

คอลัมน์ “จากท่าพระจันทร์ถึงสนามหลวง”

ผู้จัดการรายวัน ฉบับวันศุกร์ที่ 23 พฤษภาคม 2540

เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยไม่ลดค่าเงินบาท

รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์

แม้ว่าสงครามเงินบาทเดือนพฤษภาคม 2540 จบลงด้วยชัยชนะของธนาคารแห่งประเทศไทยและพันธมิตรในอาเซียนแปซิฟิก โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถปกป้องค่าเงินบาทไว้ได้ และบรรดาสถาบันการเงินและนักเก็งกำไรที่รุมถล่มเงินบาทต่างเจ็บตัวจากการทำสงครามครั้งนี้ มากน้อยตามจำนวนเงินที่ทุ่มไปในการทำสงคราม แต่ใครก็ตามที่คิดว่า ชัยชนะของธนาคารแห่งประเทศไทยในการทำสงครามเงินบาทครั้งนี้ จะมีผลอันยั่งยืนสถาพร และสันติภาพทางการเงินจะดำรงอยู่ชั่วกาลปาวสาน ใครคนนั้นคงต้องไร้เดียงสาอย่างยิ่ง

ในโลกที่เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยเสรี การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศย่อมมีผลกระทบต่อปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ อีกทั้งกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศด้วย หากระบบเศรษฐกิจอ่อนเปลี้ยเนื่องจากการเติบโตตกต่ำและความสามารถในการแข่งขันถดถอยก็ดี หรือหากระบบเศรษฐกิจไร้เสถียรภาพ เนื่องจากมีปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ปัญหาเงินเฟ้อ ฐานะเงินสำรองระหว่างประเทศคลอนแคลน หรือนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นก็ดี สันติภาพทางการเงินย่อมยากที่จะดำรงไว้ได้

ถึงธนาคารแห่งประเทศไทยและรัฐบาลจะยืนยันถึงความแข็งแกร่งของพื้นฐานทางเศรษฐกิจ แต่ตราบเท้าที่ไม่สามารถสร้างความมั่นใจแก่สถาบันการเงินและนักลงทุนต่างชาติว่า สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่ดีขึ้น การคาดการณ์ (expectation) ของตัวละครหลักในตลาดการเงินระหว่างประเทศเหล่านี้จะยังคงก่อให้เกิดสงครามเงินบาทขึ้นอีกในอนาคต คราวนี้ด้วยความถี่ที่สูงกว่าเดิม โดยอาจเกิดขึ้นอีกภายในเวลาไม่ถึง 4 เดือนข้างหน้า

สงครามเงินบาทเกิดขึ้น เพราะมีผู้เชื่อว่า เงินบาทมีค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (overvaluation) เหตุใดผู้คนจำนวนไม่น้อยทั้งในภาคเศรษฐกิจการเงินและวงวิชาการ จึงมีความเชื่อเช่นนั้น ?

อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทมีค่าค่อนข้างคงตัวตั้งแต่ปี 2530 เป็นต้นมา ถึงจะมีความแปรปรวนอยู่บ้าง แต่ก็ไม่มาก ความแปรปรวนที่มีมากมักจะเป็นช่วงที่มี สงครามเงินบาท ธนาคารแห่งประเทศไทยพยายามธำรงอัตราแลกเปลี่ยนไว้ในระดับเดิม โดยเลือกใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงตัว (Fixed Exchange Rate System) เงินบาท กำหนดค่าผูกติดไว้กับเงินตราสกุลหลักที่สำคัญชุดหนึ่งหรือตระกร้าหนึ่ง (basket of currency) ซึ่งเป็นที่เข้าใจกันว่า เงินดอลลาร์อเมริกันมีน้ำหนัก 70-80% นอกนั้นเป็น เงินเยน มาร์กเยอรมัน ปอนด์สเตอร์ลิง ฟรังก์ฝรั่งเศส เป็นต้น

ทุกวันทำการ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนกลาง (mid rate) โดยให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวขึ้นลงไม่เกิน 2 สตางค์ ขอบอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate band) จึงค่อนข้างแคบ นักเศรษฐศาสตร์การเงินบางคน รวมทั้งกองทุน การเงินระหว่างประเทศ (IMF) เสนอให้ธนาคารแห่งประเทศไทยขยายขอบอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อให้สามารถเคลื่อนไหวได้มากขึ้น แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่รับข้อเสนอนี้

