

บทที่ 3

วิกฤตการณ์ค่าเงินบาทของไทย

การปรับปรุงเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตะกร้าเงินไปเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการนั้น เนื่องจากการเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไม่เพียงพอที่จะสามารถคงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเดิมได้ ด้วยเหตุที่นักเก็งกำไรต่างประเทศเข้าโจมตีค่าเงินบาท และการที่นักเก็งกำไรคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทควรจะมีค่าลดลงกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน เนื่องจากความไม่สมดุลของโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ รวมทั้งเกิดจากการคาดคะเนของนักเก็งกำไรด้วย ดังนั้นจึงได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยพื้นฐานที่ก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาท ซึ่งได้แก่ปัจจัยทั้งภายในประเทศ และปัจจัยภายนอกประเทศ และศึกษาถึงกลไกในการโจมตีค่าเงินบาทของนักเก็งกำไรผ่านตลาดเงินและตลาดทุน รวมทั้งมาตรการในการป้องกันการโจมตีค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทย

3.1 ปัจจัยพื้นฐานที่ก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาท

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของไทยใช้ระบบตะกร้าเงินมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1984 แม้จะมีความยืดหยุ่นมากกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ซึ่งผูกค่าเงินบาทไว้กับดอลลาร์สหรัฐฯ เพียงสกุลเดียว แต่ค่าเงินบาทยังอิงอยู่กับเงินดอลลาร์สหรัฐฯเป็นส่วนใหญ่ตามสัดส่วนในตะกร้าเงิน จนกระทั่งธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (managed float) ตั้งแต่วันที่ 2 กรกฎาคม ปี ค.ศ. 1997 แทนระบบตะกร้าเงินเดิม สาเหตุเนื่องจากความสามารถของระบบอัตราแลกเปลี่ยนเดิมได้ เนื่องจากการลดลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศอย่างมาก ภายหลังจากการถูกโจมตีค่าเงินบาทจากนักเก็งกำไร โดยปัจจัยที่ทำให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาท เนื่องจากความไม่สมดุลของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดยนักลงทุนและนักเก็งกำไรมองว่าเงินบาทมีค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง (overvalued) ดังนั้นจึงได้ทำการวิเคราะห์และสรุปถึงปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจที่นำมาซึ่งการโจมตีค่าเงินบาท ซึ่งได้แก่ ปัจจัยภายในประเทศ และปัจจัยภายนอกประเทศ

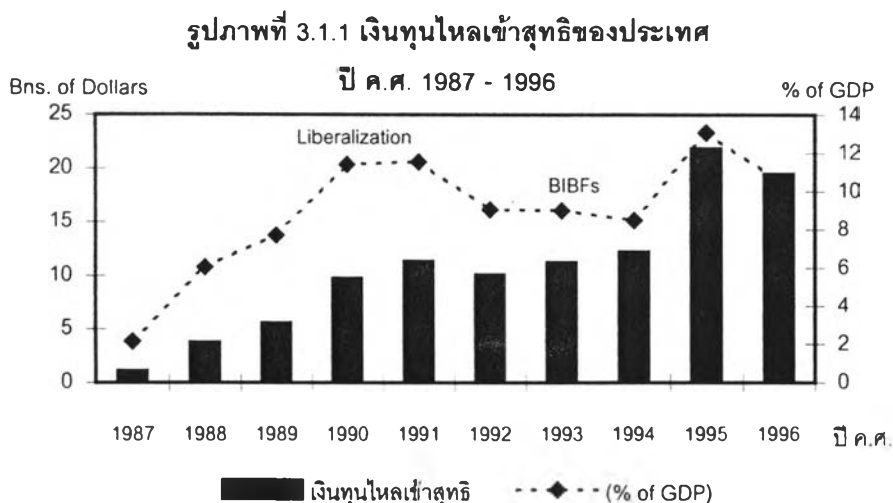
ปัจจัยภายในประเทศ

นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินในปี ค.ศ. 1990 และนโยบายการเปิดกิจการวิเทศธนกิจในปี ค.ศ. 1993

การเปิดเสรีทางการเงินในปี ค.ศ. 1990 จะทำให้เงินทุนไหลเข้าออกประเทศได้อย่างเสรีและรวดเร็ว เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนา และมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่สูงอย่างต่อเนื่อง จึงได้มีการพึ่งพิงเงินกู้ยืมจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก เพื่อนำมาใช้ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ และหลังจากนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินแล้ว รัฐบาลยังได้มีการปฏิรูประบบการเงินโดยการยอมรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ตามแผนปฏิรูปการเงินฉบับที่ 2 (ปี ค.ศ. 1993 - 1995) ให้มีการจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ (BIBFs) ในเดือนมีนาคม ปี ค.ศ. 1993 ขึ้นในประเทศ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถของสถาบันการเงินของประเทศในการให้กู้ยืมเงินระหว่างประเทศและการดำเนินธุรกิจการเงินระหว่างประเทศ นอกจากนี้ยังลดต้นทุนในการกู้ยืมเงินต่างประเทศของผู้ประกอบการในประเทศ รวมทั้งเพิ่มความสะดวกในการเข้าตลาดทุนระหว่างประเทศของภาคเอกชน ส่งผลให้บัญชีทุน (Capital Account) ของประเทศเปิดเสรีในด้านเงินทุนไหลเข้า โดยปราศจากการควบคุมในการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ และง่ายต่อการกู้ยืมเงินจากธนาคารต่างชาติในประเทศไทย ในการดำเนินกิจการวิเทศธนกิจ ประกอบด้วยการกู้ยืมเงินตราต่างประเทศ จากภายนอกประเทศเพื่อให้กู้ยืมเงินตราต่างประเทศในไทย เรียกว่า Out - In และให้ต่างประเทศกู้ยืม เรียกว่า Out - Out

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการไหลเข้าของเงินทุนอันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากต่างประเทศมีระดับต่ำเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศ รวมทั้งค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ หรือสกุลอื่น ๆ ไม่มีความผันผวนเนื่องจากเดิมระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเป็นระบบตะกร้าเงินซึ่งอิงกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นหลัก ดังนั้นการกู้ยืมเงินโดยผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจจึงแทบจะไม่มีความเสี่ยงในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิของประเทศเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยก่อนการเปิดเสรีทางการเงินพบว่าปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิเฉลี่ยระหว่างปี ค.ศ. 1987 - 1990 มีค่า 5.03 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี คิดเป็นร้อยละ 6.82 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ภายหลังจากการเปิดเสรีทางการเงิน พบว่าปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิของประเทศเฉลี่ยระหว่างปี ค.ศ. 1991 - 1996 สูงถึง

14.37 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี คิดเป็นร้อยละ 10.28 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (รูปภาพที่ 3.1.1)



ที่มา : ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

การเปิดประเทศทางด้านการเงินส่งผลให้โครงสร้างการระดมเงินทั้งตลาดเงินและตลาดทุนของไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปมาก โดยการระดมเงินทุนของประเทศนั้นพบว่า เงินทุนจากต่างประเทศโดยเฉพาะที่นำเข้ามาโดยภาคเอกชน นับว่ามีบทบาทและมีความสำคัญต่อระบบการเงินของไทยเป็นอย่างมาก แสดงได้จากเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนมีสัดส่วนโดยเฉลี่ยระหว่างปี ค.ศ. 1987 - 1996 มากถึงร้อยละ 97.55 ของปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิทั้งหมด และในเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของภาคเอกชนนั้น เป็นเงินทุนไหลเข้าผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจมากถึงร้อยละ 74.04 ของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิภาคเอกชนในปี ค.ศ. 1993

การเปิดเสรีทางการเงินและการเปิดกิจการวิเทศธนกิจส่งผลให้การดำเนินนโยบายการเงินการคลังของประเทศที่ใช้บริหารเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศเป็นไปได้อย่าง เนื่องจากประเทศไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินที่ไหลเข้าสู่ประเทศได้ รวมทั้งการดำเนินกิจการวิเทศธนกิจส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างในดุลการชำระเงินและภาระหนี้สินต่างประเทศ โดยผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างดุลการชำระเงิน คือภายหลังจากการเปิดกิจการวิเทศธนกิจแล้วมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนโดยผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจมากขึ้น ขณะที่มีการเคลื่อนย้ายผ่านธนาคารพาณิชย์ผ่านการลงทุนทางตรง และอื่น ๆ ลดลง เห็นได้จากก่อนการดำเนินกิจการวิเทศธนกิจ การเคลื่อนย้ายเงินทุนภาคเอกชนผ่านการลงทุนโดยตรง 50.23 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 21.18 ของ

เงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชนทั้งหมดในปี ค.ศ. 1992 เมื่อเปิดกิจการวิเทศธนกิจในปี ค.ศ. 1993 พบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจ มากถึง 193.20 พันล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 74.04 ของเงินทุนเคลื่อนย้ายสู่ภูมิภาคเอกชนทั้งหมด ในขณะที่เงินทุนไหลออกจากธนาคารพาณิชย์มากถึง 102.16 พันล้านบาท คิดเป็นไหลออกร้อยละ 39.15 ของเงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนทั้งหมด และเงินทุนไหลเข้าผ่านการลงทุนทางตรงลดลงเหลือร้อยละ 13.95 และ 8.00 ของเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชนในปี ค.ศ. 1993 และ 1996 ตามลำดับ ที่เห็นได้ชัดคือตั้งแต่เปิดเสรีทางการเงินในปี ค.ศ. 1990 มีเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชนมาโดยตลอด แต่ในปี ค.ศ. 1997 พบว่ามีเงินทุนไหลออกสู่ภูมิภาคถึง 274.57 พันล้านบาท (ตารางที่ 3.1.2)

ตารางที่ 3.1.2 เงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน ปี ค.ศ. 1990 - 1997

Private Capital	(พันล้านบาท)							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
1. Bank	40.74	-6.61	49.05	91.03	349.86	279.67	126.77	-224.92
1.1 Commercial Bank	40.74	-6.61	49.05	-102.16	96.42	77.24	10.84	-147.30
1.2 BIBFs	-	-	-	193.20	253.44	202.43	115.93	-77.61
2. Non Bank	238.57	268.76	188.15	169.91	-48.00	237.97	333.78	-49.65
2.1 Direct Investment	61.12	47.11	50.23	36.40	22.66	29.06	36.82	105.12
2.2 Other Loans	114.89	143.71	69.16	-61.22	-146.69	38.09	138.02	-137.01
2.3 Portfolio Investment	11.51	3.85	14.10	122.63	27.50	81.72	88.24	138.71
2.4 Non-Resident Baht A/C	34.31	52.43	44.52	67.83	51.14	84.16	73.76	-153.58
2.5 Trade Credits	0.00	18.98	7.80	13.63	11.45	6.36	-3.70	-12.34
2.6 Others	16.74	2.69	2.35	-9.36	-14.06	-1.44	0.64	9.44
Total	279.31	262.15	237.20	260.94	301.86	517.64	460.56	-274.57

ที่มา : หน่วยดุลการชำระเงิน ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ : * ตัวเลขเบื้องต้น

อีกด้านหนึ่งคือการดำเนินกิจการวิเทศธนกิจนั้นส่งผลกระทบต่อโครงสร้างภาระหนี้สินต่างประเทศ โดยก่อนเปิดกิจการวิเทศธนกิจนั้น ในการกู้ยืมเงินตราจากต่างประเทศจะกู้ยืมโดยผ่านธนาคารที่เป็นศูนย์กลางทางการเงิน เช่นในประเทศฮ่องกง และสิงคโปร์ โดยเงินทุนไหลเข้านี้จะ

ถูกบันทึกเป็นการกู้ยืมเงินผ่านภาคที่มีโชธนาคาร (Non-bank) ในดุลการชำระเงิน และโครงสร้างด้านอายุการไถ่ถอน (Maturity) ของเงินทุนขึ้นกับสัญญาในการกู้ยืมซึ่งมีทั้งในระยะยาวและระยะสั้น เมื่อเปิดกิจการวิเทศธุรกิจ ดุลการชำระเงินจะบันทึกเงินทุนไหลเข้าผ่านธุรกิจวิเทศธุรกิจของต่างประเทศมากกว่าจะบันทึกการให้กู้ยืมไปยังคนในประเทศ เช่นในกรณีของคนในประเทศกู้จากธุรกิจวิเทศธุรกิจในระยะยาว แต่ธุรกิจวิเทศกิจนำเงินมาจากการปล่อยในระยะสั้นจากต่างประเทศโดยดุลการชำระเงินจะบันทึกการกู้ยืมนี้เป็นระยะสั้น

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าในช่วงที่ผ่านมาเป็นการเปิดเสรีทางการเงินแบบขาดการควบคุมดูแลเงินทุนที่ไหลเข้าออก ปล่อยให้มีการกีดกันต่างประเทศของภาคเอกชนได้อย่างเสรี จนกระทั่งภาระหนี้ของประเทศเกินขีดความสามารถที่ระบบเศรษฐกิจจะรองรับได้ รวมทั้งการที่มีเงินทุนไหลเข้าสุทธิจำนวนมากจะทำให้ดุลบัญชีการชำระเงิน (Balance of Payment) ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) หรือเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (International Reserves) ของประเทศนั้นไม่สะท้อนภาพที่แท้จริงของฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศ รวมทั้งค่าของเงินบาทแข็งเกินฐานะที่แท้จริงของประเทศ ส่งผลให้มีการคาดการณ์ว่าค่าเงินบาทควรจะลดค่าลง ก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาทในที่สุด

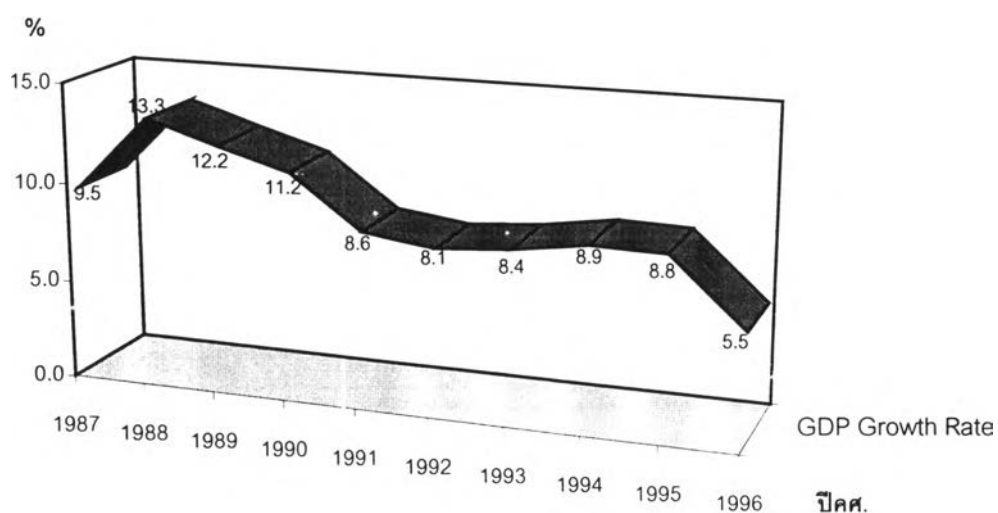
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนา และการเปิดเสรีทางการเงินในปี ค.ศ. 1990 และการเปิดกิจการวิเทศธุรกิจในปี ค.ศ. 1993 ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้ามาสู่ประเทศจำนวนมาก ก่อให้เกิดการนำเงินเหล่านั้นไปลงทุนทั้งในภาคการผลิตและภาคการเงินของประเทศ ส่วนหนึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศอยู่ในอัตราที่สูง เห็นได้ว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีอัตราามากที่สุดในปี ค.ศ. 1988 ถึงร้อยละ 13.3 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ เนื่องจากการขยายตัวของภาวะเศรษฐกิจโลก ตลาดส่งออกของประเทศจึงขยายตัวสูงขึ้นตาม และสามารถขยายตัวอย่างต่อเนื่องต่อไปอีกในปี ค.ศ. 1989 และ 1990 ในอัตราร้อยละ 12.2 และ 11.2 ตามลำดับ นอกจากนี้แล้วอัตราการขยายตัวยังคงอยู่ในเกณฑ์สูงกว่าร้อยละ 8 ต่อปีอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งได้มีการชะลอตัวลงในปี ค.ศ. 1996 ซึ่งมีอัตราการขยายตัวเพียงร้อยละ 5.5 โดยเฉลี่ยอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศในช่วงปี

