

ระบบ Currency Board และระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย
ภายใต้สภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศ และสภาวะเศรษฐกิจ และการเงินโลกในปัจจุบัน



ไตรรัตน์ นุญราช

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย


ปีการศึกษา 2543

ISBN 974-346-979-6

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

๕1๑๕๒1๘๑๓

CURRENCY BOARD SYSTEM AND THE OPTIMAL EXCHANGE RATE REGIME FOR THAILAND
UNDER THE CURRENT INTERNAL AND EXTERNAL ECONOMIC CIRCUMSTANCES



Mr. Trirat Boonrat

สถาบันวิทยบริการ
วิทยาลัย
A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics in Economics

Faculty of Economics
Chulalongkorn University
Academic Year 2000
ISBN 974-346-979-6

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ระบบ Currency Board และระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับ
ประเทศไทยภายใต้สภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศและสภาวะ
เศรษฐกิจและการเงินโลกในปัจจุบัน

โดย

นายไตรรัตน์ บุญราช

ภาควิชา

เศรษฐศาสตร์

อาจารย์ที่ปรึกษา

อาจารย์ ดร. ชโยดม สรรพศรี

อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม (ถ้ามี)

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยรับนี้เป็นส่วน
หนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(รองศาสตราจารย์ ดร. สุทธิพันธ์ จิราธิวัฒน์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสเถียร มัลลิกะมาส)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. ชโยดม สรรพศรี)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. ธีรวัชชัย จิตรภาชนะนันท์)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. พรกมล มานะกิจ)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. จูน เจริญเสียง)

ไตรรัตน์ บุญราช : ระบบ Currency Board และระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทยภายใต้
สภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศและสภาวะเศรษฐกิจและการเงินโลกในปัจจุบัน. (CURRENCY BOARD
SYSTEM AND THE OPTIMAL EXCHANGE RATE REGIME FOR THAILAND UNDER THE CURRENT
INTERNAL AND EXTERNAL ECONOMIC CIRCUMSTANCES) อ. ที่ปรึกษา : อ.ดร. ชโยดม สรรพศรี:
171 หน้า. ISBN 974-346-979-6.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความเข้าใจในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ และได้อธิบายถึง
ความเหมาะสมและผลกระทบในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย และเสนอแนะว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยน
แบบใดที่เหมาะสมกับประเทศไทยภายใต้สภาวะเศรษฐกิจและการเงินภายในประเทศ และสภาวะเศรษฐกิจและ
การเงินโลกในปัจจุบัน โดยจะใช้ข้อมูลเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง และใช้วิธีการศึกษาเชิงพรรณนา มาใช้ศึกษา และอธิบาย
ถึง ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย

โดยผลการศึกษาพบว่า ระบบ Currency Board แม้จะเป็นระบบที่น่าเชื่อถือ และสามารถดำรงต่อไปได้ใน
อนาคต และมีผลการดำเนินงานที่ดีในประเทศที่เคยนำระบบนี้มาใช้ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน เช่น ฮองกง, อาร์เจนตินา,
เอสโตเนีย, ลิทัวเนีย เป็นต้น โดยมีจุดเด่นตรงที่เป็นระบบที่สามารถแก้ไขปัญหาเสถียรภาพภายในประเทศได้ดี โดยเฉพาะ
ในด้านการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ แต่เนื่องจากระบบ Currency Board เป็นระบบตรึงค่าเงินแบบเข้มงวด ทำให้ไม่สามารถ
ใช้นโยบายการเงินได้อย่างอิสระ และสร้างต้นทุนที่สูงแก่ระบบเศรษฐกิจในการรักษาเสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยน
ประกอบกับสภาวะเศรษฐกิจและการเงินของประเทศและสภาวะเศรษฐกิจและการเงินโลกในปัจจุบัน ที่ไม่เอื้ออำนวยใน
การนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย ในขณะที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้กลับดูมีความเหมาะสม
มากกว่า ภายใต้สภาวะการณ์ในปัจจุบัน ประกอบกับผลการศึกษาทางทฤษฎีในเรื่องพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้
จริงที่ได้ค้นคว้ามา พบว่าประเทศไทยไม่เป็นไปตามคุณสมบัติ Purchasing Power Parity ทำให้ การเปลี่ยนแปลงในอัตรา
แลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินสามารถส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อความสามารถใน
การแข่งขันของสินค้าส่งออกของประเทศ ประกอบกับข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ชี้ว่าภาวะอัตราเงินเฟ้อของประเทศไม่อยู่ใน
ระดับที่สูงมากหรือเกินความสามารถในการควบคุมของเจ้าหน้าที่การเงินภายหลังจากการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอย
ตัวแบบมีการจัดการมาใช้ตั้งแต่กลางปี 1997 ทำให้การมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ มีความหมายและมี
ประโยชน์ในการบริหารจัดการกับระบบเศรษฐกิจในสภาวะปัจจุบัน

ภาควิชาเศรษฐศาสตร์.....
สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์.....
ปีการศึกษา...2543.....

ลายมือชื่อนิสิต ไตรรัตน์ บุญราช
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา ชโยดม สรรพศรี
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

418555229 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: CURRENCY BOARD / EXCHANGE RATE / PURCHASING POWER PARITY

TRIRAT BOONRAT : CURRENCY BOARD SYSTEM AND THE OPTIMAL EXCHANGE RATE REGIME FOR THAILAND UNDER THE CURRENT INTERNAL AND EXTERNAL CIRCUMSTANCES. THESIS ADVISOR : CHAYODOM SABHASRI, Ph.D. :171 pp. ISBN 974-346-979-6.

The objectives of this study are to explore choices of exchange rate regimes, to analyze the impact of applying currency board system for Thailand, and to make a recommendation about the optimal exchange rate regime for Thailand under the current internal and external economic circumstances. This thesis uses the descriptive method with the past empirical works to find the appropriate exchange rate regime for Thailand.

From experiences of several countries such as Hong Kong, Argentina, Estonia and Lithuania that applied the currency board system, the system has proven to be very useful in stabilizing economic performance in particular in controlling the rate of inflation. Due to the fact that the currency board system is one among many ways of fixing the rate of exchange, the implementation of monetary policy has become strictly restricted and its result is costly to the economy. Moreover, under the current economic situation, the study finds that the use of currency board is not appropriate for Thailand. While the flexible exchange rate regime such as the managed floating rate system used now would be appropriate for the country than the fixed exchange rate under the current internal and external circumstances. From the past empirical works, the Purchasing Power parity does not hold for the case of Thailand, and it results in the changes in the real exchange rates can influence the competitiveness of the Thai export. Additionally, the low rate of inflation or the controllable rate of inflation in Thailand after the crisis in 1997 and the flexibility of the exchange rates would support the monetary authority in managing the Thai economy.

ภาควิชา ...เศรษฐศาสตร์.....
สาขาวิชา ...เศรษฐศาสตร์.....
ปีการศึกษา 2543.....

ลายมือชื่อนิสิต ไตรรัตน์ บุญรัตน์
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา ชัยอดม สบhasรี
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เกิดขึ้นได้เนื่องจากการดูแลเอาใจใส่ และคอยให้คำแนะนำที่มีประโยชน์ ของอาจารย์ ดร. ชโยดม สรรพศรี ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา รวมทั้งการตรวจสอบ และการให้คำแนะนำของ ประธานวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติธรมลลิกะมาส และกรรมการทุกท่าน อันได้แก่ อาจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาชน์นันท์, อาจารย์ ดร. พรกมล มานะกิจ และอาจารย์ ดร. จून เจริญเสียง ซึ่งท่านทั้งหลายเหล่านี้คอยให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์และเต็มไปด้วยความหวังดีที่จะทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

นอกจากนี้ต้องขอขอบคุณพนักงานและข้าราชการในห้องสมุดคณะเศรษฐศาสตร์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ และห้องสมุดขององค์การสหประชาชาติที่ช่วยเหลือในการค้นคว้าข้อมูล และต้องขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ของหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิตทุกท่าน ที่คอยช่วยเหลือและอำนวยความสะดวก รวมทั้งนางสาวอาคเนย์ จันทร์ระ ซึ่งเป็นเพื่อนสนิทที่ให้คำแนะนำที่ดีในทุก ๆ เรื่องอย่างเต็มใจและเป็นกันเอง

ท้ายสุดนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ มารดา อันเป็นที่รักยิ่ง และขอขอบคุณและขอบใจ พี่สาว พี่ชาย และน้องสาว ที่คอยช่วยเหลือและเป็นกำลังใจมาโดยตลอด จนกระทั่งวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี และผู้เขียนหวังว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ และหากมีข้อบกพร่องประการใดผู้เขียนจะขออ้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียวและขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ไตรรัตน์ บุญราช

มกราคม 2544

จุฬาลง

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่ 1 บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	9
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	9
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	10
1.5 วิธีการดำเนินงานวิจัย.....	10
1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลงานวิจัย.....	14
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
2.1 แนวคิดและทฤษฎี.....	15
2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	18
บทที่ 3 ระบบอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบัน	
3.1 ทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน.....	27
3.2 แนวโน้มการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนของโลก.....	34
3.3 แนวทางในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับประเทศกำลังพัฒนา.....	35
บทที่ 4 ระบบ Currency Board กับความเหมาะสมและผลกระทบในการนำมาประยุกต์ ใช้ในประเทศไทย	
4.1 ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับระบบ Currency Board	
4.1.1 ประวัติความเป็นมาของระบบ Currency Board.....	41
4.1.2 ลักษณะสำคัญของระบบ Currency Board.....	47
4.2 ผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน	
4.2.1 ผลการดำเนินงานของคณะกรรมการเงินตรา.....	52
4.2.2 ผลการดำเนินงานในด้านภาคธนาคาร.....	54

4.2.3 ผลการดำเนินงานในด้านเศรษฐกิจโดยรวม.....	57
4.3 ผลการดำเนินงานของประเทศที่นำระบบ Currency Board มาใช้ ในช่วงทศวรรษ 1990s.....	60
4.4 ความเหมาะสมและผลกระทบในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย	
4.4.1 เงื่อนไขสำคัญเบื้องต้น และวิธีการในการนำระบบ Currency Board มาใช้อย่างมีประสิทธิภาพ.....	73
4.4.2 ผลกระทบและความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย	
4.4.2.1 ผลกระทบที่ประเทศไทยจะได้รับจากการนำ ระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย.....	86
4.4.2.2 ความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Boardมาใช้.....	91
4.5 สรุป.....	98
บทที่ 5 ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย	
5.1 พฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง	
5.1.1 การทดสอบคุณสมบัติ Purchasing Power Parity ในช่วงที่ผ่านมา.....	102
5.1.2 งานศึกษาในเรื่องคุณสมบัติ PPP ในกรณีของประเทศไทย	110
5.1.3 สรุป.....	111
5.2 สภาวะแวดล้อมของระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศในปัจจุบัน...113	
5.3 สภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่.....	117
5.4 ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย.....	129
บทที่ 6 สรุปผลการวิจัย ข้อเสนอแนะ ข้อจำกัดของการวิจัยและแนวทางในการศึกษาต่อไป ในอนาคต	
6.1 สรุปผลการวิจัย.....	135
6.2 ข้อเสนอแนะ.....	143
6.3 ข้อจำกัดในการวิจัย และแนวทางในการศึกษาต่อไปในอนาคต.....	148
รายการอ้างอิง.....	150
ภาคผนวก.....	158

ภาคผนวก 1 ความแตกต่างระหว่างระบบ Currency Board กับระบบธนาคารกลาง.....	159
ภาคผนวก 2 เป้าหมายของนโยบายการเงินในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา.....	162
ภาคผนวก 3 แสดงตารางเปรียบเทียบความสามารถในการแข่งขันของประเทศต่าง ๆ.....	166
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์	171



ตารางที่ 1.1 แสดงการเปลี่ยนแปลงดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้าย และดุลการชำระเงิน และทุนสำรองเงินตราระหว่างประเทศไทย เมื่อใช้ระบบ Managed Float.....	2
ตารางที่ 1.2 อัตราการเจริญเติบโตด้านการส่งออกรายปีโดยเฉลี่ย.....	4
ตารางที่ 2.1 แสดงประสิทธิผลระบบอัตราแลกเปลี่ยน.....	24
ตารางที่ 3.1 ทางเลือกในระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน.....	30
ตารางที่ 3.2 แสดงผลการดำเนินงานในการใช้เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยน เป็นหลักในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา.....	40
ตารางที่ 4.1 ชื่อประเทศ และช่วงปีที่ใช้ระบบ Currency Board.....	43
ตารางที่ 4.2 แสดงความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ กับต่างประเทศ.....	56
ตารางที่ 4.3 แสดงการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจโดยรวม ระหว่างระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่าง ๆ	58
ตารางที่ 4.4 แสดงลักษณะสำคัญของระบบ Currency Board ใน 6 ประเทศ.....	61
ตารางที่ 4.5 Argentina: ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board.....	69
ตารางที่ 4.6 Estonia: ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board.....	70
ตารางที่ 4.7 Lithuania: ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board.....	71
ตารางที่ 4.8 Bulgaria: ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board.....	72
ตารางที่ 4.9 Bosnia and Herzegovina: ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board.....	72
ตารางที่ 4.10 แสดงระดับทุนสำรองเมื่อเทียบกับปริมาณเงิน M0, M2, M3.....	74
ตารางที่ 4.11 แสดงทุนสำรองเงินตรา และปริมาณเงิน M0, M1 และ M2 และสัดส่วนทุนสำรองเมื่อเทียบกับปริมาณเงิน.....	75
ตารางที่ 4.12 แสดงภาระหนี้คงค้าง ณ เดือนมีนาคม 2543.....	78
ตารางที่ 4.13 แสดงสัดส่วนการชำระหนี้ต่องบประมาณรายจ่าย.....	79
ตารางที่ 5.1 แสดงผลงานการศึกษาคุณสมบัติ PPP ในประเทศกำลังพัฒนา.....	105
ตารางที่ 5.2 แสดงการเปิดประเทศ และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ระหว่างประเทศเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ.....	115
ตารางที่ 5.3 แสดงจำนวนสมาชิกของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ	116
ตารางที่ 5.4 แสดงการลดลงของผลผลิตรวมในช่วงทศวรรษ 1990s.....	120
ตารางที่ 5.5 แสดงเงินสำรองทางการ และภาระหนี้สินเงินต่างประเทศ.....	121

ตารางที่ 5.6 แสดงชนิดสินค้าส่งออกที่สำคัญ 10 อันดับแรกของไทย.....	126
ตารางที่ 5.7 ตลาดการส่งออกสินค้าที่สำคัญของไทย.....	127
ตารางที่ 5.8 แสดงรูปแบบการค้าของกลุ่มอาเซียนตั้งแต่ปี 1980-1998.....	128
ตารางที่ 5.9 แสดงการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน สินเชื่อในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยในช่วงปี 2538-2542.....	131
ตารางที่ 6.1 แสดงภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงิน และระบบอัตราแลกเปลี่ยน ที่เหมาะสมในสถานการณ์ดังกล่าว.....	141
ตารางภาคผนวกที่ 1.1 แสดงลักษณะที่แตกต่างระหว่างระบบ Currency Board และระบบธนาคารกลาง.....	159
ตารางภาคผนวกที่ 2.1 แสดงลักษณะสำคัญ ข้อดี ข้อเสีย ของระบบนโยบายการเงินแต่ละระบบ.....	164
ตารางภาคผนวกที่ 3.1 แสดงอันดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ.....	166
ตารางภาคผนวกที่ 3.2 แสดงลักษณะของระบบเศรษฐกิจในประเทศ.....	167
ตารางภาคผนวกที่ 3.3 แสดงลักษณะของภาคระหว่างประเทศ.....	168
ตารางภาคผนวกที่ 3.4 แสดงลักษณะของภาครัฐบาล.....	169
ตารางภาคผนวกที่ 3.5 แสดงลักษณะของภาคการเงินของประเทศ.....	170

รูปที่ 1.1 แสดงอัตราเงินเฟ้อ และอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริง ภายในประเทศของประเทศอาร์เจนตินาและฮ่องกง.....	7
รูปที่ 2.1 แสดง The Impossible Trinity.....	16
รูปที่ 4.1 แสดงผลผลิตมวลรวมที่แท้จริงในประเทศ ฮ่องกง ไต้หวัน และสิงคโปร์.....	91
รูปที่ 5.1 แสดงการไหลของเงินทุนภาคเอกชนสุทธิในหมวดต่าง ๆ ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่.....	114
รูปที่ 5.2 แสดงอัตราเงินเฟ้อโลก.....	116
รูปที่ 5.3 แสดงการไหลสุทธิของเงินทุนภาคเอกชน การไหลสุทธิของเงินลงทุนทางตรงของภาคเอกชน และการไหลสุทธิของเงินทุนภาคเอกชนที่ไม่รวมการลงทุนทางตรง.....	118
รูปที่ 5.4 แสดงสัดส่วนของบัญชีทุนเคลื่อนย้ายต่อ GDP.....	119
รูปที่ 5.5 แสดงสัดส่วนการค้ากับต่างประเทศโดยเฉลี่ยเมื่อเทียบกับ GDP.....	122
รูปที่ 5.6 แสดงสัดส่วนของมูลค่าการส่งออกสินค้าแต่ละหมวด เมื่อเทียบกับมูลค่าการส่งออกรวม.....	124
รูปที่ 5.7 แสดงอัตราการค่าของประเทศไทย.....	124
รูปที่ 5.8 แสดงอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยและสหรัฐตั้งแต่ปี 1970-1999.....	129

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงครึ่งปีแรกของปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยได้ถูกโจมตีค่าเงินบาทอย่างหนัก และนำไปสู่การนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ(managed floating)มาใช้แทนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตรึงราคาเงิน ซึ่งถือเป็นการลดค่าเงินบาทโดยพฤตินัยในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 และเป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤตการณ์ทางการเงิน(currency crises) ในภูมิภาคเอเชีย และกระแสของการลดค่าเงินยังคงดำเนินต่อไปจนกระทั่งปลายปี 2541 ซึ่งประเทศที่ประสบปัญหาส่วนใหญ่ได้นำระบบระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแบบมีการจัดการมาใช้ และดูเหมือนว่าอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างค่าเงินสกุลท้องถิ่นของประเทศเหล่านี้กับเงินสกุลหลัก จะมีความผันผวนอย่างมากตั้งแต่มีการนำระบบดังกล่าวมาใช้ นอกจากนี้ค่าเงินของประเทศเหล่านี้ยังดูจะอ่อนไหว(sensitive) ต่อปัจจัยต่าง ๆ มากขึ้น

ซึ่งผู้วิจัยมีความเห็นว่าการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมาใช้ในช่วงที่ประเทศไม่มีความพร้อม ขาดเสถียรภาพ และความเชื่อมั่นจะทำให้ค่าเงินในประเทศมีความผันผวนมาก และไม่ได้ช่วยกอบกู้วิกฤตการณ์การเงินได้ เพราะภายใต้ภาวะที่ประเทศมีหนี้สินระยะสั้นเป็นเงินตราต่างประเทศมากที่จะต้องชำระในช่วงดังกล่าว และไม่มีการป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน ก็สามารถทำให้เกิดภาวะล้มละลายในภาคธุรกิจเอกชน และธนาคารพาณิชย์ได้พอ ๆ กับการรักษาอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับสูงเพื่อรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่

แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากประเทศไทยได้สูญเสียเงินทุนสำรองไปอย่างมากในการปกป้องค่าเงินจากการแก้งำโหวหลายครั้งในช่วงครึ่งปีแรกของปี พ.ศ. 2540 และมีภาวะผูกพันในธุรกรรมสวอปที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ทำไว้ ทำให้สถานะการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยย่ำแย่อย่างหนัก ไม่มีเงินทุนสำรองที่มากพอในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ได้อย่างแน่นอน เพราะเงินทุนสำรองที่มีอยู่ในขณะนั้นน้อยกว่าปริมาณเงินที่หมุนเวียนในประเทศ

และจากรูปการณ์โดยทั่วไปจะเห็นได้ว่าการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบที่ยืดหยุ่นได้มาใช้แทนระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ในหลายประเทศในช่วงเกิดวิกฤตการณ์นั้นดูเหมือนจะเป็นภาวะจำยอม เนื่องจากประเทศเหล่านี้ต่างก็เผชิญกับสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงิน(Financial Globalization) ที่ขยายตัวมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับเมื่อถูกกดดันอย่างหนักจากการโจมตี

ตีค่าเงินของนักเก็งกำไร และความกดดันจากภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศที่เข้าสู่ภาวะถดถอย ทำให้หลายประเทศไม่สามารถยอมรับต้นทุนที่จะเกิดขึ้นจากการปกป้องค่าเงินได้อีกต่อไป จึงจำเป็นต้องปล่อยให้ค่าเงินของประเทศถูกกำหนดจากอุปสงค์และอุปทานในตลาด แต่อย่างไรก็ตาม ในอนาคตเมื่อประเทศมีความพร้อมมากขึ้น ก็ควรที่จะมีการพิจารณาทางเลือกต่าง ๆ ในด้านการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีอยู่ แล้วจึงเลือกใช้ระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่ประเทศเผชิญอยู่จริง

อย่างไรก็ตามแม้การเปลี่ยนไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นได้มากขึ้นเป็นทางเลือกเดียวของประเทศไทยในช่วงต้นที่เกิดวิกฤตการณ์ แต่ก็ดูเหมือนจะเป็นทางออกที่ดีกว่าที่จะนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มาใช้ในช่วงนั้น เพราะการปล่อยให้ค่าเงินบาทลดค่าลงอย่างมากนั้นได้ช่วยให้ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศดีขึ้นและเกินดุลในที่สุด แม้จะมีการขาดดุลในบัญชีทุนเคลื่อนย้ายในช่วงต้นวิกฤตการณ์ซึ่งส่งผลให้ดุลการชำระเงินขาดดุล แต่ต่อมามีสถานะในดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้ายที่ดีขึ้นเรื่อย ๆ ในขณะที่ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลอย่างต่อเนื่องก็มีส่วนทำให้ดุลการชำระเงินเกินดุล และให้ทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา นอกเหนือมาจากการกู้ยืมจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศดังตาราง 1.1

ตารางที่ 1.1 แสดงการเปลี่ยนแปลงดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้าย และดุลการชำระเงินและทุนสำรองเงินตราต่างประเทศเมื่อใช้ระบบ Managed Floating

หน่วย : ล้าน USD	2540	2541	2542	2543/Q1	2543/Q2
การส่งออก	57,051	52,873	56,800	27,800	15,000
เปลี่ยนแปลง%	4.8	-6.8	7.4	-	-
การนำเข้า	59,756	40,641	47,500	42,600	27,600
เปลี่ยนแปลง%	-15.7	-33.8	16.9	-	-
ดุลการค้า	-2,705	12,232	9,300	1,900	1,000
ค่าบริการและบริจาค	1,420	2,058	3,200	1,300	500
ดุลบัญชีเดินสะพัด	-1,285	14,290	12,500	3,200	1,500
ดุลเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิ	-9,495	-9,507	-8,030	-5,400	-1,900
ดุลการชำระเงิน	-9,538	1,734	4,600	-2,200	-400
ทุนสำรองทางการ(พันล้าน USD)	27	29.5	34.8	32.3	32.1
อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ยรายปี	31.37	41.37	37.84	37.65	38.66

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แต่อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนอาจจะไม่ใช่วิธีการแก้ปัญหาที่ถูกต้อง ถ้าต้นทุนที่แท้จริงของการเกิดวิกฤตการณ์การเงินในเอเชียที่เกิดขึ้นไม่ได้มาจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และแนวคิดเห็นในเรื่องต้นทุนของปัญหาวิกฤตการณ์เอเชียที่ผ่านมา ก็มีความคิดเห็นที่หลากหลาย บ้างก็เห็นว่าวิกฤตการณ์ครั้งนี้เกิดจากประเทศเหล่านี้ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดังนั้นเมื่อค่าเงินสกุลหลักซึ่งส่วนใหญ่คือเงินดอลลาร์สหรัฐมีค่าแข็งขึ้นทำให้ค่าเงินของประเทศที่ตรึงไว้กับเงินดอลลาร์ดังกล่าวแข็งค่าขึ้นไปด้วยทำให้ค่าเงินของประเทศเหล่านี้สูงเกินจริงทำให้เกิดการขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างมากและต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา จึงเป็นสาเหตุให้เกิดการโจมตีค่าเงินอย่างหนักจากนักเก็งกำไร เพราะนักเก็งกำไรพวกนี้ไม่เชื่อว่าประเทศเหล่านี้จะสามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนตามที่ประกาศไว้ได้ แต่อย่างไรก็ตามจากหลักฐานเชิงประจักษ์ในเรื่องการเจริญเติบโตของการส่งออกในหลายประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ โดยมีการตรึงค่าเงินกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐกลับไม่สอดคล้องกับความเห็นดังกล่าว ดังนั้นการสรุปว่าค่าเงินที่แท้จริงของประเทศที่เกิดวิกฤตการณ์อาจเป็นการด่วนสรุปเกินไปเพราะประเทศเหล่านี้ยังมีอัตราการส่งออกที่เจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว และต่อเนื่องแม้ในช่วงที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีค่าสูงขึ้น ดังตารางที่ 1.2 ซึ่งแสดงอัตราการเจริญเติบโตด้านการส่งออกอย่างรวดเร็วในประเทศที่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งชี้ให้เห็นว่าประเทศเหล่านี้อาจจะ 'ไม่อยู่ในภาวะที่มีค่าเงินที่แท้จริงสูงขึ้น' เพราะยังไม่มี การคำนึงถึงผลจากการเพิ่มขึ้นของผลผลิตภาพการผลิต (productivity) ซึ่งอาจเข้ามาหักล้างผลจากการสูงขึ้นของค่าเงินสกุลหลักที่ประเทศเหล่านี้ใช้ตรึงค่าเงิน²

¹ แต่อย่างไรก็ตามถ้าดูอัตราการเจริญเติบโตด้านการส่งออกของไทยในปี 1996 ที่ติบลบเพราะในช่วงนั้นระบบเศรษฐกิจทั่วโลกอยู่ในภาวะถดถอย และส่วนหนึ่งอาจจะเป็นเพราะผลผลิตภาพการผลิต (productivity) ที่ต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ ในแถบเอเชียตะวันออก ซึ่งสาเหตุสำคัญอย่างหนึ่งมาจากการที่ประเทศไทยล้มเหลวในการพัฒนาด้านการศึกษา ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการเสริมสร้างความสามารถด้านการแข่งขันของไทยในโลกปัจจุบัน ดู Williamson (1999)

² นอกจากนี้การคำนวณอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงนั้นยังมีปัญหาในเรื่องระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย เพราะการคำนวณอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงที่แสดงความสามารถในการแข่งขันของประเทศนั้นควรที่จะมุ่งสนใจเฉพาะระดับราคาของสินค้าที่ค้าขายระหว่างประเทศ (tradable goods) ไม่ควรรวมผลจากระดับราคาสินค้าที่ค้าขายเฉพาะในประเทศ (non-tradable goods) นอกจากนี้น้ำหนักของชนิดสินค้าในการคำนวณระดับราคาสินค้าของแต่ละประเทศก็แตกต่างกันอีกด้วย

ดังนั้นโดยทั่วไปแล้วนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านจึงมีความเห็นตรงกันว่าวิกฤตการณ์ในเอเชียในช่วงปี 1997-98 นั้นมีสาเหตุที่แท้จริงจากการมีภาคการเงินที่อ่อนแอ³ (a weak financial sector) เพราะในช่วงนั้นมีธนาคารหลายแห่งล้มละลายเป็นจำนวนมาก ซึ่งธนาคารเหล่านี้เคยได้รับการช่วยเหลือจากภาครัฐในช่วงหลายปีก่อนเกิดวิกฤตการณ์ ในขณะที่รัฐยังขาดการควบคุมหรือตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินเกิดขึ้นจึงทำให้มีสินทรัพย์เลว (bad assets) เป็นจำนวนมาก ประกอบหนี้สินต่างประเทศที่สูงขึ้นตามค่าเงินสกุลท้องถิ่นที่อ่อนตัวลง ซึ่งผลดังกล่าวนี้สามารถทำลายโครงสร้างทั้งระบบลง การช่วยเหลือในการปรับโครงสร้างของภาคการเงินจึงจำเป็นต้องมีเงินทุนสนับสนุนที่เพียงพอจึงจะสามารถหักล้างช่องว่างระหว่างทรัพย์สินและหนี้สินที่มีอยู่จริงในขณะนั้น⁴

ตารางที่ 1.2 อัตราการเจริญเติบโตด้านการส่งออกรายปีโดยเฉลี่ย

	1990-95	1996	1997
China	14.3	5.6	27.6
Hong Kong, China	11.3	4.1	5.3
Indonesia	8.7	8.2	7.8
Korea, Rep.	15.2	13.0	23.6
Phillippines	11.5	15.4	17.5
Malaysia	13.9	7.2	9.8
Singapore	14.1	6.7	0.0
Thailand	10.9	-1.8	6.6

ที่มา : World Bank database

ดังนั้นเมื่อระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อาจจะไม่ใช่ต้นตอที่แท้จริงของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นประเทศกำลังพัฒนาที่เกิดวิกฤตการณ์จึงมีคำถามว่า ระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบใดที่จะเหมาะกับประเทศของตน และแน่นอนว่าประเทศแต่ละประเทศอาจมีความเหมาะสมกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่ประเทศนั้นเผชิญอยู่

³ อย่างไรก็ตามนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านก็เห็นว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่นั้นก่อให้เกิดภาคการเงินที่อ่อนแอ เนื่องจากสถาบันการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่จะไม่ให้ความสำคัญและละเลยในการควบคุมและป้องกันความเสี่ยงทำให้เมื่อประเทศมีการลดค่าเงินจึงทำให้สถานะของสถาบันการเงินเข้าสู่ภาวะล้มละลายได้โดยง่าย ดู Mishkin(1999)

⁴ มีการคำนวณว่าประเทศไทยมีต้นทุนในการปรับโครงสร้างภาคการเงินคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึง 41% ต่อ GDP ของประเทศ ดู "Financial Sector Crisis and Restructuring-Lessons from Asia," mimeo (Washington:IMF, 1999)

แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาในช่วงที่ผ่านมา มีงานวิจัยหลายชิ้นที่ชี้ให้เห็นว่าระบบที่อยู่ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างเสรี และระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริง เช่นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่สามารถปรับเปลี่ยนได้(fixed but adjustable)ดูเหมือนจะไม่ประสบความสำเร็จในประเทศตลาดเกิดใหม่(emerging market economies)⁵ ดังนั้นจึงดูเหมือนว่าในอนาคตประเทศต่าง ๆ จะเข้าสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นได้มากขึ้น หรือไม่ก็หันเข้าหาอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริง หรือจัดตั้งสหภาพการเงินในภูมิภาคขึ้นแทน ซึ่งการที่ประเทศใดประเทศหนึ่งจะเลือกระบบใดมาใช้นั้น ตัวตัดสินก็คือต้นทุน และผลได้ที่ระบบทั้งสองมีอยู่ ซึ่งประเทศที่กำลังพัฒนา ที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดกลางหรือขนาดเล็ก มีการเปิดเสรีในด้านการค้าและการลงทุน และยังคงพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศ ทำให้ความสำคัญของการมีอัตราแลกเปลี่ยนที่มีเสถียรภาพ และน่าเชื่อถือเป็นสิ่งจำเป็น แต่อย่างไรก็ตามข้อดีสำคัญของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวที่สำคัญคือการมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อตอบสนองปัญหาในประเทศ แต่ข้อดีที่สำคัญนี้ไม่ได้เกิดกับทุกประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว เพราะบางประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดเล็ก และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์กับระดับราคาสินค้าภายในประเทศมาก ข้อดีในการมีอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวก็จะลดลงและยังสร้างภาวะไร้เสถียรภาพแก่ประเทศได้

จากสภาวะการณ์ในปัจจุบัน ความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนดูเหมือนจะเป็นต้นทุนสำคัญที่จะเกิดกับประเทศตลาดเกิดใหม่ ที่นำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมาใช้ เพราะความไม่แน่นอนในอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนประสบปัญหาในการบริหารจัดการ สาเหตุส่วนหนึ่งก็เนื่องมาจากหน่วยเศรษฐกิจเหล่านี้จำเป็นต้องออกตราสารหนี้ในรูปของเงินตราต่างประเทศซึ่งกระทำได้ง่ายกว่า ทำให้โครงสร้างหนี้ส่วนใหญ่ของประเทศเหล่านี้ อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ดังจะเห็นได้จากโครงสร้างหนี้ในตลาดเงิน(financial market)ในชิลี(1982), เม็กซิโก(1994) และในหลายประเทศในเอเชียตะวันออก ดังนั้นเมื่อนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมาใช้ ความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่แน่นอน และไม่สามารถคาดคะเนได้จะทำให้สถานการณ์การเงินทั้งของภาครัฐและภาคเอกชนในประเทศเหล่านี้ต้องได้รับผลกระทบอยู่ตลอดเวลา แม้จะมีตลาดตราสารอนุพันธ์มาช่วยในการประกันความเสี่ยง แต่ก็ยังมีค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่ายในการบริหารความเสี่ยงอยู่ดี เพราะเงินตราของประเทศตลาดเกิดใหม่ไม่ใช่เงินสกุลสำคัญ และมีปริมาณในการซื้อขายในตลาดโลกต่ำ ทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาซื้อ-ขาย(spread)สูง และแม้ว่าการที่อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นหรือค่าเงินในประเทศลดลงจะช่วยให้ดุลบัญชี

⁵ Barry Eichengreen, Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post Asia Agenda. Washington: Institute for International Economics, 1999.

เดินสะพัดและดุลการชำระเงินดีขึ้น แต่ในบางประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดเล็ก การลดค่าเงิน อาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อที่แท้จริง และอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน(actual and expected inflation)ในประเทศเหล่านี้ทำให้ความสามารถในการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนอย่างอิสระเพื่อแก้ไขและป้องกันปัญหาดุลยภาพภายนอก(external balance)ด้อยประสิทธิภาพลงไป อีกทั้งยังอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพโดยรวมของประเทศด้วย สาเหตุส่วนหนึ่งเพราะมีการคาดคะเนว่า ธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้คงไม่เต็มใจในการรักษาอัตราเงินเฟ้อมากนักเมื่อมีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมาใช้ เช่นในประเทศเม็กซิโกซึ่งมีเงินเฟ้อสูงถึง 50% ในปี 1995 หลังเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินในปี 1994 และเหตุการณ์คล้ายกันนี้ก็เกิดขึ้นในประเทศอินโดนีเซียเช่นกัน และนอกจากนี้การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเนอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นในอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะ ทำให้เพิ่มต้นทุนในดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น จึงอาจทำให้ดุลเงินสดไหลเวียน(cash flow position) ของบริษัทเหล่านี้ดูแย่ลง ซึ่งจะกระทบต่อความมั่นคงของบริษัทเหล่านี้ได้ และอาจส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมในที่สุด

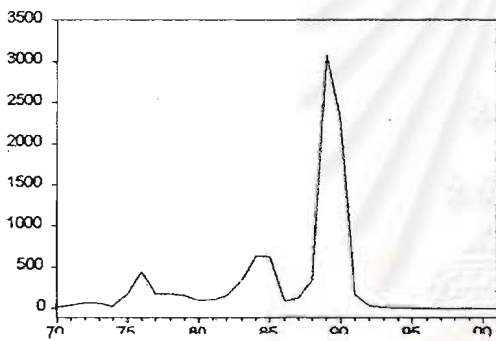
แต่ปัญหาสำคัญของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อยู่ตรงที่มันสามารถที่จะคงอยู่ต่อไปใน อนาคตได้หรือไม่ ในเมื่อตลาดทุนต่าง ๆ มีการเชื่อมโยงกันเป็นอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา และ หลาย ๆ ประเทศก็มีการลดการควบคุมตลาดเงิน และการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งอาจเป็นจุดที่ทำให้ การไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศมีปริมาณมากขึ้น และอาจเป็นช่องทางในการโจมตีค่า เงินของประเทศที่อ่อนแอ และนำไปสู่การล่มสลายของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เหมือนที่ เคยเกิดขึ้นกับระบบเบรตตันวูด(Bretton Woods)ในช่วงระหว่างปี 1971-1973 และระบบการเงิน ของสหภาพยุโรป(EMS)ในช่วงปลายทศวรรษ 1980s ถึงต้นทศวรรษ 1990s

แต่อย่างไรก็ตามนักเศรษฐศาสตร์มีความเห็นตรงกันว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ นั้นสามารถดำรงอยู่ต่อไปได้ก็ต่อเมื่อ อัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดนั้นอยู่ในระดับที่เหมาะสมที่จะ ดำรงอยู่ได้(a sustainable level) และที่สำคัญเงินทุนสำรองเงินตรานั้นต้องมีมากพอที่จะครอบคลุมปริมาณเงินที่ไหลเวียนในระบบเศรษฐกิจ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ประเทศต้องมีเงินทุนสำรอง ที่มากพอที่จะซื้อคืนปริมาณเงินที่ไหลเวียนในระบบเศรษฐกิจได้ทั้งหมดตามอัตราแลกเปลี่ยนที่ทาง การกำหนด แต่การปกป้องค่าเงินนี้มักก่อให้เกิดต้นทุนสูง ซึ่งต้นทุนที่สูงจากการปกป้องค่าเงินนี้เอง ที่เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้หลาย ๆ ประเทศไม่สามารถยอมรับได้ ทำให้เกิดการล่มสลายของระบบ อัตราแลกเปลี่ยนคงที่

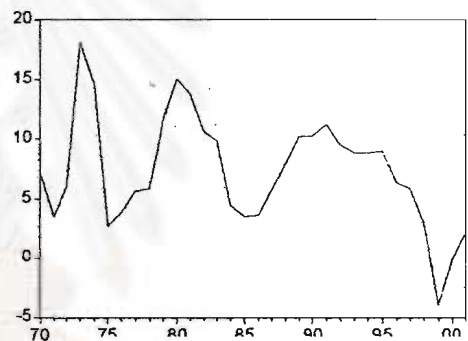
ดังนั้นเมื่อระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ไม่ใช่เป็นตัวการสำคัญในการก่อให้เกิดวิกฤต การณ์ทางการเงิน และจากงานเขียนในช่วงต่อมาซึ่งมีความเห็นตรงกันว่าต้นตอหลักของการเกิด

วิกฤตการณ์เอเชียในช่วงปี 1997-98 นั้นมาจากการเปลี่ยนแปลงของโลกในการก้าวสู่ยุคโลกาภิวัตน์(globalization)อย่างรวดเร็ว และการที่ประเทศเหล่านี้มีการตรึงค่าเงินในขณะที่มีระบบธนาคารที่อ่อนแอ แต่อย่างไรก็ตามจากหลักฐานเชิงประจักษ์จะเห็นได้ว่าภายใต้สถานการณ์ทางการเงินระหว่างประเทศที่มีปัญหาอย่างหนัก แต่ระบบCurrency Board ของฮ่องกงและอาร์เจนตินายังสามารถรับมือกับสถานการณ์ที่เกิดขึ้นได้เป็นอย่างดี ซึ่งแสดงให้เห็นดังรูปที่ 1.1 ซึ่งแสดงอัตราเงินเฟ้อ และอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริงในประเทศ(Real GDP growth rate) ของประเทศอาร์เจนตินา และฮ่องกงตั้งแต่ปีค.ศ.1970-2000 ซึ่งจากรูปจะแสดงถึงความแตกต่างระหว่างช่วงที่ใช้ระบบCurrency Board และช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ⁵

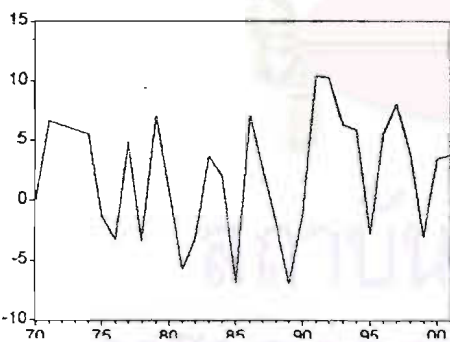
รูปที่ 1.1 แสดงอัตราเงินเฟ้อ และอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริงภายในประเทศของประเทศอาร์เจนตินา และฮ่องกง (หน่วย %)



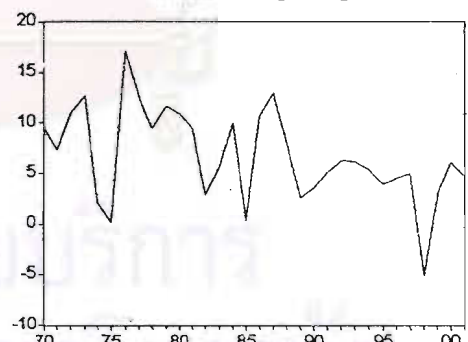
อัตราเงินเฟ้อ ของ Argentina



อัตราเงินเฟ้อของ Hong Kong



อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริง ของ Argentina



อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริง ของ Hong Kong

ที่มา : IMF

จากรูปจะเห็นได้ว่าอัตราเงินเฟ้อในประเทศอาร์เจนตินาหลังจากนำระบบ Currency Board มาใช้ในปี 1991 มีผลทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลงอย่างมากซึ่งแสดงถึงความสามารถในการ

⁵ ประเทศฮ่องกงนำ Currency Board มาใช้ตั้งแต่ปี 1983 และอาร์เจนตินานำระบบนี้มาใช้ตั้งแต่ปี

รักษาเสถียรภาพด้านราคาของระบบ Currency Board และในขณะเดียวกันระบบ Currency Board มีผลทำให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของอาร์เจนตินาส่งขึ้นด้วย แม้จะมีอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจติดลบในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ในเม็กซิโกปี 1995 และวิกฤตการณ์ในเอเชียในปี 1998 ส่วนฮ่องกงนั้น ระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board แม้จะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์เอเชียในช่วงปี 1997-98 ซึ่งมีผลทำให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจติดลบไปบ้างแต่ก็มีการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว

ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความคิดว่าถ้าประเทศไทยฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ และเข้าสู่ภาวะที่มีเสถียรภาพ ก็ควรที่จะมีการพิจารณาถึงนโยบายการเงินในด้านการบริหารการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อหาระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศมากที่สุดมาใช้ และถ้าประเทศไทยมีความต้องการและมีความเหมาะสมที่จะใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อีกครั้ง ระบบ Currency Board อาจเป็นทางเลือกอย่างหนึ่งที่น่าสนใจ ดังนั้นในการศึกษาค้างนี้ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาถึงสภาพโดยรวมของประเทศไทยว่าเหมาะสมที่จะดำเนินนโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบใด และศึกษาความเป็นไปได้ ความเหมาะสม และผลกระทบที่จะเกิดขึ้นถ้ามีการนำระบบ Currency Board เข้ามาประยุกต์ใช้ในประเทศไทยซึ่งเป็นประเทศหนึ่งที่ประสบปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงิน และเป็นที่ยกมาวิจารณ์อย่างกว้างขวางว่าสาเหตุส่วนหนึ่งที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินนั้น เกิดจากการดำเนินนโยบายที่ผิดพลาดของธนาคารกลาง และรัฐบาล ตลอดจนการขาดวินัยทางการเงิน และการคลัง และการแทรกแซงของรัฐในการดำเนินนโยบายของธนาคารกลาง จึงเป็นที่น่าสนใจว่าถ้าประเทศไทยนำระบบ Currency Board มาใช้ จะสามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าว และก่อให้เกิดผลประโยชน์เมื่อเทียบกับต้นทุนที่เกิดขึ้นได้ดีกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแบบมีการจัดการจริงที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน ได้จริงหรือไม่

สถาบันวิทยบริการ
 าลงกรณ์มหาวิทยาลัย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาทางเลือกต่าง ๆ ในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีอยู่ในปัจจุบัน เพื่อทราบถึงข้อดี-ข้อเสียที่ระบบนั้น ๆ เผชิญอยู่
2. ศึกษา ระบบ Currency Board อย่างละเอียดตั้งแต่อดีตถึงปัจจุบัน และผลการดำเนินงานของระบบนี้ และปัจจัยที่ทำให้ระบบนี้กลายเป็นระบบหนึ่งที่ประสบความสำเร็จในช่วงทศวรรษ 1990s รวมทั้งศึกษาถึงความเป็นไปได้ ผลกระทบ และความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย
3. ศึกษาถึงสภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศไทย เพื่อตอบปัญหาในเรื่องทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมต่อประเทศ
4. ศึกษาถึงความสามารถของการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ของประเทศไทยในการปรับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ โดยดูผลกระทบจากการเคลื่อนไหวในอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน ที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศ⁷

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้จะศึกษาถึงทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่างๆ โดยเฉพาะระบบ Currency Board เพราะเนื่องจากระบบดังกล่าวนี้ เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่น่าเชื่อถือและมีผลการดำเนินงานที่ดีในช่วงที่ผ่านมา และเป็นทางเลือกที่เป็นไปได้เพราะเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีการทำงานที่น่าเชื่อถือรองจากระบบที่ใช้เงินสกุลเดียว (single currency) ซึ่งมีการจัดการที่ซับซ้อนกว่าและต้องการความร่วมมือระหว่างประเทศในภูมิภาคเดียวกันซึ่งเป็นไปได้ยากในอนาคตอันใกล้ จึงจะใช้ระบบ Currency Board เป็นตัวแทนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบอื่น ๆ ดังนั้นในการวิจัยครั้งนี้จะศึกษาถึงระบบ Currency Board อย่างละเอียดและศึกษาถึงความเป็นไปได้ ผลกระทบและความเหมาะสมในการนำระบบนี้มาใช้ในประเทศไทย และผลกระทบที่ประเทศไทยจะได้รับเมื่อนำระบบนี้มาใช้ และจะศึกษาถึงประสิทธิผลของการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินในการสร้างความสามารถในการแข่งขันของประเทศ และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อระดับราคา สุดท้ายจะมีการสำรวจสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่และสภาวะแวดล้อมของระบบการเงินและระบบเงินตราโลกเพื่อตอบคำถามในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย

⁷ เพราะเป็นปัจจัยที่แสดงถึงความสามารถในการแข่งขันของประเทศที่แท้จริง

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อทราบถึงทางเลือกต่าง ๆ ในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน และข้อดี-ข้อเสียที่ระบบเหล่านี้เผชิญอยู่
2. เพื่อสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับระบบ Currency Board และทราบถึงความพร้อมของประเทศไทยว่าจะสามารถนำระบบนี้มาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่
3. เพื่อทราบถึงสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ ว่าเหมาะสมกับระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบใด

1.5 วิธีการดำเนินงานวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้วิธีการศึกษาเชิงพรรณนา(Descriptive Study) ในการตอบปัญหาในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย และความเป็นไปได้ ผลกระทบ และความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย โดยจะศึกษาจากงานวิจัยงานเขียน หรือบทความในด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่ผ่านมาเป็นเกณฑ์ในการอธิบาย

วิธีการศึกษาจะแบ่งตามปัญหาที่ต้องการคำตอบในงานวิจัยนี้ซึ่งแบ่งออกเป็นสองส่วนคือ

- ก. ความเป็นไปได้ ผลกระทบ และความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย
- ข. ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย

1. การตอบคำถามเรื่องความเป็นไปได้ ผลกระทบและความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย

โดยในคำถามแรกในเรื่องความเป็นไปได้ ผลกระทบ และความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทยนั้น จะมีขั้นตอนในการศึกษาดังต่อไปนี้

1. ศึกษาประวัติความเป็นมาของระบบ Currency Board เพื่อจะทราบถึงสาเหตุ ที่มีการนำระบบ Currency Board มาใช้เป็นครั้งแรก และเหตุผลที่ระบบ Currency Board ได้รับความนิยมน้อย่างแพร่หลายในช่วงทศวรรษ 1950s และการเสื่อมความนิยมของระบบ Currency Board ซึ่งทำให้ประเทศต่าง ๆ หันไปใช้ระบบธนาคารกลาง

2. ลักษณะสำคัญของระบบ Currency Board เพื่อจะได้เข้าใจกลไกการทำงานของระบบ Currency Board ในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน และมีความเข้าใจที่ชัดเจนขึ้นว่าระบบ Currency Board นั้นมีความแตกต่างจากระบบอื่น ๆ อย่างไร
3. ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของระบบ Currency Board เปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่น ๆ ที่ใช้ควบคู่กับระบบธนาคารกลางในประเทศต่าง ๆ ที่เคยใช้ทั้งระบบ Currency Board และระบบธนาคารกลาง เพื่อทราบว่าระบบ Currency Board มีผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจอย่างไร โดยในที่นี้จะมีการศึกษาแยกผลการดำเนินงานออกเป็น 4 ส่วนคือ
 - 3.1 ผลการดำเนินงานของคณะกรรมการเงินตรา เพื่อทราบถึงความสามารถในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนในอดีตที่ผ่านมาของคณะกรรมการเงินตรา(currency board)ในประเทศต่าง ๆ
 - 3.2 ผลการดำเนินงานด้านระบบธนาคารในประเทศ เพื่อทราบถึงผลกระทบต่อระบบการเงินการธนาคารภายในประเทศที่มีการใช้ระบบ Currency Board เพื่อทราบความจริงที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับความมีเสถียรภาพของระบบธนาคารภายใต้ระบบ Currency Board เมื่อเปรียบเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่น ที่ใช้ควบคู่กับระบบธนาคารกลาง
 - 3.3 ผลการดำเนินงานด้านระบบเศรษฐกิจโดยรวม ในด้านนี้จะศึกษาผลด้านเศรษฐกิจมหภาคโดยจะดูความสามารถของระบบ Currency Board ในการรักษาเสถียรภาพด้านราคาและการส่งเสริมความเจริญเติบโตของประเทศ และจะมีการเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่นที่ใช้ควบคู่กับระบบธนาคารกลางด้วย
 - 3.4 ศึกษาผลการดำเนินงานของประเทศที่เพิ่งนำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงทศวรรษ 1990s เนื่องจากมีความน่าสนใจตรงที่ประเทศเหล่านี้ยังไม่มีความพร้อมทางเศรษฐกิจที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพตามความเห็นของนักเศรษฐศาสตร์หลายท่าน ดู Council of Economic Advisers(1999)
4. ศึกษาถึงเงื่อนไขสำคัญบางอย่างที่ประเทศไทยจำเป็นต้องมีเพื่อให้สามารถนำระบบ Currency Board มาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เนื่องจากการจะนำระบบ Currency Board มาใช้ให้เกิดประสิทธิภาพเต็มที่จำเป็นต้องมีเงื่อนไขขั้นต้นบางอย่างที่ประเทศไทยจำเป็นต้องมีก่อนที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้ ซึ่งเงื่อนไขสำคัญดังกล่าวประกอบไปด้วย

- 4.1 ความเพียงพอของทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ เนื่องจากระบบ Currency Board เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินที่เข้มงวด และมีจุดเด่นตรงที่การรับแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินตราสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง ได้ตามอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการประกาศไว้ ตามความต้องการของตลาด ดังนั้นทุนสำรองเงินตราต่างประเทศจึงเป็นหัวใจสำคัญในการดำเนินการภายใต้ระบบ Currency Board
- 4.2 ความเข้มแข็งของระบบการเงินการธนาคารของประเทศ เนื่องจากภายใต้ระบบ Currency Board ส่วนใหญ่จะไม่มีนโยบายในการเป็นแหล่งกักเก็บของธนาคารพาณิชย์ในช่วงที่เกิดปัญหา และเนื่องจากเป็นระบบตรึงค่าเงินที่เข้มงวดทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนตามอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง นอกจากนี้การเป็นหนึ่งในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ที่อาจเกิดการโจมตีค่าเงินของนักเก็งกำไรได้ ระบบการเงินการธนาคารของประเทศจึงต้องมีความเข้มแข็งเพื่อสามารถรับแรงกดดันต่างๆ ที่จะเกิดขึ้นเมื่อมีการนำระบบนี้มาใช้
- 4.3 สถานะการคลังของประเทศ เนื่องจากระบบ Currency Board นโยบายการเงินจะถูกจำกัดบทบาทและมีกลไกการทำงานแบบอัตโนมัติเพื่อทำหน้าที่ในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้รัฐบาลเหลือเพียงเครื่องมือในนโยบายการคลังที่จะใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการกับระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นสถานะการเงินการคลังของประเทศเป็นสิ่งสำคัญ เพราะจะกระทบความสามารถในการใช้นโยบายการคลังตามที่ต้องการ
- 4.4 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างองค์กรและการออกนโยบายที่เหมาะสมรองรับระบบ Currency Board เนื่องจากระบบ Currency Board จะสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้นจำเป็นต้องมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างองค์กร และนโยบายที่จะมารองรับ โดยในที่นี้จะมีการกล่าวถึงวิธีการในการเปลี่ยนธนาคารกลางให้เป็น Currency Board และมีการตั้งกฎหมายและกฎเกณฑ์ในการดำเนินงานภายใต้ระบบนี้ เพื่อให้ระบบ Currency Board สามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ
5. ศึกษาผลกระทบที่ประเทศไทยจะได้รับเมื่อมีการนำระบบ Currency Board มาใช้ โดยจะมีการอธิบายถึงข้อดีข้อเสียที่เกิดขึ้นจากระบบ Currency Board ที่เกิดจากลักษณะเด่นของระบบดังกล่าว กล่าวคือเนื่องจากระบบ Currency Board เป็นระบบตรึงค่าเงินที่เข้มงวดดังนั้นข้อดีของระบบนี้คือการลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งจะช่วยลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศดังนั้นจึงน่าจะส่งเสริมการค้าการลงทุนระหว่างประเทศให้เพิ่มมากขึ้น และสร้างความเชื่อมั่นในนโยบายและการสร้างกฎเกณฑ์ในการควบคุมมูลค่า แก่นนโยบาย

การเงิน และข้อเสียที่สำคัญจากการตรึงค่าเงินแบบเข้มงวดก็คือการขาดความอิสระในการใช้นโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนในการต่อกรกับปัญหาเศรษฐกิจ และมีต้นทุนที่สูงจากการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่อย่างเข้มงวด

6. ตอบคำถามถึงความเหมาะสมจะนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย ในการตอบคำถามถึงความเหมาะสม จะใช้วิธีการประเมินผลความสำคัญของข้อดีข้อเสียที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น โดยในที่นี้จะมีการประเมินความสำคัญในเรื่องความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ผันผวน ความสำคัญในการใช้เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อรักษาระดับราคาในประเทศและความสำคัญในด้านการมีนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอิสระ เมื่อประเมินความสำคัญได้แล้วก็สามารถตอบได้ว่าระบบ Currency Board นั้นเหมาะสมที่จะนำมาใช้ในประเทศไทยหรือไม่

2. การตอบปัญหาในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย

ในคำถามที่สองที่เกี่ยวกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทยนั้นมีขั้นตอนในการศึกษาดังนี้

1. ศึกษาทางเลือกในระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีอยู่ในปัจจุบัน เพื่อทราบถึงทางเลือกในระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีอยู่โดยศึกษาถึงลักษณะ วิธีการดำเนินงาน และข้อดี-ข้อเสีย รวมทั้งผลการดำเนินงานในประเทศที่เคยใช้ และดูถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของระบบอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต และคำแนะนำแนวทางในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งในเรื่องนี้จะแยกออกมาอยู่ในบทที่ 3
2. ศึกษาถึงความสามารถของการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินอย่างอิสระในการเปลี่ยนแปลงระดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ โดยดูพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศไทยว่ามีคุณสมบัติ Purchasing Power Parity (PPP) หรือไม่ เพื่อใช้อ้างอิงในการสนับสนุนระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้
3. ศึกษาถึงสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจโลก และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่และแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในอนาคตซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นในการตอบคำถามในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย โดยในที่นี้จะแยกออกเป็นสองประเด็นคือ
 - 3.1 สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจของโลก โดยจะดูการเปลี่ยนแปลงของระบบเงินตราและระบบการเงินระหว่างประเทศ และแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

3.2 สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจของไทย โดยจะแยกออกเป็นประเด็นสำคัญย่อย ดังนี้

- 3.2.1 การไหลของเงินทุนระหว่างประเทศ
- 3.2.2 ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน
- 3.2.3 การเปิดประเทศไปสู่การค้าระหว่างประเทศ
- 3.2.4 โครงสร้างสินค้าส่งออก
- 3.2.5 การกระจายตัวของการค้าระหว่างประเทศของไทย
- 3.2.6 การขยายตัวของการค้าภายในภูมิภาคหรือกลุ่มความร่วมมือด้านการค้า
- 3.2.7 ภาวะอัตราเงินเฟ้อในประเทศ

เมื่อทราบถึงภาวะเศรษฐกิจทั้งภายในประเทศและต่างประเทศแล้วก็พอที่จะประเมินระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทยได้

1.6 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลงานวิจัย

ในวิทยานิพนธ์เล่มนี้จะประกอบไปด้วย 6 บท โดยบทแรกจะแสดงถึงที่มาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของงานวิจัย ขอบเขตงานวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ และวิธีในการดำเนินงานวิจัย และในบทที่สอง จะกล่าวถึงแนวคิดทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่สอดคล้องกับเนื้อเรื่องของวิทยานิพนธ์ ส่วนในบทที่สามนั้น จะกล่าวถึงทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ แนวโน้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต และข้อเสนอแนะในเรื่องทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมสำหรับประเทศกำลังพัฒนา และในบทที่สี่ จะกล่าวถึงระบบ Currency Board ทั้งในเรื่องประวัติความเป็นมาของระบบนี้ ลักษณะสำคัญ และผลการดำเนินงานของระบบดังกล่าว และมีการอภิปรายในเรื่องความเป็นไปได้ ผลกระทบ และความเหมาะสมในการนำระบบนี้มาใช้ในประเทศไทย ส่วนในบทที่ห้า จะมีการศึกษาถึงความสามารถของนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในการส่งผลต่อตัวแปรในระบบเศรษฐกิจ โดยดูผลจากการศึกษาในเรื่องพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศไทย และจะอภิปรายถึงสภาวะการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลก และสภาวะเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญ ซึ่งจะใช้ในการตอบคำถามในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย และในบทที่หกซึ่งเป็นบทสุดท้ายจะมีการสรุปผลงานวิจัย และข้อเสนอแนะ ตลอดจนข้อจำกัดในการวิจัย และเสนอแนวทางในการศึกษาต่อในอนาคต

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะมีการกล่าวถึงแนวคิดและทฤษฎีที่จะนำมาใช้ในการอธิบายและสนับสนุนงานวิจัยนี้ และได้มีการรวบรวมผลงานวิจัยทางด้านระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่ผ่านมา เพื่อเป็นการปูพื้นฐานความรู้ในงานวิจัยครั้งนี้ ซึ่งจะทำให้เข้าใจถึงระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

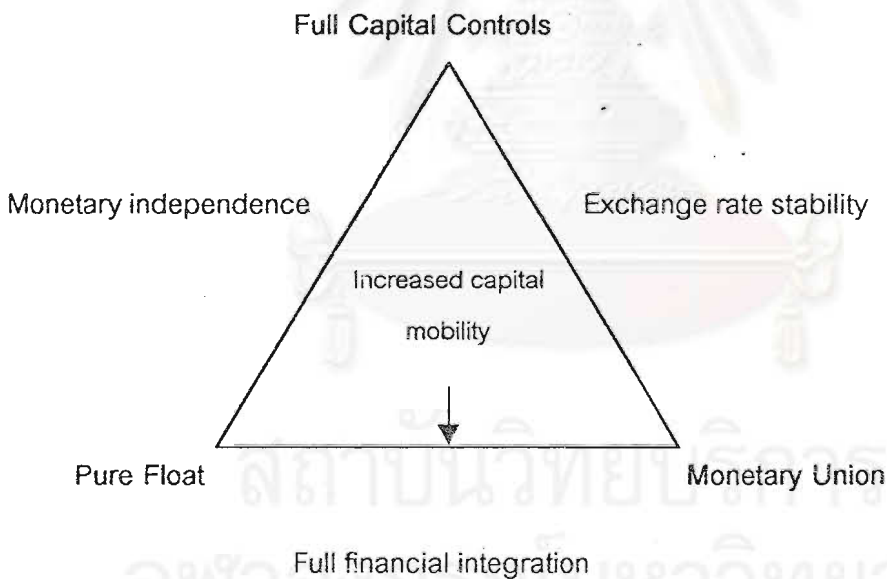
โดยทั่วไปแล้วการตอบปัญหาว่าประเทศใดควรใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวหรือแบบคงที่ มักจะมุ่งสนใจในการตอบปัญหาในเรื่องคุณสมบัติการรักษาเสถียรภาพระยะสั้นของระบบทั้งสอง ซึ่ง Friedman(1953) ชี้ว่าในระยะยาวไม่ว่าจะมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใด ก็ไม่ได้มีผลกระทบอย่างแท้จริงต่อระบบเศรษฐกิจในระยะยาว ด้วยเหตุผลที่ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเพียงส่วนหนึ่งของระบบนโยบายการเงิน และนโยบายการเงินสามารถส่งผลกระทบต่อระยะสั้นเท่านั้น ไม่ได้ส่งผลกระทบอย่างแท้จริงต่อระบบเศรษฐกิจในระยะยาว แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจาก Friedman เชื่อว่าระดับราคาในประเทศขาดความยืดหยุ่น(internal price inflexibility) ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนนั้นสามารถยืดหยุ่นได้ ดังนั้นจึงสามารถใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้เป็นกลไกสำคัญที่ประสบความสำเร็จในการปรับเปลี่ยนระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ(international relative prices)ได้อย่างรวดเร็ว¹

งานเขียนและงานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียงหลายท่านในช่วงที่ผ่านมาเช่น Friedman(1953), Mundell(1960,1961 and 1963), Edward and Savatano(1998), IMF (1998), Frenkel(1999) และ Mussa and others(2000) มีความเห็นตรงกันว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศหนึ่งนั้นมีการเปลี่ยนแปลงไปเรื่อย ๆ ขึ้นอยู่กับสถานการณ์เฉพาะที่ประเทศนั้นเผชิญอยู่ กับระยะเวลาที่สถานการณ์ดังกล่าวดำรงอยู่ โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศ ผลการดำเนินงานด้านอัตราเงินเฟ้อในอดีต ระดับ

¹Buiter(1999) ก็เห็นด้วยว่าในเรื่องทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนนั้น เป็นเรื่องของ การตอบคำถามเรื่องความสามารถในการรักษาเสถียรภาพในระยะสั้นของระบบอัตราแลกเปลี่ยน เพราะเขาเห็นว่าตัวแปรที่แท้จริงนั้นมีความคงที่และไม่ยืดหยุ่น(permanent real rigidity) มีเพียงตัวแปรที่เป็นตัวเงินเท่านั้นที่มีความยืดหยุ่น(transitory nominal rigidity) ดังนั้นเมื่อนโยบายการเงินส่งผลต่อตัวแปรที่เป็นตัวเงินเท่านั้น จึงส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจเฉพาะในระยะสั้น เพราะสุดท้ายแล้วระบบเศรษฐกิจจะเข้าสู่ตัวแปรที่แท้จริง

ความอ่อนแอต่อปัญหาที่ประเทศเผชิญ และลักษณะเนื้อหาของปัญหาเหล่านั้น ความหลากหลายในสินค้าส่งออกและนำเข้า ระดับการเชื่อมโยงกับตลาดเงินทุนระหว่างประเทศ และผลกระทบที่เกิดจากตลาดเงินทุนโลกที่ประเทศได้รับ โดยเมื่อเลือกระบบที่เหมาะสมได้แล้ว ยังจำเป็นต้องมีนโยบายในด้านโครงสร้างเศรษฐกิจ และนโยบาย มหภาคที่น่าเชื่อถือและสอดคล้องกับระบบดังกล่าว และเจ้าหน้าที่ทางการเงินจำเป็นต้องมีความโปร่งใสในเรื่องเป้าหมายนโยบาย และต้องแสดงความตั้งใจอย่างแท้จริงในการบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้

แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากความจริงที่ว่าประเทศต่าง ๆ มักจะพบกับความขัดแย้งในเป้าหมายทางเศรษฐกิจของประเทศ เช่นเป้าหมายในการรักษาเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate stability) เป้าหมายในด้านการมีนโยบายการเงินอย่างอิสระ (monetary independence) และเป้าหมายในด้านการรวมตัวกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ (financial market integration) ซึ่งเป้าหมายทั้งสามอย่างนี้ไม่สามารถบรรลุผลไปพร้อม ๆ กันได้ ซึ่ง Frankel(1999) ได้ชี้หลักของความเป็นไปไม่ได้ในการบรรลุเป้าหมายทั้งสามอย่างพร้อมกัน (the principal of the impossible trinity) ซึ่งสามารถอธิบายตามรูปที่ 2.1



รูปที่ 2.1 แสดง The Impossible Trinity

จากรูปแสดงให้เห็นว่าแต่ละด้านของรูปสามเหลี่ยมเป็นเป้าหมายที่ประเทศต่าง ๆ สนใจ กล่าวคือเป้าหมายในด้านการมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน (monetary independence) เป้าหมายในด้านการรักษาเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate stability) และเป้าหมายในการรวมตัวกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ (full financial integration) ประเทศต่าง ๆ สามารถที่จะเลือกดำเนินการได้ 1 มุมของสามเหลี่ยม โดยมุมแรกแสดงการดำเนินการด้านการ

ควบคุมการไหลของเงินทุน(capital controls) ซึ่งการดำเนินการเช่นนี้จะสามารถบรรลุเป้าหมาย 2 อย่างคือ การรักษาเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยน และมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน แต่จะต้องละทิ้งเป้าหมายในการรวมตัวกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ ส่วนในมุมที่ 2 ที่แสดงการดำเนินการในด้านการตั้งสหภาพทางการเงิน(monetary and financial union) ซึ่งจะช่วยให้ประเทศบรรลุวัตถุประสงค์สองด้านคือ การรักษาเสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยน และการรวมตัวกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ ส่วนมุมสุดท้ายที่แสดงการดำเนินการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว(pure float) ซึ่งจะช่วยให้ประเทศบรรลุเป้าหมายสองอย่างคือ การรวมตัวกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ และมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน

แต่อย่างไรก็ตามโลกปัจจุบันมีแนวโน้มที่จะมีการรวมตัวทางการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น ซึ่งจะผลักดันให้ประเทศต่าง ๆ ทั้งหลายต้องเลือกดำเนินนโยบายในมุมล่างของสามเหลี่ยม คือ การดำเนินอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว หรือการดำเนินอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริงหรือการจัดตั้งสหภาพการเงินขึ้น

แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากในความเป็นจริงนั้นผู้ดำเนินนโยบายการเงินส่วนใหญ่ไม่ได้สนใจที่จะเลือกระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวอย่างเสรี และระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริงมากนัก แต่กลับมุ่งความสนใจที่จะเลือกระบบที่อยู่ระหว่างระบบทั้งสอง ซึ่ง Williamson (1999) ได้เสนอเกณฑ์ในการเลือกเพิ่มขึ้นจากเดิมโดยเพิ่มความสนใจไปในเรื่องของความไม่เหมาะสมในระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่(misalignments) ซึ่งจะทำลายระบบเศรษฐกิจ มหภาค และในเรื่องความไม่มั่นคงของระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่าง ๆ (Vulnerability of different regimes) ที่จะทำให้เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ซึ่ง Williamson เห็นว่าเกณฑ์ที่น่าสนใจทั้งสองอย่างนี้น่าจะเป็นเกณฑ์ที่สำคัญในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยน

นอกจากนี้ในมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนหนึ่งเช่น IMF(1998), Eichengreen and Masson(1998) และ Edward and Savatano(1998)เห็นว่าสภาวะในปัจจุบันในเรื่องการรวมตัวของตลาดเงินระหว่างประเทศ และการไหลเข้าออกของเงินทุนอย่างเสรีมีผลทำให้เกิดความยุ่งยากในการจัดการระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ แม้บางประเทศที่มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่โดยมีนโยบายสนับสนุนที่เหมาะสมยังคงได้รับประโยชน์จากระบบนี้อยู่ แต่ก็มีบางประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในปัจจุบันที่ต้องการจะเปลี่ยนไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น จึงต้องมีการคำนึงถึงการจัดการในเรื่องการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไปสู่ระบบที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้นเมื่อถึงเวลาอันเหมาะสม และเป็นสิ่งที่ควรคำนึงถึงอีกอย่างหนึ่งในการเลือกระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานเขียนในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนสมัยใหม่ อย่างเช่น Frankel(1995), Rodrik (1992) และ Edward(1996) ได้เน้นความสนใจไปในเรื่องการได้อย่างเสียอย่างระหว่างความน่าเชื่อถือในนโยบาย(credibility) และความยืดหยุ่นในนโยบาย(flexibility) ซึ่งการวิเคราะห์ในเชิงทฤษฎีสวนใหญ่ได้มุ่งเน้นในสองข้อกรณีที่ตรงกันข้ามกันคือ(1)กรณีอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างเต็มที่ซึ่งเกือบจะไม่มีเกรงกลัวใด ๆ จากธนาคารกลาง และ(2)กรณีอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีความน่าเชื่อถือ ซึ่งจากลักษณะสำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนทั้งสองแบบจะบอกเราว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นนั้นจะทำให้ประเทศมีนโยบายการเงินที่อิสระ และมีความยืดหยุ่นพอที่จะพลิกแพลงให้สอดคล้องกับปัญหาภายในประเทศและภายนอกประเทศได้ รวมทั้งช่วยให้สามารถเปลี่ยนแปลงอัตราการค้า และอัตราดอกเบี้ยได้ แต่อย่างไรก็ตาม ข้อดีในเรื่องความยืดหยุ่นในนโยบาย จะไปลดความน่าเชื่อถือลง จึงมีแนวโน้มที่จะก่อให้เกิดอัตราเงินเฟ้อที่สูงได้ และในทางตรงกันข้าม อัตราแลกเปลี่ยนคงที่แม้จะไปลดระดับความยืดหยุ่นในนโยบาย แต่จะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือในนโยบายแทน ซึ่งภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ถ้าผู้มีส่วนร่วมในตลาดมีความเชื่อว่าเป้าหมายของนโยบายการเงินอันดับแรกคือการป้องกันระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการประกาศไว้ พวกเขาเหล่านี้ก็จะใช้ความเชื่อมั่นดังกล่าวมาใช้ในการคาดคะเนค่าจ้างและราคาสินค้า ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่อัตราแลกเปลี่ยนคงที่จะมีอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ ซึ่งการวิเคราะห์แบบนี้จำเป็นต้องมีการสมมติว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่จำเป็นต้องมีวินัยอย่างมาก และมีความมุ่งมั่นที่จะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ในระดับที่ทางการประกาศไว้โดยไม่ทำการเปลี่ยนแปลงไม่ว่ากรณีใด ๆ ซึ่งแน่นอนว่าการสมมติฐานแบบนี้มีลักษณะเกินจริง เพราะในความเป็นจริงจากประวัติศาสตร์ที่ผ่านมาจะพบอยู่บ่อย ๆ ว่าอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้นประสบความล้มเหลวในการก่อให้เกิดวินัยแก่ระบบเศรษฐกิจโดยรวม(macroeconomic discipline) และมักลงเอยด้วยวิกฤตการณ์การลดค่าเงินขนาดใหญ่ ตัวอย่างเช่น Cooper(1971), Kamin(1988) และ Edwards(1989) แต่อย่างไรก็ตามผู้ที่นิยมในอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และการสร้างความเชื่อมั่นในนโยบายอ้างเหตุผลว่าอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ยังมีความจำเป็น แต่ยังขาดเงื่อนไขที่เพียงพอในการก่อให้เกิดความมีเสถียรภาพแก่ระบบเศรษฐกิจโดยรวม และจำเป็นต้องมีการเพิ่มข้อจำกัดโดยเฉพาะในระดับกฎหมายแก่ผู้ดำเนินนโยบาย

ส่วนการที่ประเทศหนึ่งประเทศใดจะเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่หรือแบบที่ยืดหยุ่นได้นั้นจำเป็นต้องคำนึงถึงข้อดีข้อเสียที่ประเทศจะได้รับจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวมาใช้เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจ โดย Frankel(1999)ได้สรุปไว้ว่า:

“ข้อดีที่สำคัญของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มีอยู่สองอย่าง...คือ(1)เพื่อลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยน(transaction costs)และความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน(exchange rate risk) ซึ่งจะช่วยให้ส่งเสริมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ และ(2) เพื่อสร้างหลักเกณฑ์ในการควบคุมรักษามูลค่าของเงินตราในประเทศแก่นโยบายการเงิน(nominal anchor for monetary policy) และในทางตรงกันข้ามข้อดีที่สำคัญของระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวคือความสามารถในการใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระ”

โดยในช่วงทศวรรษ 1970s - 1990s มีการวิจารณ์ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวในเรื่องความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนและความไม่แน่นอนต่าง ๆ ที่เกิดจากระบบนี้ และเห็นว่าความเสี่ยงจากเรื่องดังกล่าวนี้จะไปลดการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ ส่วนในทางตรงกันข้าม การรักษ้อัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ระหว่างประเทศเพื่อนบ้านจะลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งจะช่วยส่งเสริมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ ซึ่งในอนาคตอาจจะพัฒนาไปสู่การใช้เงินสกุลเดียวกันระหว่างประเทศในภูมิภาคเดียวกัน ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยน(transaction cost) และช่วยส่งเสริมให้มีการค้าและการลงทุนระหว่างกันมากขึ้น

ในทางตรงกันข้าม ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์ได้ลดความสนใจในเหตุผลดังกล่าวเพราะความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันสามารถป้องกันได้ผ่านตลาดล่วงหน้าหรือเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงอื่น ๆ ซึ่งแม้จะมีต้นทุนในการป้องกันความเสี่ยงดังกล่าวทั้งในรูปช่วงต่างระหว่างราคาซื้อราคาขาย และค่าธรรมเนียมที่คิดจากความเสี่ยงที่เป็นไปได้ แต่อย่างไรก็ตามต้นทุนดังกล่าวก็ดูจะมีจำนวนเล็กน้อย(แต่ต้นทุนนี้อาจจะสูงขึ้นในกลุ่มสกุลเงินที่ไม่ใช่เงินสกุลหลัก มีความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนสูง และมีมูลค่าการซื้อขายในตลาดเงินระหว่างประเทศต่ำ) นอกจากนี้ยังขาดหลักฐานเชิงประจักษ์ที่จะใช้สนับสนุนความคิดที่ว่าความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนจะส่งผลต่อการค้าและการลงทุน

แต่ถึงอย่างไรก็ตาม เหตุผลที่กล่าวมาข้างต้นก็ยังเป็นที่ยอมรับของผู้ดำเนินนโยบายและนักธุรกิจในยุโรป ซึ่งจะเห็นได้ว่าแรงจูงใจในการตั้งสหภาพการเงินยุโรป(European Monetary Union) มาจากความต้องการในการส่งเสริมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศสมาชิกในยุโรป ซึ่งแม้จะยังไม่มีการทดสอบอย่างมีนัยสำคัญในเรื่องการตั้งสหภาพการเงินแบบเต็มรูปแบบที่จะช่วยขจัดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน และต้นทุนในการแลกเปลี่ยน(transaction cost) ว่าจะส่งผลต่อการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศอย่างไร แต่การศึกษาในช่วงปลายทศวรรษ 1990s นี้ เช่น McCallum(1995), Engel and Roger(1994,1997) และ Rose(1999)มีการทดสอบตามภูมิศาสตร์เศรษฐกิจ ซึ่งชี้ว่าเมืองต่าง ๆ ในแคนาดาที่มีความสัมพันธ์เชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดระหว่างกันเองมากกว่ามลรัฐต่าง ๆ ของสหรัฐที่อยู่ใกล้ ๆ แคนาดา ซึ่งการรวมตัวกันระหว่างเมืองต่าง ๆ ใน

แคนาดามีความแน่นแฟ้นมากกว่าการรวมตัวกันระหว่างประเทศ ก็เนื่องมาจากจากการที่เมืองต่าง ๆ มีการใช้เงินสกุลร่วมกัน(common currency)

นอกจากนี้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะมุ่งไปที่ข้อดีของอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่จะช่วยรักษามูลค่าของเงินตราในประเทศแก่นโยบายการเงิน³ ด้วยเหตุผลที่ว่าภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายการเงินมีอิสระในการใช้นโยบายการเงินอย่างเต็มที่ ซึ่งอาจจะก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อขึ้นได้³ ซึ่งถ้าธนาคารกลางต้องการลดภาวะเงินเฟ้อก็สามารถทำได้โดยการหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่น่าเชื่อถือ ซึ่งจะมีผลทำให้คนงาน --และนายจ้างสามารถตั้งระดับค่าจ้างและราคาได้ง่าย และจะมีมุมมองว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดต่ำลงในอนาคต เพราะการตรึงค่าเงินจะช่วยป้องกันไม่ให้นักกลางใช้นโยบายขยายตัวได้ตามใจชอบ ดังนั้นเมื่อคนงานและนายจ้างมีการคาดคะเนว่าเงินเฟ้อจะต่ำก็จะตั้งราคาและค่าจ้างตามเงินเฟ้อที่คาดคะเนไว้ ทำให้ประเทศสามารถรักษาระดับเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำได้ ซึ่งจากเหตุผลเหล่านี้ทำให้หลาย ๆ ประเทศเช่น อิตาลี สเปน โปรตุเกตุ ที่ประสบภาวะเงินเฟ้อที่สูงในช่วงทศวรรษ1970s ต้องการตรึงค่าเงินของตนกับประเทศเยอรมันและประเทศสมาชิกในสหภาพการเงินยุโรป ทั้งนี้โดยหวังว่าจะได้รับความน่าเชื่อถือในการต่อสู้กับภาวะเงินเฟ้อของธนาคารกลางของเยอรมันมาแก้ไขภาวะเงินเฟ้อในประเทศตน ซึ่งการที่จะให้ได้ผลดีตามนี้ ประเทศจะต้องมีการตรึงค่าเงินกับเงินตราของต่างประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อต่ำ และมีวินัยทางการเงินอย่างเข้มงวด แต่อย่างไรก็ตามไม่เพียงเป้าหมายด้านอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเดียวที่ช่วยในการรักษามูลค่าของเงินตราในประเทศ

ซึ่งจากการศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับผลกระทบของระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่อระบบเศรษฐกิจ เช่น Ghosh and others(1995), IMF(1997) และ Housmann and others(1999) พบว่าอัตราเงินเฟ้อภายใต้ระบบการจัดการที่ให้ความยืดหยุ่นในอัตราแลกเปลี่ยนจะสูงกว่าและมีความผันผวนมากกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ตรึงค่าเงินกับเงินตราสกุลหลัก แต่อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้มักเกิดขึ้นเนื่องจากการไร้วินัยทางการคลัง(fiscal indiscipline)มากกว่าที่จะเกิดจากการใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่น นอกจากนี้การศึกษาเหล่านี้ส่วนใหญ่ยังมีปัญหาในเรื่องการแยกแยะระบบอัตราแลกเปลี่ยน และปัญหาในเรื่องข้อมูลและช่วงเวลา นอกจากนี้ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ก็ยังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวได้ไม่นาน ซึ่งEdwards and Savatano(1998) ได้มีการอภิปรายถึงปัญหาเหล่านี้

³และส่วนหนึ่งมาจากการผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งGoldstein(1980), Artus and Yung(1979) และDunn(1983)ที่เสนอแนวคิดที่ว่าระดับราคาจะไม่ปรับตัวลดลง(downward price inflexible)ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว กล่าวคือเมื่อค่าเงินลดลงจะทำให้ระดับราคาสินค้าในประเทศสูงขึ้นเนื่องจากสินค้านำเข้ามีการอุปโภคบริโภคและปัจจัยการผลิตที่นำเข้ามีราคาสูงขึ้น และเมื่อค่าเงินสูงขึ้น ระดับราคาสินค้าในประเทศกลับไม่ลดลงเพราะในทางปฏิบัติผู้นำเข้ามักจะรักษาระดับราคาภายในประเทศให้คงที่เพื่อตนเองจะได้กำไรสูงขึ้น ดังนั้นผลสุทธิ(net)แล้วก็จะก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน

(nominal anchor) เพราะยังมีเป้าหมายในนโยบายการเงินอื่น ๆ ⁴ (ดูภาคผนวก 3) เช่นเป้าหมายด้านปริมาณเงิน เป้าหมายด้านรายได้ที่เป็นตัวเงิน หรือเป้าหมายด้านระดับราคา ก็สามารถช่วยในการรักษามูลค่าของเงินตราในประเทศได้ (nominal anchor) ⁵

ส่วนในด้านข้อดีของระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่สำคัญคือ ประเทศสามารถใช้นโยบายการเงินได้อย่างอิสระ และสามารถใช้ออกมาตรการเพื่อตอบสนองต่อปัญหาทั้งจากภายในและภายนอกประเทศได้⁶ กล่าวคือถ้าระบบเศรษฐกิจเกิดปัญหาขึ้นเช่น อุปสงค์ของสินค้าส่งออกของประเทศลดลง รัฐบาลก็สามารถตอบสนองโดยการลดค่าเงินลงซึ่งจะช่วยแก้ปัญหาดังกล่าวโดยที่ประเทศไม่ต้องเข้าสู่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ไม่สามารถใช้นโยบายการเงินมาแก้ไขปัญหาดุลการชำระเงินได้ โดยเฉพาะภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ที่มีการรวมตลาดเงินอย่างสมบูรณ์เหมือนกับสหภาพการเงินยุโรป (EMU) ก็จะมีผลให้นโยบายการเงินไร้ประสิทธิผล เพราะภายใต้เงื่อนไขอัตราดอกเบี้ยในประเทศผูกติดกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ การขยายปริมาณเงินจึงไม่มีผลใด ๆ ทั้งสิ้น ดังนั้นเมื่อมีปัญหาจากภายนอกประเทศเข้ามา ประเทศจำเป็นต้องรับผลกระทบดังกล่าว ตัวอย่างเช่นเมื่ออุปสงค์ในสินค้าส่งออกลดลง ก็จะทำให้ประเทศเข้าสู่ภาวะถดถอยจนกระทั่งมีการปรับตัวลดลงในระดับราคาและค่าจ้าง ซึ่งถือเป็นระบบอัตโนมัติที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ต้องยึดถือ ในขณะที่การมีอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ประเทศสามารถตอบสนองต่อภาวะถดถอยได้โดยการขยายปริมาณเงินและการลดค่าเงินซึ่งจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์สินค้าในประเทศ ซึ่งจะช่วยให้ระบบเศรษฐกิจให้กลับมาอยู่ ณ ระดับการจ้างงาน หรือ

⁴ดู Mishkin(1999) ซึ่งมีการสรุปผลการดำเนินงานของเป้าหมายนโยบายการเงินแต่ละชนิดในประเทศต่าง ๆ

⁵แม้ตามทฤษฎีแล้ว เป้าหมายในอัตราเงินเฟ้อจะมีความโปร่งใส และน่าเชื่อถือดีกว่าเป้าหมายอื่น ๆ แต่ด้วยเหตุผลที่ว่าอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง (realized inflation) นั้นไม่สามารถควบคุมได้อย่างสมบูรณ์ และอัตราเงินเฟ้อที่ภาคเอกชนคาดไว้ (planned inflation) ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวขึ้นอยู่กับข้อมูลที่เอกชนมีอยู่ ในทางตรงกันข้าม อัตราแลกเปลี่ยนเป็นสิ่งที่สามารถควบคุมได้อย่างสมบูรณ์จึงสามารถแก้ไขปัญหาเรื่องข้อมูลในภาคเอกชนได้ (private information problem) ทำให้เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนมีความโปร่งใสและน่าเชื่อถือดีกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อ จึงดูมีประสิทธิภาพในการจัดการในด้านการรักษาเสถียรภาพในระดับราคาดีกว่า ดู Herrendorf(1999)

⁶Johnson(1970) ชี้ให้เห็นว่าปัญหานักของระบบ Bretton Woods ในช่วงทศวรรษ 1950s และ 1960s เกิดจากการขาดกลไกการปรับตัวที่เพียงพอ ทำให้เกิดความไม่สมดุลภายนอกเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องและยาวนาน ซึ่งถ้าเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ความไม่สมดุลภายนอกเหล่านั้นจะถูกแก้ไขจนหมดไปได้ อีกทั้งรัฐบาลยังสามารถที่จะนำนโยบายการเงินมาใช้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายภายใน

ระดับผลผลิตที่ต้องการ และสามารถแก้ไขความไม่สมดุลภายนอกได้อย่างรวดเร็วว่าการอาศัยกลไกอัตโนมัติของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

ส่วนในเรื่องความไม่มีเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเคยถูกนำมาใช้เป็นหลักฐานที่แสดงถึงข้อเสียที่สำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เพราะความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นอาจจะไม่ได้เกิดขึ้นจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ หรือเกิดขึ้นจากการเก็งกำไรอย่างไม่สมเหตุผล หรือเกิดขึ้นจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ แต่อย่างไรก็ตามการขาดความยืดหยุ่นก็ถือหลักฐานที่แสดงถึงข้อเสียที่สำคัญของอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงิน เพราะระบบนี้อาจก่อให้เกิดแนวโน้มที่ทำให้การกักเงินในรูปแบบเงินตราต่างประเทศไม่มีการป้องกันความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งทำให้ลงเอยด้วยการถูกโจมตีค่าเงินจากนักเก็งกำไร ดังนั้นภาวะค่าเงินที่สูงเกินไป และความผันผวนในค่าเงินก็อาจเกิดขึ้นได้ในทั้งสองระบบที่กล่าวมา

กล่าวโดยสรุปแล้ว ไม่สามารถสรุปผลโดยรวมว่าระหว่างระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ระบบไหนจะดีกว่ากัน เพราะคำตอบส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของประเทศที่จะนำระบบดังกล่าวมาใช้ ถ้าประเทศได้รับผลกระทบจากต่างประเทศอยู่บ่อย ๆ เช่นความผันผวนในอุปสงค์สินค้าและสินทรัพย์ในประเทศ ซึ่งบางครั้งอาจเกิดจากความผันผวนในวัฏจักรธุรกิจระหว่างประเทศเพื่อนบ้าน ซึ่งถ้าเป็นเช่นนี้ก็ดูเหมือนว่าการปล่อยให้ค่าเงินของประเทศมีความยืดหยุ่นเป็นสิ่งจำเป็น เพราะมันจะช่วยป้องกันปัญหาจากต่างประเทศเหล่านี้ได้ แต่ในทางตรงกันข้ามถ้าประเทศได้รับผลกระทบจากปัญหาในประเทศเป็นส่วนใหญ่ ก็ดูเหมือนว่าการตรึงค่าเงินของประเทศกับเงินสกุลหลักจะเหมาะสมกว่า

แต่อย่างไรก็ตามคำแนะนำที่ว่า ประเทศตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่ที่ต้องมีความสัมพันธ์กับตลาดเงินโลกสมัยใหม่ ควรที่จะสนใจระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมากขึ้น ซึ่งเมื่อมองย้อนไปในอดีตที่ประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ยังไม่เชื่อมโยงกับตลาดเงินโลกมากนัก จึงอาจจะไม่ใส่ใจกับผลร้ายที่อาจเกิดขึ้นจากการตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักมากนัก ดังนั้นประเทศเหล่านี้ซึ่งแม้ส่วนใหญ่จะขาดการพัฒนาโครงสร้างทางการเงินที่ดี ขาดความโปร่งใสในสถาบันการเงิน แต่การนำระบบตรึงค่าเงินกับเงินตราสกุลหลักก็สามารถให้ผลดีในเรื่องการสร้างความน่าเชื่อถือในการรักษามูลค่าเงินตรา ได้อย่างง่าย ๆ (a simple and credible anchor) แก่นโยบายการเงิน ดังนั้นใน

แต่อย่างไรก็ตามจากหลักฐานเชิงประจักษ์ในช่วงที่มีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมาใช้ในช่วงทศวรรษ 1970s ที่ให้เห็นว่าความไม่สมดุลในบัญชีเดินสะพัดยังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่องในหลายประเทศ แม้จะมีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมาใช้ก็ตาม ดู Artus and Yung (1979) ดังนั้นการอาศัยการปรับตัวในอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอในบางสถานการณ์จำเป็นต้องมีนโยบายอื่น ๆ มาสนับสนุนด้วยเช่นนโยบายจัดการด้านอุปสงค์ (demand management policies) ที่เหมาะสมมาช่วยในการแก้ไขปัญหาดุลบัญชีเดินสะพัด

ช่วงเวลาดังกล่าวอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจึงยังไม่ได้ได้รับความสนใจ และแม้จะเป็นความจริงที่ว่าประเทศส่วนใหญ่เริ่มมีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ และลอยตัวอย่างอิสระมาใช้มากขึ้น แต่ในทางปฏิบัติจริง ประเทศเหล่านี้ยังคงรูปแบบของอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อยู่ หรือมีฉะนั้นก็มีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงได้ในช่วงแคบ ๆ^๑ โดยในอดีตมีแนวคิดที่ประเทศที่เหมาะสมที่จะใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้นจะต้องมีสภาพทางเศรษฐกิจในลักษณะดังนี้คือ

- ระดับการเกี่ยวข้องกับตลาดการเงินต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ
- มีการทำการค้าในสัดส่วนที่สูงกับประเทศที่ตนเองตรึงค่าเงินไว้
- มีการเผชิญปัญหาที่คล้ายคลึงกันกับประเทศที่ตนเองตรึงค่าเงินไว้
- มีความเต็มใจที่จะลดความอิสระทางการเงินเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือทางการเงินที่ได้รับจากประเทศที่ตนเองตรึงค่าเงินไว้
- ระบบเศรษฐกิจและการเงินของประเทศมีการอาศัยเงินตราของประเทศที่ตนเองตรึงค่าเงินไว้
- เมื่อมีอัตราเงินเฟ้อที่สูงอย่างต่อเนื่อง ทำให้การรักษาเสถียรภาพโดยยึดเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนน่าจะให้ผลที่ดีกว่า
- นโยบายการคลังของประเทศต้องมีความยืดหยุ่น และเข้มแข็งพอที่จะทำหน้าที่แทนนโยบายการเงินที่ต้องถูกจำกัดจากการตรึงค่าเงิน
- ตลาดแรงงานต้องมีความยืดหยุ่น
- ประเทศต้องมีทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก

นอกจากนี้นักเศรษฐศาสตร์หลายท่านเช่น Williamson(1995), Frankel(1999), และ Larrain and Velasco(1999)ยังได้เสนอเกณฑ์เพิ่มเติมในการตัดสินใจที่จะนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไว้คล้าย ๆ กันดังนี้ :

- ประเทศมีความต้องการอย่างแรงกล้าที่จะรักษาเสถียรภาพเงินตรา เนื่องจากอดีตที่ผ่านมาประเทศเหล่านี้ประสบกับปัญหาภาวะเงินเฟ้อที่สูงมาก(hyperinflation) ทำให้ภาคเอกชนและนักลงทุนต่างประเทศขาดความเชื่อมั่นในเจ้าหน้าที่การเงินหรือผู้ดำเนินนโยบาย
- มีความต้องการที่จะรวมตัวทางเศรษฐกิจอย่างใกล้ชิดกับประเทศเพื่อนบ้านหรือคู่ค้าสำคัญ ซึ่งในที่นี้อาจจะเพิ่มความร่วมมือทางการเมืองด้วย

^๑ เช่น ประเทศมาเลเซีย แม้จะประกาศตัวว่าใช้ระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ แต่ก็เคยมีการตรึงค่าเงินอย่างเข้มงวดในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ในประเทศไทย โดยในช่วงครึ่งแรกของปี 1997 มีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนผันผวนได้ในช่วงแคบ ๆ เท่านั้น คือ RM2.47-2.52: \$1

- มีการใช้เงินตราต่างประเทศอย่างกว้างขวางในประเทศ
- จำเป็นต้องมีระดับทุนสำรองที่เพียงพอ
- มีการกำหนดกฎเกณฑ์ขึ้นโดยมีกฎหมายรองรับเพื่อใช้เป็นหลักในทางปฏิบัติในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน(rule of law)
- มีระบบการเงินที่เข้มแข็ง และมีระบบตรวจสอบและควบคุมระบบการเงินที่ดี

อย่างไรก็ตามเนื่องจากมุมมองในเรื่องข้อดีข้อเสียของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้กำหนดเกณฑ์ต่าง ๆ เหล่านี้มุ่งเน้นไปที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวและระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อย่างแท้จริง ซึ่งถือเป็นระบบสุดขั้วของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีอยู่ แต่ในความจริงแล้วผู้ดำเนินนโยบายมักจะเลือกที่จะอยู่ระหว่างระบบสุดขั้วทั้งสองมากกว่า ดังนั้น Williamson (1999) จึงได้เสนอเกณฑ์เพิ่มเติมโดยมุ่งสนใจไปในเรื่องระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสม (misalignment) ซึ่งถือเป็นการแยกความแตกต่างในเรื่องการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนออก (exchange-rate variability) เป็นสองอย่าง ซึ่งประกอบไปด้วยความผันผวนในระยะสั้น (short-run volatility) และระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสมในระยะยาว (long-run misalignment) โดย Williamson (1999) เห็นว่าความผันผวนนั้นเป็นการวัดการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนโดยใช้วิธีการทางสถิติ ซึ่งดูจะไม่สำคัญมากนัก เพราะบางครั้งความผันผวนดังกล่าวอาจทำให้หมดไปผ่านการใช้ประโยชน์จากตลาดล่วงหน้า (forward market) แต่ในเรื่องระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสมนั้นเป็นสิ่งสำคัญเพราะจะสามารถสร้างผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจได้ ส่วนเกณฑ์อีกอย่างหนึ่งที่ Williamson (1999) เสนอก็คือความอ่อนแอของระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่าง ๆ ที่อาจนำไปสู่วิกฤตการณ์เศรษฐกิจ โดยเกณฑ์ดังกล่าวนี้เป็นส่วนสำคัญอย่างหนึ่งที่ต้องคำนึงถึงในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยน และเป็นตัวอธิบายถึงความจริงที่ว่า ทำไมประเทศส่วนใหญ่ในปัจจุบันเริ่มหันไปสนใจที่จะเลือกใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริงที่มีความน่าเชื่อถือ หรือไม่ก็หันไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมากขึ้น เพราะประเทศเหล่านี้เชื่อว่าระบบที่อยู่ระหว่างระบบทั้งสองอาจก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจได้ถ้ามีการไหลเวียนของเงินทุนระหว่างประเทศอย่างเสรีและมีจำนวนมากขึ้น ซึ่งจากเกณฑ์ในการตัดสินใจทั้งสองอย่าง Williamson (1999) ได้มีการพิจารณาสรุปถึงประสิทธิผลของระบบอัตราแลกเปลี่ยนบางระบบตามเกณฑ์ที่เขาตั้งไว้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 แสดงประสิทธิผลระบบอัตราแลกเปลี่ยน

	Currency Board	Crawling Band	Free Float	Managed Float
Avoid Misalignment	3	1	4	2
Avoid Crises	3	4	1	2

หมายเหตุ: ตัวเลขแสดงลำดับความสามารถในการแก้ไขปัญหาในแถวบนจากมาก(1)ไปหาน้อย(4)

อย่างไรก็ตามเนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศใดประเทศหนึ่งนั้น อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาขึ้นอยู่กับสถานการณ์เฉพาะที่ประเทศเหล่านั้นเผชิญอยู่ แต่การเปลี่ยนแปลงจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นกว่า จำเป็นจะต้องมีการจัดการที่มีประสิทธิภาพ (exit strategies) ดังนั้นในบางประเทศที่ประสบความสำเร็จอย่างมากจากการใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงิน เช่น อาร์เจนตินา บราซิล เม็กซิโก อิสราเอล เป็นต้น แต่อัตราเงินเฟ้อในประเทศเหล่านี้ก็ยังคงอยู่ในอัตราที่ทำให้เกิดภาวะค่าเงินที่สูงเกินไป ทำให้สร้างแรงกดดันแก่ภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง ในการรักษาเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอาจทำให้ประเทศเหล่านี้จำเป็นต้องหันมาให้ความสนใจในเรื่องการจัดการในการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน(exit strategies) ซึ่ง Eichengreen and Masson(1998) ได้เสนอแนะหนทางที่เป็นไปได้ในการอำนวยความสะดวกในการออกจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ตามวิธีดังนี้

- การประกาศหลักเกณฑ์หรือเป้าหมายใหม่ ในการรักษามูลค่าเงินตราในประเทศ(nominal anchor)แก่นโยบายการเงิน แทนเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนที่ยกเลิกไป เช่น การประกาศเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น
- ทำการเปลี่ยนแปลงระบบในช่วงที่ตลาดเงินตราต่างประเทศยังมีแรงกดดันในตลาดเงินมากขึ้น
- ประกาศล่วงหน้าในเรื่องขอบเขตที่อนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนผันผวนได้ หรือแนวโน้มของอัตราแลกเปลี่ยนทางการที่จะสูงขึ้น เพื่อแนะแนวทางแก้ตัวแทนเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยสร้างเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนและระบบเศรษฐกิจได้ดีขึ้น

นอกจากนี้ IMF(1998) ชี้ว่าเนื่องจากตลาดเงินระหว่างประเทศมีการรวมตัวกันมากขึ้นทำให้ระบบตรึงค่าเงินมีความยุ่งยากในการจัดการ โดยเฉพาะความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นอันเกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มักจะก่อให้เกิดการกักเงินตราต่างประเทศโดยไม่มีกำบังความเสี่ยง ซึ่งปัจจุบันบางประเทศที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่อาจมีความจำเป็นหรือต้องการที่จะนำการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้นมาใช้แทน โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดได้รับแรงกดดันจากค่าเงินในประเทศที่สูงเกินไป แต่ช่วงเวลาในการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนยังไม่ชัดเจน แต่ที่แน่ ๆ คือการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงวิกฤตการณ์ หรือในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนจะทำให้เกิดความยุ่งยากในการจัดการ ซึ่งในสถานการณ์เช่นนี้จำเป็นที่ประเทศจะต้องดำเนินมาตรการทางด้านนโยบายที่เข้มแข็งและน่าเชื่อถือ ซึ่งประกอบไปด้วยนโยบายด้านมหภาค และการเร่งปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจเพื่อรองรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใหม่ และนอกจากนี้ยังต้องสร้างกรอบนโยบายใหม่ในการควบคุมระดับเงินเฟ้อที่คาดคะเน โดยในด้านนโยบายมหภาคนั้นได้เน้นไปที่นโยบายการคลังซึ่งดูเหมือนจะมีความยืดหยุ่นมากกว่า นอกจากนี้ IMF ยัง

เห็นข้อดีในเรื่องการควบคุมการไหลของเงินทุน(capital controls) เพื่อจำกัดการลดค่าเงินขนาดใหญ่ในช่วงวิกฤตการณ์ค่าเงิน แต่ก็เห็นว่าทางที่ดีที่สุดคือการออกมาตรการในการควบคุมตรวจสอบสถาบันต่าง ๆ ทั้งสถาบันการเงินและสถาบันอื่นๆ โดยการควบคุมของรัฐนี้จะรวมเรื่องตรวจสอบหรือติดตามการกู้ยืมหรือเคลื่อนย้ายหรือแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศของสถาบันการเงินในประเทศ และสาขาของสถาบันการเงินต่างประเทศที่เข้ามาตั้งกิจการในประเทศ



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 3

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบัน

ในบทนี้จะบรรยายถึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ ที่มีอยู่ในปัจจุบันเพื่อทราบถึงลักษณะและความแตกต่างของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ และจะกล่าวไปถึงแนวโน้มในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนของโลก และแนวทางในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศกำลังพัฒนา

3.1 ทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน(Alternative Exchange Rate Regimes)

ในการศึกษาเรื่องข้อดีข้อเสียของอัตราแลกเปลี่ยน เรามักแยกระบบอัตราแลกเปลี่ยนออกเป็นสองขั้ว คือระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริง และระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว แต่ในความเป็นจริงยังมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนอีกหลายระบบที่มีลักษณะผสมผสานระหว่างระบบสุดขั้วทั้งสอง ซึ่ง Frankel(1999) มีการแยกระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนออกเป็น 9 ระบบ โดยเริ่มจากระบบการจัดการที่เข้มงวดมากที่สุดไปสู่การจัดการที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้นดังนี้

1. Currency Union

เป็นระบบที่เงินตราที่ใช้หมุนเวียนในประเทศ เป็นเงินตราสกุลเดียวกันกับประเทศเพื่อนบ้านหรือประเทศคู่ค้า ตัวอย่างกลุ่มประเทศที่ใช้ระบบนี้คือ ประเทศปานามา และหมู่เกาะแคริบเบียนตะวันตก(ใช้ dollar) สหภาพการเงินยุโรป(ใช้ euro) อย่างไรก็ตามแม้สหภาพการเงินจะสามารถยกเลิกได้ถ้าประเทศสมาชิกต้องการ แต่ระบบนี้ก็ถือว่าเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ที่มีความน่าเชื่อถือมากที่สุด ส่วนการใช้เงินตราสกุลหลักแทนเงินสกุลท้องถิ่นของประเทศ(dollarization) ก็เคยได้รับความสนใจในประเทศลาตินอเมริกาเมื่อไม่นานมานี้ โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะสร้างความน่าเชื่อถือแก่นโยบายการเงินในการรักษาอัตราเงินเฟ้อในประเทศ

2. Currency Board

เป็นระบบที่ได้รับความสนใจอย่างมากในช่วงที่ผ่านมาเนื่องจากเป็นระบบที่น่าเชื่อถือ ยกตัวอย่างประเทศที่ใช้ระบบนี้เช่น อาร์เจนตินา ฮองกง และบางประเทศในแถบยุโรปตะวันออก ซึ่งรายละเอียดเกี่ยวกับระบบนี้จะกล่าวถึงในบทต่อไป

3. "Truly fixed" exchange rate

เป็นระบบตรึงค่าเงินแบบเข้มงวดแบบหนึ่ง ตัวอย่างเช่นประเทศสมาชิกของสหภาพการเงินในอัฟริกากลาง และอัฟริกาตะวันตก(West African and Central African currency union)ที่มีการตรึงค่าเงินกับเงินฟรังก์ฝรั่งเศส ในขณะที่หลาย ๆ ประเทศมีการตรึงกับเงินดอลลาร์สหรัฐ

4. Adjustable peg

เป็นระบบตรึงค่าเงินภายใต้ระบบเบรตตันวูดส์ (Bretton Woods regime) ซึ่งประเทศส่วนใหญ่ประกาศว่าจะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ แต่ในความเป็นจริงกลับมีการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนทางการเป็นช่วง ๆ อย่างต่อเนื่อง

5. Crawling peg

ในประเทศที่มีภาวะเงินเฟ้อที่สูงมาก การตรึงค่าเงินในประเทศเหล่านี้จึงมีการประกาศลดค่าเงินอยู่บ่อย ๆ เนื่องจากเกิดภาวะค่าเงินที่สูงเกินไปอันเกิดจากภาวะอัตราเงินเฟ้อในประเทศที่สูง ตัวอย่างเช่นในประเทศชิลี ซึ่งระบบนี้อาจเป็นทางเลือกหนึ่งของประเทศที่ประสบปัญหาเงินเฟ้อที่สูง โดยมีวิธีการสองอย่างในการหลีกเลี่ยงหรือแก้ไขผลจากปัญหาภาวะเงินเฟ้อที่สูง โดยวิธีการแรก ซึ่งยังคงรักษาเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนไว้ ในการทำหน้าที่ในการรักษาระดับราคาในประเทศ (nominal anchor) โดยจะตั้งอัตรา crawling ขึ้น โดยอาจจะมีการจูงใจที่จะตั้งโดยคำนึงถึงอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน เพื่อช่วยในการขจัดปัญหาเงินเฟ้อ ส่วนอีกวิธีหนึ่งคือ ยอมแพ้ที่จะต่อสู้กับภาวะอัตราเงินเฟ้อที่สูงแล้วหันมายอมรับและพยายามอยู่กับมัน ดังนั้นวิธีนี้จะอนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถปรับเปลี่ยนตามระดับอัตราเงินเฟ้ออยู่เป็นระยะ เพื่อจุดประสงค์ในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงที่แสดงถึงความสามารถในการแข่งขันของประเทศ

6. Basket peg

เป็นระบบที่ตรึงค่าเงินกับตะกร้าเงิน โดยภายในตะกร้าเงินจะมีการถ่วงน้ำหนักเงินตราสกุลหลัก ๆ หลายสกุล ดังนั้นระบบนี้จึงเหมือนกับเป็นระบบที่ตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักหลาย ๆ สกุลแทนที่จะตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักเพียงสกุลเดียว ดังนั้นจึงดูเหมาะสมกับประเทศที่มีรูปแบบการค้ากับหลายพื้นที่ (diversified geographically) เหมือนเช่นหลาย ๆ ประเทศในเอเชีย แม้จะดูว่าระบบนี้จะเป็นไปได้ในทางทฤษฎี แต่ในทางปฏิบัติประเทศส่วนใหญ่ที่มีการตรึงค่าเงินกับตะกร้าเงินจะเก็บระบบการถ่วงน้ำหนักในตะกร้าเงินไว้เป็นความลับ และการปรับเปลี่ยนน้ำหนักของเงินสกุลต่าง ๆ ในตะกร้าเงินมักจะไม่ค่อยถูกต้องหรือสมเหตุสมผลนัก ยกเว้นประเทศที่ตรึงค่าเงินกับ SDR

7. Target Zone or Band

เป็นระบบที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะเข้ามาแทรกแซงในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราในช่วงที่อัตราแลกเปลี่ยนตลาดมีการเปลี่ยนแปลงออกนอกขอบเขตที่ธนาคารกลางประกาศไว้ ยกตัวอย่างเช่น กลไกการทำงานของอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป (ERM) ที่กำหนดช่วงการเปลี่ยนแปลงประมาณ $\pm 2.25\%$ ของอัตราทางการ ซึ่งถ้าระบบนี้มีช่วงในการเปลี่ยนแปลงที่แคบมากก็จะมีลักษณะใกล้เคียงกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เช่น ภายใต้ระบบ Bretton Woods ช่วงกว้าง 1% แต่ถ้าช่วงดัง

กล่าวกว้างพอที่จะมีลักษณะใกล้เคียงกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เช่น ช่วงกว้างประมาณ 15% ของ ERM หลังปี 1993

8. Managed Float

หรือรู้จักกันในนาม "dirty float" เป็นระบบที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถเข้าไปแทรกแซงในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราได้ตลอดเวลา แต่ไม่มีการประกาศอัตราทางการที่จะปกป้องอย่างแน่นอน โดยการแทรกแซงดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์ในขณะนั้น เช่น ถ้ามีอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นเกินกว่าระดับที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินยอมรับได้ก็จะซื้อเงินตราสกุลท้องถิ่นคืน ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนลดลงก็จะขายเงินตราท้องถิ่นออกไป โดยท่าทีของเจ้าหน้าที่การเงินจะดูที่ การตอบสนองของเจ้าหน้าที่การเงินเมื่อเกิดอุปสงค์ในเงินตราสกุลท้องถิ่นเปลี่ยนแปลงไป 1% เจ้าหน้าที่การเงินจะเปลี่ยนแปลงอุปทานเงินสกุลท้องถิ่น K% เพื่อให้ได้อัตราแลกเปลี่ยนที่ต้องการ ดังนั้นถ้าค่า K เข้าใกล้ 1 ถือว่าอัตราแลกเปลี่ยนมีลักษณะคงที่ ในขณะที่ถ้าค่า K เข้าใกล้ 0 อัตราแลกเปลี่ยนมีลักษณะลอยตัว

9. Free Float

ระบบนี้ธนาคารกลางจะไม่เข้าไปแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน แต่จะปล่อยให้อุปสงค์และอุปทานของเอกชนเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนเอง ตัวอย่างประเทศที่ใช้ระบบที่ใกล้เคียงกับระบบนี้คือประเทศสหรัฐอเมริกา

อย่างไรก็ตามเพื่อสร้างความเข้าใจที่ดีขึ้น Edward and Savastano (1999) ได้แสดงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ โดยสรุปลักษณะสำคัญของแต่ละระบบ ข้อดี-ข้อเสีย และหลักฐานเชิงประจักษ์ในอดีต ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 3.1 แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากระบบเหล่านี้มีขอบเขตที่ไม่ชัดเจนทำให้เกิดความยุ่งยากในการกำหนดข้อดี-ข้อเสียของแต่ละระบบ

ตารางที่ 3.1 ทางเลือกในระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน

ระบบ	ลักษณะสำคัญ	ข้อดีหลัก	ข้อเสีย	คำวิจารณ์
1.Free Float	<ul style="list-style-type: none"> -อัตราแลกเปลี่ยนจะถูกกำหนดจากแรงผลักดันของตลาดอย่างอิสระ -การเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์/อุปทานของสินค้าและสินทรัพย์จะสะท้อนให้เห็นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน 	<ul style="list-style-type: none"> -ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถปรับตัวต่อปัญหาทั้งจากภายในและนอกประเทศ -ไม่จำเป็นต้องมีทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก 	<ul style="list-style-type: none"> -ความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนทั้งในรูปตัวเงินและในรูปอัตราที่แท้จริงอาจจะไปปิดเป็นการจัดสรรทรัพยากรได้ -จำเป็นต้องมีกรอบหลักเกณฑ์ในนโยบายการเงินที่ชัดเจนเพราะมีฉะนั้นแล้วอาจจะก่อให้เกิดการใช้นโยบายการเงินที่ไม่เหมาะสมและก่อให้เกิดภาวะเงินเฟ้อที่สูงได้ 	<ul style="list-style-type: none"> -ในความเป็นจริงไม่มีประเทศใดที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างแท้จริง ส่วนประเทศที่ใช้ระบบที่ใกล้เคียงกับระบบนี้คือ สหรัฐอเมริกา เยอรมัน สวิตเซอร์แลนด์ และญี่ปุ่น
2."Dirty"Float	<ul style="list-style-type: none"> -ธนาคารกลางจะเข้ามาแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนไม่บ่อยนัก โดยวิธี และความถี่ในการเข้ามาแทรกแซงของธนาคารกลางจะเปลี่ยนแปลงไปตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ -การแทรกแซงทางตรงด้วยการ sterilized และ non-sterilized จะส่งผลกระทบต่อทุนสำรองระหว่างประเทศ ในขณะที่การแทรกแซงทางอ้อมด้วยการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย สภาพคล่องและเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ จะไม่มีผลกระทบต่อทุนสำรอง 	<ul style="list-style-type: none"> -เหมือนกับระบบ Free Float แต่ระบบนี้ต้องการทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมากกว่าเพื่อนำมาใช้ในการแทรกแซงค่าเงิน -ช่วยลดความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้มากจนเกินไป 	<ul style="list-style-type: none"> -ขาดความโปร่งใสในพฤติกรรมของธนาคารกลางซึ่งอาจก่อให้เกิดความไม่แน่นอนมากขึ้น -ผลกระทบของการแทรกแซงจะอยู่ในช่วงสั้น ๆ แต่อาจจะทำให้เกิดภาวะไร้เสถียรภาพได้ 	<ul style="list-style-type: none"> -ประเทศพัฒนาแล้วหลายประเทศเคยใช้ระบบนี้ เช่น แคนาดา ออสเตรเลีย ญี่ปุ่น และเม็กซิโกในช่วงวิกฤตการณ์ปี 1995-96 -ระบบนี้ดูเหมือนระบบ Managed float ที่ให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถผันผวนได้ในขอบเขตที่กว้างและไม่กำหนดให้อย่างชัดเจน

<p>3. Floating within a Band (Target Zone)</p>	<p>-อนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินสามารถผันผวนได้ในขอบเขตที่กำหนด โดยจะประกาศจุดกึ่งกลางของขอบเขตดังกล่าวซึ่งก็คืออัตราคงที่ที่ทางการกำหนด และขอบเขตที่กำหนดให้มีการเปลี่ยนแปลงได้</p> <p>-ระบบนี้บางครั้งอาจมีการจัดการร่วมกันหลายประเทศ หรือกระทำโดยลำพังก็ได้</p>	<p>-ระบบนี้จะรวมข้อดีด้านความยืดหยุ่น (flexibility) และความน่าเชื่อถือ (credibility) บางอย่างเข้าไว้ด้วยกัน</p> <p>-ตัวแปรหลักเช่นอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนด และขอบเขตที่กำหนดจะช่วยเป็นแนวทางในการคาดคะเนตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่นๆ</p> <p>-การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินจะช่วยลดผลกระทบจากปัญหาที่เกิดจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ</p>	<p>-ในบางกรณีโดยเฉพาะขอบเขตที่กำหนดไว้แคบจนเกินไป และเมื่อนโยบายมหภาคภายในประเทศที่ออกมาไม่สอดคล้องกับขอบเขตที่ได้กำหนดไว้ก็จะทำให้ระบบนี้ขาดเสถียรภาพและก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินจากนักเก็งกำไรได้</p> <p>-มีความยุ่งยากในการเลือกความกว้างของขอบเขตที่เหมาะสม</p> <p>-มีความเป็นไปได้ที่อัตราแลกเปลี่ยนทางการและขอบเขตที่กำหนดไว้จะไปลดความความน่าเชื่อถือของระบบ</p>	<p>-ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเกี่ยวกับกลไกด้านอัตราแลกเปลี่ยนของระบบนี้คือ ระบบการเงินยุโรป</p> <p>-วิกฤตการณ์ ERM ในปี 1992-93 ได้แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าระบบนี้อาจก่อให้เกิดแรงกดดันในการเก็งกำไรอย่างหนัก และจะล่มสลายเมื่อค่าเงินอยู่ในระดับที่ไม่เหมาะสมและธนาคารกลางขาดความจริงใจในการเข้ามาปกป้องค่าเงินให้อยู่ในขอบเขตที่กำหนด</p>
<p>4. Sliding Band</p>	<p>-เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะไม่สัญญาที่จะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนทางการ เพราะอัตราทางการนี้จะมีการปรับตัวเป็นระยะ โดยดูจากความสามารถในการแข่งขันของประเทศ</p> <p>-ระบบนี้มีการพัฒนามาจากระบบที่กำหนดขอบเขตของอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อให้ในกรณีที่ประเทศที่มีภาวะเงินเฟ้อสูง</p>	<p>-ระบบนี้จะอนุญาตให้ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อโลกอย่างต่อเนื่องมีอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมโดยไม่ต้องรับผลกระทบจากภาวะอัตราเงินเฟ้อที่สูง ที่จะทำให้เกิดภาวะค่าเงินที่สูงเกินไป</p>	<p>-เนื่องจากไม่สามารถทราบเวลาและขนาดในการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนทางการที่แน่นอน จึงอาจก่อให้เกิดความไม่แน่นอนมากขึ้นซึ่งบ่อยครั้งจะนำไปสู่ความผันผวนอัตราดอกเบี้ยที่สูง</p> <p>-มีปัญหาเหมือนกับระบบที่กำหนดขอบเขตของอัตราแลกเปลี่ยนในเรื่องความยุ่งยากในการเลือกขอบเขต (band) ที่เหมาะสม</p>	<p>-อิสราเอลเคยใช้ระบบที่เหมือนกันนี้ในช่วงต้นปี 1989-เดือนธันวาคม 1991</p> <p>-ความไม่แน่นอน และความผันผวนที่เกิดขึ้นในระบบนี้ทำให้ระบบนี้ดูน่าสนใจน้อยกว่าระบบอื่นที่มีการจัดการใกล้เคียงกัน เช่น ระบบ crawling band</p>

สถาบันวิจัยบริการ
คลังกรรมมหาวิทยาลัย

<p>5. Crawling Band</p>	<p>-เป็นระบบที่มีการกำหนดขอบเขตของอัตราแลกเปลี่ยนที่กว้าง(+/-5-10%หรือมากกว่า)และมีอัตราแลกเปลี่ยนทางการ(central party crawl) เป็นตัวกำหนดตลอดเวลา</p> <p>-แนวทางที่เคยใช้ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนทางการนั้นจะมีสองแนวทางคือ(1) backward-looking crawl ซึ่งจะใช้พื้นฐานการพิจารณาจากความแตกต่างระหว่างเงินเฟ้อในอดีต (past inflation differentials) และ(2) forward- looking crawl ซึ่งใช้อัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ไว้มาเป็นพื้นฐาน</p>	<p>-เป็นระบบที่ในประเทศที่มีเงินเฟ้อสูงสามารถนำระบบที่กำหนดขอบเขตของอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้ได้โดยไม่ต้องปรับอัตราแลกเปลี่ยนทางการมากน้อย</p>	<p>-มีความเสี่ยงอย่างมากในการตั้งอัตราแลกเปลี่ยนทางการ(rate of crawl) ไม่ว่าจะดำเนินการตามวิธีใด เพราะวิธี backward-looking อาจก่อให้เกิดการพิจารณาเงินเฟ้อที่เฉื่อยชา(inertia)ในระบบได้ ส่วนวิธี forward-looking ก็อาจทำให้เกิดการตั้งเป้าหมายเงินเฟ้อผิดพลาดได้ ซึ่งอาจจะทำให้เกิดภาวะค่าเงินที่สูงเกินจริงและก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินจากนักเก็งกำไรได้</p>	<p>-อิสราเอลได้นำระบบนี้มาใช้ในเดือนธันวาคม 1991 ชิลีในช่วง 1986-กลางปี1998 อิตาลีในช่วง1979-1991</p>
<p>6. Crawling peg</p>	<p>-อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินมีการปรับเปลี่ยนเป็นระยะตามกลุ่มดัชนีซึ่งส่วนใหญ่เป็นอัตราเงินเฟ้อ และมีขอบเขตที่อนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถผันผวนได้แคบ(ประมาณ 2%)</p> <p>-ความคลาดเคลื่อนอย่างหนึ่งของระบบซึ่งเกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินที่มีการประกาศอย่างจริงจังว่าดัชนีโดยค่านึงถึงอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อในอนาคต (ongolng Inflation) ความคลาดเคลื่อนดังกล่าวเรียกว่าระบบ "tablita"</p>	<p>-ทำให้ประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อที่สูง สามารถหลีกเลี่ยงภาวะค่าเงินที่สูงเกินไป</p> <p>-"ความคลาดเคลื่อน" tablita" จะช่วยแนะแนวทางในการคาดคะเนของประชาชน และสร้างความน่าเชื่อถือมากขึ้น</p>	<p>-วิธี pure backward-looking crawling ซึ่งจะปล่อยให้อัตราที่เป็นตัวเงินมีการปรับตัวตามความแตกต่างในอัตราเงินเฟ้อในอดีต(inflation differential)ซึ่งอาจกลายเป็นสาเหตุให้นโยบายการเงินไม่สามารถทำหน้าที่ในการรักษาเงินเฟ้อ (nominal anchor)ได้อย่างมีประสิทธิภาพ</p> <p>-การเปลี่ยนแปลงในดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงนั้นทำให้ยากต่อการปรับตัวให้สอดคล้องได้อย่างทันท่วงที</p> <p>-ระบบ"tablita" นั้นจะไม่สามารถคงอยู่ได้ถ้าปราศจากการสนับสนุนจากนโยบายรายได้ และนโยบายการคลัง</p>	<p>ระบบนี้ได้รับความสนใจอย่างมากในช่วงทศวรรษ 1960s และ 1970s ในชิลี โคลัมเบีย และบราซิล</p>

