

นโยบายการเงินระหว่างประเทศหลังวิกฤต

พรายพล คุ่มทรัพย์

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

1. บทนำ

การเลือกใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่เหมาะสม จะช่วยป้องกันไม่ให้ประเทศต้องเผชิญกับปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจอีกในอนาคต บัดนี้ เราได้ผ่านจุดเริ่มวิกฤตมากกว่า 2 ปีแล้ว มีงานศึกษาจำนวนมากไม่น้อยที่พยายามวิเคราะห์สาเหตุของปัญหาและบทเรียนที่ควรจดจำ แต่ข้อเสนอแนะด้านนโยบายในงานเหล่านี้ก็ยังมีลักษณะแยกส่วนและกระจัดกระจาย จึงจำเป็นต้องมีการวิเคราะห์ทางเลือกด้านนโยบายอย่างเป็นระบบ เพื่อให้ได้ชุดผสมของนโยบายที่สอดคล้องกัน และเหมาะสมสำหรับโครงสร้างสถาบันและสภาพเศรษฐกิจของประเทศ

ในขณะที่เรากำลังพยายามใช้มาตรการระยะสั้นเพื่อแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าต่างๆ เราอาจคิดว่ามาตรการระยะยาวที่ควรนำมาใช้ในภาวะปกติหลังวิกฤต เป็นเรื่องไม่เร่งด่วนและยังพอรอการพิจารณาไปได้ แต่กระบวนการสรรหาทางเลือกสำหรับนโยบายที่จะใช้ในระยะยาวน่าจะเริ่มได้แล้ว ทั้งนี้เพราะในขณะนี้เราควรมีความชัดเจนพอสมควรเกี่ยวกับนโยบายระยะยาว เพื่อให้การแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าในระยะสั้นเป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกันจุดหมายปลายทางที่พึงปรารถนาในระยะยาว

บทความนี้มีวัตถุประสงค์หลักในการนำเสนอทางเลือกด้านนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่เหมาะสมสำหรับช่วงภาวะปกติหลังวิกฤต โดยใช้การวิเคราะห์ "ชุดนโยบาย" อันประกอบด้วยนโยบายต่างๆ ที่มีผลต่อกัน ตอนที่ 2 ของบทความเป็นปริทัศน์ของงานที่เกี่ยวกับการวิเคราะห์สาเหตุและความเป็นมาของปัญหาวิกฤต โดยมุ่งเน้นให้เข้าใจประเด็นความผิดพลาดด้านนโยบาย ตอนที่ 3 เป็นการวิเคราะห์ทางเลือกของชุดนโยบายต่างๆ เพื่อคลี่กรองให้ได้ชุดนโยบายที่เหมาะสม และตอนที่ 4 เป็นบทสรุป

2. บทเรียนจากวิกฤตการณ์

วิกฤตเศรษฐกิจซึ่งเกิดขึ้นตั้งแต่มีการลอยตัวค่าเงินบาทในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 เป็นต้นมาเป็นปัญหาทางเศรษฐกิจของไทยที่รุนแรงที่สุดในช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 โดยมีผลกระทบอย่างกว้างขวางต่อแทบทุกส่วนของเศรษฐกิจและสังคม ทำให้รายได้และการจ้างงานลดลง (Real GDP ในปี

2541 ลดลงถึง 10%) ก่อให้เกิดความเดือดร้อนต่อคนส่วนใหญ่ของประเทศ ทั้งในภาครัฐและภาคเอกชนทั้งในเขตเมืองและชนบท ทั้งในภาคการเงินและภาคที่แท้จริง (real sector)

วิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้เป็นปรากฏการณ์ที่ผู้เกี่ยวข้องส่วนใหญ่ไม่เคยคาดกันมาก่อนว่าจะเกิดขึ้นได้ในประเทศซึ่งเคยยอมรับกันว่ามีเศรษฐกิจที่เติบโตได้เร็วที่สุดแห่งหนึ่งในโลก จึงมิได้มีการเตรียมล่วงหน้าเพื่อรับมือกับปัญหา ทำให้การแก้ไขปัญหาเป็นไปในลักษณะเฉพาะหน้าและลุกละลุก และมีส่วนทำให้ปัญหามีความรุนแรงและลุกลามไปอย่างกว้างขวาง ทั้งในประเทศไทยและบางประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออก

สำหรับทั้งนักทฤษฎีและนักปฏิบัติ คำถามที่สำคัญคือ “เราได้เรียนรู้อะไรบ้างจากวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้” ในส่วนที่เกี่ยวกับนโยบายของภาครัฐเราได้เรียนรู้บทเรียนที่ว่า ในอดีตก่อนหน้าภาวะวิกฤตและในช่วงการแก้ไขปัญหา เราได้ทำอะไรหลายอย่างที่เราไม่ควรทำ และเราไม่ได้ทำอะไรอีกหลายอย่างที่เรควรทำ มีงานเขียนหลายชิ้นและการประชุมสัมมนาหลายครั้งที่ได้วิเคราะห์ปัญหาวิกฤตในครั้งนี้และได้นำเสนอสาเหตุที่นำไปสู่ประเด็นความผิดพลาดด้านนโยบายเศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับการเงินระหว่างประเทศเป็นสำคัญ รูปในหน้าถัดไปแสดงความเชื่อมโยงระหว่างสาเหตุสำคัญต่างๆ และผลกระทบซึ่งนำไปสู่ภาวะวิกฤตปี 2540 การแสดงภาพในกระดาษแผ่นเดียวคงไม่สามารถอธิบายสาเหตุความเป็นมาและความสัมพันธ์ต่างๆ ที่มีผลต่อภาวะวิกฤตได้อย่างครบถ้วนสมบูรณ์นัก แต่รูปมีไว้เพื่อจัดระเบียบความคิดสำหรับผลการวิเคราะห์ที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มีความคิดเห็นสอดคล้องกันและเพื่อเป็นแนวทางในการอธิบาย “ความผิดพลาดทางนโยบาย” ซึ่งใช้เป็นพื้นฐานสำหรับการเสนอแนะด้านนโยบายในส่วนหลังของบทความนี้ต่อไป

2.1 ความเสี่ยงจากหนี้ระยะสั้น

การเปิดเสรีทางการเงินในประเทศและการผ่อนคลายการควบคุมธุรกรรมในบัญชีทุน ประกอบกับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ได้ส่งเสริมให้ทุนต่างชาติไหลเข้ามาในประเทศตั้งแต่ปี 2533 ในช่วงแรกๆ ทุนส่วนใหญ่ที่เข้ามาเป็นการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment หรือ FDI) ซึ่งถือได้ว่าเป็นทุนระยะยาว แต่ต่อมาเมื่อทางการเปิดโอกาสให้มีบัญชีเงินฝากในรูปเงินบาทสำหรับผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-Resident Baht Account หรือ NRB)¹ และกิจการวิเทศธนกิจ (Bangkok International

¹ จากงานศึกษาของ Dechapakorn (1997) พบว่าปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนด NBR คือ ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยกับต่างประเทศและการคาดการณ์ในอัตราแลกเปลี่ยน

Banking Facilities หรือ BIBF) รวมทั้งมาตรการผ่อนคลายนอื่นๆ มากขึ้น เงินทุนที่ไหลเข้ามา เริ่มมีอายุการชำระคืน (maturity) ที่สั้นลง โดยส่วนใหญ่อยู่ในรูปของเงินกู้ เงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และเงินฝากใน NRB สัดส่วนของหนี้ระยะสั้นเหล่านี้เปรียบเทียบกับหนี้ต่างประเทศทั้งหมด เพิ่มขึ้นจาก 26% ในปี 2532 เป็น 50% ในปลายปี 2538 (BOT, 1998, หน้า 8-9) มีการศึกษาที่พบว่าหนี้ต่างประเทศระยะสั้นรวมกันมีมูลค่ามากกว่าปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศตั้งแต่ปี 2537 เป็นต้นมาจนถึงช่วงก่อนหน้าการลอยตัวค่าเงินบาทในปี 2540 (Warr, 1999, หน้า 7-8 และ Goldstein, 1998, หน้า 11-12)

ประเด็นสำคัญที่ชี้ถึงข้อผิดพลาดด้านนโยบายคือ การเปิดเสรีในบัญชีทุน ร่วมกับการอิงค่าเงินบาทไว้กับดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้เงินทุนต่างประเทศ(ซึ่งส่วนใหญ่ใช้หน่วยเงินดอลลาร์สหรัฐฯ)ไหลเข้ามาและมียุทธศาสตร์ที่สั้นลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เพราะผู้กู้(และผู้ให้กู้)ไม่จำเป็นต้องคำนึงถึงความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน โดยมักจะกู้แบบไม่มี hedging มีการกู้จากต่างประเทศแบบระยะสั้นและใช้วิธียืดอายุหนี้ (roll over) เพื่อให้สินเชื่อยาวไปเรื่อยๆ มีการกู้เป็นเงินตราต่างประเทศมาเพื่อให้กู้ในโครงการลงทุนที่มีรายได้เป็นเงินบาทล้วนๆ ในขณะที่เดียวกันก็มีหน่วยธุรกิจที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์หันไปกู้โดยตรงจากต่างประเทศมากขึ้นด้วย เนื่องจากหนี้ระยะสั้นเป็นทุนที่สามารถไหลออกได้ในระยะสั้นอย่างรวดเร็ว สัดส่วนของหนี้ระยะสั้นที่เพิ่มขึ้นและการใช้เงินกู้ไปอย่างไม่เหมาะสมจึงทำให้ประเทศอยู่ใน “ฐานะที่ล่อแหลม” (vulnerability) คือมีความเสี่ยงมากขึ้นในการเผชิญกับปัญหาการไหลกลับอย่างฉับพลันของทุนต่างประเทศ (capital flight) และการโจมตีค่าเงินบาทดังเช่นที่เกิดขึ้นในปี 2540

มีข้อสังเกตสองประการเกี่ยวกับนโยบายการเปิดเสรีการเงินและหนี้ระยะสั้น

ประการแรก การเปิดเสรีทางการเงินของไทยโดยรับพันธะข้อ 8 ของ IMF และผ่อนคลายมาตรการควบคุมการไหลของทุนมีเหตุจูงใจ 2 ข้อ คือ เพื่อให้เห็นนโยบายได้สอดคล้องกับการเปิดเสรีทางการค้า และเตรียมตัวในการเปิดเสรีสาขาบริการการเงินให้มีการแข่งขันจากภายนอก (ตามข้อตกลงของ GATT) และเพื่อส่งเสริมให้ไทยเป็นศูนย์กลางการเงินของภูมิภาค(โดยเฉพาะอย่างยิ่งอินโดจีน) ทั้งนี้เพื่อให้ไทยได้เพิ่มบทบาททางการเงินเป็นการทดแทนบทบาทของฮ่องกง ซึ่งคาดว่าจะลดลงเมื่อฮ่องกง

กลับคืนเป็นของจีนในปี 2540 การจัดให้มีกิจการวิเทศธนกิจ(BIBF) ก็เพื่อให้มีทั้งธุรกรรมแบบ out-out (คือการกู้เงินจากนอกภูมิภาคมาผ่านกรุงเทพฯเพื่อปล่อยกู้ให้ประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค) และธุรกรรม

