

คอลัมน์ “หอคอยส่องโลก”

ผู้จัดทำรายการรายสัปดาห์ ฉบับวันที่ 28 ก.ค. - 3 ส.ค. 2540

## วิกฤติการณ์การเงินอุซาคเนย์

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

กรกฎาคม 2540 เป็นเดือนแห่งวิกฤติการณ์การเงินอุซาคเนย์ เริ่มต้นด้วยรัฐบาลไทยประกาศละทิ้งระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว (Fixed Exchange Rate System) และหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่มีการแทรกแซงเป็นครั้งคราว (Managed Floating Exchange Rate System) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ภายหลังจากที่ใช้ทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมากในการทำสงครามปกป้องค่าเงินบาท

ภายหลังจากที่เงินบาทถูกปล่อยให้ลอยตัว นักเก็งกำไรก็หันไปโจมตีเปโซฟิลิปปินส์หลายระลอก จนท้ายที่สุดธนาคารแห่งประเทศไทยต้องประกาศให้เงินเปโซมีค่าลอยตัวตามเงินบาทเมื่อวันที่ 11 กรกฎาคม 2540 ในวันเดียวกันนั่นเอง ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกแถลงการณ์ประกาศขยายขอบเขตอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate band) ของเงินรูเปียห์ (Rupiah) จากที่เคยปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวขึ้นลงในกรอบ 8% เพิ่มขึ้นเป็น 12%

แต่การโจมตีเงินสกุลท้องถิ่นในอุซาคเนย์ยังคงมีต่อมา โดยที่เงินริงกิต (Ringgit) ของมาเลเซียกลายเป็นเป้าสำคัญ แต่ Bank Negara ธนาคารกลางแห่งมาเลเซียยืนยันหยัดที่จะปกป้องค่าของเงินริงกิต แม้แต่เงินดอลลาร์สิงคโปร์ก็ไม่รอดพ้นจากการโจมตี การโจมตีลามไปถึงเงินดอลลาร์ได้หวั่น เพียงแต่สิงคโปร์และไต้หวันมีฐานะทางเศรษฐกิจอันแข็งแกร่งพอที่จะต้านทานการโจมตีได้

เมื่อเกิดวิกฤติการณ์เงินเปโซเม็กซิกันในเดือนธันวาคม 2537 โดยที่วิกฤติการณ์ดังกล่าวก่อคลื่นเศรษฐกิจกระทบต่ออาเซียนตะวันออกไกลในช่วงต้นปี 2538 บรรดาผู้นำประเทศต่างๆในอุซาคเนย์ต่างร่วมกันประสานเสียงว่า อุซาคเนย์ไม่เหมือนกับเม็กซิโก ไม่เพียงแต่จะมีฐานทุนสำรองระหว่างประเทศที่มั่นคงแข็งแรงเท่านั้น หากยังมีศักยภาพทางเศรษฐกิจเหนือกว่าอีกด้วยผู้นำรัฐบาลไทยเฝ้าคอยจับตาค่าทำนองเดียวกันนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยามที่นักเก็งกำไร ‘ไล่ทุบ’ เงินบาท

ในเดือนสิงหาคม 2539 นายมอริส โกลด์สไตน์ (Morris Goldstein) พนักงานกองทุนการเงินระหว่างประเทศซึ่งลาไปทำงานวิจัย ณ Institute for International Economics

กรุงวอชิงตัน ดี.ซี. ประเทศสหรัฐอเมริกา เสนองงานวิจัยซึ่งศึกษาฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศ นำจับตามองมากที่สุด (*The Economist*, August 24, 1996)

มอริส ในเอเชียตะวันออกเฉียง 5 ประเทศ อันประกอบด้วย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ ไทย และเกาหลีใต้ โดยเปรียบเทียบกับเม็กซิโกในปี 2537 นายโกลด์สไตน์พบว่า มีสัญญาณบางประการที่บ่งบอกว่า ประเทศบางประเทศในภูมิภาคนี้จะมีอาการ 'ป่วย' เฉพาะตัว กับเม็กซิโกในปี 2537 โดยที่ไทยเป็นประเทศที่โกลด์สไตน์ เสนอให้พิจารณาตัวแปรสำคัญ อย่างน้อย 7 ตัว คือ

**ตัวแปรที่หนึ่ง** ได้แก่ สัดส่วนระหว่างหนี้ต่างประเทศระยะสั้นกับทุนสำรองระหว่างประเทศ หนี้ระยะสั้นมีลักษณะที่พรวดพราดสูง การเคลื่อนย้ายเข้าออกระหว่างประเทศ เป็นไปอย่างรวดเร็ว หากประเทศลูกหนี้มีฐานะทางเศรษฐกิจมั่นคงและเป็นที่เชื่อถือของสถาบันการเงินระหว่างประเทศ หนี้ระยะสั้นจะมีสถานะเสมือนหนึ่งหนี้ระยะยาว เพราะสถาบันการเงินจะต่ออายุการให้กู้ยืมต่อไปเรื่อยๆ แต่เมื่อไรก็ตามที่ความเชื่อมั่นที่มีต่อระบบเศรษฐกิจหมดไป เงินทุนนำเข้าจะเคลื่อนออกนอกประเทศเมื่อครบกำหนดชำระ และจะไม่ไหลกลับคืนมา หากทุนสำรองระหว่างประเทศมีน้อยเกินไป ประเทศอาจตกอยู่ในฐานะล้มละลายได้ เมื่อเกิดวิกฤติการณ์เงินเปโซในเดือนธันวาคม 2537 นั้น เม็กซิโกมีทุนสำรองระหว่างประเทศเพียง 20% ของหนี้ระยะสั้นเท่านั้น