<p>7.Fixed-but-adjustable exchange rate</p>	<p>-ระบบนี้อาจเรียกว่าระบบ Bretton Woods ซึ่งมีอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินคงที่ แต่ธนาคารกลางไม่จำเป็นต้องรักษาอัตราแลกเปลี่ยนทางการไว้ และไม่มีการจำกัดบทบาทของเจ้าหน้าที่การเงินและการคลัง ซึ่งเป็นผู้ตัดสินใจในนโยบาย ทำให้เกิดนโยบายที่ไม่สอดคล้องในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนทางการอยู่เสมอ</p> <p>-การลดค่าเงินยังเป็นเครื่องมือนโยบายที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย</p>	<p>-สร้างวินัยทางเศรษฐกิจมหภาคจากการรักษาระดับราคาสินค้าในประเทศให้สอดคล้องกับระดับราคาสินค้าต่างประเทศ ซึ่งทำให้ช่วยลดความไม่แน่นอนได้</p> <p>-เป็นระบบที่ยังมีความยืดหยุ่นอยู่บ้างเนื่องจากมีการอนุญาตให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถลดค่าเงินได้เมื่อจำเป็น</p>	<p>-ขนาดลดค่าเงินในแต่ละครั้งมีขนาดใหญ่ซึ่งสร้างความยุ่งเหยิงแก่ระบบเศรษฐกิจซึ่งก่อให้เกิดความไม่แน่นอน และภาวะเงินเฟ้อได้</p> <p>-ถ้าได้รับการสนับสนุนด้วยสถาบันที่ถูกต้องเช่น ธนาคารกลางที่มีความอิสระอาจจะช่วยแก้ปัญหาในเรื่องความไม่เชื่อมั่นในนโยบายได้(time inconsistency problem)</p>	<p>-เป็นระบบที่ได้รับความนิยมสูงสุดในศตวรรษนี้ ซึ่งประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ยังคงยึดถือระบบนี้แม้ว่าระบบ Bretton Woods จะล่มสลายไปตั้งแต่ปี 1973</p>
<p>8.Currency Board</p>	<p>-เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่เข้มงวด และมีสถาบันที่มีกฎหมายรองรับเพื่อสร้างข้อจำกัดในนโยบายการเงิน และไม่มีการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนทางการที่ประกาศไว้</p> <p>-เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะพิมพ์เงินตราได้ก็ต่อเมื่อมีเงินตราต่างประเทศหนุนหลัง 100%</p>	<p>-เป็นระบบที่ให้ความน่าเชื่อถือสูง และสามารถลดหรือขจัดปัญหาความไม่น่าเชื่อถือในนโยบายได้(time inconsistency)</p>	<p>-เป็นระบบที่มีความน่าเชื่อถือมาก แต่ขาดความยืดหยุ่น ดังนั้นเมื่อมีปัญหาจากภายนอกประเทศเข้ามาก็ไม่สามารถปรับตัวผ่านการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนได้ แต่จะปรับตัวผ่านการเปลี่ยนแปลงในอัตราค่าจ้างงานและกิจกรรมทางเศรษฐกิจ</p> <p>-ธนาคารกลางไม่สามารถทำหน้าที่ในการให้กู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์ ในช่วงที่มีปัญหาได้(lender of last resort)</p>	<p>-จากอดีตที่ผ่านมา มีประเทศขนาดเล็กจำนวนมากที่ใช้ระบบนี้ แต่อย่างไรก็ตามมีบางประเทศที่ไม่ประสบความสำเร็จเมื่อต้องเผชิญกับปัญหาใหญ่จากต่างประเทศ ซึ่งทำให้ประเทศเหล่านี้ยกเลิกการใช้ระบบนี้ไป</p> <p>-ในปัจจุบัน ฮองกง และเลโซโทเนีย มีการใช้ระบบนี้ ส่วนอาร์เจนตินา และบังกลาเด็ชมีการใช้ระบบที่คล้ายกับระบบนี้</p>

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

9.Full Dallarization	-เป็นระบบที่อยู่ในรูปแบบสุดขีดของระบบ Currency Board ที่ซึ่งประเทศยอมเสียสิทธิอธิปไตยทางการเงินอย่างสิ้นเชิงโดยกาทำเงินตราสกุลหลักของต่างประเทศเข้ามาใช้แทนเงินตราสกุลท้องถิ่นในประเทศ	-ระบบนี้จะมีความน่าเชื่อถือสูงสุด และในทางทฤษฎีแล้วเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่สามารถใช้นโยบายที่สร้างความแปลกใจแก่ประชาชนได้	-เหมือนกับระบบ Currency Board โดยประเทศจะปรับตัวต่อปัญหาจากภายนอกประเทศผ่านการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง -ประเทศจะขาดรายได้ส่วนหนึ่งที่เกิดจากการพิมพ์ธนบัตรเอง
----------------------	--	---	---

3.2 แนวโน้มการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนของโลก

แม้ว่าในช่วงก่อนทศวรรษ 1970s ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินจะได้รับความนิยมอย่างมากในประเทศสมาชิกกองทุนการเงินระหว่างประเทศ แต่ต่อมาเมื่อระบบ Bretton Woods ล่มสลายไป ประเทศอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ก็เริ่มหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น จากนั้นจำนวนประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ก็เริ่มมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ โดยในปัจจุบันซึ่งมีการพัฒนาระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศอย่างมาก โดยตลาดเงินและตลาดทุนระหว่างประเทศมีการรวมตัวกันมากขึ้น ทำให้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ เริ่มได้รับความสนใจมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษ 1990s ประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศได้มีการปล่อยให้ค่าเงินลอยตัว เพื่อแก้ปัญหาต่าง ๆ ที่เกิดจากระบบตรึงค่าเงินที่อ่อนแอ แต่ในขณะเดียวกันก็มีการพัฒนาระบบเงินเดียว(single currency)ในยุโรป และระบบ Currency Board ซึ่งถือได้ว่าเป็นประสบความสำเร็จอย่างมากในช่วงที่ผ่านมาโดยเฉพาะในประเทศอาร์เจนตินา และฮ่องกง แต่อย่างไรก็ตามตั้งแต่การล่มสลายของระบบเบรตตันวูดส์(Bretton Woods) ทั่วโลกก็เริ่มมีแนวโน้มหันมาใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ ซึ่งมีผลทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถสะท้อนถึงความแตกต่างในนโยบายและโอกาสในการลงทุนได้ชัดเจนยิ่งขึ้น แม้ในช่วงทศวรรษ 1990s อัตราแลกเปลี่ยนระยะสั้นจะมีความผันผวนมากและไม่มีแนวโน้มที่แน่นอน แต่อัตราเงินเพื่อทั่วโลกก็ดูจะลดลงอย่างเห็นได้ชัด ดังนั้นความต้องการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินเพื่อชดเชยความแตกต่างระหว่างอัตราเงินเพื่อระหว่างประเทศ จะลดลงเนื่องจากอัตราเงินเพื่อมีแนวโน้มที่จะเข้าสู่ระดับที่ต่ำ ทำให้มีการมุ่งความสนใจ

ปรากฏการณ์เช่นนี้เริ่มขึ้นในช่วงทศวรรษ 1970s ซึ่งมีการอธิบายเหตุผลว่าเกิดจากการที่ประเทศต่าง ๆ ประสบปัญหาทั้งจากภายใน และภายนอกประเทศไม่เหมือนกัน รวมทั้งปัญหาเหล่านี้ยังสามารถส่งผลกระทบต่อเนื่องจากประเทศหนึ่ง ไปสู่อีกประเทศหนึ่งหรือจากภูมิภาคหนึ่งไปสู่อีกภูมิภาคหนึ่ง รวมทั้งการที่อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลหลัก(dollar, mark, yen) มีความผันผวนมาก และตามมาด้วยการล่มสลายของระบบ Bretton Wood, ปัญหาน้ำมันในช่วงทศวรรษ 1970s และ 1980s, วิกฤตการณ์หนี้ในช่วงทศวรรษ 1980s โดยเฉพาะประเทศในแถบลาตินอเมริกา และปัญหาเงินเพื่อที่สูงอย่างมากอันเนื่องจากการขาดวินัยทางการคลัง แต่คำอธิบายที่ได้รับ การยอมรับโดยทั่วไปคือ ประเด็นที่ว่า การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนมีบทบาทสำคัญในการรักษาและช่วยเสริมสร้างดุลยภาพภายนอกและดุลยภาพภายในแก่ประเทศได้

ไปในเรื่องการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ซึ่งดูจะมีความเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นซึ่งอาจจะเกิดขึ้นจากหลายกรณี เช่น ความไม่มีเสถียรภาพในวัฏจักรเศรษฐกิจ มีการรวมตัวของตลาดการเงินระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น และมีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างแพร่หลายมากขึ้น เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ตามผู้ดำเนินนโยบายการเงิน และภาคเอกชนเองก็สังเกตเห็นผลดีจากการที่อัตราแลกเปลี่ยนสามารถเคลื่อนไหวตามวัฏจักรเศรษฐกิจ² เพราะจะช่วงบรรเทาวัฏจักรเศรษฐกิจด้วยการเปิดช่องให้อัตราแลกเปลี่ยนปัจจุบันสามารถคลาดเคลื่อนจากอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพในระยะยาวที่กำหนดจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ(long-run fundamental equilibrium exchange rate: FEERs) โดยที่ไม่ก่อให้เกิดภาวะระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสม(misalignments) หรือภาวะเงินเฟ้อหรือเงินฝืดในประเทศ ซึ่งประเทศที่มีพรรคชนในด้านบวกในเรื่องการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถเคลื่อนไหวได้มีส่วนใหญ่เป็นประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดใหญ่ แต่อย่างไรก็ตามความขึ้นขอบในการใช้เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก(exchange rate anchor)โดยเฉพาะในประเทศระบบเศรษฐกิจขนาดเล็กอาจจะมีการปฏิรูประบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้อยู่เดิมสู่ระบบที่มีความมั่นคง และน่าเชื่อถือมากขึ้นเช่นการพัฒนาขึ้นเป็นสหภาพการเงิน(currency union) ระบบ Currency Board หรือนำเงินตราสกุลหลักของโลกมาใช้แทนเงินสกุลท้องถิ่น

3.3 แนวทางในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับประเทศกำลังพัฒนา³

ประเทศสมาชิกของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ(IMF)กว่า 150 ประเทศที่ไม่จัดอยู่ในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม และเนื่องจากไม่มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบหนึ่งแบบใดที่เหมาะสมกับกลุ่มประเทศเหล่านี้ได้ทั้งหมด และไม่มีควมจำเป็นที่ว่าการกลุ่มประเทศเหล่านี้จะต้องเลือกระหว่างระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างแท้จริงหรือระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างเสรีเท่านั้น แม้ว่ากลุ่มประเทศเหล่านี้จะถูกกดดันให้เลือกระหว่างสองระบบนี้ซึ่งเป็นผลจากการพัฒนาของตลาดทุนทั่วโลก นอกจากนี้ยังไม่มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ดีที่สุดต่อประเทศใดประเทศหนึ่งตลอดเวลาเพราะระบบที่ดีที่สุดจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์เฉพาะของประเทศเหล่านั้น ดังนั้นจึงมีเหตุผลที่จะพูดว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ดีที่สุดนั้นขึ้นอยู่กับสถานการณ์เฉพาะของแต่ละประเทศ

โดยประเทศตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่ โดยเฉพาะในแถบเอเชียและลาตินอเมริกา รวมทั้งแอฟริกาใต้และบางประเทศในแถบยุโรปตะวันออก อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ดูเหมือนจะเป็นทางเลือกที่ได้รับความนิยมมากขึ้น เพราะประเทศเหล่านี้มีการเกี่ยวโยงกับตลาดเงินโลกมากขึ้น โดยประเทศตลาดเกิด

² โดยเฉพาะประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดเล็ก เพราะวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดเล็ก จะมีความผันผวนมากกว่าวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดใหญ่ ดู Head(1995) และ Zimmermann(1997).

³ ดู Mussa, Masson and others(2000)

ใหม่เหล่านี้ประสบกับภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจหลายครั้งเช่น วิกฤตการณ์ในเม็กซิโก ปี 1995 วิกฤตการณ์ในเอเชีย บราซิลและรัสเซียในปี 1997-98 ซึ่งบทเรียนที่ประเทศเหล่านี้ได้รับเป็นเหมือนบทเรียนที่ประเทศอุตสาหกรรมได้รับในช่วงวิกฤตการณ์ ERM ปี 1992/93 กล่าวคือการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ภายใต้สถานการณ์ที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจำนวนมากจะต้องมีนโยบายที่จำเป็น (policy requirements) ในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน แต่อย่างไรก็ตามในสถานการณ์ดังกล่าวนี้ ยังมีประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศเช่น ชิลี เม็กซิโก เปรู และอัฟริกาใต้ ที่ประสบความสำเร็จในการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ซึ่งระบบดังกล่าวมีประโยชน์ในการต่อกับปัญหาเศรษฐกิจต่าง ๆ รวมทั้งแรงกดดันจากวิกฤตการณ์ในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้นจากหลักฐานที่มีอยู่ดูเหมือนว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะเป็นระบบที่ให้ผลดีที่สุดต่อประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศ

การที่อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวสามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพในประเทศเหล่านี้และสามารถหลีกเลี่ยงปัญหาต่าง ๆ ที่เกิดจากการระบบตรึงค่าเงิน ก็เป็นเพราะว่าภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว จะมีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถเคลื่อนไหวเพื่อตอบสนองต่อแรงกดดันของตลาด ซึ่งจะช่วยให้ตัวแทนเศรษฐกิจ (economic agents) ให้สนใจในเรื่องการจัดการความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นสิ่งที่ต้องเผชิญเมื่อมีการเปิดเสรีตลาดเงินในประเทศมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวนี้ไม่ได้หมายถึงการไม่สนใจในเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนเลย เพราะในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ ต่างก็มีการเปิดเสรีในด้านการค้าและการเงินระหว่างประเทศ ดังนั้นการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนจึงมีผลกระทบอย่างมากต่อระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่เหมาะสม จะต้องมีการคำนึงถึงผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนด้วย แต่ว่าการจัดการที่เข้มงวดในอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะการจำกัดการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในช่วงแคบ ๆ ในช่วงเวลาปกติอาจทำให้ตัวแทนเศรษฐกิจต่าง ๆ (economic agents) ขาดความสนใจในเรื่องการป้องกันความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งความเสี่ยงนี้สามารถเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเหมือนที่เคยเกิดขึ้นในวิกฤตการณ์เอเชีย ดังนั้นสำหรับประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ไม่สามารถหรือไม่ต้องการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เข้มงวดมาก ๆ ในสภาวะที่มีการปล่อยให้เงินทุนระหว่างประเทศมีการเคลื่อนไหวอย่างเสรี ประเทศเหล่านี้ก็จำเป็นที่จะต้องเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่มีลักษณะลอยตัวจริง ๆ

ส่วนประเทศตลาดเกิดใหม่ที่มีความมั่นใจในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตรึงค่าเงิน และมีนโยบายที่จำเป็นและมีสถาบันที่มีประสิทธิภาพในการทำงานรองรับ แม้จะมีความเกี่ยวข้องกับตลาดเงินโลกก็ไม่เป็นปัญหา ถ้าประเทศเหล่านี้มีการวางนโยบายและสถาบันที่จำเป็นในการสนับสนุนระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงิน และดำเนินนโยบายและสถาบันที่สร้างขึ้นมีความน่าเชื่อถือ และมีการปรับตัวในพฤติกรรมเศรษฐกิจและระบบการเงินที่เหมาะสมต่อลักษณะเฉพาะของระบบดังกล่าว ประเทศเหล่านี้ก็เหมาะที่จะนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินอย่างเข้มงวดมาใช้ แต่ในทางตรงกันข้าม ถ้าประเทศที่นำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินมาใช้ทั้งที่เป็นทางการหรือโดยพฤตินัยในช่วงที่สถานการณ์ปกติ โดยที่ระบบที่สร้างขึ้นนี้ขาดพื้นฐานในด้านสถาบันและนโยบายที่เพียงพอ ก็อาจก่อให้เกิดวิกฤตการณ์

ที่มีต้นทุนสูง โดยเฉพาะในสภาวะที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีจะสร้างแรงกดดันอย่างมากในการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยน และก่อให้เกิดความหวาดระแวงสงสัยขึ้นในตลาดในเรื่องความสามารถในการป้องกันอัตราแลกเปลี่ยนที่ประกาศไว้ เพราะในการป้องกันอัตราแลกเปลี่ยนจำเป็นต้องมีนโยบายการเงินที่สามารถตอบสนองอย่างจริงจัง รวมทั้งระบบเศรษฐกิจและระบบการเงินก็ต้องสามารถทนต่อแรงกดดันดังกล่าวได้ ดังนั้นประเทศที่ไม่สามารถเตรียมการได้อย่างเพียงพอในการต้านทานต่อแรงกดดันที่เกิดขึ้นจากการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยนก็ควรที่จะระวิงระวังในการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินนี้ เพราะอาจก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจและการเงินในภายหลัง และแม้แต่ประเทศที่มีพื้นฐานที่แข็งแกร่ง ก็ต้องใช้ความอดทนอย่างมากในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ

ในส่วนประเทศกำลังพัฒนาที่เพิ่งมีการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ (developing and transition economies) ซึ่งปัจจุบันประกอบไปด้วยประเทศกำลังพัฒนาขนาดใหญ่และขนาดกลางหลายประเทศ ซึ่งค่อนข้างมีระบบการเงินในประเทศที่ไม่ซับซ้อนนัก รวมทั้งไม่มีการเชื่อมโยงกับตลาดทุนโลกมากนัก และในบางครั้งก็อาจมีการควบคุมการไหลของเงินทุน หรือการควบคุมการค้าด้วยก็อาจจะยังคงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ต่อไปได้ แต่อย่างไรก็ตามถ้าประเทศเหล่านี้มีอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นเนื่องมาจากการขาดวินัยทางการเงินหรือการคลัง หรือด้วยเหตุผลอื่นใด ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินก็อาจจะไม่สามารถคงอยู่ได้ในระยะยาว แต่ถ้าประเทศเหล่านี้สามารถรักษาวินัยในนโยบายการเงินได้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินก็สามารถดำรงอยู่ต่อไปได้ในระยะยาว และถ้าผู้ดำเนินนโยบายมีพฤติกรรมที่ได้รับการยอมรับและน่าเชื่อถือ ก็จะไม่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ที่ก่อให้เกิดต้นทุนที่สูง แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากประเทศเหล่านี้ยังต้องมีการพัฒนาเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ และเริ่มมีระบบการเงินที่ซับซ้อนมากขึ้น มีการเชื่อมโยงกับตลาดเงินโลกมากขึ้น ดังนั้นประเทศเหล่านี้จำเป็นต้องพิจารณาระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นได้มากขึ้นด้วย

แต่อย่างไรก็ตามประเทศที่ผ่านการเปลี่ยนแปลงระบบเศรษฐกิจที่มีการพัฒนามากขึ้น (more advanced transition economies) ในยุโรปตะวันออก และยุโรปกลาง อาจจะยังต้องการมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินต่อไปในอนาคต เนื่องจากประเทศเหล่านี้มีความต้องการที่จะเข้าเป็นสมาชิกหรือมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับสหภาพยุโรป และสหภาพการเงินและเศรษฐกิจยุโรป ทำให้ประเทศเหล่านี้มีความจำเป็นในการสร้างกรอบนโยบายและสถาบันในการรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินอย่างเข้มงวดในสภาพแวดล้อมที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี

ส่วนประเทศขนาดเล็กซึ่งมีสัดส่วนในผลผลิตโลกไม่มากนัก แต่กลุ่มนี้เป็นกลุ่มใหญ่เมื่อเทียบกับจำนวนสมาชิกทั้งหมดในกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และอาจจะถูกรวมอยู่กับกลุ่มประเทศที่ตรึงค่าเงิน เพราะแม้แต่ประเทศที่มีการพัฒนามากที่สุดในกลุ่มนี้ก็มีความต้องการที่จะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตรึงค่าเงินไว้ และเนื่องจากทั้งข้อจำกัดในการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินและข้อจำกัด

ในทางปฏิบัติในระบบการเงินภายในประเทศเหล่านี้ อาจจะช่วยในเรื่องการป้องกันการโจมตีค่าเงิน ประกอบกันเมื่อมีการรักษาวินัยในนโยบายการเงิน ก็จะช่วยรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวให้คงอยู่ต่อไปได้ โดยเฉพาะถ้าประเทศเหล่านี้มีการเลือกเงินสกุลหลักที่เหมาะสม และสมเหตุสมผล ในการนำมาตรึงค่าเงินของประเทศ

นอกจากนี้กลุ่มประเทศอีกกลุ่มหนึ่งที่มีความสนใจในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบตรึง ค่าเงิน คือกลุ่มประเทศที่ต้องการรักษาเสถียรภาพระบบเศรษฐกิจ จากภาวะเงินเฟ้อที่สูง ซึ่งมีหลายประเทศที่ประสบความสำเร็จจากการที่ใช้เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลักในการรักษาระดับเงินเฟ้อในประเทศ ดังตารางที่ 4.2 อย่างไรก็ตามแม้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินอาจจะมีประโยชน์ในการสร้างเสถียรภาพในระดับราคา แต่ต้องไม่ลืมว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไม่ว่าจะเป็นแบบตรึงค่าเงินหรือแบบที่มีการจำกัดขอบเขตการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน อาจจะไม่สามารถดำรงอยู่ต่อไปได้ในระยะยาว ดังนั้นจึงมีความจำเป็นต้องรู้ว่าสถานการณ์ใดที่เหมาะสมในการยกเลิกหรือออกจากระบบตรึงค่าเงินไปสู่ระบบที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการเกิดวิกฤตการณ์ร้ายแรงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ทำให้มีการหยาบยกประเด็นการจัดการเมื่อต้องการออกจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่⁴

ส่วนทางเลือกในการรวมกลุ่มในภูมิภาคเดียวกันของประเทศตลาดเกิดใหม่ซึ่งมีการเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจกับประเทศเงินสกุลหลักหลายประเทศ และมีการเชื่อมโยงกันเองภายในกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะกลุ่ม ASEAN และกลุ่ม Mercosur ซึ่งกลุ่มประเทศเหล่านี้อาจต้องการความท้าทายในด้านการสร้างการบริหารจัดการระบบอัตราแลกเปลี่ยนของกลุ่มร่วมกัน ซึ่งอาจกระทำในรูปการตรึงค่าเงินร่วมกันกับเงินสกุลหลักสกุลใดสกุลหนึ่ง ซึ่งจะทำให้ได้รับผลดีที่เกิดจากการร่วมมือกันในด้านนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน และช่วยให้อัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินสามารถดำรงอยู่ต่อไปได้ในอนาคต แต่จากวิกฤตการณ์ในช่วงที่ผ่านมา และความยุ่งยากในการตรึงค่าเงินในสภาวะที่ประเทศเปิดเสรีในตลาดเงิน ทำให้ทางเลือกในการนำระบบตรึงค่าเงินร่วมกันแบบนี้ดูไม่มั่นคง เพราะแรงกดดันที่เพิ่มขึ้นจากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลหลักของโลกที่สูงขึ้น และถ้ามีประเทศหนึ่งประเทศใดในกลุ่มไม่สามารถตรึงค่าเงินอยู่ต่อไปได้ก็อาจส่งผลกระทบต่อประเทศอื่น ๆ เพราะจะเกิดความไม่มั่นใจว่าประเทศสมาชิกอื่น ๆ ในกลุ่มจะยังสามารถรักษาระบบตรึงค่าเงินดังกล่าวให้อยู่ต่อไปได้หรือไม่ แต่อย่างไรก็ตามอาจจะแก้ไขปัญหาดังกล่าวด้วยการนำระบบการตรึงค่าเงินร่วมกันกับตระกร้าเงินซึ่งประกอบไปด้วยเงินสกุลหลักหลายสกุล เพราะจะสะท้อนถึงรูปแบบการค้าของกลุ่มได้ดีกว่าการตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักเพียงสกุลเดียว ซึ่งระบบนี้จึงมีความยืดหยุ่นในการจัดการร่วมกัน โดยกลุ่มจะมีการร่วมมือในการกำหนดตระกร้าเงินที่จะใช้ในการตรึงค่าเงิน ดังนั้นระบบนี้จึงดูเหมาะสมมากกว่ากับ

⁴ดูEichengreen, Masson and others(1998)

ประเทศที่มีการเปิดเสรีในตลาดเงิน แต่ถ้าต้องการที่จะมีความร่วมมือในระดับภูมิภาคให้มากขึ้นในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนโดยการก้าวไปสู่สหภาพเงินตราเหมือนในยุโรป ก็จำเป็นที่จะต้องมีการร่วมมือในระดับสูงระหว่างประเทศสมาชิกในกลุ่ม และจำเป็นต้องมีระดับความสอดคล้องด้านการเมืองในระดับหนึ่งด้วย แล้วจึงมีการพัฒนาสถาบันร่วมกัน เพื่อเป็นพื้นฐานสำหรับการดำเนินการต่อไปในระยะยาว



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.2 แสดงผลการดำเนินงานในการใช้เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลักในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา

ประเทศ	เริ่มใช้	ระบบอัตราแลกเปลี่ยน	อัตราเงินเฟ้อในงวด 12 เดือน			ยกเลิก/ยังใช้ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ เงินตรา
			ช่วงเริ่มใช้	เมื่อใช้มาแล้ว 3 ปี	ในปี 1998	
Mexico	Oct-87	Peg, Crawling band, Widening band	143.7	29.9	18.6	ยกเลิกในเดือนธันวาคม 1994
Poland	Jan-90	Peg, Crawling peg, Crawling band	639.6	39.8	8.6	ยังใช้
Uruguay	Dec-90	Crawling band	129.8	52.9	8.6	ยังใช้
Nicaragua	Mar-91	Peg, Crawling peg	20,234.3	3.4	-	ยังใช้
Argentina	Apr-91	Currency Board	267.0	4.3	0.7	ยังใช้
Estonia	Jun-92	Currency Board	1,085.7	29.2	4.4	ยังใช้
Croatia	Oct-93	Asymmetric peg, Managed float	1,869.5	4.0	5.3	ยังใช้
Lithuania	Apr-94	Currency Board	188.8	8.4	2.4	ยังใช้
Brazil	Jul-94	peg, Crawling peg	4,922.6	6.1	0.4	ยกเลิกในเดือนมกราคม 1999
Russia	Jul-95	Crawling band	226.0	5.5	66.8	ยกเลิกในเดือนสิงหาคม 1998
Bulgaria	Jul-97	Currency Board	1,471.9	-	3.2	ยังใช้

ที่มา : Mussa and others(2000)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ระบบ Currency Board

กับความเหมาะสมและผลกระทบในการนำมาประยุกต์ใช้ในประเทศไทย

เนื่องจากผู้วิจัยได้เลือกระบบ Currency Board มาใช้เป็นตัวแทนสำหรับทางเลือกในการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เพราะเล็งเห็นว่าเป็นระบบที่น่าเชื่อถือ และมีผลการดำเนินงานที่ดี ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ภายได้สภาวะที่ตลาดเงินตลาดทุนโลกมีการรวมตัวกันมากขึ้น และดูเหมือนว่าระบบนี้จะเป็นไปได้มากกว่าระบบที่ใช้เงินสกุลหลักเช่น ใช้เงินดอลลาร์สหรัฐ แทนเงินสกุลท้องถิ่น(Dollarization) และการจัดตั้งสหภาพการเงิน ซึ่งเป็นสิ่งที่เป็นไปได้ยากในอนาคตอันใกล้นี้ เพราะมีการจัดการที่ซับซ้อน และต้องอาศัยความร่วมมือของประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเดียวกัน

4.1 ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับระบบ Currency Board

เพื่อสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับระบบ Currency Board ให้ดีขึ้น จึงจำเป็นที่จะต้องรู้ถึงประวัติความเป็นมา และลักษณะสำคัญของระบบนี้

4.1.1 ประวัติความเป็นมาของระบบ Currency Board

ระบบ Currency Board เกิดขึ้นจากแนวคิดของกลุ่ม British Currency School ที่ต้องการลดอันตรายจากระบบ free banking ซึ่งเป็นระบบที่อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์สามารถออกธนบัตรของตนได้อย่างอิสระ และเพื่อช่วยป้องกันอันตรายจากอำนาจผูกขาดของรัฐในการออกธนบัตรอย่างเสรี ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงต้นศตวรรษที่ 19 แนวคิดของกลุ่ม Free Banking School และ กลุ่ม Banking School ซึ่งสนับสนุนให้มีการแข่งขันในการออกธนบัตรของธนาคารพาณิชย์ได้อย่างเสรี โดยหลาย ๆ ประเทศ รวมทั้งประเทศอังกฤษเองก็เคยมีการใช้ระบบ free banking นี้ ซึ่งต่อมาในช่วงปลายศตวรรษที่ 19 ก็เกิดวิกฤตการณ์สถาบันการเงิน และระบบการเงินขึ้นในประเทศเหล่านี้ ทำให้ดูเหมือนว่าระบบ free banking ไม่ประสบผลสำเร็จในทางปฏิบัติ ประกอบกับในช่วงนั้นเริ่มมีแนวคิดที่จะให้รัฐบาลเข้าไปผูกขาดบทบาทในการออกธนบัตรแต่เพียงผู้เดียว เพราะเล็งเห็นผลดีที่จะเกิดขึ้นกับประเทศโดยรวม เพราะรายได้จากการออกธนบัตรจะตกเป็นของรัฐแต่เพียงผู้เดียว ซึ่งต่อมามีการพัฒนาแนวคิดในการสร้างข้อจำกัดในการออกธนบัตรขึ้นเพื่อป้องกันอันตรายในการออกธนบัตรอย่างอิสระของรัฐ จนในที่สุดก็เกิดระบบ Currency Board ขึ้น ซึ่งเป็นระบบที่มีแนวคิดที่แตกต่างจากระบบ free banking ที่ใช้อยู่ในขณะนั้น โดยระบบนี้จะให้อำนาจผูกขาดการออกธนบัตรแก่องค์กรหนึ่งซึ่งมีคณะกรรมการเงินตรา(currency board) เป็นผู้ควบคุม

โดยองค์กรนี้จะต้องมีอิสระจากอิทธิพลทางการเมือง และต้องทำตามกฎเกณฑ์ที่ชัดเจนที่กำหนดไว้อย่างเข้มงวด จึงไม่สามารถใช้นโยบายการเงินตามใจชอบได้ (discretionary monetary policy)

ระบบ Currency Board ที่จัดตั้งขึ้นอย่างสมบูรณ์ เกิดขึ้นครั้งแรกที่ Mauritius ในปี 1849 โดยมีสาเหตุจากการล้มละลายของธนาคารขนาดใหญ่หนึ่งในสองแห่งที่ออกธนบัตรในประเทศในปี 1847 ส่วนประเทศที่สองที่นำระบบนี้มาใช้คือ New Zealand ในปี 1850 ตามมาด้วยประเทศ Ceylon ซึ่งนำระบบ Currency Board มาใช้ในปี 1884 หลังจากที่ประสบปัญหาเช่นเดียวกับ Mauritius จากนั้นก็มีอีกหลาย ๆ ประเทศ โดยเฉพาะประเทศในอาณานิคมของอังกฤษ ได้นำระบบนี้มาใช้อย่างแพร่หลายแทนระบบ free banking ที่ใช้อยู่เดิม

การนำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงต้นยังมีลักษณะแตกต่างจากระบบ Currency Board แบบเป็นทางการ (orthodox) ซึ่งระบบ Currency Board แบบเป็นทางการแห่งแรก คือ West African Currency Board ซึ่งจัดตั้งขึ้นในปี 1913 เพื่อใช้ในประเทศอาณานิคมของอังกฤษในแอฟริกา โดยในช่วงต้นได้มีการถือโลหะทอง และเงิน เป็นสินทรัพย์ในทุนสำรองเงินตราจึงถือได้ว่าในช่วงนั้นระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบมาตรฐานทองคำ (หรือเงิน) โดยภายใต้ระบบนี้ มีการอนุญาตให้มีการแลกเปลี่ยนธนบัตรเป็นทองคำได้ในอัตราที่รัฐกำหนดได้อย่างไม่จำกัดจำนวน แต่ต่อมาเนื่องจากความขาดแคลนโลหะมีค่าที่จะใช้เป็ทุนสำรอง ทำให้ระบบ Currency Board ยุคต่อมาหันมาถือสินทรัพย์ต่างประเทศเช่นเงินสกุลหลักเป็นทุนสำรองแทน

อย่างไรก็ตามแม้ประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board เกือบทั้งหมดจะเป็นประเทศในอาณานิคมอังกฤษ แต่ก็ยังมีส่วนหนึ่งที่ไม่ใช่เช่น Argentina, Phillipine, North Russia เป็นต้น

ในช่วงต้นทศวรรษ 1950s ถือเป็นยุครุ่งเรืองของระบบ Currency Board เพราะเป็นช่วงที่มีจำนวนประเทศที่ใช้ระบบนี้มากที่สุด (ดูรายชื่อประเทศที่เคยใช้ระบบนี้ในตารางที่ 4.1) โดยประเทศที่ใช้ระบบนี้ส่วนใหญ่แล้วเป็นประเทศอาณานิคมอังกฤษ ซึ่งต่อมาในช่วงปลายทศวรรษ 1950s และ 1960s ประเทศเหล่านี้ได้ประกาศเอกราชและมีการนำระบบธนาคารกลางมาใช้แทนระบบ Currency Board ที่เคยใช้ในช่วงที่ตกเป็นอาณานิคม แต่อย่างไรก็ตามสาเหตุที่แท้จริงที่ทำให้ระบบ Currency Board เสื่อมความนิยมคือความเหนือกว่าในทางทฤษฎีของระบบธนาคารกลาง

ตารางที่ 4.1 ชื่อประเทศ และช่วงปีที่ใช้ระบบ Currency Board

ชื่อประเทศ(ชื่อปัจจุบัน)[ประเทศจักรวรรดิ],ปีที่ประกาศเอกราช	ช่วงเวลาที่ใช้
Abu Dhabi[UK], 1971	1966-1973
Aden and Aden protectorate[UK], 1967	1951-1972
Argentina	1902-1914, 1927- 1929, 1991-present
Bahamas[UK], 1973	1916-1974
Bahrain[UK], 1971	1965-1973
Barbados[UK], 1966	1937-1973
Bermuda[UK]	1919-present
Bosnia and Herzegoviana	1997-present
British Honduras(Belize)[UK], 1981	1894-1981
British Solomon Islands(Solomon Islands)[UK], 1978	1930s-1940s
British Somaliland(past of Somalia)[UK], 1960	1942-1961
Brunei[UK], 1983	1952-1973
Burma[UK], 1948	1947-1952
Bulgaria	1997-present
Cameroon(past of Cameroon and Nigeria)[UK], 1959	1961-1959
Cayman Islands[UK]	1933-1961, 1972- present
Ceylon(Sri Lanka)[UK], 1960	1928-1964
Danzing(Gdansk, Poland)	1923-1924
Dubai[UK], 1971	1966-1973
Eritrea[Italy, Ethiopia], 1993	1942-1945
Estonia	1992-present
Ethiopia	1942-1945
Falkland Islands[UK]	1899-present
Faroe Islands(part of Denmark)	1940-present
Fiji[UK], 1970	1913-1975
Gambia[UK], 1965	1913-1971
Gilbraltar[UK]	1927-present
Gold Coast(Ghana)[UK], 1957	1913-1958

Hong Kong[UK],1995	1935-1941,1945-1974,1983-present
Iraq[UK],1932	1931-1949
Ireland[UK],1921	1928-1943
Italian Somaliland(past of Somalia)[Italy],1960	1941-1959
Jamaica[UK],1962	1933-1961
Kenya[UK],1963	1897-1966
Kuwait[UK],1961	1961-1969
Leeward Island(Anguilla,Antigua,St.Kitts and Nevis[UK]	1935-1983
Liberia	1913-1944
Libya[UK,France],1951	1950-1956
Malaya(past of Malaysia)[UK],1963	1899-1942,1946-1967
Maldiv Island(Maldives)[UK],1965	1849-1967
Malta[UK],1964	1949-1965
Mauritius[UK],1964	1849-1967
New Zealand[UK],1907	1850-1856
Nigeria[UK],1960	1913-1959
North Borneo(past of Russia)	1918-1920
Northern Rhodesia(Zambia)[UK],1964	1940-1956
Nyasaland(Malawi)[UK],1966	1940-1956
Omen	1970-1974
Palestine(Israel)[UK],1948	1927-1948(1927-1951 in Gaza Strip)
Panama	1904-1931
Phillippines[USA],1946	1903-1918,1923-1942,1945-1948
Qatar[UK],1971	1966-1973
St.Helena[UK]	1970s
Sarawak(part of Malaysia)[UK],1963	1927-1942,1946-1967
Seychelles[UK],1976	1849-1966
Sierra leone[UK],1961	1913-1964
Singapore[UK],1967	1899-1942,1946-1973
Southern Rhodesia(Zimbabwe)[UK],1965	1940-1956

Sudan[Egypt,UK],1956	1957-1960
Swaziland[UK],1968	1974-1986
Taganyika(Tanzania)[UK],1961	1920-1966
Togoland(part of Ghana)[UK],1957	1914-1958'
Tonga[UK],1970	1936-1974
Transjordan(Jordan)[UK],1946	1927-1964
Trinidad and Tobago[UK],1962	1935-1964
Uganda[UK],1962	1919-1966
Western Samon[New Zealand],1962	1920-1973
Windward Island(Grenada, St.Vincent and the Grenadines, St.Lucia)[UK],1974-1979	1935-1983
Yemen Arab Republic(part of Yemen)	1964-1971
Zanzibar(Tanzania)[UK],1961	1936-1966

ที่มา : Schuler (1992)

โดยในช่วงปลายทศวรรษ 1940s เริ่มมีนักเศรษฐศาสตร์จำนวนมากโจมตีการทำงานของระบบ Currency Board ซึ่งโดยรวมแล้วจะเน้นการโจมตีที่ระบบ Currency Board ขาดความยืดหยุ่น และมีต้นทุนที่สูงในการดำเนินการ และขาดความอิสระในการใช้นโยบายการเงินในการแก้ปัญหาในประเทศ โดยในที่นี้สามารถแบ่งการวิจารณ์ระบบ Currency Board ออกเป็น 4 ด้าน คือ

1. ต้นทุนในการดำเนินงานที่สูง เนื่องจากระบบ Currency Board มีการจำกัดการถือทุนสำรองเงินตราว่าจะต้องเป็นสินทรัพย์ต่างประเทศทั้งหมด 100%
2. ทำให้เกิดความผันผวนในปริมาณเงิน เพราะคิดว่าระบบ Currency Board จะสร้างแรงกดดันทำให้ปริมาณเงินของประเทศจะต้องปรับเปลี่ยนตามสถานะของดุลบัญชีเดินสะพัด
3. ขาดอิสระในการใช้นโยบายการเงิน เพราะระบบ Currency Board มีการจำกัดการใช้นโยบายการเงิน เพราะไม่สามารถใช้นโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายในประเทศได้อย่างอิสระ (discretionary monetary policy)
4. ไม่สามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมเงินในคราวจำเป็นได้(lacking a lender of last resort) เพราะระบบ Currency Board มีการจำกัดบทบาท ทำให้ธนาคารกลางไม่สามารถให้กู้ยืมเงินแก่สถาบันการเงินที่มีปัญหาได้

แต่อย่างไรก็ตามสิ่งที่วิพากษ์วิจารณ์ในช่วงทศวรรษ 1940s นั้นยังขาดข้อมูลที่จะใช้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์อยู่มาก จึงเป็นบทวิจารณ์เชิงทฤษฎีที่ขาดข้อมูลเชิงประจักษ์มาสนับสนุน แต่มาในปัจจุบันซึ่งมีข้อมูลที่เพียงพอที่จะทดสอบผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board ซึ่ง Schuler (1992) ได้มีการทดสอบข้อมูลในช่วงที่ผ่านมาพบว่าผลการดำเนินงานด้านเศรษฐศาสตร์มหภาคนั้นระบบ Currency Board มีผลการดำเนินงานที่น่าพอใจมากกว่าระบบธนาคารกลาง โดย Schuler พบว่าในช่วงที่ประเทศใช้ระบบ Currency Board อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยจะสูงกว่า ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยจะต่ำกว่าเมื่อเทียบกับช่วงที่ใช้ระบบธนาคารกลาง และพบว่าการขาดดุลในบัญชีเดินสะพัดในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board ก็ไม่ได้เป็นอุปสรรคในการขยายตัวของปริมาณเงินจนทำให้เกิดภาวะเงินฝืด หรือไปขัดขวางความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศแต่อย่างใด ซึ่ง Hong Kong และ Singapore เป็นตัวอย่างที่ดี เพราะประเทศทั้งสองมีการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างมากในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board ซึ่งในปัจจุบัน Hong Kong ก็ยังคงใช้ระบบ Currency Board อยู่ แม้จะไม่ใช้แบบเป็นทางการ (orthodox) ก็ตาม ส่วน Singapore นั้นแม้จะหันไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ แต่ก็ยังมีลักษณะสำคัญบางอย่างที่คล้ายระบบ Currency Board เช่น ปริมาณสำรองซึ่งมีครอบคลุมปริมาณเงินหมุนเวียนในประเทศถึง 100% หรือมากกว่าเล็กน้อย เป็นต้น

ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ระบบ Currency Board มีผลการดำเนินงานที่ยอดเยียม ซึ่งจากอดีตที่ผ่านมา มีเพียง Currency Board เพียงแห่งเดียวที่มีการลดค่าเงิน ซึ่งก็คือ The East Caribbean Currency Authority ในปี 1976 ในขณะที่ Currency Board ทุกแห่งยังสามารถทำหน้าที่แลกเปลี่ยนเงินตราสกุลท้องถิ่นเป็นสินทรัพย์สำรองได้ในอัตราที่ทางการกำหนดได้โดยไม่จำกัดจำนวน (convertibility) ยกเว้นในช่วงสงครามโลกครั้งที่สอง ประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ที่ถูกญี่ปุ่นยึดเอกราช ได้มีการยกเลิกระบบ Currency Board ชั่วคราว และกลับมาใช้ใหม่เมื่อสิ้นสุดสงคราม

ในขณะเดียวกันระบบธนาคารในประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ก็มีเสถียรภาพมาก และไม่ค่อยพบภาวะการล้มละลายของธนาคารโดยเฉพาะธนาคารใหญ่ ๆ แม้ระบบนี้จะไม่มีการปล่อยเงินกู้ยืมแก่สถาบันการเงินในช่วงวิกฤตก็ตาม

ดังนั้นจึงพอสรุปได้ว่าการเสื่อมความนิยมในตัวระบบ Currency Board นั้นมีสาเหตุที่แท้จริงจากการเมืองและบทความทางวิชาการในขณะนั้น เพราะประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ส่วนใหญ่เป็นประเทศอาณานิคม ดังนั้นตัว Currency Board จึงเป็นเสมือนสัญลักษณ์ของอาณานิคม ดังนั้นเมื่อประเทศเหล่านี้ประกาศเอกราชจึงต้องการยกเลิกระบบนี้ออกไปด้วย

ในขณะที่เดียวกันการที่ระบบ Currency Board ถูกวิจารณ์อย่างหนักในช่วงทศวรรษ 1940s นั้นเป็นเพียงคำวิจารณ์เชิงทฤษฎีเท่านั้นยังขาดหลักฐานเชิงประจักษ์มาสนับสนุน แต่ก็ได้รับความสนใจและเชื่อถือว่าง ระบบ Currency Board นั้นเป็นระบบที่ก่อให้เกิดต้นทุนที่สูง และเป็นระบบที่ขาดความยืดหยุ่น แต่พอมาในปัจจุบันซึ่งมีข้อมูลที่เพียงพอในการพิสูจน์ผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board กลับพบว่าผลที่ได้ยืนยันในทิศทางตรงกันข้ามกับคำวิจารณ์ในอดีตอย่างสิ้นเชิง และพบว่าจุดอ่อนของระบบ Currency Board ที่ถูกโจมตีในช่วงทศวรรษ 1940s นั้น ปัจจุบันกลับได้รับการยอมรับว่าเป็นจุดแข็งที่สำคัญของระบบ Currency Board และเมื่อไม่นานมานี้ระบบ Currency Board กลับมาได้รับความสนใจอีกครั้ง เกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการนำมาใช้เป็นระบบการเงินที่เหมาะสมกับประเทศในยุโรปตะวันออก และประเทศโลกที่สาม(Third World)¹ ทั้งนี้เนื่องจากลักษณะที่ดีของระบบ Currency Board ที่มีความโปร่งใส(transparency) มีโครงสร้างที่ไม่ซับซ้อน และเข้าใจได้ง่าย(simplicity) และการมีกฎเกณฑ์ที่ชัดเจน(rule-bound)

4.1.2 ลักษณะสำคัญของระบบ Currency Board

Currency Board เป็นสถาบันที่ทำการออกธนบัตรและเหรียญษาปณ์ที่ใช้หมุนเวียนในประเทศ และเป็นผู้รับแลกเปลี่ยนเงินตรา(ซึ่งหน้าที่นี้เรียกว่า Convertibility) ระหว่างเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง ในอัตราคงที่ที่ทางการกำหนดไว้ตามความต้องการของตลาด โดยปกติ Currency Board จะไม่ทำหน้าที่ในการรับฝากเงิน แต่จะเป็นผู้เก็บทุนสำรองเงินตราที่เป็นสินทรัพย์ต่างประเทศให้ครอบคลุมเงินตราที่ใช้หมุนเวียนในขณะนั้นไม่น้อยกว่า 100% ซึ่งโดยทั่วไปสินทรัพย์ที่ใช้เป็นทุนสำรองนี้ส่วนใหญ่จะเป็นสินทรัพย์ที่มีคุณภาพดี มีความเสี่ยงต่ำ และให้ผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ย โดยการดำรงทุนสำรองเงินตรานี้จะมีการตรากฎหมายกำกับไว้ บางครั้ง Currency Board อาจมีกำไรในการถือทุนสำรองเงินตรา จากส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยที่เกิดจากสินทรัพย์ทุนสำรอง และรายจ่ายที่เกิดขึ้นจากการรักษาปริมาณเงินตราที่หมุนเวียนในระบบ ซึ่งกำไรนี้อาจโอนให้เป็นรายได้แก่รัฐบาลในเวลาต่อมา นอกจากนี้ Currency Board มีกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดในทางปฏิบัติ จึงไม่สามารถออกนโยบายการเงินตามใจชอบได้(discretion in monetary policy) แต่จะปล่อยให้ตลาด(market force) เป็นตัวกำหนดปริมาณเงินตราที่ใช้หมุนเวียนในระบบแทน

¹ ดู Gressel(1989), Hank and Schuler(1991), Hetzel(1990), Meltzer(1991) และWalter (1991).

โดยทั่วไปเราสามารถแบ่งลักษณะเฉพาะที่สำคัญของระบบ Currency Board ได้เป็นข้อ ๆ ดังนี้

1. ลักษณะในการรับแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินสกุลหลัก (Convertibility)

ระบบ Currency Board เป็นหนึ่งในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ซึ่ง Currency Board จะเป็นผู้รับแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลท้องถิ่นเป็นเงินตราสกุลหลัก หรือแลกเปลี่ยนเงินสกุลหลักเป็นเงินสกุลท้องถิ่น ณ อัตราคงที่ ได้ตามความต้องการโดยไม่จำกัดจำนวนส่วนใหญ่แล้ว Currency Board จะถือทุนสำรองในรูปของเงินสกุลหลักเพียงสกุลเดียว มี Currency Board ไม่กี่แห่งที่ถือสินทรัพย์สำรองในรูปตะกั่วเงิน

บางครั้งถ้า Currency board ประสบภาวะขาดทุนจากการดำเนินงานก็สามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพียงเล็กน้อยจากการรับแลกเปลี่ยนเงินตรา แต่โดยทั่วไปแล้ว Currency Board จะมีกำไร เพราะรายได้จากผลตอบแทนในสินทรัพย์สำรองมักจะสูงกว่ารายจ่ายในการดำเนินงานเสมอ

แม้ Currency Board จะทำหน้าที่แลกเปลี่ยนเงินตราสกุลหลัก กับเงินธนบัตร และเหรียญกษาปณ์ที่ออกโดย Currency Board เท่านั้นไม่รวมเงินฝากธนาคาร (bank deposits) แต่โดยทั่วไปแล้ว ผู้ฝากเงินสามารถแลกเปลี่ยนเงินฝากเป็นเงินสกุลท้องถิ่นหรือเงินสกุลหลักได้ตามต้องการผ่านการบริการของระบบธนาคาร ดังนั้น ธนาคารจึงเป็นอีกผู้หนึ่งที่ถือเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองเงินตรา นอกเหนือจาก Currency Board แต่อย่างไรก็ตาม Currency Board จะไม่รับผิดชอบเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงินฝาก ดังนั้น ธนาคารจึงต้องรักษาระดับทุนสำรองเงินฝากให้อยู่ในระดับที่เพียงพอต่อความต้องการของผู้ฝากเงิน เพราะ Currency Board จะไม่ทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ (lender of last resort)

2. การดำรงทุนสำรองเงินตรา (Reserves)

Currency Board จะถือทุนสำรองทั้งหมดเป็นสินทรัพย์ต่างประเทศ (external asset) และต้องครอบคลุมปริมาณเงินตราที่หมุนเวียนในระบบไม่น้อยกว่า 100% โดยสินทรัพย์ในทุนสำรองส่วนใหญ่จะมีสภาพคล่องสูง เช่น ธนบัตรเงินสกุลหลัก เงินฝากธนาคารในประเทศที่เป็นเจ้าของเงินสกุลหลัก หรือหลักทรัพย์ระยะสั้นอื่น ๆ เป็นต้น แต่บางครั้งอาจมีการอนุญาตให้ถือหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ แต่ให้ผลตอบแทนสูง เช่น

หลักทรัพย์ระยะยาวต่าง ๆ ดังนั้น Currency Board ในอดีตที่ผ่านมาจึงมักมีกำไรสะสมจากการรักษาทุนสำรองเงินตราเสมอ

3. รายได้จากการออกเงินตราของ Currency Board (Seigniorage)

แม้ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์จะไม่ให้ดอกเบี้ยเหมือนเงินฝากธนาคารหรือหลักทรัพย์อื่น ๆ แต่มันก็ให้รายได้ (seigniorage) แก่ผู้ถือออกเงินตราเหล่านั้น กล่าวคือ ในปริมาณเงินตราที่ประชาชนถืออยู่ในมือ ผู้ออกธนบัตรจะมีกำไรเท่ากับมูลค่าของธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ ที่พิมพ์ออกใช้หมุนเวียนในระบบ เพราะผู้ออกธนบัตรไม่ได้เสียสินทรัพย์ที่เป็นทุนสำรองเงินตราแต่อย่างใด ดังนั้น Currency Board จึงยังมีกำไรจากการออกธนบัตร และเหรียญกษาปณ์

แต่อย่างไรก็ตามระบบ Currency Board ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อหากำไรสูงสุดจากอำนาจผูกขาดในการออกเงินตรา เพราะ Currency Board คำนึงถึงจุดประสงค์หลักของตนเกี่ยวกับการทำหน้าที่ด้านการรับแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลหลักและเงินสกุลท้องถิ่นอยู่ตลอดเวลา

4. อัตราเงินเฟ้อ และดอกเบี้ยภายใต้ระบบ Currency board

เนื่องจาก Currency Board จำเป็นต้องรักษาอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลหลักและเงินสกุลท้องถิ่นให้คงที่ ณ อัตราที่ทางการกำหนด เมื่อสมมติว่าไม่มีการกีดกันทางการค้ามากนัก การเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าที่ซื้อขายระหว่างประเทศ (tradable goods) ในประเทศก็ควรที่จะเหมือนกับที่เกิดในประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง แต่ดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index) ของทั้งสองประเทศไม่จำเป็นต้องเคลื่อนที่ในลักษณะขนานกัน เพราะดัชนีดังกล่าวมีการรวมสินค้าที่ผลิตขึ้นเพื่อใช้เฉพาะในประเทศด้วย (nontradable goods) ส่วนอัตราดอกเบี้ยก็ควรที่จะอยู่ในอัตราเดียวกันในทั้งสองประเทศ ถ้าไม่มีความเสี่ยงทางการเมือง และข้อจำกัดในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

5. นโยบายการเงินภายใต้ระบบ Currency Board

จากลักษณะสำคัญที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่า ระบบ Currency Board ไม่มีอำนาจในการใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระ เพราะนโยบายการเงินภายใต้ระบบ Currency Board จะเป็นไปแบบอัตโนมัติ โดย Currency Board จะคำนึงถึงเฉพาะหน้าที่ในเรื่องการ

ดำรงทุนสำรองเงินตราให้อยู่ในระดับที่กำหนด การแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลหลักกับเงินสกุลท้องถิ่น ณ อัตราที่ทางการประกาศไว้ ดังนั้นบทบาทของ Currency Board จึงมีการกำหนดไว้อย่างชัดเจน ซึ่งจะเป็นเครื่องป้องกันอิทธิพลทางการเมืองได้ดีกว่าระบบธนาคารกลาง

จากลักษณะข้างต้นทำให้ระบบ Currency Board เป็นรูปแบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งแกร่งที่สุดของระบบตรึงค่าเงินรองจากสหภาพเงินตรา(Currency union) และระบบที่ใช้เงินตราต่างประเทศแทนเงินสกุลท้องถิ่น(Dollarization) โดย Currency Board จะทำการรับแลกเปลี่ยนเงินสกุลท้องถิ่นที่ออกโดย Currency Board เป็นเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองในอัตราคงที่ ซึ่งแสดงว่า Currency Board ต้องถือทุนสำรองต่างประเทศอย่างน้อยต้องเท่ากับปริมาณเงินที่พิมพ์ออกมาและหนี้สินที่ธนาคารกลางมีอยู่ ดังนั้นระบบนี้จึงไม่สามารถขยายสินเชื่อได้ตามใจชอบ ซึ่งภายใต้เงื่อนไขเหล่านี้ เจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่สามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นได้ แต่การตัดสินใจโดยตลาดจะทำให้อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับอัตราดอกเบี้ยในประเทศเงินสกุลหลัก ปัจจุบัน ระบบ Currency Board มีการดำเนินการอยู่ในหลายประเทศ เช่น Djibouti(เริ่มในปี 1949), Brunei Darussalam(เริ่มในปี 1967), Hong Kong SAR(เริ่มในปี 1983), Argentina(เริ่มในปี 1991), Estonia(เริ่มในปี 1992), Lithuania(เริ่มในปี 1994), Bulgaria(เริ่มในปี 1997) และ Bosnia and Herzegovina(เริ่มในปี 1997)

เนื่องจากระบบ Currency Board เป็นระบบตรึงค่าเงินที่มีรูปแบบจริงจังมากที่สุดระบบหนึ่ง ซึ่งเงื่อนไขของระบบนี้จะมีข้อดีข้อเสียเหมือนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในหนังสือเรียนโดยทั่วไปกล่าวคือระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีความน่าเชื่อถือจะช่วยลดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน และลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยน(transaction costs) ซึ่งจะส่งเสริมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ นอกจากนี้ยังช่วยสร้างความน่าเชื่อถือแก่ระบบการเงินในการรักษามูลค่าเงินตราในประเทศอีกด้วย แต่ระบบนี้มีข้อเสียในเรื่องการขาดอิสระในการใช้นโยบายการเงินเพื่อตอบสนองต่อปัญหาทั้งภายในและต่างประเทศ

โดยเงื่อนไขสำคัญในการดำเนินการอย่างประสบความสำเร็จของระบบ Currency Board อยู่ที่ตรงที่ความเหมาะสมและความเต็มใจของประเทศในการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และการมีระบบธนาคารที่เหมาะสม เพราะเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่สามารถขยายสินเชื่อในช่วงที่ธนาคารประสบปัญหาได้ และต้องใช้นโยบายการคลังอย่างรอบคอบ เพราะธนาคารกลางไม่สามารถเป็นผู้ปล่อยกู้แก่รัฐบาลได้

ผลดีจากระบบ Currency Board โดยเฉพาะในเรื่องการสร้าง的信心ที่ถือแก่นโยบายเศรษฐกิจ ซึ่งจากหลักฐานเชิงประจักษ์พบว่าประเทศที่ใช้ระบบนี้ส่วนใหญ่จะมีความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยในประเทศเงินสกุลหลักต่ำ ซึ่งความน่าเชื่อถือนี้อาจมาจากการตรากฎหมายเพื่อรองรับระบบนี้ แต่ก็ก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน โดยจากอดีตที่ผ่านมาประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ส่วนใหญ่เป็นประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิดขนาดเล็ก ที่ต้องการรักษาอัตราเงินเฟ้อในประเทศ แต่ปัจจุบันการประสบความสำเร็จของประเทศอาร์เจนตินา และฮ่องกงแสดงให้เห็นว่าระบบ Currency Board ก็ประสบความสำเร็จในประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดใหญ่ได้เช่นกัน

แต่อย่างไรก็ตามต้นทุนที่เกิดขึ้นจากระบบ Currency Board ที่เกิดจากการที่ธนาคารกลางขาดความสามารถในการรักษาความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ซึ่งอาจจะทำให้ธนาคารในประเทศประสบกับความยุ่งยากในการบริหารการจัดการได้ และการที่ระบบไม่สามารถเป็นแหล่งกู้ยืมรายสุดท้ายแก่ธนาคารพาณิชย์(lender of last resort) ทำให้ประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ในอดีตเคยประสบปัญหาภาวะล้มละลายของธนาคารในประเทศ จึงทำให้ในบางประเทศที่ใช้ระบบนี้มีการอนุญาตให้ Currency Board สามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมแก่ธนาคารในคราวจำเป็นได้โดยมีขอบเขตจำกัด และสุดท้าย การที่ธนาคารกลางไม่สามารถขยายสินเชื่อในประเทศได้ ซึ่งแสดงว่ารายได้ที่เกิดจากการพิมพ์เงินตรา(seigniorage)และขยายสินเชื่อในประเทศภายใต้ระบบ Currency Board จะต่ำกว่าระบบตรึงค่าเงินแบบธรรมดา

ส่วนลักษณะสำคัญที่ทำให้ระบบ Currency Board แตกต่างจากระบบที่ใช้เงินตราต่างประเทศแทนเงินสกุลท้องถิ่น(Dollarization) อยู่ตรงที่ระบบ Currency Board ยังสามารถรักษารายได้จากการพิมพ์เงินตรา(seigniorage) และการขยายสินเชื่ออยู่แม้จะไม่มากนักเมื่อเทียบกับระบบตรึงค่าเงินแบบธรรมดา ในขณะที่ระบบ Dollarization รายได้ดังกล่าวจะตกอยู่กับประเทศเงินสกุลหลักเว้นแต่จะมีการดำเนินการใดเป็นพิเศษ ส่วนความแตกต่างที่สำคัญอีกอย่างคือระบบ Dollarization แสดงการเสียผลประโยชน์ทางการเงินอย่างสมบูรณ์มากกว่าระบบ Currency Board รวมทั้ง ระบบ Dollarizationยังขาดช่องทางในการออกจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไปสู่ระบบที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้น ในขณะที่ระบบ Currency board ยังมีช่องทางดังกล่าวอยู่

4.2 ผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา มีนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านให้ความสนใจในระบบ Currency Board เป็นอย่างมาก ตัวอย่างเช่น Schuler(1992), Judy(1995), Williamson(1995), Kwan and Lui(1996), Balino, Enoch and others(1997), Ghosh, Gulde and Wolf(1998), Gulde, Keller and Kahkonen(1999) และ Batiz and Sy(1997) เป็นต้น และได้เคยทำการทดสอบผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board ในประเทศต่าง ๆ ที่เคยใช้ระบบนี้ ซึ่งสามารถสรุปแยกออกเป็นผลการดำเนินงานของคณะกรรมการเงินตรา(currency board) ผลการดำเนินงานในด้านระบบธนาคาร และผลการดำเนินงานในแง่เศรษฐกิจโดยรวม

4.2.1 ผลการดำเนินงานของคณะกรรมการเงินตรา(Performance of Currency Boards)

Schuler(1992)ใช้ความสามารถในการทำหน้าที่ด้านการรับแลกเปลี่ยนเงินตรา (convertibility) เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของคณะกรรมการเงินตรา เพราะนี่ถือเป็นหน้าที่สำคัญที่สุดที่คณะกรรมการเงินตราต้องทำ ซึ่งผลจากการสำรวจพบว่า Currency Board เกือบทั้งหมดสามารถทำหน้าที่ในด้านแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินตราสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง กับเงินตราสกุลท้องถิ่น ได้อย่างต่อเนื่อง ยกเว้นในช่วงสงครามโลกครั้งที่สอง ที่ทำให้หลายประเทศที่ถูกญี่ปุ่นยึดเอกราชต้องยกเลิกการทำหน้าที่ด้านการรับแลกเปลี่ยนเงินตราชั่วคราว เช่น Hong Kong, Malaysia, Philippines และ British Solomon Islands แต่อย่างไรก็ตามแม้คณะกรรมการเงินตราในประเทศเหล่านี้จะหยุดทำหน้าที่ในการรับแลกเปลี่ยนเงินตรา แต่สินทรัพย์ที่ใช้เป็นทุนสำรองยังคงปลอดภัยเพราะเก็บไว้ในประเทศอังกฤษ(ยกเว้น Philippines ที่เก็บทุนสำรองไว้ที่ New York) ส่วนประชาชนในประเทศเหล่านี้ก็ยังคงมีความเชื่อมั่นในค่าเงินของประเทศจึงมีการเก็บเงินตราสกุลท้องถิ่นไว้ทำให้เงินสกุลท้องถิ่นยังคงทำหน้าที่รักษามูลค่า(stores of value)ได้และไม่ยอมใช้เงินเยนเพราะขาดความเชื่อมั่นในมูลค่าที่แท้จริงของเงิน ดังนั้นเมื่อสิ้นสุดสงครามประเทศเหล่านี้จึงสามารถกลับมาใช้ระบบ Currency Board ได้ดังเดิมอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้คณะกรรมการเงินตรายังสามารถทำหน้าที่ด้านการแลกเปลี่ยนเงินตราได้แม้ในช่วงสงครามกลางเมือง เช่น คณะกรรมการเงินตราในประเทศ North Russia และ Burma เป็นต้น หรือแม้แต่ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ไม่สงบขึ้นภายในประเทศ คณะกรรมการเงินตราก็ยังสามารถทำหน้าที่ในด้านแลกเปลี่ยนเงินตราได้เป็นอย่างดี เช่น เหตุจลาจล Mau-Mau ใน Kenya ช่วง 1952-1956 และสงครามกองโจรคอมมิวนิสต์ ใน Malaysia ช่วง 1948-1962 เป็นต้น

