

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

จากการประมาณค่าสมการเงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งหมด ไม่พบว่าเกิดการสูญเสียประสิทธิผลของนโยบายการเงินขึ้นในสมการเงินทุนเคลื่อนย้ายรวม ต่างกับการสูญเสียประสิทธิผลที่เกิดขึ้นกับเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนระยะยาว โดยที่ประสิทธิผลของนโยบายการเงินในการนำเข้าเงินทุนระยะสั้นจะสูญเสียไปมากกว่าการนำเข้าเงินทุนระยะยาวเล็กน้อย เนื่องจากเงินทุนระยะสั้นเกิดความผันผวนได้สูงและง่าย อันจะส่งผลกระทบต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่รวดเร็วจนยากที่จะมีมาตรการมาควบคุมได้ทัน ดังเช่นผลที่มีต่อสภาพคล่องในระบบการเงินของประเทศในปัจจุบัน ที่การเคลื่อนย้ายเงินทุนออกนอกประเทศเมื่อเกิดวิกฤตเรื่องค่าเงินบาท ทำให้สภาพคล่องตึงตัวขึ้นมาทันที แต่อย่างไรก็ตามทางธนาคารกลางยังสามารถควบคุมฐานเงินจากการทำ Sterilization ได้ในระดับหนึ่ง การเปิดให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้เสรีจึงไม่ทำให้ประสิทธิผลของนโยบายการเงินของไทยสูญเสียไปทั้งหมด ดังแนวคิดทางการเงิน (Monetary Approach) ที่มองว่าผลของนโยบายการเงินในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จะถูกเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศลบล้างไปทั้งหมด

นอกจากนั้นยังพบอีกว่าเงินกู้ยืมของรัฐบาลและเงินกู้ที่รัฐบาลค้ำประกันจากต่างประเทศจะมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับการไหลเข้าของเงินทุนคือ การเพิ่มขึ้นของหนี้ดังกล่าวจะทำให้เกิดการชะลอตัวหรือการไหลออกของเงินทุนบ้างในระดับหนึ่ง อัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศทั้งระยะสั้นและระยะยาว ต่างกับเงินทุนเคลื่อนย้ายที่รวมภาคธนาคารด้วย ที่ได้รับผลกระทบจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากที่สุด

ผลของอัตราเงินเฟ้อที่กระทบต่อทั้งเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนระยะยาวค่อนข้างใกล้เคียงกัน เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยหนึ่งที่กระทบต่อผลตอบแทนในการลงทุนไม่ว่าระยะสั้นหรือระยะยาว เช่น การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ โดยระดับอัตราเงินเฟ้อจะเคลื่อนไหวไปตามปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิ เพราะเมื่อระดับอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ประเทศย่อมต้องคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูง ซึ่งจะดึงดูดให้เกิดเงินทุนไหลเข้า หรือปริมาณเงินทุนไหลเข้าเองยังสามารถกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวของสินเชื่อและการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น อันจะนำไปสู่แรงกดดันให้เกิดอัตราเงินเฟ้อตามมา

อย่างไรก็ตามทางการควรมีมาตรการ/การเพื่อให้เงินส่วนใหญ่ที่ไหลเข้ามาเป็นเงินทุนระยะยาว เช่นเร่งให้มีอัตราการขายตัวทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตที่แท้จริงมากขึ้น ในขณะที่พยายามควบคุมระดับอัตราเงินเฟ้อ โดยการลดรายจ่ายที่ไม่จำเป็นทั้งภาครัฐบาลและเอกชน แทนที่จะคงดอกเบี้ยไว้สูงซึ่งอาจจะดึงดูดได้เฉพาะเงินทุนระยะสั้นเท่านั้น