**ตัวแปรที่สอง** ได้แก่ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หากบัญชีเดินสะพัดขาดดุลจำนวนมากและขาดดุลอย่างต่อเนื่อง การแสวงหาเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อชดเชยส่วนที่ขาดดุล เป็นไปได้ด้วยความยากลำบาก เพราะความเชื่อมั่นที่มีต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในประเด็นความสามารถในการชำระเงินกู้ลดน้อยถอยลงตามลำดับ เมื่อเกิดวิกฤติการณ์เงินเปโซในเดือนธันวาคม 2537 ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของเม็กซิโกสูงถึง 7.8 % ของ GDP

**ตัวแปรที่สาม** ได้แก่ ต้นตอของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นผลจากการขยายการลงทุนก็ยังมีความเป็นไปได้ที่จะมีรายได้เพิ่มขึ้นสำหรับการชำระหนี้ต่างประเทศ แต่ถ้าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดขึ้นจากการขยายการบริโภค ฐานะของดุลบัญชีเดินสะพัดจะยิ่งเลวร้ายลง

**ตัวแปรที่สี่** ได้แก่ การขาดดุลการคลัง หากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดขึ้นควบคู่กับการขาดดุลการคลัง สภาวการณ์ทางเศรษฐกิจน่าเป็นห่วงมากกว่ากรณีที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดโดยไม่มีขาดดุลการคลัง ในกรณีหลังนี้ แสดงว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดจากการขาดดุลในภาคเอกชน หากภาคเอกชนใช้จ่ายในการลงทุนเกินกว่าเงินออมที่ภาคเอกชนมี ยังมีความน่าไว้วางใจว่า การใช้จ่ายในการลงทุนของภาคเอกชนก่อดอกออกผล

อย่างคุ้มค่า แต่ถ้าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดจากการขาดดุลการค้า มีความไม่น่าไว้วางใจว่า การใช้จ่ายของรัฐบาลจะก่อให้เกิดผลผลิตหรือไม่

**ตัวแปรตัวที่ห้า** ได้แก่ โครงสร้างของเงินทุนนำเข้า หากเงินทุนนำเข้าส่วนใหญ่ เป็นการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) ย่อมมีความมั่นใจว่าเงินทุนเหล่านี้จะ 'จม' อยู่ในระบบเศรษฐกิจในช่วงเวลาหนึ่ง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับระยะตั้งไข่ (Gestation Period) ของโครงการ แต่ถ้าเงินทุนนำเข้าส่วนใหญ่เป็นเงินทุนที่นำเข้ามาลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) หรือเงินกู้ระยะสั้น เงินทุนเหล่านี้ย่อมมีลักษณะที่พอรองเท้าสูง เพราะพร้อมที่จะเคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ เมื่อความเชื่อมั่นที่มีต่อระบบเศรษฐกิจสั่นคลอน

**ตัวแปรตัวที่หก** ได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้เงินมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง (overvaluation) เมื่อเงินมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง ย่อมมีสิ่งจูงใจให้มีการเก็งกำไรจากการลดค่าของเงิน หากธนาคารกลางพยายามอ้างอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิม ก็ต้องสูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศในการทำสงครามปกป้อง

**ตัวแปรตัวที่เจ็ด** ได้แก่ การขยายตัวทางการเงินอย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นการอัดฉีดภาวะราคาแพงของสินทรัพย์ (asset – price inflation)

เพียงช่วงเวลาไม่ถึงปีต่อมา ค่าเดือนของมอริส โกลด์สไตน์ เกี่ยวกับความคล้ายคลึงกันระหว่างฐานะของระบบเศรษฐกิจไทยกับเม็กซิโกในปี 2537 ก็ปรากฏว่าเป็นจริง