ค.ศ. 1987 - 1996 สูงถึงร้อยละ 9.4 ต่อปี (รูปภาพที่ 3.1.3) นับเป็นตัวเลขที่ค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม และกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ

เมื่อพิจารณาจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศที่ทำให้ต้องพึ่งพภาคอุตสาหกรรมและภาคการต่างประเทศมากขึ้น ทำให้บทบาทของการผลิตในภาคอุตสาหกรรมและการนำเข้าส่งออกมีผลกระทบอย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจไทย พบว่าการขยายตัวของการส่งออกสินค้าของประเทศเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น โดยผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน กล่าวคือเมื่อปริมาณเงินทุนไหลเข้ามากขึ้นตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงด้วย อธิบายผ่าน Interest Arbitrage ได้ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง ค่าเงินบาทในประเทศจะลดลงตาม ส่งผลให้ระดับราคาสินค้าส่งออกลดลง ทำให้มีความต้องการในสินค้าส่งออกของประเทศมากขึ้น ผลผลิตภายในประเทศขยายตัวในที่สุด (Frederic S., Mishkin, 1995 : 676-677) โดยมูลค่าการส่งออกสินค้าของประเทศในช่วงปี ค.ศ. 1987 - 1995 มีอัตราการขยายตัวโดยเฉลี่ยร้อยละ 22.14 ต่อปี ในขณะที่ในปี ค.ศ. 1996 กลับมีการหดตัวของการส่งออกลดลงร้อยละ 0.2 ในปี ค.ศ. 1996 ส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศเหลือร้อยละ 5.5 ในปีเดียวกัน

รูปภาพที่ 3.1.3 อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ปีค.ศ. 1987 - 1996

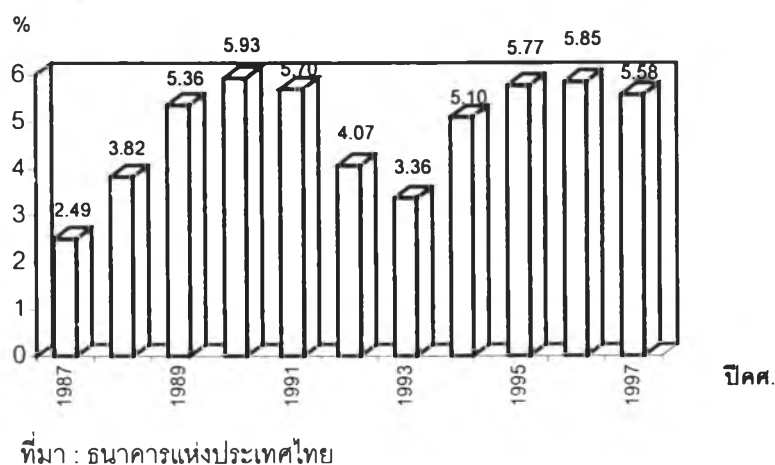


ที่มา : คำนวณจากผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ณ ราคาปี ค.ศ. 1988

อัตราเงินเฟ้อ

ภาวะเงินเฟ้อเป็นภาวะที่ระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ภาวะเงินเฟ้อหากเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย จะสร้างแรงจูงใจแก่ผู้ประกอบการ หากเพิ่มขึ้นมากและมีความผันผวน จะสร้างความไม่แน่นอนและก่อให้เกิดปัญหาต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการครองชีพของประชาชน และการขาดเสถียรภาพ ดังนั้นการรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสมเป็นเป้าหมายที่สำคัญประการหนึ่งของนโยบายการเงิน ในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงินของประเทศเพื่อปกป้องความสามารถในการแข่งขัน และในขณะเดียวกันก็รักษาระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม อันเป็นปัจจัยสำคัญต่อความเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจและการพัฒนาระบบการเงินอย่างต่อเนื่อง

รูปภาพที่ 3.1.4 อัตราเงินเฟ้อ ปีคศ. 1987 - 1997

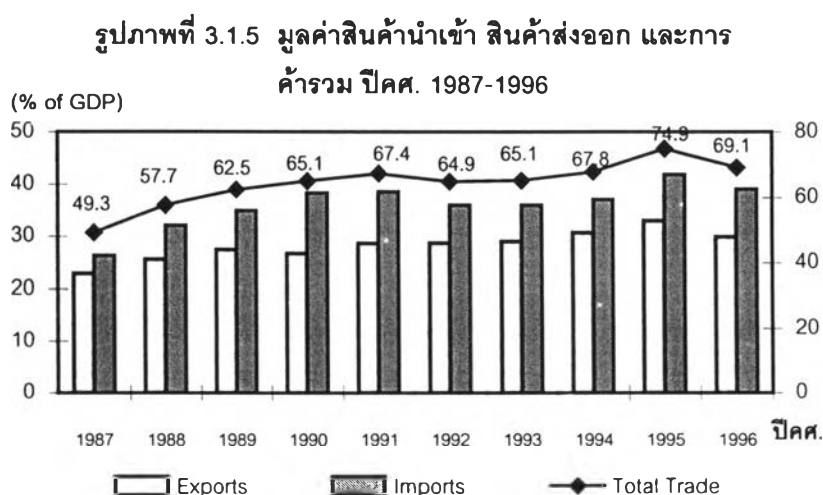


การที่ระบบเศรษฐกิจในประเทศขยายตัวสูงขึ้นเรื่อย ๆ ทั้งภาคการผลิต การลงทุน และภาคการเงิน รวมทั้งการที่ปริมาณเงินทุนไหลเข้าสุทธิเพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ปี ค.ศ. 1990 นั้นส่งผลให้ระดับราคาสินค้าในประเทศ ระดับราคาสินทรัพย์ได้แก่ ระดับราคาหลักทรัพย์ และระดับราคาอสังหาริมทรัพย์สูงขึ้นอย่างมาก ส่งผลให้ในช่วงระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อของประเทศมีระดับที่ค่อนข้างสูง โดยเฉลี่ยระหว่างปี ค.ศ. 1987 - 1997 ร้อยละ 4.82 ต่อปี (รูปภาพที่ 3.1.4) จากทฤษฎี PPP การที่อัตราเงินเฟ้อของไทยสูงกว่าต่างประเทศ จะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในตลาดต่างประเทศลดลง สินค้าออกจะมีราคาแพงขึ้น ขณะที่สินค้าเข้าจะมีราคา

ถูกเมื่อเปรียบเทียบกับสินค้าที่ผลิตในประเทศ ทำให้ความต้องการในสินค้าออกของประเทศลดลง ขณะที่สินค้าเข้าขยายตัวมากขึ้น จะทำให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มลดค่าลงในที่สุด (Frederic S.,Mishkin, 1995 : 180)

ดุลการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัด

นอกจากนี้หากพิจารณาถึงภาวะการค้าขายของประเทศพบว่าในปัจจุบันการค้าระหว่างประเทศมีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยเป็นอันมาก เนื่องมาจากการที่ประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนา มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิด ส่งผลให้มีการติดต่อการค้าขายสินค้าและบริการ รวมถึงการลงทุนระหว่างประเทศด้วย ซึ่งกิจกรรมเหล่านี้ได้มีบทบาทสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศมากยิ่งขึ้น เห็นได้จากตัวเลขแสดงมูลค่าการค้ารวม คือมูลค่าสินค้าส่งออก รวมกับมูลค่าสินค้านำเข้าของประเทศเมื่อเทียบกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศซึ่งแสดงถึงระดับของการเปิดประเทศ (Openness) ของประเทศ พบว่าสัดส่วนของมูลค่าการค้ารวมต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศมีค่ามากขึ้นเรื่อย ๆ จากร้อยละ 49.3 ในปี ค.ศ. 1987 เป็นร้อยละ 69.1 ในปี ค.ศ. 1996 (รูปภาพที่ 3.1.5)

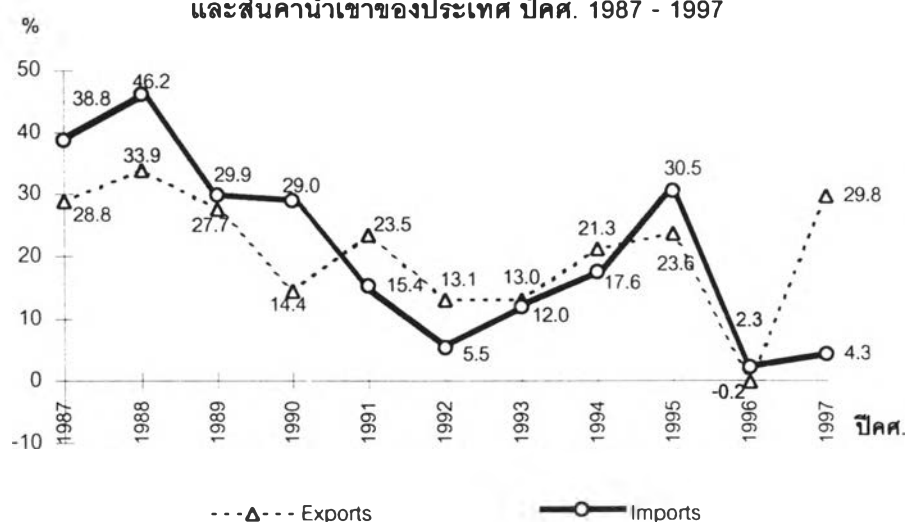


ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ถึงแม้การเปิดเสรีทางการเงิน และการเปิดเสรีทางการค้าของประเทศจะส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศเป็นไปได้อย่างรวดเร็วขึ้น แต่ในขณะเดียวกันยังส่งผลให้ดุลการค้าของประเทศขาดดุลมากขึ้นเรื่อย ๆ ด้วย สาเหตุหนึ่งที่ประเทศไทยนั้นขาดดุลการค้ามากขึ้นนั้นเนื่องมาจากโครงสร้างของสินค้านำเข้า และสินค้าส่งออก โครงสร้างการผลิตที่ยังต้องการอาศัยการนำเข้าในสัดส่วนค่อนข้างสูง โดยสัดส่วนการนำเข้าสินค้าวัตถุดิบจากต่างประเทศต่อมูลค่าการส่งออกในช่วงปี ค.ศ. 1987 - 1996 เฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 43.44 แสดงให้เห็นว่าสินค้าออกต้องพึ่งพาสินค้านำเข้าที่เป็นวัตถุดิบและสินค้าขั้นกลาง (Import content) ในสัดส่วนที่สูงขึ้นมาก ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตของผู้ประกอบการในประเทศอยู่ในระดับค่อนข้างสูง และส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงความได้เปรียบในการแข่งขันการสินค้าของประเทศในตลาดต่างประเทศลดลง ทำให้ดุลการค้าของประเทศขาดดุลมาโดยตลอด การขาดดุลการค้าเฉลี่ยร้อยละ 7.74 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมต่อปีในช่วงปี ค.ศ. 1987 - 1996

ปัจจัยอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ดุลการค้าขาดดุลอย่างต่อเนื่อง เนื่องมาจากการขยายตัวของการนำเข้าเพิ่มสูงขึ้น สามารถอธิบายผ่าน Wealth Effect ได้ดังนี้คือจากผลกระทบจากการนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศจำนวนมาก ทำให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจมากขึ้น ระดับราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นสูง ส่งผลให้มีการลงทุนและการบริโภคมากขึ้น ระดับผลผลิตและรายได้สูงขึ้น (Frederic S., Mishkin, 1995 : 674 - 675) ในที่สุดจะส่งผลทำให้มีความต้องการนำเข้าสินค้าสูงขึ้น โดยเฉพาะในปี ค.ศ. 1988 ที่มีอัตราการขยายตัวของมูลค่าการนำเข้าสินค้าสูงถึงร้อยละ 46.2 อันเนื่องมาจากการขยายตัวในความต้องการภายในประเทศ ในช่วงปี ค.ศ. 1987 - 1995 การส่งออกและการนำเข้าของประเทศมีการขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 22.14 และ 24.99 ต่อปี แต่จากการหดตัวของการส่งออกของไทยเป็นลดลงร้อยละ 0.2 ในปี ค.ศ. 1996 ทั้งที่ในปี ค.ศ. 1995 มีอัตราการขยายตัวถึงร้อยละ 23.6 (รูปภาพที่ 3.1.6) เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงทั่วโลกส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของไทย จึงส่งผลต่อความเชื่อมั่นในอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศในช่วงต่อไป และในที่สุดได้ส่งผลต่อเนื่องถึงความเชื่อมั่นในเสถียรภาพของค่าเงินบาทในช่วงที่ผ่านมา

รูปภาพที่ 3.1.6 อัตราการขยายตัวของมูลค่าสินค้าส่งออก
และสินค้านำเข้าของประเทศ ปีค.ศ. 1987 - 1997



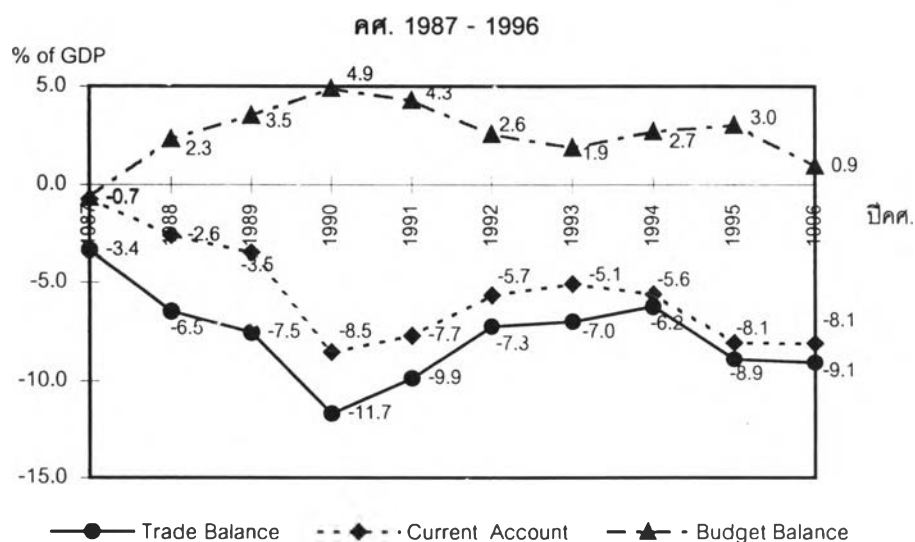
ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ปัญหาโครงสร้างอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศยังขาดการปรับตัวในโครงสร้างการผลิตให้ทันต่อสถานการณ์การเปลี่ยนแปลงในโลกยุคโลกาภิวัตน์ที่ส่วนใหญ่ยังคงผลิตด้วยการนำวัตถุดิบหรือส่วนประกอบต่าง ๆ เข้ามาประกอบการผลิตเพื่อการส่งออก มูลค่าเพิ่มของสินค้าส่งออกมีน้อยมาก ไม่สามารถสร้าง Brand Name ของตนเองได้ รวมทั้งประเทศไทยไม่สามารถรักษาตลาดลูกค้าเดิมไว้ได้ และไม่สามารถหาตลาดใหม่เพื่อรองรับสินค้าที่ผลิตได้ในประเทศ เนื่องจากการไม่รักษาคุณภาพสินค้าและการผลิตให้ได้มาตรฐาน รวมถึงการที่ผลิตภาพของแรงงานไทยอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าคู่แข่ง ทำให้ความสามารถในการแข่งขันกับประเทศเพื่อนบ้านที่มีแรงงานถูกกว่าลดลง