แบบ out-in (คือการกู้เงินจากนอกภูมิภาคมาปล่อยกู้ในไทย) แต่ในทางปฏิบัติ ปรากฏว่า BIBF มีแต่ธุรกรรม out-in เป็นส่วนใหญ่ BIBF จึงกลายเป็นช่องทางการจัดหาเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำจากต่างประเทศมาให้กู้กันเองในประเทศ แทนที่จะเป็นการส่งเสริมบทบาทของศูนย์กลางการเงินของภูมิภาคโดยมีธุรกรรม out-out เป็นเครื่องมือสำคัญ ดังที่เคยคาดหวังไว้

ประการที่สอง หนี้ต่างประเทศที่เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2533 ส่วนใหญ่เป็นหนี้ของภาคเอกชน ทั้งนี้เนื่องจากภาครัฐได้มีงบประมาณเกินดุลมาหลายปีและได้พยายามจำกัดการกู้จากต่างประเทศไว้ในระดับหนึ่ง ในช่วงก่อนหน้าภาวะวิกฤต หนี้ต่างประเทศของไทยส่วนใหญ่จึงเป็นภาระของเอกชน ในภาวะปกติเราอาจจะมองว่า การที่เอกชนกู้เงินมาลงทุน(แทนที่รัฐบาลเป็นผู้กู้) เป็นเรื่องที่ดี เพราะเอกชนน่าจะรู้และเข้าใจฐานะทางการเงินและความคุ้มค่าของการลงทุนได้ดีกว่าภาครัฐ แต่ในภาวะที่มีปัญหาความเชื่อมั่นของผู้ให้กู้ หนี้เอกชนที่มีมูลค่าสูงกว่ากลับกลายเป็นปัจจัยที่ทำให้ปัญหาลุกลามและรุนแรงกว่ากรณีของปัญหาหนี้ภาครัฐ ทั้งนี้เพราะเชื่อกันว่าธุรกิจเอกชนนั้นล้มละลายได้(และเจ้าหนี้อาจจะไม่ได้เงินคืนเลย) แต่ภาครัฐไม่สามารถล้มละลายได้(และเจ้าหนี้อาจได้เงินคืนบ้าง) การลดค่าเงินบาทในปี 2540-41 ได้ทำให้งบดุลและฐานะกำไร-ขาดทุน ของบริษัทเอกชนที่มีหนี้ในรูปของเงินตราต่างประเทศเลวลงทันที เพราะหนี้เหล่านี้มีมูลค่าคิดเป็นเงินบาทที่สูงขึ้นมากและเป็นสาเหตุหนึ่งทำให้การแก้ไขปัญหาวิกฤตเป็นไปด้วยความยากลำบาก และต้องใช้การแทรกแซงจากภาครัฐเข้ามามีบทบาทสำคัญในการแก้ไข อย่างไรก็ตามปัญหาหนี้ต่างประเทศของภาครัฐก็สามารถทำให้เกิดวิกฤตทางการเงินได้เช่นกัน ดังที่เกิดขึ้นในกรณีของประเทศเม็กซิโกในปี 2537

2.2 นโยบายการเงินที่ไร้ผล

นักเศรษฐศาสตร์แทบทุกท่านที่วิเคราะห์ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของไทยได้กล่าวอ้างถึง “ไตรภาคีที่ไม่ยั่งยืน” (Impossible Trinity) นั่นก็คือ สถานการณ์ที่ภาวะ 3 ประการเกิดขึ้นไม่ได้พร้อมกัน ได้แก่

- ภาวะที่ 1 : อัตราแลกเปลี่ยนคงที่
- ภาวะที่ 2 : ทุนต่างประเทศไหลเข้าออกได้อย่างเสรี
- ภาวะที่ 3 : นโยบายการเงินที่มีประสิทธิภาพ

ในบริบทของวิกฤตเศรษฐกิจของไทย การดำรงภาวะที่ 1 และภาวะที่ 2 ไว้พร้อมกันได้ทำให้ทางการไม่สามารถใช้นโยบายทางการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจไว้ได้ เงินทุนที่ไหลเข้ามา

ทำให้ธนาคารกลางต้องรับซื้อเงินต่างประเทศเพื่อรักษาค่าเงินบาทไว้ให้คงที่ และหากทางการไม่ใช้มาตรการ sterilization (คือ ลดขนาดของฐานเงินและปริมาณเงินเพื่อชดเชยกับเงินทุนที่ไหลเข้ามา) ปริมาณเงินบาทในประเทศก็จะสูงขึ้น ก่อให้เกิดการขยายตัวของอุปสงค์มวลรวม และสร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ โดยเฉพาะอย่างยิ่งจะทำให้ราคาสินค้าประเภท non-traded (เช่น อสังหาริมทรัพย์) และค่าจ้างสูงขึ้น ผลที่ตามมามักเป็นภาวะเงินเฟ้อด้านราคาสินทรัพย์ (asset price inflation) และการเก็งกำไรในภาวะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มจะขยายตัวสูงอยู่แล้ว และผลอีกประการหนึ่งที่สำคัญก็คือจะทำให้ค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้น (real appreciation) หรือบางคนเรียกว่าเกิดโรค “Dutch disease” ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องทำให้ความสามารถในการส่งออกของประเทศลดลงไป ในขณะที่บัญชีเดินสะพัดขาดดุลอย่างต่อเนื่อง และหนี้ต่างประเทศก็พอกพูนมากขึ้น จนในที่สุดก่อให้เกิด “วิกฤตศรัทธา” การโจมตีค่าเงินบาทและวิกฤตเศรษฐกิจ

ในกรณีที่ทางการใช้มาตรการ sterilization ซึ่งโดยมากเป็นนโยบายการเงินที่ทำ open market operations (เช่น การขายพันธบัตร) เพื่อป้องกันไม่ให้เงินทุนไหลเข้ามีผลกระทบต่อฐานเงินและปริมาณเงิน หากทำได้สำเร็จก็จะยังคงทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงเช่นเดิม และแรงจูงใจที่ดึงดูดเงินทุนไหลเข้ายังคงสภาพเดิม ทำให้เงินทุนยังคงไหลเข้ามาในประเทศอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นถ้ามาตรการ sterilization ไม่ได้ผลอย่างเต็มที่ และ/หรือไม่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว เงินทุนไหลเข้าก็จะมีผลกระทบต่อฐานเงินและปริมาณเงิน และนำไปสู่ปัญหา real appreciation ของเงินบาทในที่สุด เช่นเดียวกับกรณีที่ทางการไม่ได้ใช้มาตรการ sterilization เลย

มีการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ชี้ให้เห็นข้อจำกัดต่างๆ ในการใช้มาตรการ sterilization ในประเทศกำลังพัฒนา (Lee, 1996) และกรณีศึกษาของไทยก็แสดงให้เห็นว่าการใช้มาตรการ sterilization ไม่ได้เต็มที่ (รังสรรค์ และ ชัชวรมณ์, 2543) นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาอีกอย่างน้อย 3 ชิ้นที่ระบุว่าค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้นจริงในช่วงก่อนหน้าวิกฤตเศรษฐกิจ Warr (1999) ใช้ราคาเปรียบเทียบของสินค้าเพื่อคำนวณค่าเงินบาทที่แท้จริงและพบว่า real appreciation ของเงินบาทเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1990s ส่วน Goldstein (1998) คำนวณค่า real effective exchange rate (REER) ของเงินบาทและพบว่าเกิด real appreciation ขึ้นในเดือนมิถุนายน 2540 และ ศปร. คำนวณค่า RER ของเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ พบเช่นเดียวกันว่า ค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้นโดยตลอดตั้งแต่ปี 2538 เป็นต้นมา (ดูรายงานของ ศปร. ในข้อ 24 และ 25)

ภาวะตลาดเงินโลกก็มีส่วนทำให้ค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้นในช่วงเวลาดังแต่กลางปี 2538 ถึงกลางปี 2540 ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งขึ้นมากเมื่อเทียบกับเงินเยน การใช้ basket peg ที่อิงค่าเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ไว้มาก ได้ทำให้เงินบาทเมื่อเทียบกับเงินเยนมีค่าแข็งขึ้น และน่าจะมีส่วนทำให้

ความสามารถของไทยในการส่งออกไปยังญี่ปุ่น (ซึ่งเป็นตลาดใหญ่แห่งหนึ่งของไทย) ได้รับผลกระทบในทางลบมากยิ่งขึ้น

ได้มีการหยิบยกประเด็นเกี่ยวกับบทบาทของนโยบายการคลังในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในทางทฤษฎีทางการสามารถใช้นโยบายการคลังอย่างได้ผล(อย่างน้อยก็ได้ผลมากกว่านโยบายการเงิน) ในภาวะที่เงินทุนไหลเข้าออกได้อย่างเสรีภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ในปี 2539 เจ้าหน้าที่ระดับสูงของธนาคารแห่งประเทศไทยได้ตระหนักถึงความสำคัญของนโยบายการคลังและได้ให้ความเห็นว่า การใช้นโยบายการคลังของรัฐบาลในช่วงเวลานั้นมีความเข้มงวดเพียงพอที่จะรับมือกับปัญหาอันอาจจะเกิดจากการไหลบ่าของเงินทุนต่างชาติ (Nijathawarn, 1995) เป็นความจริงที่ว่าในช่วง 7-8 ปี ก่อนหน้าวิกฤต รัฐบาลไทยมี “วินัยทางการคลัง” อย่างชัดเจน โดยสามารถดำเนินนโยบายงบประมาณเกินดุลได้เป็นเวลาหลายปีติดต่อกัน แต่กระนั้นก็ตาม ศปร. กลับมีความเห็นว่านโยบายการคลังในปี 2539 ยังไม่มีความเข้มงวดเพียงพอ จึงทำให้เกิดปัญหาวิกฤตขึ้นได้ (ดูรายงาน ศปร. ข้อ 33 และ 34) คำถามในประเด็นนี้(ซึ่งยังหาคำตอบไม่ได้) คือ นโยบายการคลังน่าจะมีความเข้มงวด(คืองบประมาณเกินดุล) มากเพียงใด จึงจะถือว่าเหมาะสมกับสถานการณ์ในขณะนั้น

2.3 การส่งออกที่ชะงักงันในปี 2539

เหตุการณ์ซึ่งอาจถือได้ว่าเป็นการจุดชนวนระเบิด (Warr ใช้คำว่า “trigger”) อันนำไปสู่ภาวะวิกฤต คือ การที่มูลค่าส่งออกของไทยเริ่มชะลอตัวในปี 2539 โดยสินค้าส่งออกมีมูลค่าลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า คิดเป็นอัตรา -1.4% ทั้งๆ ที่การส่งออกของไทยในหลายปีก่อนหน้านี้เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยปีละประมาณ 20% ในช่วงปี 2534-38 และถือเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่ผลักดันให้เศรษฐกิจไทยเติบโตได้อย่างรวดเร็ว รายได้ส่งออกปี 2539 ที่ลดต่ำลงได้สั่นคลอนความเชื่อมั่นที่มีต่อเศรษฐกิจไทย สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือเริ่มลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินและของประเทศลง เงินทุนต่างชาติเริ่มไหลออก สถาบันการเงินประสบปัญหาสภาพคล่อง ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างต่อเนื่อง จนนำไปสู่การโจมตีค่าเงินบาท และภาวะเศรษฐกิจล้มละลายในที่สุด