และเมื่อพิจารณาถึงเงินทุนเคลื่อนย้ายรวม จะพบว่ามีเพียงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเท่านั้นที่เป็นปัจจัยส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวนี้มักเป็นปัจจัยในการพิจารณาหลักของนักลงทุนระหว่างประเทศ เพราะสามารถสะท้อนถึงเสถียรภาพและความมั่นคงทางเศรษฐกิจ อีกทั้งความสามารถในการชำระคืนเงินกู้ของประเทศได้อย่างชัดเจนที่สุด นอกจากนั้น วัตถุประสงค์หลักของการนำเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามา ก็เพื่อชดเชยปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกิดขึ้นภายในประเทศเป็นสำคัญ ส่วนปัจจัยที่สำคัญอีกประการที่แม้ว่าจะไม่มีนัยสำคัญในแบบจำลอง คือ ระดับอัตราแลกเปลี่ยนหรือความเชื่อมั่นของค่าเงินของประเทศ ซึ่งในที่นี้ถ้ามีการคาดการณ์เกี่ยวกับการลดค่าเงินเกิดขึ้นจะมีผลเสียต่อการไหลเข้าของเงิน โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้นที่สามารถเคลื่อนย้ายเข้าออกประเทศได้อย่างรวดเร็วและเสรีจะได้รับผลกระทบมากกว่าเงินทุนระยะยาวอย่างมาก เช่นสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน การเกิดข่าวลือเรื่องการลดค่าเงินบาทมีผลให้เกิดการไหลออกของเงินทุนจำนวนมาก แต่เนื่องจากทางธนาคารแห่งประเทศไทยค่อนข้างจะรักษาเสถียรภาพให้ค่าเงินบาทคงที่มาโดยตลอดดังนั้นความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในแบบจำลองจึงมีน้อยไม่ส่งผลกระทบต่อ การไหลเข้าของเงินอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการวัดระดับการทำ Sterilization ของไทยพบว่าในช่วงปี 1985 - 1995 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดการไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมากขึ้น อันเป็นเหตุให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีการป้องกันผลกระทบต่อฐานเงิน (Sterilization) ถึงประมาณ 67.5% ซึ่งผลที่ได้นี้ เพิ่มขึ้นจากที่เคยประมาณได้โดย Hataiseree (1995) ที่วิเคราะห์ในช่วงปี 1980 - 1990 ว่าไทยมีระดับ Sterilization ประมาณ 38% และยิ่งมากกว่าผลที่ Fry (1989) วิเคราะห์ว่าทั้งกลุ่มประเทศ Pasific Basin ที่มีประเทศไทยรวมอยู่ด้วยว่า มีระดับการทำ Sterilization อยู่ที่ 54% ในช่วงปี 1968 - 1985 อันแสดงให้เห็นว่าในช่วง 5 ปีถัดมา ซึ่งเป็นช่วงที่มีการเปิดเสรีทางการเงินจึงมีปริมาณเงินไหลเข้ามาในประเทศไทยสูงขึ้น อีกทั้งเงินจำนวนดังกล่าวมักเป็นเงินทุนระยะสั้นที่อาจสร้างความผันผวนต่อระบบเศรษฐกิจมากกว่าเดิม จึงทำให้ธนาคารกลางต้องป้องกันผลกระทบต่อฐานเงิน หรือทำ Sterilization ในระดับสูงขึ้น

การทำ Sterilization ภายในประเทศไม่เพียงช่วยป้องกันความผันผวนที่จะเกิดกับปริมาณเงิน แต่ยังช่วยให้ค่าเงินไม่แข็งตัวเกินไปเมื่อมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากด้วย เนื่องจากการเพิ่มปริมาณพันธบัตรภายในประเทศขึ้น อีกทั้งทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยยังคงสูงขึ้นไปอยู่ต่อไปไม่สามารถลดลงได้ ดังนั้นแม้จะมีเงินทุนไหลเข้ามาเพิ่มขึ้น แต่ก็จะมีแรงผลักดันให้เกิดกระแสการคาดการณ์ถึงแนวโน้มการลดค่าเงินในอนาคตสูงขึ้นไปด้วยเช่นกัน