ในขณะที่ดุลบริการบริจาคมักมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1989 แสดงได้จากสัดส่วนดุลบริการบริจาคมือเทียบกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศลดลงจากร้อยละ 4.05 ในปี ค.ศ. 1989 เหลือเพียงร้อยละ 0.99 ในปี ค.ศ. 1996 เนื่องจากรายได้จากการท่องเที่ยวลดลงมาก จากการที่คนไทยนิยมไปท่องเที่ยวและศึกษาต่อในต่างประเทศกันมากขึ้น และมีการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นมาก ส่งผลให้รายจ่ายด้านท่องเที่ยวขยายตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เฉลี่ยร้อยละ 41.76 ต่อปี ในขณะที่รายรับมีอัตราเพิ่มเฉลี่ยร้อยละ 7.07 ต่อปี และรายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิลดลง ส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศขาดดุลอย่างต่อเนื่อง

การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมีระดับการขาดดุลมากขึ้นเรื่อย ๆ นับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1987 โดยเฉพาะปี ค.ศ. 1995 และ 1996 มากถึงร้อยละ 8.06 และ 8.09 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศตามลำดับ การขาดดุลดังกล่าวเกิดจากปัญหาด้านโครงสร้างการผลิต การค้าและการบริการที่ส่วนใหญ่ยังพึ่งพาต่างประเทศในระดับสูง แสดงได้จากการขาดดุลการค้าที่เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะในปี ค.ศ. 1995 และ 1996 คิดเป็นร้อยละ 8.92 และ 9.08 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวม (รูปภาพที่ 3.1.7) นอกจากนี้ผู้บริโภคในประเทศยังนิยมสินค้าต่างประเทศ ตลอดจนมีการท่องเที่ยวและศึกษาต่อในต่างประเทศมากขึ้น ประกอบกับการขยายตัวของการส่งออกในช่วงดังกล่าว

รูปภาพที่ 3.1.7 ดุลการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัด และงบดุลของภาครัฐ ปี



สาเหตุอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุล เนื่องจากการที่ประเทศไทยมีการนำเงินทุนไหลเข้ามากเกินไป เนื่องจากเงินทุนเป็นสินค้าชนิดหนึ่งที่ค้าขายกันในตลาด จึงทำให้ภาวะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงขึ้น แสดงได้จากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดก่อนการเปิดเสรีทางการเงิน ในช่วงปี ค.ศ. 1987 - 1990 ซึ่งมีการขาดดุลร้อยละ 3.85 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมเฉลี่ยต่อปี เพิ่มขึ้นเป็นขาดดุลถึงร้อยละ 6.70 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมเฉลี่ยต่อปี ในช่วงหลังการเปิดเสรีทางการเงินปี ค.ศ. 1991 - 1996

การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนั้นเป็นลักษณะที่มักจะเกิดกับประเทศกำลังพัฒนา เนื่องจากการพัฒนาเศรษฐกิจจะต้องมีการลงทุนทั้งการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการลงทุนในภาคการผลิต ในขณะที่เงินออมภายในประเทศยังมีไม่เพียงพอกับความต้องการลงทุนจึงมีการกู้ยืมจากภายนอกประเทศเข้ามาชดเชย ในกรณีของประเทศไทยนั้นความต้องการเงินออมของต่างประเทศมากถึงร้อยละ 8 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในปี ค.ศ. 1996 เนื่องจากความไม่สมดุลระหว่างการออมและการลงทุนในประเทศ คือการลงทุนอยู่ในระดับสูงถึงร้อยละ 42 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวม ส่วนหนึ่งเป็นการลงทุนที่มีได้ก่อให้เกิดรายได้เป็นเงินตราต่างประเทศ และเป็นการลงทุนที่ขาดประสิทธิภาพ เช่นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ในขณะที่การใช้จ่ายของประชาชนในประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้นมาก โดยมีพฤติกรรมการบริโภคที่ปรับตัวสู่ระบบการบริโภคนิยมอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้การใช้จ่ายเพื่อการบริโภคเพิ่มสูงขึ้น มีค่านิยมในการบริโภคที่ให้ความสำคัญกับการใช้สินค้าจากต่างประเทศมากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภคเพิ่มสูงขึ้นทุกปี โดยเฉพาะช่วงปี ค.ศ. 1994 และ 1995 การนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภคขยายตัวสูงถึงร้อยละ 25.6 และ 23.8 ตามลำดับ การออมในประเทศแม้จะอยู่ในระดับสูงถึงร้อยละ 34 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปี ค.ศ. 1996 แต่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการออมของภาคครัวเรือนซึ่งในที่สุดจะส่งผลให้ภาระหนี้สินต่างประเทศของไทยเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ถึงแม้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศจะอยู่ในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวม หากแต่ประเทศไทยยังมีการเกินดุลงบประมาณของภาครัฐ (budget balance) เนื่องจากการใช้นโยบายของภาครัฐที่เข้มงวด ส่งผลให้ประเทศเกินดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี ค.ศ. 1988 โดยดุลงบประมาณของภาครัฐเกินดุลเฉลี่ยร้อยละ 2.54 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อปี ระหว่างปี ค.ศ. 1988 - 1996 (รูปภาพที่ 3.1.7) ซึ่งในกรณีที่ไม่มีขาดดุลของภาครัฐ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจะสะท้อนความไม่สมดุลของการลงทุนและการออมของภาคเอกชนเท่านั้น ซึ่งช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนนี้สามารถชดเชยได้ง่ายกว่ากรณีที่มีการขาดดุลของภาครัฐด้วย โดยสามารถปรับปรุงกิจกรรมในด้านการลงทุนของภาคเอกชนเท่านั้น

ดังนั้นการที่ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลสูงขึ้น ส่งผลให้มีการนำเงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง เพื่อมาจุนการขาดดุลดังกล่าว ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Exchange Rate) เพิ่มค่าขึ้นเกินความสามารถในการผลิต จะทำให้มีความเสี่ยงมากขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่ความถดถอย

ของดุลบัญชีเดินสะพัด ส่งผลให้ประเทศมีความอ่อนแอมากขึ้น เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงจากปัจจัยในประเทศและนอกประเทศ ในที่สุดจะส่งผลให้เกิดการขาดการค้ำประกันของนักลงทุนและนักเก็งกำไรว่าค่าเงินบาทควรจะมีค่าลดลง จนเกิดการโจมตีค่าเงินบาทขึ้นในที่สุด

ภาระหนี้สินต่างประเทศ

ในช่วงที่ผ่านมา การที่ประเทศไทยได้พยายามที่จะสนับสนุนให้มีการลงทุนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการขยายตัวของภาคเอกชนเป็นหลัก ดังนั้นเงินออมเป็นสิ่งที่สำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของไทย การที่ไม่มีเงินออมอย่างเพียงพอต่อการลงทุน ทำให้ต้องพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศ จนก่อให้เกิดปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยมีแนวโน้มขาดดุลสูงขึ้นจากร้อยละ 5.08 ในปี ค.ศ. 1993 เป็นร้อยละ 8.09 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ในปี ค.ศ. 1996 การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดดังกล่าวถูกชดเชยด้วยการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศในจำนวนที่มากกว่าการขาดดุล การเปิดเสรีทางการเงินและการเปิดกิจการวิเทศธุรกิจของไทย และการที่เงินทุนนำเข้าส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ยืมต่างประเทศโดยส่วนใหญ่ เนื่องจากนโยบายการตรึงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับสูง เพื่อรักษาค่าเงินบาทของไทยและความเสี่ยงในด้านอัตราแลกเปลี่ยนน้อยในช่วงก่อนการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นลอยตัวนั้น ส่งผลให้ยอดคงค้างของหนี้ต่างประเทศสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยมีสัดส่วนปริมาณเงินกู้ยืมต่างประเทศต่อปริมาณเงินกู้ยืมของภาคเอกชนทั้งหมดในประเทศสูงขึ้นจากร้อยละ 59.7 ในปี ค.ศ. 1988 เป็นร้อยละ 93.6 ในปี ค.ศ. 1997 ในขณะที่สัดส่วนของการปล่อยสินเชื่อแก่สถาบันการเงินในประเทศของธนาคารกลางลดลงจากร้อยละ 22.1 ในปี ค.ศ. 1988 เป็นร้อยละ 2.3 ในปี ค.ศ. 1997 (ตารางที่ 3.1)

ตารางที่ 3.1.8 ปริมาณเงินกู้ยืมทั้งหมดของภาคเอกชนภายในประเทศ ปี ค.ศ. 1988 - 1997

(พันล้านบาท)

	ปริมาณเงินกู้ยืมของภาค เอกชนทั้งหมดในประเทศ	ปริมาณเงินกู้ยืม (สัดส่วนเมื่อเทียบกับ ปริมาณเงินกู้ทั้งหมด)		สินเชื่อสุทธิของ (สัดส่วนเมื่อเทียบกับ ปริมาณเงินกู้ทั้งหมด)	
		ต่างประเทศ		สถาบันการเงิน	
1988	329.2	196.6	59.7	72.8	22.1
1989	402.4	276.1	68.6	57.7	14.3
1990	580.8	455.2	78.4	47.2	8.1
1991	774.0	639.6	82.6	51.7	6.7
1992	919.9	776.0	84.4	59.5	6.5
1993	1,094.6	960.5	87.7	46.4	4.2
1994	1,374.3	1,236.2	90.0	48.1	3.5
1995	1,786.4	1,648.5	92.3	45.6	2.6
1996	2,010.2	1,868.6	93.0	48.6	2.4
1997	2,254.8	2,109.9	93.6	51.3	2.3

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนไหลเข้าสู่ภูมิภาคเอกชน ส่งผลให้โครงสร้างหนี้ต่างประเทศของไทยเปลี่ยนแปลงไปด้วย โดยการก่อหนี้ของภาคธนาคาร (ธนาคารพาณิชย์รวมธุรกิจวิเทศธนกิจ) เพิ่มขึ้นจาก 4.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี ค.ศ. 1990 เป็น 38.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี ค.ศ. 1997 ขณะที่การก่อหนี้ภาคเอกชนโดยผ่านภาคที่มีไซธนาคารเพิ่มขึ้นจาก 13.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 29.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงเวลาเดียวกัน

ในทางกลับกัน การก่อหนี้ภาครัฐเพิ่มขึ้นจาก 11.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี ค.ศ. 1990 เป็น 17.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี ค.ศ. 1997 ซึ่งมีการเพิ่มขึ้นในอัตราที่น้อยมากเมื่อเทียบกับการก่อหนี้ต่างประเทศทั้งหมด เนื่องมาจากระบบการจัดการที่มีประสิทธิภาพในการควบคุมขนาดและโครงสร้าง อายุของหนี้ภาครัฐ การจัดอันดับพีดานหนี้ต่างประเทศ เพื่อการจัดการในการกำหนดการชำระคืนหนี้ ส่งผลให้มีการเกินดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ภาระหนี้สินต่างประเทศรวม (รวมหนี้สินของธนาคารพาณิชย์) เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 29.3 พัน

ล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี ค.ศ. 1990 เป็น 91.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี ค.ศ. 1997 เกือบทั้งสิ้นเกิดจากการเพิ่มขึ้นในการก่อหนี้ภาคเอกชน โดยเพิ่มขึ้นจาก 17.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 67.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงเวลาเดียวกัน และการก่อหนี้ของภาคเอกชนนั้นไม่มีกลไกในการจัดการด้านภาระหนี้สินอย่างมีประสิทธิภาพเพียงพอ และการขาดวินัยในการสร้างภาระหนี้สิน เนื่องจากการกู้ยืมเงินที่มากกว่าเงินทุนของบริษัท การขาดการพิจารณาในเรื่องความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน และมีการลงทุนมากเกินไปในภาคอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจที่ลงทุนในหลักทรัพย์

เนื่องจากต้นทุนในการกู้ยืมเงินโดยผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจที่ถูกกว่าโดยเปรียบเทียบกับหนี้ภาคเอกชนที่มีโชธนาคาร และเงินทุนที่ผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจถูกใช้ไปในการสนับสนุนทางการค้า การลงทุน และการส่งออก ส่งผลให้ภาระหนี้ต่างประเทศเมื่อเทียบกับรายได้ที่เป็นเงินตราต่างประเทศ (Debt service ratio) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 11.9 ระหว่างปี ค.ศ. 1990 - 1997 ขณะที่สัดส่วนภาระหนี้สินต่างประเทศต่อมูลค่าการส่งออกสินค้ารวมเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 96.8 ในปี ค.ศ. 1990 เป็นร้อยละ 123.3 ณ สิ้นปี ค.ศ. 1997 (ตารางที่ 3.1.9)

ตารางที่ 3.1.9 ภาระหนี้สินต่างประเทศของไทย ปี ค.ศ. 1990 - 1997

(พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Total Debt	29.3	37.9	43.6	52.1	64.9	82.6	90.5	91.8
Public Sector	11.5	12.8	13.1	14.2	15.7	16.4	16.8	17.2
Private Sector	17.8	25.1	30.6	37.9	49.2	66.2	73.7	67.3
Bank	4.2	4.5	6.3	13.0	28.0	41.9	41.9	38.2
Commercial Bank	4.2	4.5	6.3	5.3	9.9	14.4	10.7	8.2
BIBF	-	-	-	7.7	18.1	27.5	31.2	30.1
Non-Bank	13.6	20.6	24.3	24.9	21.2	24.2	31.9	29.1
Debt Service Ratio (%)	10.9	10.5	11.3	11.2	11.7	11.4	12.3	15.8
Debt / Export (%)	96.8	103.5	103.9	106.9	112.7	114.2	123.2	123.3

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ : * ตัวเลขเบื้องต้น

นอกจากนี้การกู้ยืมโดยผ่านกิจการวิเทศธนกิจที่ขยายตัวสูงขึ้น หลังเปิดดำเนินการในปี ค.ศ. 1993 ส่งผลให้โครงสร้างหนี้ต่างประเทศเปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้หนี้สินระยะสั้นของธนาคารเพิ่มสูงขึ้นมาก จะเห็นได้ว่าการก่อหนี้ระยะสั้นเพิ่มขึ้นเป็น 41.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี ค.ศ. 1995 คิดเป็นประมาณเกือบครึ่งหนึ่งของการก่อหนี้ต่างประเทศทั้งหมด ในจำนวนนี้เป็น การก่อหนี้ของภาคธนาคาร 33.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ประมาณร้อยละ 82 ของการก่อหนี้ระยะสั้น โดยมีจำนวน 23.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือประมาณร้อยละ 70 เป็นการก่อหนี้ผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจ และการก่อหนี้ภาคเอกชนโดยมิใช่ธนาคารประมาณ 7.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และการก่อหนี้ภาครัฐประมาณ 0.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ยังคงมีสัดส่วนไม่เปลี่ยนแปลงมากนักในการก่อหนี้ระยะสั้น

ตารางที่ 3.1.10 หนี้สินระยะสั้นต่างประเทศของไทย ปี ค.ศ. 1990 - 1997

(พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Total Long-term Debt	18.9	22.5	24.7	29.5	35.7	41.5	52.9	61.8
(share of total debt)	(64.5)	(59.4)	(56.6)	(56.6)	(55.0)	(50.2)	(58.5)	(67.4)
Total Short-term Debt	10.4	15.4	18.9	22.6	29.2	41.1	37.6	29.9
(share of total debt)	(35.5)	(40.6)	(43.4)	(43.4)	(45.0)	(49.8)	(41.5)	(32.6)
Private Sector	10.2	14.7	18.4	22.6	29.0	41.0	37.6	29.9
Bank	3.9	4.1	5.5	10.4	21.6	33.7	28.9	25.4
Commercial Bank	3.9	4.1	5.5	4.0	6.4	10.0	8.4	5.6
BIBF	-	-	-	6.4	15.1	23.7	20.5	19.8
Non-Bank	6.2	10.5	12.8	12.3	7.4	7.3	8.7	4.5
Public Sector	0.3	0.7	0.6	-	0.2	0.1	0.1	0.0
Short-term Debt / Reserves	73.0	83.6	89.3	89.0	96.4	111.0	97.1	111.0

