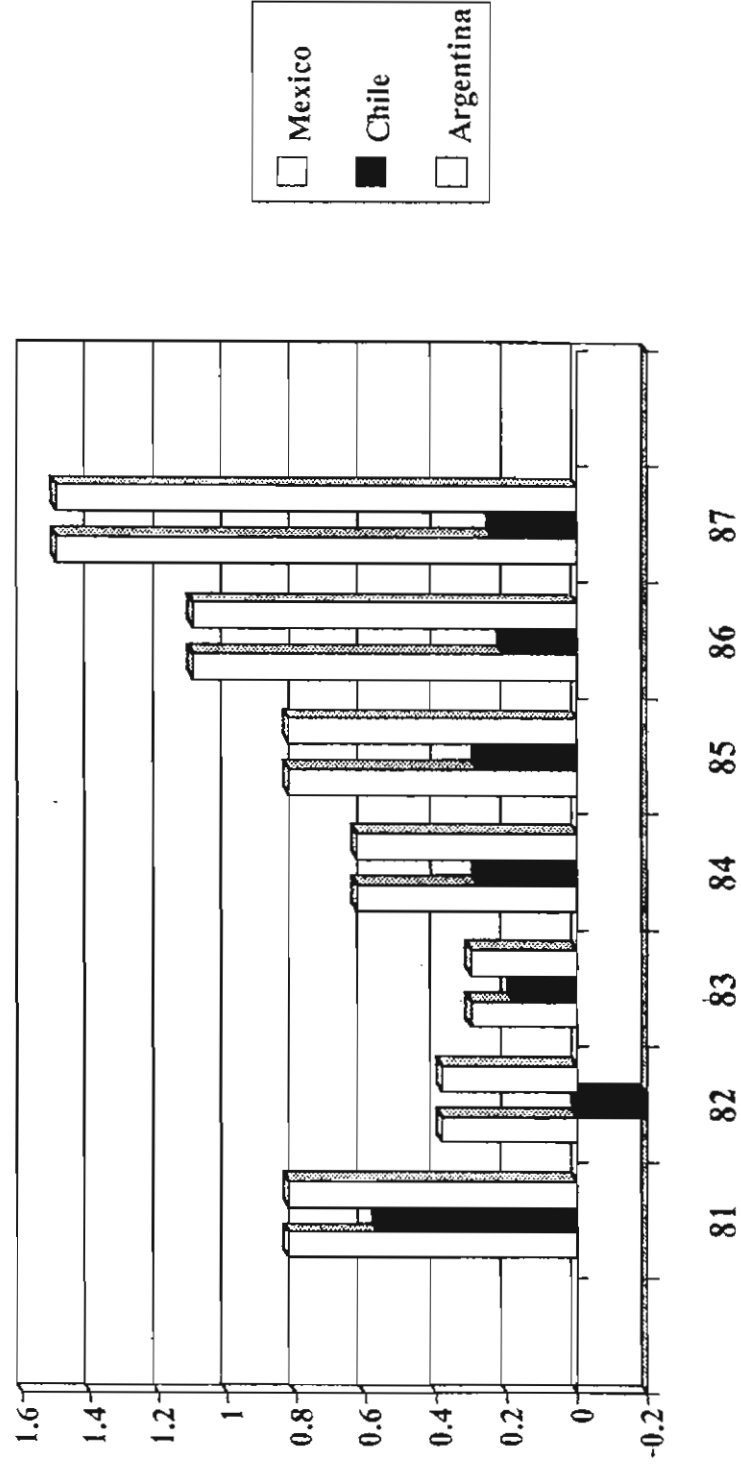


# ASSET COMPOSITION - TOTAL

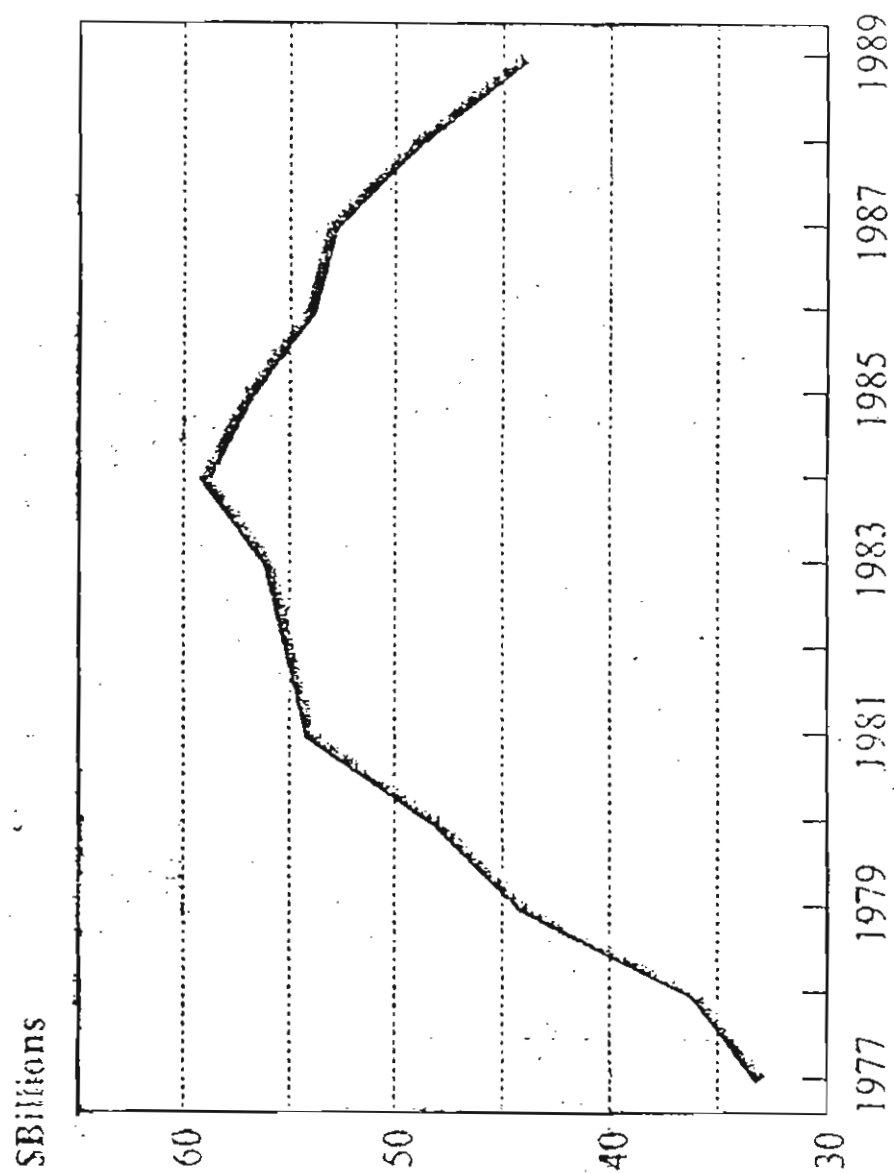
## LOANS/TOTAL ASSETS (%)



# PROFITABILITY - ROA (%)

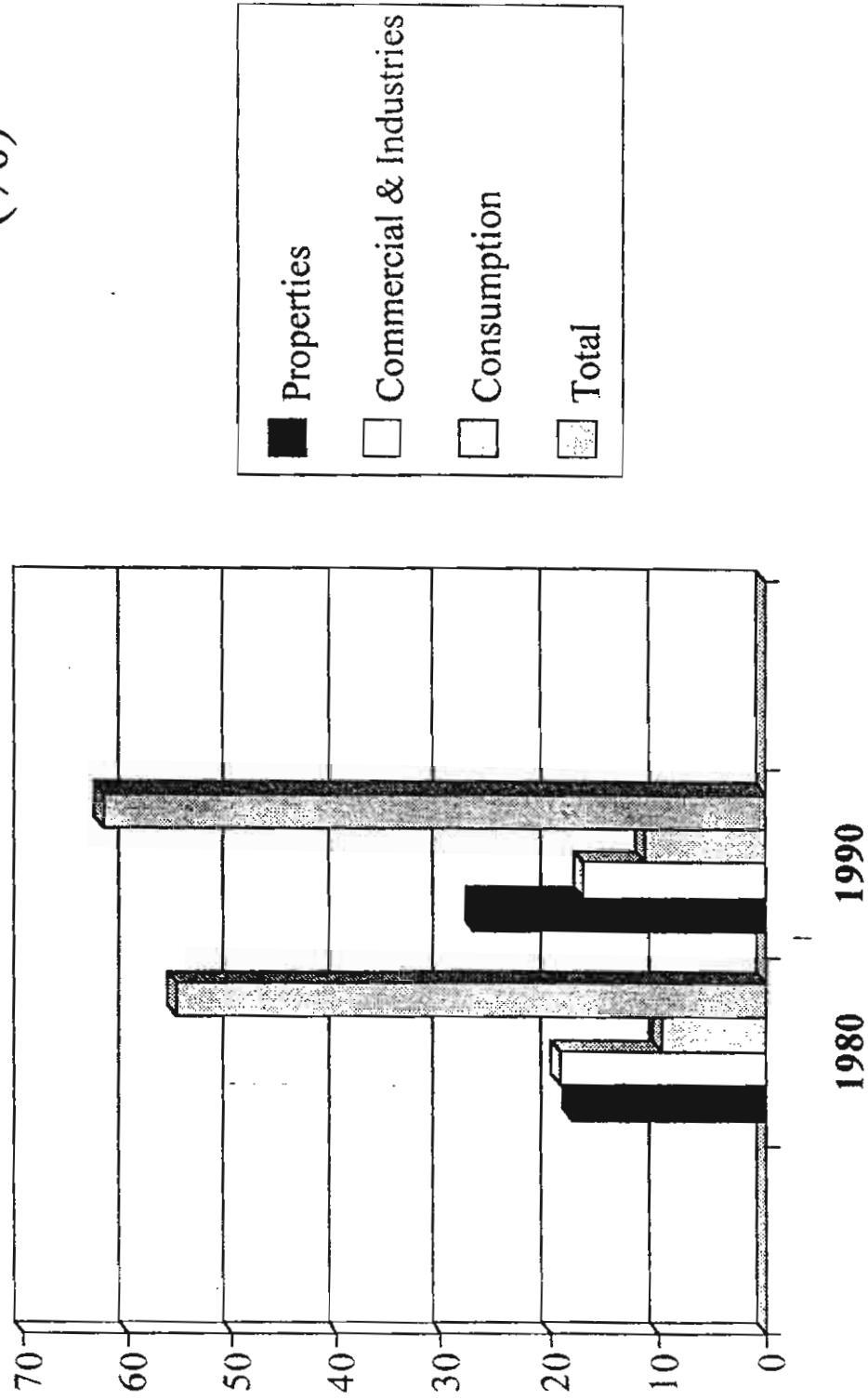


# TOTAL OUTSTANDING LDC LOANS BY THE LARGEST U.S. BANKS



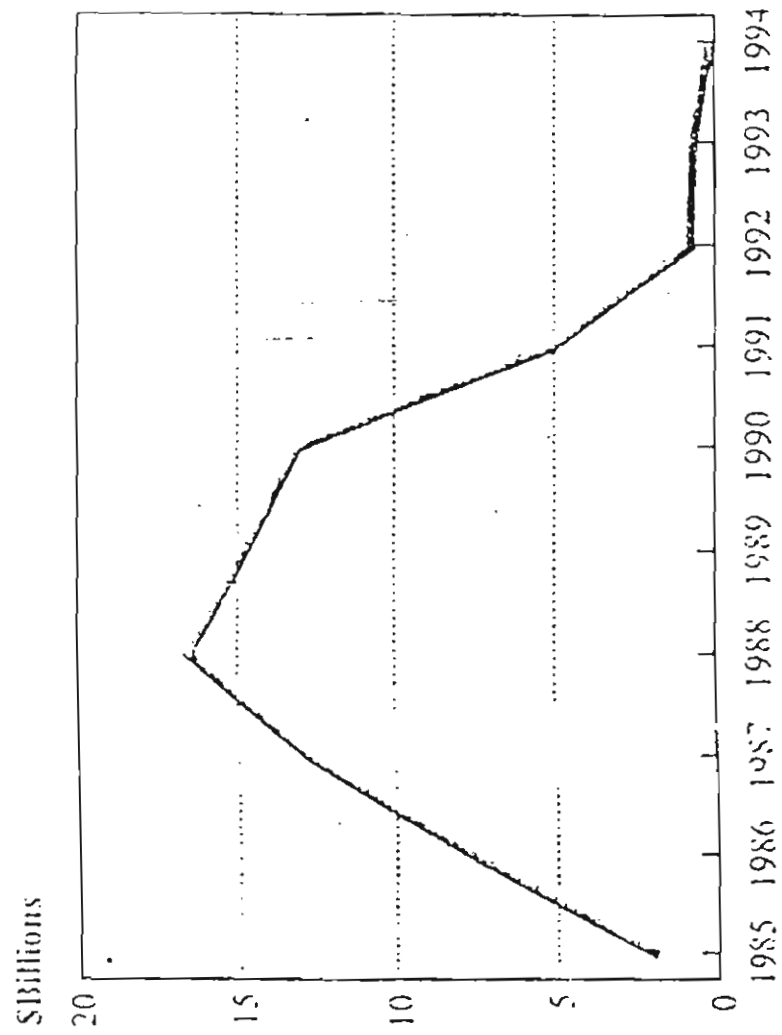
# CREDIT/TOTAL ASSETS

(%)