ส่วนสุดท้าย ผลของเงินทุนไหลเข้า ในระยะยาวจะส่งผลต่อค่าเงินที่แท้จริงของไทยซึ่งแทนด้วยดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงถ่วงน้ำหนัก ให้มีค่าอ่อนลงถึง 21.5% หรือทำให้ประเทศไทยมีความสามารถในการแข่งขันกับตลาดโลกสูงขึ้นพอสมควร สังเกตจากแผนภาพ 5.1 ที่ภายหลังประเทศไทยปรับปรุงอัตราแลกเปลี่ยนไปอิงกับตะกร้าเงินในปี 1984 ตั้งแต่ปี 1985 เป็นต้นมา เงินบาทมีค่าอ่อนลงมาโดยตลอด จนกระทั่งประมาณไตรมาสที่สองของปี 1993 ที่มีการเปิดเสรี BIFs ทำให้เงินจากต่างประเทศไหลเข้ามามากขึ้นกว่าเดิมจนทำให้ค่าเงินบาทเริ่มแข็งขึ้น แต่เป็นการแข็งขึ้นเพียงเล็กน้อย เนื่องจากเงินที่เข้ามานี้ส่วนใหญ่จะเข้าสู่การลงทุนในภาคการผลิตที่แท้จริง อันเป็นปัจจัยที่ช่วยหนุนให้ค่าเงินของประเทศดีขึ้น อย่างไรก็ตามจะมีแรงกดดันจากอัตราเงินเฟ้อเกิดตามมาด้วย เพราะเงินที่ไหลเข้ามาจำนวนมากไม่น้อยก่อให้เกิดการขยายตัวของสินค้าภายในประเทศ การขยายตัวอย่างรวดเร็วของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ หรือแม้แต่ในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้เศรษฐกิจภายในประเทศเติบโตอย่างเกินตัว การใช้จ่ายภายในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจนผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ในช่วงปี 1993 - 1995 และลดความสามารถในการแข่งขันของประเทศลงในช่วงเวลาดังกล่าว

การขยายตัวของสินค้าภายในประเทศของภาครัฐบาล ยังเป็นเหตุให้ค่าเงินที่แท้จริงอ่อนตัวลงได้อย่างมากเช่นกัน เพราะเปรียบเทียบการที่ภาครัฐบาลซึ่งเป็นภาคที่มีประสิทธิภาพการผลิตต่ำ แย่งชิงทรัพยากรจากภาคเอกชนที่มีประสิทธิภาพการผลิตสูงกว่า อันจะไปบั่นทอนการขยายตัวของภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศ (Crowding Out Effect) และนำไปสู่ความเสื่อมลงของค่าเงินในระยะยาว ตรงข้ามกับการที่รัฐบาลก่อนนี้จากต่างประเทศ แม้จะมีจำนวนน้อยกว่าภาคเอกชนมากก็ตาม แต่ก็มักเป็นการก่อกำเนิดเพื่อจูงใจโครงการที่จำเป็นต่อการพัฒนาประเทศในระยะยาวเท่านั้น เช่น สาธารณูปโภค ซึ่งจะนำไปสู่ความพร้อมทางพื้นฐานแก่การลงทุนของภาคเอกชน จึงอาจช่วยให้เงินของประเทศมีค่าดีขึ้นในอนาคต

การศึกษาถึงผลของการเปิดเสรีทางการเงินและการรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศเมื่อ ปี 1990 พบว่า จะกระทบแต่เพียงอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเท่านั้น เนื่อง

จากมาตรการดังกล่าวจะทำให้ระบบการเงินของไทยมีความคล่องตัวในการเคลื่อนย้ายเงินทุนขึ้น อีกทั้งการเริ่มทำธุรกรรม BIBFs เมื่อปี 1993 ยังเป็นแรงเสริมให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีช่องทางการเคลื่อนย้ายได้หลากหลายขึ้น จึงทำให้เมื่อปี 1993 การเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้น (SCF) เริ่มมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างเห็นได้ชัด

