

คอลัมน์ “หอคอยส่องโลก”

Financial Day ฉบับวันพุธที่ 7 สิงหาคม 2539

ข่าวลือกับวิกฤติการณ์ทางการเงิน

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

วิกฤติการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นระหว่างวันจันทร์ที่ 29 กรกฎาคมถึงวันศุกร์ที่ 2 สิงหาคม 2539 ผ่านผ่านไปอย่างใจหายใจคว่ำ และสถานการณ์ในตลาดเงินกำลังคลี่คลายไปสู่ภาวะปกติ

การคาดการณ์เกี่ยวกับการลดค่าเงินบาทนับเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่ง ที่นำมาซึ่งวิกฤติการณ์ทางการเงินครั้งนี้ ด้วยเหตุที่ระบบเศรษฐกิจไทยมีปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เรื้อรัง และมีแนวโน้มที่จะมีอาการรุนแรงมากขึ้น จึงเป็นธรรมดาอยู่เองที่จะมีการคาดการณ์ว่า เงินบาทจะมีค่าลดลง

แต่การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมิใช่ปัจจัยเดียวที่ก่อให้เกิดการคาดการณ์ดังกล่าวนี้ เมื่อมีรายงานข่าวในเดือนเมษายน 2539 ว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังดำริที่จะเปลี่ยนแปลงระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ข่าวลือว่าด้วยการลดค่าเงินบาทก็แพร่สะพัดจนทางการต้องหาทางระงับข่าวลือดังกล่าว

แต่เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยแถลงข่าวในช่วงปลายเดือนกรกฎาคม 2539 ปรับลดอัตราการจำเรอเติบโตทางเศรษฐกิจ และอัตราการขยายตัวของการส่งออกเพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เป็นจริงที่แปรเปลี่ยนไป ข่าวลือการลดค่าเงินบาทก็ปะทุขึ้นมาอีกครั้งหนึ่ง ด้วยพื้นฐานความเป็นจริงที่ว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและภาวะเงินเฟ้อไม่กระตือรือร้นอย่างสำคัญ แต่เศรษฐกิจกลับซบเซาลง ยังมีช่วงเวลาการหยุดราชการยาวนานระหว่างวันที่ 27-30 กรกฎาคม 2539 ก็กลายเป็นเชื้อเพลิงของข่าวลืออย่างดียิ่งว่า จะมีการลดค่าเงินบาทในระหว่างวันหยุดนั้น

ในวันจันทร์ที่ 29 กรกฎาคมนั่นเอง เงินบาทก็ถูกเล่นงานในตลาดการเงินต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งฮ่องกงและสิงคโปร์ เมื่อนักลงทุนเลิกถือเงินบาท แล้วหันไปถือเงินดอลลาร์อเมริกันแทน แต่การแห่กันขายเงินบาทมิได้จำกัดเฉพาะตลาดการเงินต่างประเทศเท่านั้น

ปรากฏการณ์ดังกล่าวนี้ก็เกิดขึ้นในตลาดการเงินภายในประเทศด้วย ในเมื่อตลาดการเงินในประเทศต่างๆ มีการเชื่อมโยงอย่างแน่นแฟ้นด้วยพลาณภาพของเทคโนโลยีสารสนเทศ แต่เทคโนโลยีสารสนเทศมิได้ก่อเหตุให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (international capital mobility) เป็นไปโดยสมบูรณ์เท่านั้น หากยังก่อเหตุในการสร้างเครือข่ายแห่งชาติอีกด้วย ถึงธนาคารแห่งประเทศไทยจะออกแถลงการณ์เพื่อระงับข่าวลือ แต่หาได้มีประสิทธิผลไม่ เพราะมีอาจหาญเครือข่ายสารสนเทศที่สร้างขึ้นบนพื้นฐานของเทคโนโลยีสารสนเทศ ซึ่งสามารถส่งผ่านข่าวลือได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การเทขายเงินบาทมีผลต่อค่าธรรมเนียมการป้องกันความเสี่ยงล่วงหน้า อันเกิดจากการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินบาทกับเงินดอลลาร์อเมริกัน (swap rate) ก่อนวันที่ 29 กรกฎาคม ค่าธรรมเนียมดังกล่าวนี้ตก 5 สตางค์ต่อหนึ่งดอลลาร์ สำหรับการซื้อขายภายในระยะเวลา 1 เดือน ถีบตัวขึ้นเป็น 18 สตางค์ต่อหนึ่งดอลลาร์ในช่วงเช้าวันที่ 31 กรกฎาคม และตกลงมาอยู่ในระดับ 15 สตางค์ต่อหนึ่งดอลลาร์ในบ่ายวันเดียวกันนั้น กระนั้นก็ตามยังสูงกว่าค่าธรรมเนียมในภาวะปกติถึง 3 เท่า สะท้อนให้เห็นความไม่เชื่อมั่นในค่าเงินบาทอย่างสูง