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ : * ตัวเลขเบื้องต้น

หลังจากปี ค.ศ. 1995 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินมาตรการชะลอการก่อหนี้ระยะสั้นที่มีแนวโน้มสูงขึ้น โดยกำหนดให้สถาบันการเงิน อันได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ กิจการวิเทศธนกิจ บริษัทเงินทุน และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเป็นเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 7 ของยอดเงินกู้ยืมและเงินฝากจากต่างประเทศที่มี

อายุต่ำกว่า 1 ปี ส่งผลให้การไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นชะลอลงในครึ่งปีหลังของปี ค.ศ. 1996 และโครงสร้างหนี้ต่างประเทศปรับตัวดีขึ้นจากสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะยาว จากสิ้นปี ค.ศ. 1995 หนี้ระยะสั้นมีสัดส่วนเท่ากับร้อยละ 49.8 ลดลงเป็นร้อยละ 32.6 ณ สิ้นปี ค.ศ. 1997 หากแต่การดำเนินงานของทางการดังกล่าวจะช่วยปรับโครงสร้างหนี้ต่างประเทศให้เป็นระยะยาวมากขึ้น และสามารถลดความไม่มีเสถียรภาพของหนี้ระยะสั้นได้ในระดับหนึ่ง หากแต่สัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะยาวยังคงมีสัดส่วนที่สูง โดยมีสัดส่วนถึงร้อยละ 32.6 ของหนี้คงค้างรวมทั้งหมด ปี ค.ศ. 1997 (ตารางที่ 3.1.10)

ปัจจัยที่ทำให้หนี้ระยะสั้นของไทยมีสัดส่วนสูง ได้แก่ กิจการวิเทศธนกิจปกตินิยมกู้ยืมเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศมาเพื่อปล่อยกู้ระยะยาวในประเทศ โดยมีการต่ออายุเงินกู้จำนวนดังกล่าวออกไปเรื่อย ๆ และตั้งแต่ปี ค.ศ. 1992 อัตราดอกเบี้ยจากการกู้ยืมระยะสั้นในตลาดโลกอยู่ในระดับต่ำกว่าการกู้ยืมระยะยาว จึงจูงใจให้มีการกู้ระยะสั้นมากกว่า โดยการก่อหนี้ระยะสั้นเมื่อเทียบกับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นจาก 73.0 ในปี ค.ศ. 1990 เป็น 111.0 ในปี ค.ศ. 1995 และมีสัดส่วนลดลงเป็น 97.1 ในปี ค.ศ. 1996 (ตารางที่ 3.1.10)

ตารางที่ 3.1.11 สัดส่วนของภาระหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นต่อหนี้สินรวมทั้งหมดของประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

(ร้อยละ)

ประเทศ	1991	1992	1993	1994	1995	เฉลี่ยต่อปี
อินโดนีเซีย	14.5	15.5	17.0	18.4	18.8	16.3
มาเลเซีย	11.4	18.2	26.6	21.0	21.2	19.7
ฟิลิปปินส์	15.2	15.9	14.0	14.3	13.4	14.6
ไทย	33.1	35.2	31.4	29.2	32.3	32.2

ที่มา : World Debt Table 1996 , Bank of Thailand และ International Financial Statistics

เมื่อเปรียบเทียบภาระหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นต่อหนี้สินรวมทั้งหมดของประเทศต่าง ๆ ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้บางประเทศ พบว่าประเทศไทยมีสัดส่วนหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นโดยเฉลี่ยระหว่างปี ค.ศ. 1991 - 1995 สูงที่สุดมากถึงร้อยละ 32.2 รองลงมาได้แก่ ประเทศมาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ มีสัดส่วนหนี้สินต่างประเทศระยะสั้นร้อยละ 19.7, 16.3

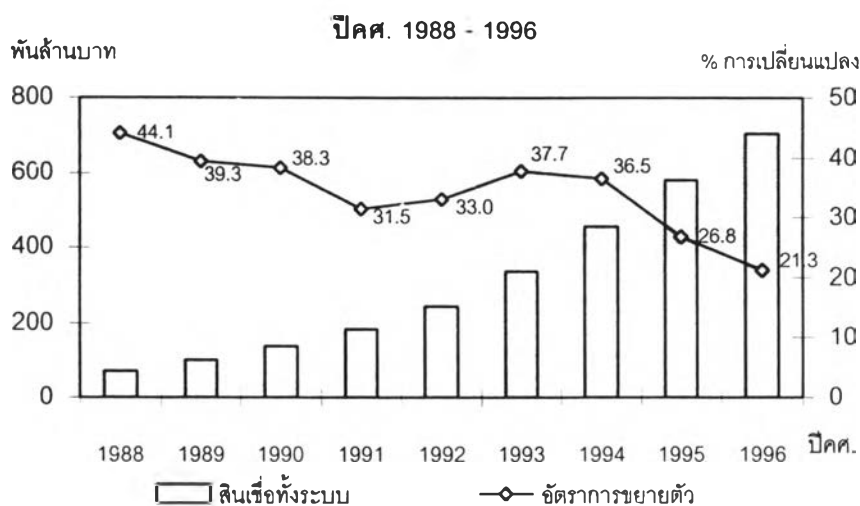
และ 14.6 ของหนี้สินต่างประเทศรวม ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าประเทศไทยนับว่าเป็นประเทศที่มีความเสี่ยงในการลงทุนสูงกว่าประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทิศทางค่าเงินบาทของไทยในที่สุด (ตารางที่ 3.1.11)

ดังนั้นการที่ประเทศมีภาระหนี้ต่างประเทศและภาระหนี้ภายในประเทศสูงขึ้นนี้ เนื่องจากการเปิดเสรีทางการเงิน และการไร้ความสามารถในการต่ออายุสัญญาการชำระหนี้ สาเหตุจากผู้ให้กู้ชาวต่างประเทศขาดความเชื่อถือในระบบเศรษฐกิจของประเทศ และเรียกคืนหนี้ต่างประเทศ ส่งผลให้มีการไหลออกของเงินทุน และเงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงด้วย จะส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงในที่สุด

วิกฤตการณ์ภาคอสังหาริมทรัพย์

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ในระบบเศรษฐกิจ โดยมีมูลค่าการลงทุนก่อสร้างในระยะ 8 ปีที่ผ่านมา มีสัดส่วนเฉลี่ยร้อยละ 20 ของมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และมีอัตราการขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 16.6 ต่อปี หากแต่ในช่วง 2 - 3 ปีที่ผ่านมา ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้นขาดสภาพคล่องอย่างมาก สาเหตุเนื่องมาจากการเก็งกำไรที่ดิน เนื่องจากการขยายขอบข่ายสาธารณูปโภคพื้นฐานอย่างรวดเร็ว ทำให้เกิดอุปสงค์เทียม คือการซื้อที่ดินเพื่อการเก็งกำไร ทำให้สร้างราคาเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ การที่ที่ดินนี้ตกไปอยู่กับนักเก็งกำไรที่ไม่มีการพัฒนาให้เกิดประโยชน์ ทำให้เป็นอุปสรรคต่อการขยายการลงทุนที่สร้างมูลค่าเพิ่มแก่ระบบเศรษฐกิจ และทำรายได้ให้แก่ประเทศ เช่นภาคการเกษตรและภาคอุตสาหกรรม เนื่องจากราคาที่ดินกลายเป็นปัจจัยหลักที่สำคัญในการกำหนดต้นทุนดำเนินการและความเป็นไปได้ในการลงทุน ในที่สุดโครงการสำคัญที่เป็นประโยชน์ต่อประเทศกลับไม่คุ้มค่าต่อการลงทุน ในขณะที่การลงทุนในด้านที่อยู่อาศัยกลับให้ผลตอบแทนที่สูงคุ้มค่า สร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนหันมาลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มมากขึ้นอย่างรวดเร็ว เงินทุนส่วนใหญ่ไหลเข้าสู่ภาคอสังหาริมทรัพย์ ทำให้การขยายตัวของการลงทุนในภาคเกษตรกรรมและอุตสาหกรรมอื่นลดลง ในขณะที่มีการขยายตัวในการให้สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยของทั้งระบบมากขึ้น พบว่ามีอัตราการขยายตัวสูงขึ้นเรื่อย ๆ โดยเฉพาะในปี ค.ศ. 1993 มีอัตราการขยายตัวสูงถึงร้อยละ 37.68 (รูปภาพที่ 3.1.12)

รูปภาพที่ 3.1.12 สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยทั้งระบบ



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

การเพิ่มขึ้นอย่างมากของโครงการที่อยู่อาศัย โดยขาดการประเมินในความต้องการของผู้บริโภค ปริมาณคู่แข่งในตลาด และความสามารถในการรองรับของระบบสาธาณูปโภค ทำให้ผลผลิตที่อยู่อาศัยมีจำนวนมากเกินความจำเป็นและไม่สนองความต้องการของผู้บริโภค ผลคือ นอกจากจะไม่ก่อให้เกิดรายได้แก่ระบบเศรษฐกิจยังก่อให้เกิดปัญหาการขาดดุลการค้า เนื่องจาก การนำเข้าวัสดุเพื่อการก่อสร้างและตกแต่งที่อยู่อาศัย รวมทั้งก่อให้เกิดปัญหาอุปทานที่อยู่อาศัย ไม่สอดคล้องกับความต้องการในตลาด

นอกจากนี้การกู้ยืมเงินผิดวัตถุประสงค์ คือในช่วงที่สภาพคล่องของประเทศสูง มีการกู้เงินระยะสั้นจากทั้งในประเทศและต่างประเทศไปลงทุนในการเก็งกำไรที่ดิน และในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เมื่อสถาบันการเงินเรียกคืนเงินกู้ระยะสั้นในขณะที่ผู้ประกอบการประสบภาวะขาดเงินทุนไหลเข้า ทำให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ขาดสภาพคล่อง และในที่สุดจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบสถาบันการเงินที่ปล่อยสินเชื่อแก่ผู้ประกอบการในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในที่สุด

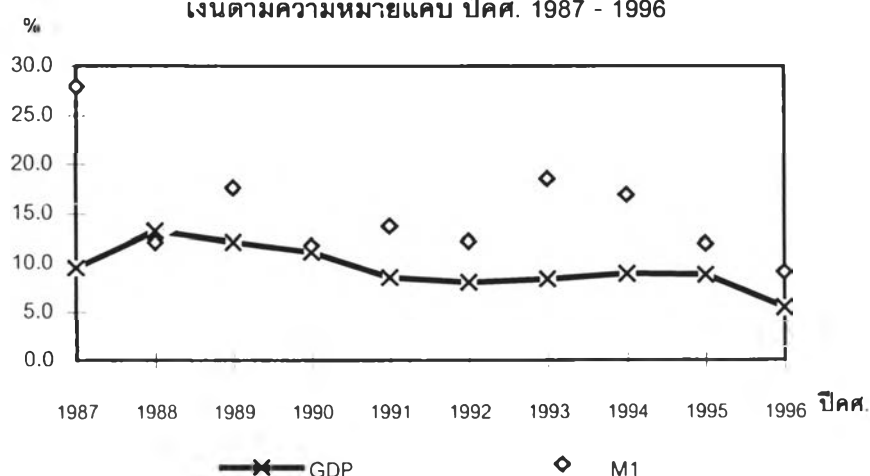
การขาดสภาพคล่องของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าว ส่งผลกระทบต่อผู้ที่ต้องการมีที่อยู่อาศัยหรือผู้บริโภค เนื่องจากการเข้าควบคุมดูแลธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยธนาคารกลาง โดยการจำกัดสินเชื่อและขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทำให้อำนาจซื้อของผู้บริโภคลดลง เพราะยอดดอกเบี้ยที่ต้อง

ชำระในแต่ละเดือนเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ยังกระทบถึงผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยส่งผลกระทบต่อภาระทางการเงิน การขาดสภาพคล่อง รวมถึงภาระค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ย ซึ่งในที่สุดจะส่งผลกระทบเป็นลูกโซ่ไปยังสถาบันการเงินที่ปล่อยสินเชื่อแก่ธุรกิจนี้ โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนจะประสบกับปัญหาคือไม่สามารถเก็บดอกเบี้ยจากผู้ประกอบการในธุรกิจนี้ได้เต็มที่ อันจะส่งผลให้มีรายการดอกเบี้ยค้างรับเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของระบบธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์โดยส่วนรวมด้วย

วิกฤตการณ์ภาคการเงิน (Financial Crises)

สถาบันการเงินของไทยประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์ในประเทศ 15 แห่ง บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ปัญหาการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงิน แสดงได้จากปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) มีอัตราการขยายตัวที่ลดลงจากร้อยละ 28.0 ในปี ค.ศ. 1987 เหลือร้อยละ 9.1 ในปี ค.ศ. 1996 ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจตามความหมายแคบ (M1) นั้นมีแนวโน้มเป็นต้นตอของปัญหาการชะลอตัวทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง และนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ เนื่องจากเมื่อนำเอาอัตราการเพิ่มในปริมาณเงินตามความหมายแคบ (M1) และ GDP มาแสดง จะเห็นได้ว่า M1 เป็นตัวแปรชี้หน้า (Leading Indicator) ของ GDP จะเห็นได้จากจุดสูงสุดหรือต่ำสุดของ M1 มักจะเกิดก่อนจุดสูงสุดหรือต่ำสุดของ GDP แสดงให้เห็นว่าการลดลงในปริมาณเงิน ส่งผลทำให้เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในที่สุด (รูปภาพที่ 3.1.13)

รูปภาพที่ 3.1.13 อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและปริมาณเงินตามความหมายแคบ ปีค.ศ. 1987 - 1996



ที่มา : จากการคำนวณ

ปัญหาการขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงินนั้น เนื่องมาจากนโยบายและการจัดการภายในสถาบันการเงินโดยมีการบริหารเงินทุนผิดวัตถุประสงค์ คือในช่วงที่มีการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างมาก รวมทั้งมีการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น และอัตราแลกเปลี่ยนภายในประเทศยังอิงระบบตะกร้าเงิน ซึ่งอิงกับเงินตราต่างประเทศสกุลหลัก ๆ ไม่กี่สกุล ดังนั้นผู้ที่สามารถกู้เงินตราต่างประเทศได้แทบไม่ประสบปัญหาความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นต่างประเทศต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศ จึงมีสถาบันการเงินและธุรกิจขนาดใหญ่หลายแห่งกู้เงินตราต่างประเทศระยะสั้นเข้ามาใช้หมุนเวียนเพื่อให้ต้นทุนของกิจการต่ำ และนำเงินเหล่านั้นมาปล่อยสินเชื่อทั้งระยะสั้นและระยะยาว และลงทุนเพื่อเก็งกำไรในตลาดทุน โดยละเลยการเตรียมการป้องกันความเสี่ยงไว้ล่วงหน้า เกิดความหละหลวมในการบริหารสินเชื่อ โดยการปล่อยสินเชื่อแก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงกว่ามาตรฐานสากล รวมทั้งการปล่อยสินเชื่อ โดยมีหลักประกันไม่คุ้มหนี้ และการปล่อยสินเชื่อโดยไม่ศึกษาความเป็นไปได้ในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเป็นนโยบายที่ผิดทั้งในแง่หลักการบริหารเงิน (Mismatching) ระหว่างสินทรัพย์และหนี้สินที่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศใน Balance Sheet ของผู้กู้ยืม ส่งผลให้ไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ในที่สุด จะส่งผลไปยังสถาบันการเงินที่มีปริมาณเงินกู้ในรูปเงินตราต่างประเทศ และผิดหลักการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) เมื่อภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เกิดปัญหาขาดสภาพคล่อง ส่งผลให้ผู้ประกอบการไม่สามารถชำระคืนทั้งดอกเบี้ยและเงินต้นได้ และจะกระทบต่อภาระหนี้สินของสถาบันการเงินอย่างมาก ซึ่งในที่สุดจะกระทบต่อฐานะความมั่นคงของสถาบันการเงิน