ประเด็นที่น่าสนใจเกี่ยวกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทย ที่ในปัจจุบันเปลี่ยนมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบควบคุม (managed float exchange rate) อันเป็นระบบที่สามารถสะท้อนถึงระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้ดีขึ้น ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนจากการคาดการณ์ถึงการลดค่าเงินที่เคยเกิดขึ้นกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนเดิมที่อิงตะกร้าเงิน เพราะการผูกค่าเงินบาทกับเงินหลายสกุล โดยมีเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นสกุลเงินลอยตัวเป็นส่วนประกอบหลักเป็นผลให้ เมื่อใดก็ตามที่เงินดอลลาร์สหรัฐฯ เกิดความผันผวนขึ้น ผลของความผันผวนดังกล่าวจะกระทบมาสู่ค่าเงินบาททันที ยิ่งกว่านั้นระบบตะกร้าที่ค่าเงินบาทตรึงอยู่นั้นถูกใช้มาตั้งแต่ปี 1985 การคาดเดาถึงสัดส่วนของสกุลเงินที่อยู่ในตะกร้าจึงเป็นสิ่งที่สามารถทำได้ ทั้งเพื่อมาใช้คาดการณ์ทิศทางของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตสำหรับป้องกันความเสี่ยงหรือแม้กระทั่งการเก็งกำไร อย่างไรก็ตาม ต้นทุนจากความผันผวนของค่าเงินบาทภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวยังคงเกิดขึ้นตามมา อันจะเพิ่มต้นทุนความเสี่ยงให้สูงขึ้นแก่ภาคส่งออกและนำเข้าของไทย

ดังนั้นแนวทางที่พอจะเป็นไปได้ในปัจจุบัน คือ การเร่งพัฒนาตลาดเงินภายในประเทศให้แข็งแกร่งมากขึ้น ควบคู่ไปกับการพัฒนาเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง ทั้งในอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนให้สอดคล้องและเกิดประโยชน์ต่อระบบการเงินของไทยมากที่สุด เพื่อให้ตลาดเงินภายในประเทศอยู่ในภาวะที่พร้อมมากขึ้นในการรองรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่นี้ และเพื่อให้การไหลเข้าของเงินทุนก่อประโยชน์สูงสุดต่อเศรษฐกิจ รวมทั้งประสิทธิภาพและประสิทธิผลของนโยบายการเงินของประเทศ อย่างไรก็ตามการวางกรอบนโยบายการเงินที่เกิดขึ้น ต้องกำหนดให้แน่ชัดว่าจะให้เกิดการขยายตัวของปริมาณเงินภายในประเทศในระดับใด ซึ่งควรเป็นระดับที่สอดคล้องกับระดับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ และการดำเนินนโยบายการเงินต้องเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับนโยบายการคลัง โดยมีความเป็นอิสระปราศจากการครอบงำจากอำนาจอิทธิพลทางการเมือง

และสิ่งที่ทางการน่าจะทำต่อไป คือ พยายามลดการแทรกแซงตลาดลงให้มากที่สุด เช่น เมื่อมีเงินทุนไหลเข้ามาในระบบมากขึ้น ก็ควรปล่อยให้สภาพคล่องส่วนเกินขึ้นบ้าง เพื่อเปิด

ของให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศปรับตัวลดลงได้ แล้วในที่สุดกลไกตลาดจะจัดการกับสภาพคล่อง โดยการลดลงของอัตราดอกเบี้ยนี้จะไปชะลอการไหลเข้าของเงินเอง นอกจากนั้นการลดลงของอัตราดอกเบี้ยยังมีส่วนช่วยให้ต้นทุนของสินค้าภายในประเทศลดลง และถ้ารัฐบาลออกมาตราการเพื่อส่งเสริมให้เกิดการลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศ เช่น ภาคการผลิตและภาคส่งออก อันจะก่อรายได้และความเจริญเติบโตของประเทศแล้ว ค่าเงินที่แท้จริงของประเทศ ซึ่งได้รับอิทธิพลของปัจจัยเหล่านี้เป็นหลัก ย่อมมีค่าสูงขึ้นได้อย่างมีเสถียรภาพ ส่วนในแง่ของอัตราเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นได้เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง และจากการขยายตัวของเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นนั้น ทางภาครัฐบาลควรมีมาตรการในการลดค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นลง เช่นการขึ้นภาษีสรรพสามิต หรือแม้แต่การควบคุมวินัยทางการคลังของภาครัฐบาลเอง ให้ใช้จ่ายเฉพาะในโครงการที่จะนำไปสู่การเพิ่มผลผลิตที่แท้จริงภายในประเทศเท่านั้น ซึ่งก็จะสามารถช่วยลดแรงกดดัน และเป็นการป้องกันปัญหาเงินเฟ้ออีกทางหนึ่งด้วย