ในเดือนพฤษภาคม 2540 ศาสตราจารย์ ลอว์เรนซ์ ไคลน์ (Lawrence Klein) นักเศรษฐศาสตร์ระดับรางวัลโนเบล เดินทางมาแสดงปาฐกถาในประเทศไทย หนังสือพิมพ์ทุกฉบับพากันประโคมข่าวว่า ศาสตราจารย์ไคลน์ชมความแข็งแกร่งของระบบเศรษฐกิจไทย โดยไม่นำพาต่อประเด็นที่ไคลน์เตือนผู้บริหารนโยบายเศรษฐกิจไทย ไคลน์กล่าวอย่างชัดเจนในปาฐกถาว่าปัญหาการขาดดุลเดินสะพัดที่เรื้อรังของไทยแก้ไขได้ด้วยการลดค่าเงินบาท โดยที่เนื้อหาส่วนใหญ่ของปาฐกถากล่าวถึงวิกฤติการณ์เงินเปโซเม็กซิกันในปี 2537 และภาวะตกต่ำของเกาหลีใต้ ไคลน์มีความเห็นว่าวิกฤติการณ์การเงินเปโซเกิดขึ้น เพราะธนาคารกลางเม็กซิโกตัดสินใจลดค่าเงินเปโซซ้ำเกินไป มีหน้าซ้ำยังลดน้อยเกินไปอีกด้วย หากอ่านปาฐกถาของไคลน์ 'ระหว่างบรรทัด' ก็อาจตีความได้ว่า หากธนาคารแห่งประเทศไทยลดค่าเงินบาทซ้ำเกินไปและลดน้อยเกินไป ไทยอาจเผชิญปัญหาเดียวกับเม็กซิโกในปี 2537 เพียงแต่ไคลน์มิได้กล่าวตรงๆ เท่านั้น (อ่านปาฐกถาของลอว์เรนซ์ ไคลน์ใน *The Nation*, May 24 – 26, 1997)

ไทยตกที่นั่งลำบากมากกว่าประเทศอื่นๆ ในอนุภาคเนย์ เพราะการแข็งขึ้นตริงอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิมอย่างตึงตัว แม้จะมีทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก แต่ทุนสำรองระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ทั้งๆที่บัญชีเดินสะพัดขาดดุล เป็นผลจากการนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศ ซึ่งองค์ประกอบสำคัญคือ เงินกู้และการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ โครงสร้างทุน

สำรองระหว่างประเทศดังกล่าวนี้จะนับว่าแข็งแกร่งมิได้ เพราะเป็นทุนสำรองที่ยืมจากต่างประเทศ ซึ่งพร้อมจะถอนออกไปเมื่อความเชื่อมั่นที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทยหมดไป และแล้วปรากฏการณ์ดังกล่าวนี้ก็เกิดขึ้นในช่วงต้นปี 2540

ประเทศต่างๆในอุตสาหกรรมยักษ์พากันขยับขยายขอบอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate band) ในปี 2539 ตามคำแนะนำของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวขึ้นลงได้มากขึ้น แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยแข็งขันไม่ยอมแม้แต่ขยายขอบอัตราแลกเปลี่ยน โดยไม่ตระหนักแม้แต่น้อยว่า การยึดติดในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวพร้อมๆกับการดำเนินนโยบายเสรีนิยมทางการเงินจะนำมาซึ่งวิกฤติการณ์ทางการเงิน

เมื่อเกิดวิกฤติการณ์เงินเปโซในปี 2537 นายมิเชล กัมเดอซุส (Michel Camdessus) ผู้อำนวยการกองทุนการเงินระหว่างประเทศกล่าวว่า วิกฤติการณ์การเงินเปโซเป็นตัวอย่างของวิกฤติการณ์การเงินในคริสต์ศตวรรษที่ 21 วิกฤติการณ์ดังกล่าวนี้มีพื้นฐานมาจากลักษณะที่พจรลงเท้าของทุน เมื่อประเทศต่างๆในโลกเดินแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยเสรี การเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศครวละมากๆและอย่างรวดเร็วย่อมส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจได้โดยง่าย

ตลาดการเงินในละตินอเมริกาถูกสั่นคลอนอย่างหนักภายหลังวิกฤติการณ์เปโซ โดยที่คลื่นเศรษฐกิจระลอกมาถึงเอเชียตะวันออกเฉียง หลังจากนั้นวิกฤติการณ์การเงินก็เกิดขึ้นในยุโรปตะวันออก ในเดือนมีนาคม 2538 ฮังการีต้องลดค่าเงินฟอรินต์ (Forint) พร้อมทั้งละทิ้งระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวและหันไปใช้ Crawling Peg System สาธารณรัฐประชาชนโครเอเชียเดียวกับฮังการีในเวลาต่อมา โดยต้องประกาศให้เงินโครูนา (Koruna) ลอยตัวในเดือนพฤษภาคม 2540 เมื่อไม่สามารถตรึงอัตราแลกเปลี่ยนไว้ในระดับเดิม

วิกฤติการณ์การเงินย้ายถิ่นฐานมาสู่ภาคเนย์ตั้งแต่ต้นปี 2540 เงินบาทถูกโจมตีหลายระลอก จนต้องปล่อยให้ค่าลอยตัวตามเงินโครูนา และตามมาด้วยเงินเปโซฟิลิปปินส์

เหตุการณ์ทั้งหมดนี้บ่งชี้อย่างชัดเจนว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวไปด้วยกันมิได้กับแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน ประเทศที่พยายามตรึงอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิมโดยไม่สนใจว่า เงินของตนมีค่าสูงกว่าความเป็นจริงหรือไม่ มักจะต้องเผชิญกับวิกฤติการณ์การเงินเนื่องเพราะเปิดช่องให้มีการเก็งกำไรจากการลดค่าเงินนั่นเอง