เชื่อได้ว่า สาเหตุหนึ่งของการส่งออกชะงักงันมาจากค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงขึ้น (real appreciation) ซึ่งก็เป็นผลมาจากการไหลเข้าของทุนต่างชาติดังที่ได้กล่าวมาแล้ว สาเหตุสำคัญอีกประการหนึ่งคือ ตลาดโลกมีการขยายตัวไม่มากเท่ากับช่วงก่อนหน้า โดยในปี 2538 การส่งออกของโลกได้ขยายตัวสูงถึง 19% แต่ในปี 2539 ได้ลดลงเป็น 3.8 % การส่งออกของประเทศต่างๆ ในทั่วทุก

ภูมิภาคได้ชะลอตัวลงมาก (ยกเว้นกลุ่มประเทศในตะวันออกกลาง) สำหรับกลุ่มประเทศในเอเชียตะวันออก มูลค่าการส่งออกในปี 2539 เพิ่มขึ้นจากปีก่อนเพียงเล็กน้อย ในกรณีของญี่ปุ่นมีการหดตัวถึง -7.3% ในขณะที่ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียยังคงเพิ่มการส่งออกได้ในอัตราที่สูง แม้ว่าจะเพิ่มไม่มากเท่ากับปีก่อน แต่ก็สูงกว่าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ

มีงานศึกษาหลายชิ้น (เช่น Dasgupta and Imai, 1999) ระบุว่า หลายประเทศในเอเชียตะวันออกมีการทุ่มลงทุนและส่งออกสินค้าประเภทอิเล็กทรอนิกส์ในสัดส่วนที่สูง โดยมีส่วนแบ่งในตลาดโลกรวมกันประมาณ 30% ของการส่งออกของโลก (เฉพาะในอาเซียน ปริมาณการผลิต Hard Disk Drive มีสัดส่วนถึง 64% ของการผลิตทั้งโลก) นอกจากนี้ การผลิต semiconductor คิดเป็น 38% ของการผลิตทั้งโลก อีกทั้งมีกำลังการผลิตที่เหลือเฟือ จนกระทั่งเกิดปัญหา oversupply และในปี 2539 ความต้องการสินค้าจำพวกอิเล็กทรอนิกส์ในตลาดได้ลดลงมาก จนทำให้ราคาตกต่ำ มีการประมาณว่า ราคาของ semiconductor ในตลาดโลก (ในมูลค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ) ได้ลดลงจากปีก่อน 80% (BIS, 1997, หน้า 40) ดังนั้น จึงทำให้การส่งออกรวมของประเทศในแถบนี้ไม่ขยายตัวมากเท่าที่ควร

อย่างไรก็ตาม การส่งออกสินค้าอื่นๆ ของโลก ก็ชะลอตัวลงมากเช่น สิ่งทอ เสื้อผ้า ผลิตภัณฑ์พลาสติก ของเล่นและเครื่องกีฬา เป็นต้น ดังนั้น การที่ความต้องการในตลาดโลกได้ลดลงในปี 2539 ได้กลายเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้การส่งออกของไทยและประเทศคู่แข่งอื่นๆ ตกต่ำ แต่ในกรณีของไทยดูเหมือนว่าจะมีความรุนแรงกว่าประเทศอื่น (ถ้าไม่เทียบกับประเทศญี่ปุ่น) เนื่องจากมีอัตราที่ติดลบ

2.4 ความอ่อนแอของสถาบันการเงิน

สถาบันการเงินของไทยได้รับการวิพากษ์วิจารณ์ว่า เป็นจุดอ่อนสำคัญของระบบการเงินที่ทำให้ปัญหาวิกฤตลุกลามแผ่ไปในวงกว้าง มาตรการผ่อนคลายทางการเงินเปิดโอกาสให้สถาบันการเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเพื่อนำมาขยายสินเชื่อในประเทศมากขึ้น ทั้งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน ประกอบกิจการโดยขาดความรอบคอบเท่าที่ควร อาทิ ปล่อยสินเชื่อโดยหละหลวมในการวิเคราะห์กั้นกรองโครงการลงทุน มีหลักทรัพย์ในการค้ำประกันเงินกู้ยืมน้อยเกินไป โครงสร้างของสินเชื่อไม่สอดคล้องกับแหล่งเงิน (คือ maturity and currency mismatches) ไม่สำรองเงินเพื่อหนี้สูญอย่างเพียงพอ ไม่โปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะหนี้เสียและผลประกอบการ ฯลฯ

สาเหตุสำคัญของข้อบกพร่องดังกล่าวส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการกำกับดูแลและการตรวจสอบสถาบันการเงิน โดยธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ไม่เหมาะสมกับระดับการพัฒนาและสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว เท่าที่ผ่านมานโยบายปกป้องสถาบันการเงินไทยทั้งจากการแข่งขันของ

ต่างชาติและจากภาวะ “ปิดกิจการ” (โดยการใช้กองทุนฟื้นฟูฯ) ก่อให้เกิดปัญหา moral hazard ซึ่งส่งเสริมพฤติกรรมเสี่ยงของผู้บริหารสถาบันการเงินของไทย

การปล่อยสินเชื่ออย่างหละหลวมของสถาบันการเงินก่อนหน้าช่วงวิกฤติ มีส่วนสำคัญที่ทำให้ธุรกิจขยายตัวโดยการก่อหนี้และใช้จ่ายมากเกินไป สภาพธุรกิจที่ “ซื้อง่าย ขายคล่อง” ในช่วงนั้นก็นำไปสู่การเก็งกำไรโดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และในตลาดหลักทรัพย์

ความอ่อนแอของสถาบันการเงินไทยเป็นปัญหาที่มีแนวโน้มจะเพิ่งเกิดขึ้นในช่วงไม่กี่ปีก่อนหน้าภาวะวิกฤติ หากแต่เป็นปัญหาที่หมักหมมมานานหลายสิบปีแล้ว ในอดีตก่อนหน้าเคยเกิดปัญหาสถาบันการเงิน (ทั้งที่เป็นธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์) แต่ก็ได้ถูกล้มและมีความรุนแรงเท่ากับในวิกฤตเศรษฐกิจครั้งนี้ ปัญหาในอดีตถูกจำกัดขอบเขตอยู่เฉพาะภายในประเทศ เนื่องจากยังไม่มีเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องมากนัก ในทางตรงกันข้าม วิกฤตครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าการเชื่อมโยงสถาบันการเงินไทยเข้ากับทุนระหว่างประเทศมากขึ้นโดยผ่านกิจการวิเทศธุรกิจและมาตรการผ่อนคลายนานๆ กลับกลายเป็น “ดาบสองคม” ที่ชักนำไปเป็นปัญหาสถาบันการเงินบานปลายขยายขอบเขตและทวีความรุนแรง จนมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจของบางประเทศในภูมิภาค

เอเชียตะวันออกเฉียงใต้อีกด้วย

2.5 การประเมินตลาดและสถานการณ์อย่างผิดพลาด

การเปิดเสรีทางการเงินและการผ่อนคลายนโยบายการควบคุมบัญชีทุนระหว่างประเทศเกิดขึ้นบนพื้นฐานของความเชื่อที่ว่า เมื่อกลไกของตลาดเงินและตลาดทุนสามารถทำงานได้อย่างเต็มที่มากขึ้น ก็จะทำให้การจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นอีกด้วย อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์วิกฤตน่าจะบ่งชี้แล้วว่ายังมีปัจจัยหลายประการที่แสดงถึงกรณี “ความล้มเหลวของตลาด” (หรือ market failure) ปัจจัยที่สำคัญได้แก่ความบกพร่องด้านข้อมูลที่เป็นเหตุให้เกิดปัญหา moral hazard สำหรับหลายฝ่ายที่เกี่ยวข้อง มิใช่ว่าสถาบันการเงินไทยและธุรกิจที่กู้ยืมจากต่างประเทศเท่านั้นที่มีพฤติกรรมเสี่ยง แต่เจ้าหน้าที่ต่างชาติผู้ให้กู้ยืมก็เป็นฝ่ายที่ยอมรับความเสี่ยงมากเกินไปด้วย ทั้งตลาดสินค้าและตลาดเงินตราต่างประเทศมีการเก็งกำไรซึ่งนำไปสู่ความไร้เสถียรภาพในตลาด ส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะข้อบกพร่องด้านข้อมูลนั่นเอง

การประเมินสถานการณ์ผิดพลาดโดยภาครัฐมีส่วนที่ทำให้ไม่สามารถใช้เครื่องมือด้านนโยบายเพื่อป้องกันและแก้ไขปัญหาได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผู้บริหารระดับสูงหลายท่านที่ดูแลนโยบายเศรษฐกิจ

มหภาคของไทยในช่วงก่อนวิกฤต มักจะให้ความเห็นไปในแนวเดียวกัน เช่น

- ปัญหาหนี้ต่างประเทศของไทยไม่เหมือนกับกรณีวิกฤตของเม็กซิโกและชิลี เพราะหนี้ภาครัฐของไทยมีไม่มาก
- การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยไม่เป็นปัญหา เพราะทุนสำรองระหว่างประเทศยังมีมูลค่าสูง คือ เทียบเท่ากับการซื้อสินค้านำเข้าได้ถึง 6 เดือน
- การส่งออกชะงักงันในปี 2539 เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นชั่วคราวเท่านั้น (ซึ่งอาจจะจริง) และไม่มีผลต่อจิตวิทยาและความเชื่อมั่นของเจ้าหน้าที่ต่างชาติ (ซึ่งคงไม่จริง)
- การลดค่าเงินบาทไม่ช่วยให้ไทยส่งออกได้มากขึ้น เพราะเราต้องนำเข้าวัตถุดิบเป็นจำนวนมากมาใช้ในการผลิตสินค้าส่งออก และการเปลี่ยนแปลงค่าเงินจะทำให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงินด้วย

ข้อผิดพลาดที่สำคัญอีกประการหนึ่งคือ ความไม่เข้าใจเกี่ยวกับพฤติกรรมของนักลงทุนระหว่างประเทศ มีบทวิเคราะห์ของนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่อธิบายว่านักลงทุนเหล่านี้มักจะมี herding behavior คือพฤติกรรมที่มักจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน (เหมือนฝูงสัตว์) เพราะตัดสินใจโดยใช้ข้อมูลเดียวกัน (เช่นข้อมูลจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ) ดังนั้นเมื่อนักลงทุนทั้งหลายแห่กันมาย้ายเงินทุนจากไทยไปลงทุนที่อื่น เงินทุนที่เคลื่อนย้าย (ซึ่งอาจเป็นส่วนที่เล็กน้อยใน portfolio ของนักลงทุนแต่ละราย) ก็จะรวมกันเป็นจำนวนมากพอที่ทำให้ประเทศเล็กๆ อย่างไทยต้องได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง การตื่นตระหนกในลักษณะนี้อาจจะดูไม่สมเหตุสมผลก็ได้ในเบื้องต้น (เพราะปัญหาพื้นฐานด้านเศรษฐกิจอาจจะไม่เลวร้ายมากเท่าที่ประเมินเอาไว้) แต่เมื่อเงินทุนไหลออกมากขึ้น ส่งผลให้สถานการณ์เข้าสู่ภาวะวิกฤต จึงทำให้พฤติกรรมแบบฝูงมีความสมเหตุสมผลในเวลาต่อมาได้ ทว่าการไทยคงคาดไม่ถึงว่าจะเกิดพฤติกรรมแบบฝูงในหมู่นักลงทุนต่างชาติ จนมีผลกระทบอย่างรุนแรงต่อเศรษฐกิจไทยได้

² อัมมาร สยามวาลา ได้ให้คำอธิบายที่น่าสนใจเกี่ยวกับ herding behavior ของนักลงทุนไว้ ดู อัมมาร (2542) หน้า 9-10