นอกจากนั้น การที่รัฐบาลพยายามแทรกแซงกลไกอัตราแลกเปลี่ยน ด้วยการกีดเงินให้ต่ำกว่าความเป็นจริงเพื่อสนับสนุนภาคส่งออกในช่วงที่เกิดเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากนั้น จริงอยู่ว่ามันสามารถช่วยให้ภาคส่งออกขยายตัวได้ดีขึ้น แต่ก็แค่เพียงช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น เช่นเมื่อช่วง 3 - 4 ปีที่ผ่านมา เพราะเมื่อต้นทุนการผลิตสูงขึ้นเรื่อยๆ จากการนำเข้าวัตถุดิบหรือสินค้าทุนจากต่างประเทศ เมื่อบวกเข้ากับอัตราดอกเบี้ยภายในที่อยู่ในระดับสูง ในท้ายที่สุดแล้วราคาสินค้าออกก็ต้องทะยอยสูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ชัดความสามารถในการแข่งขันของสินค้าออกของไทย ก็ย่อมลดลงเป็นผลตามมา และนำไปสู่การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะเห็นได้ชัดว่าเมื่อ ปี 1996 ภาคการส่งออกของไทยมีอัตราการขยายตัวไม่ถึง 1% เกิดปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับที่สูงขึ้น จนค่าเงินบาทเริ่มมีค่าตกต่ำลงไปจริงๆ

อย่างไรก็ตามเงินทุนจากต่างประเทศยังคงเป็นสิ่งจำเป็นต่อระบบการเงินของไทยต่อไป ตราบเท่าที่ประเทศไทยยังไม่สามารถระดมเงินออมในประเทศได้เพียงพอกับความต้องการ ดังนั้นเมื่อเสียดังกล่าวที่ต้องรับเงินทุนเหล่านี้เข้ามา จึงควรเตรียมและปรับปรุงพื้นฐานทางเศรษฐกิจให้พร้อมที่จะรับมือกับความยุ่งยากที่จะเกิดจากการไหลเข้าหรือออกของเงินทุนจำนวนมากจากต่างประเทศให้ได้โดยมีประสิทธิภาพ

สุดท้ายนี้ ในเรื่องของข้อบกพร่องของการศึกษาที่เด่นชัดก็อยู่ที่แบบจำลองที่นำมาใช้วัดผลปัจจัยที่มีต่อเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนระยะยาวซึ่งมีตัวกำหนดชนิดเดียวกัน จึงอาจจะไม่เหมาะสมนักในความเป็นจริง เนื่องจากเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวจะมีปัจจัยกำหนดบาง

ประการที่แตกต่างกัน แต่เนื่องจากการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ที่จะวัดผลกระทบที่มีต่อนโยบายการเงินจากเงินทุนทั้งสองประเภท อีกทั้งในการศึกษานี้ไม่สามารถจำแนกเงินทุนส่วนของธนาคารออกเป็นระยะสั้นและระยะยาวได้