ในช่วงเวลาสองขวบปีที่ผ่านมา เงินดอลลาร์อเมริกันมีค่าแข็งตัวขึ้นมาก เมื่อเทียบกับเงินเยนญี่ปุ่นและเงินมาร์กเยอรมัน หากอัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวตาม การทำงานของกลไกราคา เงินบาทจะต้องมีค่าลดลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์อเมริกัน ในเมื่อเงินดอลลาร์อเมริกันมีน้ำหนักสูงในตระกร้าเงินตราสกุลหลักที่ใช้อิงค่าเงินบาท แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้ปล่อยให้เงินบาทปรับตัวตามกลไกราคา โดยยังคงพยายาม ธำรงอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิม เมื่อเงินบาทผูกติดกับเงินดอลลาร์อเมริกันในระดับเดิม ในขณะที่เงินดอลลาร์แข็งตัวเมื่อเทียบกับเงินเยนและเงินมาร์ก เงินบาทก็พลอยแข็งตัว เมื่อเทียบกับเงินเยนและเงินมาร์กตามไปด้วย การแข็งตัวของเงินบาทมีผลต่อการส่งออก เพราะราคาสินค้าออกแพงขึ้นเมื่อเทียบเป็นเงินเยนหรือมาร์ก หรือเงินตราสกุลอื่นที่อ่อนตัว เมื่อเทียบกับเงินบาท การส่งออกจึงไม่ขยายตัวเท่าที่ควร หรืออาจต้องหดตัวในตลาดที่มีได้ ใช้เงินดอลลาร์อเมริกันในการชำระค่าสินค้า

ศาสตราจารย์ Ivory Tower อดีตอาจารย์มหาวิทยาลัยเยล ยังชี้ให้เห็นว่า ในช่วงเวลาทศวรรษเศษที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อในเมืองไทยสูงกว่าในสหรัฐอเมริกา ซึ่ง ทำให้เงินบาทมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง หากยังคงธำรงอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิม (“A Dialogue on Devaluation”. *The Bangkok Post*. April 30, 1997)

ตราบเท่าที่เงินบาทมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง สงครามเงินบาทจะยังคงเกิดขึ้นต่อไปในอนาคต ชุมชนการเงินระหว่างประเทศจะยังคงมีการคาดการณ์เกี่ยวกับการลด ค่าเงินบาท ข่าวลือเรื่องการลดค่าเงินบาทจะยังคงปรากฏเป็นระลอกๆ ในโลกของทุนนิยม

การเก็งกำไรจากการลดค่าเงินบาทมีใช่เรื่องผิด ‘จริยธรรม’ หากไม่ต้องการให้มีการเก็งกำไร ก็ต้องไปให้พ้นจากระบบทุนนิยม หากการเก็งกำไรจากการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ มีใช่เรื่องผิด ‘จริยธรรม’ แล้วเหตุใดการเก็งกำไรจากการซื้อขายเงินบาทจะผิด ‘จริยธรรม’ ด้วยเล่า ในเมื่อ ‘จริยธรรม’ ในระบบทุนนิยมเป็น ‘จริยธรรม’ บนพื้นฐานของการเก็งกำไร

ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยให้สัมภาษณ์สื่อมวลชนว่า สงครามเงินบาทครั้งนี้เกิดจากผู้ไม่หวังดีต่อประเทศไทย แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยมิใช่หรือที่เปิดเสรีทางการเงินจนเกินขอบเขตแห่งความสามารถในการบริหารนโยบายเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของตนเอง ใครกันแน่ที่ไม่หวังดีต่อประเทศไทย ระหว่าง Goldman Sachs และ JP Morgan ฝ่ายหนึ่ง กับธนาคารแห่งประเทศไทยอีกฝ่ายหนึ่ง ธนาคารแห่งประเทศไทยมิใช่หรือที่เปิดประตูต้อนรับผู้คนที่ถูกประณามว่าไม่หวังดีต่อประเทศไทยเหล่านี้ให้เข้ามาทำสงครามเงินบาท เมื่อรักที่จะเล่นเกมเสรีนิยมทางการเงิน ก็ไม่ต้องโอดครวญเรื่องการเก็งกำไรซื้อขายเงินบาท ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอาจบริหารนโยบายเสถียรภาพทางเศรษฐกิจบนพื้นฐานของการแยกแยะว่า ใครหวังดีและใครหวังร้ายต่อประเทศไทย ปัญหาของการบริหารนโยบายดังกล่าวนี้มิได้อยู่ที่ตัวละครที่เล่นเกมเสรีนิยมทางการเงิน แต่พื้นฐานของปัญหาอยู่ที่ระบบเสรีนิยมทางการเงินนั่นเอง หากไม่มี Goldman Sachs และ JP Morgan ก็ยังมีตัวละครอื่นที่จะกระโดดเข้ามาทำสงครามเงินบาทในอนาคต เสถียรภาพทางการเงินจะยังคงต้องถูกสั่นคลอนต่อไป ตราบเท่าที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่พัฒนาขีดความสามารถในการจัดการระบบเสรีนิยมทางการเงิน