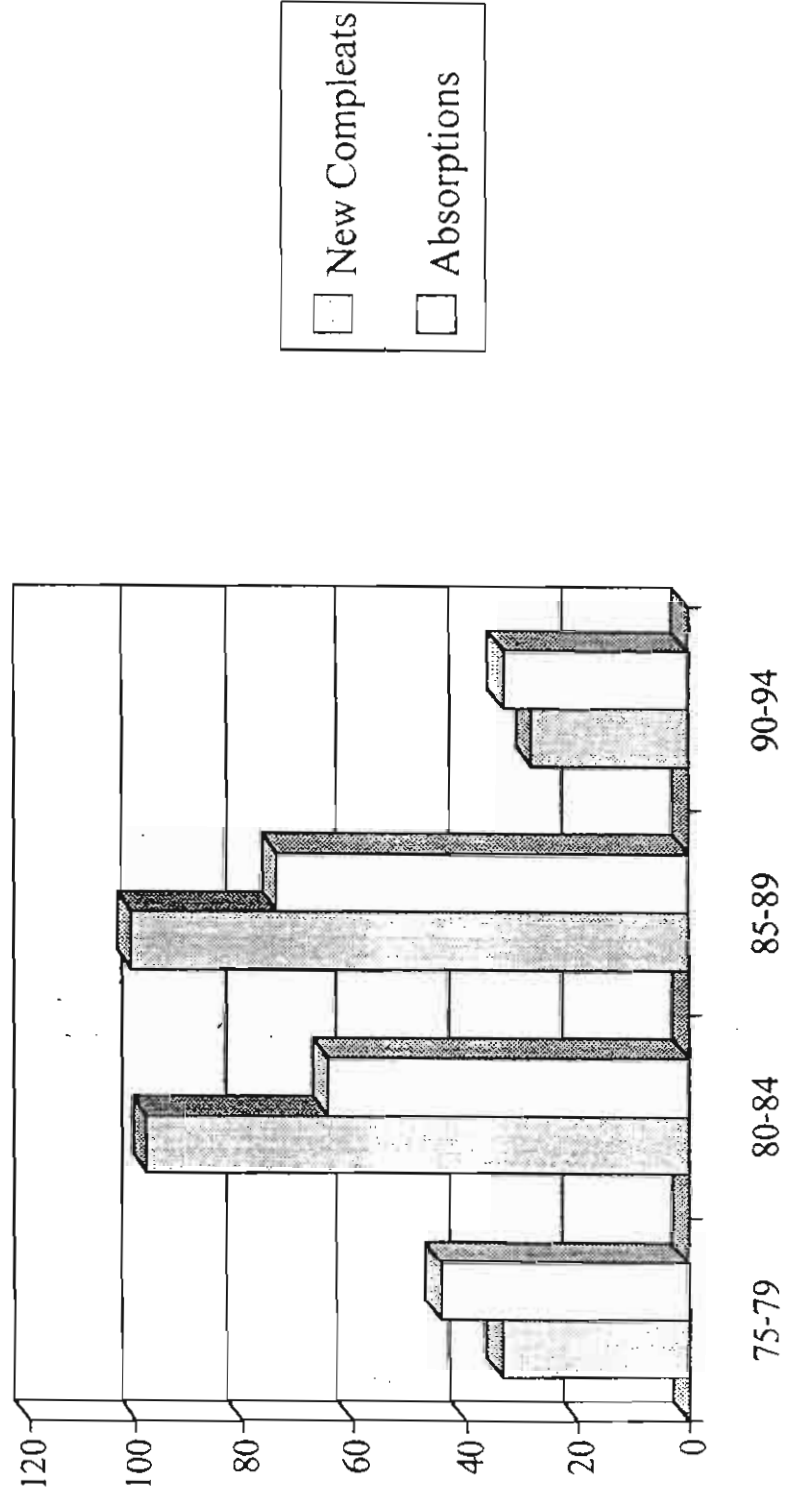
# THE JAPANESE INVESTMENT IN THE U.S. PROPERTIES

(\$ BILLION)

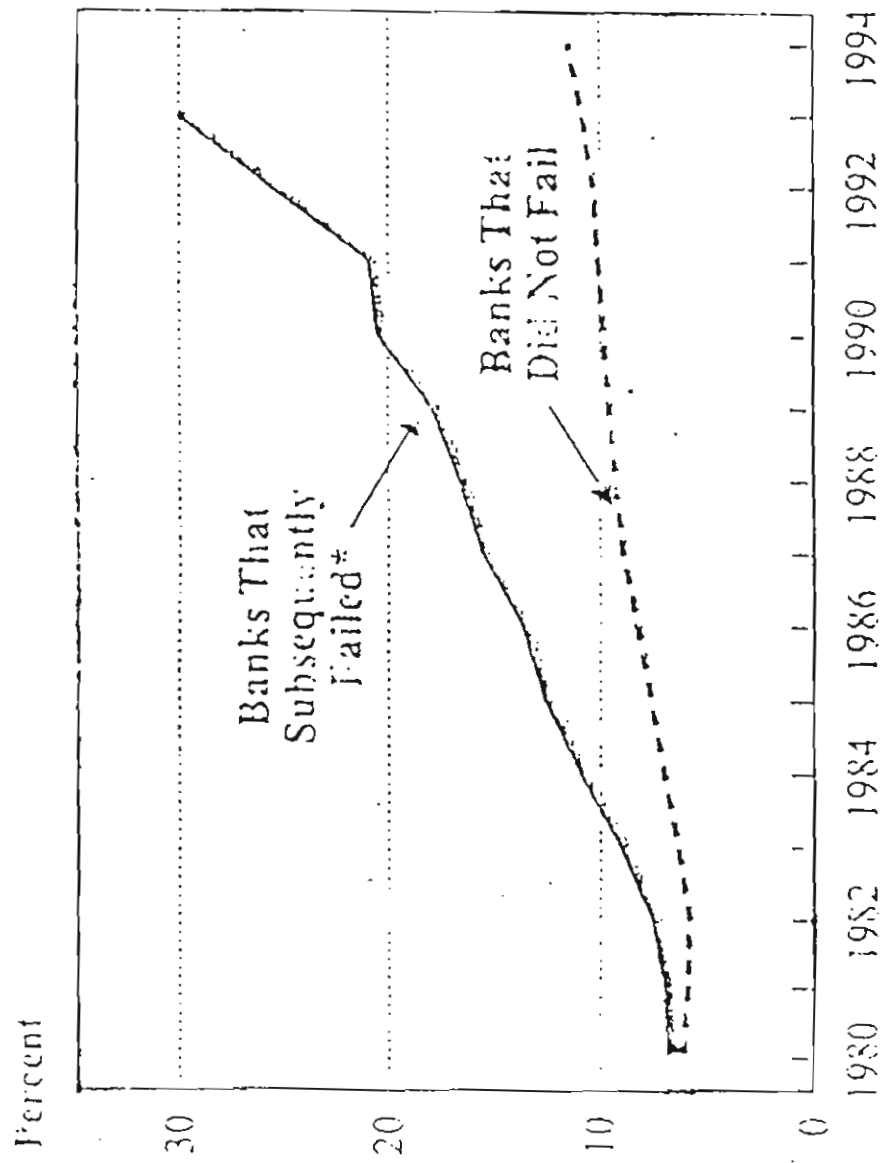


# NEW OFFICE SPACE

## 31 MAJOR MARKETS (Million sq. ft. )

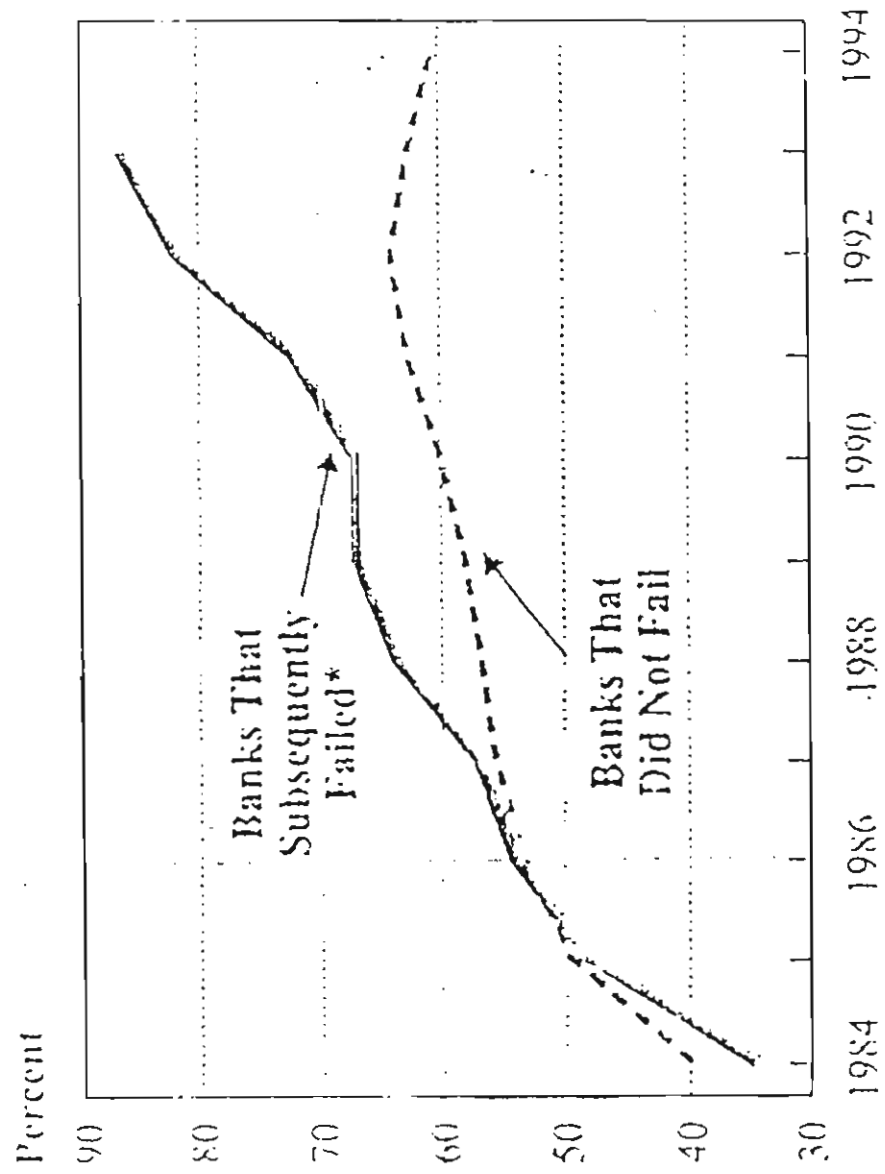


COMMERCIAL REAL ESTATE LOANS AS A PERCENTAGE OF TOTAL ASSETS,  
FAILED AND NONFAILED BANKS (U.S. CASE)



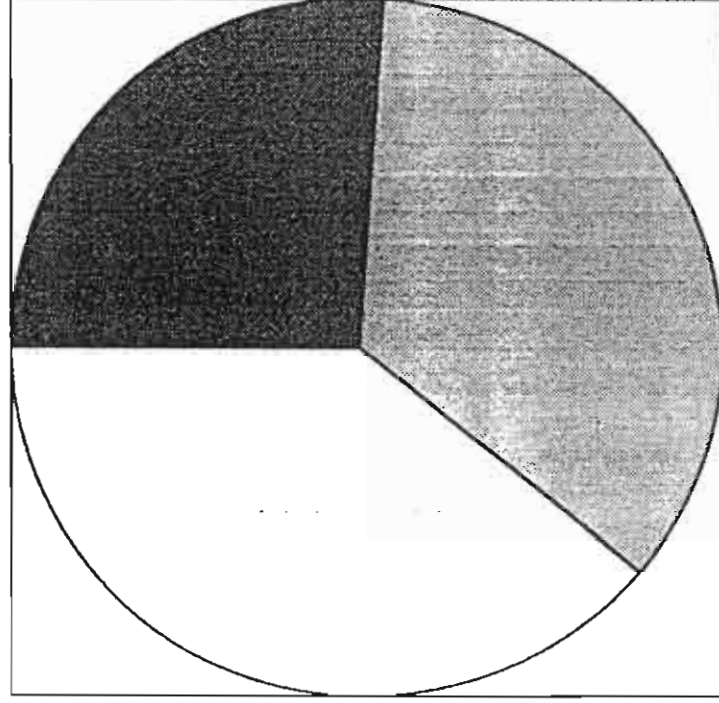


NONPERFORMING REAL ESTATE ASSETS  
AS A PERCENTAGE OF TOTAL NONPERFORMING ASSETS,  
FAILED AND NONFAILED BANKS (U.S. CASE)



# MAJOR FACTORS OF BANK FAILURES

(%)