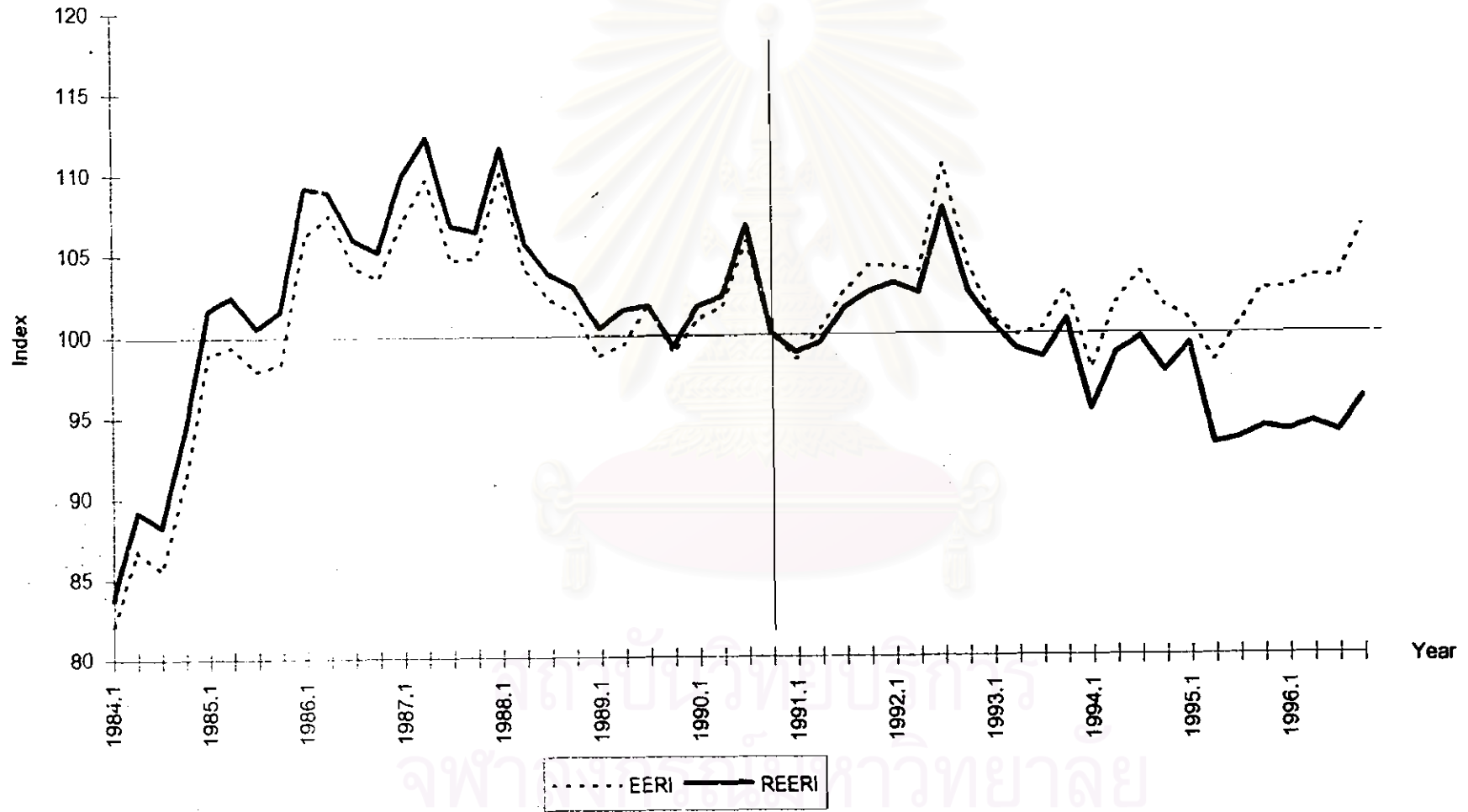
ประเด็นที่น่าสนใจและควรมีการศึกษาเชิงประจักษ์ต่อไปคือ มีปัจจัยเกื้อหนุนอื่นใดบ้างที่สามารถช่วยให้ประเทศไทยที่แม้มีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก แต่ยังคงมีค่าเงินที่มีได้แข็งตัวไปมากดังเช่นประเทศอื่นๆ อีกทั้ง ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเช่นนี้ การรักษาให้มีเงินทุนไหลเข้าอย่างเพียงพอต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพควรทำเช่นไร



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รูปที่ 5.1 Thai Real Effective Exchange Rate Index 1984 - 1996

(1990 = 100)



รูปที่ 5.2 Net Private Capital Flows and Real Effective Exchange Rate Index