หากการเก็งกำไรซื้อขายเงินบาทเป็นการกระทำที่ไม่หวังดีต่อประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยจักต้องรับผิดชอบต่อประพตกรรมดังกล่าวนี้ ในเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้จุดปะทุให้มีการเก็งกำไร ด้วยการอ้างค่าเงินบาทไว้สูงกว่าความเป็นจริง ตราบเท่าที่เงินบาทมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง การคาดการณ์เกี่ยวกับการลดค่าเงินบาทและการเก็งกำไรซื้อขายเงินบาทจะยังคงมีต่อไป หากจะหาผู้ไม่หวังดีที่จุดชนวนสงครามเงินบาท ก็ต้องไปหาในวังบางขุนพรหม

เหตุผลสำคัญที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยืนกรานไม่ยอมลดค่าเงินบาทเป็นเหตุผลเกี่ยวกับภาระหนี้ต่างประเทศ ในการชำระหนี้ต่างประเทศ ผู้เป็นลูกหนี้ต้องนำเงินบาทไปแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศสำหรับการชำระหนี้ หากมีการลดค่าเงินบาท ภาระหนี้ต่างประเทศเมื่อคิดเป็นเงินบาทย่อมมีมากขึ้น หนี้ต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นหนี้เอกชน โดยมีจำนวนประมาณ 80,000 ล้านดอลลาร์อเมริกัน ในจำนวนนี้เป็นหนี้ของสถาบันการเงินประมาณ 30,000 ล้านดอลลาร์อเมริกัน ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเกรงว่า การลดค่าเงิน

บาทจะซ้ำเติมปัญหาวิกฤติการณ์ของสถาบันการเงิน ซึ่งมีปัญหานี้สูญและหนี้เสียจำนวนมากอยู่แล้ว อีกทั้งซ้ำเติมปัญหาของบริษัทที่กู้เงินจากต่างประเทศในภาวะเศรษฐกิจถดถอยด้วย ในประการสำคัญ ธนาคารแห่งประเทศไทยไม่แน่ใจว่าจะสามารถจัดการกับเสถียรภาพทางการเงินหลังการลดค่าเงินบาทได้หรือไม่ หากมีการโจมตีเงินบาทระลอกแล้วระลอกเล่า โดยที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอาจทานไว้ได้ เหตุการณ์อาจจบลงดังเช่นเม็กซิโกในปลายปี 2537

การลดค่าเงินบาทจะมีผลกระทบต่อภาระหนี้ต่างประเทศน้อยกว่าที่ควร หากบรรดาผู้ที่เกี่ยวข้องต่างประเทศมีการประกันความเสี่ยงอันเกิดจากความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยน ไม่มีข้อมูลสาธารณะที่จะตรวจสอบว่า มีหนี้ต่างประเทศจำนวนมากน้อยเพียงใดที่มีการประกันความเสี่ยง นักการเงินจำนวนมากเชื่อว่า จำนวนหนี้ต่างประเทศที่มีการประกันความเสี่ยงมีไม่มาก มิฉะนั้นธนาคารแห่งประเทศไทยคงไม่ยื่นกรานเกี่ยวกับค่าเงินบาทอย่างเหนียวแน่นเช่นนี้

แต่การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยอ้างอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทไว้ในระดับเดิม มีผลเท่ากับการให้ทำให้นักธุรกิจไทยให้มีประพฤติกรรมสุ่มเสี่ยง ด้วยข้อคาดการณ์ที่ว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปกป้องค่าเงินบาท คนเหล่านี้จะกู้เงินจากต่างประเทศโดยมิได้ประกันความเสี่ยง หากข้อคาดการณ์นี้เป็นจริง ก็จะเป็นการส่งเสริมให้มีประพฤติกรรมสุ่มเสี่ยงมากยิ่งขึ้น แต่การปกป้องนักธุรกิจที่ขอบเสี่ยงเช่นนี้ ทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยขาดเครื่องมือทางการเงินที่สำคัญ เพราะมีอาจปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้เหมาะสมกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้

เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยตัดสินใจไม่ลดค่าเงินบาท มาตรการสำคัญที่ต้องดำเนินการก็คือ การสะสมเงินสำรองระหว่างประเทศสำหรับใช้ในการทำสงครามเงินบาท หากปราศจากเงินสำรองจำนวนมากพอก็ต้องเป็นฝ่ายเพลี่ยงพล้ำในการทำสงครามหนทางหนึ่งในการสะสมเงินสำรองก็โดยการสำรองดอกเบี้ยไว้ในอัตราสูง เพื่อดูดดึงเงินทุนเข้าประเทศ หนทางนี้เป็นหนทางที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเลือกใช้ตลอดระยะเวลาเกือบครึ่งศตวรรษที่ผ่านมา

การตรึงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงมีข้อดีในการลดทอนอุปสงค์มวลรวม ทั้งการใช้จ่ายในการลงทุนและการใช้จ่ายในการบริโภคของประชาชน ซึ่งเป็นผลดีต่อฐานะของดุลบัญชีเดินสะพัดด้วย เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการอ้างอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทไว้ในระดับเดิม ก็ต้องระแวงระวังมิให้ฐานะของดุลบัญชีเดินสะพัดและภาวะเงินเฟ้อทรุดโทรมลง เพราะมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นที่มีต่อเงินบาท

แต่การตรึงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงมีผลกระทบต่อ การเติบโตทางเศรษฐกิจ เพราะเมื่อการลงทุนมีน้อย เนื่องจากดอกเบี้ยแพง อัตราการจำนองเติบโตย่ำแย่ลงในสภาวะการถดถอย นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงไม่เป็นเป้าหมายมากนัก หากการขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับน่าพอใจ แต่ในสภาวะเศรษฐกิจถดถอย ดังเช่นที่เกิดแก่สังคมเศรษฐกิจไทยนับตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมา นโยบายการตรึงดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงกำลังตกเป็นจำเลยบัดนี้ มีแรงกดดันทางการเมืองจากภาคธุรกิจเอกชนให้ธนาคารแห่งประเทศไทยลดอัตราดอกเบี้ย และให้รัฐบาลใช้นโยบายงบประมาณขาดดุลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ หากธนาคารแห่งประเทศไทยและรัฐบาลมีอำนาจแรงกดดันนี้ได้ เป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจจะมีความสำคัญเหนือเป้าหมายการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ถึงเวลานั้นการอ้างอัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทไว้ในระดับเดิมยากที่จะเป็นไปได้ ความโกลาหลทางเศรษฐกิจจะมีมากกว่ากรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยตัดสินใจลดค่าเงินบาทโดยเฉียบพลันตั้งแต่ปี 2539

ถึงธนาคารแห่งประเทศไทยประสบความสำเร็จในการโน้มน้าวให้รัฐบาลยอมรับนโยบายอัตราดอกเบี้ยแพงและนโยบายการรัดเข็มขัดทางการคลัง แต่ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศจะยังคงเป็นสิ่งจูงใจให้ภาคธุรกิจเอกชนกู้เงินจากต่างประเทศ การฟุ้งฟิงเงินทุนต่างประเทศมีอาจลดทอนลงได้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะยิ่งถลำสู่กับดักของอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น เพราะต้องคอยปกป้องสถาบันการเงินและธุรกิจที่กู้เงินจากต่างประเทศ สงครามเงินบาทจะยังเกิดขึ้นเป็นระลอกๆ ซึ่งสร้างสภาวะความไม่แน่นอนแก่การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น ถึงตอนนั้นค่าธรรมเนียมการประกันความเสี่ยงอันเกิดจากความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนอาจสูงจนความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยไร้ความหมาย การกู้เงินโดยไม่ประกันความเสี่ยงจะกลายเป็นพฤติกรรมปกติ ซึ่งยิ่งเป็นการผูกมัดให้ธนาคารแห่งประเทศไทยอ้างอัตราแลกเปลี่ยนเดิม

หากภาวะเศรษฐกิจถดถอยเกิดจากวัฏจักรธุรกิจ และวัฏจักรธุรกิจนี้ไม่ยืดเยื้อ การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในเวลาอันรวดเร็วย่อมเป็นผลดีต่อเสถียรภาพทางการเงิน หากภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจยืดเยื้อเพียงใด ความเชื่อมั่นที่มีต่อค่าเงินบาทยิ่งลดน้อยถอยลงมากเพียงนั้น

ชัยชนะในสงครามเงินบาทเดือนพฤษภาคม 2540 มิใช่ชัยชนะอันน่าชื่นชม เพราะมิได้นำมาซึ่งภาวะเศรษฐกิจที่สดใส