การเทขายเงินบาทด้วยข้อคาดการณ์ที่ว่า เงินบาทกำลังจะลดค่าลง มิได้มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนในตลาดของเงินบาทเพียงอย่างเดียว หากยังมีผลกระทบโดยตรงต่อสภาพคล่องในตลาดการเงินอีกด้วย เพราะการทุ่มขายเงินบาทเพื่อแลกกับเงินดอลลาร์อเมริกันย่อมยังผลให้เงินบาทหลุดออกไปจากการหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ แหล่งการเงินสำคัญที่จะให้แลกเงินดอลลาร์จำนวนมากได้มิใช่สถาบันการเงินเอกชน หากแต่เป็นธนาคารแห่งประเทศไทย โดยผ่านกองทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน การทุ่มซื้อเงินดอลลาร์จึงทำให้เงินบาทถูกดึงไปเก็บไว้ในธนาคารแห่งประเทศไทย ปัญหาสภาพคล่องจึงเกิดขึ้น สภาวะความตึงตัวทางการเงินทำให้อัตราดอกเบี้ยถีบตัวสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมระหว่างธนาคาร (interbank rate) เพิ่มขึ้นจาก 10% เป็น 25%

ข่าวลือว่าด้วยการลดค่าเงินบาทมิได้มีผลต่อตลาดเงินเท่านั้น หากยังมีผลต่อตลาดหลักทรัพย์ด้วย เมื่อเครือข่ายข่าวลือระหว่างประเทศเริ่มทำงาน เงินทุนต่างประเทศที่เข้ามาหาผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพากันขายเงินบาท และหันมาถือเงินดอลลาร์เพื่อเตรียมส่งออก ซึ่งไม่เพียงแต่ซ้ำเติมปัญหาสภาพคล่องเท่านั้น หากยังทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดชบเซาอีกด้วย

ตลอดสัปดาห์แห่งวิกฤติการณ์ทางการเงินนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องอัดฉีดเงินเข้าสู่ตลาดเงินไม่น้อยกว่า 28,000 ล้านบาท เพื่อแก้ปัญหาสภาพคล่อง ขณะเดียวกัน

ก็นำเงินดอลลาร์ออกขาย 340 ล้านดอลลาร์ เพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ในประการสำคัญ ธนาคารแห่งประเทศไทยถึงกับออกไปแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศทั้งในฮ่องกงและสิงคโปร์ ด้วยการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงล่วงหน้า (swap) โดยมีได้เปิดเผยมูลค่า แต่การแทรกแซงตลาดครั้งนี้ได้ผลทันตาเห็น เพราะสามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนต่างประเทศได้ ดังจะเห็นได้ว่า ค่าธรรมเนียมป้องกันความเสี่ยงล่วงหน้าลดลงจาก 15 สตางค์ต่อหนึ่งดอลลาร์ เหลือเพียง 8 สตางค์ต่อหนึ่งดอลลาร์ และคิดตัวขึ้นไปอยู่ ณ ระดับ 10 สตางค์ต่อหนึ่งดอลลาร์

ในวันพฤหัสบดีที่ 1 สิงหาคม อันเป็นวันเดียวกับที่ธนาคารแห่งประเทศไทยออกไปแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศในฮ่องกงและสิงคโปร์นั่นเอง ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน 25.22 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์ เทียบกับ 25.27 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์ในวันพุธที่ 31 กรกฎาคม ซึ่งเป็นการตอกย้ำว่า เงินบาทยังแข็งแกร่ง มีได้อ่อนแอตั้งชาวลิโอ