ในส่วนประเทศที่มีการประกาศลดค่าเงินในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board มีเพียงแห่งเดียวคือ The East Carribean Currency Authority ซึ่งประกาศลดค่าเงิน The East Caribbean

dollar ลง 30% ในปี 1976 เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองจากเงิน Sterling เป็น เงิน U.S. dollar แม้สินทรัพย์สำรองของคณะกรรมการเงินตราในขณะนั้นจะมีมากพอที่จะรองรับผลจากการเปลี่ยนแปลงเงินสกุลโดยไม่จำเป็นต้องลดค่าเงิน แต่การตัดสินใจลดค่าเงินเกิดขึ้นจากการผลักดันของรัฐบาลเพื่อผลในการขยายการส่งออกของประเทศ ส่วนกรณีของการลดค่าเงินของคณะกรรมการเงินตราของ British Honduras ในปี 1949 เกิดขึ้นเนื่องจากการลดค่าเงิน Sterling ซึ่งเป็นเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง แม้ British Honduras จะถือเงินสกุลหลักสองสกุลคือ Sterling และ U.S.dollar เป็นทุนสำรองก็ตาม แต่การลดค่าเงิน Sterling นั้นกระทบต่อทุนสำรองเงินตราของประเทศเพราะคณะกรรมการเงินตราไม่มีการประกันความเสี่ยงจากการลดค่าเงินในสินทรัพย์ที่ใช้เป็นทุนสำรอง

ส่วนกรณีการประกาศเพิ่มค่าเงิน(reevaluation) ในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board นั้นเกิดขึ้นได้ยาก แต่ก็เคยเกิดขึ้นในประเทศ Hong Kong, Singapore และ Brunei ซึ่งมีการเพิ่มค่าเงินของตนเมื่อเปรียบเทียบกับเงิน Sterling ในปี 1967 นอกจากนี้ Hong Kong ยังเคยประกาศเพิ่มค่าเงินของตนเมื่อเทียบกับ U.S.dollar ในปี 1973 โดยจุดประสงค์ในการประกาศเพิ่มค่าเงินหรือลดค่าเงินก็เพื่อปรับผลจากภาวะเงินเฟ้อที่ไม่เท่ากันระหว่างเงินเฟ้อภายในประเทศและเงินเฟ้อต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น การเพิ่มค่าเงิน จะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อภาวะเงินเฟ้อในประเทศมีเสถียรภาพมากเมื่อเทียบกับความไม่มีเสถียรภาพทางด้านราคาในประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง และถือได้ว่าเป็นจุดอ่อนอย่างหนึ่งของระบบ Currency Board เพราะในทางปฏิบัติ Currency Board จะไม่มีกระบวนการที่เป็นทางการในการที่จะเลือกเพิ่มค่าเงินหรือลดค่าเงิน หรือการเปลี่ยนแปลงเงินสกุลหลักที่จะใช้เป็นทุนสำรองในขณะนั้นไปใช้เงินสกุลหลักอื่นที่มีเสถียรภาพดีกว่า ซึ่ง Schuler(1992) ได้แนะนำว่าถ้าดัชนีราคาผู้บริโภครายปีในประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองสูงเกิน 25% ติดต่อกัน 2 ปี คณะกรรมการเงินตราที่ควรที่จะมีการประกาศเพิ่มค่าเงินในประเทศหรือ เปลี่ยนแปลงเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองในขณะนั้นไปใช้เงินสกุลอื่นที่มีเสถียรภาพด้านราคาที่ดีกว่า

นอกจากนี้คณะกรรมการเงินตราบางแห่งยังประสบปัญหา "Currency Famines" ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดจากการขาดแคลนเงินเหรียญเมื่อเทียบกับเงินธนบัตร หรือการขาดแคลนเงินเหรียญและธนบัตรเมื่อเทียบกับเงินฝาก ซึ่งปัญหานี้เคยเกิดขึ้นใน West African โดยปัญหา Currency Famines นี้เกิดขึ้นเนื่องจากการมีต้นทุนในการขนส่งเงินเหรียญหรือเงินธนบัตรที่สูงเกินไป ซึ่งอาจจะเนื่องมาจากระยะทางที่ห่างไกลกัน ดังนั้นจึงเกิด coin premium ขึ้น ซึ่งในการแก้ไขในการขาดค่า premium นี้จำเป็นต้องขยายสาขาตัวแทนของ Currency Board หรือใช้สาขาของธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินอื่นเป็นตัวแทนของ Currency Board

กล่าวโดยสรุปแล้ว พบว่าไม่มีคณะกรรมการเงินตราที่ใดที่ประสบความสำเร็จล้มเหลวในการดำเนินการเลย ยกเว้น Currency Board ใน North Russia ซึ่งเกิดขึ้นเพราะคณะกรรมการเงินตราไม่ทำตามกระบวนการของระบบ Currency Board อย่างเคร่งครัดในด้านการถือสิทธิ์สำรองที่กำหนดให้คณะกรรมการเงินตราต้องถือสิทธิ์สำรองในรูปเงินตราต่างประเทศที่ใช้เป็นทุนสำรองเท่านั้นห้ามถือสิทธิ์สำรองในรูปเงินตราในประเทศ แต่คณะกรรมการเงินตราใน North Russia กลับถือพันธบัตรรัฐบาลถึง 25% ของทุนสำรองทั้งหมด จึงไม่สามารถทำหน้าที่ด้านการรับแลกเปลี่ยนเงินตราได้อย่างเต็มที่ ส่วนในประเทศ Argentina นั้นพบว่ากรณีที่คณะกรรมการยกเลิกการทำหน้าที่ในการรับแลกเปลี่ยนเงินตราในปี 1914 และ 1926 เป็นผลมาจากการผลักดันของรัฐบาลไม่ใช่เกิดจากการไร้ความสามารถในการรับแลกเปลี่ยนเงินตราของคณะกรรมการเงินตรา

นอกจากนี้ยังพบว่าคณะกรรมการเงินตราในประเทศต่าง ๆ ยกเว้นใน North Russia และ Argentina ต่างก็มีกำไรในการดำเนินการจากการถือสิทธิ์ทุนสำรองที่ให้ผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ย และได้กำไรทางอ้อมจากการออกสภาพคล่อง(seigniorage) แต่อย่างไรก็ตามมีเพียงคณะกรรมการเงินตราเพียงแห่งเดียวที่ล้มละลายคือ Straits Settlement board ซึ่งเป็นผลมาจากการแข็งกำไรในมูลค่าทองคำและเงินในช่วงปลายปี 1907

4.2.2 ผลการดำเนินงานในด้านภาคธนาคาร(Performance of Banks)

จากการศึกษาของSchuler(1992) และKwan and Lui(1996) พบว่าภาวะการล้มละลายของธนาคารในระบบ Currency Board นั้นเกิดขึ้นได้ยาก เพราะธนาคารส่วนใหญ่ ในประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ในอดีต จะเป็นธนาคารของจักรวรรดิอังกฤษ(imperial banks) ซึ่งไม่พบว่าธนาคารเหล่านี้เคยล้มละลายเลยตั้งแต่ปี 1884 ทั้งนี้เพราะธนาคารของจักรวรรดิ(imperial banks) เหล่านี้มีขนาดใหญ่ และมีเครือข่ายสาขาในหลายประเทศ และยังสามารถเข้าถึงตลาดเงินในลอนดอนได้ง่าย ทำให้อาคารเหล่านี้มีความแข็งแกร่ง และสามารถกระจายความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ

แต่อย่างไรก็ตามพบว่ามีธนาคารที่ไม่ใช่ธนาคารท้องถิ่น(nonlocal banks) 2 แห่งที่ล้มละลายภายใต้ระบบ Currency Board แห่งแรกคือ Exchange Bank of India and Africa Ltd. ซึ่งให้บริการใน India, Kenya และ Uganda โดยประกาศล้มละลายในปี 1949 ส่วนธนาคารแห่งที่สองที่ล้มละลายคือ Abu Dhabi-Chartered Bank of Credit and Commerce International ซึ่งมีสาขาใน Hong Kong และ Singapore

การที่ธนาคารของจักรวรรดิจะล้มละลายเป็นไปได้ยากก็เนื่องมาจาก ธนาคารเหล่านี้จะได้รับเงินทุนสนับสนุนทันทีที่ต้องการจากธนาคารแม่ แต่อย่างไรก็ตามพบว่าธนาคารระหว่างประเทศที่ล้มละลายในระบบ Currency Board รายล่าสุดคือ Standard Chartered Bank สาขา Hong Kong ในปี 1991

แต่อย่างไรก็ตามเมื่อเปรียบเทียบกับธนาคารท้องถิ่น(local banks) แล้วพบว่าธนาคารท้องถิ่นจะล้มละลายได้ง่ายกว่า และมีจำนวนมากกว่าธนาคารของจักรวรรดิ โดยเฉพาะในช่วยที่เกิดความแตกตื่นด้านการเงินและระบบธนาคาร(banking panic) ตัวอย่างเช่นใน Palestine ในช่วงที่มีการแทรกแซงจากต่างชาติซึ่งนำไปสู่ความไม่เชื่อมั่นในระบบธนาคารในปี 1940 หรือใน Nigeria ในช่วง 1950s และ Hong Kong ต่างก็เคยประสบปัญหาภาวะการล้มละลายของธนาคารขนาดเล็ก

แม้ระบบ Currency Board ที่ใช้ส่วนใหญ่ในอดีตมักจะไม่ทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์ในช่วงที่มีปัญหา แต่การล้มละลายของธนาคารกลับพบได้ยาก แม้จะมีบางประเทศที่ทำหน้าที่เหมือนเป็นแหล่งกู้ยืมแก่ธนาคารได้ เช่น East African Currency Board แต่ระบบธนาคารในประเทศเหล่านี้ก็ไม่เคยปรากฏเหตุการณ์ร้ายแรงจนน่าตกใจเลย หรือในประเทศ Hong Kong และ Singapore ที่เปิดโอกาสในการทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์ในช่วงที่มีปัญหาได้ แต่ในทางปฏิบัติแล้วส่วนใหญ่จะทำการช่วยเหลือเฉพาะธนาคารขนาดเล็กที่มีปัญหามากกว่าจะช่วยธนาคารขนาดใหญ่ ทั้งนี้เพราะธนาคารขนาดใหญ่เหล่านี้มีทางเลือกอื่นโดยการกู้ยืมผ่านตลาดเงิน หรือการกู้ยืมระหว่างธนาคาร แม้จะต้องเสียดอกเบี้ยในอัตราที่สูงกว่าก็ตาม

อย่างไรก็ตาม Roubini(1998) ชี้ว่าเนื่องจากระบบ Currency Board มีการจำกัดการใช้เครื่องมือนโยบายสำคัญสองอย่างคือ การควบคุมปริมาณเงิน และการปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนอย่างอิสระ ทำให้มีการวิจารณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยภายใต้ระบบ Currency Board จะมีความผันผวนสูง แต่อย่างไรก็ตามจากหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ Batiz and Sy(2000) พบ แสดงให้เห็นว่าแม้ระบบ Currency Board จะไม่มีการควบคุมอัตราดอกเบี้ย แต่อัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริงดูเหมือนจะสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยของประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองดังตารางที่ 4.2 ซึ่งแสดงว่าประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าและมีความผันผวนน้อยกว่าประเทศที่ใช้ระบบอื่น ๆ

ตารางที่ 4.2 แสดงความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ 1/

หน่วย : percent	ค่าเฉลี่ย(Mean)	ค่าความผันผวน(volatility) 2/
Hong Kong SAR	0.47	1.60
Singapore	-1.61	1.57
Korea	8.30	3.36
Thailand	4.96	5.01
Malaysia	1.37	1.65
Indonesia	20.99	21.26
Estonia	2.49	4.13
Latvia	10.75	14.10
Lithuania	20.76	27.37
Argentina	1.79	2.26
Brazil	28.35	13.00
Mexico	27.76	14.74

ที่มา: IMF, IFS and Staff Calculations

1/ ข้อมูลในช่วงธันวาคม 1993-มิถุนายน 1999 ยกเว้นประเทศ Argentina, Brazil, and Mexico ที่เริ่มตั้งแต่เดือนมกราคม 1995-มิถุนายน 1999

2/ Standard Deviation.

อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะสูงกว่าประเทศเงินสกุลหลัก ทั้งนี้อาจเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในประเทศสูงกว่าประเทศเงินสกุลหลัก หรือเป็นเพราะต้นทุนในการดำเนินการของธนาคารในประเทศสูงกว่าต่างประเทศเพราะธนาคารระหว่างประเทศส่วนใหญ่มีการจ้างผู้บริหารมาจากต่างประเทศซึ่งผู้บริหารเหล่านี้มักจะได้อัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าในประเทศของตน หรือส่วนหนึ่งเป็นเพราะต้นทุนในการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สูงกว่าในต่างประเทศ นอกจากนี้ธนาคารต่างประเทศยังประสบกับข้อจำกัดทางกฎหมายว่าด้วยการถือกรรมสิทธิ์ในสินทรัพย์ที่จะใช้เป็นสินทรัพย์ประกันการกู้ยืมเช่นใน West Africa, Uganda, Kenya และ Malaysia ซึ่งมีกฎหมายในการถือครองที่ดิน ดังนั้นผู้ที่ต้องการกู้ยืมเงินไม่สามารถใช้ที่ดินของตนเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้จึงต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยที่สูง หรือขอู้ได้ยากจึงมักพบว่าการกู้ยืมนอกระบบธนาคารเป็นจำนวนมากในประเทศเหล่านี้แม้ผู้กู้จะถูกเอารัดเอาเปรียบมากกว่าเมื่อเทียบกับการกู้ยืมผ่านระบบธนาคาร

นอกจากนี้ดูเหมือนว่าธนาคารในระบบ Currency Board จะไม่สามารถมีกำไรที่สูงกว่ากำไรปกติได้นานเพราะภายใต้ระบบ Currency Board มักจะไม่มีการกีดกันการเข้ามาของคู่แข่ง และพบว่าธนาคารในระบบ Currency Board อัตราส่วนของสินทรัพย์ในประเทศต่อเงิน

ฝากในประเทศมีไม่ถึง 50% ในช่วงทศวรรษ 1950s โดยเฉพาะธนาคารของจักรวรรดิอังกฤษ ที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ประเทศแม่เป็นสัดส่วนที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับเงินฝากในประเทศ ซึ่งกลายเป็นข้อวิจารณ์ว่าระบบ Currency Board อาจเป็นตัวการที่ทำให้ไม่เกิดการลงทุนในประเทศ ซึ่งเป็นอุปสรรคในการสร้างความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ แต่ในทางกลับกันธนาคารท้องถิ่นที่มีสินทรัพย์ในประเทศมีสัดส่วนใกล้เคียงกับเงินฝากในประเทศกลับประสบปัญหาล้มละลายหลายแห่ง ดังนั้นการถือสินทรัพย์ต่างประเทศของธนาคารจักรวรรดิดูเหมือนจะสอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับ และเป็นการปรับอัตราผลตอบแทนที่หักค่าความเสี่ยงระหว่างภายในประเทศและต่างประเทศให้เท่ากัน และเมื่อภายในประเทศเริ่มมีระบบเศรษฐกิจที่เจริญเติบโตขึ้น โอกาสในการทำกำไรในการปล่อยกู้สูงขึ้น อัตราการถือสินทรัพย์ในประเทศเมื่อเทียบกับเงินฝากในประเทศก็จะสูงขึ้นในที่สุด

อย่างไรก็ตามในเรื่องอัตราส่วนระหว่างการถือสินทรัพย์ในประเทศกับเงินฝากในประเทศที่ต่ำภายใต้ระบบ Currency Board นี้สาเหตุสำคัญมาจากเงื่อนไขทางเศรษฐกิจซึ่งปรากฏการณ์เช่นนี้ก็อาจเกิดขึ้นในระบบธนาคารกลางได้เช่นกัน ถ้าธนาคารกลางมีการอนุญาตให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีเหมือนระบบ Currency Board แต่ถ้าธนาคารกลางมีการจำกัดการเคลื่อนย้ายเงินทุน ธนาคารก็สามารถคงอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์ในประเทศกับเงินฝากในประเทศที่เท่ากันได้ แต่มันจะลดอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของโลก และลดความสามารถในการทำกำไรของธนาคาร

4.2.3 ผลการดำเนินงานในด้านเศรษฐกิจโดยรวม(Performance of the economy)

แม้ในทางทฤษฎีแล้ว ระบบ Currency Board ไม่สามารถใช้นโยบายการเงินตามใจชอบได้(discretionary monetary policy) ในขณะที่ระบบธนาคารกลางมีความสามารถในการจัดการกับภาวะเศรษฐกิจ โดยผ่านการกำหนดฐานเงิน การควบคุมสินเชื่อ และการควบคุมตรวจสอบธนาคารพาณิชย์ได้ ดังนั้นจึงดูเหมือนว่าในทางทฤษฎีแล้วระบบธนาคารกลางดูเหมือนจะประสบความสำเร็จในด้านการส่งเสริมความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และการรักษาอัตราเงินเฟ้อได้ดีกว่าระบบ Currency Board

อย่างไรก็ตาม จากหลักฐานเชิงประจักษ์ที่มีนักเศรษฐศาสตร์หลายท่าน ได้ทำการทดสอบทางสถิติในข้อมูลด้านอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ และอัตราแลกเปลี่ยนปริมาณเงิน และการขาดดุลงบประมาณภายใต้ระบบ Currency Board และระบบธนาคารกลางที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่น ในประเทศต่าง ๆ พบว่ามีความแตกต่างจากการตัดสินใจทางทฤษฎีที่กล่าวมา

กล่าวคือ จากการศึกษาโดยทั่วไปพบว่าอัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board จะต่ำกว่าช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่นที่ใช้ควบคู่กับระบบธนาคารกลาง และอัตราความเจริญเติบโตของของผลผลิตต่อหัวโดยเฉลี่ยในประเทศในช่วงที่ใช้ระบบ Currency Board ยิ่งสูงกว่าช่วงที่ใช้ระบบธนาคารกลางอีกด้วย อีกทั้งยังช่วยสร้างวินัยทางการคลังดังจะเห็นได้ว่าการขาดดุลงบประมาณของภาครัฐภายใต้ระบบ Currency Board จะน้อยกว่าการขาดดุลงบประมาณในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่น ๆ ดังตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 แสดงการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจโดยรวมระหว่างระบบอัตราแลกเปลี่ยนต่าง ๆ¹

ระบบ อัตราแลกเปลี่ยน	อัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ย	อัตราการเจริญเติบโต ของปริมาณเงิน M2 โดยเฉลี่ย	อัตราความเจริญเติบโต ของ GDP ต่อหัว	ดุลงบประมาณ ของรัฐ
Currency Board	5.6	12.1	3.1	-2.7
Other pegged	22.3	25.1	0.9	-4.6
Float	43.1	47.4	1.7	-4.3

ที่มา : Guild, Kelier and Kahkonen(1999)

1/ ข้อมูลในช่วง 1975-1996 จากประเทศสมาชิกทั้งหมดของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ

ส่วนในเรื่องการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนพบว่า ระบบ Currency Board สามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนได้ตามที่ประกาศไว้ แม้จะมีการลดค่าเงิน หรือเพิ่มค่าเงินบ้างในบางช่วงที่เงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองไม่มีเสถียรภาพ หรือในช่วงที่ประเทศประกาศเปลี่ยนแปลงเงินสกุลหลักเดิมไปใช้เงินสกุลหลักอื่น ๆ ที่มีเสถียรภาพมากกว่า แต่จากหลักฐานในอดีตพบว่ากรณีที่ระบบ Currency Board มีความน่าเชื่อถือสูง ประกอบกับความสามารถในการรักษาเสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยนทำให้มีช่วงต่างระหว่างราคาซื้อขายเงินตรา(bid-ask spreads)ต่ำ และทำให้ค่า Forward premia ในประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ต่ำลงไปด้วยเมื่อเปรียบเทียบกับระบบอื่น ๆ²

ส่วนในด้านปริมาณเงิน ภายใต้ระบบ Currency Board ซึ่งเคยถูกวิพากษ์วิจารณ์ว่าจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงตามสภาพของดุลบัญชีเดินสะพัดนั้น กลับไม่พบหลักฐานใดมาสนับสนุน ในทางกลับกันพบว่าอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในบางประเทศเช่น Hong Kong, Singapore

² ดู Batiz and Sy (2000)

มีอัตราการขยายตัวอย่างรวดเร็ว(ดู Schuler, 1992) แม้ Hong Kong จะมีการขาดดุลการค้าอย่างต่อเนื่องในช่วง 1947-1985 และ Singapore ซึ่งก็เคยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดทุกปีช่วง 1963-1986 ยกเว้นในปี 1966 ดังนั้นจึงเป็นการโต้แย้งข้อวิจารณ์ ว่าปริมาณเงินและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดไม่จำเป็นต้องเป็นไปในทิศทางและขนาดเดียวกัน และจากตารางที่ 4.3 จะเห็นว่าภายใต้ระบบ Currency Board มีอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินเฉลี่ยเป็นบวกแม้จะมีอัตราการขยายตัวน้อยกว่าระบบอื่น ๆ ทั้งนี้เนื่องจากระบบ Currency Board มีการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดในการขยายปริมาณเงินมากกว่าระบบอื่นๆ

นอกจากนี้ในคำวิจารณ์ที่ว่าระบบ Currency Board เป็นการปิดกั้นการนำนโยบายการเงินมาใช้ในการส่งเสริมความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และเห็นว่าสินค้าส่งออกส่วนใหญ่ของประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board เป็นสินค้าเกษตรหรือสินค้าวัตถุดิบ ดังนั้นการมีอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ภายใต้ระบบ Currency Board จะทำให้ประเทศที่ใช้ระบบนี้ประสบกับความผันผวนในอัตราการค้า (terms of trade) ซึ่งบางครั้งอาจนำประเทศไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ แต่อย่างไรก็ตามจากหลักฐานในอดีตที่ผ่านมา ในช่วงที่มีภาวะเศรษฐกิจตกต่ำทั่วโลก (Great Depression) ซึ่งทำให้ราคาของสินค้าส่งออกสำคัญของประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ซึ่งได้แก่ rubber, peanuts, sisal, tin, bananas และ beef มีราคาลดลงมากกว่าราคาสินค้าอุตสาหกรรม แต่ในช่วงดังกล่าวประเทศเหล่านี้ก็ได้มีการลดปริมาณเงินลง แต่ก็ไม่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์การเงิน (financial crises) เพราะภายใต้ระบบ Currency Board ซึ่งเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ จะปล่อยให้มีการปรับตัวด้านราคา มาช่วยในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำหรืออ่อนแรงเกินไป ซึ่งต่างจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ที่จะใช้การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวปรับภาวะเศรษฐกิจแทน ซึ่งวิธีการเช่นนี้ดูเหมือนจะดีกว่าเมื่อเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ แต่จากหลักฐานเชิงประจักษ์กลับชี้ว่า ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ดูเหมือนจะให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงกว่า แต่อย่างไรก็ตามบางคนอาจจะมองในแง่ที่ อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะสร้างเสถียรภาพแก่ระบบเศรษฐกิจได้ดีกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เพราะอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอาจช่วยลดความผันผวนของระบบเศรษฐกิจได้ดีกว่า³

³แต่อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Kwan and Lui (1996) ที่ศึกษาข้อมูลของประเทศฮ่องกงพบว่า ระบบ Currency board สามารถลดความผันผวนในอัตราความเจริญเติบโตของผลผลิตได้เช่นเดียวกันกับการลดอัตราเงินเฟ้อ

4.3 ผลการดำเนินงานของประเทศที่นำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงทศวรรษ 1990s

หลังจากสงครามโลกครั้งที่ 2 มีหลายประเทศนำระบบธนาคารกลางมาใช้แทนระบบ Currency Board ซึ่งส่วนใหญ่แล้วเป็นผลทางการเมืองมากกว่าผลทางเศรษฐกิจ(Hánke 2000) แต่อย่างไรก็ตามดูเหมือนว่าระบบ Currency Board ได้ถูกนำมาใช้อีกครั้งในหลายประเทศในช่วงทศวรรษ 1990s โดยประกอบไปด้วยประเทศArgentina(1991), Estonia(1992), Lithuania (1994), Bulgaria(1997) และ Bosnia and Herzegovina(1997). แต่อย่างไรก็ตามระบบ Currency Board ที่ประเทศเหล่านี้นำมาใช้มีความแตกต่างจากระบบ Currency Board แบบดั้งเดิม(orthodoxy)ในหลายด้าน แต่ก็ยังคงลักษณะสำคัญเอาไว้คือการรับแลกเปลี่ยนเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินสกุลหลักในอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนดโดยไม่จำกัดจำนวน และต้องมีการดำรงทุนสำรองให้ครอบคลุมปริมาณเงินตราของประเทศ (ดูตารางที่ 4.4ประกอบ)

อย่างไรก็ตามเนื่องจากการศึกษานี้มีการสนใจเรื่องความพร้อมเบื้องต้นในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย และในอดีตที่ผ่านมาจะเห็นได้ว่าประเทศที่นำระบบ Currency board มาใช้ควรจะต้องมีความสนใจในเรื่องความพร้อมของระบบเศรษฐกิจก่อน แต่ประเทศที่นำระบบ Currency board กลับมาใช้ในช่วงทศวรรษ 1990s ต่างก็ประสบปัญหาความไร้เสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจ และหรือการเมืองในช่วงที่เริ่มนำระบบนี้มาใช้ กล่าวคือ ในประเทศArgentina มีปัญหาในเรื่องระดับอัตราเงินเฟ้อที่สูงมาก(hyperinflation) ส่วนประเทศEstonia ซึ่งอยู่ในช่วงที่เพิ่งได้รับเอกราชใหม่ ๆ และยังคงใช้เงินRussian rubleทำให้อัตราเงินเฟ้อในประเทศอยู่ในระดับสูง ส่วนประเทศLithuania ก็ประสบปัญหาภาวะล้มละลายในระบบเศรษฐกิจที่แท้จริง และปัญหาภาวะเงินเฟ้อที่สูง นอกจากนี้ประเทศเหล่านี้ยังประสบปัญหาในเรื่องการขาดวินัยทางการคลังของประเทศ กล่าวคือรัฐบาลของประเทศเหล่านี้มีการใช้นโยบายขาดดุลอย่างมากและต่อเนื่อง ยกเว้น Estonia ส่วนประเทศ Bulgaria ก็เผชิญกับปัญหาลักษณะคล้ายกันในเรื่องระดับอัตราเงินเฟ้อที่สูง และมีหนี้ต่างประเทศจำนวนมาก และเพิ่มผ่านการก่อปฏิวัติในช่วงปลายปี 1996 ซึ่งจากปัญหาต่าง ๆ เหล่านี้ทำให้ระบบธนาคารในประเทศเข้าสู่ภาวะล้มละลาย และส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจที่แท้จริงเข้าสู่ภาวะถดถอยอีกด้วย และประเทศสุดท้ายที่นำระบบ Currency Board มาใช้คือประเทศ Bosnia and Herzegovina ซึ่งเพิ่งผ่านสงครามกลางเมืองมาไม่นาน ระบบเศรษฐกิจจึงดูไม่ค่อยแข็งแรงมากนัก และมีปัญหาในด้านอัตราเงินเฟ้อที่สูง ในด้านระบบการเงินของประเทศเองก็ยังไม่มีความเสถียรภาพ โดยประเทศมีการใช้สกุลเงินในประเทศถึง 4 สกุลคือ deutschce mark, Bosnia and Herzegovina dinar, Croatian kuna และ Yugoslav dinar

ตารางที่ 4.4 แสดงลักษณะสำคัญของระบบ Currency Board ใน 6 ประเทศ

(ประกอบด้วย Hong Kong, Argentina, Estonia, Lithuania, Bulgaria, Bosnia and Herzegovina)

ด้าน	Hong Kong	Argentina	Estonia	Lithuania	Bulgaria	Bosnia and Herzegovina
-กฎหมายรองรับในการจัดตั้ง Currency Board	ไม่มีการออกกฎหมายในการจัดตั้ง Currency Board	Convertibility Law of 1991	Law of the Republic of Estonia on the Security for Estonia Kroon	Law on the Credibility of the Litas	Law on the Bulgarian National Bank	Constitution of Bosnia and Herzegovina; Law on the Center Bank of Bosnia and Herzegovina
-เงินสกุลหลัก	US\$	US\$	Deutschemark	US\$ แต่กฎหมายกำหนดว่าถ้าประเทศอยู่ในสถานการณ์ระดับชั้นธนาคารกลางสามารถร่วมมือกับรัฐบาลในการยกเลิกอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนดได้	Deutschemark แต่จะใช้เงิน Euro ในอนาคตเมื่อเยอรมันเปลี่ยนสกุลเงินมาใช้ Euro	Deutschemark
-อัตราแลกเปลี่ยนทางการ	HK\$ 7.8 = US\$ 1	1 Peso = US\$ 1	1DM = 8 Kroon และในกฎหมายกำหนดว่า Eesti Pank เป็นผู้กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนทางการ และกฎหมายยังห้ามไม่ให้เกิดการลดค่าเงิน ทำได้แต่เพียง	US\$ 1 = 4 Litas และในกฎหมาย ยังกำหนดไว้ว่า รัฐบาลจะทำการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนทางการได้ก็ต่อเมื่อได้รับ	1 DM = 1000 BGL	1 Marka = 1 Deutschemark

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

			เพิ่มค่าเงินเท่านั้น	ความเห็นชอบจากธนาคารกลางเท่านั้น		
-กฎเกณฑ์ในเรื่องการดำรงทุนสำรอง	มาตราที่ 111 ของ Basic Law กำหนดว่าการออกเงินดอลลาร์ฮ่องกงต้องมีทุนสำรองหนุนหลัง 100%	ในกฎหมาย กำหนดไว้ว่าจะต้องมีการดำรงทุนสำรองหนุนหลังฐานเงินไม่ต่ำกว่า 100%	กฎหมาย กำหนดไว้ว่า Eesti Pank ต้องรักษาทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนให้ครอบคลุมฐานเงินไม่ต่ำกว่า 100% และกำหนดว่า Eesti Pank จะสามารถเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน Kroon ในระบบได้ก็ต่อเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในระดับทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยน	กฎหมาย กำหนดให้ธนาคารกลางต้องรักษาทุนสำรอง อัตราแลกเปลี่ยนให้ครอบคลุมปริมาณเงิน Litas ในระบบ และจะเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินดังกล่าวได้เมื่อทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลง	ธนาคารกลางต้องรักษาทุนสำรอง อัตราแลกเปลี่ยนให้ครอบคลุมสินการเงินที่ตนมีอยู่	กำหนดว่าการจะพิมพ์เงินสกุลท้องถิ่นออกมาจะต้องมีทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนหนุนหลังไม่ต่ำกว่า 100%
(1) คำจำกัดความของฐานเงิน	ประกอบไปด้วยฐานเงินในส่วนที่หมุนเวียนในตลาด และหนี้สินการ เงินที่ธนาคารกลางมีอยู่	ประกอบไปด้วยเงินสดที่หมุนเวียนในระบบ เงินฝากของสถาบันการเงินที่ฝากไว้กับธนาคารกลาง	ประกอบไปด้วยเงินสดที่หมุนเวียนในระบบ กับเงินฝากที่ฝากไว้กับธนาคารกลาง	ประกอบไปด้วยเงินสดที่หมุนเวียนในตลาดรวมทั้งเงินฝากของสถาบันการเงินที่ฝากไว้กับธนาคารกลางรวมทั้งหลักทรัพย์และสัญญาทางการเงินที่อยู่ในรูปเงินสกุลท้องถิ่น	ประกอบด้วยเงินสดที่ไม่มีข้อมูลที่ชัดเจน	

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<p>(2) ชนิดของสินทรัพย์ที่ใช้เป็นทุนสำรอง</p>	<p>ในทางปฏิบัติสินทรัพย์สำรองทั้งหมดจะอยู่ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐ และไม่มีสินทรัพย์สำรองที่เป็นการถือสินทรัพย์สำรองที่เป็นหลักทรัพย์ของรัฐที่อยู่ในรูปเงินสกุลท้องถิ่น แต่ก็ไม่มีการกำหนดไว้ชัดเจนในเรื่องนี้</p>	<p>กำหนดให้ทุนสำรองอยู่ในรูปเงินฝาก หรือสินทรัพย์อื่นที่มีรายได้เป็นดอกเบี้ย หรือพันธบัตรต่างประเทศที่อยู่ในรูปเงินสกุลหลักหรือวัตถุดิบค่าเช่นทองคำ แต่มีการอนุญาตให้ถือพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลแต่ต้องอยู่ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐ</p>	<p>ไม่กำหนด</p>	<p>ประกอบไปด้วยเงินตราต่างประเทศ เงินฝากในรูปเงินตราต่างประเทศที่ฝากไว้ในต่างประเทศ และหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศ</p>	<p>ประกอบด้วยเงินตราต่างประเทศ, เงินฝากในธนาคารต่างประเทศที่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศ SDRs, หลักทรัพย์ที่เป็นหนี้สินที่ออกโดยสถาบันต่างประเทศ, ภาระผูกพันล่วงหน้ากับสถาบันต่างประเทศ, ทองคำ</p>	<p>ไม่มีข้อมูล</p>
<p>-ขอบเขตในการรับแลกเปลี่ยนเงินตรา</p>	<p>กำหนดว่าธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ที่ออกโดยธนาคารกลางสามารถแลกเปลี่ยนได้ในอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนดและอนุญาตให้ธนาคารที่ได้รับอนุญาตสามารถเปลี่ยนเงิน HK\$ ที่ถืออยู่เป็นเงินดอลลาร์สหรัฐได้ในอัตราที่ทางการกำหนด</p>	<p>กฎหมายกำหนดว่าธนาคารกลางต้องขายเงินตราต่างประเทศและซื้อคืนเงินPeso ณ อัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนด และอนุญาตให้ธนาคารกลางสามารถซื้อเงินตราต่างประเทศ ณ ราคาตลาดได้</p>	<p>ไม่มีการกำหนดกฎเกณฑ์ตายตัวแก่ Eesti Pank ในการแลกเปลี่ยนระหว่างเงิน Kroon กับเงินสกุลหลักที่กำหนด แต่อย่างไรก็ตาม Eesti Pank ก็รับประกันว่าจะสามารถแลกเปลี่ยนเงินในทางตรงกันข้าม</p>	<p>ธนาคารกลางรับประกันว่าจะสามารถแลกเปลี่ยนเงิน litas เป็นเงินสกุลหลักได้ตามอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนด แต่ในทางตรงกันข้ามธนาคารกลางจะรับประกันว่าจะสามารถแลกเปลี่ยนเงินสกุลหลักเป็นเงิน litas ได้ แต่ไม่มีอัตรา</p>	<p>กำหนดให้ธนาคารกลางสามารถรับแลกเปลี่ยนระหว่างเงิน Lavs เป็นเงิน DM ได้ ณ อัตราแลกเปลี่ยนตลาด แต่ต้องไม่เกิน 0.5% จากอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนด</p>	<p>มีกฎหมายกำหนดว่าเงินตราสกุลท้องถิ่นที่พิมพ์ออกมาจะต้องมีทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนที่อยู่ในรูปเงิน Deutschemark หนุนหลังในอัตรา 1:1</p>

				กำหนดที่ตายตัว		
- บทบาทของธนาคารกลาง	ไม่มีการกำหนดกฎหมายในการควบคุมธนาคารกลาง แต่ในทางปฏิบัติแล้วหน้าที่พื้นฐานของธนาคารกลางคือการรักษาเสถียรภาพเงินตราภายใต้ระบบที่ชื่อว่า Linked exchange rate system	หน้าที่ของธนาคารกลาง ถูกกำหนดไว้ใน The Central Bank Charter Law ซึ่งกำหนดหน้าที่พื้นฐานของธนาคารไว้ว่า ธนาคารจะต้องรักษามูลค่าของเงินสกุลท้องถิ่น นโยบายการเงินและนโยบายเงินตราที่ออกมาจะต้องได้รับความยินยอมและตราเป็นกฎหมายเมื่อผ่านรัฐสภา	กฎหมายในการจัดตั้งธนาคารกลาง(Eesti Pank) ไม่ได้สร้างข้อกำหนดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการของธนาคารกลางภายใต้ระบบ Currency Board	ไม่มีกฎหมายที่ชัดเจนในการกำหนดบทบาทของธนาคารกลางในการดำเนินการภายใต้ระบบ Currency Board	มีการกำหนดไว้ในกฎหมาย และมีการแยกแผนกออกเงินตรา และแผนกธนาคาร และแผนกควบคุมตรวจสอบธนาคารออกจากกัน และกำหนดหน้าที่ของแผนกการออกเงินตราว่าจะต้องรักษาทุนสำรองต่างประเทศในการหนุนหลังเงินตราและหนี้สินทางการเงินที่ธนาคารมีอยู่ไม่ต่ำกว่า 100%	มีกฎหมายในการกำหนดบทบาทของธนาคารกลางได้อย่างชัดเจน คือมีการกำหนดว่าเป้าหมายใด ๆ ก็ตามของธนาคารกลางจะต้องใช้เพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินตามกฎเกณฑ์ของ Currency Board
- หน้าที่ในด้านการเป็นแหล่งกู้ยืมรายสุดท้าย	มีกฎหมายกำหนดในเรื่องการใช้ทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนว่า จะต้องใช้สินทรัพย์ในทุนสำรองนี้เพื่อการป้องกันค่าเงินHKD และเพื่อรักษาเสถียรภาพและบูรณภาพในระบบการ	มีกฎหมายห้ามไม่ให้ธนาคารกลางทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมรายสุดท้ายแต่ก็มีกฎหมายที่อนุญาตให้ธนาคารกลางสามารถช่วยเหลือสถาบันการเงินได้ในช่วงที่มี	กฎหมายให้อำนาจแก่ Eesti Pank อย่างเต็มที่ในการใช้เครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ และการขยายสินเชื่อแก่สถาบันการเงิน โดยไม่มีข้อจำกัดใด ๆ	กฎหมายอนุญาตให้ธนาคารกลางสามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งกู้ยืมรายสุดท้ายได้ และอนุญาตให้ใช้เครื่องมือทางการเงินหรือการขยายสินเชื่อแก่สถาบันการเงินได้	กฎหมายไม่อนุญาตให้ธนาคารกลางขยายสินเชื่อแก่ธนาคารได้ ยกเว้นในช่วงที่เกิดปัญหาสภาพคล่องอย่างรุนแรงจนอาจกระทบต่อเสถียรภาพในระบบธนาคารในประเทศ	ไม่มีข้อมูล

	เงินและระบบเงินตราของประเทศ ซึ่งในทางปฏิบัติแล้วการปล่อยสภาพคล่องแก่ธนาคารในช่วงที่มีปัญหานั้นจะถูกกำหนดเป็นราย ๆ ไป	ปัญหาสภาพคล่องชั่วคราว			ได้ แต่ก็มีข้อจำกัดว่าการช่วยเหลือดังกล่าวต้องไม่ทำให้ทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยน นลด ลงจนไม่สามารถครอบคลุมหนี้สินทางการเงินของธนาคารกลางได้ 100%	
-การทำหน้าที่ปล่อยกู้แก่รัฐบาล	ไม่มีกฎหมายห้ามอย่างชัดเจน แต่ในทางปฏิบัติแล้วรัฐบาลของฮ่องกงมีการรักษาวินัยการคลังอย่างต่อเนื่อง จนทำให้มีเงินคงคลังสะสมมากถึง 400 พันล้าน HK\$	มีกฎหมายห้ามไม่ให้ธนาคารกลางขยายสินเชื่อแก่รัฐบาล แต่ก็มีกฎหมายอนุญาตให้ธนาคารกลางสามารถซื้อตราสารหนี้ที่รัฐบาลออกได้	มีกฎหมายห้ามไม่ให้ Eesti Pank ขยายสินเชื่อแก่รัฐบาล และไม่อนุญาตให้ธนาคารกลางซื้อหลักทรัพย์ หรือตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาล	ไม่มีข้อกำหนดกฎเกณฑ์ในด้านนี้เป็นพิเศษ	ธนาคารไม่สามารถขยายสินเชื่อแก่หน่วยงานของรัฐได้	ไม่มีข้อมูล

สถาบันวิทยบริการ
 ๒๕๖๕

-ความโปร่งใส	ในทางปฏิบัติแล้ว ธนาคารกลางมีการดำเนินการเพื่อสร้างความโปร่งใสอย่างต่อเนื่อง ด้วยการเปิดเผยข้อมูลในหลาย ๆ ด้านเช่น ปริมาณฐานเงิน, บัญชีของ Currency Board ฯ อย่างต่อเนื่อง	ไม่มีข้อมูล	มีกฎหมายกำหนดให้ Eeste Pank ต้องประกาศตัวเลขด้านปริมาณเงิน kroon ที่หมุนเวียนในระบบ และปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศ เป็นรายเดือน	มีกฎหมายกำหนดให้ธนาคารกลางต้องประกาศตัวเลขในปริมาณเงิน Litass ที่หมุนเวียนในระบบ และปริมาณทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนเป็นรายเดือน	กฎหมายกำหนดให้แผนกออกเงินตราจะต้องแสดงบัญชีทุก ๆ สัปดาห์ ส่วนข้อมูลทางการเงินอื่น ๆ ให้ประกาศเป็นรายเดือน	ไม่มีข้อมูล
--------------	--	-------------	---	---	---	-------------

ที่มา Tsang(2000)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากที่กล่าวมาข้างต้นทำให้ดูเหมือนว่าประเทศเหล่านี้ทั้ง 5 ประเทศกำลังอยู่ในภาวะหมดหวังและสิ้นหนทางในการแก้ไขปัญหาต่างที่ตนเผชิญอยู่ และเห็นว่าระบบ Currency Board จะช่วยสร้างความมีเสถียรภาพในค่าเงิน และช่วยแก้ไขปัญหาการขาดวินัยการคลังของประเทศได้

ดังนั้นเพื่อดูว่าระบบ Currency Board สามารถสร้างความมีเสถียรภาพแก่ประเทศเหล่านี้ได้หรือไม่ จำเป็นต้องดูข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นในประเทศเหล่านี้ทั้งก่อนและหลังการนำระบบ Currency Board มาใช้ โดยในที่นี้จะใช้ข้อมูลพื้นฐานทางด้านเศรษฐกิจมหภาคและการเงิน ซึ่งจะช่วยให้เห็นถึงความแตกต่างในด้านเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจทั้งก่อนและหลังการนำระบบ Currency Board มาใช้ โดยในที่นี้จะใช้ข้อมูลตารางของ Hanke (2000) ซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลรายปีในอัตราเงินเฟ้อ, อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริง, อัตราดอกเบี้ย, ดุลงบประมาณ, และทุนสำรองระหว่างประเทศ โดยเริ่มตั้งแต่ช่วงก่อนใช้ระบบ Currency Board 2 ปีจนถึงปี 1999 ซึ่งแสดงให้เห็นในตารางที่ 4.5 - 4.9

ซึ่งจากตารางที่ 4.5 - 4.9 แสดงให้เห็นข้อดีหลายอย่างที่น่าสนใจเมื่อมีการนำระบบ Currency Board มาใช้ กล่าวคือ แต่ละประเทศที่กล่าวมาคือ Argentina, Estonia, Lithuania, Bulgaria, Bosnia and Herzegovina ต่างก็มีอัตราทุนสำรองระหว่างประเทศสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่มีการนำระบบ Currency Board มาใช้ ทั้งนี้เนื่องจากธนาคารกลางจำเป็นต้องรักษาทุนสำรองระหว่างประเทศให้ครอบคลุมหนี้การเงินที่ธนาคารกลางมีอยู่ไม่น้อยกว่า 100% ดังนั้นเมื่อมีความต้องการเงินตราที่ออกโดยธนาคารกลางมากขึ้นตั้งแต่มีการนำระบบนี้มาใช้ ก็มีผลทำให้ทุนสำรองต่างประเทศเพิ่มขึ้นไปด้วย

นอกจากนี้ในตารางที่ 4.5 - 4.9 ยังแสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลงอย่างมากในประเทศเหล่านี้เมื่อมีการนำระบบ Currency Board มาใช้ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการตรึงค่าเงินอย่างเข้มงวดกับเงินสกุลหลักที่มีอัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ นอกจากนี้ยังเป็นผลมาจากการรักษาวินัยทางการเงินอย่างเข้มงวดภายใต้ระบบ Currency Board

ส่วนในด้านอัตราความเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริงนั้น ดูเหมือนว่าจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นหลังจากนำระบบ Currency Board มาใช้ยกเว้นในช่วงที่ประเทศเผชิญกับวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ เช่น ในประเทศ Argentina ซึ่งได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์เม็กซิโกในช่วงปี 1995 และวิกฤตการณ์เอเชียในช่วงปี 1999 และประเทศ Estonia และ Lithuania ก็ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์เอเชียเช่นกัน ทำให้อัตราความเจริญเติบโตของผลผลิตที่แท้จริงในประเทศเหล่านี้ติดลบ

ส่วนในด้านการสร้างวินัยทางการคลัง นั้นดูจะไม่มีแนวโน้มที่ชัดเจน กล่าวคือในช่วงก่อนนำระบบ Currency Board มาใช้ประเทศ Argentina, Lithuania, Bulgaria และ Bosnia and Herzegovina ต่างก็มีแนวโน้มว่า อัตราการขาดดุลงบประมาณเมื่อเทียบกับผลผลิตรวมของประเทศ

สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง(ยกเว้นประเทศ Estonia) และเมื่อนำระบบ Currency Board มาใช้ แม้จะดูเหมือนว่าจะช่วยลดอัตราการขาดลงประมาณไม่ให้สูงขึ้นไปอีก แต่ก็ยังมีภาวะงบประมาณขาดดุลอยู่ แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากข้อมูลในด้านงบประมาณดังกล่าวไม่รวมรายได้จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในช่วงหลังการนำระบบ Currency Board มาใช้ นอกจากนี้งบประมาณในช่วงก่อนนำระบบ Currency Board มาใช้น่าจะขาดดุลมากขึ้นกว่านี้ถ้ารวมรายจ่ายในหนี้พันธบัตรที่ก่อขึ้นในช่วงที่มีการนำระบบ Currency Board มาใช้ นอกจากนี้ เมื่อมีการนำระบบนี้มาใช้ทำให้ประเทศต่าง ๆ เหล่านี้มีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นเมื่อนำรายได้ที่ได้จากการแปรรูปนี้เข้าไปในงบประมาณก็คาดว่าจะว่างงบประมาณของประเทศเหล่านี้จะขาดดุลน้อยลงหรือเกินดุลในที่สุด



ตารางที่ 4.5

Argentina : ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board(ในเดือนเมษายน 1ม 1991)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Annual Inflation(%)	4,928.60	1,344.50	84	17.5	7.4	3.9	1.6	0	0.3	0.7	-1.8
Change In Real GDP(%)	-6.9	-1.8	10.8	9.6	5.7	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.9	-3.1
Interest Rate	1,387,179	9,695,422	71.33	15.11	6.31	7.66	9.46	6.23	6.63	6.81	6.99
Fiscal Balance ¹ (%of GDP)	-7.6	0.1	-1.1	-0.2	0.9	-0.3	-1	-2.2	-1.5	-1.4	-2.5
Foreign reserves (Millions of U.S.dollar)	3	6	7	12	15	16	16	20	22	25	26.4

ที่มา : Hanke(2000)

/1 ตัวเลขดุลงบประมาณนี้ไม่ได้รวมรายได้จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

ตารางที่ 4.6

Estonia : ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board(ในเดือนมิถุนายน 1991)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Annual Inflation(%)	23.1	210.50	1,076.00	89	47.7	29	23.1	11.2	8.2	3.3
Change In Real GDP(%)	-6.5	-13.6	-14.2	-9	-2	4.3	3.9	10.6	4.7	-1.1
Interest Rate	NA	NA	59.2	36.6	24.6	19	15	14.6	10.9	8
Fiscal Balance(%ofGDP)	2.9	4.7	-0.3	-0.7	1.3	-1.2	-1.5	2.2	0.3	-4.8
Foreign reserves (Millions of U.S. dollar)	NA	NA	196	389	447	583	640	760	813	943.3

ที่มา : Hanke(2000)

หมายเหตุ : อัตราดอกเบี้ยและระดับทุนสำรองในปี 1990 และ 1991 ไม่สามารถหาได้เนื่องจาก Estonia ยังเป็นส่วนหนึ่งของสหภาพโซเวียตอยู่

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.7

Lithuania : ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board(ในเดือนเมษายน 1994)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Annual Inflation(%)	1,175	188.80	72.20	35.5	13.1	8.4	2.4	0.3
Change In Real GDP(%)	-21.3	-16.2	-9.8	3.3	4.7	7.3	5.1	-4.1
Interest Rate	135	92	33	29.5	20	13	10.4	12
Fiscal Balance (%of GDP)	0.5	-5.3	-4.8	-4.5	-4.5	-1.8	-5.8	-7.9
Foreign reserves (Millions of U.S. dollar)	107	412	587	819	850	1,063	1462	1242

ที่มา : Hank(2000)

ตารางที่ 4.8

Bulgaria : ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board
(ในเดือนกรกฎาคม 1997)

	1995	1996	1997	1998	1999
Annual Inflation(%)	33	310.80	578.50	1	6.2
Change In Real GDP(%)	2.1	-10.9	-6.9	3.5	2.5
Interest Rate	53	120	66.43	2.48	2.93
Fiscal Balance (%of GDP)	-5.6	-12.7	-2.5	0.9	-0.9
Foreign reserves (Millions of U.S. dollar)	1,545	793	2,468	3,056	3,222

ที่มา : Hanke(2000)

ตารางที่ 4.9

Bosnia and Herzegovina : ก่อนและหลังการจัดตั้งระบบ Currency Board
(ในเดือนสิงหาคม 1997)

	1995	1996	1997	1998	1999
Annual Inflation(%)	21	69	30	12.4	10
Change In Real GDP(%)	-4	-25	14	5	0
Interest Rate	146.7	55.6	29.6	25.8	28.0
Fiscal Balance (%of GDP)	0	-3	-1	-2	-2
Foreign reserves (Millions of U.S. dollar)	207	235	80	175	475

ที่มา : Hanke(2000)

4.4 ความเหมาะสมและผลกระทบในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย

ในช่วงวิกฤตการณ์ที่ผ่านมาในปี 1997 ได้เคยมีการพูดถึงความเป็นไปได้ในการใช้ระบบ Currency Board เป็นทางเลือกหนึ่งที่จะมาใช้เป็นระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศไทย แต่เนื่องจากสภาวะการณ์ที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ในขณะนั้นทั้งในเรื่องทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างมากเพราะนำไปปกป้องค่าเงินบาทในช่วงต้นปี 1997 และธนาคารแห่งประเทศไทยเองก็ยังมีภาระผูกพันในธุรกรรมสวอปที่ก่อขึ้นในการป้องกันเงินบาท รวมทั้งระบบธนาคารและระบบการเงินที่อ่อนแอ และไร้เสถียรภาพ มีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับจำนวนการปล่อยกู้ทั้งหมดของธนาคาร ดังนั้นทางเลือกเดียวที่ประเทศไทยเหลืออยู่คือการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเนื่องจากไม่มีทุนสำรองที่เพียงพอในการเข้าไปแทรกแซงในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา รวมทั้งภาวะที่ระบบเศรษฐกิจ และระบบการเงินการธนาคารที่ไม่สามารถทนต่อแรงกดดันที่เกิดขึ้นจากการตรึงค่าเงินต่อไปได้

แต่มาในปี 2000 สภาวะการณ์ในประเทศไทยเริ่มเปลี่ยนไป ประเทศมีทุนสำรองระหว่างประเทศมากขึ้น ระบบการเงินการธนาคารเริ่มเข้าสู่ภาวะปกติ แม้จะมีภาระหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในอัตราที่สูงอยู่แต่ก็ลดลงอย่างมากเมื่อเทียบกับช่วงแรก ๆ ที่เกิดวิกฤตการณ์ ฐานะดุลการค้าและดุลการชำระเงินก็ดีขึ้น ประเทศไทยจึงดูเหมือนพร้อมที่จะตัดสินใจในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างอิสระ โดยไม่ต้องมีข้อจำกัดเหมือนในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์การเงินที่ผ่านมา

โดยในตอนนี้จะเน้นที่ระบบ Currency Board เป็นสำคัญเพราะถือเป็นระบบหนึ่งในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่มีความน่าเชื่อถือ และสามารถดำรงอยู่ได้ในภาวะที่มีการเปิดเสรีตลาดเงินระหว่างประเทศ รวมทั้งมีผลการดำเนินงานที่ดีในช่วงที่ผ่านมา และเป็นระบบที่เป็นไปได้ในการนำมาใช้ในประเทศไทยมากกว่าเมื่อเทียบกับสหภาพเงินตรา(Currency union) และระบบที่ใช้เงินสกุลหลักแทนเงินบาท(Dollarization)

ดังนั้นในตอนนี้จะมีการศึกษาถึงเงื่อนไขสำคัญเบื้องต้น และวิธีการในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทยแทนระบบธนาคารกลางที่ใช้อยู่ ต่อด้วยการศึกษาความเป็นไปได้ ผลกระทบและความเหมาะสมในการนำระบบนี้มาใช้ในประเทศไทย

4.4.1 เงื่อนไขสำคัญเบื้องต้น และวิธีการในการนำระบบ Currency Board มาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพในประเทศไทย

เนื่องจากการตั้งระบบ Currency Board นั้น จำเป็นที่ประเทศไทยต้องมีเงื่อนไขบางอย่างที่เหมาะสม และมีนโยบายและสถาบันบางอย่างที่จะมารองรับเพื่อที่จะให้ระบบ Currency Board

สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเงื่อนไขสำคัญเบื้องต้นที่ประเทศไทยต้องมีก่อนที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้มีดังนี้

1. การมีทุนสำรองระหว่างประเทศที่เพียงพอ

เนื่องจากลักษณะเด่นสำคัญของระบบ Currency Board ที่ทำหน้าที่ในการรับแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลหลักและเงินสกุลท้องถิ่นตามความต้องการของตลาดโดยไม่จำกัดจำนวน ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีทุนสำรองระหว่างประเทศที่มากพอที่จะครอบคลุมฐานเงิน(M0)ได้ไม่ต่ำกว่า 100% ซึ่งจากตารางที่ 4.10 แสดงให้เห็นว่าประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board มีการถือทุนสำรองครอบคลุมปริมาณเงินในความหมายอย่างแคบ(M2) แต่ไม่มีประเทศใดที่มีปริมาณทุนสำรองครอบคลุมปริมาณเงินในความหมายอย่างกว้าง(M3)เลย แม้แต่ฮ่องกงที่มีระดับทุนสำรองสูงที่สุดในกลุ่ม

ตารางที่ 4.10 แสดงระดับทุนสำรองเมื่อเทียบกับปริมาณเงิน M0, M2, M3

ประเทศ	ทุนสำรอง	M0	M2	M3	ทุนสำรอง/M0	ทุนสำรอง/M2	ทุนสำรอง/M3
Hong Kong	104,200	109,266	208,843	1,960,405	743.83%	389.17%	41.45%
Argentina	26,373	13,767	19,244	88,231	192%	137%	30%
Estonia*	855.44	5,741	16,918.6	25,926.9	223.50%	76%	49.49%
Lithuania	1,242.11	2,738.3	5,275	8,972	180%	94.19%	55.38%
Djibouti	70.61	9,575	29,245	54,090	137%	42.91%	23.20%
Bulgaria*	3,348	1,957.4	2,996.6	6,914	307.88%	189.93%	82.31%

ที่มา International financial Statistics May 2000.