นอกจากนี้การวินิจฉัยและการแก้ไขปัญหาสถาบันการเงินที่ไม่ตรงประเด็น ประกอบกับระบบการบริหารสถาบันการเงินหลายแห่งมีความไม่โปร่งใส เช่น ปัญหาธนาคารกรุงเทพ พาณิชยการ (BBC) และกรณีบริษัทเงินทุนเอกชนกิจ จำกัด (มหาชน) และเนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด ที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงอย่างต่อเนื่องเป็นเวลากว่า 2 ปี ส่งผลให้ความสามารถในการชำระคืนเงินต้น และดอกเบี้ยของหน่วยธุรกิจลดลง ส่งผลให้สถาบันการเงินอยู่ในสภาพที่อ่อนแอและขาดสภาพคล่องทางการเงิน กระทบต่อเสถียรภาพของระบบสถาบันการเงินและเศรษฐกิจของประเทศ

สำหรับโครงสร้างหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non Performing Loans : NPLs) ตามความหมายเดิมคือ หนี้ที่มีดอกเบี้ยค้างชำระเกิน 12 เดือน ซึ่งมีจำนวนถึง 14.39 ล้านดอลลาร์

สหรัฐฯ ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 1997 หรือคิดเป็นร้อยละ 8.42 ของจำนวนสินเชื่อรวม โดยโครงสร้างหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของไทยส่วนใหญ่เกิดจากภาคอสังหาริมทรัพย์ จนในที่สุดกลายเป็นวิกฤตการณ์ในภาคการเงิน (Financial Crisis) จากการศึกษาของ Kaminsky และ Reinhart (1996) พบว่าการเกิดวิกฤตการณ์ในภาคการเงินจะนำไปสู่วิกฤตการณ์ในค่าเงินในที่สุด

การลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงิน

สำหรับประเทศไทยได้มีการว่าจ้างบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือมาจัดลำดับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1989 ได้แก่บริษัท Standard & Poor's และบริษัท Moody's Investors Service ซึ่งบริษัททั้งสองนั้นได้ลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ระยะสั้นและระยะยาว รวมทั้งสถาบันการเงินของไทยหลายแห่งดังตารางที่ 3.1.14

ตารางที่ 3.1.14 การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินไทยในช่วงเวลาต่าง ๆ ระหว่างปี ค.ศ. 1996 - 1997

เดือน ปี	การลดอันดับความน่าเชื่อถือ
กันยายน 1996	Moody's Investor Services ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ระยะสั้นของประเทศและสถาบันการเงินบางแห่งจาก Prime-1 เป็น Prime-2
มีนาคม 1997	Standard & Poor's (S&P) ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ระยะสั้นและระยะยาวของสถาบันการเงินบางแห่ง
เมษายน 1997	<p>- Moody's Investors Service ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือการชำระหนี้ต่างประเทศระยะยาวของไทยลงจาก A2 เป็น A3 และลดอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นบุริมสิทธิและเงินฝากของสถาบันการเงินไทย 5 แห่งประกอบด้วย ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย และบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ลงจาก A2 เป็น A3</p> <p>- Moody's Investors Service ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือเงินฝากและหุ้นบุริมสิทธิระยะยาวของธนาคารกรุงศรีอยุธยาลงจากระดับ Baa1 เป็น Baa2 และลดหุ้นกู้ด้อยสิทธิลงจาก Baa2 เป็น Baa3 ส่วนธนาคารนครหลวงไทยและธนาคารทหารไทยได้ถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือของเงินฝากและหุ้นบุริมสิทธิระยะยาวจากระดับ Baa2 เป็น Baa3 และหุ้นกู้ด้อยสิทธิลงจาก Baa3 เป็น Ba1</p>

การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือดังกล่าว เนื่องมาจากเหตุผลดังต่อไปนี้คือ

- 1) การเพิ่มขึ้นของหนี้ต่างประเทศระยะสั้น ซึ่งทำให้ระดับหนี้ต่างประเทศทั้งหมดของไทยเพิ่มขึ้น
- 2) ความเสี่ยงของธุรกิจธนาคารที่สูงขึ้น อันเนื่องมาจากการมีสินทรัพย์ที่ด้อยคุณภาพ คือหนี้เสีย อันก่อจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นจำนวนมาก รวมทั้งการบริหารงานที่ด้อยประสิทธิภาพของผู้บริหารสถาบันการเงินบางแห่ง ส่งผลให้เกิดปัญหาความอ่อนแอของสถาบันการเงินไทย
- 3) ปัญหาด้านโครงสร้างซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของไทยในภาคการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรม
- 4) ข้อจำกัดของความสามารถและความมีประสิทธิภาพในการใช้นโยบายด้านมหภาคในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ
- 5) ความต้องการปกป้องค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้อัตราดอกเบี้ยยังคงสูงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจช้าลงและเป็นไปได้ด้วยความยากลำบากยิ่งขึ้น

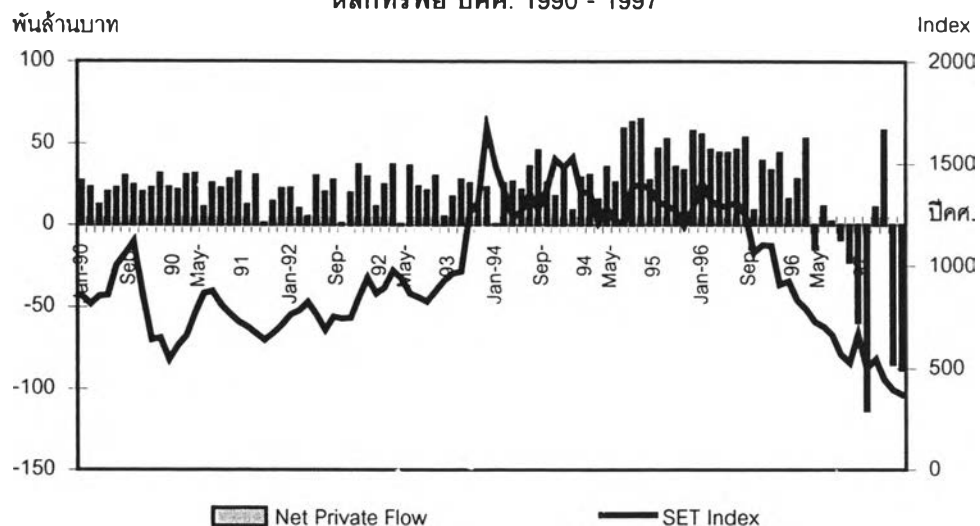
ดังนั้นการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือทางการเงินของไทย โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือของต่างประเทศ ซึ่งได้แก่ Moody's Investor Service และ Standard & Poor's (S&P) ส่งผลให้ต้นทุนการกู้เงินของประเทศไทยสูงขึ้น เนื่องจากผู้ให้กู้และผู้ลงทุนในพันธบัตรหรือหุ้นกู้ของรัฐบาลและเอกชนจะต้องการผลตอบแทนในรูปอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น อันเนื่องมาจากผลการจัดอันดับเครดิตที่ลดลง ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความน่าเชื่อถือหรือความสามารถในการชำระหนี้ลดลง นอกจากนี้นักลงทุนต่างประเทศอาจมีความไม่มั่นใจที่จะลงทุนในประเทศ โดยเฉพาะการลงทุนทางอ้อมในการลงทุนในพันธบัตรในประเทศหรือในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาวะตกต่ำของตลาดหลักทรัพย์

นับตั้งแต่กลางปี ค.ศ. 1995 ภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ซบเซาและตกต่ำลงอย่างต่อเนื่อง และถึงแม้ทางการจะได้จัดตั้งโครงการเสริมสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อช่วยเหลือนักลงทุนและเพิ่มสภาพคล่องในตลาดหลักทรัพย์ฯ แต่สภาพการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ยังไม่สามารถกระเตื้องขึ้นได้ โดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ฯ ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลงจากระดับ 1,528.83 จุดในเดือนตุลาคม ปี ค.ศ. 1994 เหลือ 372.69 จุดในเดือนธันวาคม ปี ค.ศ. 1997 (รูปภาพที่ 3.1.15) เนื่องจากการนำเงิน

ทุนออกจากประเทศ เพราะนักลงทุนและนักเก็งกำไรในตลาดเงินและตลาดทุนไม่เชื่อมั่นในเสถียรภาพของประเทศ ส่งผลให้ผู้ลงทุนรายย่อยโดยเฉพาะผู้ลงทุนที่กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin Loan) ต้องประสบกับการขาดทุนอย่างหนัก

รูปภาพที่ 3.1.15 เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน และดัชนีราคาหลักทรัพย์ ปีค.ศ. 1990 - 1997



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจัยทางด้านการเมือง (Political Chaos)

ความไม่มีเสถียรภาพและความวุ่นวายทางการเมืองของรัฐบาลและระบบการเมือง โดยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา มีการเปลี่ยนคณะรัฐบาลถึง 7 ครั้ง ทำให้การบริหารงานไม่ต่อเนื่อง การวางนโยบายในการพัฒนาประเทศไม่ชัดเจน และประชาชนขาดความเชื่อมั่นในเสถียรภาพทางการเมือง รวมทั้งการแทรกแซงจากอิทธิพลนักการเมือง ทำให้เกิดความเปลี่ยนแปลงในระบบราชการหรือองค์กรของรัฐบาล โดยเฉพาะองค์กรที่ทำหน้าที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ของนักธุรกิจ ซึ่งก่อให้เกิดผลเสียแก่การพัฒนาระบบราชการ เหล่านี้ได้ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางด้านเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุนชาวต่างประเทศ ยิ่งส่งผลให้มีการนำเงินทุนออกจากประเทศมากยิ่งขึ้น กระทั่งต่อวิกฤตการณ์ในค่าเงินบาทในที่สุด

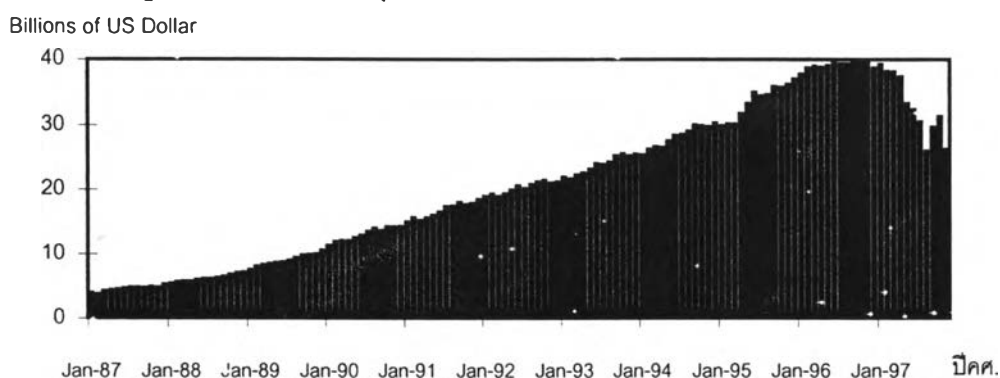
ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา

การที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยที่ใช้มาตั้งแต่ในอดีตเป็นระบบตะกร้าเงิน (basket of currencies) ซึ่งขาดความยืดหยุ่น เนื่องจากผูกค่าเงินบาทกับค่าเงินของประเทศสกุลหลักได้แก่ ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มากถึงร้อยละ 80 ที่เหลือเป็นเงินเยน เงินดอยส์มาร์ค เงินปอนด์ เงินดอลลาร์ฮ่องกง และสกุลเงินอาเซียนบางสกุล ดังนั้นการที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีค่าแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลต่าง ๆ เงินบาทจะอ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ เพียงเล็กน้อย และแข็งค่าขึ้นกับเงินสกุลอื่น ๆ ตามค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้ค่าเงินบาทมีค่าแข็งขึ้นตามไปด้วย เนื่องจากตั้งแต่กลางปี ค.ศ. 1995 ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับเงินเยน ส่งผลให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นตามไปด้วย รวมทั้งอัตราเงินเฟ้อของไทยที่เริ่มสูงขึ้นนับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995 ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั้งในสหรัฐฯ และญี่ปุ่นมีแนวโน้มลดลง ส่งผลให้สมรรถนะของไทยในการแข่งขันกันตลาดโลกต่ำลง ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้รายได้จากการส่งออกหดตัวลงในปี ค.ศ. 1996 การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดปรับตัวสูงขึ้นถึงร้อยละ 8 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ขณะเดียวกันนโยบายการเงินเป็นไปในลักษณะเข้มงวด เพื่อชะลอการใช้จ่ายลงทุนและการบริโภคในระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวในระดับสูงได้ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของภาคธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ซบเซาอยู่ก่อนแล้ว ตลอดจนคุณภาพหนี้ของสถาบันการเงินและการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์เศรษฐกิจโดยรวมจึงชะลอตัวลงจากการขยายตัวร้อยละ 8.8 ในปี ค.ศ. 1995 เป็นร้อยละ 5.5 ในปี ค.ศ. 1996

ความไม่สมดุลของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจในขณะที่ค่าเงินบาทแข็งขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นตามค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจในเสถียรภาพของค่าเงินบาท โดยมองว่าเงินบาทมีค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง (overvalued) ทำให้นักลงทุนและนักเก็งกำไรเกิดการคาดคะเนว่าค่าเงินบาทควรจะลดค่าลง ส่งผลให้เกิดการเก็งกำไรในค่าเงินบาทและเกิดการโจมตีค่าเงินบาทขึ้น จนกระทั่งธนาคารแห่งประเทศไทยต้องใช้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศเข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศ ทำให้นักลงทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง แสดงได้จากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศมีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ปลายปี ค.ศ. 1996 โดยเฉพาะในช่วงเดือนพฤษภาคม 1997 ซึ่งเป็นช่วงที่นักเก็งกำไรเข้ามาโจมตีค่าเงินบาทอย่างรุนแรงจนเป็นเหตุให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าแทรกแซงโดยใช้เงินทุนดังกล่าวถึงเกือบ 4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

โดยเงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงจาก 37.32 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนเมษายน เหลือ 33.31 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ.1997 (รูปภาพที่ 3.1.16) จนกระทั่งธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถดำรงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเดิมได้ จึงเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากเดิมเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ (Managed Floating Exchange Rate) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม ปี ค.ศ.2540 ซึ่งเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่จะทำให้ค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินตราสกุลต่าง ๆ เป็นไปตามกลไกตลาดตามอุปสงค์และอุปทานของตลาดเงินตราในประเทศและต่างประเทศ โดยสามารถเปลี่ยนแปลงไปตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยจะกำหนดอัตราเพื่อใช้อ้างอิง (Reference Rate) จากอัตราเฉลี่ยที่ทำการซื้อขายเงินบาทในวันก่อนหน้า

รูปภาพที่ 3.1.16 เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ปีค.ศ. 1987 - 1997



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ : ตัวเลขข้างต้นไม่รวมฐานะธุรกรรมล่วงหน้าสุทธิ (Swap Position)

ปัจจัยภายนอกประเทศ

วิกฤตการณ์การเงินใน Mexico

ประเทศ Mexico เป็นประเทศหนึ่งที่มีนักลงทุนต่างประเทศเข้าไปลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยตั้งแต่ปี ค.ศ. 1995 ประเทศ Mexico มีปัญหาในเรื่องภาระหนี้ต่างประเทศที่อยู่ในระดับสูง และส่วนใหญ่เป็นเงินทุนระยะสั้น ก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินในประเทศ Mexico ส่งผลให้นักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนใน Mexico นั้นประสบกับภาวะขาดทุนอย่างมากและจากการที่ตลาดเงิน

ทุนต่างเชื่อมโยงกันทั่วโลก จึงส่งผลกระทบต่อประเทศไทยและตลาดการเงินภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ เนื่องจาก การคาดการณ์หรือคาดคะเนของนักลงทุนต่างประเทศที่เปรียบเทียบโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศไทยกับประเทศ Mexico และคาดการณ์ว่าประเทศไทยจะเป็นประเทศต่อไปที่มีการลดค่าเงิน นับเป็นผลกระทบที่แพร่กระจาย (contagious effects) ของการเกิดวิกฤตการณ์จากประเทศหนึ่งไปยังอีกประเทศหนึ่ง ถึงแม้จะไม่ได้มีความเชื่อมโยงของระบบการเงินและการค้าต่อกัน ส่งผลให้นักเก็งกำไรในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเข้าโจมตีค่าเงินบาทโดยการซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และขายเงินบาท ส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง จนทางการของประเทศต้องออกมาตรการทางการเงินต่าง ๆ เพื่อเสริมสภาพคล่องให้แก่ระบบ