3. ข้อเสนอแนะด้านนโยบาย

ข้อเสนอแนะในส่วนนี้จะครอบคลุมเฉพาะนโยบายเศรษฐกิจมหภาคสำหรับประเทศไทย โดยมีจุดมุ่งหมายให้เป็นทางเลือกในระยะยาวสำหรับช่วงเวลาที่เศรษฐกิจไทยกลับเข้าสู่สภาพปกติ หรือน้อยมีผลกระทบจากปัญหาวิกฤตหลงเหลืออยู่ไม่มากนัก ทั้งนี้เพื่อให้สามารถนำนโยบายบางอย่างเข้ามาใช้ได้ โดยไม่เป็นอุปสรรคต่อความพยายามในการแก้ไขปัญหาที่เป็นผลพวงโดยตรงจากวิกฤตเศรษฐกิจ เช่น ปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (non-performing loans) ของสถาบันการเงินและปัญหาว่างงาน เป็นต้น

ในการเสนอแนะด้านนโยบายระดับประเทศนี้ เรามีข้อสมมติว่าประเทศสมาชิก IMF หรือ กลุ่มมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ เช่น G 8 ยังไม่สามารถตกลงกันเพื่อดำเนินการปฏิรูปใดๆที่จะสร้าง "สถาปัตยกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ" (หรือ international financial architecture) ในรูปแบบใหม่ๆ ซึ่งย่อมจะทำให้สภาพแวดล้อมทางการเงินของโลกต้องเปลี่ยนไป (เช่น การใช้ Tobin Tax หรือ การส่งเสริมให้ SDR เป็นเงินตราของโลก เป็นต้น) คงจะเป็นเวลาอีกหลายปีที่ข้อตกลงทำนองนี้จะบรรลุผล และมีความเป็นไปได้ที่เราอาจจะไม่เห็นข้อตกลงเหล่านี้ ดังนั้น เรากำลังยึดหลักการที่ว่า "ประเทศควรจะช่วยตัวเองไว้ก่อน ดีกว่าที่จะรอให้คนอื่นเข้ามาช่วย (ซึ่งก็อาจจะสายเกินไปแล้ว)"

3.1 รายการทางเลือกของชุดนโยบาย

ทางเลือกด้านนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่เกี่ยวข้องกับประเด็นปัญหาวิกฤตการเงินของไทยนั้น ไม่สามารถพิจารณาแต่ละเครื่องมือ (หรือมาตรการ) แบบแยกส่วนได้ จำเป็นต้องพิจารณาเป็น "ชุดนโยบาย" (หรือ policy mix) คือ พิจารณาเครื่องมือต่างๆ ประกอบพร้อมกันไป ทั้งนี้เพราะประสิทธิภาพของเครื่องมือแต่ละประเภทจะขึ้นอยู่กับทางเลือกใช้เครื่องมือประเภทอื่นด้วย

ชุดนโยบายที่เราควรให้ความสำคัญมากที่สุด คือ ชุดที่ประกอบด้วยเครื่องมือ 3 ประเภท คือ

- ระบบอัตราแลกเปลี่ยน
- นโยบายการเงิน
- การกำกับดูแลทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

ในกรณีสุดโต่ง ระบบอัตราแลกเปลี่ยนมี 2 ทางเลือก คือ การใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (fixed) และอัตราแลกเปลี่ยนแบบยืดหยุ่น (flexible) อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติ ประเทศต่างๆ

อาจอิง (peg) ค่าเงินของตนไว้กับเงินตราสกุลสำคัญ (หนึ่งหรือหลายๆ สกุลก็ได้) และอาจกำหนด (หรือไม่กำหนด) กฎเกณฑ์สำหรับการเปลี่ยนค่าเสมอภาค (parity) หรืออาจไม่มีการกำหนดค่าเสมอภาคเลยก็ได้ แม้กระทั่งภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เรียกว่า "ยึดหยุ่น" ประเทศก็อาจเลือกใช้วิธีลอยตัวค่าเงินตามกลไกของตลาด (free floating หรือ independent floating) หรือวิธีลอยตัวแบบจัดการ (managed floating) โดยทางการอาจเข้าแทรกแซงในตลาดได้ตามความจำเป็น

นโยบายการกำกับดูแลทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ อาจแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ นโยบาย "เสรี" ซึ่งทางการเปิดโอกาสให้ทุนไหลเข้าออกได้โดยเสรีหรือโดยมีการควบคุมน้อยที่สุด และนโยบาย "ควบคุม" ซึ่งเป็นการใช้มาตรการควบคุมให้ทุนไหลเข้าออกในลักษณะที่ทางการเห็นว่าเหมาะสม มาตรการควบคุมที่ประเทศต่างๆ ใช้ ก็มีรูปแบบและวิธีการที่แตกต่างกันออกไป ดังจะกล่าวในตอนต่อไป

ในบริบทของเศรษฐศาสตร์การเงินระหว่างประเทศ ประเทศอาจใช้นโยบายการเงิน (ภายในประเทศ) ที่เป็นอิสระ (independent) ซึ่งมีนัยว่าธนาคารกลางสามารถใช้เครื่องมือทางการเงินในการกำหนดฐานเงินและปริมาณเงินในประเทศได้ในภาวะที่มีเงินทุนไหลเข้าออกอยู่ กล่าวคือธนาคารกลางสามารถใช้มาตรการ sterilization อย่างมีประสิทธิภาพนั่นเอง ในทางตรงกันข้าม หากนโยบายการเงินไม่เป็นอิสระหรือมีข้อจำกัด ธนาคารกลางก็ไม่สามารถ(หรือไม่ตั้งใจที่จะ)ใช้มาตรการทางการเงินเพื่อลดล้างผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าออกที่มีต่อฐานเงินและปริมาณเงินในประเทศ

ตารางต่อไปนี้แสดงรายการทางเลือกสำหรับชุดนโยบายซึ่งประกอบด้วยเครื่องมือ 3 ประเภท ดังกล่าวไว้ข้างต้น ทั้ง 5 ทางเลือก เป็นชุดนโยบายทางทฤษฎีซึ่งครอบคลุมชุดนโยบายที่ประเทศต่างๆ ได้เลือกใช้ โดยทางปฏิบัติ ความเข้มข้นและรายละเอียดของแต่ละเครื่องมือจะแตกต่างกันออกไป จะสังเกตได้ว่า ชุดนโยบายทางทฤษฎีบางชุดไม่ปรากฏในรายการ เพราะไม่เป็นทางเลือกที่สมเหตุสมผล และมีความเอนเอียง เช่น ชุดนโยบายที่ประกอบด้วย การควบคุมทุนไหลเข้าออกและนโยบายการเงินที่ "จำกัด" หากเงินทุนไม่สามารถไหลเข้าออกได้ ก็ไม่มีเหตุผลอะไรที่จะต้องมีการจำกัดในการใช้นโยบายการเงิน ไม่ว่าจะอัตราแลกเปลี่ยนจะยึดหยุ่นหรือคงที่ก็ตาม

<u>ชุดนโยบาย</u>	<u>ระบบอัตราแลกเปลี่ยน</u>	<u>นโยบายทางการเงิน</u>	<u>การเคลื่อนย้ายทุน ระหว่างประเทศ</u>
1.	คงที่	อิสระ	เสรี
2.	คงที่	อิสระ	ถูกควบคุม
3.	คงที่	จำกัด	เสรี
4.	ยืดหยุ่น	อิสระ	เสรี
5.	ยืดหยุ่น	อิสระ	ถูกควบคุม

3.2 ชุดนโยบายที่มีอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

ชุดนโยบาย 3 ชุดแรกในตารางมีองค์ประกอบที่เหมือนกัน คือ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่ ในทางทฤษฎี ค่าเงินที่คงที่จะลดต้นทุนทางธุรกรรมและความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน จึงเป็นการส่งเสริมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ นักเศรษฐศาสตร์บางคนเชื่อว่า นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ทำให้รัฐบาลต้องมีวินัยทางการเงินและการคลัง จึงมีประโยชน์ในการควบคุมภาวะเงินเฟ้อ (ค่าของเงินเป็น nominal anchor ที่ดี)

อย่างไรก็ตาม ข้อดีทั้งสองประการของอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ก็อาจไม่เกิดขึ้นจริงได้เสมอ ในบริบทของไทยก่อนการลอยตัวค่าเงินบาทในเดือนกรกฎาคม 2540 ทางการได้ดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบ basket peg คือ อิงค่าเงินบาทกับตะกร้าของเงินสกุลสำคัญ 7-8 สกุล ในทางปฏิบัติ ตั้งแต่มีการเริ่มใช้ basket peg ในปี 2527 มีหลักฐานบ่งชี้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยได้ให้น้ำหนักค่อนข้างสูงมากแก่ดอลลาร์สหรัฐ หรืออาจกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าเป็นนโยบายแบบ dollar peg และเป็นการอิงที่ปรับได้ (adjustable peg) ซึ่งเป็นไปตามกรอบข้อตกลง Bretton Woods

ปัญหาเกี่ยวกับนโยบายแบบ basket peg ของไทย ก็คือ เมื่อนำมาใช้ร่วมกับการเปิดเสรีทางเงินทุนระหว่างประเทศและการใช้นโยบายการเงินเพื่อทำ sterilization (หรือเมื่อมีการใช้ชุดนโยบายที่ 1 ซึ่งเป็นชุดที่ใช้ก่อนหน้าวิกฤตนั้นเอง) ก็จะทำให้เกิดวิกฤตศรัทธาค่าเงินบาทและนำไปสู่การปรับค่าเงินบาทอย่างมากในที่สุด ดังที่เกิดขึ้นในช่วงหลังการลอยตัวค่าเงินบาทปี 2540 และตามที่ได้อธิบายแล้วในตอนที่ 2 ของบทความนี้ ดังนั้นถ้ามีการผสมนโยบายแบบ "ผิดสูตร" ข้อดีของอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ก็ไม่อาจเป็นจริงได้

ชุดนโยบายที่ 2 เป็นชุดที่ไทยนำมาใช้ก่อนหน้าที่จะเปิดเสรีทางการเงินในปี 2533 ชุดนโยบายนี้ มีการควบคุมทุนข้ามชาติอย่างเข้มงวด จึงทำให้เศรษฐกิจในประเทศไทยไม่ได้รับประโยชน์จากการลงทุน และการกู้ยืมจากต่างชาติเท่าที่ควร โดยเฉพาะในกรณีที่จะต้องใช้เงินทุนจากต่างชาติในกิจการที่เพิ่มประโยชน์ทางเศรษฐกิจและสังคมอย่างแท้จริง นโยบายการเงินที่เป็น "อิสระ" สามารถนำมาใช้ในการรักษาเสถียรภาพอย่างได้ผล อัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่ จะส่งเสริมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ แต่ในขณะเดียวกัน ภายใต้ระบบ adjustable peg ค่าเงินก็อาจต้องเปลี่ยนเป็นครั้งคราวเมื่อฐานะการแข่งขันท่าทางการค้าระหว่างประเทศเปลี่ยนแปลงไป และการเปลี่ยนค่าเงินก็มักจะมีลักษณะเป็นขั้นบันได คือ ในแต่ละครั้งจะเปลี่ยนในอัตราที่สูง ถึงแม้ว่าปัญหาระดับวิกฤต ภายใต้ชุดนโยบายที่ 2 อาจมีโอกาสดังกล่าวเกิดขึ้นภายใต้ชุดนโยบายที่ 1 แต่การปรับเปลี่ยนค่าเงินแบบขั้นบันไดก็ทำให้เกิดต้นทุนที่สูงในการปรับตัวของเศรษฐกิจ