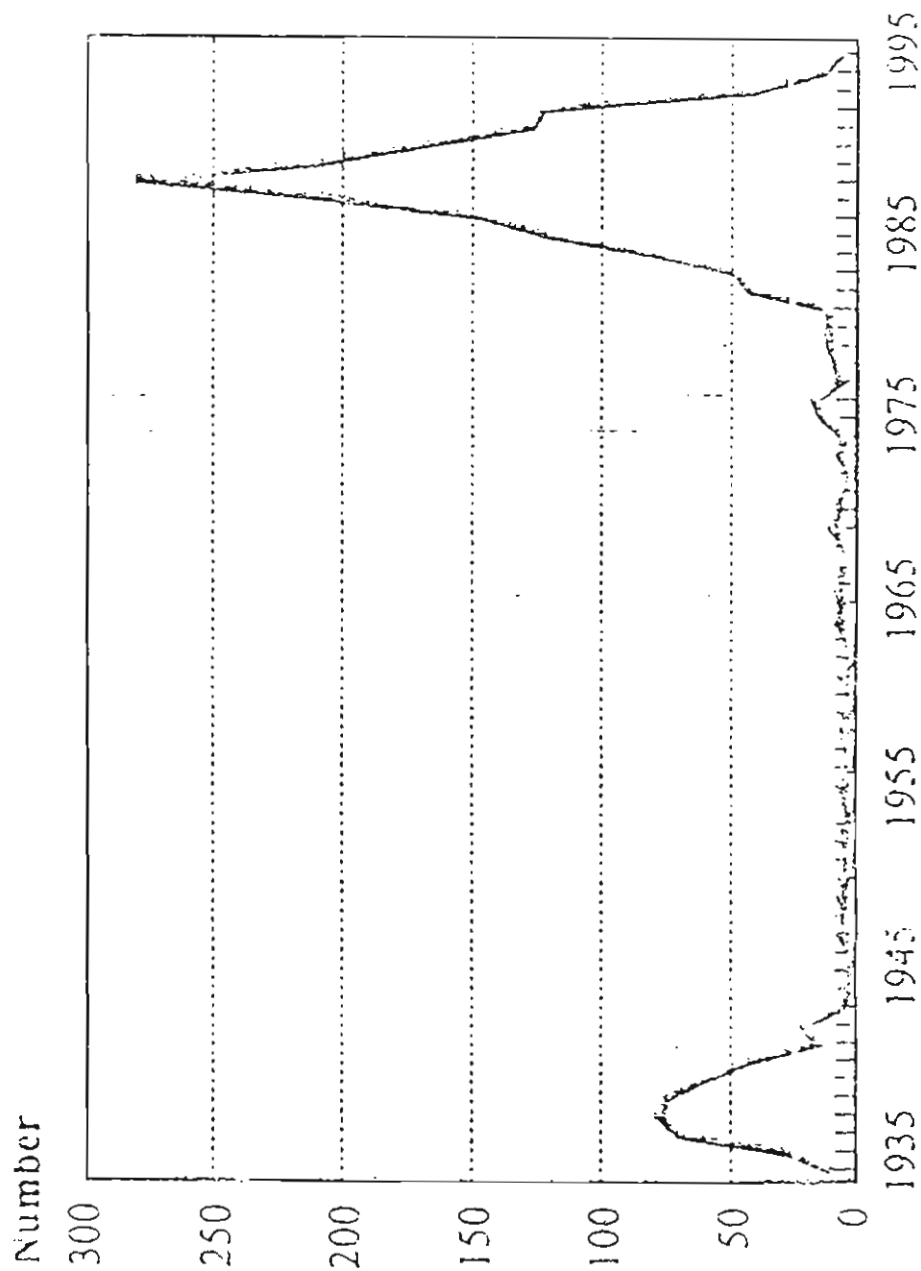


Fraud

Insider problems

Other

## THE NUMBER OF THE U.S. BANK FAILURES



*Note:* Data refer to FDIC-insured commercial and savings banks that were closed or received FDIC assistance.

**“การไหลของเงินทุน (*Capital flows*) ระหว่างประเทศ”**

## การไหลของเงินทุน (capital flows) จาก ประเทศแหล่งเงิน ไปยัง ประเทศกำลังพัฒนา หรือ ประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging market)

### I Official Flows

ในขณะที่ private flows ได้เพิ่มความสำคัญขึ้น official flows กลับลดความสำคัญลงเรื่อยๆ official flows มีความสัมพันธ์กับ private flows ในประเด็นที่ว่า official flows มีส่วนสำคัญในการกระตุ้น private flows โดย official flows เป็นผู้ช่วยสร้างพื้นฐานใน กระบวนการผลิต อันนำมาสู่ความต้องการ private flows ในภายหลัง

### II Private Flows

ถึงแม้ว่าการเติบโตของ private flows จะมีอัตราเติบโตที่มากกว่า official flows ก็ตาม ปรากฏว่า ประเทศกำลังพัฒนา ยังมีส่วนแบ่งจาก private flows แต่เพียงเล็กน้อยเท่านั้น กลุ่มประเทศที่มีรายได้ต่ำ ( ยกเว้น ประเทศ อินเดีย และ จีน ) มีสัดส่วนของ private flows เพียง 3.4 % ของ private flows ทั้งหมดของโลก ( The Capital flows to Developing Countries, World Bank 1995)

#### สาเหตุ การเติบโตของ private flows

1. วิวัฒนาการการเงินของโลก การเติบโตของประเทศกำลังพัฒนาในช่วงปลายทศวรรษ 80 ทำให้การพึ่งพาเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์ไม่พอเพียง ธุรกิจจำเป็นต้องเงินทุนจากแหล่งเงินอื่น เช่น การออกพันธบัตร หรือ หุ้นกู้ การออกหุ้นใหม่ การหาผู้ร่วมทุน ซึ่งเป็นการเปิดทางให้กับ การไหลเข้าของเงินทุน ในรูปของ portfolio investment และ foreign direct investment ( FDI ).
2. การเปลี่ยนแปลงระบบการเงินของโลก จาก การล่มสลายของระบบ Bretton Woods ที่เป็นรูปแบบ fixed exchange system ไปเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (floating rate system) ซึ่งเกื้อหนุนการเก็งกำไร กระตุ้นให้ตลาดเงินโลกมีความคล่องตัวและมีการหมุนเวียนของเงินทุนมากขึ้น และส่งผลให้เกิดการไหลของเงินทุนไปยังตลาดที่มีผลตอบแทนสูงกว่าเป็นไปได้อย่างคล่องตัว ตอบสนองกลไกตลาดได้อย่างรวดเร็ว

และเมื่อประกอบกับ อัตราดอกเบี้ย หรือ อัตราผลตอบแทนที่อยู่ในระดับต่ำในตลาดเงิน ประเทศพัฒนา โดยเฉพาะ สหรัฐ ในช่วงกลางทศวรรษ 80 จนไปถึงช่วงเศรษฐกิจขาลงในช่วงต้นทศวรรษ 90 ทำให้เงินทุนในตลาดประเทศเหล่านี้ จำต้องเสาะหาตลาดที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า และเริ่มมองประเทศกำลังพัฒนาเป็นทางออกแหล่งใหม่ ที่สามารถทำกำไร เพิ่มเติมจากการกระจายความเสี่ยง ซึ่งเป็นจุดประสงค์เดียวของการลงทุนในประเทศกำลังพัฒนามาตั้งแต่ต้น ทศวรรษ 80

นักลงทุนสหรัฐพบว่า การระดมทุนในต่างประเทศนั้นน่าสนใจกว่า เนื่องจากสามารถหลีกเลี่ยงกฎเกณฑ์ ต่างๆ ของสหรัฐได้ ตลาด Eurobond ได้กลายเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญอย่างยิ่ง การเติบโตอย่างรวดเร็วของ Eurobond เป็นกลไกของตลาดที่สร้างแรงกดดันให้ ทางการสหรัฐ เปิดเสรีทางการเงินในประเทศมากยิ่งขึ้นอีก ผลก็คือตลาดเงินในประเทศของสหรัฐและตลาดเงินของโลกเกิดความต่อเนื่อง ( integrated) อันส่งผลให้การแสวงหากำไรของเงินทุนในประเทศสหรัฐ และประเทศพัฒนาอื่นๆ ขยายขอบเขต และผลักดันให้มุ่งเป้าหมายไปยังแหล่งอื่น ที่ให้ผลตอบแทนสูงยิ่งขึ้นไปอีก ซึ่งก็คือ ตลาดเกิดใหม่ ( emerging market ) ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

### 3. การเปิดเสรีมากขึ้น ของระบบเศรษฐกิจประเทศกำลังพัฒนา และการขยายตัวของการค้าโลก

#### ข้อสังเกตเกี่ยวกับ private flows

-- โครงสร้างของ *private flows* ได้เปลี่ยนโฉมหน้าไปอย่างมาก การกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ ที่เคยมีสัดส่วนถึง 65% ได้ลดบทบาทลงโดยมี FDI เข้ามามีบทบาทมากขึ้น โดยเพิ่มเป็นสัดส่วน 40% ในปี 1996 ในขณะที่ portfolio flows ได้เพิ่มสัดส่วน เป็น หนึ่งในสามของ private flow ทั้งหมด

- การไหลของเงินทุนนั้นกระจุกตัวอยู่เพียง 12 ประเทศเท่านั้น ซึ่งเป็นประเทศที่จัดอยู่ในประเภท “รายได้ปานกลาง” โดยประเทศเหล่านี้มีสัดส่วนถึง 80 % ของปริมาณการไหลเข้าของเงินทุน อันได้แก่ จีน เม็กซิโก บราซิล, เกาหลีใต้, มาเลเซีย, อาร์เจนตินา , อินโดนีเซีย, ไทย, รัสเซีย, อินเดีย, ตุรกี, และ อังการี

- ประเทศเอเชีย และ ประเทศลาตินอเมริกา เป็นเป้าหมายหลักของ *private flows* โดยสองกลุ่มประเทศนี้ เป็นเสมือนคู่แข่งกันในการเป็นผู้รับ *private flows* โดยชี้ให้เห็นจาก การลดลงของ private flows ในกลุ่มหนึ่ง มักตามมาด้วยการเพิ่มขึ้นของ flow ในอีกกลุ่ม

- การเติบโตของ *private flows* ระหว่างประเทศในภูมิภาคเดียวกันเองทวีความสำคัญมากขึ้น
- จุดประสงค์หลัก ของ *private flows* ในปัจจุบัน ได้เปลี่ยนแปลงไปจากอดีต ในช่วงทศวรรษ 1970 *private flows* เกิดขึ้นในรูปแบบของ การกู้ยืมเงินธนาคาร เป็นส่วนใหญ่ และการกู้ยืมดังกล่าวมักจัดการ หรือ จัดหาโดยรัฐบาล เช่น รัฐบาลเป็นผู้รับประกัน ( *guarantor* ) ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม

## ประเภทของ Private Flows

### 1.) Foreign Direct Investment ( FDI )

การไหลของเงินทุนในรูป FDI จึงไม่ได้ถูกมองว่า จะเป็นอันตรายต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ เท่ากับ *portfolio investment* การเปลี่ยนแปลงของ FDI ไม่ได้มีลักษณะขนานไปกับ *portfolio investment* เนื่องจาก FDI มีจุดประสงค์ในการลงทุนที่แตกต่างจาก *portfolio investment* อย่างชัดเจน โดย FDI มาจากการตัดสินใจที่ขึ้นกับนโยบายระยะยาวของภาคเอกชน

#### แหล่งเงินของ FDI

ดังนั้น ในปลายทศวรรษที่ 90 ประเทศแหล่งเงินหลัก จึงประกอบด้วย “3 ยักษ์ใหญ่” อันได้แก่ สหรัฐ กลุ่มประเทศ EC และ ญี่ปุ่น

#### FDI กับ ประเทศกำลังพัฒนา

สำหรับประเทศเอเชียตั้งแต่ทศวรรษที่ 80 จุดประสงค์ ของ FDI ได้เปลี่ยนไปชัดเจนจากทศวรรษ 70 โดยจากเดิมที่เป็น การลงทุนในอุตสาหกรรมเพื่อทดแทนการนำเข้า หรือ การหาผลประโยชน์จากทรัพยากรธรรมชาติ ตามนโยบายของรัฐบาลและนโยบายจากองค์กรระหว่างประเทศ มาเป็น การลงทุนในอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออก และการดำเนินธุรกิจอย่างแท้จริงมากขึ้น และ เปลี่ยนจากการลงทุนเฉพาะอุตสาหกรรมที่เน้นแรงงานเป็นหลัก เป็น การลงทุนกระจายไปยังหลายภาคการผลิต สำหรับประเทศในกลุ่มลาตินอเมริกานั้น จุดประสงค์ของ FDI มีความแตกต่างไป กล่าวคือ เป็นการไหลเข้าของทุนเพื่อ การ สนับสนุนเงินทุนเพื่อ *privatization* เป็นหลัก

### 2.) Portfolio Investment

การเปลี่ยนแปลงรูปแบบของการออมจาก ธนาคารพาณิชย์ ไปสู่ การออมในรูปแบบสถาบัน การลงทุน หรือ mutual fund เป็นการผลักดันให้เกิดการลงทุน ในรูป portfolio investment ขึ้น ปัจจุบันสำคัญในการ กระตุ้นการลงทุนแบบ portfolio investment ของประเทศกำลังพัฒนา ในเริ่มแรกจึงมาจากการพยายามกระจายความเสี่ยงในการลงทุนของ mutual fund , pension fund และ insurance firm

เมื่อนำขนาดอันใหญ่โตของ mutual fund มาเปรียบเทียบกับขนาดของตลาดในประเทศ กำลังพัฒนาแล้ว อาจกล่าวได้ว่า ความผันผวนอันถือว่ารุนแรงสำหรับตลาดของประเทศเหล่านั้น อาจมีความหมายเพียงเล็กน้อย สำหรับ mutual fund เช่น การโยกย้ายถ่ายเท portfolio นี้ เพียงเพื่อปรับ port ของบรรดา mutual fund ขนาดใหญ่ อาจส่งผลให้เกิดวิกฤตการณ์ย่อยๆ ใน ตลาดเล็กๆ เหล่านั้น ก็เป็นไปได้