จากปัจจัยภายในประเทศและภายนอกประเทศสามารถนำมาอธิบายภาพรวมทั้งหมดของวิกฤตการณ์ค่าเงินบาทไทย แสดงได้จากรูปภาพที่ 3.1.17 โดยสรุปแล้วภาวะเศรษฐกิจไทยที่กำลังประสบปัญหาในปัจจุบันมีจุดเริ่มต้นมาจากการที่ประเทศไทยได้เปิดเสรีทางการเงินในปี ค.ศ. 1990 โดยเฉพาะในปี ค.ศ. 1993 ที่ได้เปิดให้มีการดำเนินกิจการวิเทศธนกิจขึ้น ซึ่งภายหลังจากนั้นเงินทุนจากต่างประเทศได้ไหลเข้ามาในประเทศไทยอย่างมาก โดยผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจ เงินกู้จากต่างประเทศทั้งในรูปของธุรกิจวิเทศธนกิจและเงินกู้อื่น ๆ ที่ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วภายหลังการเปิดเสรี เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากต่างประเทศที่อยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำ เมื่อเทียบกับการกู้เงินบาทในประเทศ ประกอบกับในขณะนั้นค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ หรือสกุลอื่น ๆ ไม่มีความผันผวนเช่นในปัจจุบัน เพราะระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบตะกร้าเงินและอิงกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นหลัก ซึ่งค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะนั้นก็มีแนวโน้มอ่อนตัวลง ดังนั้นการกู้ยืมเงินในรูปกิจการวิเทศธนกิจจึงไม่มีความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน

เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศดังกล่าวที่นำเข้ามาจุนมากกว่าช่องว่างระหว่างเงินออมและเงินลงทุน และได้นำไปใช้ลงทุนในธุรกิจที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจเป็นจำนวนมาก และที่สำคัญคือ ไม่ก่อให้เกิดรายได้ที่เป็นเงินตราต่างประเทศ อันได้แก่ การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจการเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ การเก็งกำไรทำให้เกิดภาพลวงตาของความต้องการที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ประเภทอื่นๆ และเกิดภาวะปริมาณของอสังหาริมทรัพย์ในตลาดมีมากกว่าความต้องการตามมา ในขณะที่การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีการเก็งกำไรอย่างมาก อันส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์พุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ในที่สุดจะส่งผลให้ระดับราคาสินค้าและสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่นักลงทุนมีการเข้า

ระดมทุนอย่างมาก โดยอาศัยช่วงที่ราคาหุ้นอยู่ในระดับสูงแล้วนำเงินทุนดังกล่าวไปลงทุนในกิจการที่มีมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจต่ำ

ในภาคการผลิตนั้น พบว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างมากในลักษณะฟองสบู่ ส่งผลให้มีความต้องการลงทุนเพิ่มขึ้นมากกว่าปริมาณเงินออมของประเทศ ส่งผลให้มีการก่อหนี้ต่างประเทศมากขึ้น ทางด้านการค้าระหว่างประเทศนั้น สินค้าส่งออกที่เคยขยายตัวในเกณฑ์สูงเฉลี่ยถึงร้อยละ 17.8 ในช่วงปี ค.ศ. 1992 - 1995 กลับหดตัวลงร้อยละ 0.2 ในปี ค.ศ. 1996 และยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องในปี ค.ศ. 1997 ทั้งนี้มีสาเหตุมาจากการที่ประเทศไทยสูญเสียขีดความสามารถด้านการแข่งขัน เนื่องจากผลิตภาพของแรงงานไทยอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าคู่แข่ง รวมทั้งการนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศมาทดแทน ทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น

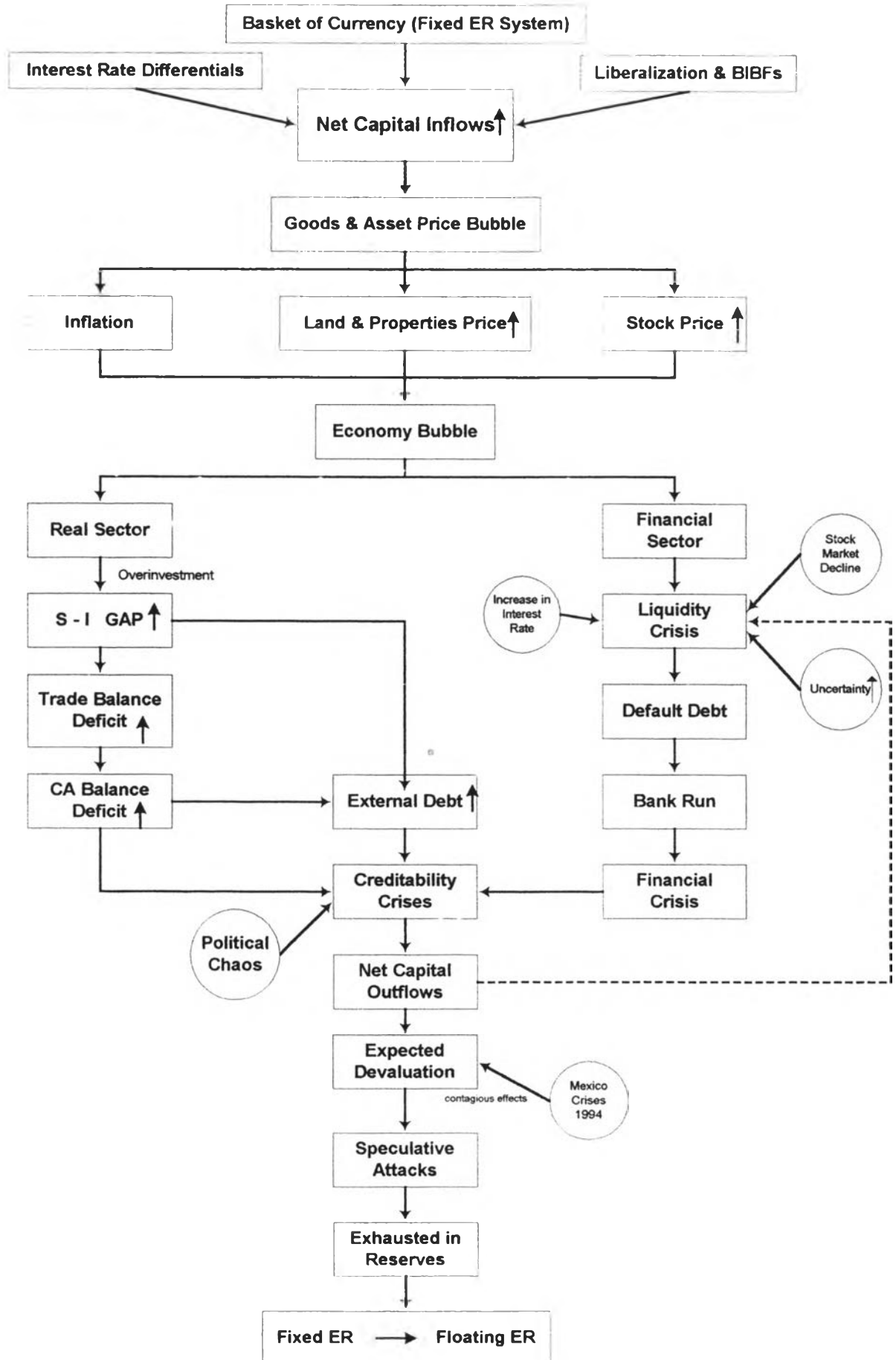
ดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นดัชนีที่ชี้ถึงความเข้มแข็งและอ่อนแอทางเศรษฐกิจ ถ้าขาดดุลมากหมายถึงเรานำเงินจากต่างประเทศมาจุนเจือการใช้จ่ายในประเทศมาก ซึ่งเมื่อมากถึงระดับหนึ่งต่างชาติจะขาดความเชื่อถือซึ่งในปี ค.ศ. 1996 ประเทศไทยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดถึงร้อยละ 8.09 เทียบกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และสูงที่สุดในประเทศกำลังพัฒนาที่มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจสูง (Emerging Market)

สาเหตุสำคัญที่ทำให้ยอดขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศอยู่ในเกณฑ์สูงมาโดยตลอดเนื่องจากประเทศมีการลงทุนมากกว่าการออมค่อนข้างมาก การขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลสูงขึ้น ในขณะที่หนี้ต่างประเทศของไทยเพิ่มสูงขึ้นมากจากการกู้ยืมหนี้สินในช่วงที่ผ่านมา รวมทั้งในภาคการเงินนั้น ปัญหาสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่ปล่อยสินเชื่อให้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจที่ลงทุนในหลักทรัพย์ ส่งผลให้เกิดปัญหานี้เสียเพิ่มสูงขึ้น จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์ในภาคการเงิน ทำให้ความเชื่อมั่นของชาวต่างประเทศลดลง ประกอบเข้ากับการแก้ไขปัญหาดำเนินไปอย่างเชื่องช้าและไร้ประสิทธิภาพ และปัญหาทางด้านการเมืองที่เข้ามาแทรกแซงระบบเศรษฐกิจ ทำให้สถาบันการเงินจัดอันดับความน่าเชื่อถือทางเศรษฐกิจของต่างประเทศลดอันดับความน่าเชื่อถือทางเครดิตของไทยลง เป็นเหตุให้นักลงทุนต่างประเทศซึ่งใช้ข้อมูลจากสถาบันจัดอันดับเครดิตเป็นข้อมูลสำคัญในการตัดสินใจชะลอการลงทุนในประเทศ โดยเฉพาะการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

การขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศ ทำให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลออก เป็นเหตุให้สภาพคล่องในระบบการเงินตึงตัวมากยิ่งขึ้น และกดดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นสูงขึ้นเรื่อยๆ จากที่เคยเคลื่อนไหวอยู่ในระดับร้อยละ 8 - 10 ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาขยายตัวสูงขึ้นเกือบร้อยละ 20 ในปัจจุบัน และส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ ทั้งการใช้จ่ายและการลงทุนชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง ธุรกิจได้รับผลกระทบจากการขาดสภาพคล่อง และก่อให้เกิดหนี้เสียของสถาบันการเงินเพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะหนี้เสียในบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และการที่ธนาคารกลางนำเงินไปปล่อยกู้ผ่านกองทุนฟื้นฟูให้กับสถาบันการเงินที่มีปัญหาสภาพคล่อง ซึ่งยังไม่สามารถเรียกหนี้กลับคืนได้ กลายเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคารกลางและส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของธนาคารกลางลดลงอย่างมาก

ปัญหาพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่สะสมอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับยังไม่มีมาตรการอื่น ๆ มารองรับส่งผลให้นักเก็งกำไรโจมตีค่าเงินบาท รวมทั้งปัจจัยภายนอกได้แก่ การเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินเปโซของประเทศ Mexico ในปลายปี ค.ศ. 1994 ส่งผลให้นักลงทุนและนักเก็งกำไรคาดคะเนว่าค่าเงินบาทควรปรับค่าลดลง จึงเข้ามาโจมตีค่าเงินบาท ทำให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงมากจนไม่สามารถดำรงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเดิมได้ จึงได้ปรับปรุงเปลี่ยนแปลงไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการในวันที่ 2 กรกฎาคม ปี ค.ศ. 1997 ที่ผ่านมา ภายหลังจากเปลี่ยนแปลงไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ โดยอ่อนค่าลงมากกว่าร้อยละ 100 จาก 25.8 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ก่อนการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน เป็น 52 - 53 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในกลางเดือนมกราคม ปี ค.ศ. 1998

รูปภาพที่ 3.1.17 ที่มาของการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินบาท



3.2 กลไกในการโจมตีค่าเงินบาทของนักเก็งกำไร *

หลังจากการวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการโจมตีค่าเงินบาท ซึ่งมีสาเหตุมาจากปัจจัยที่เป็นโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศ รวมทั้งการคาดคะเนของนักเก็งกำไร จนกระทั่งเกิดการโจมตีค่าเงินบาท และนำมาซึ่งการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวในวันที่ 2 กรกฎาคม ปี ค.ศ. 2540 ที่ผ่านมานั้น การโจมตีค่าเงินบาทของนักเก็งกำไรดังกล่าวสามารถกระทำโดยผ่านได้หลายทาง ทั้งในตลาดเงินและตลาดทุน โดยส่วนใหญ่มักกระทำผ่านตลาดเงินซึ่งผ่านกลไกในตลาดตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) ซึ่งมีความซับซ้อนกว่าตราสารการเงิน หรือตราสารหนี้ที่หมุนเวียนอยู่ในปัจจุบัน การสร้างตลาดตราสารอนุพันธ์ขึ้นมาในครั้งนั้นมีวัตถุประสงค์คือ พยายามสร้างเครื่องมือเพื่อลดหรือป้องกันความเสี่ยงของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน โดยการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าผ่านเครื่องมือทางการเงิน เช่น Futures, Options, Swap เป็นต้น อย่างไรก็ตามได้มีการนำตราสารอนุพันธ์ไปใช้เพื่อการเก็งกำไรในค่าเงิน จนกระทั่งค่าเงินบาทของประเทศเกิดวิกฤตการณ์ดังที่ผ่านมา

ในกรณีการเก็งกำไรค่าเงินบาทของนักเก็งกำไรสามารถเกิดธุรกรรมจากการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ต่าง ๆ หรือสามารถผ่านตลาดเงินตราต่างประเทศในประเทศ โดยตลาดซื้อขายเงินบาทแบ่งได้เป็นตลาดภายในประเทศ (Onshore Currency Markets) และตลาดระหว่างหรือภายนอกประเทศ (Offshore Currency Markets) โดยตลาด Onshore สำหรับการซื้อขายเงินบาทคือตลาดที่คนกลางระหว่างผู้ที่ต้องการซื้อเงินบาทและผู้ที่ต้องการขายเงินบาททุกฝ่ายมีถิ่นฐานในประเทศไทย ขณะที่ตลาด Offshore สำหรับการซื้อขายเงินบาท คือตลาดที่มีคนกลางระหว่างผู้ที่ต้องการซื้อเงินบาทและผู้ที่ต้องการขายเงินบาทอย่างน้อยหนึ่งฝ่ายมีถิ่นฐานอยู่ในต่างประเทศ

สำหรับธนาคารพาณิชย์ไทยที่ทำการบริหารเงินบาทในตลาด Onshore จะมีฐานลูกค้าจำนวนมากที่ เป็นผู้ส่งออก และผู้นำเข้า เนื่องจากผู้ส่งออกมีความต้องการขายเงินตราต่างประเทศ ขณะที่ผู้นำเข้ามีความต้องการซื้อเงินตราต่างประเทศในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและนำเข้า ผู้ที่กู้เงินจากต่างประเทศต้องการแปลงเงินตราต่างประเทศเป็นเงินบาทจากการกู้ยืม

* ส่วนวิจัยเศรษฐกิจระหว่างประเทศ, (2540), "วิกฤตการณ์เงินบาท", เศรษฐกิจปริทัศน์, ปีที่ 3, ฉบับที่ 7, หน้า 15-36.

และคณะกรรมการศึกษาและเสนอแนะมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารจัดการระบบการเงินของประเทศ (ศปร.), (2541).

"รายงานผลการวิเคราะห์และวินิจฉัย ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับสถานการณ์วิกฤตทางเศรษฐกิจ".