หลายประเทศที่เคยใช้ชุดนโยบายที่ 2 พบว่ามักจะมีปัญหาภาวะเงินเฟ้อ เนื่องจากภาครัฐไม่สามารถสร้างวินัยทางการเงินและการคลังได้ดี ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะปัญหาโครงสร้างเศรษฐกิจและแรงกดดันทางการเมืองซึ่งทำให้รัฐบาลต้องใช้จ่ายและก่อหนี้เกินตัว วิธีหนึ่งที่จะป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาภาวะเงินเฟ้อรุนแรงและในขณะเดียวกันก็ทำให้ค่าเงินตราคงที่อยู่เสมอ คือ การใช้ระบบคณะกรรมการเงินตรา หรือ currency board ซึ่งจัดอยู่ในชุดนโยบายที่ 3 คณะกรรมการเงินตราในระบบที่สมบูรณ์แบบมีหน้าที่รับซื้อขายเงินตราต่างประเทศ แลกเปลี่ยนกับเงินของประเทศ ณ อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดไว้ล่วงหน้าตายตัว โดยคณะกรรมการต้องมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไว้จำนวนหนึ่งในเบื้องต้น คณะกรรมการเงินตรามีลักษณะแตกต่างจากธนาคารกลางทั่วไป คือ ไม่มีหน้าที่ให้กู้ยืมเงินแก่สถาบันการเงิน รวมทั้งภาครัฐบาลได้เลย กล่าวคือ ไม่ได้ทำหน้าที่เป็นผู้ให้กู้แห่งสุดท้าย (lender of last resort) ดังนั้น ปริมาณเงินในประเทศจึงขึ้นอยู่กับปริมาณเงินตราต่างประเทศซึ่งไหลเข้าออกได้อย่างเสรี ดังนั้น หากการเคลื่อนย้ายทุนมีความผันผวน ก็จะส่งผลให้ปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในประเทศผันผวนตามไปด้วย ในกรณีเช่นนี้ นโยบายการเงินจึงไม่มีผลด้าน sterilization เลย โดยปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยในประเทศเป็นตัวปรับขนาดการไหลของทุนโดยอัตโนมัติ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ทางการไม่สามารถกำหนดนโยบายการเงินอย่างเป็นอิสระและไม่สามารถกำหนดเป้าหมายทางการเงินต่างๆ (เช่น ปริมาณเงิน อัตราดอกเบี้ยและ อัตราเงินเฟ้อ) ได้เลย ยกเว้น อัตราแลกเปลี่ยน

ระบบคณะกรรมการเงินตราจะประสบผลสำเร็จได้ก็ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขสำคัญอย่างน้อย 3 ประการคือ

ประการที่ 1 ประเทศต้องมีปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศมากเพียงพอที่จะรับมือกับภาวะที่มีเงินทุนไหลออกมากๆ การจะพิจารณาว่าเงินทุนสำรองมีมากน้อยเพียงพอหรือไม่ก็ขึ้นอยู่กับอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดไว้ด้วย หากกำหนดค่าเงินท้องถิ่นไว้สูงเกินไปก็อาจทำให้ต้องมีเงินทุนสำรองไว้เป็นจำนวนค่อนข้างมาก

ประการที่ 2 ต้องมีระบบสถาบันการเงินที่เข้มแข็งและสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็ว ทั้งนี้เพราะระบบคณะกรรมการเงินตราจะเปิดโอกาสให้ภาวะการเงินด้านสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนอย่างมาก อันเป็นไปตามภาวะการไหลเข้าออกของทุนระหว่างประเทศ สถาบันการเงินจะไม่มีธนาคารกลางไว้เป็นที่พึ่งพิงคอยให้เงินกู้ในภาวะที่คับขันอีกต่อไป นอกจากนั้น ธุรกิจโดยทั่วไปก็จะต้องมีความสามารถในการจัดการทางการเงินเป็นอย่างดี เพราะความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยอาจเป็นอุปสรรคสำคัญในการดำเนินธุรกิจ

ประการที่ 3 ทางการจะต้องสร้างความเชื่อมั่นในหมู่ผู้ลงทุนทั่วไปว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์สำคัญในระบบคณะกรรมการเงินตราอย่างกะทันหัน กฎเกณฑ์สำคัญประการหนึ่งซึ่งมักมีแรงกดดันหรือแนวโน้มว่าทางการอาจจะเปลี่ยนได้กลางคัน ก็คือ การให้เงินกู้เพื่อช่วยเหลือสถาบันการเงินหรือรัฐบาล ในกรณีที่มีสภาพคล่องน้อยมากในตลาดเงิน หากผู้เกี่ยวข้องส่วนใหญ่เข้าใจ ปฏิบัติและเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายตามกติกาของระบบ คณะกรรมการเงินตราก็จะประสบผลสำเร็จในการรักษาค่าเงินบาทและควบคุมให้มีเสถียรภาพทางการเงินได้ในระยะยาว

หลังจากเกิดวิกฤตการเงินขึ้นหลายครั้งในประเทศต่างๆ ได้มีผู้ให้ความสนใจและเสนอให้ประเทศกำลังพัฒนาที่เผชิญปัญหาวิกฤตหันมาใช้ระบบคณะกรรมการเงินตรากันมากขึ้น นักเศรษฐศาสตร์บางท่านเชื่อว่า ประเทศที่ควรนำระบบคณะกรรมการเงินตรามาใช้ นอกเหนือจากจะต้องมีคุณสมบัติที่ทำให้เงื่อนไข 3 ประการข้างต้นเป็นจริงแล้ว ยังต้องมีลักษณะสำคัญเพิ่มเติม ดังนี้ (Frankel, 1995 ; Williamson, 1991)

- เป็นประเทศเล็กที่มีเศรษฐกิจค่อนข้างเปิด เพื่อให้อัตราแลกเปลี่ยนก่อนประโยชน์แก่การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศได้อย่างเต็มที่ ถ้าจะให้ดียิ่งขึ้น ขนาดค้าขายกับประเทศเจ้าของเงินสกุลที่ตนเองใช้อย่างเงินด้วย (peg currency) ควรจะมีมูลค่าอย่างน้อยครึ่งหนึ่งของการค้าต่างประเทศทั้งหมด
- เป็นประเทศที่ไม่มีความสามารถในการจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อด้วยนโยบายของตนเอง จึงจำเป็นต้องอาศัย เสถียรภาพการเงินจากภายนอก (โดยเฉพาะอย่างยิ่งเสถียรภาพของ peg currency) ในการควบคุมภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งก็หมายความว่าต้องพิจารณาแล้วว่าอัตราเงินเฟ้อ

ของประเทศเจ้าของ peg currency เป็นอัตราที่เหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจของตน เพราะอัตราเงินเฟ้อของประเทศจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับในประเทศเจ้าของ peg currency

ทั้งในทางทฤษฎีและในภาคปฏิบัติ ข้อเสนอเกี่ยวกับระบบคณะกรรมการเงินตรายังเป็นเรื่องที่ถกเถียงกันอยู่ว่าสมควรจะใช้กับประเทศกำลังพัฒนาหรือไม่ และอย่างไร ประเด็นที่น่าเป็นห่วงคือเงื่อนไขเกี่ยวกับปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ต้องมีมากพอ และการไม่มีธนาคารกลางเป็นผู้ให้กู้แหล่งสุดท้ายแก่สถาบันการเงิน ฝ่ายหนึ่งเชื่อว่าประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ยังไม่พร้อมที่ใช้ระบบนี้ เพราะยังไม่มีปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่เพียงพอ และยังไม่มีสถาบันการเงินที่ต้านทานความผันผวนทางการเงินได้ดี ส่วนอีกฝ่ายหนึ่งก็เชื่อว่า ความเพียงพอของปริมาณเงินทุนสำรองย่อมขึ้นอยู่กับอัตราแลกเปลี่ยนที่ควรกำหนดไว้ตั้งแต่ต้น ถ้าไม่กำหนดค่าเงินไว้สูงเกินไป ประเทศก็ไม่จำเป็นต้องมีปริมาณเงินทุนสำรองไว้มาก (ความเห็นของ Hanke ใน Frankel, 1995) ในขณะเดียวกันถึงแม้ว่าจะไม่มีธนาคารเป็นผู้ให้กู้แหล่งสุดท้ายก็ตาม แต่สถาบันการเงินก็สามารถหาหลักประกันจากต่างประเทศเพื่อให้มีผู้ให้กู้แหล่งสุดท้ายในกรณีคับขันได้ (Dornbusch, 1998)

สำหรับกรณีประเทศไทย ดูเหมือนจะเสี่ยงเกินไปและไม่มีความจำเป็นที่จะนำเอาระบบคณะกรรมการเงินตรามาใช้ โดยทั่วไป เราไม่เคยเผชิญหน้ากับปัญหาเงินเฟ้อประเภท hyperinflation เช่นที่เคยเกิดขึ้นในกลุ่มประเทศละตินอเมริกา จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องอาศัยเสถียรภาพจากภายนอกในการแก้ปัญหาเงินเฟ้อ เรามีการกระจายแหล่งและตลาดสินค้าในการนำเข้าและส่งออก มิได้ค้าขายแบบกระจุกตัวกับประเทศใดประเทศหนึ่ง ถ้าจะใช้ดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น peg currency ก็ยังไม่มีข้อพิสูจน์หรือหลักประกันที่บ่งชี้ว่า อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ จะเหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจของไทย อุปสรรคสำคัญก็คือ เงื่อนไขเกี่ยวกับ "ความเชื่อมั่นในกฎกติกา" สภาพเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง ประกอบกับระบบสถาบันการเงิน คงสร้างแรงกดดันให้ทางการไม่สามารถรักษากฎกติกาที่เคร่งครัดได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในกรณีที่มีการไหลออกของทุนเป็นจำนวนมาก

บางประเทศที่มีแนวโน้มขยายเงินเฟ้อมาทางระบบคณะกรรมการเงินตรา ได้พยายามแก้ไขข้อบกพร่องในส่วนที่เกี่ยวกับปริมาณเงินทุนสำรองและความเชื่อมั่น โดยวิธีการเปลี่ยนมาใช้เงินสกุลหลัก (คือ ดอลลาร์สหรัฐฯ) แทนเงินตราของตนเองเลย (หรือที่เรียกวิธีการนี้ว่า dollarization) วิธีการนี้เป็นเสมือนการยกเลิกอิสรภาพด้านการเงิน และปล่อยให้ตลาดเงินและสภาพเศรษฐกิจขึ้นอยู่กับนโยบายการเงินของสหรัฐฯนั่นเอง อาร์เจนตินาและเอลซาวาดอร์ เป็นสองประเทศที่กำลังพิจารณาจะใช้วิธีการ dollarization นี้ นักเศรษฐศาสตร์บางคนมีแนวคิดว่าประเทศที่มีปัญหาการรักษาค่าเงินของตนเอง ควรหันไปใช้เงินระหว่างประเทศ (international currency) หรือ เงินของหลายประเทศ (supranational

currencies เช่น เงินยูโร) แทนเงินของตนเอง (Hausmann, 1988) สำหรับประเทศไทย หากเราสรุปว่าระบบคณะกรรมการเงินตรายังไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้ เราก็คงยังไม่ต้องคิดในขณะนี้ว่า เราจะมุ่งไปในแนวทาง dollarization