*หมายถึงประเทศที่มีการตรึงค่าเงินกับเงินมาร์กเยอรมัน

ส่วนประเทศไทยในช่วงปลายปี 1997 นั้นประสบปัญหาขาดแคลนทุนสำรองอย่างมาก ดังนั้นการนำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงต้นที่เกิดวิกฤตการณ์เป็นสิ่งที่เป็นไปได้ แต่มาในปัจจุบันทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องซึ่งสาเหตุส่วนใหญ่เกิดจากประเทศเกินดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ทำให้ฐานะดุลการชำระเงินของประเทศดีขึ้นเรื่อย ๆ ทำให้ประเทศพรมีทุนสำรองอยู่ในระดับที่พอจะนำระบบ Currency Board มาใช้

จากตารางที่ 4.11 จะเห็นได้ว่าทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยในปัจจุบันมีเพียงพอที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้เมื่อเทียบกับระดับทุนสำรองต่อปริมาณเงินในประเทศอื่น ๆ ที่ใช้ระบบ Currency Board(ดูตารางที่ 4.10 ประกอบ) ตัวอย่างเช่นถ้าสมมติให้อัตราแลกเปลี่ยนอยู่

ที่ระดับ 40 บาท ต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ทุนสำรองทางการของไทยสามารถครอบคลุม ปริมาณ M0 และ M1 ถึง 2 เท่า(มากกว่า 200%) แต่ครอบคลุมปริมาณเงิน M2 ไม่ถึง 30% ดังนั้นถ้าเกิดภาวะการโจมตีค่าเงินบาท นอกจากประเทศไทยจำเป็นต้องลดปริมาณเงินตามฐานะของทุนสำรองระหว่างประเทศแล้ว ยังต้องใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงอีกทางหนึ่งด้วยเพื่อลดแรงจูงใจไม่ให้ประชาชนเปลี่ยนสภาพเงิน M2, M1 มาเป็น M0 เพราะต้องสูญเสียรายได้จากดอกเบี้ยที่สูง ตารางที่ 4.11 แสดงทุนสำรองเงินตรา และปริมาณเงิน M0 M1 และ M2 และสัดส่วนทุนสำรองเมื่อเทียบกับปริมาณเงิน¹

หน่วย : พันล้านบาท	2540	2541	2542
ทุนสำรองทางการ(USD)	27.0	29.5	34.8
ปริมาณเงิน M0(บาท)	364.8	376.8	587.4
ปริมาณเงิน M1(บาท)	429.0	442.0	430.5
ปริมาณเงิน M2(บาท)	4,339.0	4,753.0	4854.7
ทุนสำรองเมื่อเทียบกับM0*	296.1%	313.2%	238.4%
ทุนสำรองเมื่อเทียบกับM1*	251.75%	266.97%	323.7%
ทุนสำรองเมื่อเทียบกับM2*	24.89%	24.83%	28.7%

*สัดส่วนของทุนสำรองเมื่อเทียบกับปริมาณเงินตามความหมายต่าง ๆ

แต่อย่างไรก็ตามการลดสภาพคล่อง และเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่เกิดการเก็งกำไรในค่าเงินนั้นจะส่งผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งอาจทำให้ประเทศเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรงเหมือนเช่นที่เกิดขึ้นในประเทศอาร์เจนตินาในช่วงวิกฤตการณ์เม็กซิโก(1995) และวิกฤตการณ์เอเชีย(1998)

2. ความแข็งแกร่งของภาคการเงินการธนาคารของประเทศ

เนื่องจากวิกฤตการณ์ที่ผ่านมาทำให้หนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศของระบบธนาคารมีค่าสูงขึ้นตามการลดลงของค่าเงินบาท ทำให้ธนาคารเหล่านี้ประสบปัญหาสภาพคล่องจนรัฐบาลต้องเข้ามาควบคุมธนาคารขนาดเล็ก และขนาดกลาง และมีการสั่งเพิ่มทุนเพื่อรักษาฐานะทางการเงินของธนาคารพาณิชย์ที่มีปัญหา ทำให้หลายธนาคารในปัจจุบันมีการรวมตัวกันระหว่างธนาคารในประเทศด้วยกัน หรือร่วมทุนกับธนาคารต่างประเทศ

¹จะใช้อัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงที่ 40 บาท ต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 ในปี 1998 นั้นอัตราแลกเปลี่ยนค่อนข้างมีเสถียรภาพอยู่ในช่วง 39-41 บาท ต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ดังนั้นจึงใช้ค่าเฉลี่ยของ 39-41 ก็คือ 40 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐเป็นอัตราอ้างอิง

และจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจและการเงินที่เกิดขึ้นนับจากกลางปี 2540 เป็นต้นมาส่งผลให้หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้(NPL)ของระบบสถาบันการเงินเพิ่มสูงขึ้นมาโดยตลอด โดยตัวเลข NPL ของสถาบันการเงินทั้งระบบเพิ่มขึ้นจาก 19.8% ณ สิ้นปี 2540 เป็น 45.0% ณ สิ้นปี 2541 และสูงขึ้นสู่ระดับสูงสุดที่ 47.7% ในเดือนพฤษภาคมปี 2542 ธนาคารพาณิชย์จึงต้องมีภาระในการกันสำรองสินทรัพย์จัดชั้นเพิ่มขึ้นโดยต่างทยอยกันสำรองตั้งแต่สิ้นปี 2541 เป็นต้นมา และต้องกันสำรองให้ครบ 100%ภายในสิ้นปี 2543 กดดันให้ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งต้องเพิ่มทุนเพื่อรองรับการกันสำรองและดำรงเงินกองทุนให้เพียงพอตามมาตรฐาน BIS ขณะเดียวกันต้องควบคุมคุณภาพสินทรัพย์อย่างเข้มงวดด้วยการระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้เชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์หดตัวลง 9.7% และ 4.1% ในปี 2541 และ 2542 จากที่เคยขยายตัว 23.4%ในปี 2540 แม้อัตราดอกเบี้ยทั้งเงินกู้และเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์จะลดลงจาก 15.25%-11.50% ณ สิ้นปี 2540 เหลือเพียง 8.25-8.50% และ 3.75% ณ สิ้นปี 2542 แต่อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำก็ไม่ได้ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจมากนัก ส่งผลให้ภาคธุรกิจเอกชนต่างประสบปัญหาการขาดแคลนสภาพคล่องทางการเงินมาโดยตลอด

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่าวิกฤตการณ์ที่ผ่านมาทำให้ภาคการเงินการธนาคารในประเทศไทยประสบปัญหาเรื่องความเข้มแข็งและความน่าเชื่อถืออย่างมาก จึงเป็นการยากที่จะสร้างระบบ Currency Board ที่น่าเชื่อถือในประเทศได้ แต่อย่างไรก็ตามภาพรวมของภาคการเงินของไทยแม้ด้อยกว่าภาคการเงินของประเทศฮ่องกงมาก แต่เมื่อเทียบกับประเทศอาร์เจนตินาแล้วถือว่าภาพรวมของภาคการเงินไทยดีกว่า⁵(ดูภาพรวมความสามารถในการแข่งขันของประเทศได้ในภาคผนวก 3) และเนื่องจากการนำระบบ Currency Board มาใช้นั้นจำเป็นต้องมีภาคธนาคารที่เข้มแข็งพอที่จะเผชิญกับแรงกดดันต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นเมื่อนำระบบดังกล่าวมาใช้ ดังนั้นประเทศไทยจึงควรมีระบบการควบคุมตรวจสอบระบบธนาคารที่มีประสิทธิภาพและได้มาตรฐานเสียก่อน เพื่อสร้างความเข้มแข็งให้เกิดขึ้นในภาคการเงินของประเทศ

อีกทั้งในช่วงปี 1997-2000 ที่ผ่านมามีประเทศยังมีระบบการเงินการธนาคารที่อ่อนแอ ดังนั้นถ้ามีการนำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงดังกล่าว อาจมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้น และมีแนวโน้มสูงขึ้นตามดอกเบี้ยในประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง

⁵แต่อย่างไรก็ตามถ้าเทียบกับปี 1999 แล้วภาพรวมของภาคการเงินของไทยดีกว่าประเทศอาร์เจนตินา (ภาคผนวก 3 ประกอบ) แต่เนื่องจากปัจจุบันประเทศอาร์เจนตินาเพิ่งจะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจจากเอเชีย ในขณะที่ประเทศไทยกำลังฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ

ซึ่งจะไปเพิ่มต้นทุนด้านดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งถือเป็นการเพิ่มภาระของธนาคารพาณิชย์ และอาจส่งผลในด้านลบต่อระบบเศรษฐกิจในปัจจุบันอีกด้วย

แต่อย่างไรก็ตามจากอดีตที่ผ่านมาไม่ว่าจะเป็นระบบธนาคารในอาร์เจนตินา ฮังการีต่างก็ประสบปัญหาภาวะล้มละลายของธนาคารพาณิชย์กันทั้งสิ้น⁶ โดยเฉพาะธนาคารท้องถิ่นจะล้มละลายจำนวนมากในช่วงแรก หรือไม่ก็มีการควบรวมกับธนาคารท้องถิ่นขนาดใหญ่⁷ ทำให้ระบบธนาคารในประเทศเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นธนาคารสาขาระหว่างประเทศ มีธนาคารท้องถิ่นเพียงไม่กี่ราย แต่ก็ส่งผลทำให้ระบบธนาคารของประเทศเหล่านี้แข็งแกร่งขึ้น เพราะสาขาของธนาคารต่างประเทศมีการกระจายความเสี่ยงที่ดี มีการจัดการที่เป็นมาตรฐาน และมีความแข็งแกร่งในการเผชิญกับปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ

3. การมีสถานะทางการคลังที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยให้นโยบายการคลังมีความยืดหยุ่นพอที่จะเป็นเครื่องมือที่สำคัญของภาครัฐ

เนื่องจากเมื่อนำระบบ Currency Board มาใช้แล้ว จะไม่มีธนาคารกลางเป็นแหล่งกู้ยืมของรัฐบาลอีกต่อไป ดังนั้นการที่รัฐบาลจะมีนโยบายการคลังแบบขาดดุลได้ก็ต้องกู้ยืมจากแหล่งอื่นทั้งในประเทศและต่างประเทศ และแม้ระบบ Currency Board จะไม่มีการห้ามไม่ให้รัฐบาลมีนโยบายการคลังขาดดุลแต่ในทางปฏิบัติเนื่องจากรัฐบาลไม่สามารถกู้ยืมได้โดยไม่จำกัด เพราะตามหลักแล้วผู้ให้กู้จะดูความสามารถในการชำระหนี้คืนของรัฐบาลก่อนการปล่อยเงินกู้ ตัวอย่างเช่นเหตุการณ์ ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจใหม่ ๆ รัฐบาลไม่สามารถกู้ยืมผ่านตลาดเงินต่างประเทศได้โดยตรงแม้จะให้ดอกเบี้ยที่สูง จำเป็นต้องให้ IMF องค์กรระหว่างประเทศ หรือประเทศที่นำเชื่อถือค้าประกันให้ ทั้งนี้เนื่องผู้ให้กู้ไม่แน่ใจว่ารัฐบาลไทยจะมีความสามารถในการชำระหนี้คืนได้หรือไม่

⁶แต่อย่างไรก็ตามถ้าปล่อยให้ระบบการเงินของประเทศไทยล้มละลาย อาจส่งผลกระทบต่อประเทศอย่างมากเมื่อเทียบกับประเทศอาร์เจนตินาเนื่องจากขนาดของภาคการเงินของประเทศไทยเมื่อเทียบกับ GDP จะสูงถึง 164% ในขณะที่ขนาดของภาคการเงินของประเทศอาร์เจนตินา มีเพียง 33.56 %ของ GDP(ดูตารางในภาคผนวกที่ 3 ประกอบ)

⁷โดยในอาร์เจนตินาจำนวนธนาคารในระบบการเงินลดลงจาก 167 แห่งในปี 1991 เหลือเพียง 119 แห่ง ในปี 1999 ซึ่งเป็นผลจากการควบรวมกิจการ หรือการปิดกิจการในช่วงวิกฤตการณ์เม็กซิโก นอกจากนี้ธนาคารที่รัฐเป็นเจ้าของ และ National Mortgage Bank ก็มีการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจอย่างต่อเนื่อง ส่วนในฮังการีนั้นในช่วงเริ่มนำระบบ Currency Board มาใช้ก็เผชิญกับภาวะการล้มละลายในภาคธนาคารอย่างต่อเนื่องและมีการปล่อยให้ธนาคารต่างชาติเข้ามาแข่งขันในประเทศมากขึ้น จนมาในปัจจุบันสัดส่วนของธนาคารต่างชาติมีสูงถึงประมาณ 80% ของสินทรัพย์รวมทั้งระบบ

และการที่ภาครัฐต้องก่อหนี้เป็นจำนวนมากตั้งแต่ปีพ.ศ.2540-43 ที่ผ่านมามีท่ามกลางภาวะวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นตั้งแต่กลางปี 2540 เนื่องจากภาครัฐจำเป็นต้องเป็นแกนนำหลักในการกระตุ้นเศรษฐกิจซึ่งกำลังอยู่ในภาวะถดถอยอย่างรุนแรง โดยการใช้นโยบายการคลังขาดดุลต่อเนื่องมาตั้งแต่ปีงบประมาณ 2540 ด้วยการเข้าช่วยเหลือภาคสถาบันการเงิน และค้ำประกันหนี้ของกระทรวงการคลัง ทั้งนี้เพื่อมุ่งหวังให้เกิดการจับจ่ายใช้สอย จะได้กระตุ้นให้เกิดการอุปโภคบริโภคและการลงทุนในระบบเศรษฐกิจ แต่สิ่งที่เกิดขึ้นตามมาและนับเป็นปัญหาใหญ่ในขณะนี้คือภาระหนี้ที่เพิ่มจำนวนขึ้นอย่างมาก โดยประมาณการว่าอยู่ ณ ระดับ ร้อยละ 50 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ(GDP) ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2543 จากระดับร้อยละ 16 ของ GDP ในปี 2539 โดยภาระหนี้คงค้าง ณ สิ้นเดือนมีนาคม 2543 แสดงไว้ในตารางที่ 4.12

ตารางที่ 4.12 แสดงภาระหนี้คงค้าง ณ เดือนมีนาคม 2543

หน่วย : ล้านบาท	มาตรฐานในการคำนวณ	
	กระทรวงการคลัง	GFS ⁶
1. หนี้ที่รัฐบาลกู้โดยตรง	983,235	983,235
1.1 หนี้ต่างประเทศ	345,034	345,034
1.2 หนี้ในประเทศ	638,201	638,201
2. หนี้รัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน	897,557 ¹	837,725 ²
2.1 หนี้ต่างประเทศ	468,954	n.a
2.2 หนี้ในประเทศ	428,603	n.a
2.1 รัฐบาลค้ำประกัน	n.a	698,446
2.2 รัฐบาลไม่ค้ำประกัน	n.a	139,279
3. หนี้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน	901,188 ³	900,560 ⁴
3.1 หนี้สิน	777,425	776,797
3.2 ภาระผูกพัน	123,763	123,763
4. หนี้ต่างประเทศของธนาคารแห่งประเทศไทย	478,130	478,130
5. รวม 1+2+3.1	2,658,217	2,597,757
6. รวม 1.+2+3+4	3,260,110	3,199,650

/1 เป็นหนี้ที่รัฐค้ำประกันให้รัฐวิสาหกิจที่เป็นสถาบันการเงินและไม่ใช่สถาบันการเงิน

/2 ไม่นับรวมหนี้ที่รัฐค้ำประกัน และไม่ค้ำประกันให้รัฐวิสาหกิจที่เป็นสถาบันการเงินและสถาบันการเงินเฉพาะกิจ

⁶คือระบบสถิติข้อมูลทางการเงินภาครัฐบาล(Government finance Statistics) เป็นมาตรฐานที่ได้รับการยอมรับโดยทั่วไปรวมทั้ง IMF

/3 ตัวเลข ณ เดือนธันวาคม

/4 ตัวเลข ณ เดือนมีนาคม 2543 ยังไม่ผ่านการรับรองของสำนักตรวจเงินแผ่นดิน แต่ได้คำนวณบนพื้นฐานเดียวกันกับกระทรวงการคลัง

ซึ่งหนี้สาธารณะที่เกิดขึ้นจากการดำเนินนโยบายงบประมาณขาดดุลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ในระยะเวลาที่ผ่านมา ทำให้การขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นเป็นลำดับจาก 0.7% ของ GDP ในปีงบประมาณ 2540 เป็น 2.5% และ 2.9% ในปี 2541 และ 2542 ตามลำดับ และระดับการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบันได้ส่งผลกระทบต่อการจัดสรรงบประมาณรายจ่ายเพื่อการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายในแต่ละปีทำให้ทางการต้องดำเนินนโยบายการคลังเป็นแบบขาดดุลต่อเนื่องไปอีก เพื่อนำเงินมาชดเชยการก่อหนี้สาธารณะที่มีอยู่ในระดับสูง และเนื่องจากการที่ต้องจัดสรรงบประมาณส่วนหนึ่งเพื่อชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจากการก่อหนี้ทำให้งบประมาณที่ใช้จ่ายในส่วนอื่นลดลง โดยเฉพาะงบลงทุนที่ถือว่ามีความจำเป็นต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ

โดยกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีการสรุปประมาณการภาระหนี้ต่องบประมาณรายจ่าย จากการจัดทำงบประมาณภายใต้สมมติฐานที่คาดว่ารัฐบาลต้องชดเชยความเสียหายเพิ่มเติมให้กับกองทุนฟื้นฟูอีกประมาณ 800,000 ล้านบาท จะทำให้รัฐบาลต้องมีภาระงบประมาณรายจ่ายเพิ่มขึ้นโดยภาระหนี้ต่องบประมาณรายจ่ายในช่วงปีงบประมาณ 2544-2548 รัฐบาลต้องชดเชยความเสียหายแก่กองทุนเพื่อการฟื้นฟูประมาณปีละ 160,000 ล้านบาท โดยคาดว่าสัดส่วนภาระหนี้ต่องบประมาณรายจ่ายปี 2543 จะอยู่ที่ระดับ 9.5% และ 11.1%, 13.9%, 14.7% ในปี 2544, 2545, 2546 ตามลำดับ โดยคาดว่าจะปรับตัวสูงสุดในปี 2547 ที่ระดับ 17.1% หลังจากนั้นจะปรับลดลงเรื่อย ๆ จนมาอยู่ที่ระดับ 13.4% ในปี 2550 (ดูตาราง 4.13 ประกอบ)

ตารางที่ 4.13 แสดงสัดส่วนการชำระหนี้ต่องบประมาณรายจ่าย*(หน่วย : %)

ปีงบประมาณ	2543	2544	2545	2546	2547	2548	2549	2550
%ของงบประมาณรายจ่าย	9.5	11.1	13.9	14.7	17.1	16.8	14.6	13.4

ที่มา: กระทรวงการคลัง

*รวมการชดเชยความเสียหายเพิ่มเติมให้กับกองทุนเพื่อการฟื้นฟู

จากตารางจะเห็นได้ว่าตั้งแต่ปี 2544-2550 ภาระหนี้ในส่วนนี้เริ่มสูงกว่า 10% ของงบประมาณรายจ่ายและมีความเป็นไปได้สูงที่ภาระดังกล่าวจะไปเบียดบังสัดส่วนของงบลงทุนที่ใช้ในการพัฒนาประเทศ

ดังนั้นเมื่อสถานการณ์คลังของรัฐไม่ค่อยจะเข้มแข็งมีภาระหนี้ที่ต้องชำระทั้งในรูปเงินต้นและดอกเบี้ย ดังนั้นเมื่อนำระบบ Currency Board มาใช้ในชวงปี 1997-2000 นี้ นอกจากจะทำให้ประเทศขาดเครื่องมือในนโยบายการการเงินในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจแล้ว นโยบายการคลังก็มีข้อจำกัดอยู่มากจากภาระหนี้สาธารณะที่ก่อขึ้นในช่วงปี 1997-2000 ที่ผ่านมา ดังนั้นการนำระบบ Currency Board มาใช้ในชวงนี้อาจทำให้ประเทศขาดเครื่องมือที่สำคัญในการสนับสนุนการเจริญเติบโตของประเทศ และจะส่งผลกระทบต่อการพัฒนาตัวทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างมาก

4. การปฏิรูปสถาบัน กฎหมาย และนโยบายต่าง ๆ ในประเทศให้สอดคล้องกับระบบ Currency Board

ระบบ Currency Board จะไม่สามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพถ้ายังขาดสถาบันและนโยบายรองรับที่เหมาะสม นอกจากนี้ยังต้องได้รับความร่วมมืออย่างใกล้ชิดทั้งในระดับรัฐบาล กระทรวงการคลัง และธนาคารกลาง บางครั้งอาจต้องการความร่วมมือจากกระทรวงยุติธรรม และกระทรวงอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยความร่วมมือนี้ควรกระทำกันอย่างเป็นทางการ เพื่ออำนวยความสะดวกในการดำเนินการภายใต้ระบบ Currency Board (ดู Enoch and Gulde, 1997) ซึ่งในที่นี้จะกล่าวถึงขั้นตอนในการเปลี่ยนธนาคารกลางหรือธนาคารแห่งประเทศไทยเป็น Currency Board พร้อมทั้งหลักเกณฑ์ในการดำเนินการภายใต้ระบบนี้ที่ประเทศไทยต้องทำเพื่อให้ระบบ Currency Board ดำเนินการอย่างมีประสิทธิภาพต่อไปในอนาคต

4.1 การเปลี่ยนธนาคารแห่งประเทศไทยเป็น Currency Board

การที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้แทนระบบธนาคารกลางนั้นสามารถกระทำได้อย่างง่าย มีขั้นตอนไม่ซับซ้อนนัก กล่าวคือต้องมีการแบ่งแยกบทบาทในการขยายฐานเงินออกจากการดูแลของธนาคารกลาง และต้องหาทุนสำรองเงินตราที่เป็นสินทรัพย์ในรูปเงินตราต่างประเทศที่มากพอในการหนุนหลังธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ที่ใช้หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ และประกาศอัตราแลกเปลี่ยนทางการการไว้ใช้ในการแลกเปลี่ยนเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง

โดยขั้นตอนในการเปลี่ยนธนาคารกลางมาเป็นคณะกรรมการเงินตรา(currency board) สามารถกระทำได้ตามขั้นตอนดังนี้

1. แยกบทบาทอื่น ๆ ของธนาคารกลางออกจากบทบาทในการควบคุมปริมาณเงิน

กล่าวคือ อาจมีการตั้งหน่วยงานและเจ้าหน้าที่ในด้านการควบคุมธนาคารพาณิชย์ ซึ่งหน่วยงานนี้จะต้องมีการทำงานอย่างอิสระ ซึ่งหน้าที่หลักของหน่วยงานนี้จะเหมือนกับที่ธนาคารกลางเคยทำในการควบคุมระบบธนาคารในประเทศ โดยเจ้าหน้าที่ในหน่วยงานดังกล่าวนี้จะทำการควบคุมตรวจสอบธนาคารพาณิชย์ และสามารถให้คำแนะนำในเรื่องการเงินแก่รัฐบาล หรือมีฉะนั้นก็อาจแยกบทบาทนี้ให้กับกระทรวงการคลัง ในการเข้ามาทำงานในด้านการควบคุมธนาคารพาณิชย์แทนธนาคารกลาง โดยในส่วนของกรรมด้านธนาคาร⁹ ที่ธนาคารกลางเคยทำนั้นอาจจะแยกออกไปจัดตั้งธนาคารแห่งใหม่ หรือมีการจัดตั้งสถาบันรับประกันเงินฝากแทน

2. ประกาศว่าจะใช้เงินสกุลหลักใดเป็นเงินทุนสำรอง

โดยเมื่อประกาศไปแล้ว ก็จะมีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีการลอยตัวอย่างเสรีในช่วงหนึ่งเพื่อหาอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสม ซึ่งการหาอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมมีความจำเป็นอย่างมาก โดยตัวที่จะชี้วัดที่ดีที่สุดว่าอัตราแลกเปลี่ยนระดับใดมีความเหมาะสมที่สุดก็คือ อัตราแลกเปลี่ยนตลาดที่ทำการซื้อขายโดยไม่มีข้อจำกัด ซึ่งจะสะท้อนถึงอุปสงค์และอุปทานที่แท้จริง ดังนั้นขั้นแรกในการประกาศอัตราแลกเปลี่ยนทางการก็ควรปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวได้อย่างเสรีในช่วงหนึ่งก่อน

โดยทั้งนี้เพราะเมื่อมีการประกาศที่จะนำ Currency Board มาใช้แทนธนาคารกลาง รัฐบาลก็ควรประกาศสกุลเงินที่จะนำมาใช้เป็นเงินทุนสำรอง¹⁰ และวันที่จะมีการใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่อย่างเป็นทางการ ทั้งนี้ก็เพื่อลดความไม่แน่นอนต่าง ๆ ซึ่งอาจทำให้ค่าเงินของประเทศมีค่าต่ำเกินจริง(undervalue) และการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอย

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

⁹การแยกหน้าที่ด้านการควบคุมตรวจสอบธนาคารและด้านอื่นๆ ออกไปจะช่วยสร้างความชัดเจนในหน้าที่ในการดำเนินงานของระบบ Currency Board ได้ดีขึ้น โดยในที่นี้อาจแยกธนาคารกลางออกเป็นสองแผนกอย่างชัดเจน คือแผนกออกเงินตราและรักษาทุนสำรองระหว่างประเทศ และแผนกธนาคารพาณิชย์

¹⁰โดยปกติการเลือกเงินสกุลหลักที่จะนำมาใช้เป็นทุนสำรองเงินตรานั้น ประเทศควรต้องคำนึงถึงทิศทางการค้าของประเทศโดยดูในส่วนของกาเข้าส่งออก หนี้ต่างประเทศที่มีอยู่ และความสัมพันธ์ระหว่างวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศกับประเทศเงินสกุลหลัก แต่โดยส่วนใหญ่แล้วจะเลือกโดยคำนึงถึงประเทศคู่ค้าสำคัญเป็นหลัก

ตัวอย่างเสรีในช่วงหนึ่งนั้นจะต้องไม่มีการแทรกแซงใด ๆ จากธนาคารกลาง ควรปล่อยให้ตลาด(market force) เป็นตัวกำหนดอย่างอิสระ

3. สร้างความโปร่งใส และคาดคะเนได้(transparent and predictable) ในกิจกรรมใด ๆ ที่ธนาคารกลางกระทำ

กล่าวคือ ในช่วงก่อนที่จะใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การกระทำใด ๆ ของธนาคารกลางจะต้องโปร่งใสและคาดคะเนได้ เพื่อไม่ให้ธนาคารกลางไม่เข้าไปก้าวก่ายใด ๆ กับอัตราแลกเปลี่ยน โดยอาจให้ธนาคารกลางมีการรายงานถึงกิจกรรมใด ๆ และเหตุผลของธนาคารกลางอย่างต่อเนื่อง

4. ประกาศอัตราแลกเปลี่ยนทางการ ที่จะใช้ในการแลกเปลี่ยนเงินตรา

กล่าวคือ เมื่อมีการนำ Currency Board มาใช้แทนธนาคารกลางแล้ว รัฐบาลจะต้องประกาศอัตราแลกเปลี่ยนทางการ ที่ใช้ในการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง และเงินตราสกุลท้องถิ่น โดยรัฐบาลจะต้องรับประกันว่าจะมีเงินทุนสำรองหนุนหลังธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ที่คณะกรรมการเงินตราพิมพ์ออกมาใช้ในระบบเศรษฐกิจไม่ต่ำกว่า 100%

อาจกล่าวได้ว่าการเลือกอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมเป็นเรื่องของศิลป์มากกว่าวิทยาศาสตร์ เพราะถ้าเกิดเหตุการณ์ที่ก่อให้เกิดความไม่แน่ใจในอัตราแลกเปลี่ยนทางการที่จะประกาศใช้ ก็ควรที่จะหันไปมุ่งความสนใจในอัตราแลกเปลี่ยนที่ช่วยสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันของประเทศมากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าเงินสูงเกินไป เช่นในช่วงที่ Hong Kong มีการนำระบบ Currency Board มาใช้ในปี 1983 ปรากฏว่าในช่วงแรกเจ้าหน้าที่การเงินมีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวได้ในช่วงที่กำหนดไว้ แทนที่จะกำหนดเป็นอัตราที่แน่นอน จนเมื่อเวลาผ่านไปจนปรากฏอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ที่เชื่อถือได้ว่าเหมาะสม ไม่ทำให้ค่าเงินสูงหรือต่ำจนเกินไป ก็เริ่มใช้อัตราแลกเปลี่ยนนั้นแทน

5. สร้างการป้องกันทุนสำรองที่เป็นสินทรัพย์ต่างประเทศให้ครอบคลุมปริมาณเงินไม่ต่ำกว่า 100%

กล่าวคือภายใต้ระบบ Currency Board จำเป็นที่จะต้องต้องมีทุนสำรองที่เป็นสินทรัพย์ต่างประเทศหนุนหลังธนบัตร และเหรียญกษาปณ์ และเงินฝากใน Currency Board ไม่ต่ำกว่า 100% ทั้งนี้เพราะถ้าปล่อยให้ Currency Board สามารถดำเนินการโดยมีอัตรา

ทุนสำรองที่ต่ำกว่า 100% ก็อาจทำให้ Currency Board หันไปใช้นโยบายการเงินแบบตามใจชอบได้(discretionary monetary policy)

4.2 การกำหนดแนวทางในการดำเนินงานของระบบ Currency Board

ระบบ Currency Board มีการดำเนินงานไม่ซับซ้อน และเข้าใจได้ง่าย ซึ่งถือเป็นจุดเด่นอย่างหนึ่งของ ระบบ Currency Board ซึ่งสามารถแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับแนวทางในการบริหารการดำเนินงานของ Currency Board ได้ดังนี้

1. การตรากฎหมายรองรับ(Constitution)¹¹

ระบบ Currency Board ควรมีกฎหมายรองรับเพื่อให้สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งในกฎหมายนี้จะมีการกำหนดหน้าที่ที่ชัดเจนที่ Currency Board สามารถทำได้ และมีการระบุถึงวิธีการในการสรรหากรรมการที่จะมาเข้าร่วมใน คณะกรรมการเงินตรา(Currency Board) อย่างชัดเจน และกฎหมายนี้ยังมีบทบาทในการป้องกัน Currency Board ให้สามารถทำงานได้อย่างอิสระ ไม่ต้องขึ้นอยู่กับหน่วยงานใดแม้แต่รัฐบาล

2. การดำเนินนโยบายด้านการแลกเปลี่ยนเงินตรา(Exchange policy)

เนื่องจาก Currency Board ต้องทำหน้าที่ในการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง กับเงินสกุลท้องถิ่น ตามความต้องการของตลาดโดยไม่จำกัดจำนวน แต่อย่างไรก็ตามคณะกรรมการเงินตราไม่จำเป็นต้องถือสินทรัพย์ต่างประเทศเป็นเงินสดในจำนวนที่มากนัก เพราะจะทำให้กำไรของ Currency Board ลดลง ดังนั้น Currency Board จึงควรทำหน้าที่ด้านการแลกเปลี่ยนเงินตราในรูปผู้ค้าส่ง กับธนาคารพาณิชย์¹² และนำเทคโนโลยีด้านการโอนเงินทางอิเล็กทรอนิกส์มาใช้ในการรับช่วงซื้อขายพันธบัตรต่างประเทศ

¹¹ บางครั้งตัวแทนเศรษฐกิจอาจไม่เชื่อมั่นว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินจะดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ต่อไปในอนาคต ซึ่งจะก่อให้เกิดปัญหาความเชื่อมั่นขึ้นในระบบ และอาจนำไปสู่การเก็งกำไรในค่าเงินได้ ดังนั้นการมีกฎหมายรองรับอาจช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ตัวแทนเศรษฐกิจในเรื่องนี้ได้

¹² ดังนั้นภายใต้ระบบนี้สาขานาครพาณิชย์จะได้รับการสนับสนุนทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนตามบัญชีเงินฝากที่มีอยู่ในธนาคารกลาง เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวแทนหรือนายหน้าของธนาคารกลางในการทำหน้าที่รับแลกเปลี่ยนเงินตรา

3. การกำหนดจำนวนขั้นต่ำ-ขั้นสูงในการแลกเปลี่ยนเงินตรา (Lower and upper limits exchange)

เนื่องจากบางครั้ง Currency Board ต้องการลดต้นทุนที่เกิดจากการถือเงินสกุลหลักไว้ในมือ ดังนั้นจึงอาจจะกำหนดจำนวนขั้นต่ำในการแลกเปลี่ยนเงินตรา แต่อย่างไรก็ตามเพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ประชาชน Currency Board ก็ไม่ควรกำหนดจำนวนขั้นต่ำในการแลกเปลี่ยนเงินตรา ส่วนในด้านกำหนดจำนวนขั้นสูงในการแลกเปลี่ยนเงินตรานั้นไม่ควรที่จะเกิดขึ้นในระบบ Currency Board เพราะจะไปจำกัดหน้าที่ด้านการรับแลกเปลี่ยนเงินตราตามความต้องการของตลาด(convertibility) ซึ่งเป็นหน้าที่หลักของ Currency Board

4. การกำหนดค่าธรรมเนียม(Commission fees)

ในบางครั้งเมื่อ Currency Board เกิดการขาดทุนในการดำเนินงาน จึงจำเป็นต้องหารายได้มาทดแทนการขาดทุนดังกล่าว โดย Currency Board อาจกำหนดค่าธรรมเนียมประมาณ 1/4-1% ต่อการแลกเปลี่ยนเงินตราแต่ละครั้ง ซึ่งบางครั้งอาจกำหนดส่วนลดให้เมื่อมีการแลกเปลี่ยนเงินตราจำนวนมาก

5. การจัดตั้งเครือข่ายการการทำงาน(Offices)

Currency Board จำเป็นต้องมีสำนักงานหรือตัวแทนนายหน้าซึ่งอาจจะเป็นสาขาของธนาคารพาณิชย์ เพื่อสามารถให้บริการด้านการรับแลกเปลี่ยนเงินตราได้อย่างมีประสิทธิภาพ และนอกจากนี้ก็ควรมีสสำนักงานในประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองด้วย

6. การบริหารการจัดการ(Management)

Currency Board จะมีการจัดตั้งคณะกรรมการผู้บริหาร(board of directors) ขึ้นเพื่อควบคุมพนักงาน(staff)ในความควบคุมของตน ซึ่งการดำเนินงานของคณะกรรมการผู้บริหารนี้ ควรจะต้องเป็นอิสระจากอิทธิพลทางการเมือง

7. การกำหนดหน้าที่ของพนักงาน(Staff)

พนักงานใน Currency Board จะมีหน้าที่หลักในการทำงานอยู่ 2 ส่วน โดยส่วนแรกคือการทำหน้าที่ในด้านแลกเปลี่ยนเงินตรา ส่วนหน้าที่ที่สองคือการตัดสินใจลงทุน โดย

พนักงานเหล่านี้จะต้องนำสินทรัพย์สำรองที่มีอยู่มาลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ และให้ผลตอบแทนในรูปแบบเงินตราสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง

8. การกำหนดอัตราทุนสำรอง(Reserve ratio)¹³

Currency Board จะต้องมีทุนสำรองหนุนหลังธนบัตร และเหรียญกษาปณ์ที่ตนพิมพ์ออกมาใช้อย่างน้อย 100% แต่ในทางปฏิบัติ Currency Board อาจจะมีอัตราส่วนทุนสำรองที่มากกว่าปริมาณเงินประมาณ 5-10% เพื่อป้องกันปัญหาที่เกิดจากการขาดทุนในหลักทรัพย์ซึ่งจะทำให้มีทุนสำรองหนุนหลังเงินตราไม่ครบ 100% ได้

9. การกำหนดส่วนประกอบในทุนสำรอง(Composition of reserve)

Currency Board จะต้องถือทุนสำรองต่างประเทศ(foreign reserves) ในรูปหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ และให้ผลตอบแทนในรูปแบบเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองเท่านั้น ซึ่งอาจจะเป็นพันธบัตรที่มีความเสี่ยงต่ำ หรือในรูปแบบฝากในธนาคารพาณิชย์ที่มั่นคงในประเทศเงินสกุลหลัก และถ้าเป็นไปได้ Currency Board ควรหลีกเลี่ยงที่จะถือสินทรัพย์ที่ไม่ให้ผลตอบแทน

10. การกำหนดอายุในการไถ่ถอนคืนของสินทรัพย์สำรอง(Maturity of assets)

Currency Board ควรถูกจำกัดอำนาจตามกฎหมายในเรื่องอายุในการไถ่ถอนคืนของสินทรัพย์ทุนสำรองที่ถืออยู่ แม้หลักทรัพย์ที่มีอายุในการไถ่ถอนคืนยาว(long term) จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าหลักทรัพย์ที่มีอายุในการไถ่ถอนคืนสั้น แต่เพื่อความปลอดภัยและไม่ให้เกิดปัญหาสภาพคล่องขึ้นในระบบ Currency Board จึงมักพบว่า Currency Board ในอดีตมีการถือหลักทรัพย์ระยะสั้นไม่ต่ำกว่า 30% ของทุนสำรองทั้งหมด

¹³ก่อนจะมีการกำหนดอัตราทุนสำรอง จำเป็นต้องมีการกำหนดความหมายของทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยน และหนี้สินทางการเงินในประเทศเสียก่อน กล่าวคือ ในด้านทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนควรที่จะกำหนดว่าอยู่ในรูปใด เช่น ในรูปรวม(gross) หรือในรูปสุทธิ(net) ซึ่งเป็นการแยกแยะว่าจะมีการรวมหรือไม่รวมเงินกู้จาก IMF หรือหนี้สินระยะยาวอื่น ๆ ที่มีอยู่ ส่วนหนี้สินทางการเงินในประเทศ อาจจะถูกกำหนดให้ครอบคลุมเฉพาะธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ หรืออาจจะรวมเงินฝากของสถาบันการเงินในธนาคารกลางด้วย

11. รายจ่ายของ Currency Board (Expenses)

จากการดำเนินงานของ Currency Board ในอดีตมีค่าใช้จ่ายโดยเฉลี่ยไม่เกิน 1% ของสินทรัพย์สำรองทั้งหมด โดยค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่มาจากการพิมพ์ธนบัตร และเหรียญกษาปณ์ นอกจากนี้ก็เป็นค่าเงินเดือนของพนักงาน, ค่าเช่า, ค่าใช้จ่ายในการดูแลรักษา เป็นต้น

12. รายได้ของ Currency Board (Seigniorage)

รายได้สุทธิของ Currency Board จะมาจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เป็นทุนสำรองเงินตราที่ถืออยู่ หักด้วยค่าใช้จ่ายในการพิมพ์ธนบัตรและเหรียญกษาปณ์ และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ซึ่งในอดีตจากผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจากหลักทรัพย์จะตกราว ๆ 4% ต่อปี ในขณะที่ค่าใช้จ่ายรวมไม่เกิน 1% ต่อปี จึงถือได้ว่ารายได้สุทธิ(net seigniorage) จะตกราว ๆ 3% ต่อปีของฐานเงินโดยเฉลี่ย

4.4.2 ผลกระทบและความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย

ในการศึกษาความเหมาะสมและผลกระทบจากการนำระบบ Currency Board นั้นจะใช้ผลดี-ผลเสียที่ประเทศไทยจะได้รับจากการนำระบบนี้มาใช้ และในการตอบความเหมาะสมนั้นจะใช้การเปรียบเทียบความสำคัญระหว่างข้อดีข้อเสียที่ประเทศไทยได้รับ

4.4.2.1 ผลกระทบที่ประเทศไทยจะได้รับจากการใช้ระบบ Currency Board

ตามทฤษฎีแล้วระบบ Currency Board ซึ่งเป็นระบบหนึ่งของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่เข้มงวด ดังนั้นจึงเป็นระบบที่สร้างความน่าเชื่อถือแก่ผู้ดำเนินนโยบายให้สูงขึ้น(credibility) แต่ก็ เป็นระบบที่ขาดความยืดหยุ่นในการใช้นโยบายการเงินเพื่อแก้ไขปัญหาทั้งจากภายในและต่างประเทศ โดยในที่นี่สามารถสรุปข้อดี-ข้อเสียที่จะเกิดขึ้นจากระบบ Currency Board ดังนี้

- ผลดีที่ประเทศไทยจะได้รับจากการใช้ระบบ Currency Board

- 1.สามารถสร้างความน่าเชื่อถือแก่ประชาชนต่อผู้ดำเนินนโยบายได้

ตามทฤษฎีแล้ว ถ้าประชาชนสามารถเชื่อมั่นในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ใช้อยู่ ก็จะทำให้เชื่อมั่นว่าเจ้าหน้าที่การเงินจะรักษาเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเป้าหมายแรกในนโยบายการเงินโดยจะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการประกาศไว้ ดังนั้นพวกเขาเหล่านี้ก็จะใช้ความเชื่อ

มันนี้มาใช้ในการคาดคะเนราคาสินค้าและระดับค่าจ้าง ซึ่งจะส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจสามารถมีระดับอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำได้

โดยในอดีตที่ผ่านมาประเทศไทยใช้ระบบธนาคารกลางร่วมกับระบบตรึงค่าเงินกับตะกร้าเงิน ซึ่งดูจะไม่น่าเชื่อถือมากนัก โดยเฉพาะความคลุมเครือในเป้าหมายหลักในนโยบายการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ เพราะภายใต้ระบบตรึงค่าเงิน แม้จำเป็นต้องมีเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเป้าหมายแรก แต่ในทางปฏิบัติที่มักจะได้รับแรงกดดันทางการเมืองและภาวะเศรษฐกิจทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเพิ่มความสนใจในเป้าหมายทางเศรษฐกิจทั้งในเรื่องอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ หรือการจ้างงาน ทำให้บางครั้งมีการดำเนินนโยบายบางอย่างที่ไม่สอดคล้องกับระบบตรึงค่าเงิน จึงเป็นจุดอ่อนและได้รับผลกระทบจากโจมตีค่าเงินของนักเก็งกำไร ทำให้พบว่าตลอดระยะเวลาที่ประเทศไทยตรึงค่าเงินนั้นมีการประกาศลดค่าเงินอยู่เป็นระยะ ๆ ซึ่งการทำเช่นนี้จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นอย่างมากต่อระบบตรึงค่าเงินที่ใช้อยู่

แต่ในขณะที่เดียวกันระบบ Currency Board กลับสามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ดำเนินนโยบายได้ เนื่องจากข้อดีในเรื่องความโปร่งใสในการดำเนินการ(transparency) มีกลไกการทำงานที่ไม่ซับซ้อนและประชาชนสามารถเข้าใจได้ง่าย(simplicity) และมีการจำกัดกฎเกณฑ์ในการดำเนินนโยบายที่ชัดเจน(rule-bound) ทำให้ระบบ Currency Board ประสบความสำเร็จในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา และมีผลการดำเนินงานที่ดีในด้านเศรษฐกิจโดยรวม โดยเฉพาะในประเทศอาร์เจนตินา และฮ่องกง และดังนั้นระบบ Currency Board จึงเป็นระบบที่น่าเชื่อถือมากกว่าระบบธนาคารกลาง ซึ่งในการเปรียบเทียบระหว่าง Currency Board และธนาคารกลาง ละเอียดในภาคผนวก 1

2. มิบบทบาทในการควบคุมมูลค่าเงินตราในประเทศ(nominal anchor)แก่นโยบายการเงิน

เนื่องจากระบบ Currency Board ซึ่งเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีการจัดการที่เข้มงวดนั้น จะสร้างกฎเกณฑ์(rule-bound)ผู้ดำเนินนโยบายการเงิน ทำให้เจ้าหน้าที่เหล่านี้ไม่สามารถใช้นโยบายการเงินตามใจชอบได้(discretionary policy) ซึ่งในทางทฤษฎีแล้วจะช่วยลดปัญหาความไม่น่าเชื่อถือในนโยบายของประชาชนได้(time inconsistency problem) ดังนั้นในระยะยาวประเทศที่ใช้ระบบนี้ก็มักจะประสบความสำเร็จในการรักษาเสถียรภาพในระดับราคา(price stability) ประเทศที่ประสบความสำเร็จในการแก้ไขภาวะเงินเฟ้อที่สูงภายใต้ระบบ Currency Board ที่เห็นได้ชัดคือ อาร์เจนตินา และประเทศในแถบยุโรปตะวันออกซึ่งก่อนหน้าที่จะใช้ระบบนี้

อัตราเงินเฟ้อของประเทศเหล่านี้อยู่ในระดับที่สูงมาก แต่เมื่อนำระบบนี้มาใช้ระดับเงินเฟ้อลดลงอย่างรวดเร็วจนเข้าสู่ระดับเงินเฟ้อที่เป็นเลขตัวเดียว

ในขณะเดียวกันการใช้ระบบธนาคารกลางประกอบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการที่ประเทศไทยใช้อยู่ในปัจจุบันนั้น เป็นเหมือนการลดความสำคัญในเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนในการช่วยควบคุมรักษามูลค่าของเงินในประเทศ (nominal anchor) ประเทศไทยจึงต้องสร้างเป้าหมายอื่น ๆ มาเพื่อมาทำหน้าที่นี้แทน

3. ช่วยสร้างเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งจะลดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน และส่งเสริมการค้าการลงทุนระหว่างประเทศ

นี่เป็นข้อดีอีกอย่างหนึ่งของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่น่าเชื่อถือ เพราะการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่น่าเชื่อถือ โดยเฉพาะระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีการจัดการอย่างเข้มงวด เช่นระบบ Currency Board นั้นสามารถคงอยู่ต่อไปได้ในสภาวะแวดล้อมที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างเสรี เพราะภายใต้ระบบนี้คณะกรรมการเงินตรา (currency board) จะทำการปรับเปลี่ยนปริมาณเงินตราในประเทศให้สอดคล้องกับสถานะทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่เสมอ และมีการรักษาเป้าหมายในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก ดังจะเห็นได้จากในประเทศฮ่องกง และอาร์เจนตินา ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ที่ผ่านมา เจ้าหน้าที่การเงินมีการตรึงสภาพคล่องเพื่อผลักดันอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้น แม้จะได้รับผลกระทบด้านลบจากภาวะอัตราดอกเบี้ยที่ถีบตัวสูงขึ้นก็ตาม แต่ก็ทำให้ประเทศทั้งสองสามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่ทางการประกาศไว้ได้

ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับระบบตรึงค่าเงินร่วมกับระบบธนาคารกลางที่ประเทศไทยใช้อยู่ในอดีตแล้ว จะพบว่าระบบที่ประเทศไทยใช้นั้นเป็นระบบตรึงค่าเงินที่อ่อนแอ ไม่สามารถคงอยู่ต่อไปในอนาคตได้ และในส่วนของธนาคารกลางเองก็มักจะมีนโยบายที่ไม่เหมาะสมกับระบบตรึงค่าเงินที่ใช้ ทำให้บางครั้งในช่วงที่มีการโจมตีค่าเงินรัฐบาลยอมที่จะสละเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นจึงลดความเชื่อมั่นในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และสร้างความเสียหายต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศอันเกิดจากการลดค่าเงินขนาดใหญ่

ดังนั้นถ้าประเทศไทยนำระบบ Currency Board มาใช้ซึ่งเป็นระบบที่น่าเชื่อถืออย่างมาก ก็จะมีผลทำให้ลดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจะส่งผลในการลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยนทางการค้าการลงทุนระหว่างประเทศ ดังนั้นตาทฤษฎีแล้วก็น่าที่จะช่วยส่งเสริมการค้าการลงทุน

ของประเทศ ซึ่งจากหลักฐานในอดีตก็ชี้ว่าในช่วงที่ประเทศต่าง ๆ ใช้ระบบนี้ก็ดูจะส่งผลดีต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม และในอดีตที่ผ่านมา ก็ปฏิเสธไม่ได้ว่าในช่วงที่ประเทศตลาดเกิดใหม่โดยเฉพาะในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทางเศรษฐกิจที่สูงมากในช่วงที่มีการตรึงค่าเงิน¹⁴

● ข้อเสียที่ประเทศไทยจะได้รับจากการนำระบบ Currency Board มาใช้

1. การขาดความยืดหยุ่นในการใช้นโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนในการใช้เป็นเครื่องมือในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจทั้งจากภายในและต่างประเทศ

เป็นที่แน่นอนว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่มีการจัดการอย่างเข้มงวดอย่างระบบ Currency Board นั้น ทำให้ประเทศไม่สามารถใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระเพื่อแก้ปัญหาหรือบรรเทาปัญหาต่าง ๆ ทั้งจากภายในและต่างประเทศ นอกจากนี้การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ต่าง ๆ รวมทั้งระบบ Currency Board ที่อยู่ในภาวะที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีจะทำให้ประเทศไม่สามารถบรรลุเป้าหมายภายในเช่นเงินเฟ้อ, ผลผลิต, การจ้างงานและเป้าหมายภายนอกได้เช่นการสร้างสมดุลในดุลการค้า, ดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลการชำระเงิน(internal and external balances) ได้พร้อม ๆ กันทั้งสองเป้าหมายในเวลาเดียวกัน

ดังนั้นในภาวะที่มีการพัฒนาตลาดทุนและตลาดเงินระหว่างประเทศอย่างรวดเร็ว ประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่จึงมักพบความไม่สอดคล้องกันของเป้าหมายทางเศรษฐกิจ เช่นถ้าประเทศต้องการการรักษาเป้าหมายการจ้างงานให้อยู่ในระดับสูงซึ่งถือเป็นเป้าหมายภายใน(internal balance) ก็อาจก่อให้เกิดการขาดดุลในดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดได้ซึ่งถือเป็นเป้าหมายภายนอก(external balance)

และกลไกการปรับตัวของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้นเป็นไปโดยอัตโนมัติเพื่อสร้างความสมดุลในเป้าหมายภายนอก เช่นการขาดดุลบัญชีชำระเงิน ก็จะส่งผลให้สภาพคล่องลดลงและมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ระดับราคาลดลง เพื่อปรับให้ดุลการชำระเงินอยู่ในระดับที่สมดุล และในทางกลับกันเมื่อมีการเกินดุล ดังนั้นภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่การจัดการที่เข้มงวดแบบนี้ทำให้ประเทศขาดอิสระในการใช้นโยบายการเงิน โดยเฉพาะความยืดหยุ่นในอัตราแลกเปลี่ยน

¹⁴ แต่อย่างไรก็ตามไม่สามารถเปรียบเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวได้ เนื่องจากประเทศกำลังพัฒนายังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวได้ไม่นาน

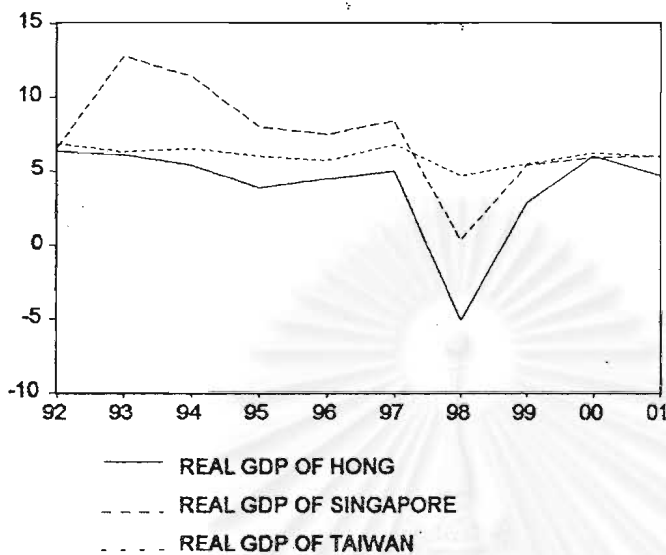
เปลี่ยนเพื่อมาบรรเทาวัฏจักรเศรษฐกิจที่ประเทศเผชิญอยู่ ดังนั้นภายใต้ระบบนี้จึงดูเหมือนว่าประเทศต้องประสบกับความผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจโดยยากที่จะหลีกเลี่ยงได้

2. สร้างต้นทุนที่สูงต่อระบบเศรษฐกิจในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เข้มแข็งและสามารถยืนหยัดต่อไปในอนาคตได้แม้จะมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีนั้น จำเป็นที่จะต้องมีการจัดการที่เข้มงวดทั้งในด้านนโยบายและการปฏิบัติ กล่าวคือภายใต้ระบบนี้เจ้าหน้าที่การเงินต้องสร้างความน่าเชื่อถือต่อ ตัวแทนเศรษฐกิจ (economic agents) ว่าจะมีเป้าหมายหลักในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการประกาศไว้ โดยไม่คำนึงว่าจะเกิดต้นทุนอย่างไรต่อระบบเศรษฐกิจ เช่นการว่างงาน การขาดดุลการค้า การเกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง ซึ่งความจริงใจในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนโดยยอมรับต้นทุนที่สูงนี้กลายเป็นเป้าหมายที่นักเก็งกำไรในค่าเงินสนใจ เพราะถ้านักเก็งกำไรเหล่านี้ไม่เชื่อมั่นว่าเจ้าหน้าที่การเงิน หรือระบบเศรษฐกิจ ระบบการเงินของประเทศจะสามารถรับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยนทางการได้ ก็จะก่อให้เกิดการเก็งกำไรในค่าเงินของประเทศนั้นอย่างมาก ซึ่งสุดท้ายประเทศเหล่านั้นก็จะได้รับต้นทุนที่สูงกว่าปกติ หรือยอมสละเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนแต่ก็ได้รับต้นทุนที่สูงจากการลดลงอย่างมากของค่าเงิน

แต่อย่างไรก็ตามระบบ Currency Board ที่มีสถาบันและนโยบายรองรับอย่างเหมาะสมก็สามารถสร้างความเชื่อมั่นในเรื่องนี้ได้โดยเฉพาะระบบใน อาร์เจนตินา และฮ่องกง โดยในอาร์เจนตินานั้นสามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนได้ตามที่กำหนดแม้จะได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ในเม็กซิโก(1994-95) และในเอเชีย(1997-98) แต่อย่างไรก็ตามการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนโดยตรึงสภาพคล่องและใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่สูงส่งผลให้เกิดภาวะล้มละลายในธนาคารพาณิชย์และบริษัทเอกชนในประเทศ ซึ่งส่งผลให้อาร์เจนตินาเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง(ดูรูปที่ 1.1 ในบทที่ 1 ประกอบ) ส่วนฮ่องกงก็เช่นกันแม้จะสามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่อยู่ในระดับ 7.8 ดอลลาร์ฮ่องกงต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐมาตั้งแต่เริ่มใช้ระบบ Currency Board ในปี 1983 แม้จะประสบกับปัญหาวิกฤตการณ์เอเชียอย่างหนัก แต่อย่างไรก็ตามประเทศฮ่องกงก็ต้องประสบกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศได้หวันและสิงคโปร์ที่มีระดับการพัฒนาเศรษฐกิจที่ทัดเทียมกันแต่สองประเทศนี้ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้

รูปที่ 4.1 แสดงผลิตภัณฑ์มวลรวมที่แท้จริง(real GDP)ในประเทศ ฮองกง ไต้หวัน และสิงคโปร์



เนื่องจากวิกฤตการณ์เอเชียที่ผ่านมาเจ้าหน้าที่ทางการเงินของฮองกงได้มีการแทรกแซงโดยมีการตรึงสภาพคล่องพร้อมกับการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้นมาก จึงทำให้ระบบเศรษฐกิจได้รับผลกระทบด้านลบจากภาวะอัตราดอกเบี้ยที่สูง แม้จะสามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่ทางการกำหนดไว้ได้ในที่สุด แต่ก็ทำให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศลดลงอย่างมาก เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศไต้หวัน และสิงคโปร์ ที่ไม่ใช้ระบบ Currency Board ทำให้เงินสกุลของประเทศทั้งสองนี้สามารถยืดหยุ่นได้เพื่อหลีกเลี่ยงที่จะเผชิญกับวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่รุนแรงในประเทศ ดังนั้นอัตราความเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์ที่แท้จริงของไต้หวันและสิงคโปร์ยังคงอยู่ในแดนบวกในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ปี 1998 คือ 4.7 และ 0.4 ตามลำดับ ในขณะที่อัตราความเจริญเติบโตของผลิตภัณฑ์ที่แท้จริงในฮองกงติดลบในช่วงวิกฤตการณ์ปี 1998 ถึง -5.1 ดังรูปที่ 4.1

4.4.2.2 ความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย

จากผลกระทบทั้งในด้านที่ดีและในด้านที่ไม่ดีที่ประเทศไทยจะได้รับเมื่อมีการนำระบบ Currency Board มาใช้นั้น พบว่าในส่วนผลกระทบที่ดีนั้นไม่ว่าจะเป็นเรื่องการเมืองเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและจะลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยนสินค้าและเงินทุนระหว่างประเทศ รวมทั้งช่วยในการควบคุมมูลค่าเงินตรา(nominal anchor)แก่นโยบายการเงินนั้นเป็นสิ่งที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นสามารถแก้ไขหรือบรรเทาได้ในขณะที่จุดอ่อนของระบบ Currency Board นั้นยังยากที่จะแก้ไข ซึ่งในตอนนี้จะมีการชั่งน้ำหนัก

จุดเด่นจุดด้อยของระบบ Currency Board เพื่อตอบปัญหาในเรื่องความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทยกล่าวคือ

1. ด้านความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน(Exchange Rate Risk)

แม้ประเด็นในเรื่องความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเคยใช้เป็นจุดโจมตีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวในช่วงทศวรรษ 1970s แต่มาในปัจจุบันโลกมีการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินหลายอย่างที่ช่วยในการป้องกัน(hedge)ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เช่นธุรกรรมสวอปตลาดตราสารล่วงหน้า(future market) หรือ option เป็นต้น

แต่อย่างไรก็ตามในการถกเถียงเรื่องความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนนี้มีประเด็นอยู่สองอย่างคือ (1)ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมีความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนทั้งในรูปที่เป็นตัวเงินและในรูปที่แท้จริงมากกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ (2)และเมื่อเป็นเช่นนี้ก็อาจจะมีผลทำให้ลดปริมาณการค้าและการลงทุนภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ซึ่งในประเด็นแรกนั้นเป็นเรื่องจริง¹⁵ ส่วนประเด็นที่สองนั้นเป็นเรื่องที่อาจเป็นไปได้ แต่ผลกระทบที่เกิดขึ้นก็เป็นเพียงเล็กน้อย ยกเว้นถ้าเปรียบเทียบกับกรรวมตัวเป็นสหภาพการเงิน(monetary union)

ดังนั้นเมื่อเป็นเช่นนี้แม้ระบบ Currency Board จะสามารถลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนได้ ก็ถือว่าได้เปรียบไม่มากเมื่อเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการที่ประเทศไทยใช้อยู่ในปัจจุบัน ถ้าประเทศไทยมีการพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ขึ้นในประเทศ ก็จะมีทางออกให้กับประชาชนในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่อาจเกิดขึ้นจากระบบนี้ แม้จะต้องเสียต้นทุนบางอย่างในการใช้ตลาดตราสารอนุพันธ์แต่ต้นทุนดังกล่าวก็คงจะไม่มากนัก¹⁶

2. ในเรื่องการควบคุมมูลค่าของเงินตราในประเทศ(nominal anchor)

ตามทฤษฎีแล้วระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่โดยเฉพาะระบบ Currency Board นั้นจะช่วยประเทศในเรื่องการควบคุมมูลค่าของเงินตราในประเทศ(nominal anchor)แก่นโยบายการเงินผ่านเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งทำให้เจ้าหน้าที่การเงินไม่สามารถใช้นโยบายที่สร้างความแปลกใจแก่ประชาชนได้(discretionary policy) จึงทำให้สามารถแก้ไขปัญหาในเรื่องความไม่เชื่อมั่นใน

¹⁵ดูหลักฐานที่พบใน Mussa(1990)

¹⁶โดยในสถานการณ์ปกติค่า Forward premia จะเท่ากับความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ(interest rate differential) แต่ความสัมพันธ์จะไม่เป็นเช่นนี้ถ้าอยู่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งจะทำให้ค่าธรรมเนียมนี้สูงขึ้นอย่างมาก

นโยบายของประชาชน(time inconsistency problem)ได้ ทำให้สามารถรักษาระดับเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำได้ในระยะยาว ซึ่งจากหลักฐานในอดีตจะพบว่าเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนนั้นสามารถช่วยในการสร้างเสถียรภาพแก่ประเทศที่เกิดภาวะเงินเฟ้อที่สูงได้ เช่น อิตาลี สเปน โปรตุเกส ซึ่งมีการผูกค่าเงินของตนกับเงินมาร์กเยอรมันในช่วงทศวรรษ 1980s และอาร์เจนตินา เม็กซิโก ซึ่งมีการตรึงค่าเงินอย่างใกล้ชิดกับเงินดอลลาร์สหรัฐเพื่อยุติปัญหาเงินเฟ้อในประเทศ

แต่อย่างไรก็ตามแม้จะมีระบบธนาคารกลางควบคู่ไปกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่สามารถยืดหยุ่นได้ ก็สามารถแก้ปัญหาที่เกิดจากความไม่เชื่อถือนโยบายได้(time inconsistency) โดย McCallum(1995) ชี้ว่า ธนาคารกลางสามารถหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดจากความไม่น่าเชื่อถือในนโยบายได้ ด้วยการให้ความสนใจในเรื่องกระบวนการในการคาดคะเนราคาสินค้าและค่าจ้างในอนาคต และนำมาสร้างกลยุทธ์ในการกำหนดแนวทางในนโยบายการเงิน และต้องแสดงให้เห็นว่าธนาคารกลางจะไม่ดำเนินนโยบายตามใจชอบหรือสร้างความแปลกใจแก่ประชาชน (discretionary policy) แต่อย่างไรก็ตามบางครั้งธนาคารกลางอาจมีการใช้นโยบายในการขยายตัวมากเกินไปเพราะได้รับแรงกดดันทางการเมือง ดังนั้นถ้ามีการจำกัดบทบาททางการเมืองในการสร้างนโยบายการเงินที่ไม่เหมาะสม และธนาคารกลางมีเป้าหมายในนโยบายที่โปร่งใสและน่าเชื่อถือก็สามารถสร้างเสถียรภาพในระดับราคาได้อย่างประสบความสำเร็จ ตัวอย่างของธนาคารกลางที่ประสบความสำเร็จ เช่นธนาคารกลางในแคนาดา และนิวซีแลนด์ เป็นต้น ที่มีเป้าหมายในอัตราเงินเฟ้อ(inflation target) และได้รับการสนับสนุนทางการเมืองในการรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำ

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าแม้ระบบ Currency Board จะมีเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนในการสร้างเสถียรภาพในระดับราคา ซึ่งในทางปฏิบัติแล้วดูง่ายกว่าระบบธนาคารที่มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้เหมือนเช่นที่ประเทศไทยเป็นอยู่ แต่ถ้าประเทศไทยสามารถสร้างกรอบในการดำเนินนโยบายการเงินอย่างชัดเจนแทนการรักษาเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนที่ยกเลิกไป เช่นการตั้งเป้าหมายในอัตราเงินเฟ้อ(inflation target) ที่ประเทศไทยใช้อยู่ในปัจจุบันก็อาจจะประสบความสำเร็จในด้านการรักษาเสถียรภาพในระดับราคาเหมือนเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยน เพียงแต่การใช้เป้าหมายในอัตราเงินเฟ้อให้ประสบความสำเร็จนั้นต้องขึ้นอยู่กับความจริงจังของธนาคารแห่งประเทศไทยในการรักษาเป้าหมายเงินเฟ้อที่ประกาศไว้¹⁷ และต้องได้รับความสนับสนุนทางการเมืองในการรักษาระดับเงินเฟ้อที่ธนาคารกลางประกาศ

¹⁷ แม้บางครั้งอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงอาจมีการเปลี่ยนแปลงคลาดเคลื่อนไปจากเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ธนาคารกลางประกาศ แต่เหตุการณ์เช่นนี้จะต้องไม่เกิดขึ้นบ่อยนัก และเมื่อเกิดความคลาดเคลื่อนดังกล่าว

ดังนั้น เนื่องจากเป้าหมายในอัตราเงินเพื่อสามารถสร้างวินัย(Discipline) ให้กับธนาคารกลางได้ด้วยการกำหนดความรับผิดชอบที่ชัดเจน(Accountability) อีกทั้งยังสร้างความโปร่งใส(Transparency) ด้วยการกำหนดเป้าหมายสุดท้ายซึ่งก็คือ อัตราเงินเฟ้อ หรือระดับราคา และก็มี การกำหนดเครื่องมือ(อัตราดอกเบี้ย)ไว้อย่างชัดเจนเช่นกัน ทำให้เป้าหมายในอัตราเงินเพื่อสามารถรักษาเสถียรภาพในระดับราคาได้เช่นเดียวกับเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยน

แต่อย่างไรก็ตามเป้าหมายในอัตราเงินเพื่อ(inflation target) ยังมีข้อดีอีกอย่างที่เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ในระบบ Currency Board ไม่มี คือเป้าหมายในอัตราเงินเพื่อ จะทำให้ธนาคารกลางมีความยืดหยุ่น(Flexibility)ในการดำเนินนโยบายการเงินได้มาก และเมื่อความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินและตัวแปรทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป ก็สามารถเปลี่ยนนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงนั้น ตราบใดที่ยังสามารถรักษาอัตราเงินเฟ้อได้ภายในเป้าหมาย