## ประเภทของ Portfolio Investment แบ่งตาม กลุ่มผู้ลงทุน

### 1.) Mutual Fund

ถึงแม้ว่า emerging market มีสัดส่วนที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ก็นับว่ายังมีความสำคัญน้อยอยู่ ในแง่ของขนาดและสัดส่วน เมื่อเปรียบเทียบกับ การลงทุนทั้งหมดของ mutual fund โดยภาพรวมของธุรกิจนั้น ในสายตาของ mutual fund มองว่า emerging market มีบทบาทหลัก เพื่อการกระจาย ความเสี่ยงของการลงทุน โดยการแสวงหากำไรอย่างจริงจังนั้นเป็นเป้าหมายรอง (World Bank: Private Capital Flows to Developing Countries 1997)

### 2. ) Pension Fund

ข้อแตกต่างที่สำคัญของ pension fund คือ pension fund ให้น้ำหนักกับการลงทุนในระยะยาวมากกว่า mutual fund เนื่องจาก จุดประสงค์ของลูก ค้า pension fund คือ การออม มากกว่าการลงทุนที่เน้นผลตอบแทนสูง

ด้วยเหตุผลในการก่อตั้งขึ้นเพื่อการออมนี้เอง ทำให้ Pension fund ยัง มีกฎหมายควบคุมใกล้ชิดกว่า mutual fund fund manager ของ pension fund มีความระมัดระวัง และ หลีกเลี่ยงความเสี่ยงมากกว่า fund manager ของ mutual fund

และในลักษณะเดียวกันกับ mutual fund สัดส่วนของประเทศกำลัง พัฒนา มีเพียง 2% เท่านั้น ของการลงทุนจาก pension fund ในปี 1995 pension fund โดย pension fund ใหญ่ๆ มีสัดส่วน ถึง 3 % และ มีไม่กี่แห่ง



ที่มีสัดส่วนถึง 7% และ pension fund ใหญ่ๆ มักจะสนใจในประเทศกำลังพัฒนา มากกว่า pension fund ขนาดเล็ก

Pension fund เริ่มที่จะหันมาสนใจในตลาดประเทศกำลังพัฒนา ตามหลัง mutual fund โดยมีจุดประสงค์หลัก เพื่อกระจายความเสี่ยง มากกว่าที่จะมุ่งมั่นทำกำไร มีเพียงส่วนน้อยเท่านั้น ที่มีการบริหารการลงทุนในประเทศกำลังพัฒนา อย่างจริงจัง

### 3. ) Hedge Fund

Hedge Fund เป็นธุรกิจการลงทุนและเก็งกำไร ที่มีข้อถกเถียงกันมากมายถึงอิทธิพลที่มีต่อความผันผวนของตลาดเงินในประเทศกำลังพัฒนา เนื่องจากไม่ได้ถูกกำกับด้วยกฎหมาย โดย Securities Exchange Commission ดังเช่น mutual fund หรือ pension fund ข้อมูลเกี่ยวกับ hedge fund จึงไม่เป็นที่เปิดเผยแพร่หลาย ซึ่งยิ่งทำให้ hedge fund เป็นที่ต้องสงสัยมากขึ้น

## ประเภทของ Portfolio Investment แบ่งตาม รูปแบบการลงทุน

### 1.) Portfolio Equity Flows

ลักษณะ ของ portfolio investment ที่มีเป้าหมายไปยังประเทศตลาดเกิดใหม่ มีสัดส่วนของการลงทุนก่อนไปทาง equities มากกว่า debt สาเหตุหลักคือ ในประเทศกำลังพัฒนานั้น ตลาดเครื่องมือทางการเงินในรูปแบบของตราสารหนี้ต่างๆนั้น ยังไม่พัฒนาเท่าเทียมตลาดทุน รูปแบบของหนี้มักจะเป็นการกู้ยืมโดยตรงจากสถาบันการเงิน

เนื่องจากโดยธรรมชาติของตลาดหุ้นมีความผันผวนและอ่อนไหวมากกว่าตลาดตราสารหนี้ portfolio investment ใน emerging market จึงน่าจะมีความผันผวนมากกว่า portfolio investment ในประเทศพัฒนาไปโดยปริยาย เนื่องจากมีสัดส่วนของ equity มากกว่า

การลงทุนในตลาด equity ของประเทศกำลังพัฒนา เอื้ออำนวยในการกระจายความเสี่ยงของ portfolio อย่างเห็นได้ชัด เนื่องจาก ความสัมพันธ์ ระหว่าง การเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ ในตลาดประเทศกำลังพัฒนา กับ ประเทศพัฒนา โดยใช้ดัชนี S&P 500 เป็นเครื่องวัด แสดงความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้าม

เป็นที่น่าสังเกตว่า ในขณะที่ เป้าหมายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (rate of return) สำหรับ portfolio investment ได้ถูกกำหนดไว้ที่ 40-60 % ( World Bank: Managing Capital Flows in East Asia , Capital Flows to East Asia, 1996 ) ในปี 1994 เศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรมของประเทศเอเชียตะวันออกได้เติบโตเพียงประมาณ 10-20% ในช่วงต้นทศวรรษ 90 ดังนั้น การคาดหวังผลตอบแทนสูงขนาดนั้นย่อมจะเป็นไปไม่ได้ยาวนาน ซึ่งแสดงให้เห็น ลักษณะของการเก็งกำไรอย่างมากในตลาดเอเชียตะวันออก

## 2. ) Portfolio Debt Flows

แรงผลักดันอันสำคัญ ที่ก่อให้เกิดการเติบโตของ debt market ในประเทศกำลังพัฒนา คือ ผลตอบแทนที่ต่ำลงในตลาดประเทศแหล่งเงิน ของเงินสกุล ดอลลาร์สหรัฐ มาร์กเยอรมัน หรือ เยน การลดลงของ ผลตอบแทน ของ corporate bond ในสหรัฐเนื่องจากความเสี่ยงของ ธุรกิจลดลงอันเนื่องมาจาก สภาพเศรษฐกิจที่ดี ทำให้นักลงทุนสถาบันแสวงหาผลตอบแทนสูงขึ้นในประเทศโลกที่สาม

เป็นที่น่าสังเกตว่า การลงทุนใน debt ของประเทศกำลังพัฒนานั้น อาจไม่ได้เกื้อหนุน ประโยชน์ในการกระจายความเสี่ยงเท่าใดนัก เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนใน emerging market และ ตลาด debt ของประเทศพัฒนา เป็นไปในทางเดียวกัน ตัวอย่างเช่น ในปี 1995 correlation of returns ระหว่างผลตอบแทนในตลาดทั้งสอง มีค่าถึง 0.8 ( Bloomberg Financial Market and IMF staff estimates, 1997) โดย Brady Bond มีสัดส่วน ใน Emerging Market Debt Index ถึง 90%

## ปัจจัยที่ทำให้ portfolio investment มีความผันผวนสูง

### 1. ) การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และสภาพเศรษฐกิจของประเทศแหล่งเงิน

ผลจากการศึกษาเกี่ยวกับความอ่อนไหวของ portfolio investment ที่มีต่ออัตราดอกเบี้ย ตัวแปรทางเศรษฐกิจของสหรัฐมีนัยสำคัญอย่างมากต่อ portfolio flows ไปยังประเทศกำลังพัฒนา และบ่งบอกว่า ประเทศลาตินอเมริกามีความผันผวนตามวงจรเศรษฐกิจของประเทศ แหล่งเงิน สูงกว่าประเทศในเอเชีย

อย่างไรก็ตาม ความอ่อนไหวของ portfolio flows ไปยังประเทศกำลังพัฒนา ต่อวงจร เศรษฐกิจของประเทศแหล่งเงิน ได้ลดลงเรื่อยๆ โดยเฉพาะกับ ประเทศแถบเอเชีย แนวโน้ม

ใหม่คือ ปัจจัยเศรษฐกิจการเมือง ของประเทศนั้นๆ กำลังมีความสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่ปัจจัยภายนอกได้ลดความสำคัญลง

## 2. การแพร่กระจาย ของผลกระทบจากตลาดหนึ่ง ไปสู่อีกตลาดหนึ่ง ( Contagion Effects)

การลดลงของผลตอบแทนในประเทศหนึ่งอาจมีผลต่อการปรับเปลี่ยนการลงทุนในประเทศอื่นๆ เพื่อรักษาให้ความเสี่ยงโดยรวม ของทั้งกองทุน ไม่เพิ่มมากขึ้นจนเป็นอันตราย ทั้งนี้แม้ว่าเศรษฐกิจของประเทศที่ถูกปรับเปลี่ยนการลงทุน จะไม่มีความสัมพันธ์ อย่างมีนัยสำคัญกับ ประเทศต้นเหตุ ที่มีผลตอบแทนลดลงก็ตาม

การขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหนึ่ง อาจทำให้กองทุนนั้นจำเป็นต้องทำการขายหุ้นทั้งในอีกประเทศหนึ่งเพื่อเพิ่มสภาพคล่อง

### 4.) ปัจจัยในเชิงจิตวิทยา หรือ herd mentality

ความไม่สมบูรณ์ของข่าวสาร หรือการขาดความเชื่อถือของข่าวสาร ที่ได้รับในประเทศกำลังพัฒนา ทำให้ fund manager มักจะมีพฤติกรรมไปในทางเดียวกัน เพราะไม่แน่ใจในการตัดสินใจของตนเอง พฤติกรรม fund manager นี้ ส่งผลทำให้ portfolio flows ในประเทศกำลังพัฒนา มีความผันผวนสูงกว่าที่ควรจะเป็น และบางกรณีไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ที่เป็นอยู่

พฤติกรรม herd mentality ของ fund manager อาจอธิบายได้จากความแตกต่าง ประสิทธิภาพของ fund manager ซึ่ง อาจแบ่งได้เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีประสิทธิภาพมีชื่อเสียง กับ กลุ่มที่มีประสิทธิภาพน้อยกว่า และไม่ค่อยมีความเชื่อมั่นในการตัดสินใจของตนเอง กลุ่มที่สองนี้มักจะหลีกเลี่ยงการตัดสินใจ โดยพยายามจับตามองพฤติกรรม บรรดา fund manager ที่มีชื่อเสียง และกระทำตาม และ เมื่อประกอบกับปัจจัยอื่น เช่น ความไม่สมบูรณ์ของข่าวสาร หรือความเคลงใจในข่าวสาร ของตลาดประเทศกำลังพัฒนา ทำให้ fund manager ที่น้อยประสิทธิภาพ มีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในวิชาชีพ โดยตัดสินใจตามกันไป มากกว่าที่จะเสี่ยงตัดสินใจแตกต่างจากผู้อื่น นอกจากนั้น ในสภาพที่ fund manager ไม่มีความเชื่อมั่นในการตัดสินใจ ซึ่งไม่ว่าจะมาจากเหตุผลใดก็ตาม ธรรมชาติของการตัดสินใจที่ปลอดภัยที่สุด คือ มองให้เลวร้ายที่สุด ( expect the worst ) โดยไม่จำเป็นต้องพิจารณา ความแตกต่างของแต่ละตลาดแต่อย่างใด

5.) การสร้างสถานการณ์ให้สอดคล้องกัน เพื่อหวังผลจาก การโจมตีตลาด ( self-fulfilling attack )

การโจมตีตลาดที่ไม่ได้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของเศรษฐกิจเท่าใดนัก หากแต่ตั้งอยู่บนสมมติฐาน หรือ การคาดการณ์ ของสถานการณ์ที่น่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งในที่สุด สถานการณ์นั้นๆ อาจจะเป็นจริงขึ้นมา เพราะพฤติกรรมของตลาดที่ยึดถือการคาดการณ์นั้นเอง มากกว่าที่เกิดขึ้น เพราะปัจจัยพื้นฐานผลักดันให้เกิดขึ้นอย่างรุนแรง และรวดเร็วเช่นนั้น

Private Flows กับ วิกฤตการณ์การเงิน

ความผันผวนนี้ สาเหตุส่วนหนึ่งเนื่องมาจาก เงินกู้ยืมผ่านธนาคาร 40% เป็นเงินกู้ยืมระยะสั้น ส่วน direct equity investment ซึ่งควรจะมีเสถียรภาพพอสมควร กลับมีสัดส่วนเพียงเล็กน้อย คือ เพียง 6% ของ private flows ทั้งหมด ในขณะที่ portfolio equity ซึ่งสามารถเปลี่ยนแปลงผันผวนอย่างรวดเร็ว มีขนาดมากกว่าสองเท่า portfolio equity flows ที่ไปยัง 5 ประเทศที่มีปัญหานี้ เพิ่มเกือบ 4 เท่า ภายในปีเดียว (1993) และ private flows เหล่านี้ มีขนาดใหญ่มาก เมื่อเทียบกับขนาดของตลาดเงินภายในประเทศเหล่านั้น

เป็นที่น่าสังเกตว่า flows ที่มุ่งไปยังประเทศกำลังพัฒนา ในทศวรรษ 1990 นั้นมีขนาดมากกว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ( current account deficit ) เสียอีก ซึ่งหมายความว่า การไหลเข้าของเงินทุนนี้ไม่ได้เกิดจากกลไกตลาด เพื่อเติมช่องว่างการออมภายในประเทศกับการลงทุน แต่เพียงเท่านั้น หากแต่ มีเงินไหลเข้ามากกว่าความต้องการของ demand รวมทางเศรษฐกิจ และเงินทุนที่เกินจากความต้องการที่จริงนี้เอง ทำให้เกิด inflated economy อันนำมาซึ่ง วิกฤตการณ์เศรษฐกิจในที่สุด