3.3 อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่น และการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี

หลังจากยกเลิกการใช้ระบบ Bretton Woods ในปี ค.ศ. 1973 หลายประเทศได้หันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่น ทดแทนระบบ adjustable peg มากขึ้น การปล่อยให้ค่าเงินมีความยืดหยุ่นมากขึ้น เป็นส่วนหนึ่งของแนวโน้มในโลกที่มีการใช้นโยบายเศรษฐกิจที่เสรี และอาศัยกลไกการตลาดมากขึ้น ในทศวรรษ 1980s ประเทศกำลังพัฒนาหลายแห่งที่ประสบปัญหาเงินเฟ้อ ปัญหานี้ต่างประเทศ ปัญหาตลาดส่งออกในประเทศอุตสาหกรรม และปัญหาการไหลเข้าออกของทุนต่างชาติ ได้หันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นมากขึ้น (Caramazza and Aziz, 1998)

ข้อดีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่นมีหลายประการ และนักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียงหลายท่านได้เคยบรรยายสรรพคุณของระบบนี้ไว้เป็นอย่างดี อาจกล่าวสรุปได้ว่า การปล่อยให้ค่าเงินมีความยืดหยุ่นและปรับเปลี่ยนได้ตามกลไกตลาด มีคุณประโยชน์ในการบริหารเศรษฐกิจมหภาคอย่างน้อย 3 ประการคือ

ประการที่ 1 ทำหน้าที่เป็น "ตัวดูดซับแรงกระแทก" (หรือ shock absorber) ให้กับเศรษฐกิจในยามที่ราคาสินค้าส่งออกสำคัญตกต่ำ ทำให้รายได้ส่งออกลดลงในระบบอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่น ค่าเงินก็จะลดลงตามกลไกตลาด ทำให้ราคาส่งออกทุกชนิดถูกลงในตลาดโลก จึงดูดให้มีผู้ซื้อเพิ่มขึ้น และรายได้ส่งออกก็จะกลับสูงขึ้น หากประเทศใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การปรับตัวของเศรษฐกิจในสถานการณ์เช่นนี้ อาจมีต้นทุนและความยากลำบากมากกว่า เช่นอาจจะต้องทำให้ค่าจ้างแรงงานลดลง หรืออาจต้องลดการจ้างงาน เพื่อให้สามารถส่งออกได้มากขึ้น

ประการที่ 2 ระบบอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่น เปิดโอกาสให้ทางการได้ใช้นโยบายการเงินอย่างเสรีและมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้นโยบายการเงินในการควบคุมแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ นโยบายการเงินที่เข้มงวดจะเพิ่มอัตราดอกเบี้ย และทำให้ค่าเงินบาทแข็งขึ้น ซึ่งก็จะมีส่วนสนับสนุนความพยายามที่จะทำให้การใช้จ่ายในประเทศลดลง เป็นการบรรเทาปัญหาเงินเฟ้อ ในขณะที่นโยบายการเงินที่เข้มงวด ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จะไม่มีผลต่อค่าเงิน ทำให้เงินทุนไหลเข้ามาหา กำไรจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และเป็นอุปสรรคต่อการแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ

ประการที่ 3 ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่น ค่าเงินอาจจะสูงขึ้นหรือลดลงก็ได้ ดังนั้นจึงอาจทำให้การเก็งกำไรค่าเงินมีความเสี่ยงมากขึ้น ความยืดหยุ่นของอัตราแลกเปลี่ยนจึงลดแรงจูงใจสำหรับการเคลื่อนย้ายทุนระยะสั้นเพื่อประโยชน์ในการเก็งกำไร และเป็นการลดความผันผวนของทุนระยะสั้นได้ระดับหนึ่ง ทั้งนี้โดยเปรียบเทียบกับกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ซึ่งมักจะมีแต่ความเสี่ยงเพียงทิศทางเดียวสำหรับผู้เก็งกำไรในการโจมตีค่าเงิน คือ ความเสี่ยงที่ว่า ค่าเงินจะไม่ลดลง (แต่ไม่มีโอกาสเพิ่มขึ้นเลย) จะเห็นได้ว่าเท่าที่ผ่านมาประเทศที่มีวิกฤตทางการเงินและการโจมตีค่าเงินส่วนใหญ่ มักจะเป็นประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศกำลังพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นมากขึ้นในโลก ก็มีไว้จะปราศจากปัญหาและข้อบกพร่อง มีการศึกษาพบว่าความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน (ทั้งที่เป็น nominal และ real) ในหลายประเทศเพิ่มขึ้นเมื่อเปลี่ยนมาใช้ระบบยืดหยุ่น ที่สำคัญก็คือ มีหลักฐานที่ชี้ให้เห็นว่า ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน มีผลให้การค้าระหว่างประเทศลดลง และมีข้อพิสูจน์ว่า ความผันผวนนี้ ในระยะสั้นมีสาเหตุมาจากการเก็งกำไรค่าเงิน (Frankel, 1995) ภาวะเศรษฐกิจในระดับมหภาคของประเทศต่างๆ ที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่นก็ไม่แตกต่างจากประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มากนัก (Caramazza and Aziz, 1998)

ในชุดนโยบายที่ 4 ส่วนผสมระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่นและการเคลื่อนย้ายทุนอย่างเสรี น่าจะเหมาะสำหรับประเทศที่มีตลาดเงินและสถาบันการเงินที่ทำงานได้อย่างสมบูรณ์เต็มที่ เช่น ในประเทศพัฒนาแล้ว แนวนโยบายที่อาศัยกลไกตลาดจะได้ผลดีในสภาพที่กลไกตลาดทำงานได้ดี โดยไม่มีความบิดเบือนหรือข้อบกพร่องที่ก่อให้เกิด "ความล้มเหลวของตลาด" (market failure) แต่ในประเทศกำลังพัฒนาซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวกำหนดราคาสินค้าและทรัพย์สินในประเทศที่สำคัญยิ่ง ความผันผวนแปรปรวนของทั้งค่าเงินและปริมาณเงินทุนไหลเข้าออกในชุดนโยบายที่ 4 อาจทำให้เกิดความไร้เสถียรภาพอย่างรุนแรงในเศรษฐกิจขึ้นได้

3.4 อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นแบบจำกัด และการควบคุมทุนเคลื่อนย้าย

ถึงแม้ว่าเราจะสรุปว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นและการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างเสรี จะยังไม่เหมาะกับกรณีของประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย แต่เราก็ต้องยอมรับว่านโยบายที่อาศัยกลไกตลาดในระดับหนึ่ง น่าจะเป็นเรื่องที่ดีและควรเป็นเป้าหมายในระยะยาว เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปแล้วว่า กระแสโลกาภิวัตน์และการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้เงินทุนไหลเวียนทั่วโลก และการเก็งกำไรค่าเงินโดยใช้เงินทุนเหล่านี้ เป็นสิ่งที่ไม่พึงปรารถนาสำหรับประเทศขนาดเล็กที่

ไม่สามารถปรับตัวได้รวดเร็ว ดังนั้น จึงมีข้อเสนอว่า ไทยก็ควรจะมีการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เงินทุนระยะสั้นซึ่งมีโอกาสเคลื่อนย้ายได้อย่างรวดเร็วและคาดไม่ถึง³ การควบคุมเงินทุนประเภทนี้อาจจำเป็น ไม่ใช่เพื่อป้องกันเฉพาะการเก็งกำไรอันเกิดจากความผิดพลาดบางอย่างในประเทศเท่านั้น แต่เพื่อป้องกันการเก็งกำไรอันเกิดจากผลกระทบที่ต่อเนื่องมาจากปัญหาวิกฤตที่เริ่มขึ้นในประเทศอื่นๆ ด้วย (หรือที่เรียกผลกระทบนี้ว่าเป็น contagion effect)

การใช้อัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่นและการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้าย จัดอยู่ในชุดนโยบายที่ 5 (ตามตารางข้างต้น) ในกรณีของไทย ระบบอัตราแลกเปลี่ยนยืดหยุ่นในทางปฏิบัติ คงมิได้หมายถึงการลอยค่าเงินโดยเสรี (free floating หรือ independent floating) ซึ่งมักจะเป็นแนวทางปฏิบัติของประเทศพัฒนาแล้วที่มีขนาดใหญ่และมีเงินตราที่ใช้กันแพร่หลายทั่วโลก แต่คงหมายถึงการลอยค่าเงินแบบมีการจัดการ (managed floating) คือ มีการแทรกแซงในตลาดโดยทางการเพื่อให้ค่าเงินอยู่ในระดับที่ "เหมาะสม" แต่ทางการก็ไม่มีข้อผูกมัดอย่างเปิดเผยว่า เป้าหมายของค่าเงินคืออะไร ทางการของไทยได้ยึดแนวทางปฏิบัติแบบ managed floating มาตั้งแต่ลอยค่าเงินบาทในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 จนถึงปัจจุบัน การกำหนดเป้าหมายของค่าเงินและการแทรกแซงในตลาด อาจใช้วิธีการแบบอิงกฎเกณฑ์ (rule-based) หรือวิธีการแบบอิงดุลยพินิจ (discretion-based) แต่จะเป็นวิธีใดก็ตาม การใช้ระบบ manage floating ก็มีโอกาที่จะจัดการแบบผิดพลาดได้ (mismanagement) หากกฎเกณฑ์ในการตัดสินใจไม่เหมาะสม หรือหากดุลยพินิจที่ใช้ อยู่บนพื้นฐานของการประเมินสถานการณ์ที่ผิดพลาด

ทางเลือกหนึ่งซึ่งน่าจะลดข้อผิดพลาดของระบบ managed floating ลงได้ระดับหนึ่ง คือ แนวนโยบายที่ทำให้เกิดความแน่นอนและโปร่งใสเกี่ยวกับค่าของเงินมากขึ้น เพื่อให้การค้าและการลงทุนเป็นไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่ในขณะเดียวกันก็มีความยืดหยุ่นเพียงพอที่จะปรับเปลี่ยนค่าของเงินไปได้ตามสถานการณ์ทั้งภายในและภายนอกประเทศ เราอาจเรียกทางเลือกนี้ว่า "ความยืดหยุ่นแบบจำกัด" (limited flexibility) องค์ประกอบสำคัญของทางเลือกนี้คือ

- การอิงค่าเงินบาทให้มีลักษณะกระจายไปยังเงินตราอื่นๆ (ที่มีอยู่ใน basket อยู่แล้ว) ที่ไม่ใช่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมากขึ้น เจ้าหน้าที่ใช้ในการอิงควรสอดคล้องกับโครงสร้างการค้าระหว่างไทยและประเทศเจ้าของ peg currency การปรับเปลี่ยนน้ำหนักจะทำให้ค่าเงินบาทเปลี่ยนแปลง

³ มีนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่ศึกษาวิกฤตเศรษฐกิจในไทยและประเทศต่างๆ ในเอเชีย และมีความเห็นสอดคล้องกันเกี่ยวกับมาตรการควบคุมเงินทุนระยะสั้น (ดู อัมมาร, 2542 ; Cooper, 1999b ; Siamwalla and others, 1999 ; Task Force, 1999) แต่ก็ยังมีบางคนไม่เห็นด้วยกับการควบคุมเงินทุน (ดู Warr, 1999 และ Dornbusch, 1998)