จากการซึ่งนำหนักความสำคัญของผลดีที่ได้รับจากระบบ Currency Board ข้างต้นแล้วพบว่าผลดีที่ได้รับจากระบบนี้ ลดน้อยลงไปเมื่อเทียบกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ เพราะระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้นั้นสามารถสร้างนโยบายหรือสถาบันอื่น ๆ มาสนับสนุนจุดด้อยของตนเองไม่ว่าจะเป็นเรื่องความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยน หรือความสามารถในการรักษาเสถียรภาพเงินตรา

แต่ในทางตรงกันข้ามข้อเสียของระบบ Currency Board ในเรื่องการขาดความยืดหยุ่นในการใช้นโยบายการเงินเพื่อป้องกันหรือบรรเทาปัญหาเศรษฐกิจทั้งจากภายในและภายนอกประเทศนั้น ดูเหมือนว่าระบบ Currency Board ยังไม่มีทางออกในเรื่องนี้

3. การขาดความสามารถในการใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระ

ในแนวคิดของพวกคลาสสิก จะมีความเห็นว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวนั้นทำให้ประเทศสามารถใช้นโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายภายในประเทศได้¹⁸ และจากทฤษฎีบท

ธนาคารกลางต้องออกมาชี้แจงอย่างมีเหตุผล(rational) ให้ประชาชนได้รับทราบเพื่อสร้างความเข้าใจและความมั่นใจแก่ประชาชน

¹⁸Friedman(1953) ซึ่งพิจารณาความสำคัญของระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไม่มี ที่เขาเรียกว่า"the daylight saving argument" ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวนั้นประเทศสามารถเปลี่ยนแปลงราคาเพียงตัวเดียวคืออัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งง่ายกว่าการเปลี่ยนแปลงราคาลายพันหลาย

ความเป็นไปไม่ได้สามอย่าง(theorem of the impossible trinity)ที่อธิบายในบทที่สองชี้ให้เห็นว่าการใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี และการใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระ ไม่สามารถเกิดขึ้นได้พร้อม ๆ กัน และเนื่องจากประเทศไทยนั้นมีการลดการควบคุมในตลาดเงินอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา และมีการเชื่อมโยงกับตลาดเงินทุนโลกมากขึ้น ทางออกของประเทศไทยจึงเหลือเพียงการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวมาใช้ และสามารถมีนโยบายการเงินอย่างอิสระต่อไป หรือไม่ก็ต้องนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่มีการจัดการอย่างเข้มงวดหรือตั้งสหภาพการเงินในภูมิภาค โดยขาดอิสระในการนำนโยบายการเงินมาใช้เพื่อเป้าหมายในประเทศ

ซึ่งในเรื่องนี้อิสระในการดำเนินนโยบายการเงินนี้จะแยกออกเป็นสองประเด็นหลักคือ(1) การมีนโยบายการเงินที่เป็นอิสระ และ(2)ความยืดหยุ่นในอัตราแลกเปลี่ยน โดยในประเด็นแรกนั้นหลายปีที่ผ่านมา นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่มีความเห็นว่านโยบายการเงิน เป็นเครื่องมือที่ไร้ความสามารถที่จะใช้จัดการด้านเศรษฐกิจมหภาค¹⁹ แต่อย่างไรก็ตามถ้าสมมุติว่าวัฏจักรเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศต่าง ๆ แตกต่างกัน ความสามารถในการใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระเพื่อบรรเทาวัฏจักรที่ประเทศตนเองเผชิญอยู่ก็เป็นสิ่งจำเป็นในการลดความผันผวนที่จะเกิดแก่ระบบเศรษฐกิจ และดูเหมือนว่าประเทศสมาชิกบางประเทศในสหภาพยุโรปซึ่งมีการใช้นโยบายการเงินแบบเดียวกันภายในกลุ่ม ก็ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยของประเทศที่อยู่นอกกลุ่ม เมื่อเทียบกับดอกเบี้ยภายในกลุ่ม แต่ก็ไม่สามารถทศรูปในประเด็นนี้ได้เพราะยังเร็วเกินไปที่จะมีหลักฐานเพียงพอที่จะพิสูจน์ ส่วนในประเด็นที่สองเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนนั้นในที่นี้ขอแยกเป็นสองประเด็นคือความสามารถในการแก้ไขปัญหาภาวะอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสม(Misalignment) และความอ่อนแอของระบบที่อาจก่อให้เกิดวิกฤตการณ์การเงิน(vulnerability to crises) กล่าวคือ

สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ล้านตัว เมื่อประเทศต้องการปรับความสามารถในการแข่งขันด้านราคา(price competitiveness)เพื่อปรับความสมดุลในดุลการชำระเงิน

¹⁹เนื่องจากนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านโดยเฉพาในกลุ่ม Monetarist ที่มีความเห็นว่านโยบายการเงินจะส่งผลต่อตัวแปรที่แท้จริงเช่นการจ้างงาน ผลผลิต ได้ในระยะสั้นเท่านั้น เพราะในระยะยาวแล้วตัวแปรเศรษฐกิจเหล่านี้จะเข้าสู่ระดับธรรมชาติ(natural rate)ของมัน จึงมีการถกเถียงถึงความเหมาะสมในการนำนโยบายการเงินมาใช้ในการรักษาเสถียรภาพในระยะสั้นว่าจะก่อให้เกิดผลดีหรือผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจกันแน่

- ความสามารถในการแก้ไขปัญหาภาวะอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสม(Misalignment)

แม้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่มีการจัดการอย่างเข้มงวดอย่างระบบ Currency Board จะช่วยขจัดความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนได้ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบมีการจัดการที่ประเทศไทยใช้ควบคู่ไปกับระบบธนาคารกลางจะมีความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนระยะสั้นมากกว่าระบบ Currency Board แต่ประชาชนก็สามารถป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนผ่านตลาดตราสารอนุพันธ์ได้ แต่ในเรื่องภาวะอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสมนี้ดูเหมือนว่าระบบ Currency Board ไม่สามารถแก้ไขได้ผ่านการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน แต่ต้องอาศัยการปรับในระดับราคาสินค้าในประเทศ(tradable goods)แทนซึ่งกระทำได้ยากกว่ามาก ในขณะที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการนั้น จะทำให้ประเทศไทยสามารถปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจได้ซึ่ง Williamson(1985) ชี้ว่าภาวะที่อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศอยู่ในระดับที่ไม่เหมาะสมนี้จะก่อให้เกิดผลกระทบอย่างร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะอยู่ในภาวะที่ค่าเงินในประเทศต่ำเกินไปหรือสูงเกินไปก็ตาม

กล่าวคือถ้าเกิดภาวะค่าเงินที่ต่ำเกินไปอย่างมาก(Large undervaluation)ก็อาจส่งผลกระทบต่อร้ายแรงอย่างเช่นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในเอเชียในช่วงปลายปี 1997-ต้นปี 1998 โดยเฉพาะในอินโดนีเซีย ซึ่งทำให้เกิดภาวะล้มละลายทางการเงิน ทำให้เกิดผลกระทบต่อสภาพคล่องเนื่องจากมูลค่าของหนี้ที่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศสูงขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้ยังส่งผลกระทบต่อภาวะเงินเฟ้อในประเทศเนื่องจากระดับราคาของสินค้าเข้าและสินค้าออกที่สูงขึ้น²⁰ แต่ถ้าเกิดปัญหาค่าเงินของประเทศสูงเกินไปอย่างมาก(Large overvaluation) ก็จะทำให้ประเทศมีการกีดกันต่างประเทศเพิ่มขึ้น ลดแรงจูงใจในการตั้งโรงงานอุตสาหกรรมที่ผลิตสินค้าเพื่อค้าขายระหว่างประเทศ(tradable goods) และก่อให้เกิดความยุ่งยากในการสร้างความสมดุลในดุลการชำระเงิน หรือก่อให้เกิดการเจริญเติบโตในด้านที่ไม่เหมาะสมและอันตราย เช่นการเกิดฟองสบู่ในตลาดหลักทรัพย์และภาคอสังหาริมทรัพย์ทำให้สินทรัพย์บางตัวเช่นที่ดิน หุ้นมีมูลค่าสูงเกินไป เป็นต้น และอาจทำให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศลดลง

นอกจากนี้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแบบมีการจัดการน่าที่จะมีประสิทธิผลในการหลีกเลี่ยงภาวะอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสมได้ดีกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างเสรี เพราะภายใต้ชื่อของระบบนี้ก็บอกไว้แล้วว่า ยังมีเป้าหมายในการเข้ามาจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ส่วนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อื่น ๆ และระบบ Currency

²⁰เป็นไปได้ว่าเมื่อประเทศอยู่ในภาวะที่มีค่าเงินต่ำเกินไป ทำให้ผลผลิตในประเทศลดลง และระดับราคาสินค้าของผลผลิตดังกล่าวสูงขึ้น

Board นั้นอาจก่อให้เกิดภาวะอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสมได้ง่าย เช่นในกรณีที่อัตราเงินเฟ้อในประเทศสูงหรือต่ำเกินไปเมื่อเทียบกับอัตราเงินเฟ้อในประเทศเงินสกุลหลักที่ประเทศใช้ตรึงค่าเงิน ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดภาวะค่าเงินที่สูงเกินไปหรือต่ำเกินไปได้ และอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้ นอกจากนี้ปัญหาที่แท้จริง(real shock) เช่นการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในอัตราการค้า(term of trade)ในระยะยาวก็อาจนำไปสู่ภาวะค่าเงินที่ไม่เหมาะสมได้

ซึ่งจากการศึกษาของ Rattanapanakul(1999) ใช้แบบจำลอง NATREX ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ใช้อธิบายว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงดุลยภาพ จะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องเพื่อให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แท้จริงในประเทศและต่างประเทศ พบว่าในช่วงที่ประเทศไทยใช้ระบบตรึงค่าเงินกับดรรชนีเงินนั้น อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศไทยอยู่ในภาวะที่ไม่เหมาะสมหรือมีความคลาดเคลื่อนจากระดับดุลยภาพในระยะยาว (Misalignment) มาตั้งแต่ปี 1986 และมีความคลาดเคลื่อนจากระดับดุลยภาพมากที่สุดในช่วงกลางปี 1997 ซึ่ง Rattanapanakul(1999) เห็นว่าถ้าเจ้าหน้าที่การเงินของประเทศไทยให้ความสนใจและให้ความสำคัญในการติดตามการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเป็นดัชนีชี้นำที่สำคัญก็อาจจะทำให้ประเทศไทยไม่ต้องเผชิญวิกฤตการณ์ค่าเงินที่ร้ายแรงในช่วงปลายปี 1997

ดังนั้นจึงอาจสรุปได้ว่าภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ สามารถแก้ไขปัญหามภาวะอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่เหมาะสมได้ดีกว่าระบบ Currency Board

• ความอ่อนแอของระบบที่จะก่อให้เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ(Vulnerability to Crises)

แม้ว่าการมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แบบ Currency Board จะเป็นสิ่งที่สามารถดำเนินต่อไปในอนาคต เพราะระบบ Currency Board มีการสร้างกฎเกณฑ์นโยบายที่ต้องทำตามอย่างเคร่งครัดในการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยน(rule of the game) ทำให้ระบบ Currency Board สามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่ประชาชนในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจากหลักฐานในอดีตก็ไม่พบว่าระบบ Currency Board มีการลดค่าเงิน จากการโจมตีค่าเงินของนักเก็งกำไรเลย แต่อย่างไรก็ตามก็มีต้นทุนเกิดขึ้นในการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยน เมื่อมีการเก็งกำไรเกิดขึ้นในระบบ Currency Board เช่นเมื่อไม่นานมานี้ Currency Board ในอาร์เจนตินา และฮ่องกงต่างก็ถูกโจมตีค่าเงินจากนักเก็งกำไร แม้ทั้งสองประเทศจะมีทุนสำรองระหว่างประเทศครอบคลุมฐานเงิน (M0) แต่ก็ไม่ครอบคลุมปริมาณเงินในความหมายกว้างเช่น M2 ดังนั้นเพื่อป้องกันการเปลี่ยนเงินในความหมาย M2 เป็น M0 ก็ต้องเพิ่มอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้น ซึ่งจะลดความต้องการในการแลกเปลี่ยน และความต้องการในการถือเงินสดไว้กับตัวเพราะจะไม่ได้ผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ย

เบี้ยที่สูง²¹ แต่นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่สูงก็ก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงในประเทศทั้งสองกล่าวคือ ในอาร์เจนตินามีการว่างงานสูงถึง 18% และเข้าสู่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจในปี 1999 ส่วนในฮ่องกงนั้นเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างมากในปี 1998

ดังนั้นแม้ระบบ Currency Board จะมีประสิทธิภาพในการปกป้องอัตราแลกเปลี่ยน แต่ก็มิได้มีต้นทุนที่สูงในการกระทำดังกล่าว และในอนาคตอาจมีการพัฒนาไปสู่ระบบที่น่าเชื่อถือมากขึ้น เช่นการนำเงินตราสกุลหลักมาใช้แทนเงินตราสกุลท้องถิ่น(Dollarization) แต่อย่างไรก็ตามต้นทุนที่สูงในการดำเนินการของระบบนี้ ประกอบกับปัญหาที่แท้จริง(real shocks) ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ก็อาจทำให้ประเทศมีความจำเป็นต้องเพิ่มความสามารถในการแข่งขันในด้านราคาด้วยการลดค่าเงินในที่สุด

ส่วนระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการที่ประเทศไทยใช้ในปัจจุบันนั้น ยากที่จะก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินจากการโจมตีของนักเก็งกำไร เพราะภายใต้ระบบนี้จะมีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถปรับตัวตามแรงกดดันของตลาดอยู่ในระดับหนึ่ง แต่เนื่องจากไม่มีอิสระเท่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างเสรี(freely floating exchange rate) ดังนั้นระบบนี้จึงอาจก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ได้เพียงเล็กน้อย(a series of mini-crises)เพราะมีการปรับตัวมาบางส่วนอยู่แล้วตามกลไกของระบบ²²

4.5 สรุป

แม้จะมีความเชื่อว่าประเทศที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้ได้อย่างประสบความสำเร็จนั้นจะต้องมีปัจจัยพื้นฐานบางอย่างที่สำคัญในระดับหนึ่งก่อนคือ การมีระดับทุนสำรองเงินตราที่เพียงพอ, มีวินัยทางการคลังที่ดี, และมีระบบการเงินที่แข็งแกร่ง รวมทั้งการสร้างค่าน้ำเชื่อถือว่าจะเดินตามระบบกฎเกณฑ์ของระบบดังกล่าว(rule of law)อย่างเคร่งครัด(Council of

²¹ แต่การที่จะใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่สูงให้ได้ผลสำเร็จนั้น ต้องขึ้นอยู่กับค่าน้ำเชื่อถือที่ประชาชนมีต่อระบบ Currency Board เป็นสำคัญ

²² ดังจะเห็นได้จากสิ่งที่เกิดขึ้นในสิงคโปร์ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เอเชียที่ผ่านมา เจ้าหน้าที่การเงินของสิงคโปร์ได้ปล่อยให้ค่าเงินลดลงในวันที่ 17 กรกฎาคม 1997 ซึ่งเป็นช่วงเริ่มต้นของวิกฤตการณ์เอเชีย ซึ่งการลดค่าเงินในครั้งนั้นส่งผลให้นักเก็งกำไรเห็นว่าระดับอัตราแลกเปลี่ยนของเงินดอลลาร์สิงคโปร์อยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว จึงไม่มีการคาดคะเนว่าจะมีการลดค่าเงินลงอีกในอนาคตซึ่งจะเห็นได้ว่าค่า Forward premia ของเงินดอลลาร์สิงคโปร์ติดลบ ในช่วงหกเดือนหลังจากลดค่าเงิน และการลดค่าเงินในครั้งนั้นยังช่วยป้องกันผลกระทบจากวิกฤตการณ์เอเชีย ทำให้สิงคโปร์เป็นหนึ่งในไม่กี่ประเทศที่มีอัตราความเจริญเติบโตเป็นบวกตลอดช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์

Economic Advisers 1999:289) แต่จากหลักฐานเชิงประจักษ์ในหัวข้อ 4.3 ที่แสดงถึงประเทศที่นำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงทศวรรษ 1990s ซึ่งประกอบด้วยประเทศ Argentina, Estonia, Lithuania, Bulgaria, Bosnia and Herzegovina ทั้งที่ประเทศเหล่านี้ยังไม่มีความพร้อม (precondition) ใด ๆ เลย ซึ่งเห็นได้จากประเทศเหล่านี้มีระดับอัตราเงินเฟ้อสูงมาก มีการขาดดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่องและมักจะมีการชดเชยการขาดดุลด้วยการพิมพ์เงินตราเพิ่ม มีระบบการเงินการธนาคารที่อ่อนแอและเผชิญกับภาวะล้มละลายอย่างเห็นได้ชัด ระบบเศรษฐกิจของประเทศก็กำลังอยู่ในช่วงถดถอย แต่อย่างไรก็ตามข้อมูลเชิงประจักษ์ที่พบกลับแสดงให้เห็นว่าหลังจากประเทศเหล่านี้นำระบบ Currency Board มาใช้ดูเหมือนจะส่งผลดีของระบบเศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งเห็นได้ชัดจากการมีระดับอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำลงอย่างมากเมื่อเทียบกับช่วงก่อนการนำระบบนี้มาใช้ อัตราความเจริญเติบโตของประเทศก็ดูเหมือนจะดีขึ้นเรื่อย ๆ การขาดดุลงบประมาณก็ดูจะน้อยลง จึงทำให้ดูเหมือนว่าเงื่อนไขความพร้อมที่นักเศรษฐศาสตร์หลายคนสนใจจะกลายเป็นสิ่งที่ไม่สำคัญในทางปฏิบัติ

แต่อย่างไรก็ตามจะต้องไม่ลืมว่าประเทศเหล่านี้ต่างก็เผชิญกับความไร้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจและ/หรือในการเมืองเกือบทุกด้าน นอกจากนี้ยังมีหลายประเทศที่เพิ่งมีการเปลี่ยนแปลงระบบเศรษฐกิจ เช่นประเทศในแถบยุโรปตะวันออก ซึ่งประเทศเหล่านี้ต้องการนำระบบที่จะช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพแก่ระบบเศรษฐกิจอย่างเร่งด่วน โดยเฉพาะเสถียรภาพทางด้านราคา ซึ่งจะใช้เป็นพื้นฐานหลักที่จะช่วยพยุงให้ประเทศก้าวต่อไป สู่เป้าหมายในระยะยาวในการพัฒนาประเทศให้ก้าวทันกับประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งจากหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาพบว่าระบบ Currency Board สามารถทำหน้าที่ในการบรรลุเป้าหมายที่ต้องการนี้ได้เป็นอย่างดีผ่านการตรึงอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเข้มงวด ทำให้ช่วยดึงระดับราคากายในประเทศให้ลดลงสู่ระดับราคาในประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรอง แต่อย่างไรก็ตามต้นทุนที่สำคัญที่ประเทศเหล่านี้เผชิญอยู่คือการขาดเครื่องมือในการปรับตัวเมื่อเกิดปัญหาจากภายนอก(external shock) ซึ่งทำให้ประเทศเหล่านี้เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง และเป็นผลให้การขาดดุลของภาครัฐเพิ่มขึ้นในช่วงดังกล่าว นอกจากนี้ปัจจัยในเรื่องอัตราการว่างงานที่ดูจะสูงอย่างต่อเนื่อง และจะสูงมากขึ้นเมื่อประเทศต้องเผชิญกับปัญหาภายนอกประเทศ เช่น Argentina ในช่วงวิกฤตการณ์เม็กซิโก(1995) ประเทศในแถบยุโรปตะวันออกในช่วงปลาย 1998-1999 เป็นต้น²³

²³ทำให้นักเศรษฐศาสตร์หลายคน และประเทศเหล่านี้เริ่มให้ความสนใจในเรื่องการพัฒนาระบบ Currency board ที่ใช้อยู่เดิมไปสู่การใช้ระบบเงินสกุลเดียวกัน(single currency) เช่นในประเทศยุโรปตะวันออก

และเมื่อพิจารณากรณีของประเทศไทย ซึ่งพบว่าในช่วงหลังจากที่ประเทศนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการมาใช้ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนขาดความมีเสถียรภาพ แต่ระดับราคาภายในประเทศก็ไม่ได้อยู่ในระดับที่สูงจนเกินจะควบคุมได้ และการนำระบบ Currency Board มาใช้ในขณะที่ประเทศยังไม่พร้อมอาจทำให้สถานการณ์เศรษฐกิจดูเลวร้ายกว่าที่เป็นอยู่ และอาจก่อให้เกิดปัญหาในเรื่องความน่าเชื่อถือของระบบดังกล่าว ซึ่งอาจจะนำไปสู่ภาวะการเก็งกำไรจากต่างชาติได้อีกครั้ง แต่อย่างไรก็ตามถ้าประเทศไทยมีการปฏิรูปสถาบันในประเทศ และมีนโยบายที่เหมาะสมที่จะมารองรับ ระบบ Currency Board ก็อาจจะทำให้ระบบนี้สามารถดำรงต่อไปในอนาคตได้ภายใต้ภาวะที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากความจริงที่ว่าระบบ Currency Board ไม่ได้รับประกันว่าประเทศจะไม่ถูกโจมตีค่าเงิน และเมื่อมีการโจมตีค่าเงินเกิดขึ้น กลไกในการปรับตัวโดยอัตโนมัติภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เสริมกับนโยบายการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในประเทศ อาจสร้างความเสียหายอย่างร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจซึ่งต้นทุนทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจากการปกป้องรักษาอัตราแลกเปลี่ยนนี้ เป็นประเด็นสำคัญที่รัฐบาลหรือเจ้าหน้าที่การเงินต้องคำนึงถึงก่อนการตัดสินใจจะเลือกระบบ Currency Board มาใช้ และต้องยอมรับอย่างเต็มใจเมื่อมีการนำระบบนี้มาใช้จริง จึงจะก่อให้เกิดความเชื่อมั่นในระบบ Currency Board ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญในการอยู่รอดของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

แต่อย่างไรก็ตามภาวะที่ตลาดเงินตลาดทุนโลกมีการรวมตัวกันมากขึ้น และประเทศไทยเองก็มีการปล่อยเสรีทางการเงิน และมีการเชื่อมโยงกับตลาดเงินตลาดทุนโลกมากขึ้น ในขณะที่ประเทศไทยเองก็ต้องเผชิญกับปัญหาวัฏจักรเศรษฐกิจที่แตกต่างจากประเทศเงินสกุลหลักที่ใช้ตรึงค่าเงิน และในปัจจุบัน หนี้ต่างประเทศของไทยก็ยังอยู่ในระดับสูง ส่วนระบบธนาคารพาณิชย์ในประเทศก็ยังไม่อ่อนแอ และมีปัญหาหนักในเรื่องการแก้ไขปัญหานี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ทำให้ยังไม่พร้อมที่จะเผชิญความกดดันต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นเมื่อมีการนำระบบ Currency Board มาใช้ ในขณะเดียวกันภาวะในงบประมาณรายจ่ายที่สูงขึ้นจากหนี้สาธารณะที่สูงขึ้นในช่วงเวลาไม่กี่ปีที่ผ่านมา ทำให้ความสามารถของการใช้นโยบายการคลังถูกจำกัดในการใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารเศรษฐกิจแทนนโยบายการเงินที่ถูกจำกัดภายใต้ระบบ Currency Board ดังนั้นจึงอาจทำให้ประเทศขาดเครื่องมือในนโยบายที่จะนำมาใช้ในการบริหารเศรษฐกิจของประเทศได้ ประกอบกับประเทศตลาดเกิดใหม่เพื่อนบ้านอย่างเช่น มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ ต่างก็มีการนำอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นมาใช้ จึงเหมือนเป็นการบีบบังคับให้ประเทศไทยต้องเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นได้มาใช้เพื่อสามารถใช้นโยบายการเงินในการตอบสนอง

ที่ต้องการเข้าร่วมเป็นสมาชิกในสหภาพยุโรป หรือในอาร์เจนตินา และประเทศอื่น ๆ ในแถบลาตินอเมริกาที่หันมาสนใจในเรื่องการใช้เงินดอลลาร์แทนเงินสกุลท้องถิ่น(dollarization)

ต่อวิกฤตเศรษฐกิจ และสามารถรักษาความสามารถในการแข่งขันด้านราคา และป้องกันผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านที่เป็นคู่แข่งทางการค้า

เพราะจากวิกฤตการณ์เอเชียที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศหนึ่ง อาจส่งผลกระทบต่อลูกกลมไปสู่ประเทศอื่น ๆ (contagion effect) โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่มีพื้นฐานและแนวทางในการพัฒนาเศรษฐกิจที่คล้ายคลึงกันดังเช่น สมาชิกในกลุ่มอาเซียน

ดังนั้นจึงสรุปว่าระบบ Currency Board แม้จะเป็นระบบที่น่าเชื่อถือ และสามารถดำรงต่อไปได้ในอนาคตภายใต้สถานการณ์ที่มีความผันผวนในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ แต่ก็ยังเป็นทางเลือกที่ค่อนข้างอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย และดูเหมือนว่าภายใต้สภาวะเศรษฐกิจและการเงินในปัจจุบันระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ กับระบบธนาคารกลางดูน่าจะสอดคล้องกับสถานการณ์ที่เป็นอยู่มากกว่า แต่จะประสบความสำเร็จมากน้อยเพียงใดก็ขึ้นอยู่กับความสามารถในการใช้นโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

สถาบันวิทยบริการ
าลงกรณ์มหาวิทาลัย

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย

ในการตอบคำถามในเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทยนั้นจำเป็นที่จะต้องดูถึงประสิทธิผลของการมีนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่อิสระ และสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ รวมทั้งสภาวะแวดล้อมของระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศว่ามีการเปลี่ยนแปลงหรือพัฒนาไปในด้านใด เพราะเนื่องจากประเทศไทยไม่ใช่ประเทศอุตสาหกรรมหลัก และเป็นเพียงหนึ่งในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และเงินบาทก็ไม่ได้เป็นเงินสกุลหลักที่นิยมใช้แพร่หลายทั่วโลก จึงจำเป็นต้องมีการปรับตัวให้สอดคล้องกับภาวะการเปลี่ยนแปลงของระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศ

5.1 พฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง

เนื่องจากในการศึกษาทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมนั้นได้มุ่งไปที่ประสิทธิผลของอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อผลการดำเนินงานเศรษฐกิจของประเทศ เพราะเนื่องจากประโยชน์สำคัญของการมีอัตราแลกเปลี่ยนที่อิสระ คือความสามารถในการส่งเสริมหรือรักษาระดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ และการป้องกันปัญหาจากต่างประเทศ(external shocks) และการใช้เป็นนโยบายเพื่อบรรลุเป้าหมายภายในและเป้าหมายภายนอกของประเทศ (Internal and External goals) ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนจะทำหน้าที่นี้ได้ก็ต่อเมื่อพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่เป็นไปตามคุณสมบัติ Purchasing Power Parity(PPP) โดยเฉพาะในระยะสั้น ซึ่งแสดงว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน สามารถกระทบต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงซึ่งถือเป็นตัวชี้วัดความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของประเทศ ซึ่งเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงเปลี่ยนแปลงก็จะกระทบต่อตัวแปรเศรษฐกิจ อื่น ๆต่อไป จึงแสดงว่าการมีอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินอย่างอิสระมีประโยชน์ในการบริหารจัดการกับระบบเศรษฐกิจ

5.1.1 การทดสอบคุณสมบัติ Purchasing Power Parity¹ (PPP)ในช่วงที่ผ่านมา

¹แนวคิดในเรื่อง Purchasing Power Parity(PPP) ที่นำมาใช้ในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน มีรากฐานมาจากแนวความคิดที่ว่า "ค่าของเงินสกุลใดหรือความต้องการเงินสกุลใดก็ตามจะถูกกำหนดมาจากปริมาณสินค้าและบริการที่ตอบสนองต่อความต้องการซื้อของประเทศ โดยเปรียบเทียบกันระหว่างประเทศ หรือสามารถแสดงในรูปของส่วนกลับระหว่างระดับราคาสินค้าและบริการระหว่างประเทศ" ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว PPP ระหว่างสองประเทศจะแสดงถึงอำนาจซื้อของเงินในเชิงเปรียบเทียบระหว่างประเทศ และที่ได้รับการยอมรับมากก็เพราะว่านักเศรษฐศาสตร์เห็นว่า ระดับราคาเป็นเครื่องสะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันของประเทศ ดังนั้นแนว

ในการศึกษาวิเคราะห์ถึงพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ผ่านมา มีการแยกแนวคิดออกเป็น สอง แนวทาง คือ การมีดุลยภาพ(Equilibrium) หรือไม่มีดุลยภาพ(Disequilibrium)ของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ซึ่ง แนวคิดในเรื่องการมีดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงนี้มักจะเกี่ยวข้องกับแนวคิดทฤษฎีในเรื่อง Purchasing Power Parity ซึ่งเคยมีการสร้างแบบจำลองโดยใช้ทฤษฎีในเรื่อง Purchasing Power Parity เป็นหลักในการกำหนดดุลยภาพในอัตราแลกเปลี่ยน แต่ผลที่ได้จากแบบจำลองโดยใช้ข้อมูลในช่วงหลังจากการล่มสลายของระบบ Bretton Woods ได้ไม่นาน ซึ่งเป็นช่วงที่มีการปล่อยให้เงินตราสกุลหลักของโลกลอยตัว เช่นในการศึกษาของ Frenkel (1981), Adler and Lehman(1983), Meese and Rogoff(1983a,1983b) พบว่า PPP ไม่มีส่วนในการกำหนดพฤติกรรมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ทั้งในระยะสั้นและระยะกลาง(short and medium term)

แต่อย่างไรก็ตามการศึกษาในช่วงกลางทศวรรษ 1990s มีการศึกษาถึงแนวคิดในเรื่อง PPP เป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงอีกครั้ง และผลที่ได้ก็ยอมรับว่า PPP มีส่วนในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง อย่างน้อยก็ในกรณีของประเทศที่พัฒนาแล้ว(industrial countries) ซึ่งการค้นพบนี้ เกิดขึ้นเนื่องมาจากงานศึกษาในช่วงดังกล่าว เช่น งานศึกษาของ Breuer (1994), Froot and Rogoff(1995) และ Rogoff(1996) มีความแตกต่างกับงานศึกษาในช่วงก่อนหน้านี้ เพราะงานศึกษาทั้ง 3 ชิ้นมีการแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ที่เกิดกับการศึกษาในช่วงก่อนหน้านี้ ทั้งปัญหาในเรื่องข้อมูลตัวอย่างที่ไม่เพียงพอ ปัญหาการขาดการอธิบายถึงหลักของ PPP และการขาดเครื่องมือในการวิเคราะห์ที่เหมาะสมและน่าเชื่อถือ ทำให้การศึกษาทั้งสามชิ้นพบความจริง 4 ประการในเรื่องพฤติกรรมอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในประเทศพัฒนาแล้ว(advanced economies) กล่าวคือ

1. ถ้ามีข้อมูลที่เพียงพอ(โดยเฉพาะถ้าขยายไปถึง 60-70 ปี) จะสามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงระหว่าง 2 ประเทศ(bilateral) เป็นแบบสุ่ม(random walk)
2. ข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะมีลักษณะในการเข้าสู่คุณสมบัติ PPP ซึ่งการคำนวณส่วนใหญ่ที่ได้พบว่า ครึ่งชีวิตของความคลาดเคลื่อนจาก PPP จะอยู่ในช่วงประมาณ 3-5 ปี
3. ยากที่จะปฏิเสธสมมติฐานในเรื่อง การมีอยู่จริงของ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินและระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ในดุลยภาพระยะยาว ถ้าในการ

คิดนี้จึงคิดว่าระดับราคาของประเทศ จะเป็นตัวกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนที่สำคัญที่สุด ดังนั้นอัตราแลกเปลี่ยนดุลยภาพควรเป็นอัตราที่สอดคล้องกับทฤษฎี PPP

ทดสอบนั้นไม่กำหนดข้อจำกัดในเรื่องความเหมือนกัน หรือการมีสัดส่วนอย่างเดียวกันของระดับราคาของแต่ละประเทศที่จะใช้ในการทดสอบระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ

4. ยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจใช้เป็นหลักฐานในการอธิบายถึงความคลาดเคลื่อนอย่างถาวรจากคุณสมบัติ PPP เช่น ผลจาก Balassa-Samuelson effect ซึ่งเป็นเพราะการขาดข้อมูลที่ชัดเจนในเรื่องความแตกต่างของผลิตภาพการผลิตระหว่างประเทศ ดู Froot and Rogoff(1995), Rogoff(1996)

อย่างไรก็ตาม Breuer(1994) ที่ว่ายังมีงานวิจัยเชิงประจักษ์น้อยมากที่ศึกษาคุณสมบัติ PPP ในประเทศกำลังพัฒนา เมื่อเทียบกับงานวิจัยในประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งสาเหตุสำคัญก็เนื่องมาจากการที่ประเทศกำลังพัฒนายังไม่มีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมาใช้อย่างแพร่หลาย หลังเกิดการล่มสลายของระบบ Bretton Woods เมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว ดังนั้นเมื่อประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่มีการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ประกอบกับยังมีข้อจำกัดในการแลกเปลี่ยนในบัญชีทุนเคลื่อนย้าย และบัญชีเดินสะพัด ทำให้ประเทศกำลังพัฒนาขาดข้อมูลทั้งในเชิงปริมาณและคุณภาพ ที่จะนำมาใช้ในการทดสอบผลของคุณสมบัติ PPP ในการกำหนดดุลภาพอัตราแลกเปลี่ยน

แต่อย่างไรก็ตามสถานการณ์เริ่มเปลี่ยนแปลงไปตั้งแต่ช่วงปลายทศวรรษ 1980s เพราะเริ่มมีการศึกษาคุณสมบัติ PPP ในประเทศกำลังพัฒนามากขึ้น ดังตารางที่ 5.1 ซึ่งแสดงลักษณะการศึกษาเชิงประจักษ์ของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง และ PPP ในประเทศกำลังพัฒนา โดยงานศึกษาทั้ง 13 ชิ้นในตาราง มีแปดชิ้นที่เน้นการศึกษาในประเทศแถบลาตินอเมริกา ส่วนอีกสามชิ้นเน้นการศึกษาในประเทศแถบเอเชียตะวันออก และมีเพียงสองชิ้นคือ Edward(1989) และ Bahmani-Oskooee(1995) ที่ศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในประเทศกำลังพัฒนาในหลาย ๆ พื้นที่รวมกัน แต่ช่วงของข้อมูลที่นำมาศึกษาสั้นมาก กล่าวคืองานศึกษาเหล่านี้ส่วนใหญ่มีช่วงเวลาของข้อมูลน้อยกว่า 30 ปี ซึ่งงานศึกษา 4 ชิ้นในกลุ่มนี้มีช่วงเวลาของข้อมูลต่ำกว่า 15 ปี โดยมีเพียงงานศึกษาเพียง 3 ชิ้นคือ Leon and Oliva(1992), Liu(1992) และ Montiel(1997) ที่มีช่วงเวลาของข้อมูลที่ใช้ศึกษาตั้งแต่ 35 ปีขึ้นไป อย่างไรก็ตามงานศึกษาที่มีปัญหาในเรื่องข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาน้อยเกินไป หันมาใช้ข้อมูลรายเดือนหรือรายไตรมาสในการทดสอบสมมติฐาน ทำให้มีข้อมูลเพิ่มขึ้นเป็น 50 - 400 ข้อมูล

ตารางที่ 5.1 แสดงผลงานการศึกษาคุณสมบัติ PPP ในประเทศกำลังพัฒนา

ผลงานของ	Edward (1989)	McNown and Wallace (1989)	Abeyzinghe and Kok-Hong (1992)	Leon and Oliva (1992)	Liu(1992)	Gan (1994)	Bahmani- Oskooee (1995)	Calvo- Reinhart and Vegh (1995)	Coes (1995)	Edwards (1995)	Seabra (1995)	Devereux and Connolly (1996)	Montiel (1997)
ตัวอย่างที่ใช้													
จำนวนประเทศ	32	4	1	12	9	5	22	3	1	4	11	4	5
ภูมิภาค	หลายแห่ง	Latin America and Israel	East Asia	Latin America	Latin America	East Asia	หลายแห่ง	Latin America	Latin America	Latin America	Latin America	Latin America	East Asia
ช่วงเวลา	1965-85	1976-86	1975-90	1957-91	1948-89	1974-88	1971-90	1978-92	1964-91	1957-82	1970-89	1973-90	1960-94
จำนวนปี	21	11	15	35	42	15	20	15	27	25	20	18	35
ลักษณะข้อมูล	รายไตรมาส	รายเดือน	รายไตรมาส	รายเดือน	รายไตรมาส	รายเดือน	รายไตรมาส	รายไตรมาส	รายเดือน	รายไตรมาส	รายไตรมาส	รายไตรมาส	รายปี
จำนวนข้อมูล	84	89,126	63	402,418	120,170	154,174	80	52	324	101	78	72	35
รูปแบบของ PPP ที่ใช้ ทดสอบ	Absolute	Absolute	Absolute	Relative	Absolute	Absolute	Absolute	Absolute	Absolute	Relative	Relative	Absolute	Absolute

ผลการศึกษาที่ได้													
Stationary of real exchange rate	RW rejected (19 of 32 case)	found in 2 case (when p : WPI)	RW rejected	not tested	not found	found in 8 case (pp test)	not found	not found	not found	found in 3 cases	not tested	reject in level (1st diff. Stationary)	reject (ยกเว้น Singapore)
Stationary of prices, exchange rate vector	not tested	found in 3 cases	not tested	not tested	bivariate: 3 ปี yes ; 2 ปี no , trivariate: 9 ปี yes	not found	not tested	not tested	not tested	not tested	bivariate: 8 yes	not tested trivariate: 9 ปี	not tested
Mean reversion	slow (no formal test)	not tested	not tested	strong, long run*	not tested	on another RER	not tested	Slow	not tested	not tested	suggestive evidence	not tested trivariate: 9 ปี	not tested

ที่มา: Edwards and Savastano (1999)

หมายเหตุ: * น้อยกว่า 5 ปี ใน 5 ประเทศ และมากกว่า 5 ปี ใน 7 ประเทศ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

นอกจากนี้งานศึกษาทั้ง 13 ชิ้นในตารางที่ 5.1 ส่วนใหญ่จะใช้ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer price indices) มากกว่าดัชนีราคาผู้ค้าส่ง (Wholesale price indices) มาใช้ในการวัดระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ มีงานศึกษาเพียง 3 ชิ้นเท่านั้นที่วัดระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ โดยใช้ทั้งดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภค (แทนระดับราคาในประเทศ) และดัชนีราคาผู้ค้าส่งร่วมกัน (แทนระดับราคาสินค้าในต่างประเทศ) คืองานศึกษาของ Edwards(1989), Seabra (1995) และ Devereux and Connolly(1996)

โดยในงานศึกษาทั้ง 13 ชิ้นนี้มีเพียง 7 ชิ้นที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนกับเงินสกุลหลักเพียงสกุลเดียว (bilateral exchange rate) ซึ่งก็คือเงินดอลลาร์สหรัฐ มาใช้เป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินในการศึกษา คือ McNown and Wallace(1989), Abeyzinghe and Kok-Hong(1992), Leon and Oliva(1992), Liu(1992), Coes(1995), Edwards(1995) และ Seabra(1995) ส่วนงานศึกษาอีก 6 ชิ้นที่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนกับเงินสกุลหลักหลายสกุล (multilateral) ตามน้ำหนักการค้าของประเทศนั้น ๆ (trade weight)² มาใช้เป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินในการศึกษา คือ Edward(1989), Gan(1994), Bahmani and Oskooee(1995) และ Calvo-Reinhart and Vegh (1995)

ส่วนวิธีการศึกษานั้น งานวิจัย ส่วนใหญ่ใช้การทดสอบแบบ Univariate (stage two) test มาใช้ในการทดสอบสมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง และ PPP มีเพียงงานวิจัย 4 ชิ้นเท่านั้นที่ใช้การทดสอบแบบ Bivariate cointegrating (stage tree) test มาใช้ทดสอบคุณสมบัติ PPP คืองานวิจัยของ McNown and Wallace(1989), Liu(1992), Gan(1994) และ Seabra(1995) ซึ่งงานวิจัย 4 ชิ้นนี้มี 2 ชิ้นที่ใช้เทคนิค trivariate cointegrating ในการทดสอบคุณสมบัติ PPP คืองานวิจัยของ Liu(1992) และ Seabra(1995)

โดยทั่วไป งานศึกษาเหล่านี้ยังขาดความชัดเจน และความพิถีพิถันในเรื่องการทดสอบสมมติฐาน PPP แต่ส่วนใหญ่แล้วจะมีการทดสอบความแปรปรวน (variant) ของค่า absolute PPP และจากงานวิจัยทั้ง 13 ชิ้นมีงานวิจัยเพียง 3 ชิ้นเท่านั้นที่มีความชัดเจนว่าจะทำการทดสอบสมมติฐาน relative PPP

จากตาราง 5.1 สรุปได้ว่า งานวิจัยส่วนใหญ่ไม่ยอมรับ สมมติฐานที่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง มีคุณสมบัติ stationary โดยจากการทดสอบคุณสมบัติ stationary ของอัตราแลกเปลี่ยนที่

² IMF เรียกอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวว่า nominal effective exchange rate

แท้จริงใน 40 ประเทศจากทั้งหมด 50 ประเทศพบว่าสมมติฐานในข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงไม่สามารถปฏิเสธ 1 unit root (เป็นอย่างน้อย) แต่อย่างไรก็ตามพบว่า งานวิจัยเหล่านี้ยังไม่มี ความชัดเจนในเรื่องการสนับสนุน สมมติฐานที่ว่าข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงนั้นเป็นไปตาม คุณสมบัติ random walk โดยจะเห็นได้ว่างานศึกษาของ Edward (1989) และ Leon and Oliva (1992) มีการทดสอบสมมติฐานข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงใน 44 ประเทศ ซึ่งพบว่ามี 2 ใน 3 มีการปฏิเสธสมมติฐาน random walk

นอกจากนี้งานวิจัยบางชิ้นที่ใช้วิธี cointegration test มีการสนับสนุนสมมติฐาน PPP โดย งานวิจัย 4 ชิ้นที่ใช้การทดสอบ bivariate cointegration ระหว่าง อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน และสัดส่วนราคาระหว่างประเทศ (ratio of domestic to foreign prices) พบว่าค่า residual ที่ได้ จากการ regressions มีคุณสมบัติ stationary ใน 15 ประเทศจาก 33 ประเทศที่ทำการทดสอบ ส่วนงานวิจัยอีก 2 ชิ้นที่ใช้วิธี trivariate cointegrating tests คือ Lui (1992) และ Seabra (1995) พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนและระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศมีความสัมพันธ์กัน ใน 18 ประเทศจาก 20 ประเทศ ดังนั้นจึงเห็นว่างานวิจัยที่สนับสนุนสมมติฐาน PPP มาจากวิธีการ ทดสอบแบบ stage-three tests ซึ่งส่วนใหญ่เป็นข้อมูลจากประเทศในแถบลาตินอเมริกา ในขณะที่ ข้อมูลจากประเทศในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทั้งห้าประเทศในการศึกษาของ Gan (1994) กลับไม่ พบหลักฐานว่า อัตราแลกเปลี่ยน และระดับราคาสินค้าเปรียบเทียบมีคุณสมบัติ cointegration

ข้อด้อยที่สำคัญในงานวิจัยส่วนใหญ่ในตาราง 5.1 คืองานวิจัยเหล่านี้ไม่ได้ศึกษาถึง ความเร็วในการเข้าสู่คุณสมบัติ PPP ในระยะยาว ของข้อมูลอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในประเทศที่ ศึกษา โดยมีงานวิจัยเพียง 3 ชิ้นเท่านั้นที่มีการทดสอบอย่างเป็นทางการในเรื่องค่าเฉลี่ยในการเข้า สู่ (mean reversion) คุณสมบัติ PPP ซึ่งพบหลักฐานถึงการเข้าสู่คุณสมบัติ PPP ในประเทศที่ทำ การศึกษา และแถวสุดท้ายของตารางแสดงให้เห็นถึงการกำหนดข้อจำกัดในเรื่องระดับราคาสินค้า ที่จะนำมาใช้ในสมการอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (หรือ PPP) ดู Breuer (1994)

ซึ่งจากงานวิจัยทั้ง 13 ชิ้นในตารางที่ 5.1 ได้ให้ความรู้เบื้องต้นในคุณสมบัติของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะความรู้พื้นฐานในเรื่องคุณสมบัติ PPP ในการ กำหนดดุลยภาพอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในระยะยาวของประเทศกำลังพัฒนา แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยเหล่านี้ยังขาดแคลนปัจจัยหลายอย่างที่จำเป็นในการวิจัยเรื่องเหล่านี้ โดยเฉพาะในเรื่อง ข้อมูลที่ไม่เพียงพอเพราะเป็นข้อมูลในช่วงเวลาที่สั้นเกินไป ซึ่งเทคนิคในการเพิ่มข้อมูลด้วยการหัน

มาใช้ข้อมูลรายไตรมาส หรือรายเดือนไม่สามารถแก้ไขปัญหาเหล่านี้ได้³ นอกจากนี้งานศึกษาส่วนใหญ่เหล่านี้ก็ศึกษาประเทศกำลังพัฒนาในแถบลาตินอเมริกาเสียเป็นส่วนใหญ่

อย่างไรก็ตาม ประเทศกำลังพัฒนาต้องเผชิญกับปัญหาในเรื่องข้อมูลนี้อยู่อีกหลายปี ทำให้ประเทศกำลังพัฒนาขาดความรู้และหลักฐานที่จะนำมาอ้างอิงในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงว่ามีคุณสมบัติ stationary หรือไม่ และความถูกต้องของคุณสมบัติ PPP ในระยะยาว ในขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วมีหลักฐานที่จะนำมาใช้อ้างอิงในเรื่องนี้

อย่างไรก็ตามในปัจจุบันมีการนำข้อมูลประเภท Panel Data มาประยุกต์ใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งข้อมูลประเภท Panel Data นี้เริ่มนำมาใช้อย่างแพร่หลายในงานที่เกี่ยวกับการเงินระหว่างประเทศ เช่น การทดสอบทฤษฎี PPP ว่าเป็นจริงในระยะยาวหรือไม่ ดังเช่นงานวิจัยของ Oh(1996) ซึ่งมีทำการศึกษ โดยใช้ข้อมูลประเภท Panel data ใน 150 ประเทศ โดยใช้แบบจำลอง Individual Specific Fixed Effects Model พบว่า แนวคิดทฤษฎี PPP เป็นจริงในระยะยาวในบางประเทศ จึงยังไม่สามารถกล่าวได้ว่าแนวคิดทฤษฎี PPP เป็นจริงสำหรับทุกกรณีสำหรับการศึกษา นอกจากนี้ผลการศึกษาที่ได้ ยังปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีลักษณะ non-stationary ทำให้เป็นการเพิ่มพลัง(power)ในการทดสอบ Unit Root ซึ่งผลการศึกษานี้ยังช่วยอธิบายสาเหตุของความล้มเหลวในการพิสูจน์ว่าแนวคิดทฤษฎี PPP เป็นจริงในดุลยภาพระยะยาว ของงานวิจัยหลายชิ้นก่อนหน้านี้ ว่าเป็นผลมาจากการใช้ข้อมูลอนุกรมเวลานั้นเอง

นอกจากนี้ Frankel and Rose(1996) ก็มีการศึกษาเกี่ยวกับการเบี่ยงเบนออกจากดุลยภาพตามแนวคิดทฤษฎี PPP ของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง โดยได้ใช้ข้อมูลประเภท Panel Data เช่นกัน จาก 150 ประเทศในช่วงระหว่างปี 1948-1992 ซึ่งทั้งสองท่านให้เหตุผลว่า การใช้ข้อมูลอนุกรมเวลามาใช้ในการหาคำตอบนั้นมีปัญหาหลายอย่าง เช่น แต่ละประเทศอาจมีการเปลี่ยนแปลงการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ทำให้ผลการศึกษาที่ได้ อาจจะมีผิดพลาดหรือบิดเบือนไปจากความเป็นจริงได้ ดังนั้นการใช้ข้อมูลประเภท cross-section ร่วมด้วยจะช่วยหาคำตอบได้ง่ายขึ้นและเพิ่มความแม่นยำไปได้ในการหาคำตอบ ซึ่งผลการศึกษานี้พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีการเบี่ยงเบนออกจากดุลยภาพตามทฤษฎี PPP โดยมีครึ่งชีวิตประมาณ 4 ปี หรืออาจกล่าวว่าการเบี่ยงเบนออกจาก PPP คิดเป็น 15% ต่อปี โดยประมาณ

³ดู Froot and Rogoff(1995) และ Oh(1996)

จากงานเขียนของ Frankel and Rose(1996) และ Oh(1996) ที่กล่าวมาข้างต้นแสดงให้เห็นว่าการเลือกข้อมูลประเภท Panel Data มาใช้ มีประโยชน์อย่างมากทดสอบความมีอยู่จริงของแนวคิดทฤษฎี PPP เพราะการใช้ข้อมูลอนุกรมเวลา(time series)อาจทำให้ผลการศึกษานั้นได้ผิดพลาดหรือบิดเบือนไปจากความจริงได้ ทำให้นักศึกษาในช่วงที่ผ่านมาที่ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาหลายชิ้นต่างก็สรุปว่า ทฤษฎี PPP ไม่เป็นจริงในดุลยภาพระยะยาว

5.1.2 งานศึกษาในเรื่องคุณสมบัติ PPP ในกรณีของประเทศไทย

ในกรณีของประเทศไทยนั้น มีงานศึกษาเชิงประจักษ์หลายชิ้นที่มีการทดสอบความมีอยู่จริง(Validity)ของ PPP และใช้ PPP เป็นตัวกำหนดคุณภาพของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง โดยใช้วิธีการทดสอบ cointegration และ error correction model โดยในที่นี้ Hataiseree(1996) ได้ทดสอบความมีอยู่จริงของสมมติฐาน PPP สำหรับเงินบาทของไทยกับเงินสกุลของประเทศคู่ค้าที่สำคัญ โดยใช้การวิเคราะห์ cointegration และพบว่าไม่มีความสัมพันธ์คุณภาพในระยะยาว ซึ่งแสดงถึงการปฏิเสธสมมติฐาน PPP ซึ่งสาเหตุที่ได้ผลสรุปว่าคุณสมบัติ PPP ไม่มีอยู่จริงของงานวิจัยครั้งนี้เป็นผลมาจากแบบจำลองทางเศรษฐมิติที่ใช้(ซึ่งก็คือ Granger and Engel methods) ซึ่งชี้ว่า ไม่มีคุณสมบัติ cointegration จึงแสดงว่าเงินบาทกับเงินสกุลของประเทศคู่ค้าสำคัญของไทยไม่มีความสัมพันธ์ระยะยาว

นอกจากนี้ Wrasai(1996)ซึ่งทดสอบความมีอยู่จริงของแนวคิดทฤษฎี PPP ระหว่างประเทศไทย กับประเทศคู่ค้าสำคัญ ก็ได้ผลสรุปว่าความสัมพันธ์ในเชิงแนวคิดทฤษฎี PPP ไม่น่าจะมีอยู่จริง ซึ่งสาเหตุสำคัญที่ทำให้งานวิจัยชิ้นนี้ปฏิเสธแนวคิดทฤษฎี PPP เห็นได้จากการคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ ไม่มีการกำหนดข้อจำกัดในเรื่องระดับราคาสินค้าในประเทศ และระดับราคาสินค้าต่างประเทศ(symmetry and proportionality restrictions)

แต่ในงานศึกษาของ Chinn(1999) ซึ่งใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงระหว่างปี 1970-98 ในประเทศฮ่องกง อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ ไต้หวัน และประเทศไทย โดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนกับเงินสกุลหลักสกุลเดียว(US dollar หรือ yen) และเลือกใช้ทั้งดัชนีราคาสินค้าผู้บริโภค และดัชนีราคาผู้ผลิต และมีกาำนำเทคนิค Co-integration และ error-correction model มาใช้วิเคราะห์ข้อมูลเหล่านี้ พบว่า มีลักษณะเป็นไปตามคุณสมบัติ PPP ในระยะยาว ส่วนในระยะสั้น นั้นพบว่าค่าเงินของประเทศไทย ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินในปี 1997 นั้นมีค่าสูงเกินไป(overvaluation)

ดังนั้นผลการศึกษาคุนสมบัติ PPP ในประเทศไทยนั้นยังขาดความชัดเจนในเรื่องคุณสมบัติของ PPP ในระยะยาว แต่อย่างไรก็ตามผลที่ได้จากการศึกษาของทั้งสามท่านที่กล่าวมาอาจสรุปได้ว่าประเทศไทยไม่ได้มีคุณสมบัติ PPP โดยเฉพาะในระยะสั้น แต่ในเรื่องความมีอยู่จริงของคุนสมบัติ PPP ในระยะยาวนั้นยังต้องการหลักฐานเชิงประจักษ์ที่น่าเชื่อถือมาสนับสนุน

อย่างไรก็ตามในอนาคต ถ้าสามารถแก้ไขปัญหาในเรื่องการขาดแบบจำลองที่เหมาะสมและมีพลังในการทดสอบคุนสมบัติ PPP และปัญหาในเรื่องข้อมูลที่จะใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระยะยาวระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนกับระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ และมีการแยกการทดสอบสมมติฐานระยะสั้นระยะยาวในคุนสมบัติ PPP ที่ชัดเจน อาจจะทำให้ประเทศไทยมีความรู้ในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง กับระดับราคาเปรียบเทียบได้ชัดเจนยิ่งขึ้นซึ่งจะเป็นเป็นประโยชน์แก่ประเทศไทยอย่างมากในการบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยนให้ เป็นไปอย่างถูกต้องและเหมาะสม

5.1.3 สรุป

เนื่องจากการศึกษาข้างต้นที่พบว่าประเทศไทยไม่ได้เป็นไปตามคุนสมบัติ Purchasing Power Parity (PPP) ดังนั้นนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนจึงยังคงมีประโยชน์ที่จะนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารเศรษฐกิจของประเทศ แม้ว่านโยบายอัตราแลกเปลี่ยนจะไม่ส่งผลในระยะยาวก็ตาม

ซึ่งการที่ประเทศไทยไม่เป็นไปตามคุนสมบัติ Purchasing power Parity นั้นส่วนหนึ่งอาจจะเป็นเพราะว่าบทบาทการตั้งราคาสินค้าในรูปเงินบาท(Role of local currency pricing) และผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ เช่น ความแตกต่างในผลิตภาพการผลิตระหว่างประเทศ บทบาทในด้านสัดส่วนราคาระหว่างประเทศสำหรับสินค้าที่ซื้อขายเฉพาะในประเทศ(non-tradable goods) ประกอบกับการที่ราคาสินค้าขาดความยืดหยุ่น และไม่สามารถปรับตัวได้ทันกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถส่งผลกระทบต่อระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศได้ (international relative prices) จึงทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถส่งผลกระทบต่อตัวแปรเศรษฐกิจที่สำคัญของประเทศได้ในระยะเวลาหนึ่ง แม้ว่าในระยะยาวแล้วดูเหมือนว่าผลจากอัตราแลกเปลี่ยนจะค่อย ๆ หมดไปตามการปรับตัวของระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ

และนอกจากนี้ จากการศึกษาในหัวข้อ 5.1 แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจที่

เมื่อประเทศไทยนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการมาใช้ทำให้ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศเกินดุล⁴

แต่อย่างไรก็ตาม แม้ข้อมูลในด้านอัตราเงินเฟ้อของประเทศจะชี้ว่า ภาวะอัตราเงินเฟ้อของประเทศยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งอาจเป็นเพราะการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนไม่ได้ส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อมากนัก⁵ แต่ก็ไม่สามารถสรุปอย่างรวบรัดได้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวจะทำให้มีอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำต่อไปได้ และเนื่องจากในทางทฤษฎีแล้วระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะทำให้เจ้าหน้าที่การเงินหรือรัฐบาลสามารถใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระ ซึ่งอาจก่อให้เกิดการใช้นโยบายการเงินแบบตามใจชอบได้ (discretionary policy) และอาจนำไปสู่การขาดวินัยการเงินการคลังของประเทศ ซึ่งจะมีส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อในที่สุด

ดังนั้นเจ้าหน้าที่ทางการเงินและธนาคารกลางจำเป็นต้องมีการตั้งเป้าหมายใหม่ในการรักษาอัตราเงินเฟ้อของประเทศ ซึ่งในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศใช้เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่จะเข้ามาทำหน้าที่ในการรักษาอัตราเงินเฟ้อในประเทศ แทนเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนที่ยกเลิกไป แต่อย่างไรก็ตาม แม้เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อจะดูประสบความสำเร็จในหลาย ๆ ประเทศเช่นแคนาดา ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ อังกฤษ ฯ แต่การที่ประเทศเหล่านี้ประสบความสำเร็จภายใต้เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อนั้นไม่ได้ขึ้นอยู่กับเป้าหมายที่เลือกเป็นสำคัญ แต่เกิดจากเจ้าหน้าที่การเงิน หรือธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้มีความตั้งใจและมุ่งมั่นที่จะรักษาเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่ประกาศไว้แม้ในช่วงแรกจะมีต้นทุนเกิดขึ้นบ้างอันเนื่องมาจากการปรับตัวลดลงของอัตราเงินเฟ้อ แต่ ธนาคารกลางเหล่านี้ก็ยังมีมุ่งมั่นที่จะดำเนินการตามเป้าหมายที่ประกาศไว้ต่อไป ประกอบกับการได้รับความสนับสนุนอย่างเต็มที่จากรัฐบาลในการรักษาอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่ประกาศไว้ ทำให้ธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้ได้รับความน่าเชื่อถือจากประชาชน และทำให้ประเทศเหล่านี้ประสบความสำเร็จในการรักษาระดับราคาในประเทศ ภายใต้เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ

⁴นอกจากนี้การที่มีเงินทุนไหลออกมากยังช่วยให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศยังคงอยู่ในระดับสูงต่อไปได้ ซึ่งมีผลทำให้ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลต่อไป เพราะจากทฤษฎีแล้ว การมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว จะช่วยให้ดุลการค้าชำระเงินสมดุลได้ ดังนั้นการมีดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้ายขาดดุล ก็จะมีส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลมากขึ้น ตามการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยน

⁵แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากภาวะอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำอาจมาจากอุปสงค์มวลรวมของประเทศที่ลดลงซึ่งเป็นผลมาจากการบริโภคและการลงทุนในประเทศที่ลดลง

5.2 สภาวะแวดล้อมของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกในปัจจุบัน

ในปัจจุบันจะพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเงินสกุลหลักมีความผันผวนในการตอบสนองต่อแรงผลักดันของตลาด โดยมีความผันผวนอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น และมีการแกว่งตัว(swing)อย่างมากในระยะกลาง ประกอบกับภาวะการไหลของเงินทุนของภาคเอกชน(private capital flow)ระหว่างประเทศก็มีความผันผวนอย่างมาก ซึ่งความผันผวนดังกล่าวนี้เองที่ก่อให้เกิดความไม่เสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งจะส่งผลต่อระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศในที่สุด แต่ประเทศอุตสาหกรรมโดยทั่วไปก็ไม่ได้สนใจที่จะควบคุมภาวะการณ์ดังกล่าว ในขณะที่ประเทศตลาดเกิดใหม่จำเป็นต้องมีการปรับตัวให้สอดคล้องกับมัน

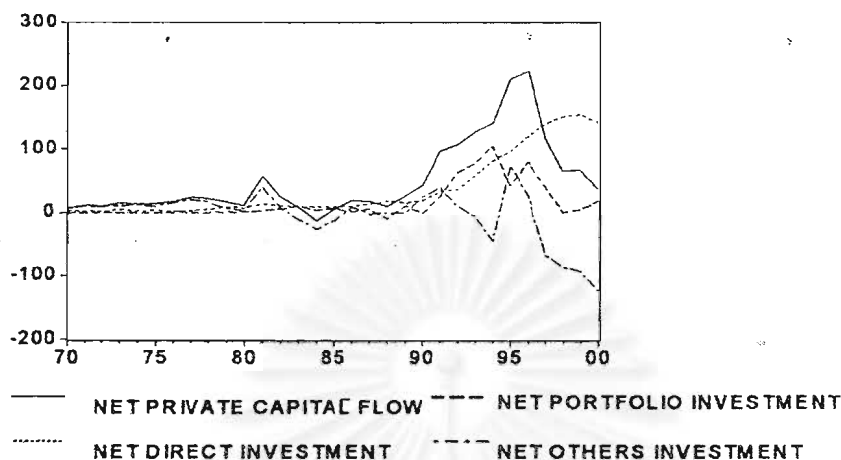
โดยลักษณะการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศและระบบเศรษฐกิจโลก สามารถแบ่งออกเป็น ส่วน ๆ ดังนี้คือ

ประการแรกคือ การปฏิวัติในเทคโนโลยีเครื่องมือในการติดต่อสื่อสาร ทำให้ต้นทุนในการแลกเปลี่ยน(transaction costs) ในตลาดการเงินลดลงอย่างมาก กระตุ้นให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ(financial innovation) และการเปิดเสรีในด้านต่าง ๆ รวมทั้งการลดการควบคุมในการแลกเปลี่ยนทางการเงิน(financial transaction)ทั้งในระดับภายในประเทศ และระหว่างประเทศ ก็ยังมีผลทำให้มีการพัฒนานวัตกรรมใหม่ขึ้นมาเรื่อย ๆ อีกทั้งการรวมตัวของตลาดทุนระหว่างประเทศที่มากขึ้น อันเป็นผลจากการลดอุปสรรคในการเคลื่อนย้ายเงินทุน(capital mobility) ทำให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายเพื่อตอบสนองต่อความแตกต่างในผลตอบแทนหลังหักความเสี่ยง และตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในความเสี่ยงได้มากขึ้น

ดังนั้นในโลกปัจจุบันจึงดูเหมือนว่าตลาดการเงินมีการรวมตัวกันมากขึ้น ซึ่งดูได้จากบดุลของบริษัทอุตสาหกรรมหรือบริษัทการเงินยักษ์ใหญ่ต่าง ๆ ทั่วโลกมีการการติดต่อเชื่อมโยงกันมากขึ้นผ่านตลาดเงินตราและตลาดทุน ซึ่งมีผลให้ปัญหาที่เกิดขึ้นในตลาดหรือประเทศที่สำคัญ ๆ สามารถส่งผลกระทบกระเทือนต่อระบบโดยรวมได้มากขึ้น

ประการที่สอง ประเทศกำลังพัฒนามีการเชื่อมโยงกับระบบเศรษฐกิจโลกมากขึ้น ทั้งในรูปการค้าในสินค้าและบริการ และการค้าในสินทรัพย์ทางการเงิน แม้ประเทศเหล่านี้สามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์หลายอย่างจากการรวมตัวดังกล่าว แต่อย่างไรก็ตามประเทศเหล่านี้ก็ต้องเผชิญกับความเสี่ยงบางอย่างมากขึ้น และมีอันตรายกว่า โดยเฉพาะจากการไหลเข้า-ออกอย่างรวดเร็วของเงินทุนภาคเอกชนระหว่างประเทศดังรูปที่ 5.1 แต่ในเวลาเดียวกันการไหลของเงินทุนของภาคเอกชนก็มีบทบาทสำคัญในการปรับตัวด้านเศรษฐกิจ และการเงินของประเทศตลาดเกิดใหม่

รูปที่ 5.1 แสดงการไหลของเงินทุนภาคเอกชนสุทธิในหมวดต่าง ๆ ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่



จากรูปจะเห็นได้ว่าในช่วงทศวรรษ 1970s และ 1980s การไหลของเงินทุนของภาคเอกชนระหว่างประเทศไม่มีความผันผวนมากนัก แต่มาในช่วงทศวรรษ 1990s การไหลของเงินทุนของภาคเอกชนระหว่างประเทศมีจำนวนมากขึ้น และมีความผันผวนมากขึ้นด้วย⁶ มีเพียงการลงทุนโดยตรงสุทธิของภาคเอกชนเท่านั้นที่ดูจะมีแนวโน้มที่แน่นอน และไม่ค่อยมีความผันผวนมากนัก

ประการที่สาม การมีเงินยูโร(euro)เกิดขึ้น อาจเป็นจุดเริ่มต้นที่จะทำให้โลกมีระบบเงินตราสกุลสำคัญสองสกุล(euro,U.S.dollar)หรือสามสกุล(euro,U.S.dollar และyen) แทนที่จะมีเงินดอลลาร์สหรัฐเป็นเงินสกุลหลักส่วนใหญ่ในระบบเงินตรา และที่สำคัญดูเหมือนว่า อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลหลักจะยังคงมีความผันผวนและแกว่งตัวในขอบเขตที่กว้างเหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นในทศวรรษ 1980s และ1990s (ดูตาราง 5.2ประกอบ) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระบบโดยรวมทั้งหมด โดยเฉพาะประเทศที่สามหรือประเทศกำลังพัฒนา

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

⁶สาเหตุที่ทำให้ปริมาณการไหลของเงินทุนภาคเอกชนเข้าสู่ประเทศตลาดเกิดใหม่มีจำนวนมากขึ้นในช่วงทศวรรษ 1990s นั้นเป็นผลมาจากปัจจัยหลายอย่าง ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการประชุมพลาซ่าแอ็กคอร์ด ที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมหาอำนาจมีการเคลื่อนไหวอย่างอิสระขึ้น ทำให้ประเทศที่มีค่าเงินแข็งค่าขึ้นมากต้องการย้ายฐานการผลิต(relocation)ออกสู่ต่างประเทศ ทำให้มีการลงทุนทางตรงในต่างประเทศมากขึ้น ดังจะเห็นได้จากประเทศญี่ปุ่นที่มีค่าเงินสูงชันมากหลังการประชุม พลาซ่าแอ็กคอร์ด ทำให้ญี่ปุ่นหันไปลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น นอกจากนี้การขยายตัวของภาคการเงิน และการลดการควบคุมการไหลของเงินทุน การพัฒนาเทคโนโลยีการสื่อสาร การขยายตัวของการค้าระหว่างประเทศ และการสิ้นสุดสงครามเย็นต่างก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้การไหลของเงินทุนของภาคเอกชนมีปริมาณเพิ่มมากขึ้น

ตารางที่ 5.2 แสดงการเปิดประเทศ(openess) และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเหล่านี้เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ

ชื่อประเทศ	ปี 1990 สัดส่วนของการค้าต่อGDP	ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน เมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ	
		Nominal	Real
Belgium-Luxembourg	69.8	2.85	2.81
Netherlands	45.4	2.83	2.82
Switzerland	29.1	3.18	3.13
Germany	25.0	2.84	2.79
Sweden	24.3	2.58	2.63
Canada	21.8	1.02	1.11
United Kingdom	20.8	2.73	2.81
Finland	19.8	2.77	2.78
France	18.8	2.79	2.74
Italy	16.1	2.73	2.69
Australia	13.8	2.33	2.35
Euro Area	10.9	2.71	2.66
Japan	8.8	3.06	3.15
United States	7.9	-	-

ที่มา :IMF, Information Notice System, International Financial Statistic, World Economic Outlook Database.