ปัญหาสำคัญอีกประการที่ทำให้การไหลเข้ามาของเงินทุนเป็นอันตรายต่อเศรษฐกิจ คือ นโยบายของประเทศกำลังพัฒนาที่พยายามตรึงค่าเงินไว้ เพื่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจ ซึ่งในที่สุดก็ปรากฏว่าสามารถก่อให้เกิดเสถียรภาพเป็นการชั่วคราวเท่านั้น การเปิดเสรีของภาคเศรษฐกิจ ให้มีการไหลเข้าออกของเงินทุนได้ค่อนข้างเสรี แต่ไม่ได้เปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้มีความยืดหยุ่นขึ้น เป็นรากฐานของปัญหาประการหนึ่งในการบริหารเงินทุนไหลเข้า

การที่มีเงินทุนไหลเข้ามาก ย่อมก่อให้เกิดความต้องการเงินตราภายในประเทศมากขึ้น และในที่สุดก็จะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงสูงขึ้นตามมา อย่างไรก็ตาม ประเทศกำลัง

พัฒนาไม่ต้องการให้อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น เพราะเกรงจะทำให้ การส่งออก ซึ่งเป็นรายได้อันสำคัญยิ่งของประเทศเกิดความเสียเปรียบ จึงใช้นโยบายตรึงอัตราแลกเปลี่ยน แทน

การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้สูงขึ้น ในขณะที่เงินทุนยังคงไหลเข้า ย่อมทำให้เกิดแรงกดดันต่อการเกิดเงินเฟ้อ ธนาคารกลางจึงใช้วิธี ดูดซับ (sterilize) เงินทุนไหลเข้า การดำเนินการ sterilize เงินทุนไหลเข้านี้ ได้ผลแต่เพียงระยะสั้นเท่านั้น เนื่องจากการดูดซับเงินทุนไหลเข้านี้ทำให้อัตราดอกเบี้ยยังคงไม่ลดลง จึงยังเกิดแรงจูงใจด้านผลตอบแทนให้มีการนำเงินทุนเข้ามาอีก อีกทั้งการที่นักลงทุนเชื่อว่า ธนาคารกลางมีนโยบายเช่นนี้ ทำให้การนำเงินทุนเข้าเป็นไปด้วยความมั่นใจ ยิ่งนำเงินเข้าเพิ่ม ภาวะเช่นนี้ ทำให้เกิดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (current account deficit) มากขึ้นเรื่อยๆ และ เมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของตลาดเงินในประเทศกำลังพัฒนาแต่ละแห่ง กับ ปริมาณของเงินทุนไหลเวียนอันมหาศาล แล้ว จะพอเห็นได้ว่าการพยายามดูดซับเงินทุนนั้น หากจะได้ผล ก็เพียงระยะสั้นเท่านั้น

ดังนั้น หากเมื่อใด นโยบายการเงินภายในประเทศ ถูกควบคุมโดย นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แล้ว ภาระส่วนใหญ่ก็จะตกกับ นโยบายการคลัง แต่ การพัฒนาปัจจัยเศรษฐกิจพื้นฐาน (infrastructure) ในอนาคต รวมไปถึงการปฏิรูปการเงิน (financial reform) อาจถูกจำกัดด้วยนโยบายการคลังที่เข้มงวดนี้

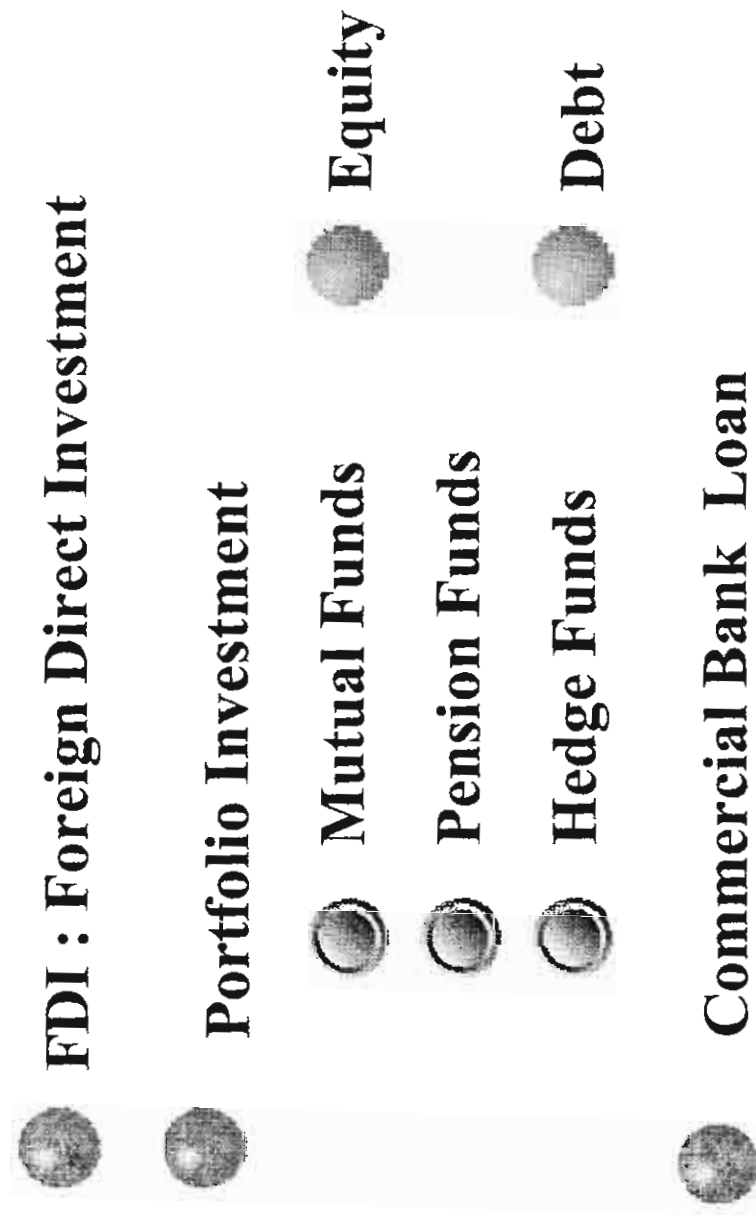
การปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่น โดย ให้อยู่ๆปรับสูงขึ้นในขณะที่เงินทุนไหลเข้า น่าจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่า การพบกับความเสียหายขนาดหนัก ในเวลาต่อมา

การไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นยังคงเป็นอันตรายที่ไม่หมดไป และควรได้รับการควบคุมให้มีผลเสียน้อยที่สุดเท่าที่จะทำได้ โดยไม่ก่อให้เกิดการบิดเบือนในตลาดเงิน เพราะในโลกของความเป็นจริง ระบบเศรษฐกิจไม่สามารถปรับตัวได้รวดเร็วทันใจตามความต้องการของตลาด เมื่อเกิดการไหลออกของเงินทุนมากๆ ด้วยสาเหตุที่นักลงทุนไม่พอใจกับปัจจัยพื้นฐาน ย่อมไม่ได้หมายความว่า ระบบจะสามารถปรับปรุงแก้ไขปัญหานั้นได้ภายในเวลาอันสั้น จนทำให้เงินทุนที่ไหลออกไปกลับคืนมาทันที นอกจากนั้น ความผันผวนของเงินทุนระยะสั้น ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอก ที่อยู่เหนือการควบคุมของประเทศกำลังพัฒนา อย่างสิ้นเชิง เช่น การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในตลาดสหรัฐ มีผลในการดึงเงินทุนกลับ ดังนั้น การที่มีเงินทุนไหลเข้ามาอย่างง่ายดาย และกลับออกไปได้อย่างทันทีนั้น ไม่ได้เป็นกลไกที่เกื้อหนุนให้ระบบเศรษฐกิจนั้นมีโอกาสปรับตัวให้ดีขึ้นตามในทฤษฎีแต่อย่างใด ตรงกันข้าม กลับจะเป็นอุปสรรคในการปฏิรูประบบการเงินด้วยซ้ำ

การควบคุมเงินทุนระยะสั้นให้ได้ผล จำต้องกระทำควบคู่ไปกับ การปฏิรูประบบการเงิน การพัฒนาการตรวจสอบสถาบันการเงินอย่างจริงจัง และ การพัฒนาระบบข้อมูลข่าวสารการลงทุน ให้มีประสิทธิภาพและความโปร่งใส การสร้างกฎเพื่อดำเนินเงินทุนระยะสั้น มีความหมายเพียงเป็นการให้โอกาสระบบการเงินมีเวลาปรับตัว หรือ ผ่อนคลายปัญหาได้ในระดับหนึ่งเท่านั้น การตั้งกฎควบคุมการไหลเข้าของเงินทุนนี้ ถึงแม้จะมีความจำเป็นสำหรับประเทศกำลังพัฒนา ก็ไม่ใช่เป็นเครื่องมือหลัก ในการควบคุมการไหลเข้าของเงินทุน เพราะกฎเหล่านี้มักจะใช้ไม่ได้นาน

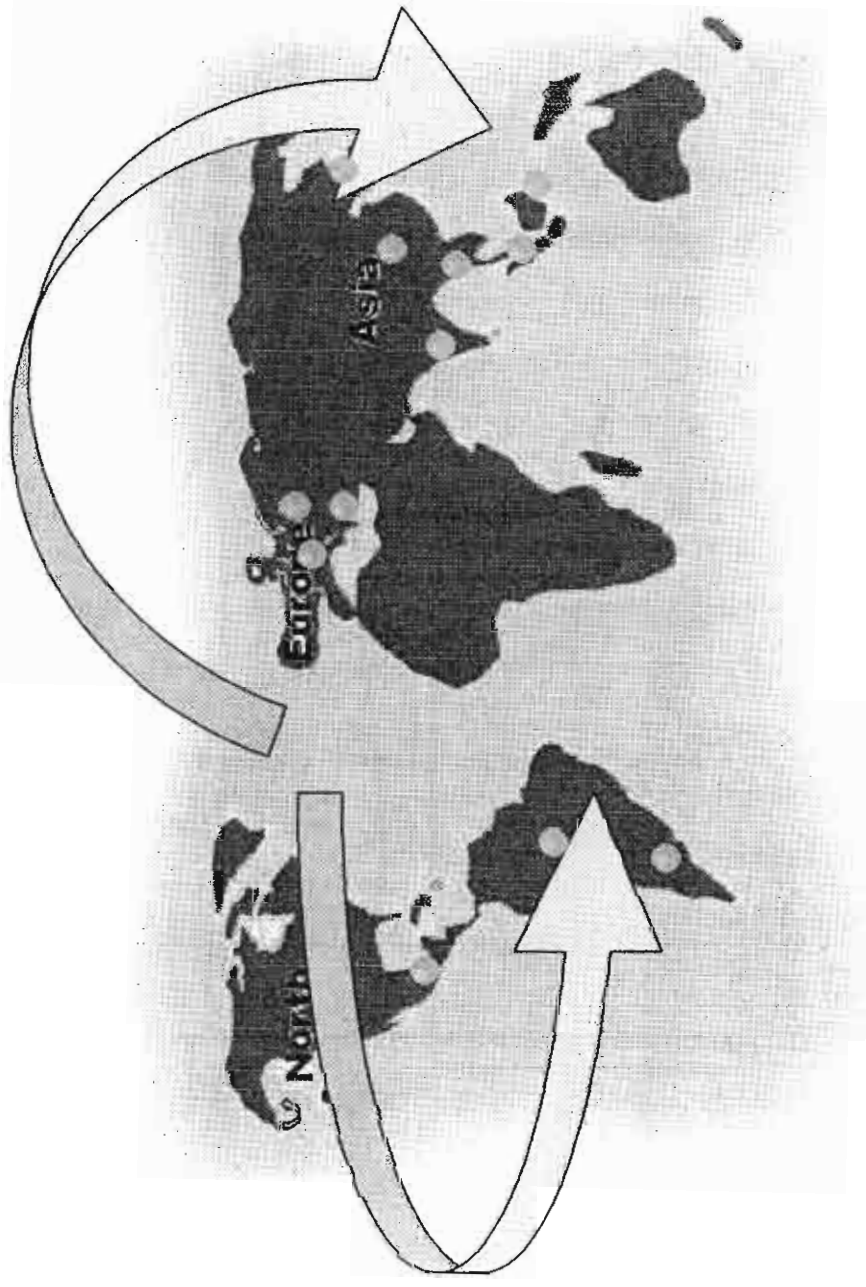
ระบบการเงินของโลกจำเป็นต้องมีการออกกฎควบคุม ให้มากขึ้นกว่าเดิมในระดับหนึ่ง เพื่อหลีกเลี่ยง หรือ บรรเทาปัญหาจากการไหลเวียนของเงินทุนที่นำมาสู่วิกฤตการณ์ ซ้ำแล้วซ้ำอีก สำหรับรายละเอียดมาตรการที่จะนำมาใช้นั้น ยังไม่ปรากฏชัดเจน และยังคงมีการหารือกันต่อไป ( December 1998)