ตามค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ น้อยลง และเปลี่ยนแปลงตามค่าเงินสกุลหลักอื่นๆ (เช่น เยน และ มาร์คเยอรมัน) มากขึ้น ซึ่งก็จะทำให้โอกาสที่ค่าเงินบาทจะสูงเกินไป (หรือต่ำเกินไป) มีน้อยลง

- การประกาศกำหนดค่าเงินบาทเพื่อใช้เป็นแนวทางในการแทรกแซงตลาดโดยมีเป้าหมายของค่าเงิน ทั้งที่เป็นค่ากลางและช่วงการปรับค่า (band) ทั้งนี้ โดยกำหนดช่วงการปรับค่าไว้ให้ค่อนข้างกว้าง (เช่น $\pm 5\%$ ถึง $\pm 10\%$) เพื่อไม่จำเป็นต้องให้ทางการเข้าแทรกแซงมากนัก และเพื่อเปิดโอกาสให้กลไกตลาดได้ทำงานในระดับหนึ่ง
- ทาง การสามารถปรับเปลี่ยนเป้าหมายของค่าเงินบาท โดยอาจจะให้เปลี่ยนเฉพาะค่ากลาง หรือ อาจจะให้เปลี่ยนทั้งค่ากลางและช่วงการปรับค่าก็ได้ เมื่อเห็นว่าเป้าหมายเดิมไม่มี "ความเหมาะสม" องค์ประกอบข้อนี้เป็นคุณสมบัติของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบ crawling peg ซึ่งเคยมีใช้ในบางประเทศ
- "ความเหมาะสม" ที่ใช้พิจารณาข้างต้น อาจขึ้นอยู่กับตัวแปร/ดัชนี ที่บ่งชี้ถึงสถานการณ์เศรษฐกิจระหว่างประเทศ ได้แก่ ดุลบัญชีเดินสะพัด real effective exchange rate อัตราส่วนระหว่างหนี้ระยะสั้นและทุนสำรองระหว่างประเทศ ฐานเงินและปริมาณเงิน และอัตราดอกเบี้ย หากในอนาคตมีการจัดทำระบบเตือนภัยล่วงหน้าทางเศรษฐกิจ (early warning system)⁴ ก็ควรใช้ตัวแปรที่อยู่ในระบบดังกล่าวเป็นดัชนีในการพิจารณาความเหมาะสมของเป้าหมายค่าเงินบาทด้วย เครื่องบ่งชี้ต่างๆ เหล่านี้น่าจะช่วยให้การตัดสินใจเกี่ยวกับค่าของเงินมีความผิดพลาดน้อยลง ไม่ว่าจะการตัดสินใจจะเป็นแบบ rule-based หรือ discretion-based

มาตรการควบคุมเงินทุนระยะสั้นเป็นองค์ประกอบสำคัญอีกประการหนึ่งในชุดนโยบายที่ 5 วัตถุประสงค์หลักของมาตรการนี้ก็เพื่อป้องกันไม่ให้เงินทุนต่างชาติเข้ามาเก็งกำไร โจมตีค่าเงินจนส่งผลเลวร้ายถึงขั้นวิกฤต และเพื่อให้โครงสร้างของหนี้ต่างประเทศมีอายุชำระคืนที่ยาวขึ้น ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (ช่วงปี 2538 และ 2539) ทางการไทยได้ใช้มาตรการกำหนดสำรองเงินฝากใน NBR และเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศที่ระดับ 7% ซึ่งก็ทำให้โครงสร้างอายุเงินกู้ยาวขึ้น (รังสรรค์ และ ชัชวรัตม์, 2543) แต่ก็ดูเหมือนจะไม่ช่วยให้สถานการณ์ดีขึ้นเท่าใดนัก ในการพิจารณาเลือกวิธีการ

⁴ ดูตัวอย่างตัวแปรที่ใช้ในการสร้าง early warning system ในงานของ Engwatana (1999)

ควบคุมเงินทุนระยะสั้นเพื่อใช้เป็นเครื่องมือเสริมในอนาคต ทางการไทยน่าจะได้ประโยชน์จาก
ประสบการณ์ในประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศที่ใช้มาตรการนี้มาก่อนแล้ว

มีนักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งซึ่งได้ประเมินผลของมาตรการนี้ในหลายประเทศ คือ นักวิจัย
ของ IMF (Ariyoshi and others, 2000) ได้ศึกษาถึงการใช้มาตรการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุน
ใน 5 ประเทศในแต่ละช่วงเวลา ได้แก่ บราซิล (1993-97) ชิลี (1991-98) โคลัมเบีย (1993-98) มาเลเซีย
(1994) และไทย (1995-97) ผลการศึกษาพบว่า นอกจากมีการใช้นโยบาย sterilization แล้วยังมีมาตรการ
เสริมอื่นๆ ด้วย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการควบคุมโดยอิงกลไกตลาด (market-based controls) เช่น การเก็บ
ภาษีทางตรงและทางอ้อม รวมทั้งการควบคุมในแง่ของการจัดการ (administrative controls) ตัวอย่างที่
น่าสนใจเป็นกรณีที่ใช้ใน 3 ประเทศ ดังนี้

- บราซิล เก็บภาษีโดยตรงจากเงินทุนไหลเข้าบางประเภท โดยเงินทุนระยะสั้นจะถูกเก็บ
ภาษีในอัตราที่สูงกว่าเงินทุนระยะยาว
- ชิลี ใช้มาตรการที่เรียกว่า “Unremunerated Reserve Requirement (URR)” โดยบังคับให้
นำบางส่วนของเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นไปฝากไว้กับทางการโดยไม่ได้รับดอกเบี้ย ซึ่งก็
เท่ากับเป็นการเก็บภาษีทางอ้อมนั่นเอง
- มาเลเซีย ใช้มาตรการที่ค่อนข้างเข้มงวด เช่น ห้ามชาวต่างชาติดำเนินธุรกรรมทางการเงิน
บางประเภท บังคับให้สาขาของธนาคารต่างชาติต้องดำรงเงินสำรอง (reserve requirement)
เป็นเงินริงกิต เป็นต้น

ผลการศึกษาได้ให้ข้อสรุปว่า มาตรการที่ใช้ในแต่ละประเทศมีประสิทธิผลในระดับที่แตกต่าง
กัน แต่ผลโดยทั่วไปปรากฏว่า ถึงแม้ขนาดของเงินทุนไหลเข้าไม่ได้ลดลงมากนัก แต่ก็มีผลทำให้ทุน
ระยะสั้นมีสัดส่วนลดลง โดยเงื่อนไขสำคัญของการควบคุมให้ได้ผลนั้นก็คือขอบเขตของมาตรการ
จะต้องครอบคลุมเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นทุกประเภท แต่ก็จะทำให้ทางการต้องเสียค่าใช้จ่ายในการบริหาร
จัดการค่อนข้างสูง

อย่างไรก็ดี การควบคุมเงินทุนไหลเข้ามักจะได้ผลในช่วงสั้นๆ เพราะในระยะยาวมาตรการ
ต่างๆจะไม่มีผลต่อปริมาณและโครงสร้างของทุนที่ไหลเข้า เนื่องจากภาคเอกชนเริ่มมีการปรับตัวโดย
แสวงหาทางเลือกเชิงกลยุทธ์ของทางการ ดังนั้นจึงควรมีการปรับเปลี่ยนนโยบายอื่นๆ ควบคู่ไปด้วย
นโยบายที่สำคัญคือ นโยบายทางการเงิน และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นมากขึ้น รวมทั้งการ
กำกับดูแลระบบสถาบันการเงินอย่างรอบคอบ

เป็นที่น่าสังเกตว่า การศึกษามาตรการควบคุมเงินทูลระยะสั้นส่วนใหญ่สรุปว่า มาตรการ URR ของชิลีมีประสิทธิผลทำให้การดำเนินนโยบายการเงินและการบริหารโครงสร้างหนี้ต่างประเทศบรรลุวัตถุประสงค์ในเกณฑ์ที่น่าพอใจ ในขณะที่ Edwards (1999) ซึ่งเป็นนักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียงของชิลี เห็นว่า ความสำเร็จในการควบคุมทูลระยะสั้นของชิลีในช่วง 1991-1998 นั้นค่อนข้างมีการประโคมข่าวเกินความเป็นจริง เพราะหนี้ต่างประเทศระยะสั้นก็ไม่ได้ลดลงมากนักเมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่มละตินอเมริกกันด้วยกัน อีกทั้งยังไม่ช่วยชะลอการเพิ่มขึ้นของค่าเงินที่แท้จริง แต่ความสำเร็จที่แท้จริงเกิดจากการเริ่มปฏิรูปสถาบันการเงินมาตั้งแต่ ค.ศ. 1986 โดยมีระบบการกำกับและตรวจสอบที่รัดกุมมากขึ้น (เช่น ในช่วงก่อน 1986 ทางกรไม่ได้ควบคุมการกู้ยืมจากต่างประเทศเพื่อเก็งกำไรในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และเพื่อให้คู่แข่งถือหุ้นรายใหญ่ของธนาคาร) จึงทำให้ระบบสถาบันการเงินเริ่มมีความมั่นคงตั้งแต่นั้นมา ตามความเห็นของ Edwards นั้น นโยบายการควบคุมเงินทูลระยะสั้นควรเป็นมาตรการชั่วคราวและจะต้องยกเลิกไปในที่สุด เพราะสิ่งที่มีความสำคัญมากกว่านั้นก็คือ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่เหมาะสม อัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่ตายตัว (rigid) จนเกินไป และการกำกับตรวจสอบสถาบันการเงินที่รัดกุม ทั้งนี้เพื่อลดปัญหา moral hazard และการคอร์รัปชัน

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้จะสรุปว่า ชิลีประสบความสำเร็จในการใช้มาตรการควบคุมเงินทูลระยะสั้น แต่ประเด็นที่ว่าประเทศอื่น ควรเลือกใช้มาตรการแบบชิลีหรือไม่ นั้น ยังเป็นที่ถกเถียงกันอยู่ ฝ่ายหนึ่งไม่เชื่อว่าประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ จะนำเอามาตรการ URR ของชิลีไปใช้อย่างได้ผลดี เพราะมีความสามารถในการบริหารจัดการโครงสร้างทางสถาบันและสภาพเศรษฐกิจที่ไม่เหมือนกับในชิลี (Dornbusch 1998; Laurens and Cardoso, 1998 อ้างใน รังสรรค์และชัชวรงค์, 2543) แต่ก็มีอีกฝ่ายหนึ่งซึ่งเชื่อว่า IMF ควรแนะนำให้ประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัญหาในระบบการเงินหันมาใช้มาตรการแบบชิลีเพื่อจัดการกับปัญหาเงินทูลระยะสั้นจากต่างประเทศ (Task Force, 1999)

3.5 การปรับปรุงระบบสถาบันการเงิน

การปรับปรุงระบบสถาบันการเงินเป็นนโยบายที่มีความจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับการฟื้นฟูเศรษฐกิจภายหลังวิกฤต ไม่ว่าประเทศจะเลือกใช้ชุดนโยบายมหภาคใดก็ตาม ทั้งนี้เพราะสถาบันการเงินเป็นองค์ประกอบสำคัญในการพัฒนาระบบการเงินและเศรษฐกิจโดยรวม วิกฤตครั้งนี้ชี้ให้เห็นข้อบกพร่องของนโยบายการกำกับดูแลและตรวจสอบสถาบันการเงินตามที่กล่าวไว้ในตอนที่ 2 แล้ว ดังนั้น ข้อเสนอส่วนใหญ่ในการปรับปรุงสถาบันการเงิน จึงเป็นไปในทิศทางของการปรับปรุง