โดยตรง หรือในลักษณะการกู้ยืมเงินผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจ และการบริการบริหารตราแก่นักลงทุนต่างชาติเมื่อมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้ามาเพื่อการลงทุนโดยตรง หรือเพื่อการลงทุนโดยอ้อมที่อาจเป็นการลงทุนในตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้หรือตลาดเงิน ทำให้การซื้อขายเงินบาทของธนาคารพาณิชย์ไทยในตลาด Onshore ในลักษณะเพื่อการพาณิชย์มากกว่าธนาคารต่างประเทศ ขณะที่ธนาคารต่างประเทศบางแห่งในประเทศไทยมีสัดส่วนของการซื้อขายเงินบาทเพื่อการเก็งกำไรอยู่ในระดับสูงกว่าเพื่อการพาณิชย์

ในการเก็งกำไรเงินบาทจากการบริหารตราเงินบาท ทำได้โดยการซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเงินตราต่างประเทศผ่านตลาดซื้อขายเงินบาททันที และตลาดซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า ตลาดซื้อขายเงินบาททันที เป็นตลาดที่มีการซื้อขายเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ๔ เป็นหลัก โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ๔ ณ ขณะทำการซื้อขาย (Spot rate) และมีระยะเวลาส่งมอบเงินตราที่ตกลงซื้อขายกันภายใน 2 วันทำการหลังจากวันที่ตกลงซื้อขาย ตลาดซื้อขายเงินบาททันทีนั้นไม่มีองค์กรที่ถูกจัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการเพื่อทำหน้าที่เป็นตลาดในการซื้อขาย และมีลักษณะที่จับต้องไม่ได้ (Invisible market) ซึ่งตรงข้ามกับรูปแบบของตลาดหลักทรัพย์ที่มีสถานที่ตั้งแน่นอน สำหรับการติดต่อซื้อขายจะกระทำผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งผู้ที่ทำหน้าที่ซื้อขายให้กับลูกค้าหรือเข้าไปซื้อขายเงินบาทสำหรับตนเอง (Broker) จะต้องได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยในกรณีที่เป็นตลาดภายในประเทศ

สำหรับตลาดซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า นั้น เป็นตลาดที่จับต้องไม่ได้ เช่นเดียวกับตลาดซื้อขายเงินบาททันที ซึ่งมีลักษณะเป็นสัญญาซื้อหรือสัญญาขายเงินบาทกับเงินสกุลอื่นล่วงหน้า ซึ่งอาจมีลักษณะเป็นสัญญา Swap หรือสัญญา Forward หรือตราสารอนุพันธ์ประเภทอื่นที่มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้า สำหรับผู้ขายเงินบาทล่วงหน้า (Short baht) จะต้องทำการส่งมอบเงินบาทให้กับผู้ซื้อเงินบาทล่วงหน้า (Long baht) ภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญาซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า ที่อาจกำหนดระยะเวลาส่งมอบเงินบาทเพื่อแลกกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ใน 1 เดือน 3 เดือน 6 เดือนหรือ 1 ปีข้างหน้า เป็นต้น และในราคาที่กำหนดไว้ในสัญญา ณ ขณะที่ทำการซื้อขาย ซึ่งโดยทั่วไปมีธนาคารพาณิชย์เป็นคนกลางและมีค่าประกันความเสี่ยง ซึ่งอาจเรียกว่า Swap cost หรือ Swap rate ในกรณีที่เป็นสัญญา Swap อย่างไรก็ตามผู้ที่ขายเงินบาทล่วงหน้าอาจทำการยกเลิกสัญญาขายเงินบาทล่วงหน้าไป แล้วจะต้องเข้าไปซื้อเงินบาทล่วงหน้าในจำนวนที่เท่ากับที่ขายไปก่อนหน้า โดยมีวันเวลาส่งมอบตรงกับสัญญาขายล่วงหน้าที่ได้กระทำไปก่อน

หน้าเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ผู้ที่ต้องการ Close Position อาจทำได้โดยการซื้อเงินบาทในตลาด
ซื้อขายเงินบาททันที แล้วถือไว้เพื่อรอการส่งมอบให้กับผู้ที่ Long baht ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า
เมื่อถึงเวลาครบกำหนดส่งมอบ

ดังนั้นในกรณีของ Swap Contract ซึ่งมีการซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า (Baht swap) โดย
ราคาตราสารอนุพันธ์ในตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะต้องสัมพันธ์กับราคาตราสารที่ใช้เป็นตราสารอ้างอิง
(Underlying asset) เช่น กรณีการซื้อขายเงินบาทล่วงหน้าเพื่อการส่งมอบใน 30 วัน นับจาก
วันที่ทำการซื้อขาย ซึ่งปัจจุบันจะใช้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในการซื้อขายกับเงินบาท ดังนั้นราคาของ
เงินบาทเพื่อการส่งมอบใน 30 วันข้างหน้าจะถูกกำหนดจาก ราคาเงินบาทในตลาดซื้อขายเงิน
บาททันที และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของตราสารหรือการกู้ยืมเงินสกุลบาทและดอลลาร์
สหรัฐฯ ที่มีความเสี่ยงต่ำหรือใกล้เคียงกัน กับความเสี่ยงของการคงอยู่ในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
ในระยะเวลาเท่ากับอายุของ Swap Contract ของประเทศไทยและสหรัฐฯ ซึ่งเท่ากับ 30 วัน ซึ่ง
อาจใช้อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารที่ตลาดลอนดอน (LIBOR) และอัตราดอกเบี้ย
เงินกู้ยืมกันจริงระหว่างธนาคารของไทย (Interbank Rate) โดยที่ราคาของ 1-month baht
swap contract จะเป็นราคา Spot บวกด้วยค่าประกันความเสี่ยง (Swap Premium) เนื่องจาก
อัตราดอกเบี้ยของไทยที่สูงกว่าของสหรัฐฯ ทั้งนี้สมมติให้ ณ ขณะทำการซื้อขาย 1-month baht
swap ราคา Spot ของเงินบาทอยู่ที่ 25 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อัตราดอกเบี้ย LIBOR เท่ากับ
ร้อยละ 5.5 ต่อปี อัตราดอกเบี้ย Interbank ของไทยอยู่ที่ร้อยละ 12.0 ต่อปี ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย
ระหว่าง LIBOR กับ Interbank ของไทยจะเท่ากับร้อยละ 6.5 ต่อปี หรือเท่ากับร้อยละ 0.5342
ต่อระยะเวลา 30 วัน หรือเท่ากับ 13.36 สตางค์ต่อเงินกู้ 25 บาทในระยะเวลา 30 วัน และ
13.36 สตางค์นี้จะเป็น Swap Premium สำหรับการขายเงินบาทเป็นมูลค่าเท่ากับ 1 ดอลลาร์ ดังนั้น
ราคาของ 1-month baht swap (short baht position) จะต้องส่งมอบให้กับผู้ซื้อ baht swap
ในอีก 1 เดือนข้างหน้า หากราคาของ 1-month baht swap แตกต่างมากจากราคา 25.1336
บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งอาจก่อให้เกิดการหากำไรจากความแตกต่างของราคา (arbitrage)

การโจมตีค่าเงินบาทก่อนการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยน

หลังจากที่นักเก็งกำไรประสบความสำเร็จในการโจมตีค่าเงินบาทในประเทศเม็กซิโก จึงได้
พยายามหาประเทศอื่นโจมตีต่อไป โดยเห็นว่าเศรษฐกิจของประเทศไทยอยู่ในช่วงถดถอย และ

ประเทศไทยมีตลาดการเงินที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศอยู่สองตลาดคือ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา ประกอบกับประเทศไทยเปิดตลาดการเงินเสรี โดยไม่มีมาตรการป้องกันที่ตีพอ ดังนั้นนักเก็งกำไรจะสามารถทำกำไรจากการ Short baht หากเงินบาทมีค่าลดลง หลังจากการเข้า "take position" ดังนั้นก่อนที่ค่าเงินบาทจะถูกโจมตี จะมีการปล่อยข่าวลือในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นผลลบต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยและค่าเงินบาทในลักษณะที่เกินกว่าความเป็นจริงก่อนที่จะมีการขายเงินบาท ทั้งในตลาดซื้อขายเงินบาททันที และในตลาดซื้อขายล่วงหน้า เพื่อกดดันให้ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศลดค่าเงินบาท หากทางการของไทยไม่สามารถผลักดันค่าเงินบาทให้กลับขึ้นไปถึงระดับที่อนุญาตให้เคลื่อนไหวได้ (Baht band) ก็อาจจำเป็นต้องปรับลดค่าเงินบาทในที่สุด ซึ่งภายในระบบตะกร้าเงินบาท ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้เงินบาทแข็งขึ้นหรืออ่อนลงได้ไม่เกิน 2 สตางค์ต่อวัน จากอัตรากลาง (Mid-rate) ที่ประกาศในตอนเช้าของแต่ละวัน หากประเทศไทยประกาศปรับลดค่าเงินบาทลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้นักเก็งกำไรได้กำไรจากการขายเงินบาททั้งในตลาดซื้อขายเงินบาททันที และในตลาดซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า จากต้นทุนในการซื้อขายเงินบาทเพื่อส่งมอบ หรือ Close Position ที่ต่ำกว่ารายรับจากการขายเงินบาทไปก่อนหน้า ทั้งในตลาดซื้อขายเงินบาททันที และในตลาดซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า

ในการโจมตีค่าเงินบาทของนักเก็งกำไรต่างประเทศได้เริ่มมีมาตั้งแต่ปลายปี ค.ศ.1996 สามารถลำดับเหตุการณ์ในการโจมตีค่าเงินบาทในแต่ละช่วงเวลาดังนี้คือ

พฤศจิกายน - ธันวาคม ปี ค.ศ. 1996

เนื่องจากปัญหาเศรษฐกิจที่รุนแรงมากขึ้น และความอ่อนแอของระบบสถาบันการเงิน รวมทั้งบริษัทผู้รับประกันภัยอันดับความน่าเชื่อถือหนี้นี้ต่างประเทศระยะสั้นของไทยในเดือนกันยายนที่ผ่านมา ส่งผลให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศลดลง ทำให้การไหลออกของเงินทุนต่างประเทศเป็นไปอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นธนาคารแห่งประเทศไทยต้องขายเงินตราต่างประเทศ เพื่อรักษาเสถียรภาพค่าเงินบาท โดยผ่านทุนรักษาระดับฯ และการแทรกแซงของธนาคารเป็นจำนวนทั้งสิ้น 4.88 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้สภาพคล่องในระบบการเงินลดลงอย่างมาก เพื่อป้องกันไม่ให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นมากเกินไป และกระทบตลาดเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้บล้าง (sterilize) การขายเงินตราต่างประเทศบางส่วนด้วยการทำธุรกรรม

swap โดยธนาคารแห่งประเทศไทยขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ณ สิ้นปี ค.ศ. 1996 มีพันธะที่จะต้องขายเงินตราต่างประเทศทยอยส่งมอบในปี ค.ศ. 1997 จำนวนทั้งสิ้น 4.75 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่เงินสำรองระหว่างประเทศมีรวมกันทั้งสิ้น 38.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจากเดือนก่อน 0.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

มกราคม - กุมภาพันธ์ ปี ค.ศ. 1997

เริ่มมีการปล่อยข่าวลือการลดค่าเงินบาทในตลาด นักเก็งกำไรเริ่มโจมตีค่าเงินบาทและโจมตีมาเรื่อยๆ โดยเฉพาะในช่วงปลายเดือนมกราคม และช่วง 3 สัปดาห์แรกของเดือนกุมภาพันธ์ โดยทุนรักษาระดับฯ และฝ่ายการธนาคารต้องใช้เงินสำรองระหว่างประเทศในการปกป้องค่าเงินบาทจากการโจมตีของนักเก็งกำไรต่างประเทศในช่วงเดือนมกราคมถึงกุมภาพันธ์สุทธิทั้งสิ้น 7.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่ยอดคงค้างสัญญาขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าของธนาคารเพิ่มสูงขึ้นเป็น 12.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

พฤษภาคม ปี ค.ศ. 1997

ในช่วงเดือนมีนาคม - เมษายน เหตุการณ์ค่อนข้างสงบ เนื่องจากการปล่อยข่าวลบด้านเศรษฐกิจไม่ค่อยเป็นผล ในต้นเดือนพฤษภาคม เริ่มมีการปล่อยข่าวลือทั้งในตลาด onshore และตลาด offshore ทั่วโลกถึงสถานการณ์เลวร้ายทางเศรษฐกิจในด้านต่าง ๆ ของไทย รวมทั้งเรื่องเกี่ยวกับการขยายช่วงห่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยและขายของทุนรักษาระดับฯ การเปลี่ยนตัวรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังคนปัจจุบันซึ่งไม่เห็นด้วยกับนโยบายปรับค่าเงินบาท ตลอดถึงความเป็นไปได้ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกาศลดค่าเงินบาทในระยะเวลาอันใกล้ ส่งผลให้นักค้าเงินต่างเริ่มวิตกกังวล หลังจากนั้นนักเก็งกำไรก็เริ่มดำเนินการโจมตีค่าเงินโดยซื้อเงินเหรียญสหรัฐฯ และขายบาทในตลาดทันที พร้อม ๆ กับการซื้อ swap sell - buy ควบคู่ไปด้วย ส่งผลให้วันที่ 9 พฤษภาคม ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องใช้เงินสำรองทางการ เพื่อป้องกันค่าเงินบาทในตลาดทันทีถึง 6.08 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แต่สามารถรักษาเสถียรภาพของตลาดเงินตราต่างประเทศได้ค่อนข้างดี ในวันที่ 13 พฤษภาคม มีการแทรกแซงของธนาคารแห่งประเทศไทยสองรอบ รอบแรกเพื่อการทดสอบแรงต้านมากน้อยขนาดไหน รอบสองเพื่อลดอัตราขายในตลาดไม่ให้ห่างจากอัตราขายของทุนรักษาระดับฯ มากนัก โดยขอความช่วยเหลือจากธนาคารกลางฮ่องกง

รวมแล้วธนาคารแห่งประเทศไทยแทรกแซงถึง 9.01 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งในตลาดทันที ตลาดล่วงหน้า และตลาด swap สำหรับในวันที่ 14 พฤษภาคม ธนาคารแห่งประเทศไทยรวมเงินที่ใช้ป้องกันค่าเงินบาทเกิน 10 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ในวันที่ 15 พฤษภาคม เริ่มมีการโจมตีค่าเงินบาทในตอนบ่าย โดยเริ่มทำการ short sale ขายเงินบาท และปั่น spot rate ขึ้นจากระดับ 26.00 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จนถึงระดับ 26.65 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แทรกแซงโดยขอความร่วมมือจากธนาคารชาติแห่งประเทศไทยไปรับซื้อเงินบาทจากทุกคนที่ต้องการ

ในวันที่ 16 พฤษภาคม ธนาคารแห่งประเทศไทยมีมาตรการห้ามไม่ให้ธนาคารพาณิชย์ไทย และสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศในกรุงเทพฯ ขายเงินบาทให้กับธนาคารคู่ค้าในตลาด offshore เพื่อไม่ให้ผู้ทำการ short sale สามารถหาซื้อเงินบาททำการปิดบัญชีการซื้อขาย spot rate ซึ่งจะครบกำหนดในวันจันทร์ได้ ส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดทันทีในต่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็ว กลับมาที่ 25.2 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และอัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินบาทในต่างประเทศก็สูงขึ้นด้วย ส่งผลให้เกิดตลาดเงินบาทสองตลาด ค่าเงินบาทที่แพงขึ้นและอัตราดอกเบี้ยเงินบาทสูงขึ้นในตลาดต่างประเทศ ส่งผลให้ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในราคาถูกเพื่อเสริมทุนสำรอง หรือเพื่อลดภาระผูกพันล่วงหน้า ในที่สุดทุนสำรองสุทธิเพิ่มขึ้นจากระดับ 2.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 14 พฤษภาคม ไปเป็น 5.5 และ 7.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 15 และ 16 พฤษภาคมตามลำดับ