# Private Flows and the Emerging Market



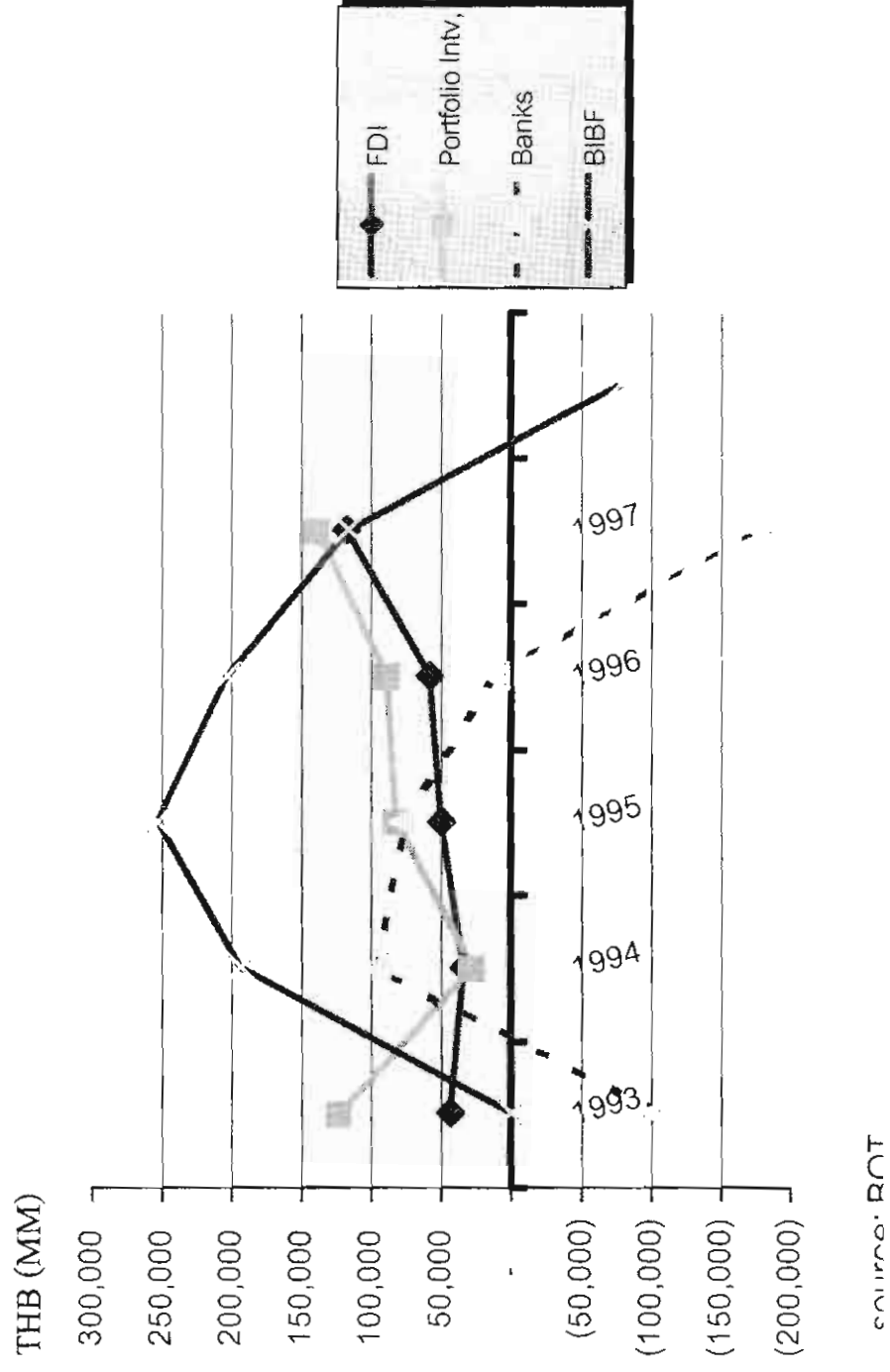
80% ของ Private Flows มีเป้าหมายเพียง

12 ประเทศ



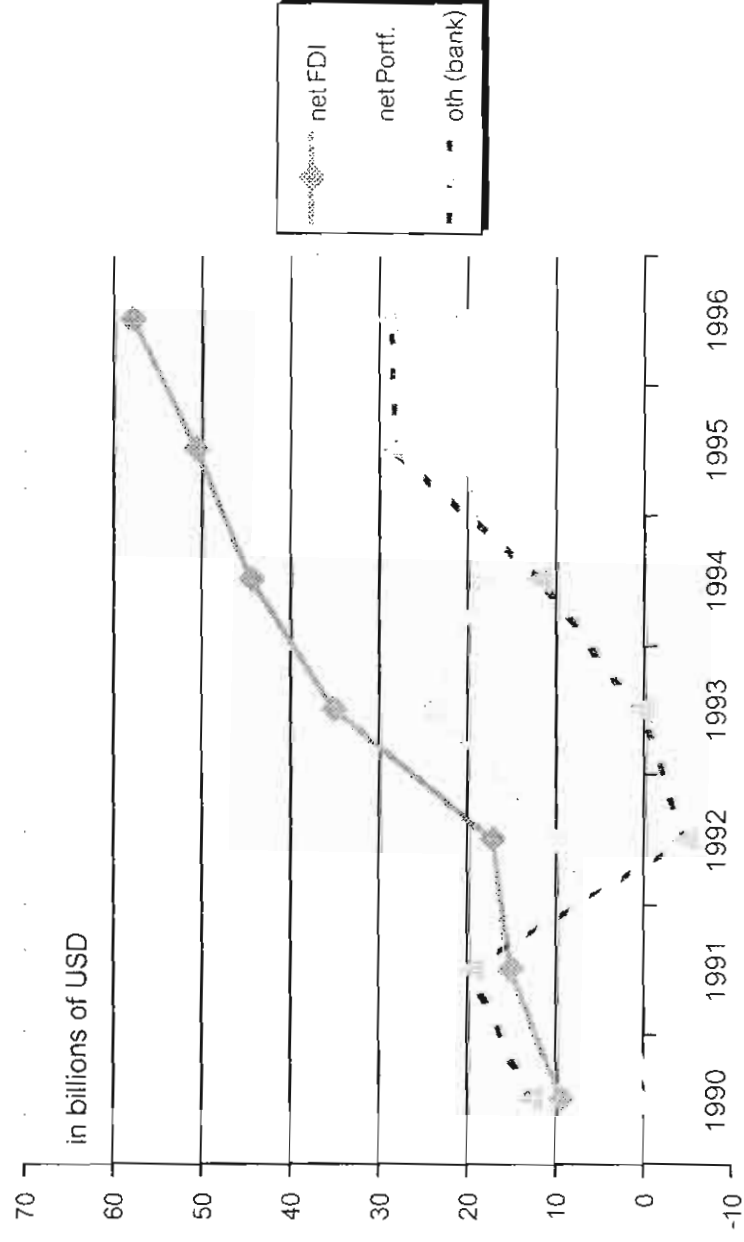


# Private Flows: Thailand



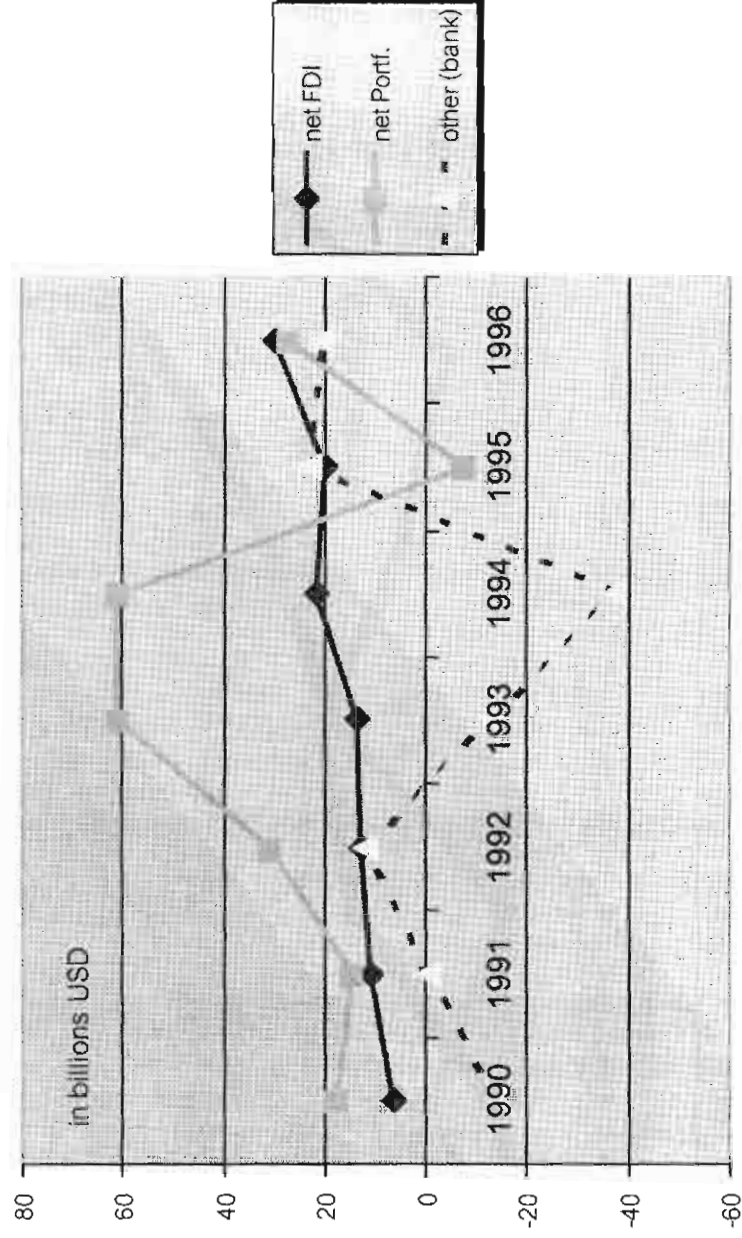
Source: BOT

# Private Flows: ASIA



Source: IMF

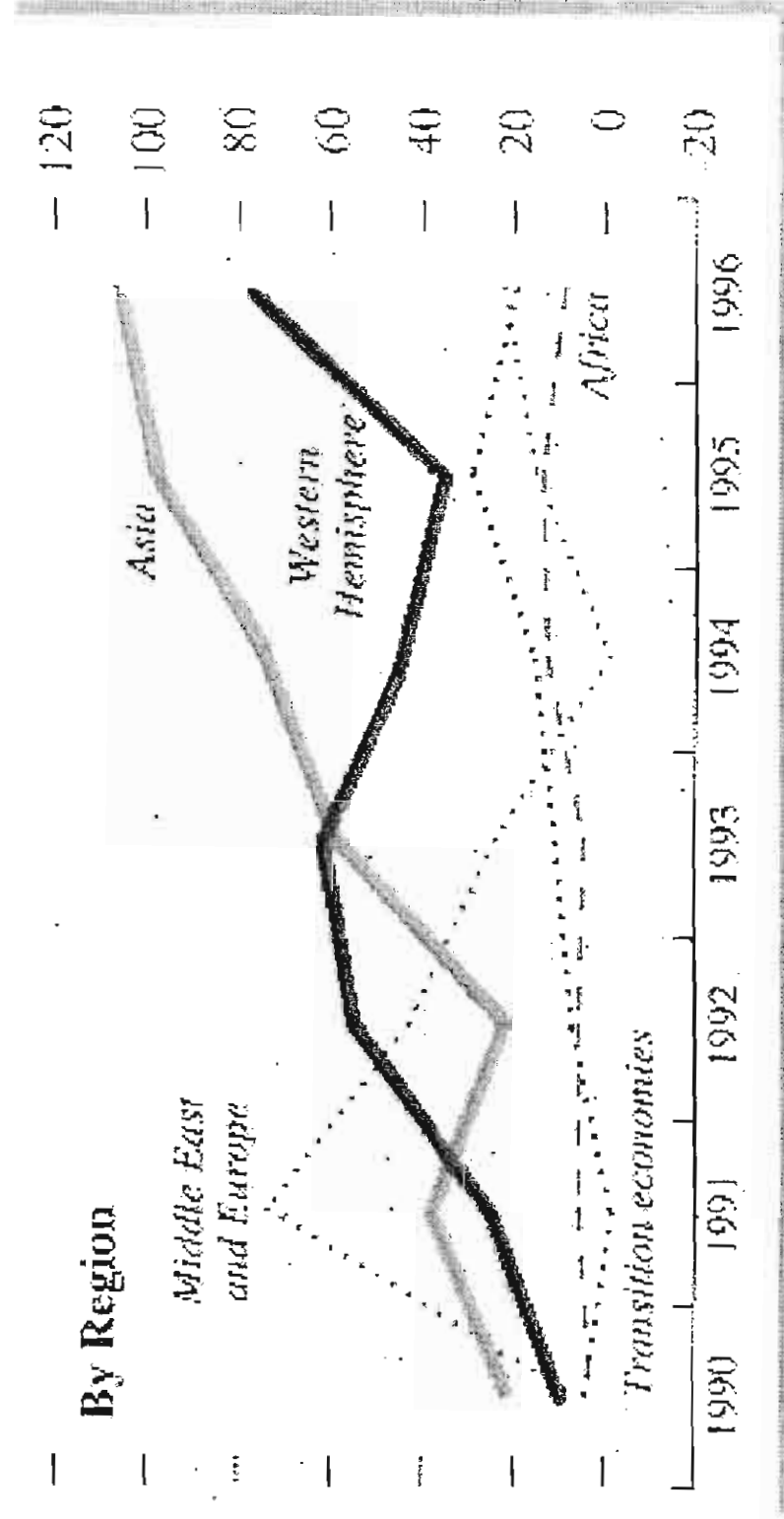
# Private Flows: Latin America



Source: IMF

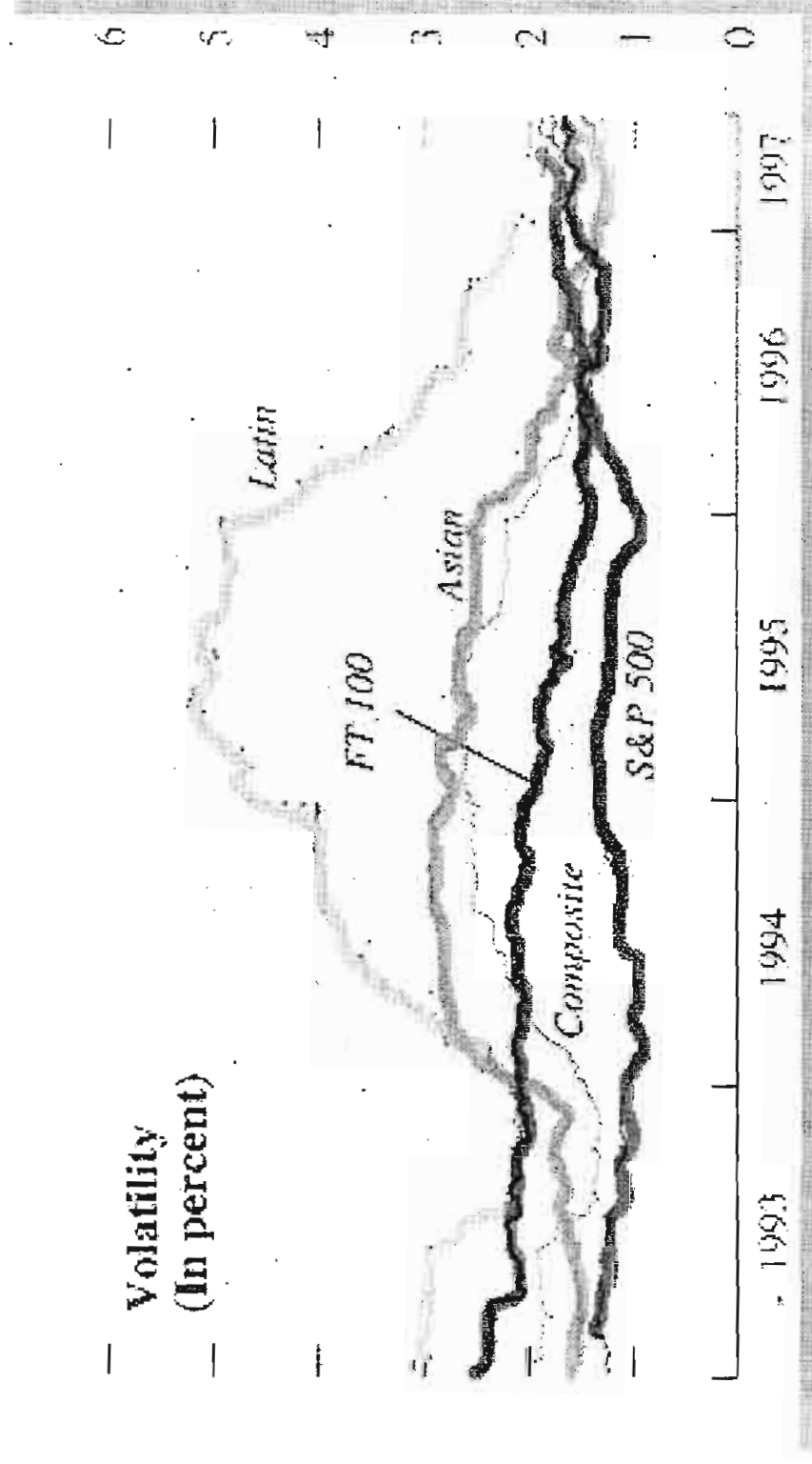
# Private Capital Flows by Regions

In billions USD



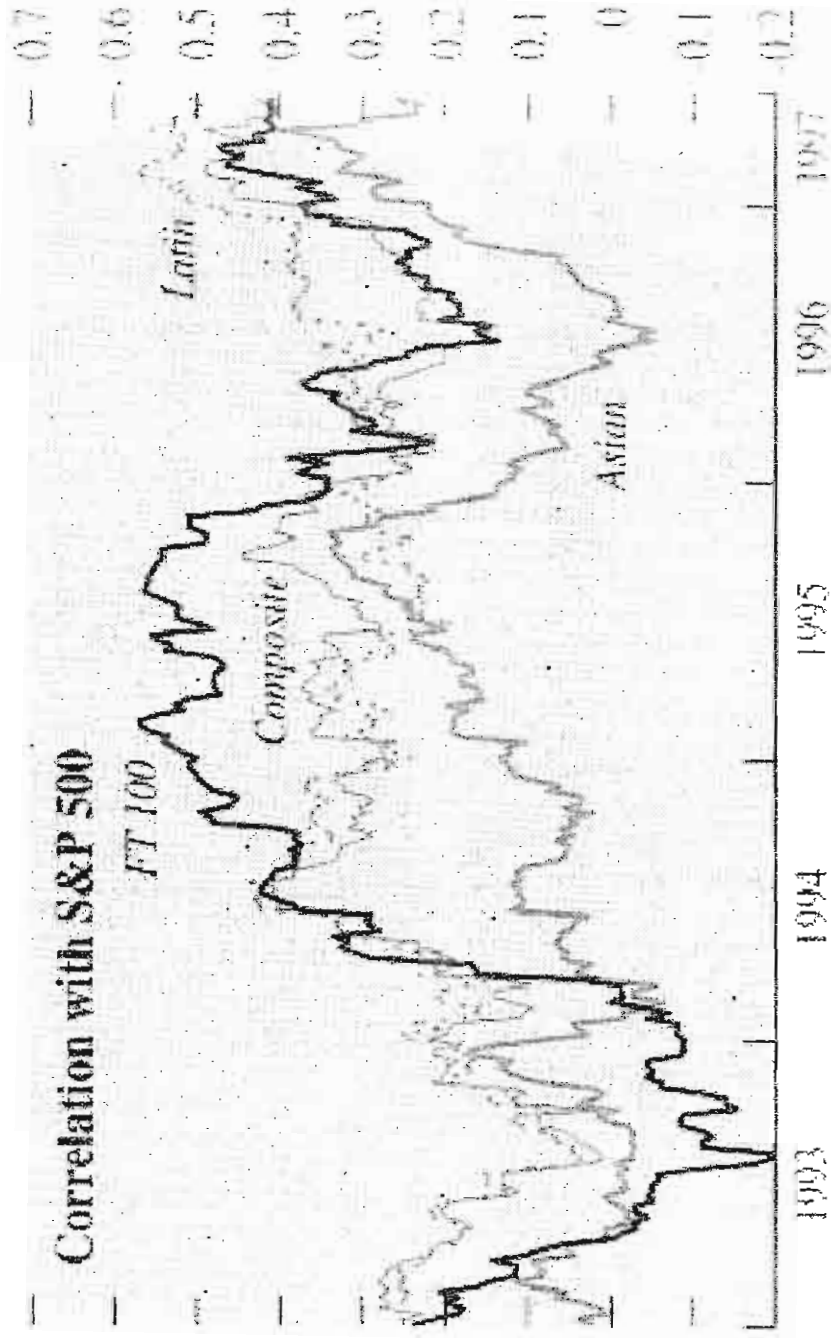
Source: IMF

## Emerging Market: Volatility Comparison



Source: IMF

## Emerging Market : Correlation



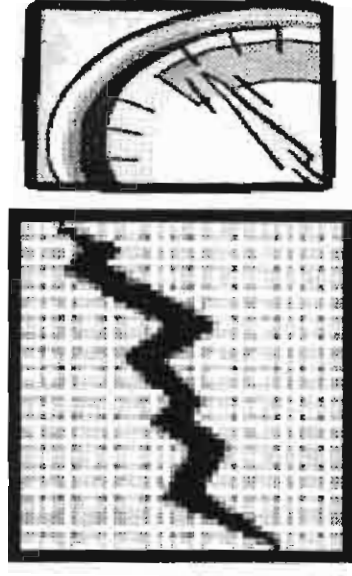
Source: IMF

ปัจจัยที่ทำให้ Portfolio Flows มีความผันผวนสูง

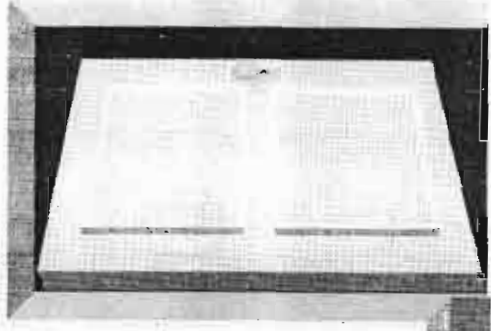
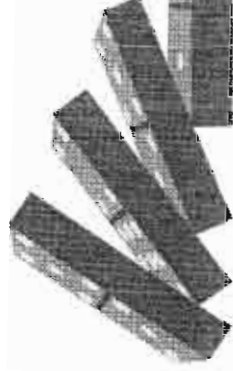
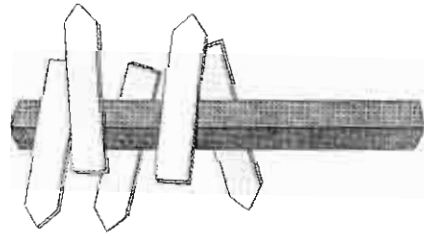