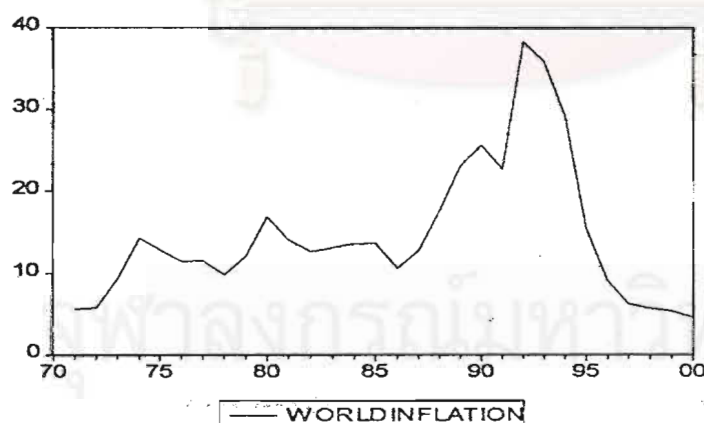
ประการที่สี่ จากการเปลี่ยนแปลงของระบบการเงินที่กล่าวมาในประการที่สามและสอง ทำให้ดูเหมือนว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่สามารถยืดหยุ่นได้มีความน่าสนใจมากขึ้นภายใต้สถานการณ์ดังกล่าว(ดูตารางที่ 5.3 ประกอบ) ซึ่งในช่วงทศวรรษ 1990s ประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศมีการลอยตัวค่าเงินสกุลท้องถิ่นของตน เพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่มีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากระบบตรึงค่าเงินที่อ่อนแอ แต่อย่างไรก็ตามระบบเงินสกุลเดียว(single currency)ในยุโรป และระบบ Currency Board ในบางประเทศโดยเฉพาะอาร์เจนตินาและฮ่องกง ก็ยังสามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพภายใต้สถานการณ์เศรษฐกิจและการเงินในปัจจุบัน

ตารางที่ 5.3 แสดงจำนวนสมาชิกของระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบต่าง ๆ

รูปแบบระบบอัตราแลกเปลี่ยน	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ระบบตรึงค่าเงิน							
กับU.S.dollar	24	21	23	22	21	20	19
กับFrench franc	14	14	14	14	14	14	15
กับRussian ruble	6	-	-	-	-	-	-
กับเงินสกุลอื่น	6	8	8	8	9	11	12
กับSDR	5	4	4	3	2	3	4
กับตระกร้าเงิน	29	26	21	19	20	17	14
ระบบจำกัดขอบเขตการเคลื่อนไหว	4	4	4	4	4	4	4
ระบบการจัดการร่วมกัน	9	9	10	10	12	12	13
ระบบที่ปรับตัวตามกลุ่มดัชนีชี้้นำ	3	4	3	2	-	-	-
ระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ	23	29	33	44	45	46	55
ระบบลอยตัวอย่างอิสระ	44	56	58	54	52	53	46
รวม	167	175	178	180	181	181	182

ที่มา : International Financial Statistic December 1998

รูปที่ 5.2 แสดงอัตราเงินเฟ้อโลก(หน่วย :%)



ที่มา : IMF

ประการที่ห้า ระดับเงินเฟ้อทั่วโลกในช่วงทศวรรษ 1990s ดูเหมือนจะลดลงสู่ระดับต่ำสุดในช่วง 40 ปี(ดูรูปที่ 5.2 ประกอบ) การรักษาวินัยทางการคลังอย่างเข้มแข็งในหลายประเทศส่งผลให้เกิดวินัยทางการเงินที่เข้มแข็งด้วยซึ่งส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงและอัตราเงินเฟ้อที่คาดหวัง

คะเนลดลง นอกจากนี้ปัจจัยในด้านการค้าเสรี และการยกเลิกการควบคุมในอุตสาหกรรมหลายประเภท การปฏิรูปรัฐวิสาหกิจ และความตั้งใจของรัฐบาลในการยกเลิกการป้องกันอุตสาหกรรมหรือภาคการผลิตที่ไม่มีประสิทธิภาพหรือไม่สามารถแข่งขันได้ นอกจากนี้การมีข้อมูลด้านระดับราคาระหว่างประเทศมากขึ้นทำให้หลายประเทศมีการปรับตัวเพื่อให้ระดับราคาของตนอยู่ในระดับที่เหมาะสมทำให้เกิดเสถียรภาพด้านราคาทั่วโลก

ประการที่หก การเชื่อมโยงทางการเงินและเศรษฐกิจระหว่างกัน และผลกระทบจากการส่งผ่านของนโยบายของประเทศหนึ่งไปสู่อีกประเทศหนึ่งมีความซับซ้อนมากขึ้นในช่วงทศวรรษ 1990s กล่าวคือในอดีตวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาจะมีความสัมพันธ์อย่างมากและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรม โดยมีกระบวนการส่งผ่านทางการค้าและระดับราคา แต่อย่างไรก็ตามในช่วงต้นทศวรรษ 1990s ประเทศอุตสาหกรรมหลายแห่งเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย แต่ประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศกลับมีอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะในเอเชียที่มีการเจริญเติบโตทางการค้าที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็วและมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก

5.3 สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่

นอกจากการคำนึงถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมของระบบการเงินและระบบเงินตราระหว่างประเทศแล้ว ยังต้องศึกษาถึงสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ในปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคตเพื่อใช้เป็นเกณฑ์ในการเลือกทางเลือกที่เหมาะสมในระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยน ดู Mussa, Masson and others(2000)

1. การเคลื่อนย้ายเงินทุน(Capital Mobility)

ระบบเศรษฐกิจไทยมีการเปลี่ยนแปลงไปตามกระแสความเจริญของโลก โดยเฉพาะในเรื่องการค้าเสรี ซึ่งความคิดในเรื่องการค้าเสรีได้รับการยอมรับและร่วมมือกันระหว่างประชาคมโลกตั้งแต่การเจรจารอบอุรุกวัย(แกตต์) โดยในการประชุมครั้งนั้นประเทศไทยเองได้เข้าร่วมในการประชุมและผูกพันตนเองกับการเปิดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดตลาดการค้าบริการให้กับบริการต่าง ๆ จำนวน 10 สาขา ซึ่งประกอบด้วยบริการด้านธุรกิจคมนาคมและการสื่อสาร การก่อสร้าง การจัดจำหน่าย สันทนาการ วัฒนธรรม การศึกษา สิ่งแวดล้อม การท่องเที่ยว การขนส่ง และการเงิน

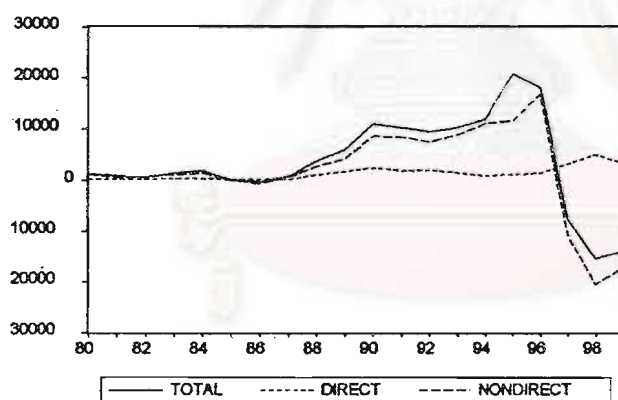
โดยในปี 2533 ประเทศไทยได้เริ่มก้าวเข้าสู่การเปิดเสรีทางการเงิน ด้วยการรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ(IMF) โดยเริ่มแรกเป็นการเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินตราต่างประเทศเฉพาะดุลบัญชีเดินสะพัด ต่อจากนั้นก็มีการออกมาตรการต่าง ๆ ตามมาเป็นจำนวนมาก

ทั้งการปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศทั้งเงินฝากและเงินกู้ลอยตัว การอนุญาตให้สถาบันการเงินประเภทธนาคารพาณิชย์สามารถทำธุรกิจหลักทรัพย์ได้ การอนุญาตให้บริษัทเงินทุนสามารถทำธุรกิจด้านเงินตราต่างประเทศ และบริการเงินกู้ รวมทั้งการเปิดทางให้ธนาคารสามารถทำธุรกิจวิเทศธนกิจ

ซึ่งผลจากการเปิดเสรีด้านการเงินดังกล่าวทำให้ประเทศไทยมีเงินทุนรวมไหลเข้าค่อนข้างสูงตั้งแต่ช่วงปลายทศวรรษ 1980sจนถึงกลางทศวรรษ 1990s (ดูรูป 5.3ประกอบ)ซึ่งสะท้อนถึงการเปิดเสรีในด้านบัญชีทุนเคลื่อนย้าย และมีการรวมตัวกับตลาดทุนโลกมากขึ้น

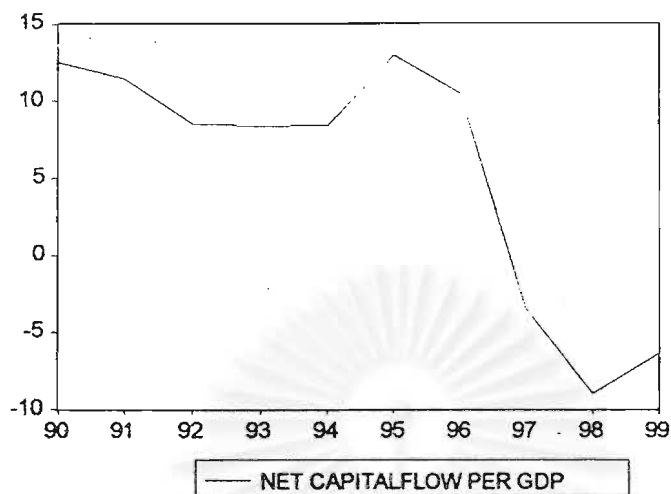
การเพิ่มขึ้นของปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนนี้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการไหลสุทธิของเงินทุน(net flow)อย่างมากและฉับพลัน ซึ่งจากรูปการไหลของเงินทุนของภาคเอกชนที่ไม่รวมการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ(ดูจากรูป 5.3) ของประเทศไทยมีการผันผวนอย่างมากมากในเงินทุนประเภทนี้ ในขณะที่การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศดูไม่ค่อยมีความผันผวนเท่าใด

รูปที่ 5.3 แสดงการไหลสุทธิของเงินทุนภาคเอกชนรวม(TOTAL)การไหลสุทธิของการลงทุนทางตรงของภาคเอกชน(DIRECT) และการไหลสุทธิของเงินทุนภาคเอกชนที่ไม่รวมการลงทุนทางตรง(NONDIRECT) [หน่วย : ล้านบาท]



นอกจากนี้เมื่อดูจากบัญชีทุนเคลื่อนย้ายจะเห็นว่ามีส่วนต่อ GDP ที่สูงมาก (ดูรูปที่ 5.4 ประกอบ) โดยในช่วงต้นทศวรรษ 1990s มีสัดส่วนสูงถึงประมาณ 10% ของ GDP และลดลงไปเหลือ 3-4 % ของ GDP ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เอเชียในปี 1997 โดยในช่วงนี้บัญชีทุนเคลื่อนย้ายของประเทศไทยติดลบอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 1997 จนถึงปี 1999 ประมาณ -279,720 -645,096 และ -517,320 บาท ตามลำดับ

รูปที่ 5.4 แสดงสัดส่วนของเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิต่อGDP [หน่วย : %]



จากรูปที่ 5.3 และ 5.4 จะเห็นได้ว่าก่อนปี 1997 ประเทศไทยมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก และต่อเนื่อง ดังนั้นเมื่อเกิดการเรียกหนี้ที่ยังไม่ชำระคืนกระทันหัน ก็จะก่อให้เกิดภาวะล้มละลาย เหมือนเช่นที่เกิดขึ้นกับประเทศไทยในกลางปี 1997 และได้ลุกลามไปสู่ประเทศเพื่อนบ้านในเอเชีย ลาตินอเมริกา และยุโรปตะวันออกในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้นจะเห็นได้ว่าการไหลย้อนกลับของเงินทุน (capital flow reversal) มีความสัมพันธ์กับการเกิดวิกฤตการณ์การเงิน และก่อให้เกิดต้นทุนทาง เศรษฐกิจที่แท้จริงสูงซึ่งดูได้จากตารางที่ 5.4 ที่แสดงว่าการเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจครั้งใหญ่ใน ช่วงทศวรรษ 1990s นั้นส่งผลให้ผลผลิตที่เกิดขึ้นจริงต่ำกว่าผลผลิตตามศักยภาพการผลิตของ ประเทศเป็นอย่างมาก ทำให้เกิดการลดลงของผลผลิต การจ้างงาน การลงทุนในประเทศ และทำให้ ประเทศเข้าสู่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง

นอกจากนี้การไหลของเงินทุนในประเทศหนึ่งยังมีความสัมพันธ์กับการไหลของเงินทุนใน ภูมิภาคด้วยโดยเฉพาะภูมิภาคที่ประกอบไปด้วยประเทศที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจใกล้เคียงกันดัง เช่นกลุ่มอาเซียน ซึ่งจะเห็นได้จากวิกฤตการณ์การเงินและเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยใน กลางปี 1997 ที่ผ่านมานี้ไม่เพียงทำให้มีเงินทุนไหลออกจากประเทศไทยเท่านั้น แต่ยังมีผลกระทบ ต่อประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเดียวกันอีกด้วย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นในประเทศไทย สามารถลุกลามไปสู่ประเทศเพื่อนบ้านที่อยู่ในภูมิภาคเดียวกัน และส่งผลให้มีปริมาณเงินทุนไหล ออกจากประเทศเหล่านี้มากขึ้นด้วย ดังนั้นจึงดูเหมือนว่าการปล่อยให้มีการไหลของเงินทุนอย่าง อิสระ และมุมมองของนักลงทุนต่างชาติที่มองภาพเศรษฐกิจโดยรวมในภูมิภาคมากกว่าการมอง เฉพาะแต่ละประเทศเป็นผลให้วิกฤตการณ์เศรษฐกิจในประเทศหนึ่งสามารถส่งผลกระทบต่ออย่าง มากต่อประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเดียวกัน

ตารางที่ 5.4 แสดงการลดลงของผลผลิตรวม(output loss) ในช่วงทศวรรษ 1990s

[อัตราส่วนต่อผลผลิตตามขีดความสามารถผลิต(Potential output)]

การลดลงของผลผลิตรวม⁷ในช่วง 4 ปี

วิกฤตการณ์เม็กซิโก

อาร์เจนตินา	15
เม็กซิโก	30

วิกฤตการณ์เอเชีย

อินโดนีเซีย	82
เกาหลี	27
มาเลเซีย	39
ไทย	57

ที่มา : IMF, World Economic Outlook database

อย่างไรก็ตามสภาพความผันผวนในการไหลของเงินทุนของภาคเอกชน และต้นทุนที่ตามมาเป็นสิ่งที่ประเทศไทยและประเทศตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ ต้องเผชิญเมื่อมีการเข้าไปพัวพันกับตลาดเงินตลาดทุนโลกมากขึ้น ดังนั้นภายใต้สภาวะที่มีการไหลของเงินทุนอย่างเสรี และมีปริมาณที่มาก และผันผวนจะทำให้การรักษาอัตราแลกเปลี่ยนภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้นกระทำได้ยากและมักจะก่อปัญหายุ่งยากต่าง ๆ ตามมา⁸ และในช่วงทศวรรษ 1990s ที่ผ่านมาก็พบว่า มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในหลายประเทศทั้งประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศในแถบเอเชีย ตะวันออก และเม็กซิโก เป็นต้น หรือในประเทศที่พัฒนาแล้วเช่น ประเทศสมาชิกในสหภาพยุโรป ในช่วงวิกฤตการณ์ ERM ปี 1992/93 เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตามตามหลักความเป็นไปไม่ได้สามอย่าง(Impossible Trinity)ในบทที่ 2 แสดงให้เห็นว่าถ้าประเทศต้องการรักษาเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลัก จำเป็นอย่างยิ่งที่ประเทศต้องเสียสละอธิปไตยทางการเงิน ด้วยการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่เข้มงวดและน่าเชื่อถือ อย่างเช่นระบบ Dollarization หรือระบบสหภาพการเงินเหมือนที่ยุโรปนำมาใช้ในปัจจุบัน เป็นต้น

⁷คำนวณจากความแตกต่างของผลผลิต(output gap)ระหว่างผลผลิตที่เกิดขึ้นจริงกับผลผลิตตามขีดความสามารถในการผลิตที่มีอยู่(potential output) ในช่วงเวลา 4 ปีเริ่มตั้งแต่ปีที่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ

⁸เช่นจงใจให้มีการกีดกันต่างประเทศสูงขึ้น เนื่องจากความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ในขณะที่ไม่มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน และมักจะทำลายดุลการค่าและดุลบัญชีเดินสะพัด อันเนื่องมาจากการเกิด wealth effect เมื่อมีเงินทุนไหลเข้ามาจำนวนมาก และมักจะก่อให้เกิดปัญหายุ่งยากในการใช้นโยบายการเงินการคลังในการบริหารเศรษฐกิจเพราะยากที่จะควบคุมปริมาณเงินได้ในภาวะที่มีเงินทุนไหลเข้าออกอย่างเสรี นอกจากนี้ยังทำให้ดุลการชำระเงินและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไม่สะท้อนถึงสภาพที่แท้จริงของฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศ

2. ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน(Expose to Exchange Rate Risk)

เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนา และเงินบาทก็ไม่ใช่เงินสกุลหลักที่นิยมใช้ทั่วโลก ทำให้เป็นไปได้ยากที่ภาครัฐ และเอกชนในประเทศจะสามารถกู้ยืมเงินจากตลาดเงินต่างประเทศในรูปแบบเงินบาท และชาวต่างชาติเองก็คงไม่ยินดีหรือเต็มใจที่จะถือสินทรัพย์ในรูปแบบเงินบาทไว้ในมือในระยะยาว ดังนั้นถ้าดูถึงสถานสุทธิ(Position)ของประเทศไทยก็จะพบว่าประเทศมีหนี้สินในรูปแบบเงินตราต่างประเทศมากกว่าสินทรัพย์ในรูปแบบเงินตราต่างประเทศที่ถืออยู่ดังตารางที่ 5.5

ตารางที่ 5.5 แสดงเงินสำรองทางการ และภาระหนี้สินเงินตราต่างประเทศคงค้าง

(หน่วย : พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	2538	2539	2540	2541	2542	2543
เงินสำรองทางการ	37	38.7	27	29.5	34.8	35
ภาระเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า			18	6.6	4.8	n.a.
หนี้ต่างประเทศคงค้างทั้งสิ้น	100.8	108.7	109.3	105.1	95.6	n.a.

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

เมื่อเป็นเช่นนี้ก็แสดงว่าประเทศไทยต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งทำให้ฐานะการเงินของภาครัฐและเอกชนในประเทศมีความไม่มั่นคงจากความเสียดังกล่าว และจะเห็นได้ว่าการออกพันธบัตร หรือตราสารหนี้ในตลาดระหว่างประเทศ(international markets) ของภาคเอกชนและภาครัฐของประเทศไทยและประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ หรือประเทศที่ไม่ใช่เจ้าของเงินสกุลหลัก การออกพันธบัตรหรือตราสารหนี้ในตลาดเงินตลาดทุนระหว่างประเทศจะต้องกระทำในรูปแบบเงินตราสกุลหลักซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินดอลลาร์สหรัฐ แม้แต่ในประเทศที่มีการพัฒนาเศรษฐกิจในระดับที่สูงกว่าประเทศไทย เช่นเกาหลี หรือประเทศที่มีการตรึงค่าเงินอย่างแข็งแกร่งกับเงินดอลลาร์สหรัฐเช่น อาร์เจนตินา ก็เช่นกัน

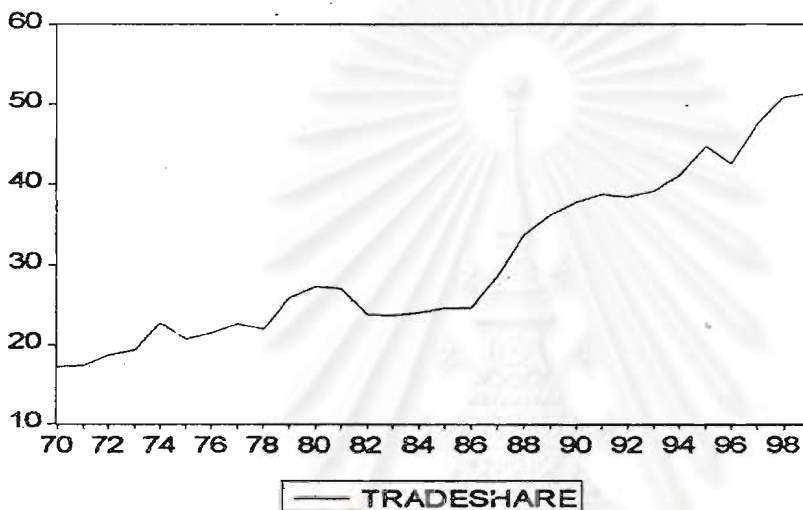
ดังนั้นแม้ว่าประเทศจะใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ก็สามารถเผชิญกับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนได้เช่นกันถ้าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้นมีความอ่อนแอ ขาดความจริงจังจากผู้ดำเนินนโยบายการเงินในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยน มีนโยบายการเงินการคลังที่ไม่สอดคล้องกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวก็จะมีผลให้ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้น ดังนั้นประเทศกำลังพัฒนา ประเทศตลาดเกิดใหม่ที่มีการเชื่อมโยงกับตลาดเงินตลาดทุนโลกมากขึ้นจำเป็นต้องสนใจในเรื่องการจัดการการบริหารความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และประสบปัญหาความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างประเทศไทย⁹

⁹ เพราะการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการมาใช้จะส่งผลกระทบต่อการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ ดังนั้นประเทศไทยจำเป็นต้องมีการปรับตัวเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนผ่านการบริหารต้นทุนการผลิต(cost management) การบริหารการตลาด(marketing management) การบริหารการเงิน(financial management) ที่มีประสิทธิภาพ

3. การเปิดประเทศสู่การค้าระหว่างประเทศ(Openness to International Trade)

ประเทศไทยมีการเปิดประเทศอย่างมากในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ซึ่งจะเห็นได้จากภาคการค้าระหว่างประเทศ(ดุลการค้าและบริการ)มีส่วนที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับGDPของประเทศ ซึ่งสัดส่วนการค้ากับต่างประเทศโดยเฉลี่ย⁹ เมื่อเทียบกับGDP ของประเทศไทยสูงขึ้นจาก จาก 20% ในช่วงปลายทศวรรษ1970s ไปสู่ 30% ในปลายทศวรรษ 1980s และสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องไปสู่ 40% ต่อ GDP ในช่วงปลายทศวรรษ1990s ดูรูป 5.5 ประกอบ

รูปที่ 5.5 แสดงสัดส่วนการค้ากับต่างประเทศโดยเฉลี่ยเมื่อเทียบกับGDP(หน่วย : %)



โดยแนวโน้มการเปิดประเทศของไทยดูจะเพิ่มมากขึ้นซึ่งดูได้จากภาคการส่งออกและนำเข้าที่เจริญเติบโตอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมาดูรูป 5.5 ประกอบ ดังนั้นถ้าถึงการส่งออก-นำเข้ามีสัดส่วนต่อGDPมากขึ้นเท่าใด การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนก็จะส่งผลกระทบต่อราคาและผลผลิตมากขึ้นเท่านั้น นอกจากนี้การที่ประเทศมีระดับการเปิด(openess)ต่อเศรษฐกิจโลกค่อนข้างมาก ยังทำให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ จากประเทศหนึ่งส่งผลกระทบต่อและลุกลามไปสู่ประเทศอื่น ๆ(contagion effect) อย่างรวดเร็ว ดังจะเห็นได้จากวิกฤตการณ์เอเชียที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตามแม้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ต่าง ๆ จะมีกลไกอัตโนมัติในการต่อสู้กับปัญหาจากต่างประเทศ(external shock) ด้วยการปรับระดับราคาสินค้าในประเทศ แต่ผู้วิจัยเห็นว่าการปรับระดับราคาสินค้านั้นกระทำได้ยากและต้องใช้เวลา นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดอีกมากในเรื่องการปรับราคาสินค้า โดยเฉพาะต้นทุนการผลิต ในทางตรงกันข้ามระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ มีการปรับอัตราแลกเปลี่ยนที่สามารถกระทำได้ทันที และไม่มีข้อจำกัดเหมือนการปรับ

⁹วัดด้วยการนำมูลค่าการนำเข้าบวกมูลค่าการส่งออก แล้วหารสอง

ระดับราคาโดยตรง ทำให้ประเทศสามารถปรับระดับราคาเปรียบเทียบได้ทันกับปัญหาที่เกิดขึ้น ซึ่งการปรับอัตราแลกเปลี่ยนนี้เป็นเหมือนเครื่องมือในการป้องกันปัญหาจากต่างประเทศที่มีประสิทธิภาพมากกว่าการปรับระดับราคา

4. การเปลี่ยนแปลงของ โครงสร้างสินค้าส่งออกที่เป็นสินค้าอุตสาหกรรม (Shift of Exports Toward Manufactures)

โครงสร้างการส่งออกสินค้าของประเทศไทยสามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มใหญ่ ๆ คือ

1. สินค้าเกษตรกรรม ประกอบด้วย สินค้าเกษตร ประมง และเหมืองแร่
2. สินค้าอุตสาหกรรม โดยสินค้าอุตสาหกรรมที่ส่งออกสำคัญ ๆ ได้แก่ สิ่งทอ อัญมณี คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์คอมพิวเตอร์ แผงวงจรไฟฟ้า และอุปกรณ์ไฟฟ้าต่าง ๆ
3. สินค้าอื่น ๆ เป็นสินค้าส่งออกที่อยู่นอกเหนือจากสินค้าส่งออกสำคัญ 2 กลุ่มใหญ่ข้างต้น

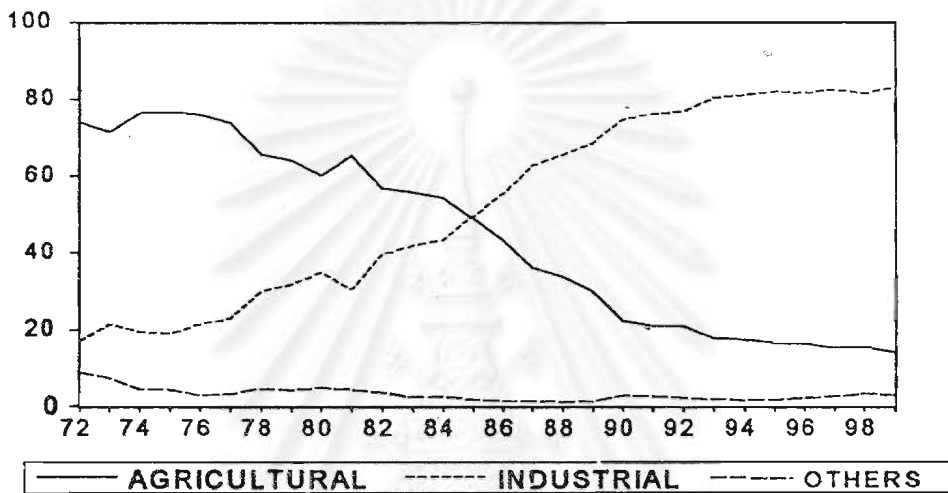
โดยโครงสร้างการส่งออกของไทยในอดีตช่วงก่อนปี 1985 นั้นพบว่าสินค้าส่งออกส่วนใหญ่เป็นสินค้าเกษตร โดยในช่วงก่อนปี 1975 มีมูลค่าการส่งออกประมาณ 3 ใน 4 ของมูลค่าการส่งออกรวม และมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ จนเริ่มมีมูลค่าการส่งออกไม่ถึงร้อยละ 50 เมื่อเทียบกับมูลค่าการส่งออกรวมตั้งแต่ปี 1985 เป็นต้นมา และยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องจนในปี 1999 การส่งออกสินค้าเกษตรกรรมมีมูลค่าการส่งออกเพียงร้อยละ 15.5 ของมูลค่าการส่งออกรวม ดูรูป 5.6 ประกอบ

ในขณะเดียวกันมูลค่าการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมยังคงสูงขึ้นเรื่อย ๆ ตั้งแต่อดีตมาจนถึงปัจจุบัน โดยในช่วงแรกก่อนปี 1980 มูลค่าการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมยังต่ำกว่าร้อยละ 30 ของมูลค่าการส่งออกรวม แต่ก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จนหลังจากปี 1985 การส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมมีมูลค่าการส่งออกเกินครึ่งหนึ่งของมูลค่าการส่งออกรวมซึ่งถือเป็นปีที่มีการเปลี่ยนโครงสร้างการส่งออกของไทย ที่เดิมเคยมีสินค้าเกษตรเป็นหลักในการส่งออก มาเป็นการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมเป็นแทน¹⁰ และมูลค่าการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมยังคงสูงขึ้นเรื่อย ๆ จนสูงกว่า 80% ของการส่งออกทั้งหมดตั้งแต่ปี 1993 เป็นต้นมา ดูรูป 5.6 ประกอบ

¹⁰การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างสินค้าส่งออกเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายส่งเสริมการผลิตเพื่อการส่งออกของรัฐบาลไทยที่เริ่มใช้ตั้งแต่ปี 1972 นอกจากนี้การลดลงในมูลค่าการส่งออกสินค้าเกษตรกรรมมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการที่สหรัฐอเมริกาออกกฎหมาย Farm Act เมื่อปี 1985 ซึ่งส่งผลกระทบต่อ การส่งออกสินค้าข้าวของไทย เพราะภายใต้กฎหมายนี้รัฐบาลสหรัฐจะมีการให้เงินอุดหนุนการผลิตและการส่งออกสินค้าเกษตรเพื่อส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันของสินค้าเกษตรกรรมของสหรัฐในตลาดโลก ประเทศไทยจึงได้รับผลกระทบจากการสูญเสียส่วนแบ่งการตลาดและความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลกไปบางส่วน

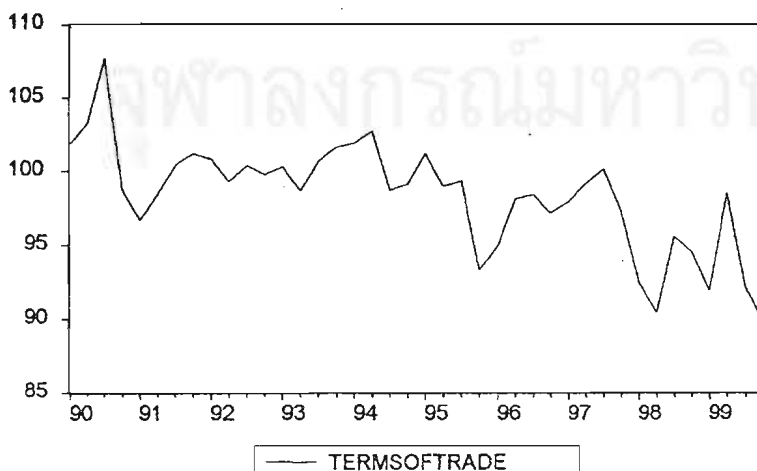
ส่วนมูลค่าการส่งออกของสินค้าอื่น ๆ นอกเหนือจากสินค้าอุตสาหกรรมและสินค้าเกษตรกรรมนั้นมีสัดส่วนเพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับมูลค่าการส่งออกทั้งหมด นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มที่ลดลงโดยตั้งแต่ปี 1974 มูลค่าการส่งออกสินค้าในหมวดนี้มีไม่ถึง 5% ของมูลค่าการส่งออกรวม และในปี 1999 มีมูลค่าการส่งออกเพียงร้อยละ 2.9 ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมด

รูปที่ 5.6 แสดงสัดส่วน(%)ของมูลค่าการส่งออกสินค้าแต่ละหมวดเมื่อเทียบกับมูลค่าการส่งออกรวม



นอกจากนี้ชนิดของสินค้าหลักในการส่งออกของประเทศไทยก็มีการเปลี่ยนแปลงจากสินค้าเกษตรขั้นพื้นฐานหรือสินค้าที่ไม่ผ่านกระบวนการแปรรูป(commodity export) ไปสู่สินค้าอุตสาหกรรม(manufactured export)ดูตารางที่ 5.5 ซึ่งการเปลี่ยนแปลงในชนิดของสินค้าส่งออกดังกล่าวมีผลทำให้อัตราการค้า(terms of trade)ของประเทศไทยดีขึ้นและมีเสถียรภาพมากขึ้นดังรูปที่ 5.7

รูปที่ 5.7 แสดงอัตราการค้า(Terms of trade)ของประเทศไทย



จากรูป 5.7 จะเห็นได้ว่าอัตราการค่าของประเทศไทยมีอัตราค่อนข้างมีเสถียรภาพโดยจะอยู่ประมาณ 95-100 ในช่วงต้นทศวรรษ 1990s ก่อนที่ค่าเงินบาทจะลดลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐในปลายปี 1997 ซึ่งมีผลทำให้อัตราการค่าของประเทศไทยลดลง แต่ก็มีการปรับตัวสูงขึ้นในปลายปี 1998 แต่ในช่วงกลางปี 1999 เรื่อยมาอัตราการค่าของประเทศไทยก็ลดลงอีกครั้ง เนื่องจากราคาสินค้าเกษตรมีราคาลดลงอย่างมากตามราคาในตลาดโลกและการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมัน

แต่อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงของชนิดสินค้าส่งออกไปเป็นสินค้าอุตสาหกรรมมากขึ้น (ดูตารางที่ 5.6 ประกอบ) ก็จะทำให้ประเทศไทยมีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้นด้วย เพราะเนื่องจากระดับราคาของสินค้าขั้นพื้นฐาน(Commodities) ถูกกำหนดขึ้นในตลาดโลก และประเทศไทยก็ไม่ได้เป็นผู้ผลิตรายใหญ่รายเดียว และไม่มีการรวมตัวกับประเทศผู้ผลิตรายสำคัญอื่น ๆ ดังนั้นอุปสงค์ของสินค้าส่งออกเหล่านี้จึงไม่ขึ้นอยู่กับอัตราแลกเปลี่ยนมากนัก¹¹ เพราะเมื่อระดับราคาสินค้าเกษตรถูกกำหนดจากตลาดโลก ประเทศไทยก็ต้องยอมขายสินค้าเกษตรดังกล่าวตามราคาตลาดโลก จึงไม่จำเป็นต้องนำอัตราแลกเปลี่ยนมาช่วยในการปรับราคาสินค้า แต่ในทางตรงกันข้ามอุปสงค์ของสินค้าส่งออกประเภทสินค้าอุตสาหกรรม(Manufactured products) จะมีการตอบสนองต่ออัตราแลกเปลี่ยนมากกว่า เพราะอุปสงค์ในสินค้าอุตสาหกรรมมีความยืดหยุ่นสูง ดังนั้นการมีอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้จึงมีประโยชน์ในการชั่งปรับระดับราคาสินค้า ซึ่งในที่สุดก็จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในสินค้าอุตสาหกรรมโดยตรง

ดังนั้นเมื่อสินค้าส่งออกของประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นสินค้าอุตสาหกรรม ทำให้การมีนโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่อิสระมีประโยชน์ต่อประเทศมากขึ้น เพราะสามารถส่งผลกระทบต่อปริมาณและมูลค่าการส่งออกสินค้าของประเทศมากขึ้น อีกทั้งยังช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนจากอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศคู่แข่งได้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

¹¹ ดังจะเห็นได้จากปัจจุบันแม้ค่าเงินบาทของประเทศไทยจะอ่อนตัวลงมาก แต่ราคาสินค้าเกษตรในประเทศไทยปี 2542 ได้ลดลงอย่างมาก เนื่องจากภาวะตกต่ำของราคาสินค้าเกษตรทั่วโลก ในขณะที่ต้นทุนการผลิตบางอย่างสูงขึ้น โดยเฉพาะราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้การผลิตภาคเกษตรติดลบอย่างต่อเนื่องคือ -0.3% และ -0.1% ในปี 2541 และปี 2542 ตามลำดับ ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายได้ของประชากรส่วนใหญ่ของประเทศประมาณ 60% ที่อยู่ในภาคนี้เป็นอย่างมาก

ตาราง 5.6 แสดงชนิดสินค้าส่งออกที่สำคัญ 10 อันดับแรกของไทย (หน่วย : ร้อยละ)

รายการ	อัตราการขยายตัว*		
	2541	2542	2543(ม.ค.)
1. เครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	10.9	3.3	17
2. แผงวงจรไฟฟ้า	-8.2	29.2	76.6
3. เสื้อผ้าสำเร็จรูป	-4.3	-2.4	13.9
4. ยางพารา	-30.5	-12.1	127
5. ยานพาหนะ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	8.6	44.3	61
6. เม็ดพลาสติก	34.3	22.8	121.8
7. ข้าว	1.1	-7.1	-26.3
8. เครื่องรับวิทยุโทรทัศน์ และส่วนประกอบ	0.2	-11.4	102.4
9. ไทโอด ทรานซิสเตอร์ และอุปกรณ์กึ่งตัวนำ	-2.6	8.3	126.3
10. กุ้งสดแช่เย็น แช่แข็ง	-6.4	-10.2	22.6

ที่มา: ศูนย์สารสนเทศเศรษฐกิจการค้า กรมเศรษฐกิจการพาณิชย์

หมายเหตุ: *เป็นตัวเลขที่เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน

5. การกระจายตัวด้านการค้ากับประเทศต่าง ๆ (Trade Diversification)

เนื่องจากการที่ระบบเศรษฐกิจโลกมีการรวมตัวกันมากขึ้น(globalization)ทำให้ประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะประเทศตลาดเกิดใหม่มีการทำการค้ากับประเทศคู่ค้าต่าง ๆ มากขึ้นทั้งในด้านจำนวนประเทศคู่ค้า และปริมาณการค้า

โดยประเทศไทยเองในปี 1998 มีสัดส่วนการค้า(trade share)กับประเทศสหรัฐอเมริกา เยอรมัน ญี่ปุ่น และสหภาพยุโรป ในสัดส่วน 17.1, 3.5, 17.2, 12.0 ตามลำดับ¹² และตลาดส่งออกที่สำคัญของไทยคือ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น สหภาพยุโรป และอาเซียนซึ่งประเทศไทยมีมูลค่าการส่งออกในตลาดส่งออกสำคัญทั้ง 4 มากกว่า 50% ของมูลค่าการส่งออกรวม และในปี 2541 และปี 2542 ไทยมีมูลค่าการส่งออกไปสู่ตลาดสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น สหภาพยุโรป รวมกันคิดเป็นสัดส่วนถึง 53.8 % และ 52.51% ตามลำดับเมื่อเทียบกับมูลค่าการส่งออกรวม(ดูตารางที่ 5.7) แต่ในขณะที่เดียวกันประเทศไทยก็มีการค้ากับประเทศเพื่อนบ้านในกลุ่มอาเซียนเพิ่มขึ้นเช่นกัน

¹²IMF, World Economic Outlook Database.

ตาราง 5.7 ตลาดการส่งออกสินค้าที่สำคัญของไทย

รายการ	อัตราการขยายตัว*			สัดส่วน	
	2541	2542	2543(ม.ค.-มี.ค.)	2541	2542
อาเซียน	-22.3	9.9	34.0	18.2	18.6
สหภาพยุโรป	4.7	1.1	21.0	17.8	16.8
ญี่ปุ่น	-15.5	10.6	40.0	13.7	14.1
สหรัฐอเมริกา	7.3	4.0	38.0	22.3	21.6
อื่น ๆ	-5.5	10.6	45.0	28.0	28.8

ที่มา: ศูนย์สารสนเทศเศรษฐกิจการค้า กรมเศรษฐกิจพาณิชย์

หมายเหตุ : *เป็นตัวเลขที่เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน

ดังนั้นจากที่ผ่านมาและแนวโน้มในอนาคตส่วนแบ่งการค้า(trade share)ของไทยจะอิงกับประเทศเงินสกุลหลัก(สหรัฐอเมริกา, สหภาพยุโรป, ญี่ปุ่น)เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าถ้าประเทศไทยต้องการตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักเพียงสกุลเดียว(single-currency pegs)อย่างเช่นระบบ Currency Board ก็อาจจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากความผันผวนระหว่างเงินสกุลหลักอย่างมาก

อย่างไรก็ตามเนื่องจากการใช้เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐในการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (Invoicing Currency) มีสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับเงินสกุลหลักอื่น ๆ ทำให้การตรึงค่าเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินดอลลาร์สหรัฐมีประโยชน์มากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามประเทศก็ยังไม่สามารถหลีกเลี่ยงปัญหาที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของเงินสกุลหลักได้

นอกจากนี้ สิ่งสำคัญอย่างหนึ่งในการเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยน คือการตั้งราคาสินค้าที่ซื้อขายระหว่างประเทศ ของประเทศนั้น ๆ เพราะถ้าประเทศไทยมีการตั้งราคาสินค้าดังกล่าวในรูปเงินบาท แม้จะมีการทำสัญญาชำระเป็นเงินดอลลาร์ ก็ยังได้รับผลประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ดี

6. สัดส่วนการค้าภายในกลุ่มความร่วมมือทางการค้าหรือในภูมิภาคเดียวกัน(Intraregional Trade)

ประเทศไทยมีการค้าภายในกลุ่มอาเซียนด้วยกันมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง และตลาดอาเซียนก็เป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของประเทศไทย(ดูตารางที่5.8) แม้จะไม่มากเท่ากับการค้ากับกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม แต่การค้าภายในกลุ่มประเทศอาเซียนก็มีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา(ดูตารางที่5.8 ประกอบ) ซึ่งการที่ไทยมีการเพิ่มขึ้นของปริมาณการค้าภายในกลุ่มอาเซียนจะทำให้ไทยได้รับผลกระทบจากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเพื่อนบ้านภายในกลุ่มเพิ่มขึ้น ดังนั้นเมื่อประเทศเพื่อนบ้านหันไปใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ ประเทศ

ไทยก็ควรมีอัตราแลกเปลี่ยนที่สามารถยืดหยุ่นได้เพื่อป้องกันหรือบรรเทาปัญหาจากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเพื่อนบ้าน

ตารางที่ 5.8 แสดงรูปแบบการค้าของกลุ่มอาเซียนตั้งแต่ปี 1980-1998

รูปแบบการค้าของกลุ่มอาเซียน ¹³ (ในรูปสัดส่วนต่อการค้ารวมของกลุ่ม)	1980		1985		1990		1995		1998	
	ส่งออก	นำเข้า	ส่งออก	นำเข้า	ส่งออก	นำเข้า	ส่งออก	นำเข้า	ส่งออก	นำเข้า
ภายในกลุ่มอาเซียนด้วยกัน	17.4	14.6	18.6	17.2	19.0	15.2	24.6	18.0	22.1	24.1
กับญี่ปุ่น	29.6	22.3	25.1	20.5	18.9	23.1	14.2	23.8	11.1	16.9
กับสหรัฐอเมริกา	16.3	15.3	19.5	15.2	19.4	14.4	18.6	13.8	20.6	13.8
กับสหภาพยุโรป	10.4	9.6	8.4	10.0	11.7	11.2	10.8	11.1	11.9	8.9
กับประเทศอุตสาหกรรมอื่น ๆ	6.1	10.3	6.2	9.7	7.6	9.8	6.9	8.1	8.6	6.7
กับประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ	20.2	28.6	21.5	26.7	23.1	25.2	24.3	24.3	25.2	28.5

ที่มา: IMF: Direction of Trade Statistics.

7. ภาวะอัตราเงินเฟ้อ(Inflation)

อัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยในช่วงทศวรรษ 1980s-1990s ถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำ(เป็นอัตราเงินเฟ้อเลขตัวเดียว)ซึ่งถ้าดูจากรูป 5.8 จะเห็นว่าอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 10 มาตั้งแต่ปี 1982 แม้ในปี 1998 อัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยจะสูงขึ้นถึง 8.1 ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบ 18 ปี ซึ่งเป็นผลมาจากการที่ค่าเงินบาทลดลงอย่างมาก แต่มาในปี 1999 อัตราเงินเฟ้อก็เข้าสู่ระดับต่ำที่สุดในรอบ 30 ปี ที่ระดับ 0.3

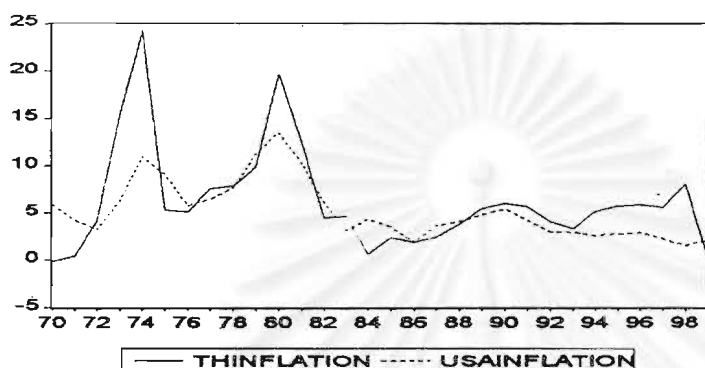
การลดลงของอัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยในช่วงปลายทศวรรษ 1980s-ปลายทศวรรษ 1990s ส่วนหนึ่งผลดีจากราคาน้ำมันที่ลดลง ระบบตรึงค่าเงินกับประเทศเงินสกุลหลัก และการรักษาเงินเฟ้อในประเทศเงินสกุลหลัก(ดอลลาร์สหรัฐ)ที่ไทยตรึงค่าเงินบาทไว้ดังจะเห็นจากรูปที่ 5.8 ที่แสดงแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยกับอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

แต่อย่างไรก็ตามปัญหาในเรื่องต้นทุนในการผลิตที่สูงขึ้นโดยเฉพาะต้นทุนน้ำมันที่แพงขึ้นตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ถีบตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่เดือนมีนาคม 2542 เป็นต้นมา และปรับเพิ่มขึ้นสูงสุดถึง 3 เท่าตัวมาอยู่ที่ระดับประมาณ 30 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลตั้งแต่เดือนมีนาคมเป็นต้นมา ดังนั้นผู้ผลิตย่อมต้องมีการปรับเพิ่มราคาสินค้าจนอาจเป็นเหตุให้เกิดภาวะเงินเฟ้อขึ้นจากปัจจัยด้านอุปทาน(Supply Inflation) ซึ่งสามารถนำไปสู่ภาวะชะงักงันทางเศรษฐกิจได้

¹³ ข้อมูลของกลุ่มอาเซียนในที่นี้ ประกอบไปด้วยข้อมูลของประเทศ กัมพูชา อินโดนีเซีย ลาว มาเลเซีย พม่า ฟิลิปปินส์ ไทย เวียดนาม (ไม่ได้รวมข้อมูลของประเทศบรูไนไว้)

ถ้าภาวะราคาสินค้าโภคภัณฑ์หรือสินค้าเกษตรขั้นปฐมยังคงราคาตกต่ำในขณะที่ต้นทุนการผลิตเพิ่มสูงขึ้น และอัตราเงินเฟ้อที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อรายได้ที่แท้จริงของประชาชนลดลง การบริโภคของภาคเอกชนจะลดลงตามไปด้วย ดังนั้นความหวังที่จะให้การอุปโภคบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชนเป็นปัจจัยที่ช่วยในการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในปีนี้จึงเป็นไปได้ยากขึ้น¹⁴

รูปที่ 5.8 แสดงอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยและสหรัฐตั้งแต่ปี 1970-1999



ดังนั้นจึงต้องอาศัยภาคการส่งออกเป็นตัวจักรสำคัญในการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของไทย ซึ่งการมีอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้เพื่อส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันด้านราคาจึงเป็นปัจจัยที่สำคัญในการส่งเสริมการเจริญเติบโตและลดความผันผวนของภาคส่งออก

แต่อย่างไรก็ตาม การที่ประเทศไทยนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการมาใช้ ทำให้ไทยลดความสำคัญของเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนในการทำหน้าที่รักษาอัตราเงินเฟ้อของประเทศ แต่อย่างไรก็ตามประเทศไทยก็ควรที่จะรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำต่อไป ซึ่งต้องอาศัยนโยบายด้านมหภาคที่รอบคอบรวมทั้งการรักษาวินัยในนโยบายการเงินการคลังของประเทศ

5.4 ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย

จากสถานการณ์เศรษฐกิจที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ในปัจจุบันที่กล่าวมาข้างต้น นั้นแสดงให้เห็นว่าประเทศไทยมีการรวมตัวกับตลาดเงินตลาดทุนโลกมากขึ้น และการเปิดเสรีทางการเงินและการลดการควบคุมในการไหลของเงินทุนระหว่างประเทศในช่วงสิบปีที่ผ่านมา ก็ทำให้เกิดปริมาณเงินทุนไหลเข้าออกเป็นจำนวนมาก ซึ่งอาจก่อให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจใน

¹⁴นอกจากนี้ความผันผวนจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่ผ่านมาทำให้รายได้ที่แท้จริงและรายได้ที่คาดหวังมีความผันผวนมากขึ้น ซึ่งจะเพิ่มความไม่แน่นอนต่าง ๆ เกี่ยวกับรายได้ในอนาคต ทำให้ประชาชนมีแนวโน้มที่จะมีการออมเพื่อใช้จ่ายในคราวจำเป็น (precautionary saving) มากขึ้น และลดการบริโภคลง ดู Ostry and Levy (1995) ที่มีการศึกษาผลกระทบของความผันผวนของรายได้ต่อการเจริญเติบโตของการบริโภคและการออมเพื่อใช้ในคราวจำเป็น

ประเทศ ประกอบกับการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินกับดอลลาร์ในช่วงที่ผ่านมา นั้น ทำให้ระบบการเงินของประเทศอ่อนแอต่อปัญหาแรงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว(shocks) กล่าวคือ ระบบตรึงค่าเงินที่ประเทศไทยใช้นั้นมุ่งใจให้สถาบันการเงิน และสถาบันที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน รวมทั้งภาครัฐมีการก่อกวนในรูปแบบเงินตราต่างประเทศ โดยไม่ใส่ใจในเรื่องความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนที่จะเกิดขึ้น ในขณะที่นี้ต่างประเทศทั้งภาครัฐและเอกชนมีสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และแม้บางส่วนของเงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้ามาจะเข้าไปช่วยพัฒนาในภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง แต่เงินทุนเหล่านี้จำนวนไม่น้อยยังเข้าไปเก็งกำไรในตลาดดอกล้างหามทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย ทำให้ราคาสินทรัพย์เหล่านี้สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และอยู่ในระดับที่ไม่สามารถดำรงอยู่ต่อไปได้ (unsustainable) ทำให้เมื่อมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ ราคาหลักทรัพย์เหล่านี้ลดลงอย่างมาก ทำให้สินทรัพย์(asset)รวมของสถาบันการเงิน และสถาบันที่ไม่ใช่สถาบันการเงินที่ถือสินทรัพย์เหล่านี้อยู่ในมือมีมูลค่าลดลง ในขณะที่นี้สินต่าง ๆ กลับสูงขึ้นโดยเฉพาะหนี้สินในรูปแบบเงินตราต่างประเทศ ทำให้สถานะทางการเงิน(balance sheets)ของสถาบันการเงิน และสถาบันอื่นที่ไม่ใช่สถาบันการเงินย่ำแย่และเข้าสู่ภาวะล้มละลายเป็นจำนวนมากในช่วงวิกฤตการณ์ที่ผ่านมา ส่งผลให้ประเทศเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรง ประกอบกับนโยบายการเงินในการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนนั้นดูจะไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอที่จะรองรับระบบตรึงค่าเงินให้คงอยู่ต่อไปได้ ซึ่งจะเห็นได้จาก การปกป้องค่าเงินบาทในช่วงต้นปี 1997 แม้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าไปแทรกแซงตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราและตรึงสภาพคล่องพร้อมทั้งเพิ่มอัตราดอกเบี้ย แต่นโยบายดังกล่าวไม่เพียงพอและไม่สามารถสร้างความน่าเชื่อถือได้เนื่องจากสภาพคล่องไม่ได้ลดลงมากมายนักในขณะที่อัตราดอกเบี้ยก็ไม่ได้สูงขึ้นมากพอที่จะจูงใจให้ประชาชนหรือภาคเอกชนต้องการถือเงินบาทไว้ในมือ(ดูตารางที่ 5.9 ประกอบ)

จากตารางแสดงว่ารัฐบาลหรือเจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่ได้ใช้นโยบายการเงินในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนเป็นหลักอันจะเห็นได้จากปริมาณเงินและสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงช่วงต้นที่เกิดวิกฤตการณ์(ปี 2540) ทั้งนี้เพราะรัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงคำนึงถึงผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจจึงทำให้นโยบายในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงที่ผ่านมาไม่มีประสิทธิผล และยังทำให้ประเทศต้องสูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศไปเป็นจำนวนมากจนไม่สามารถรักษาระบบตรึงค่าเงินไว้ได้อีกต่อไป จึงก่อให้เกิดวิกฤตการณ์การเงินขึ้นในประเทศ และยิ่งส่งผลกระทบต่อประเทศเพื่อนบ้านอื่น ๆ จนลุกลามเป็นวิกฤตการณ์เอเชียและส่งผลกระทบต่อภูมิภาคอื่น ๆ ในช่วง 1998-99 อีกด้วย

ตารางที่ 5.9 แสดงการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงิน สินเชื่อในประเทศ และอัตราดอกเบี้ย ในช่วงปี 2538-2542

หน่วย : พันล้านบาท	2538	2539	2540	2541	2542
ปริมาณเงิน M2	3310.60	3726.60	4339.30	4753.40	4854.70
%การเปลี่ยนแปลง	17%	13%	16%	10%	2%
ปริมาณเงิน M2a	4193.40	4725.20	4821.80	5118.10	5182.50
%การเปลี่ยนแปลง	18%	13%	2%	6%	1%
สินเชื่อในประเทศ(%)	23%	14%	35%	-1%	-4%
สินเชื่อภาคเอกชน	24%	14.40%	30.50%	-7.90%	-5.70%
อัตราดอกเบี้ย (%)					
-ลูกค้ำชั้นดีMLR	13.75	13.00-13.25	15.25	11.5-12.0	8.25-8.5
-เงินฝากประจำ(1ปี)	10.25-11.00	8.50-9.25	10.00-13.00	6.00	4.00-4.25