วิกฤติการณ์เงินบาทเดือนกรกฎาคม 2539 มีความคล้ายคลึงกับวิกฤติการณ์เดือนมกราคม 2538 แม้ว่าวิกฤติการณ์เดือนมกราคม 2538 อาจถูกมองว่าเป็นผลกระทบลูกโซ่ของวิกฤติการณ์เงินเปโซในช่วงปลายปี 2537 แต่ปะทุของวิกฤติการณ์ครั้งนั้นเกิดจากบทวิเคราะห์ของนายจิม วอล์กเกอร์ (Jim Walker) แห่ง Credit Lyonnais Securities (Asia) Ltd. ที่ชี้ว่าประเทศไทยมีภาวะความเสี่ยงที่เรียกว่า Vulnerability Risk สูง อันก่อให้เกิดการคาดการณ์ในเวลาต่อมาว่า เงินบาทจะลดค่า จนถึงกับมีการทุ่มซื้อเงินดอลลาร์อเมริกันขนานใหญ่ แต่วิกฤติการณ์เดือนกรกฎาคม 2539 ไม่มีบทวิเคราะห์ชี้หน้า เครือข่ายชาวลิโอระหว่างประเทศอันแข็งแกร่งสามารถดลบันดาลให้มีการทุ่มขายเงินบาทเพื่อถือเงินดอลลาร์ในท่วงทำนองเดียวกัน

วิกฤติการณ์เดือนกรกฎาคม 2539 มิใช่วิกฤติการณ์ทางการเงินครั้งสุดท้ายที่เกิดจากการแพร่ระบาดของชาวลิโอ ในเมื่อการระงับชาวลิโอในสังคมขนาดเล็กยังมีอาจเป็นไปได้ ในโลกอันกว้างใหญ่ไพศาล ชาวลิโอยิ่งระงับไม่ได้ วิกฤติการณ์เดือนกรกฎาคม 2539 ห่างจากวิกฤติการณ์เดือนมกราคม 2538 ประมาณ 18 เดือน ไม่เพียงแต่ชาวลิโอจะยังคงสร้างวิกฤติการณ์ทางการเงินต่อไปในอนาคตเท่านั้น หากทว่าความถี่ในการสร้างวิกฤติการณ์จะมีมากขึ้นอีกด้วย

แต่ชาวลิโอที่ก่อเกิดจากบุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่ไร้อิทธิพลในปริมนทลของภาคเศรษฐกิจการเงิน ย่อมมีโอกาสสร้างผลกระทบทางเศรษฐกิจได้มากนัก มิพักต้องกล่าวถึงวิกฤติการณ์ทางการเงินเลย ชาวลิโอที่จะสร้างวิกฤติการณ์ทางการเงินได้ ต้องเป็นชาวลิโอที่มาจากผู้บริหารสถาบันการเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งผู้บริหารเงินกองทุนรวม กลุ่มบุคคลดังกล่าวนี้มีบทบาทและอิทธิพลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ยิ่งคนเหล่านี้ผนึกกันเป็นเครือข่ายที่มีความสัมพันธ์อย่างแน่นแฟ้นด้วยแล้ว บทบาทและอิทธิพลในการสร้างวิกฤติการณ์ทางการเงินในประเทศต่างๆ นับว่าสูงยิ่ง

แต่ข่าวลือว่าด้วยการลดค่าเงินบาทที่น้อยสำคัญว่า ผู้บริหารสถาบันการเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งผู้บริหารเงินกองทุนรวมจำนวนมากไม่น้อยเชื่อว่า เงินบาทมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง (overvaluation) การที่ระบบเศรษฐกิจไทยผ่านพ้นวิกฤติการณ์เดือนกรกฎาคม 2539 มาได้ มิได้มีนัยว่า อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาท ซึ่งกำหนดโดยคณะกรรมการบริหารกองทุนรักษาอัตราแลกเปลี่ยนนั้นเป็นอัตราที่ตรงต่อความเป็นจริง ด้วยเหตุที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้ปล่อยให้ให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวตามกลไกตลาดนั่นเอง

หากในข้อเท็จจริงเงินบาทมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง ข่าวลือเกี่ยวกับการลดค่าเงินบาทก็จะยังคงมีต่อไป ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีทรัพยากรอย่างเหลือเฟือเพื่อที่จะใช้ในการแก้ปัญหาวิกฤติการณ์ทางการเงินอันเกิดจากข่าวลือซ้ำกับซ้ำกัลป์ หนทางในการลดทอนข่าวลือที่สำคัญ ก็คือ การกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนให้ตรงต่อความเป็นจริง ซึ่งไม่มีวิธีใดที่ดีกว่าการปล่อยให้ให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวตามกลไกตลาด การทบทวนระบบการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนจึงเป็นเรื่องสำคัญยิ่ง