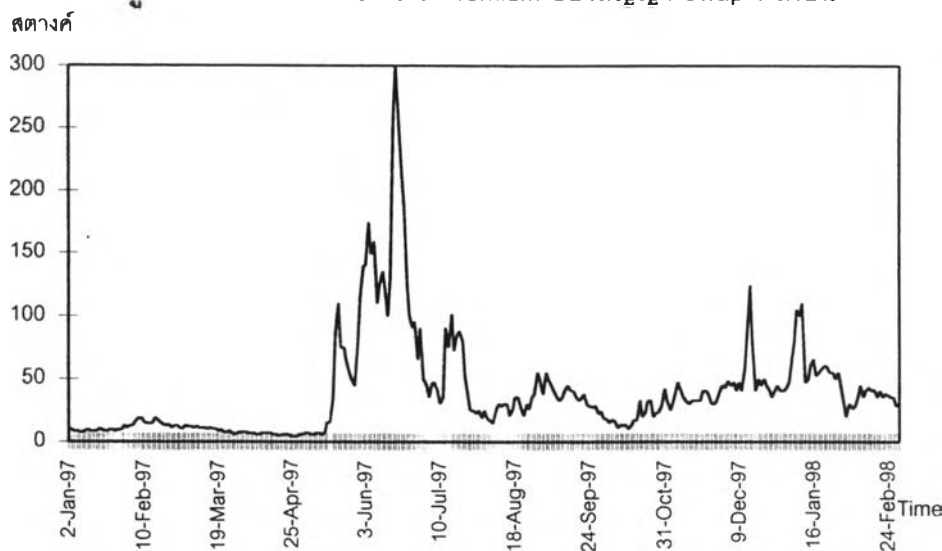
การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยมีมาตรการแทรกแซงโดยห้ามไม่ให้ธนาคารพาณิชย์ไทย และสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศในกรุงเทพฯ ขายเงินบาทให้กับธนาคารคู่ค้าในตลาด offshore ส่งผลให้นักเก็งกำไรพยายามหาเงินสดเป็นเงินบาท มาส่งมอบตามสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศผ่านธนาคารในสิงคโปร์ทั้ง spot และ forward โดยในตลาดซื้อขายเงินบาททันที อาจทำโดยการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย ต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งนักเก็งกำไรต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยในอัตราสูงมาก หรืออาจทำโดยการขอซื้อเงินบาท โดยจ่ายเป็นเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดยตรงกับธนาคารแห่งประเทศไทยในอัตรา offshore spot rate ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด หรือพูดให้นักลงทุนในตัว BE หรือ NCD ที่มีมูลค่าหน้าตัวเป็นเงินบาท ซึ่งไม่ใช่ นักเก็งกำไรใดก็คาดว่าจะมีการลดค่าเงินบาทภายใน 1 - 2 วัน ให้รับ

ขายตัว BE ทั้ง แต่นักเก็งกำไรจะแลกเปลี่ยนเป็นดอลลาร์คืนให้ในอัตราที่สูงกว่าอัตราที่ธนาคารแห่งประเทศไทยขายเงินบาทให้นักเก็งกำไรโดยตรง หรืออาจทำโดยการขายหลักทรัพย์ที่เป็นเงินบาท เป็นตราสารหนี้ของรัฐบาล และเอกชน และตราสารทุน (หุ้นทุน) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แล้วนำเงินบาทที่ได้จากการขายหลักทรัพย์เข้าบัญชี non - resident baht deposit ของผู้ขายหลักทรัพย์ที่มีอยู่กับธนาคารพาณิชย์แห่งใดแห่งหนึ่งในกรุงเทพฯ แล้วจะส่งให้ออนเงินบาทดังกล่าวออกไปเข้า offshore baht deposit account กับสาขาธนาคารพาณิชย์ในสิงคโปร์

สำหรับในตลาดซื้อขายเงินบาทล่วงหน้า ผู้ที่ขายเงินบาทล่วงหน้ามีระยะเวลาที่ยาวนานกว่าผู้ที่ขายเงินบาทในตลาดซื้อขายเงินบาททันที ในการแสวงหาเงินบาทเพื่อการส่งมอบในระยะเวลาที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาขายเงินบาทล่วงหน้า ทั้งนี้ผู้ที่ขายเงินบาทล่วงหน้าอาจแสวงหาเงินบาทโดยวิธีการใดวิธีการหนึ่งดังกล่าวข้างต้น หรืออาจทำการ Close Position เมื่อค่าเงินบาทอ่อนลง ทั้งนี้ผู้ที่ขายเงินบาทล่วงหน้าอาจยังไม่ต้องรีบแสวงหาเงินบาทเพื่อทำการ Close Position หากค่าเงินบาทแข็งขึ้น แต่ความเสี่ยงที่จะขาดทุนมากขึ้นจากการคงอยู่ในสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (holding short-baht position) ก็จะสูงตามไปด้วย หากค่าเงินบาทไม่อ่อนตัวลงต่ำกว่าราคาที่เข้าไปขายล่วงหน้าภายในระยะเวลาที่ต้องส่งมอบเงินบาท

การขายเงินบาทเพื่อซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของนักเก็งกำไรในครั้งนี้นี้จะมีลักษณะเป็นการปั่นราคา คือมีการขายและรับซื้อเงินบาทในเวลาเดียวกันของคู่ค้าในราคาที่มีการตกลงกันล่วงหน้าเพื่อกดดันค่าเงินบาทให้ลดลง การกระทำดังกล่าวอาจนับว่ามีความเสี่ยงจากการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนในระดับต่ำหากกระทำอย่างรวดเร็ว และ Close Position เมื่อมีกำไรหรือเมื่อคาดการณ์ว่าทิศทางค่าเงินบาทจะไม่ลดลงตามที่คาดไว้ ส่งผลให้ค่าเงินบาทมีความผันผวนในระดับสูง เห็นได้จากค่า Forward Premium ของ Swap Contract ระยะเวลา 1 เดือนในช่วงที่เกิดการโจมตีค่าเงินในกลางเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ. 1997 พบว่าค่า Forward Premium มีค่าเพิ่มสูงขึ้นถึง 110 สตางค์ในวันที่ 20 พฤษภาคม ปี ค.ศ. 1997 และหลังจากนั้นค่า Forward Premium มีค่าผันผวนมาโดยตลอด โดยมากที่สุดในวันที่ 18 มิถุนายน ปี ค.ศ. 1997 มีค่า Forward Premium มากถึง 300 สตางค์ (รูปภาพที่ 3.2.1)

รูปภาพที่ 3.2.1 ค่า Forward Premium ของสัญญา Swap 1 เดือน



ที่มา : ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)

ภายหลังจากการที่นักเก็งกำไรรายใหญ่เข้าทำการเทขายเงินบาท และการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ได้เข้าแทรกแซงโดยประสานความร่วมมือกับธนาคารชาติแห่งสิงคโปร์ในการรับซื้อเงินบาทในตลาดสิงคโปร์ ส่งผลให้ผู้เข้าไปปั่นราคาเงินบาทต้องถอนตัวออกไป ในขณะที่นักเก็งกำไรที่เข้ามาร่วมเทขายเงินบาทภายหลังการเข้าปั่นหุ้นยังคงคิดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะประกาศลดค่าเงินบาท และไม่ทันได้ถอนตัวออกไป กลับต้องประสบภาวะขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมหาศาล หลังจากธนาคารแห่งประเทศไทยได้นำมาตรการแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อรักษาเสถียรภาพของเงินบาทออกใช้ และการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเข้าแทรกแซงค่าเงินบาท โดยเฉพาะการทำธุรกรรม swap ซึ่งเป็นการช่วยในการบริหารสภาพคล่องเงินบาท และลดแรงกดดันที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไม่ให้สูงเกินไป รวมทั้งเพื่อชะลอการสูญเสียของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ในขณะที่นักเก็งกำไรเข้าทำการโจมตีค่าเงินบาท หากแต่การแทรกแซงค่าเงินบาทด้วยวิธีการนี้ ทำให้เงินทุนสำรองทางการสุทธิที่ได้หักภาระผูกพันล่วงหน้าแล้วเหลือน้อยมาก จนกระทั่งธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่อิงกับตะกร้าเงินได้ จึงต้องเปลี่ยนแปลงไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการในวันที่ 2 กรกฎาคม ปี ค.ศ. 1997 ที่ผ่านมา

3.3 มาตรการในการป้องกันการโจมตีค่าเงินบาทของธนาคารแห่งประเทศไทย

มาตรการชั่วคราวที่ยกเลิกไป

ยกเลิกมาตรการซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยขอความร่วมมือสถาบันการเงินให้ดำเนินการสำหรับธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ ดังนี้

1. มาตรการแบ่งแยกตลาด Onshore และ Offshore ออกจากกันในตลาดเงินและในตลาดตราสารหนี้

1.1 ให้การรับการทำธุรกรรมดังต่อไปนี้กับผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศในกรณีที่ไม่มีธุรกิจการค้าหรือการลงทุนรองรับ

1) การทำธุรกรรม Buy-Sell Swap กับผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ

2) การปล่อยกู้เงินบาทโดยตรง การให้เงินเบิกเกินบัญชี รวมทั้งการทำธุรกรรมอื่นใดที่เป็นสภาพคล่องเงินบาท ให้แก่ผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ

3) ธุรกรรม derivatives ที่เกี่ยวข้องกับเงินบาท เช่น currency swap, interest rate swap, forward rate agreement, currency options และ interest rate options เป็นต้น

4) การซื้อขายเงินตราต่างประเทศแลกกับเงินบาททั้งในตลาด spot และ swap

1.2 การรับซื้อตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงิน บัตรเงินฝาก และตราสารหนี้ต่าง ๆ ได้แก่ หุ้นกู้ และพันธบัตรที่เป็นเงินบาท จากผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศก่อนกำหนด ให้ชำระราคาเป็นเงินตราต่างประเทศ โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดในประเทศในวันนั้น

1.3 การไถ่ตั๋วแลกเงิน ตั๋วสัญญาใช้เงิน และตราสารหนี้ต่าง ๆ ให้แก่ ผู้มีถิ่นฐานที่อยู่ต่างประเทศให้จ่ายชำระเป็นเงินตราต่างประเทศ ยกเว้นในกรณีที่ผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ ถือตราสารดังกล่าวมาเกินกว่า 6 เดือน ให้ชำระค่าไถ่ถอนตราสารเป็นเงินบาทได้

2. แบ่งแยกตลาดเงินบาท Onshore และ Offshore ครอบคลุมถึงการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับตลาดหุ้น ได้แก่

2.1 ระวังการทำธุรกรรมการให้ยืมหลักทรัพย์ (Securities lending)

2.2 ระวังการโอนเงินค่าขายหลักทรัพย์ของผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศไปยังบัญชี non-resident baht อื่น และการถอนเงินค่าขายหลักทรัพย์ออกจากบัญชีของผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ

ต้องถอนออกเป็นเงินตราต่างประเทศ ยกเว้นกรณีที่ต้องกลับเข้ามาลงทุน (Reinvestment) ในตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดตราสารหนี้ในช่วงระยะเวลาถัดไปในประเทศไทย

ผลของการใช้มาตรการดังกล่าว

1. นักเก็งกำไรเงินบาทประสบกับความขาดทุนกันเป็นจำนวนมาก โดยที่เงินสำรองทางการส่วนหนึ่งได้ไหลกลับสู่ธนาคารแห่งประเทศไทย ขณะที่อีกส่วนหนึ่งได้มีการรั่วไหลจากการแสวงหาเงินบาทในหนทางอื่นที่มีไซ้จากการซื้อดอลลาร์จากธนาคารแห่งประเทศไทย เช่นการขายหลักทรัพย์ โดแก๋ หุ้น ตั๋วสัญญาใช้เงิน และอื่น ๆ ที่อยู่ในรูปของเงินบาท หรือการกู้ยืมระยะสั้นจากสถาบันการเงินไทยของนักเก็งกำไรต่างชาติเพื่อโอนเงินบาทออกไปนอกประเทศ

2. ภายหลังจากการแบ่งแยกตลาด offshore และ onshore ออกจากกันในตลาดเงินและในตลาดตราสารหนี้ นักเก็งกำไรบางส่วนได้มองเห็นถึงช่องว่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อยู่ในระดับสูง ระหว่างตลาด onshore และ offshore ทำให้เกิดการแสวงหากำไรจากส่วนต่าง (arbitrage) โดยการเคลื่อนย้ายเงินดอลลาร์เข้าตลาดทุน (ตลาดหุ้น) ของไทยเพื่อใช้เป็นแหล่งในการแสวงหาเงินบาท ทั้งนี้ นักเก็งกำไรจะทำการสั่งซื้อและขายหุ้นในขณะเดียวกัน หรืออาจส่งขายหุ้นภายหลังจากการถืออยู่ในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ ก่อนที่จะนำเงินไปฝากไว้ในบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (non-resident baht account) หรือนำไปซื้อเงินข้ามสกุลในตลาด onshore ก่อนจะแปลงกลับมาเป็นเงินบาทในตลาด onshore ซึ่งสุดท้ายจะมีการเคลื่อนย้ายเงินบาทที่มีอยู่ออกไปยังตลาด offshore เพื่อหากำไรจากส่วนต่างระหว่างค่าเงินบาทในตลาด onshore และในตลาด offshore

3. เมื่อมีการเก็งกำไรจากส่วนต่างระหว่างค่าเงินบาทในตลาด Onshore และตลาด Offshore ครอบคลุมถึงตลาดทุน ส่งผลให้จากการที่อุปสงค์เงินบาทที่ยังคงมีอยู่สูงในตลาด offshore ขณะที่อุปทานเงินบาทถูกจำกัด ทำให้ค่าเงินบาทในแต่ละวันในตลาด offshore สูงกว่าในตลาด onshore ส่งผลให้ต้นทุนในการซื้อเงินบาทเพื่อการส่งมอบของผู้ที่ short baht อยู่ในระดับสูงจากช่วงกลางเดือนพฤษภาคม ความแตกต่างดังกล่าวคงอยู่จนถึงก่อนวันที่ 2 กรกฎาคม 1997 แม้กฎเกณฑ์การแบ่งแยกตลาด onshore และตลาด offshore ยังคงอยู่ภายหลังจากประกาศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว แต่อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทต่อดอลลาร์

สหรัฐฯใน 2 ตลาดดังกล่าวกลับอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกัน ทั้งนี้ความแตกต่างของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทใน 2 ตลาดที่ได้หายไปอาจเกิดจากสัญญาขายเงินบาทล่วงหน้าที่ย่อยครบกำหนดส่งมอบทำให้ตลาด offshore มีความต้องการเงินบาทน้อยลง อีกทั้งมีความเป็นไปได้ว่าจะมีการรั่วไหลของเงินบาทจากตลาด onshore ไปยังตลาด offshore ในลักษณะอื่น เช่นการโอนเงินบาทออกนอกประเทศโดยผ่านการทำธุรกรรมทางการเงินในเชิงพาณิชย์ (underlying transaction)

4. ในการทำ swap เพื่อเข้าแทรกแซงค่าเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยนั้น มิใช่เป็นการแก้ปัญหาให้กับธนาคาร หากแต่เป็นการทำให้ปริมาณเงินบาทในตลาดในประเทศและนอกประเทศเพิ่มขึ้น เท่ากับเป็นการชี้ทางให้นักเก็งกำไร และ Hedge Fund ใช้เงินบาทที่ธนาคารปล่อยเข้าตลาดจากการทำ swap นั้นมาโจมตีค่าเงินบาทอีก รวมทั้งเมื่อครบกำหนดต้องชำระคืนเงิน จะเป็นการสร้างปัญหาให้กับธนาคารแห่งประเทศไทยมากขึ้น เนื่องจากทุนสำรองทางการเมื่อหักด้วยจำนวนเงินเหรียญสหรัฐฯ ที่ธนาคารขายล่วงหน้าแล้วเหลือน้อยมาก ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำการ swap มียอดสูงสุดในเดือนมิถุนายน 1997 จำนวนทั้งสิ้น 29 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ความเสียหายโดยตรงของการทำ swap ก็คือส่วนต่างของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ธนาคารรับเงินเหรียญสหรัฐฯ จากอีกฝ่ายหนึ่งกับอัตราแลกเปลี่ยนในวันที่ครบกำหนดต้องชำระเงินเหรียญสหรัฐฯ คืนกลับไป ปรากฏว่า ณ สิ้นปี ค.ศ. 1997 ธนาคารมีภาวะ swap คงค้างทั้งสิ้นจำนวน 18 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ศปร.)