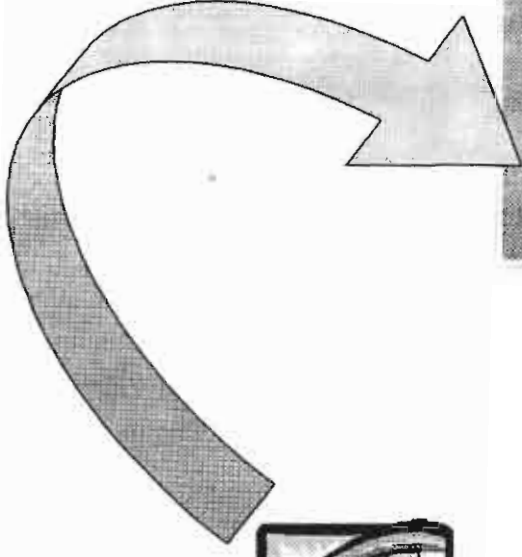
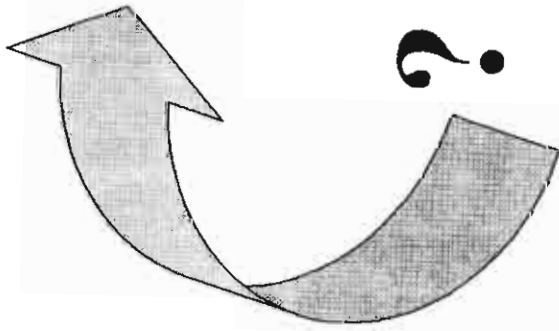
1. การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และ  
สภาพเศรษฐกิจ ของ ประเทศแหล่งเงิน
2. การเชื่อมโยงตลาด ระหว่างประเทศกำลังพัฒนา
3. Contagion Effect
- 4 จิตวิทยา

### **Herd Mentality**

5. Self-Fulfilling Attack

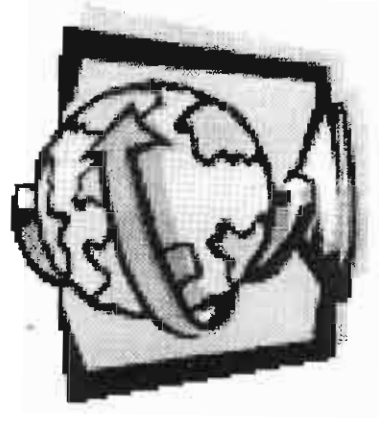


# Herd Mentality





## เหตุผลที่ควรมี Capital Control ในระดับหนึ่ง



- Capital flows ข้นอยู่กับปัจจัยภายนอกที่ควบคุมไม่ได้

- กลไกเศรษฐกิจไม่สามารถปรับตัวได้ทันทีตามความต้องการของตลาด

- ปัจจัยทางจิตวิทยา หรือ herd mentality ทำให้ capital flows รุนแรงเกินเหตุผลพื้นฐาน

**“สัญญาซื้อขายล่วงหน้าสำหรับวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศไทย”**

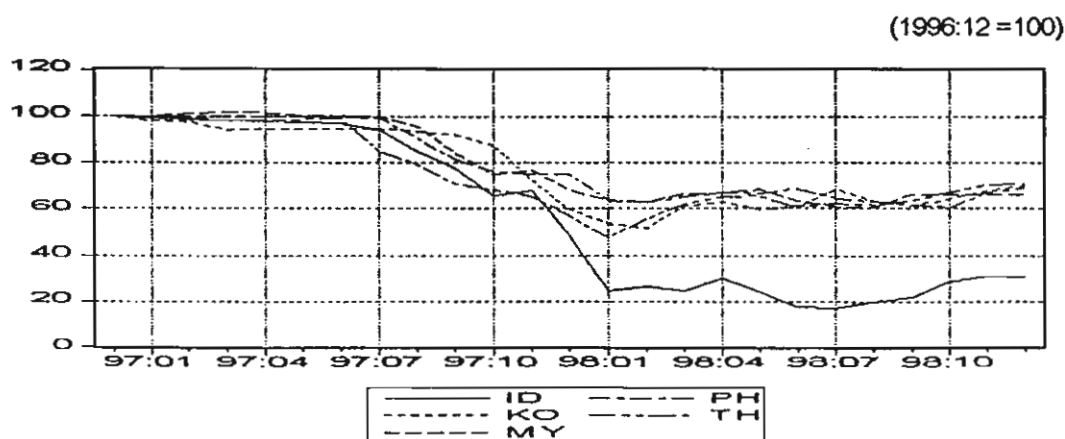
## สัญญาณเตือนภัยล่วงหน้าสำหรับวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศไทย

นาย ธราธร รัตนฤมิตศร

### 1. บทนำ

วิกฤตการณ์การเงิน (Financial Crises) ในภูมิภาคเอเชีย ค.ศ. 1997-98 ได้เกิดขึ้น ณ ประเทศไทยเป็นประเทศแรก ภายหลังจากที่ประเทศไทยประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตรึงค่าเงินมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Floating Exchange Rate System) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม ค.ศ. 1997 ซึ่งภายหลังการประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนนี้ผลทำให้ค่าเงินบาทของตลาดภายในประเทศลดลง (Depreciate) ทันทีร้อยละ 7.17 และตลาดต่างประเทศร้อยละ 19.10 หลังจากนั้นค่าเงินบาทของไทยได้อ่อนตัวที่สุดอยู่ที่ประมาณ 55.5 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์ สหรัฐ เมื่อวันที่ 12 มกราคม ค.ศ. 1998 ภายหลังจากที่เงินบาทถูกปล่อยให้ลอยตัว นักเก็งกำไร (Speculators) และกองทุนประกันความเสี่ยง (Hedge Funds) ได้หันไปโจมตีเงินเปโซ (Peso) ฟิลิปปินส์หลายครั้ง จนในที่สุดธนาคารแห่งประเทศไทยจำเป็นต้องประกาศให้ค่าเงินเปโซมีค่าลอยตัวเมื่อวันที่ 11 กรกฎาคม ค.ศ. 1997 ในวันเดียวกันธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้ประกาศขยายขอบอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Band) ของเงินรูเปียห์ (Rupiah) จากที่เคยปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวขึ้นลงภายในกรอบร้อยละ 8 เพิ่มเป็นร้อยละ 12 และต่อมาในวันที่ 14 สิงหาคม ค.ศ. 1997 ประเทศอินโดนีเซียได้เปลี่ยนมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ดังแสดงในแผนภาพที่ 1 ที่ได้แสดงถึงการอ่อนตัวของค่าเงินของประเทศต่าง ๆ ในเอเชีย 5 ประเทศได้แก่ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และประเทศไทย

แผนภาพที่ 1 แสดงการอ่อนตัวของค่าเงินในประเทศเอเชียที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงิน



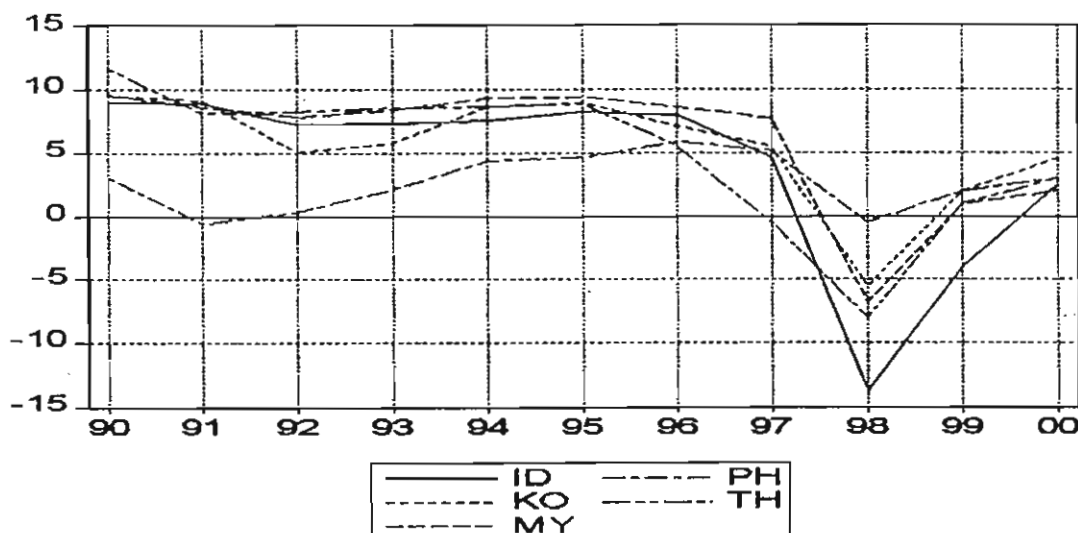
ที่มา : Datastream

หมายเหตุ : ID คือประเทศอินโดนีเซีย KO คือประเทศเกาหลีใต้ MY คือประเทศมาเลเซีย PH คือประเทศฟิลิปปินส์ และ TH คือประเทศไทย

หลังจากนั้นวิกฤตการณ์ได้แพร่กระจายต่อไป (Contagion Effect) สู่ประเทศอื่น ๆ ทั้งประเทศญี่ปุ่น ประเทศเกาหลีใต้ ประเทศรัสเซีย ตลอดจนประเทศบราซิล จนอาจถือได้ว่าวิกฤตการณ์ครั้งนี้เป็นวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินครั้งสำคัญและมีผลกระทบใหญ่หลวงครั้งหนึ่งของโลกในทศวรรษนี้

แผนภาพที่ 2 แสดงอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ  
ที่เกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินเอเชีย 5 ประเทศ

(ร้อยละ)



ที่มา : กองทุนการเงินระหว่างประเทศ

หมายเหตุ : ปี 1999-2000 เป็นตัวเลขประมาณการ

แผนภาพที่ 2 แสดงถึงอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตมวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (Real Gross Domestic Products Growth) ของประเทศที่เกิดวิกฤตการณ์ในเอเชีย 5 ประเทศซึ่งตกต่ำลงเป็นอย่างมากภายหลังที่เกิดวิกฤตการณ์ โดยเฉพาะประเทศอินโดนีเซียในปี 1998 ที่อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจติดลบถึงร้อยละ 13.7 รองลงมาคือประเทศไทย ติดลบร้อยละ 8 ซึ่งจากการคาดการณ์ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศนั้น ในปี 1999 อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอินโดนีเซียยังคงติดลบร้อยละ 4 และสำหรับประเทศไทยคาดว่าจะฟื้นตัวจากวิกฤตได้โดยมีอัตราการขยายตัวอยู่ที่ร้อยละ 1 ในปี 1999 และ ร้อยละ 3 ในปี 2000

การที่ประเทศได้เผชิญกับสถานการณ์ที่ระดับอัตราแลกเปลี่ยนลดลงในอัตราที่สูงนี้ วงวิชาการเศรษฐศาสตร์เรียกว่า ประเทศนั้นเกิด “วิกฤตการณ์ค่าเงิน” (Currency Crisis)<sup>1</sup> หรือ “วิกฤตการณ์ดุลการชำระเงิน” (Balance of Payment Crisis) ซึ่งการใช้คำนี้ถือเป็นการระบุเจาะจงลงไปว่า “วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงิน” เริ่มต้นเกิดจากการอ่อนตัวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างสูง เพราะวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินอาจเริ่มต้นจากภาคธนาคาร หรือที่เรียกกันว่า “วิกฤตการณ์ธนาคาร” (Banking Crises) หรืออาจเริ่มต้นจากภาระหนี้ต่างประเทศ หรือ เรียกว่า “วิกฤตการณ์หนี้สินต่างประเทศ” (International Debt Crisis) ซึ่งการศึกษาคำนี้จะเน้นที่วิกฤตการณ์ค่าเงินเป็นสำคัญ

ความหมายที่ยอมรับกันโดยทั่วไปของวิกฤตการณ์ค่าเงิน หมายถึง สถานการณ์ที่ประเทศถูกโจมตีค่าเงิน (Speculative Attack) จากนักเก็งกำไรค่าเงิน แล้วตามมาด้วยการลดค่าเงิน (Devaluation) โดยรวมไปถึงสถานการณ์ที่การโจมตีค่าเงินที่ไม่สำเร็จด้วย ซึ่งคือมีการโจมตีค่าเงินที่ปราศจากการลดค่าเงินตามมา แต่มีต้นทุนในการปกป้องเพิ่มสูงขึ้น อาทิ อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงในอัตราที่สูง เป็นต้น<sup>2</sup>

วิกฤตการณ์ค่าเงินไม่ได้เพิ่งเกิดขึ้น ณ ประเทศไทยครั้งนี้เป็นครั้งแรก ในอดีตเคยมีวิกฤตการณ์ค่าเงินเกิดขึ้นมาแล้วหลายครั้ง Bordo and Schwartz (1996) ได้สรุปถึงวิกฤตการณ์ค่าเงินครั้งสำคัญ ๆ ของโลกตั้งแต่ช่วงก่อนสงครามโลกครั้งที่สอง (World War II) จนถึงหลังสงครามโลกครั้งที่สอง ระบบเบรตตันวูด (Bretton Woods) จนกระทั่งหลังการพังทลายของระบบเบรตตันวูด ซึ่งเป็นช่วงที่มีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ (Managed Float Regime) อย่างแพร่หลาย ดังที่แสดงในตารางที่ 1 Bordo and Schwartz (1996) ได้แสดงให้เห็นว่าวิกฤตการณ์ค่าเงินไม่ใช่เรื่องใหม่ แต่วิกฤตการณ์ค่าเงินได้เกิดขึ้นครั้งแรก ๆ ในโลกตั้งแต่ปี ค.ศ. 1716 และ ได้เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบันทั้งกับประเทศที่พัฒนาแล้วและกับประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษหลัง ๆ ที่วิกฤตการณ์ได้เกิดขึ้นกับประเทศกำลังพัฒนาเพิ่มขึ้นดังพิจารณาได้จากการศึกษาของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund หรือ IMF) ที่เน้นศึกษาเฉพาะช่วงหลังระบบเบรตตันวูดพังทลายลง (Bretton Wood's Collapse , 1971-73)

<sup>1</sup> นอกจากนี้ยังมีชื่อเรียกอื่น ๆ อีกที่ให้ความหมายไปในทางเดียวกัน คือ วิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Crisis) , การพลิกกลับของดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account Reversal) รวมทั้ง การพลิกกลับของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital Flow Reversal)

<sup>2</sup> นิยามข้างต้นเป็นของ Eichengreen, Rose, and Wyplosz (1995) ซึ่งมีการใช้อย่างแพร่หลาย โดยในที่นี้จะยึดความหมายนี้เป็นหลัก

## ตารางที่ 1 แสดงวิกฤตการณ์ค่าเงินครั้งสำคัญของโลก

| ช่วงก่อนสงครามโลก<br>(ก่อน 1947)     | ช่วง Bretton Woods<br>(1947-1973)    | ช่วง Managed Float<br>Regime<br>(1973-1999)                 |
|--------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 1. John Law's Operations , 1716-20   | 1. Sterling in Crisis , 1947-49      | 1. European Economic Community Snake                        |
| 2. England , 1797                    | 2. Sterling in Crisis , 1957         | 2. Chile's Currency Crisis , 1982                           |
| 3. The United States , 1861          | 3. French Franc in Crisis , 1968-69  | 3. Mexican Devaluation , 1976 , 1982 , 1994                 |
| 4. U.S. Currency Weakness , 1894-96  | 4. U.S. Dollar in Crisis , 1960      | 4. Crisis in the European Exchange rate Mechanism , 1992-93 |
| 5. Canada Crisis , 1907              | 5. Bretton Wood's Collapse , 1971-73 | 5. Asian's Currency Crisis , 1997-98                        |
| 6. Crisis of 1914                    |                                      |                                                             |
| 7. French Franc Crisis , 1923-26     |                                      |                                                             |
| 8. Sterling , 1931                   |                                      |                                                             |
| 9. The Dollar Crisis , February 1933 |                                      |                                                             |
| 10. Gold Bloc , 1935-36              |                                      |                                                             |

ที่มา : สรุปจาก World Economic and Financial Surveys (Nov , 1997) และ Bordo and Schwartz (1996)

กองทุนการเงินระหว่างประเทศได้ศึกษาพบว่าช่วงปี ค.ศ.1975-1997 มีวิกฤตการณ์ค่าเงินเกิดขึ้นในโลกทั้งหมด 158 ครั้ง โดยรวมถึงวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในเอเชีย ปี ค.ศ.1997 จำนวน 5 ครั้ง คือ ที่ประเทศไทย อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซียและฟิลิปปินส์ พบลักษณะที่น่าสนใจเกี่ยวกับวิกฤตการณ์ค่าเงิน คือวิกฤตการณ์ค่าเงินเกิดขึ้นในประเทศตลาดเกิดใหม่มากกว่าประเทศอุตสาหกรรมประมาณ 2 เท่า โดยเกิดขึ้นกับประเทศอุตสาหกรรมทั้งหมด 42 ครั้ง เกิดขึ้นกับประเทศตลาดเกิดใหม่ 116 ครั้ง ความสูญเสียของผลผลิตต่อวิกฤตแต่ละครั้ง (Loss of Output per Crisis) เท่ากับร้อยละ 4.3 โดยความสูญเสียของผลผลิตต่อวิกฤตแต่ละครั้งของประเทศตลาดเกิดใหม่จะเท่ากับร้อยละ 4.8 ซึ่งสูงกว่าประเทศอุตสาหกรรมแล้วที่เท่ากับร้อยละ 3.1 ส่วนระยะเวลาเฉลี่ยในการฟื้นตัว (Average Recovery Time) พบว่าเฉลี่ยประมาณ 1 ปี 7 เดือน และประเทศอุตสาหกรรมใช้ระยะเวลาในการฟื้นตัวประมาณ 2 ปี ซึ่งสูงกว่าประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ใช้เวลาในการฟื้นตัวเฉลี่ยประมาณ 1 ปีครึ่ง