มาตรฐานการพัฒนาและการกำกับดูแลสถาบันการเงิน เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานที่เป็นที่ยอมรับกันระหว่างประเทศ ข้อเสนอเหล่านี้แบ่งออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้ (BOT, 1998 และ Goldstein, 1998)

- จัดตั้งสถาบันประกันเงินฝาก (deposit insurance) ซึ่งให้หลักประกันระดับหนึ่งสำหรับเฉพาะเงินฝากของผู้ฝากเงินรายย่อย โดยไม่เป็นการส่งเสริมพฤติกรรมเสี่ยงของธนาคารและเจ้าหน้าที่ (เช่น การเก็บค่าเบี้ยประกัน โดยปรับตามอัตราความเสี่ยงของธนาคารแต่ละแห่ง เป็นต้น)
- การสร้างเสริมฐานทุนของธนาคาร โดยการจัดชั้นหนี้และสำรองเงินเพื่อหนี้สูญที่เข้มงวด การเพิ่มทุน การกำหนดอัตราส่วนทุนให้พอเพียง การปรับปรุงวิธีการลงบัญชีรับรู้รายได้ค้างรับ และการเปิดโอกาสให้ต่างชาติถือหุ้นได้มากขึ้น
- การปรับปรุงวิธีการวิเคราะห์และบริหารสินเชื่อ ความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน ถูกต้อง และทันเวลา และความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหารธนาคาร

ส่วนใหญ่ของข้อเสนอดังกล่าวได้ปรากฏในหนังสือแสดงเจตจำนงของรัฐบาลไทย เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของเงื่อนไขในการขอรับความช่วยเหลือจาก IMF แล้ว และทางการไทยก็ได้ดำเนินการตามข้อเสนอเหล่านี้ไปบ้างแล้ว

การปรับปรุง กฎ ระเบียบ ข้อบังคับให้เหมาะสมเป็นเรื่องสำคัญ แต่ข้อบกพร่องในอดีตมักเกิดจากการบังคับใช้ ปัญหาในทางปฏิบัติส่วนหนึ่งเป็นเพราะธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถกำกับตรวจสอบสถาบันการเงินได้อย่างทั่วถึง จึงเปิดโอกาสให้สถาบันการเงินหลายแห่งประกอบกิจการไม่ได้ตามมาตรฐานที่กำหนดไว้ ฉะนั้น การปรับปรุงมาตรฐานจึงจำเป็นต้องดำเนินการควบคู่ไปกับการปรับปรุงองค์กร และการเพิ่มขีดความสามารถของบุคลากรที่ทำหน้าที่กำกับตรวจสอบด้วย ประเด็นหนึ่งซึ่งควรมีการพิจารณาคือ ข้อเสนอของ สปร. ที่ให้มีองค์กรกำกับดูแลสถาบันการเงินเป็นหน่วยงานที่แยกออกจากสังกัดของธนาคารแห่งประเทศไทย ทั้งนี้ เพื่อให้งานกำกับดูแลทำได้โดยอิสระ ปราศจากข้อจำกัดของนโยบายการเงิน ซึ่งยังคงเป็นหน้าที่หลักของธนาคารกลาง ประสบการณ์ในประเทศต่างๆ มีทั้งกรณีที่มีการกำกับดูแลสถาบันการเงินเป็นหน้าที่หนึ่งของธนาคารกลาง และกรณีที่มีการแยกหน้าที่

กันระหว่างสององค์กร ทั้งสองกรณีต่างก็มีทั้งข้อดีและข้อเสียที่ก้ำกึ่งกัน⁵ เมื่อวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2543 คณะรัฐมนตรีได้ให้ความเห็นชอบร่างพระราชบัญญัติธุรกิจธนาคารพาณิชย์⁶ ซึ่งระบุว่า "ให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีอำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสถาบันการเงินเพียงองค์กรเดียว" ดูเหมือนว่ารัฐบาลจะหาข้อยุติในประเด็นนี้ได้แล้ว แต่ในด้านวิชาการ ประเด็นนี้คงเป็นเรื่องที่จะต้องถกเถียงเพื่อหาข้อสรุปที่สมเหตุสมผลกันต่อไป

4. บทสรุป

บทความนี้อาศัยผลการศึกษาต่างๆ ซึ่งนำไปสู่ข้อสรุปว่า วิกฤตเศรษฐกิจของไทยในปี 2540 เกิดจากความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับการเงินระหว่างประเทศ การเปิดเสรีบัญชีทุนระหว่างประเทศและการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดึงดูดให้เงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามามากเกินไป ทำให้นโยบายการเงินใช้ไม่ได้ผลและค่าเงินบาทที่แท้จริงสูงเกินไป การปล่อยสินเชื่อบริษัทของสถาบันการเงินโดยอาศัยเงินกู้จากต่างชาติมีส่วนเพิ่มความเสี่ยงจากการเก็งกำไรในธุรกิจ ในที่สุดการส่งออกที่ชะงักงันในปี 2539 และการตื่นตระหนกของนักลงทุนระหว่างประเทศจึงกลายเป็นการ "จุดชนวนระเบิด" ทำให้เงินทุนไหลออก มีการเก็งกำไรค่าเงินบาท และสถานการณ์เลวร้ายเข้าสู่ขั้นวิกฤต

การวิเคราะห์ทางเลือกชุดนโยบายให้ผลสรุปว่า ประเทศควรพิจารณาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นแบบจำกัด กล่าวคือ อิงค่าเงินบาทกับดอลลาร์สหรัฐฯ น้อยลง กำหนดช่วงปรับค่า (band) ให้กว้างขึ้น และปรับเปลี่ยนค่ากลางและช่วงปรับค่าได้เป็นครั้งคราวตามความเหมาะสม โดยอาศัยดัชนีการเงินที่สำคัญเป็นเครื่องบ่งชี้ ในขณะเดียวกันก็ควรนำมาตรฐานการควบคุมมาใช้เพื่อกำกับดูแลไม่ให้หนี้ต่างประเทศระยะสั้นมีส่วนสูงเกินไป มาตรการสำคัญที่จำเป็นอีกประการหนึ่ง คือ ปรับปรุงเครื่องมือในการกำกับดูแลสถาบันการเงิน ทั้งนี้โดยวิธีการกำหนดมาตรฐานและวิธีการบังคับใช้ให้เป็นไปตามมาตรฐานอย่างเคร่งครัด

มีนาคม 2543

⁵ ดู การวิเคราะห์ข้อดีข้อเสียของหน้าที่กำกับตรวจสอบสถาบันการเงินของธนาคารกลางในรั้งสรรค (2541, บทที่ 5)

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

คณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.) รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัยข้อเท็จจริงเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤตทางเศรษฐกิจ, กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์เจได, 2542

รังสรรค์ ชนะพรพันธุ์ (2541) *การบริหารนโยบายเสถียรภาพเศรษฐกิจในอนาคต*, กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

รังสรรค์ หทัยเสรี และ ชัชวรงค์ มุกสิกไชย (2543) “เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศและกลยุทธ์นโยบายการเงินหลังวิกฤตเศรษฐกิจเอเชีย : ประเด็นปัญหาและนัยต่อเครื่องมือบริหารจัดการเงินทุนของไทย” เอกสารนำเสนอในการสัมมนาวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2543 เรื่อง *นโยบายการเงินไทยในศตวรรษที่ 21*, วันที่ 20-21 มกราคม 2543

อัมมาร สยามวาลา (2542) “นักเศรษฐศาสตร์ฝรั่งมองวิกฤตเอเชีย : บทสำรวจความรู้” เอกสารนำเสนอในการอภิปราย วันที่ 26 พฤษภาคม 2542 ณ โรงแรมอิมพีเรียล คิวินส์ปาร์ก, กรุงเทพฯ, จัดโดยสมาคมเศรษฐศาสตร์แห่งประเทศไทย

ภาษาอังกฤษ

A Council on Foreign Relations Task Force. (1999) “ The Future of the International Financial Architecture.” *Foreign Affairs*. Vol. 78, No. 6.

Ariyoshi, Akira, and others. (2000) “Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Control.” March, 2000. (Advance Copy from the IMF’s Homepage)

Bank for International Settlements (BIS). (1997) *Annual Report* 67th, 1997.

Bank of Thailand.(1998) *Bank of Thailand Economic Focus*. Vol.2, No.2, April-June, 1998.

Claassen, Emil-Maria. (1991) "An Overview." In *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. Edited by Emil-Maria Claassen. California: International Center for Economic Growth.

Caramazza, Francesco, and Jahagir Aziz.(1998) "Fixed or Flexible? : Getting the Exchange Rate Right in the 1990s." *Economics Issues* No. 13, Washington, D.C. : International Monetary Fund.

Cooper, Richard N. (1999a) "Exchange Rate Choices." June, 1999.

www.economics.harvard.edu/faculty/cooper/papers.html

Cooper, Richard N. (1999b) "Should Capital Controls Be Banished?" *Brookings Papers on Economic Activity*. No.1

Dechapakorn, Somchai.(1997) " The Determinants of Foreign Capital Inflows in the Form of Non-Resident Baht Accounts." Master of Economics Thesis, Thammasat University.

Edwards, Sebastian.(1999) " The Mirage of Capital Controls." An earlier version of a paper published in *Foreign Affairs*, May/June, 1999.

Engwatana, Pipat.(1999) "Early Warning Indicators of Currency Crisis : A Case Study of Thailand." Master of Economics Thesis, Thammasat University.

- Frankel, Jeffrey A. (1995) “ Exchange Rates and Monetary Policy.” In *Exchange Rates, Capital Flows, and Monetary Policy in a Changing World Economy*. Edited by William C. Gruben, David M. Gould, and Carlos E. Zarazaga. Boston : Kluwer Academic Publishers.
- Goldstein, Morris. (1998) *The Asian Financial Crisis : Causes, Cures, and Systemic Implications*. Policy Analyses in International Economics, No. 55. Washington, D.C.: Institute for International Economics. June, 1998.
- Hausmann, Ricardo.(1999) " Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?" *Foreign Policy*. Vol.116, Fall, 1999.
- Laurens, B., and Jaime Cardoso.(1998) "Managing Capital Flows : Lessons from the Experience of Chile." Working papers, IMF, WP/98/168.
- Lee, Jang-Yung. (1997) “Sterilizing Capital Inflows.” *Economic Issues*, No.7. Washington, D.C. : International Monetary Fund.
- Nijathaworn, Bandid. (1995) " Capital Flows, Policy Response, and the Role of Fiscal Adjustment: The Thai Experience." *บทความทางวิชาการวิเคราะห์นโยบายเศรษฐกิจ (Papers on Policy Analysis and Assessment)*, ปี 2538, ฝ่ายวิชาการ, ธนาคารแห่งประเทศไทย
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs. (1999) “What Have We Learned So Far, From the Asian Financial Crisis?” CAER II Discussion Papers No. 37, March, 1999.
- Siamwalla, Ammar, Yos Vajragupta, and Pakorn Vichyanond. (1999) *Foreign Capital Flows to Thailand : Determinants and Impact*. Thailand Development Research Institute. November, 1999.

Warr, Peter G. (1999) "What Caused the Thai Crisis?" Paper presented to the Conference on "Challenges of Globalization", organized by the Faculty of Economics, Thammasat University, October 21-22, 1999.

Williamson, John. (1991) "Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy." In *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. Edited by Emil-Maria Claassen. California : International Center for Economic Growth.