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ดังนั้นจึงดูเหมือนว่าระบบตรึงค่าเงินที่ประเทศไทยใช้ในอดีตเป็นระบบที่อ่อนแอ ขาดความน่าเชื่อถือ และเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ระบบการเงินในประเทศอ่อนแอ ดังนั้นเมื่อประเทศไทยมีการเปิดเสรีในตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศ ซึ่งทำให้มีการเชื่อมโยงกับตลาดเงินตลาดทุนโลกมากขึ้น ส่งผลให้มีการไหลของเงินทุนเข้าออกในปริมาณที่มากขึ้นและดูจะมีความผันผวนมากขึ้นด้วย โดยเงินทุนเหล่านี้จะมีการไหลเข้าออกตามสถานการณ์ของประเทศในขณะนั้น กล่าวคือ ในช่วงที่ประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมีอัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตสูงหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ในช่วงที่ประเทศมีโอกาสในการทำกำไรสูงก็จะมีเงินทุนไหลเข้าเป็นจำนวนมาก ซึ่งอาจเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดความไม่เสถียรภาพขึ้นในระบบเศรษฐกิจ แต่เมื่อสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจเสื่อมถอยลงและมีนโยบายการเงินที่ไม่เหมาะสมก็อาจเกิดภาวะเงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมากไปสู่ประเทศที่มีโอกาสในการทำกำไรดีกว่า ดังนั้นการมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ที่ไม่มีสถาบันและนโยบายรองรับในการสร้างความเชื่อถือในการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนที่เพียงพอจึงยากที่จะสามารถดำรงอยู่ได้ภายใต้สภาวะเช่นนี้

แต่ในทางตรงกันข้าม ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่น จะทำให้นโยบายการเงินสามารถยืดหยุ่นได้มากขึ้น แม้จะมีแรงกดดันจากอัตราแลกเปลี่ยนหรือปัญหาเศรษฐกิจ เพราะภายใต้ระบบนี้จะอนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถตอบสนองต่อแรงผลักดันของตลาดได้ (market force) ซึ่งจากผลการศึกษาในหัวข้อที่ 5.1 ก็ชี้ให้เห็นถึงความสามารถของนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในการทำหน้าที่เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการบริหารเศรษฐกิจของประเทศโดยเฉพาะในระยะสั้น นอกจากนี้ระบบนี้ยังจูงใจให้ภาคธุรกิจ และสถาบันการเงินให้ความสนใจในเรื่องความ

เสี่ยงที่จะเกิดจากการกักเงินในรูปแบบเงินตราต่างประเทศ และความเสี่ยงที่เกิดจากอัตราแลกเปลี่ยนแบบอื่น ๆ แต่ในขณะเดียวกันระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวก็ไม่ได้มีการห้ามไม่ให้ทางการเข้าไปแทรกแซงตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา หรือใช้นโยบายการเงินในอันที่จะช่วยปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้ แต่อย่างไรก็ตามก็ไม่ควรเข้าไปจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเข้มงวดเพราะจะสร้างปัญหาและความเสี่ยงเหมือนแบบระบบตรึงค่าเงินที่ประเทศไทยเคยใช้มา

นอกจากนี้การที่ประเทศไทยมีการเปิดประเทศไปสู่การค้าระหว่างประเทศมาก และการที่โครงสร้างสินค้าส่งออกของไทยเป็นสินค้าอุตสาหกรรมเสียส่วนใหญ่ ทำให้การมีอิสระในการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน มีความจำเป็นต่อประเทศมากขึ้นในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เพราะเนื่องจากภาคการค้าระหว่างประเทศมีส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับ GDP ดังนั้นเมื่อเกิดอุปสงค์ในสินค้าส่งออกเหล่านี้ลดลงก็จะมีผลทำให้ระดับ GDP ของประเทศลดลงตามมาด้วยซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ อีกทั้งการที่ประเทศเพื่อนบ้านและประเทศคู่แข่งทางการค้าของประเทศไทยในปัจจุบัน ไม่ว่าจะเป็นมาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ต่างก็หันไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความยืดหยุ่นได้ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเหล่านี้มีความผันผวน¹⁵ และส่งผลกระทบต่อประเทศไทยมากขึ้นถ้าประเทศไทยยังคงใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ เนื่องจากภายใต้ระบบนี้อัตราแลกเปลี่ยนไม่สามารถเปลี่ยนแปลงตามอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศคู่แข่งได้ ทำให้ผลจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเพื่อนบ้านสามารถส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของสินค้าส่งออกของประเทศ ซึ่งจะส่งผลทำให้การส่งออกลดลง และในที่สุดก็จะส่งผลต่อ GDP ของประเทศในที่สุด นอกจากนี้การที่ประเทศไทยมีระดับการเปิด(openess)ต่อระบบเศรษฐกิจโลกสูงขึ้น ก็จะมีผลทำให้วิกฤตการณ์ในประเทศอื่น ๆ โดยเฉพาะประเทศเพื่อนบ้านที่มีระดับการพัฒนาเศรษฐกิจที่ใกล้เคียงกันเหมือนเช่นประเทศในกลุ่มอาเซียน สามารถส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจภายในประเทศมากขึ้น ดังนั้นในสถานการณ์ปัจจุบันระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้เป็นสิ่งจำเป็นเพื่อใช้เป็นมาตรการในการแก้ไขหรือป้องกันผลกระทบจากความผันผวนของค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านหรือประเทศคู่แข่งทางการค้า¹⁶

¹⁵ซึ่ง Vichayanond(1999) มีการคำนวณพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของความแปรปรวน(CVs) มีการเปลี่ยนแปลงจากระดับปกติในปี 1998 เช่นมาเลเซีย(15%ในเดือนมกราคม), อินโดนีเซีย(28.1%ในเดือนมกราคม), ไทย(5.5% ในเดือนมีนาคม), เกาหลี(16.5%ในเดือนธันวาคม 1997) แต่อย่างไรก็ตามอัตราแลกเปลี่ยนดูเหมือนจะมีเสถียรภาพมากขึ้นเมื่อประเทศเหล่านี้ได้รับความช่วยเหลือทางการเงินและทางด้านเทคนิคจากองค์กรระหว่างประเทศ และการนำนโยบายในการควบคุมการไหลของเงินทุนมาใช้

¹⁶ดังจะเห็นได้จากประเทศไต้หวันและสิงคโปร์ที่มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ ทำให้ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เอเชีย ค่าเงินของประเทศทั้งสองได้ปรับตัวลดลงเพื่อลดกระแสการเก็งกำไรในค่าเงินและผลกระทบต่อ

นอกจากนี้เนื่องจากการที่ประเทศคู่ค้าของไทยมีความหลากหลายมากขึ้น โดยเฉพาะประเทศอุตสาหกรรมขนาดใหญ่อย่างสหรัฐ สหภาพยุโรป และญี่ปุ่น รวมทั้งอาเซียน และอื่น ๆ ทำให้การตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักสกุลใดสกุลหนึ่งจะไม่เหมาะสมเนื่องจากไม่มีประเทศใดที่เป็นประเทศคู่ค้ารายใหญ่รายเดียวของไทย และประเทศไทยก็มีสัดส่วนการค้าเมื่อเทียบกับมูลค่าการค้ารวมกับประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างสหรัฐ สหภาพยุโรป ญี่ปุ่น และอาเซียน ที่ใกล้เคียงกันดังนั้น การตรึงค่าเงินบาทกับเงินสกุลหลักสกุลเดียวจะทำให้ประเทศต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนระหว่างเงินสกุลของประเทศคู่ค้าเหล่านี้มากขึ้น แม้จะมีทางออกโดยการตรึงค่าเงินแบบตะกร้าเงิน แต่ก็ยังเป็นสิ่งที่ยากในการปฏิบัติ และมักจะขาดความโปร่งใสโดยเฉพาะในเรื่องการกำหนดน้ำหนักของเงินสกุลต่าง ๆ ในตะกร้าเงินซึ่งจะต้องกระทำต้องทำอย่างรอบคอบ และมีความโปร่งใส นอกจากนี้ยังต้องคอยปรับเปลี่ยนให้เหมาะสมกับสถานการณ์ที่เป็นอยู่ในช่วงนั้น ๆ ด้วย และยังคงต้องสร้างความโปร่งใสด้วยการประกาศน้ำหนักของเงินสกุลต่าง ๆ ในตะกร้าเงินอยู่ตลอดเวลา¹⁷

ประกอบกับการที่ประเทศไทยมีปริมาณการค้าภายในกลุ่มอาเซียนด้วยกันเพิ่มขึ้น และเป็นที่น่าสังเกตว่า ในช่วงที่ผ่านมา สมาชิกกลุ่มอาเซียนส่วนใหญ่มีแนวโน้มของการพัฒนาทั้งภาคการเงิน(Financial sector) และภาคการผลิตที่แท้จริง(Real sector) ที่คล้ายคลึงกันมาก ทำให้ประเทศไทยต้องได้รับผลกระทบจากความผันผวนของค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านมากขึ้นด้วย กล่าวคือถ้าค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินบาท ก็จะมีผลทำให้สินค้าส่งออกของไทยที่จะนำไปขายในกลุ่มอาเซียนแพงขึ้นทำให้ความสามารถในการแข่งขันของสินค้าส่งออกของไทยลดลง ซึ่งถ้าภาคการค้าระหว่างประเทศต้องพึ่งพาตลาดในกลุ่มเพื่อนบ้านมาก

จากการลดค่าเงินของประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเดียวกัน ทำให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้ยังสามารถอยู่ในแดนบวกได้ ในขณะที่ประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเดียวกันอย่าง ฮองกง ไทย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ ต่างก็มีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจติดลบในช่วงวิกฤตการณ์ที่ผ่านมา

¹⁷ แต่อย่างไรก็ตามการบริหารทุนสำรองในตะกร้าเงินให้อยู่ในระดับที่กำหนดไว้ตลอดเวลานั้นทำได้ยาก เช่น สมมุติว่าถ้าประเทศไทยมีการตรึงค่าเงินกับเงินดอลลาร์สหรัฐ เงินยูโร เงินเยน ตามน้ำหนัก 40: 30:30 แล้วเกิดเหตุการณ์ดังเช่นปัจจุบันที่ตลาดมีความต้องการเงินดอลลาร์สหรัฐมากขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้น ในขณะที่เงินเยน และเงินยูโรอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐ ก็จะมีผลทำให้มีการแลกเปลี่ยนเงินดอลลาร์สหรัฐมากขึ้น ส่งผลทำให้ไม่สามารถรักษาน้ำหนักในตะกร้าเงินต่อไปได้ เพราะการที่ค่าเงินยูโร และเงินเยนมีค่าอ่อนตัวลงทำให้มูลค่ารวมของทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐลดลง ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการปรับเปลี่ยนน้ำหนักเงินสกุลหลักในตะกร้าเงินอยู่เสมอซึ่งจะก่อให้เกิดปัญหาความไม่เชื่อมั่นในระบบนี้ได้

เท่าไรผลกระทบก็จะมากขึ้นเท่านั้น นอกจากนี้แนวทางการพัฒนาที่คล้ายคลึงกันดังกล่าวยังส่งผลให้ปัญหาเศรษฐกิจและการเงินในประเทศหนึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อประเทศอื่นในกลุ่มได้มากขึ้นด้วย

ดังนั้นจากสภาวะการทางเศรษฐกิจที่กล่าวมาข้างต้นจึงพอจะสรุปได้ว่า ประเทศไทยเหมาะสมกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้มากกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และผู้วิจัยเองก็เห็นด้วยกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการที่ประเทศไทยใช้อยู่ในปัจจุบันเป็นระบบที่น่าจะเหมาะสมแล้ว เพราะนอกจากระบบนี้จะมีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามแรงกดดันของตลาดแล้ว ยังมีช่องทางให้เจ้าหน้าที่การเงินหรือธนาคารกลางเข้ามาแทรกแซงตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราได้ในคราวจำเป็น



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 6

สรุปผลการวิจัย ข้อเสนอแนะ

ข้อจำกัดของการวิจัยและแนวทางในการศึกษาต่อไปในอนาคต

6.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้มุ่งตอบคำถามในสองเรื่องคือ ความเหมาะสม และผลกระทบในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบใดที่เหมาะสมกับประเทศไทยในปัจจุบัน และเนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้มุ่งศึกษาเฉพาะประเทศไทย จึงไม่ได้ศึกษาในเรื่องความเป็นไปได้ในการร่วมมือในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนในภูมิภาค จึงเป็นการตอบคำถามเพียงว่าเมื่อสภาวะแวดล้อมต่าง ๆ ในปัจจุบันเป็นอยู่ในลักษณะนี้ ประเทศไทยควรใช้ระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนแบบใด

ซึ่งจากศึกษาวิจัยพบว่าระบบ Currency Board นั้นเป็นระบบที่เคยประสบความสำเร็จอย่างมากในช่วงทศวรรษ 1950s และในปัจจุบันยังมีอยู่หลายประเทศที่ยังคงใช้ระบบนี้ ตัวอย่างเช่น Djibouti(เริ่มตั้งแต่ปี 1949), Brunei Darussalam(เริ่มตั้งแต่ปี 1967), Hong Kong(เริ่มตั้งแต่ปี 1983), Argentina(เริ่มในปี 1991), Estonia(เริ่มในปี 1992) Lithuania(เริ่มในปี 1994), Bulgaria(เริ่มในปี 1997) และ Bosnia and Herzegovina(เริ่มในปี 1997) เป็นต้น

ซึ่งตามทฤษฎีแล้วข้อดี-ข้อเสียของระบบ Currency Board ก็เหมือนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่โดยทั่วไป กล่าวคือระบบ Currency Board จะช่วยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพซึ่งจะช่วยลดต้นทุนในการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ จึงอาจทำให้การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศขยายตัวมากขึ้น แต่ข้อเสียที่สำคัญของระบบนี้คือ การจำกัดไม่ให้มีการใช้นโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนอย่างอิสระ ซึ่งมีผลทำให้ประเทศขาดนโยบายการเงินในการต่อกรกับปัญหาเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น โดยเฉพาะปัญหาจากภายนอก(external shocks)

โดยหลักฐานในอดีตจนถึงปัจจุบันพบว่าระบบ Currency Board สามารถแก้ไขปัญหาภาวะอัตราเงินเฟ้อในประเทศที่สูง(hyperinflation) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และดูเหมือนจะช่วยส่งเสริมความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศได้ดีกว่าระบบตรึงค่าเงินแบบอื่น ๆ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว รวมทั้งยังช่วยลดการขาดดุลงบประมาณของภาครัฐ และช่วยรักษาวินัยทางการเงินของประเทศได้เป็นอย่างดี ทำให้ประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ไม่มีการใช้ นโยบายการเงินแบบตามใจชอบ(discretionary monetary policy) หรือการพิมพ์เงินตราเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณของภาครัฐ

อย่างไรก็ตามเนื่องจากลักษณะสำคัญของระบบ Currency Board แบบดั้งเดิม (orthodox) ที่กำหนดให้รัฐบาลหรือธนาคารกลางต้องดำรงทุนสำรองอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหมดในรูปสินทรัพย์ต่างประเทศ และต้องครอบคลุมปริมาณเงินและหนี้สินอื่น ๆ ที่ธนาคารกลางมีอยู่ไม่ต่ำกว่า 100% รวมทั้งต้องทำการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างเงินสกุลท้องถิ่น และเงินสกุลหลักที่ใช้เป็นทุนสำรองตามอัตราที่ทางการกำหนด ตามความต้องการของตลาด รวมทั้งการไม่ทำหน้าทีในการเป็นแหล่งกู้ยืมของสถาบันการเงินและรัฐบาล ซึ่งกฎเกณฑ์ที่เข้มงวด ชัดเจน และน่าเชื่อถือดังกล่าวทำให้ระบบ Currency Board แบบดั้งเดิมสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพในการรักษาระดับราคาสินค้าในประเทศ และรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่อยู่ที่ได้แม้จะอยู่ในสภาวะทางเศรษฐกิจที่ไม่ปกติ

แต่อย่างไรก็ตามระบบ Currency Board ที่ใช้อยู่ในปัจจุบันนั้นมีลักษณะแตกต่างจากระบบ Currency Board แบบดั้งเดิมอยู่บ้างในรายละเอียด แต่โดยรวมแล้วระบบนี้ยังกำหนดให้ประเทศต้องดำรงทุนสำรองเพื่อหนุนหลังเงินตราที่พิมพ์ออกมาไม่ต่ำกว่า 100% และต้องรับแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลท้องถิ่นและเงินสกุลหลักตามอัตราที่ทางการกำหนด ความแตกต่างจากระบบ Currency Board แบบดั้งเดิมนี้ทำให้ระบบ Currency Board แบบใหม่ที่ใช้อยู่ในปัจจุบันลดความน่าเชื่อถือลงจึงไม่น่าแปลกใจที่ประเทศที่ใช้ระบบแบบใหม่นี้จะถูกโจมตีค่าเงินจากนักเก็งกำไร เช่น อาร์เจนตินาในช่วงปี 1995 และ 1998 หรือแม้แต่ประเทศฮ่องกง ที่มีทุนสำรองสูงที่สุดประเทศหนึ่งของโลกก็ยังคงถูกโจมตีค่าเงินในช่วงปลายปี 1997-1998 แต่อย่างไรก็ตามไม่มีประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ใดเลย ที่ต้องลดค่าเงินจากการโจมตีค่าเงินของนักเก็งกำไร

โดยในทางทฤษฎีแล้ว นักเศรษฐศาสตร์หลายท่านในรายงานของ Council of Economic Advisers (1999) เชื่อว่า ประเทศที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้น จำเป็นต้องมีทุนสำรองที่มากพอที่จะครอบคลุมปริมาณเงินได้ไม่ต่ำกว่า 100% และต้องมีระบบการเงินการธนาคารที่แข็งแกร่งเพื่อที่จะสามารถรองรับแรงกดดันต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการรักษาค่าเงินอย่างเข้มงวด รวมทั้งภาคการคลังของประเทศเองก็ต้องมีสถานะที่ดีเพื่อจะทำให้ประเทศสามารถใช้นโยบายการคลังได้อย่างเต็มที่ นอกจากนี้ประเทศที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้ยังจำเป็นต้องมีนโยบายหรือสถาบันต่าง ๆ มารองรับเพื่อให้ระบบนี้สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

แต่อย่างไรก็ตามประเทศที่เพิ่งนำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงทศวรรษ 1990s เช่น Argentina, Estonia, Lithuania, Bulgaria และ Bosnia and Herzegovina ต่างก็ไม่มีความพร้อมในเงื่อนไขทางเศรษฐกิจที่จำเป็นที่ได้กล่าวมาข้างต้น กล่าวคือประเทศเหล่านี้ต่างก็เผชิญกับ

ภาวะอัตราเงินเฟ้อที่สูง มีปัญหาหลายอย่างในระบบการเงินการธนาคารในประเทศ รัฐบาลมีการขาดดุลงบประมาณอย่างต่อเนื่องจนทำให้มีหนี้สาธารณะเป็นจำนวนมาก หรือแม้แต่เป็นช่วงที่ประเทศยังไม่มี ความมั่นคงทางการเมือง แต่อย่างไรก็ตามเมื่อประเทศเหล่านี้นำระบบ Currency Board มาใช้ก็ดูเหมือนว่าจะช่วยคลี่คลาย ปัญหาต่าง ๆ ที่เผชิญอยู่ได้เป็นอย่างดี กล่าวคือเมื่อนำระบบ Currency Board มาใช้ อัตราเงินเฟ้อในประเทศก็ลดลงอย่างมาก ประเทศเริ่มมีวินัยทางการเงินการคลัง ดังจะเห็นได้จากการขาดดุลงบประมาณที่ลดลง และการจำกัดการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวเหมือนที่เคยใช้ในช่วงก่อนนำระบบ Currency Board มาใช้

แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากประเทศเหล่านี้ไม่ได้มีลักษณะเหมือนระบบ Currency Board แบบดั้งเดิม จึงมีบางครั้งที่ประเทศประสบปัญหาเศรษฐกิจเช่น ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจที่ลุกลามมาจากประเทศหรือภูมิภาคอื่น ๆ หรือปัญหาในระบบสถาบันการเงิน ทำให้ประเทศเหล่านี้หันมาใช้นโยบายต่าง ๆ ในการเข้าช่วยเหลือสถาบันการเงินที่มีปัญหา หรือช่วยในการกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้รัฐบาลในประเทศเหล่านี้กลับมาใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุลอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้มีการก่อหนี้สาธารณะสูงขึ้นในช่วงที่เกิดปัญหาเศรษฐกิจ ซึ่งมีผลทำให้ความน่าเชื่อถือในระบบ Currency Board ลดลง

เนื่องจากประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board มีการเปิดประเทศ(openness)มากขึ้นทั้งในภาคการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ รวมทั้งการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีอย่างต่อเนื่อง และปัญหาในเรื่องต้นทุนแรงงานที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับต้นทุนในปัจจัยทุน ทำให้ผู้ประกอบการเริ่มหันมาใช้กระบวนการผลิตสินค้าที่เน้นการใช้ปัจจัยทุนมากขึ้น(capital-intensive technology) รวมทั้งปัญหาในโครงสร้างตลาดแรงงานที่ขาดความยืดหยุ่นในการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ในแรงงาน ทำให้ประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board มีอัตราการว่างงานอยู่ในระดับสูง และไม่มีทีท่าว่าจะลดลงมากนัก อีกทั้งอัตราการว่างงานยังสูงขึ้นไปอีกในช่วงที่ประเทศประสบวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

นอกจากนี้ถ้าดูในเรื่องความผันผวนในผลผลิตมวลรวมหรือ GDP ที่ดูจะมีความผันผวนอย่างมากในช่วงที่ประเทศประสบปัญหาเศรษฐกิจ ซึ่งแม้แต่ประเทศฮ่องกงที่ถือได้ว่าเป็นประเทศที่มีการพัฒนาสูงที่สุดในกลุ่มประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board แต่เมื่อเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในเอเชียที่ผ่านมาทำให้อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของฮ่องกงที่เคยอยู่ที่ระดับ 5% ในปี 1997 กลับลดลงอย่างมาก โดยในปี 1998 อัตราความเจริญเติบโตกลับติดลบถึง -5.1% ซึ่งเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ ที่มีความเจริญที่ทัดเทียมกันเช่นไต้หวัน และสิงคโปร์ ที่ยังมีอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในแดนบวก แสดงให้เห็นว่าประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board นั้น

จะทำให้ประเทศต้องประสบกับความผันผวนทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ

ดังนั้นจึงดูเหมือนว่าแม้ประเทศไทยจะนำระบบ Currency Board มาใช้ ก็ไม่ได้รับประกันว่าประเทศไทยจะไม่ถูกโจมตีค่าเงิน และเมื่อเกิดการโจมตีค่าเงิน กลไกที่เข้มงวดของระบบนี้ เสริมกับนโยบายการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่นำมาใช้เพื่อลดแรงจูงใจในการเก็งกำไร อาจจะทำให้ผลเสียหายอย่างร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจเหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นในฮ่องกง และอาร์เจนตินาในช่วงวิกฤตการณ์เอเชียที่ผ่านมา

แม้ว่าประเทศไทยจะมีระดับทุนสำรองที่เพียงพอที่จะนำระบบ Currency Board มาใช้ แต่ประเทศไทยก็ยังคงมีระบบการเงินการธนาคารที่อ่อนแอ ซึ่งเป็นผลมาจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่ผ่านมา ทำให้สถานะของระบบการเงินการธนาคารในตอนนี้ยังไม่พร้อมที่จะรับแรงกดดันจากภาคเอกชนอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเข้มงวดได้ นอกจากนี้การกีดกันนี้สถานะของภาครัฐที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในปี 1997 ก็มีผลทำให้สถานะการคลังของประเทศย่ำแย่ ทำให้ไม่สามารถใช้นโยบายการคลังได้อย่างเต็มที่อย่างที่ต้องการ ซึ่งมีผลทำให้ประเทศขาดทั้งนโยบายการเงิน และนโยบายการคลังมาช่วยในการบริหารจัดการกับระบบเศรษฐกิจถ้ามีการนำระบบ Currency Board มาใช้

อย่างไรก็ตามอาจมีการอ้างว่าประเทศที่นำระบบ Currency Board มาใช้ ในช่วงทศวรรษ 1990s ต่างก็ไม่ได้มีความพร้อมเหมือนกับที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ตอนนี้ และดูเหมือนสถานการณ์จะแยกว่าด้วยซ้ำ ยังสามารถนำระบบ Currency Board มาใช้ได้อย่างประสบความสำเร็จ แต่ผู้วิจัยอยากจะชี้แจงว่าประเทศไทย และกลุ่มประเทศดังกล่าวนี้มีความจำเป็นและมีเหตุผลที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ประเทศอาร์เจนตินา และประเทศในแถบยุโรปตะวันออก ต่างก็ประสบกับปัญหาในเรื่องเสถียรภาพภายในประเทศอย่างมาก โดยเฉพาะในเรื่องอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งมีผลทำให้ค่าเงินของประเทศขาดเสถียรภาพ และส่งผลกระทบต่อความไม่แน่นอนต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจ ทำให้ดูเหมือนว่ากลุ่มประเทศเหล่านี้มีความจำเป็นที่จะต้องหาระบบที่จะสามารถลดอัตราเงินเฟ้อในประเทศ และสร้างเสถียรภาพในระดับราคาในประเทศ ซึ่งถือเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญที่จะช่วยให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศก้าวไปสู่เป้าหมายในระยะยาวของประเทศคือการพัฒนาเศรษฐกิจให้เจริญทัดเทียมกับประเทศที่พัฒนาแล้ว จึงลดความสนใจในนโยบายการเงินที่ส่งผลกระทบต่อระยะสั้นเพราะอาจจะส่งผลให้เกิดความผันผวนและความไม่แน่นอนในระบบเศรษฐกิจ นอกจากนี้ประเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงระบบเศรษฐกิจ (transition economies) ในแถบยุโรปกลางและยุโรป

ตะวันออกยังเห็นว่าการนำระบบ Currency Board มาใช้เป็นเหมือนการสร้างความพร้อมในการก้าวไปสู่การเป็นสมาชิกภาพในสหภาพยุโรป

สำหรับประเทศไทยนั้น แม้จะอยู่ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ก็ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อระดับราคามากนัก ดังนั้นความไม่มีเสถียรภาพด้านราคาจึงไม่ใช่ปัญหาสำคัญสำหรับประเทศไทยเหมือนเช่นกลุ่มประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board ในช่วงทศวรรษ 1990s และยิ่งไปกว่านั้น สภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจทั้งจากภายในและนอกประเทศที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ก็บ่งบอกถึงความไม่เหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในปัจจุบัน

กล่าวคือสภาวะแวดล้อมที่ตลาดการเงินและตลาดทุนทั่วโลกที่มีการรวมตัวกันมากขึ้น ความผันผวนในค่าเงินสกุลหลัก(dollar, euro, yen) ซึ่งมีความผันผวนอย่างมากในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา นอกจากนี้ประเทศไทยเองก็มีการเปิดเสรีทางการค้า และการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น รวมทั้งโครงสร้างสินค้าส่งออกของประเทศเกือบทั้งหมดก็เป็นสินค้าอุตสาหกรรม ทำให้ปัญหาจากต่างประเทศ(external shock) สามารถส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในประเทศไทยมากขึ้น การมีนโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนที่อิสระมีความจำเป็นในการป้องกันปัญหาเหล่านี้ นอกจากนี้ประเทศไทยก็มีการค้าขายกับกลุ่มประเทศหลายกลุ่ม เช่นสหรัฐอเมริกา สหภาพยุโรป ญี่ปุ่น รวมทั้งการค้าภายในกลุ่มอาเซียนด้วยกันเองที่อยู่จะเพิ่มมากขึ้นในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา นอกจากนี้การที่ประเทศคู่แข่งทางการค้าที่สำคัญของไทย ทั้งมาเลเซีย ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย และเกาหลีใต้ ต่างก็นำระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้มาใช้อย่างจริงจังจึงมีผลทำให้ค่าเงินของประเทศในกลุ่มนี้มีความผันผวนมากขึ้น ทำให้ประเทศไทยไม่ควรนำระบบ Currency Board มาใช้ในช่วงนี้เป็นอย่างยิ่ง

ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้ จึงมีความคิดเห็นว่าการที่ประเทศไทยจะนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่มาใช้โดยปราศจากการร่วมมือใด ๆ กับประเทศเพื่อนบ้าน อย่างเช่นระบบ Currency Board นั้นอาจจะส่งผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจภายในประเทศมากกว่าผลดีที่จะเกิดขึ้นจากการมีเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยน แต่ถ้าเป็นระบบที่มีการร่วมมือกันระหว่างภูมิภาค โดยเฉพาะระบบตรึงค่าเงินกับตะกร้าเงินร่วมกัน (Common basket peg) ซึ่งเป็นระบบที่นักเศรษฐศาสตร์หลายท่านเห็นด้วยกับแนวคิดนี้ อย่างเช่น Williamson(1996), Yeun and Negiam(1999), Kosudawa (1999), Sabhasri and Sirivanasandha(1999) และเป็นระบบที่อาจจะเป็นไปได้เนื่องจากประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีความสัมพันธ์ในด้านการค้าและการลงทุนระหว่างกัน โดยจะเห็นได้ว่าในช่วงระหว่างปี 1986-1996 สัดส่วนการค้าภายในภูมิภาคเดียวกันเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ซึ่งจากงานเขียนของ Kwan(1998) ที่ให้เห็นว่าสัดส่วนการค้าในภูมิภาคเอเชียสูงขึ้นจาก 30.9% ในปี 1986 เป็น 48.7% ในปี 1996 ซึ่งแสดงว่าประเทศในแถบเอเชียมีความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจ

กันมากขึ้น และทำให้ปัญหาภายในประเทศจากประเทศหนึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อประเทศอื่น ๆ ได้มากยิ่งขึ้น ดังนั้นการตรึงค่าเงินร่วมกันระหว่างประเทศในแถบเอเชียตะวันออกกับดะระก้าเงินแบบเดียวกัน จะช่วยลดปัญหาความผันผวนระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนภายในภูมิภาค แต่ยังคงเปิดโอกาสให้ประเทศสมาชิกใช้นโยบายการเงินอย่างอิสระได้ในระดับหนึ่ง

อย่างไรก็ตามเนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้ไม่ได้ทำการเปรียบเทียบกับระบบที่ใช้ความร่วมมือทางเศรษฐกิจ และการเงินในภูมิภาค นอกจากนี้ในงานการศึกษาด้านการปรับตัวของระดับราคาเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงินที่ผ่านมาก็คพบว่า ประเทศไทยไม่ได้เป็นไปตามคุณสมบัติ Purchasing Power Parity โดยเฉพาะในระยะสั้น ซึ่งแสดงว่าระดับราคาไม่สามารถปรับตัวได้ทันกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นจึงเป็นไปได้ว่านโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยนยังมีประโยชน์ในการนำมาใช้เพื่อปรับปรุงหรือรักษาความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของประเทศ ซึ่งจะเป็นนโยบายที่สำคัญในการแก้ไขปัญหาความไม่สมดุลในดุลบัญชีเดินสะพัด และดุลการชำระเงินได้

นอกจากนี้ สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงินในตารางที่ 6.1 แสดงให้เห็นว่า ถึงความจำเป็นและความเหมาะสม ที่ประเทศไทยต้องนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้มาใช้ จึงถือว่าการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการมาใช้ในภาวะเศรษฐกิจปัจจุบัน เป็นสิ่งที่เหมาะสมแล้ว เพราะภายใต้ระบบนั้นนอกจากจะมีการปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนสามารถเปลี่ยนแปลงได้ในระดับหนึ่งแล้ว ยังมีช่องทางให้เจ้าหน้าที่การเงินสามารถเข้าไปแทรกแซงตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราได้ในคราวจำเป็น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 6.1 แสดงสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจและการเงิน และระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมในสถานการณ์ดังกล่าว

● สถานการณ์เศรษฐกิจและการเงิน	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ประเทศไทยควรใช้	เหตุผล
● สภาวะเศรษฐกิจและการเงินโลก		
1. โลกมีการเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจและการเงินมากขึ้น และประเทศกำลังพัฒนาเองก็มีระดับความเชื่อมโยงกับระบบเศรษฐกิจโลกมากขึ้นทำให้ปัญหาในประเทศหนึ่งโดยเฉพาะประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดใหญ่สามารถส่งผลกระทบต่อเนืองไปยังประเทศอื่น ๆ ได้มากยิ่งขึ้น	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้	เพื่อเป็นเกราะป้องกันปัญหาจากต่างประเทศไม่ให้ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจภายในประเทศมากนัก
2. ความผันผวนระหว่างเงินสกุลหลักของโลกมีความผันผวนอย่างมากในช่วงทศวรรษ 1980s-1990s และดูเหมือนว่าระดับความผันผวนดังกล่าวยังคงมีต่อไปในอนาคต	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้	เพราะการตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักสกุลใดสกุลหนึ่งจะทำให้ประเทศต้องได้รับผลกระทบจากความผันผวนระหว่างเงินสกุลหลักของโลก
3. ประเทศตลาดเกิดใหม่หลายประเทศมีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้มาใช้	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้	เพราะประเทศไทยจะได้สามารถปรับอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อรักษาความสามารถในการแข่งขันด้านราคาของประเทศให้สอดคล้องกับประเทศกำลังพัฒนาหรือประเทศคู่แข่งอื่น ๆ

<p>4. ความสัมพันธ์ระหว่างวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนาและประเทศที่พัฒนาแล้วมีความซับซ้อนมากขึ้น</p>	<p>ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้</p>	<p>การที่วัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศไทยไม่สอดคล้องกับประเทศเงินสกุลหลักที่จะใช้ตรึงค่าเงินทำให้ประเทศไม่สามารถนำนโยบายการเงินและนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้เพื่อบรรเทาวัฏจักรเศรษฐกิจที่ประเทศกำลังเผชิญอยู่</p>
<p>● สภาวะเศรษฐกิจและการเงินที่ประเทศไทยเผชิญอยู่</p>		
<p>1. การเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เป็นไปอย่างเสรีมากขึ้นในช่วงทศวรรษ 1990s และดูจะเสรีมากขึ้นไปอีกในอนาคต</p>	<p>ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้</p>	<p>เพราะการตรึงค่าเงินภายใต้สถานการณ์ที่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีนั้น เป็นไปที่ยากและมักมีต้นทุนที่สูงในการรักษาเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยน</p>
<p>2. ความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนที่ดูจะมากขึ้นในช่วงที่ประเทศนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมาใช้เมื่อเทียบกับช่วงที่ใช้ระบบตรึงค่าเงินบาทกับตรึงราคาเงิน</p>	<p>ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่</p>	<p>เพราะระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่สามารถลดความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนได้ดีกว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว</p>
<p>3. ประเทศไทยมีระดับการเปิดประเทศ (openness) ไปสู่การค้าระหว่างประเทศมากขึ้น</p>	<p>ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้</p>	<p>เพราะสามารถนำนโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยนมาช่วยป้องกันผลกระทบจากปัญหาที่ลุกลามมาจากต่างประเทศ (contagion effect)</p>
<p>4. ประเทศไทยมีโครงสร้างสินค้าส่งออกส่วนใหญ่เป็นสินค้าอุตสาหกรรม</p>	<p>ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้</p>	<p>เพราะอุปสงค์ในสินค้าอุตสาหกรรมมีความยืดหยุ่นสูง ในขณะที่อุปสงค์ในสินค้าเกษตรกรรมมีความยืดหยุ่นต่ำ</p>

5. มีการกระจายตัวด้านการค้ากับประเทศต่าง ๆ (trade diversification)	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้	เพราะเนื่องจากประเทศไม่มีประเทศคู่ค้าหลักที่สำคัญ ประเทศใดประเทศหนึ่งโดยเฉพาะ ทำให้การตรึงค่าเงินกับเงินสกุลใดสกุลหนึ่งดูไม่เหมาะสม
6. ประเทศมีสัดส่วนการค้าภายในกลุ่มอาเซียนมากขึ้นตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันและดูเหมือนจะมีสัดส่วนที่มากขึ้นในอนาคต	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้	เพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเพื่อนบ้าน เพราะประเทศเพื่อนบ้านในอาเซียนมีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้มาใช้
7. ประเทศไทยมีภาวะอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำมาโดยตลอดตั้งแต่ทศวรรษ 1970s-1990s	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้	เพราะมีความจำเป็นในการนำเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนมาใช้เพื่อรักษาเสถียรภาพด้านราคาลดลง

6.2 ข้อเสนอแนะ

แม้การศึกษานี้จะชี้ว่าประเทศไทยเหมาะสมกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ และอาจถือได้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการที่ประเทศไทยใช้อยู่ในปัจจุบันดูจะเหมาะสมแล้ว แต่เนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการนั้นยังจำเป็นต้องพึ่งพานโยบายอื่น ๆ มาสนับสนุนด้วย โดยเฉพาะในเรื่องการรักษาระดับราคาในประเทศ เนื่องจากเมื่อนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมาใช้ เป้าหมายหลักของนโยบายการเงินจึงไม่ใช่อัตราแลกเปลี่ยนดังนั้นก็เป็นการลดความสำคัญในการใช้เป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนในการรักษาเสถียรภาพด้านราคาลง ทำให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องกำหนดเป้าหมายหลักใหม่ในการรักษาอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยเลือกที่จะนำเป้าหมายในอัตราเงินเฟ้อมาใช้ในการช่วยรักษาเสถียรภาพในระดับราคาในประเทศแทนเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป้าหมายดังกล่าวก็มีข้อดีเมื่อเทียบกับเป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยนตรงที่เป้าหมายในอัตราเงินเฟ้ออนุญาตให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถตั้งอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่เหมาะสมกับระบบเศรษฐกิจ

ของตนในขณะนั้นได้และเป็นเป้าหมายที่กำลังได้รับความนิยมในปัจจุบันเนื่องจากสามารถรักษาระดับเงินเฟ้อได้ในหลายประเทศ(ดูภาคผนวก 2 ประกอบ)

แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อในตลาดสินค้าในประเทศไทยจะลดลงตามระดับอัตราเงินเฟ้อโลก แต่ประเทศไทยก็ยังจำเป็นต้องเฝ้าระมัดระวังเรื่องความไม่มีเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจมหภาค โดยเฉพาะในเรื่องแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่มาจากตลาดสินทรัพย์ (asset market) และดุลการเงิน (saving-investment) ในภาคครัวเรือน ภาคการเงิน และภาคที่ไม่ใช่การเงิน รวมทั้งการเฝ้าดูในเรื่องดุลการชำระเงินด้วย เพราะปัจจัยเหล่านี้อาจส่งสัญญาณบางอย่างให้รู้ถึงความอ่อนแอหรือความไม่มั่นคงที่กำลังก่อให้เกิดปัญหาที่รุนแรงขึ้น (shocks) แม้สภาพแวดล้อมในขณะนั้นเงินเฟ้อในตลาดสินค้าจะอยู่ในระดับต่ำก็ตาม¹ เพราะการที่ดุลการเงินไม่สมดุลนั้นอาจจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาสินทรัพย์ (asset prices) และเมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อหรือระดับราคาในสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจนอยู่ในระดับที่สูงเกินไปและไม่สามารถดำรงอยู่ต่อไปได้ ก็จะมีผลทำให้มีการปรับตัวลดลงในราคาสินทรัพย์เหล่านั้นอย่างมากและรวดเร็ว ซึ่งผลดังกล่าวนี้ก็จะทำให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจได้ ดังนั้นแม้อัตราเงินเฟ้อในตลาดสินทรัพย์ในประเทศไทยจะอยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่องในช่วงทศวรรษ 1990s แต่ก็มีอาการเก็งกำไรในตลาดสินทรัพย์บางอย่าง โดยเฉพาะในตลาดอสังหาริมทรัพย์ และตลาดหุ้น ทำให้ราคาของสินทรัพย์เหล่านี้ถีบตัวสูงขึ้นอย่างมาก ดังนั้นเมื่อมีการลดลงในราคาสินทรัพย์เหล่านี้อย่างรวดเร็ว จะทำให้เกิดภาวะล้มละลายโดยทั่วไปในระบบเศรษฐกิจของประเทศในช่วงปี 1997-98 ดังนั้นในปัจจุบันเจ้าหน้าที่การเงินหรือธนาคารกลางจำเป็นต้องมีการขยายการควบคุมและตรวจสอบ และเพิ่มประสิทธิภาพในระบบการควบคุมตรวจสอบให้มีความเข้มงวดมากขึ้น โดยจากเดิมที่เคยเน้นหนักไปในด้านการควบคุมเงินเฟ้อในตลาดสินค้า ก็ควรหันมาสนใจในเรื่องการเปลี่ยนแปลงระดับราคาในตลาดสินทรัพย์ ตลอดจนการดูแลสถานะดุลการเงิน (saving-investment) ในภาคต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจ รวมทั้งการติดตามดูแลในเรื่องดุลการชำระเงินอย่างต่อเนื่อง เพราะปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้มีความสำคัญในระบบการระงับภัยแก่ระบบเศรษฐกิจในประเทศ และจะทำให้ธนาคารกลางสามารถรู้ตัวและแก้ไขปัญหบางอย่างที่เกิดขึ้นได้ตั้งแต่เนิ่น ๆ จะได้ไม่ลุกลามขึ้นเป็นวิกฤตการณ์เศรษฐกิจเหมือนเช่นไม่กี่ปีที่ผ่านมาซึ่งก่อให้เกิดต้นทุนอย่างมากแก่ทั้งภาคเศรษฐกิจ การเมือง และสังคม

¹ Greenspan(1999) ได้ชี้ให้เห็นว่าแม้การมีเสถียรภาพด้านราคาที่ดีต่อกันยาวนานจะช่วยให้เกิดเสถียรภาพแก่ระบบเศรษฐกิจ แต่จากเหตุการณ์ที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าแม้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจจะอยู่ในทิศทางที่ดี มีอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ แต่ก็อาจจะมีการก่อตัวในการเก็งกำไรในสินทรัพย์ จนทำให้ราคาสินทรัพย์บางอย่างสูงขึ้นจนอยู่ในระดับที่ไม่น่าจะเป็น ทำให้ความเสี่ยงที่จะเกิดการปรับตัวลดลงของราคาสินทรัพย์สูงขึ้น

นอกจากนี้ รัฐบาลยังต้องให้ความสนใจในเรื่องการไหลเข้าออกของเงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเศรษฐกิจภายในประเทศ และการเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ซึ่ง Palma(2000) ซึ่งว่าภาวะการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศเป็นสิ่งสำคัญที่รัฐบาลต้องใส่ใจดูแลอย่างใกล้ชิด เพราะจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าการไหลเข้าออกของเงินทุนนั้นอาจก่อให้เกิดปัญหาหลายอย่างแก่ประเทศ โดยเฉพาะเมื่อมีการใช้เงินทุนเหล่านั้นในทางที่ไม่ส่งเสริมความสามารถในการชำระหนี้ของประเทศ เช่น การนำเงินทุนไหลเข้าไปใช้จ่ายเพื่อการบริโภคในประเทศ หรือการขยายสินเชื่อที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการผลิต หรือการลงทุนเพื่อการผลิตสินค้าในภาคส่งออก ทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ต่างประเทศลดลง และในที่สุดก็จะนำประเทศไปสู่วิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่ร้ายแรง เหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นในประเทศชิลีในช่วงปี1982 แต่อย่างไรก็ตามแม้แต่ในประเทศที่ดูเหมือนจะมีการนำเงินทุนไหลเข้าไปใช้ในภาคการผลิตที่แท้จริง เช่น ประเทศเกาหลีในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์เอเชีย โดยมีการนำเงินทุนไหลเข้าไปใช้ในภาคการผลิตที่แท้จริง แต่เนื่องจากเงินทุนที่ไหลเข้าไปในภาคการผลิต กลับไม่ช่วยส่งเสริมผลิตภาพการผลิต (productivity) แก่ภาคการผลิตนั้น จึงดูเหมือนว่าเงินทุนที่ไหลเข้าไปนั้นไม่ได้เข้าไปใช้ในภาคการผลิตที่มีประสิทธิภาพ หรือภาคการผลิตที่มีความสามารถในการแข่งขัน ทำให้ความเชื่อมั่นในความสามารถในการชำระหนี้ต่างประเทศลดลง ซึ่งในที่สุดก็นำไปสู่วิกฤตการณ์เศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาในช่วงปี1997-98

ส่วนประเทศไทยเองก็มีปัญหาที่เกิดจากการไหลเข้าของเงินทุนในจำนวนมากเมื่อเทียบกับ GDP ของประเทศ กล่าวคือประเทศไทยมีการนำเงินทุนไหลเข้าไปใช้จ่ายในภาคการบริโภค การปล่อยสินเชื่อ หรือการลงทุนในภาคการผลิตที่ไม่มีประสิทธิภาพหรือภาคที่ไม่มีความสามารถในการแข่งขัน นอกจากนี้แล้วส่วนใหญ่ยังนำไปใช้ในภาคการผลิตที่ไม่ใช่ภาคส่งออกด้วย และยังทำให้ราคาสินทรัพย์บางตัวเช่น ที่ดิน และราคาหุ้นสูงขึ้นกว่าระดับที่ควรจะเป็น ทำให้นักลงทุนเริ่มขาดความเชื่อมั่นในความสามารถในการชำระหนี้สินของประเทศไทย และในที่สุดก็นำไปสู่วิกฤตการณ์การเงิน และเศรษฐกิจในช่วงปี 1997 และลุกลามเป็นวิกฤตการณ์เอเชียในที่สุด

ดังนั้นรัฐบาลควรหันมาสนใจในเรื่องการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศให้มากขึ้น โดยพยายามสร้างแรงจูงใจ หรือสนับสนุนให้มีการใช้เงินทุนในภาคการผลิตที่มีประสิทธิภาพ และมีความสามารถในการแข่งขันสูง ซึ่งจะเป็นภาคที่มีความสามารถในการชำระหนี้สินได้ และหันมากำหนด หรือสร้างข้อจำกัดในการใช้เงินทุนไหลเข้าไปในทางที่ก่อให้เกิดปัญหาเศรษฐกิจที่อาจลุกลามไปสู่วิกฤตการณ์เศรษฐกิจเหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นในอดีต โดยรัฐอาจนำนโยบายด้านภาษีหรือไม่ใช่ภาษีมาใช้เพื่อให้เกิดการจัดสรรเงินทุนไหลเข้านี้ให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และเหมาะสมกับสภาวะเศรษฐกิจของประเทศ อย่างไรก็ตามแม้ว่าการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ

อาจจะก่อให้เกิดปัญหาในประเทศและนำไปสู่วิกฤตการณ์ที่ร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ แต่ประเทศไทยซึ่งเป็นประเทศกำลังพัฒนาก็น่าจะจำเป็นต้องใช้เงินทุนจากต่างประเทศมาชดเชย ส่วนต่างระหว่างเงินออม-เงินลงทุนในประเทศ ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นในการพัฒนาประเทศให้ก้าวทันกับ ประเทศที่พัฒนาแล้ว

นอกจากนี้รัฐบาลและธนาคารกลางจำเป็นต้องมีการกำหนด และดำเนินนโยบายที่เหมาะสม เพราะภายใต้สภาวะที่ตลาดการเงินของประเทศมีการเชื่อมโยงกับตลาดการเงินโลก มากขึ้นนี้ เพียงแค่เกิดปัญหาเศรษฐกิจขึ้นเพียงเล็กน้อย หรือมีการดำเนินนโยบายที่ไม่เหมาะสมก็ อาจทำให้เกิดภาวะเงินทุนไหลออกจากประเทศ ไปสู่ประเทศอื่น ๆ ที่มีผลการดำเนินงานทาง เศรษฐกิจที่ดีกว่าหรือเข้มแข็งกว่า และยังถ้าปริมาณการไหลของเงินทุนมีขนาดใหญ่ขึ้นเมื่อเทียบกับขนาดของระบบเศรษฐกิจของประเทศเหมือนเช่นปัจจุบัน ก็จะทำให้ปัจจัยในเรื่องการไหลของ เงินทุนสามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของประเทศไทยได้มากขึ้น ดังนั้นประเทศไทยควรจะ ต้องมีการปรับปรุงในเรื่องระบบการเงินให้มีความเข้มแข็งและน่าเชื่อถือ รวมทั้งมีนโยบายที่เหมาะสมในการปรับตัวเพื่อลดแรงกดดันจากการไหลเข้าของเงินทุนในส่วนที่เกินจากความต้องการ

และที่สำคัญที่สุดอย่างหนึ่งสำหรับประเทศที่เพิ่งจะมีการนำระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอย ตัวมาใช้อย่างประเทศไทย ที่ทำให้ผู้ที่อยู่ในภาคการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศจำเป็นต้องมี การปรับตัวในเรื่องการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) เพราะภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะส่งผลให้เกิดความไม่แน่นอนด้านการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น อันจะทำให้ผู้ประกอบการในด้านนี้ต้องได้รับความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น

ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นนี้ทำให้ผู้นำเข้า และผู้ส่งออก และผู้ที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนอื่น ๆ จะต้องหันมาให้ความสนใจในเรื่องการบริหารความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะผู้นำเข้า และผู้ส่งออก ซึ่งต้องได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ แต่ผู้นำเข้า และผู้ส่งออกเหล่านี้ สามารถบริหารความเสี่ยงที่เกิดขึ้นผ่าน การบริหารด้านต้นทุนการผลิต หรือการประกอบการ (Cost management) ด้านการตลาด (marketing management) และด้านการเงิน (financial management)

โดยในการบริหารด้านต้นทุนสำหรับผู้ส่งออก และผู้นำเข้า นั้นกลายเป็นเรื่องสำคัญเพราะ การเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนสามารถส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิตได้โดยตรง และยังส่ง ผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของผู้นำเข้า และส่งออก แต่อย่างไรก็ตามผู้นำเข้า และ ผู้ส่งออกสามารถบริหารความเสี่ยงในด้านต้นทุนการผลิตและการนำเข้า ผ่านการควบคุมปริมาณ การผลิต การนำเข้า และการควบคุมสต็อกสินค้าได้

ส่วนการบริหารด้านการตลาดของผู้นำเข้า และผู้ส่งออกนั้นจะมุ่งเน้นที่ความสามารถในการแข่งขันด้านราคา โดยเฉพาะถ้าสินค้าของผู้นำเข้าและผู้ส่งออกเป็นสินค้าที่สามารถหาสินค้าอื่นมาทดแทนได้อย่างสมบูรณ์ หรือค่อนข้างสมบูรณ์ด้วยแล้ว ราคาจะเป็นตัวกำหนดอุปสงค์ในสินค้าที่สำคัญ และเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโดยตรง ดังนั้น ผู้นำเข้าและผู้ส่งออกจะต้องมีโครงสร้างต้นทุนการผลิตและการนำเข้าที่สามารถยืดหยุ่นได้มากขึ้น เพื่อใช้ในการลดผลจากการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้ผู้นำเข้า และผู้ผลิตจำเป็นที่จะต้องมีกลยุทธ์ในการสร้างความแตกต่างให้กับสินค้าของตนเพื่อทำให้ความยืดหยุ่นของสินค้าของตนต่อระดับราคาลดลง อันจะมีผลทำให้การผลิตมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น แม้จะมีความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยน

และสุดท้ายในเรื่องการบริหารการเงิน(Financial management) สำหรับผู้นำเข้าและผู้ส่งออก จะแยกออกเป็นสองส่วนคือการบริหารอัตราดอกเบี้ย(Interest rate management) และการบริหารอัตราแลกเปลี่ยน(Exchange rate management) โดยในส่วนของการบริหารอัตราดอกเบี้ยนั้นมีความสำคัญเพราะความผันผวนในอัตราดอกเบี้ยสามารถส่งผลกระทบต่อการบริหารการผลิตและการบริหารการตลาดที่กล่าวมาข้างต้น เพราะดอกเบี้ยถือเป็นต้นทุนที่สำคัญและส่งผลกระทบต่อการผลิตและการตลาดได้โดยตรง และในปัจจุบันการมีอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว และการลดการควบคุมการไหลของเงินทุน จะส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีความใกล้ชิดกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกมากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลให้เสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยในประเทศขึ้นอยู่กับเสถียรภาพในอัตราดอกเบี้ยโลกด้วย แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ ดังนั้นถ้าอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทอยู่ในภาวะที่มีความผันผวนมากขึ้น ก็มีแนวโน้มที่เจ้าหน้าที่การเงินหรือธนาคารกลางจะเข้ามาแทรกแซงความผันผวนของค่าเงินบาทผ่านนโยบายการเงินบางอย่าง ซึ่งนโยบายในด้านอัตราดอกเบี้ยก็ถือเป็นเครื่องมือในการควบคุมความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยนที่สำคัญและมีประสิทธิภาพมาก ซึ่งถ้าเป็นเช่นนี้อัตราดอกเบี้ยก็อาจมีความผันผวนตามการผันผวนของค่าเงินได้อีกด้วย

ส่วนการบริหารอัตราแลกเปลี่ยนของผู้ส่งออกและผู้นำเข้านั้น สามารถกระทำได้โดยการใช้เครื่องมือเกี่ยวกับการซื้อขายเงินตราล่วงหน้าต่าง ๆ เช่น Swaps, Forwards, Futures, Options เป็นต้น ซึ่งเครื่องมือเหล่านี้สามารถบริหารความเสี่ยงทั้งที่เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย แต่อย่างไรก็ตามถ้าอัตราแลกเปลี่ยนหรืออัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนอย่างมากก็จะมีผลทำให้ค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายในการใช้เครื่องมือเหล่านี้สูงไปด้วย ซึ่งจะกระทบต่อต้นทุนของผู้ผลิต และผู้นำเข้าในที่สุด

ดังนั้นภาครัฐเองจำเป็นต้องให้ความรู้ และสร้างความเข้าใจในเรื่องความจำเป็นในการบริหารความเสี่ยงภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เพราะปัจจุบันดูเหมือนว่าภาคการเงินจะไร้เสถียรภาพ ซึ่งเห็นได้จากความผันผวนในอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และค่าธรรมเนียมในการบริหารความเสี่ยง เป็นต้น โดยปัจจัยในภาคการเงินเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการในภาคการผลิตที่แท้จริง (real sector) อย่างมาก

โดยในที่นี้รัฐอาจส่งเสริมให้มีการจัดตั้งและพัฒนาตลาดตราสารอนุพันธ์ขึ้นในตลาดสินค้าและตลาดการเงิน เพื่อให้ผู้ประกอบการสามารถบริหารความเสี่ยงของตนได้อย่างมีประสิทธิภาพ และสามารถคำนวณต้นทุนที่จะเกิดขึ้นได้ง่ายขึ้น ซึ่งจะทำให้ผู้ประกอบการเหล่านี้สามารถบริหารการผลิตสินค้า และการตลาดได้ดีขึ้น

6.3 ข้อจำกัดในการวิจัย และแนวทางในการศึกษาต่อไปในอนาคต

เนื่องจากประเทศไทยไม่เคยใช้ระบบ Currency Board มาก่อน ดังนั้นการจะเปรียบเทียบถึงผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board กับระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการได้อย่างชัดเจนนั้นกระทำได้ยาก แต่ก็อาจนำผลการดำเนินงานในช่วงที่ประเทศเคยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ มาใช้เป็นตัวแทนผลการดำเนินงานของระบบ Currency Board ได้บางส่วน ดังนั้นในการศึกษาวิจัยครั้งนี้จึงเป็นการศึกษาเชิงพรรณนา (descriptive) ที่ใช้ทฤษฎีหรืองานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียงหลายท่านมาเป็นเกณฑ์ในการอธิบาย เพื่อจะได้ทราบถึงมุมมองกว้าง ๆ เกี่ยวกับผลกระทบและความเหมาะสมในการนำระบบ Currency Board มาใช้ในประเทศไทย

เนื่องจากการระบุถึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทยอย่างเฉพาะเจาะจง เช่น ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวอย่างเสรี ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ หรือระบบที่มีการจำกัดการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน นั้นเป็นเรื่องยากในการตัดสินใจเพราะระบบต่าง ๆ เหล่านี้มีความเกี่ยวพันกัน และในทางปฏิบัติจริงประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการอาจจะอนุญาตให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวได้ในช่วงแคบ ๆ มากกว่าระบบที่จำกัดการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงแบ่งทางเลือกในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนออกเป็นสองด้านคือระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้

นอกจากนี้ในการศึกษาผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน ต่อระดับราคาสินค้าผู้บริโภค และการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต่อระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ

นั้น อาจจะทำให้ผลสรุปที่ยังไม่ชัดเจนนักเนื่องจากข้อมูลที่ใช้ยังไม่เพียงพอที่จะดูผลในระยะยาวของตัวแปรดังกล่าว² ดังนั้นในอนาคตเมื่อมีข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้มากขึ้น และเป็นข้อมูลในช่วงเวลาปกติที่แสดงถึงแนวโน้มระยะยาวที่แท้จริง ก็อาจจะมีการศึกษาในด้านนี้มากขึ้นและจะทำให้มีคำตอบเรื่องการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงและระดับราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศได้ดีกว่านี้ ซึ่งจะช่วยตอบคำถามในเรื่องการปรับตัวของประเทศไทยตามคุณสมบัติ Purchasing Power Parity ได้อย่างชัดเจนขึ้น และจะตอบคำถามในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน กับการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาสินค้าผู้บริโภคได้อย่างถูกต้องยิ่งขึ้น

ในอนาคตอาจมีการศึกษาเพิ่มเติมในด้านผลการดำเนินงานเปรียบเทียบ เมื่อประเทศไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการได้นานกว่านี้จนมีข้อมูลที่มากพอที่จะทดสอบเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างในช่วงที่ใช้ระบบตรึงค่าเงินกับตรึงค่าเงิน กับในช่วงที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวแบบมีการจัดการ เพื่อนำมาสนับสนุนถึงแนวทางในการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตต่อไป

เนื่องจากการศึกษาคั้งนี้มุ่งศึกษาเฉพาะประเทศไทยเป็นหลัก และกำหนดสภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงินที่ประเทศไทยเผชิญอยู่มาใช้อธิบายถึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทย โดยไม่ได้ทำการศึกษาในกระบวนการรวมตัวทางเศรษฐกิจและการเงินในภูมิภาค ดังนั้นจึงเป็นการตอบคำถามเรื่องระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมกับประเทศไทยในสถานการณ์เศรษฐกิจและการเงินที่ประเทศไทยเผชิญอยู่ โดยไม่ได้เปรียบเทียบกับระบบที่มีการร่วมมือทางการเงินและทางเศรษฐกิจแต่อย่างใด ดังนั้นจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งถ้ามีการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างกรณีระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นได้ กับระบบการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนร่วมกันภายในภูมิภาคเดียวกัน ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการเสนอนโยบายการจัดการด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่เหมาะสมต่อไป

² โดยเฉพาะข้อมูลในด้านระดับราคาสินค้าผู้บริโภคในประเทศที่อาจจะได้รับผลกระทบจากภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในด้านการบริโภค และการลงทุนที่ลดลงอย่างมากตั้งแต่ช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ

รายการอ้างอิง

- Abeyasinghe, T. and L.Kok-Hong. (1992). "Singapore's Strong Dollar Policy and Purchasing Power Parity." Singapore Economic Review 37:70-79.
- Ades, A. (1983). "GSDEEMER and STMPIs: New Tools for Forecasting Exchange Rates in Emerging Markets." Economic Research Goldman Sachs.
- Artus, J.R. and Young, J.H. (1979). "Fixed and flexible exchange rates: a renewal of the debate." IMF Staff Papers 26 : 654-98.
- Bahmani-Oskooee, M. (1995). "Real and Nominal Effective Exchange Rates for 22 LCDs:1971:1-1990:4." Applied Economics 27:591-604.
- Balino T., C. Enoch, A. Ize, V. Santiprabhob, and P. Stella. (1997). "Currency Board Arrangements: Issue and Experiences." IMF Occasional Paper 151, August.
- Batiz, Luis A. Rivera and A. N.R. Sy. (2000). "Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior." IMF Working Paper 97.
- Bennett, A. (1992). "The Operation of the Estonian Currency Board." IMF Staff Papers 40 :451-470.
- Breuer, J.B. (1994). "An Assessment of the Evidence on Purchasing Power Parity." In J. Williamson(ed.). Estimating Equilibrium Exchange Rates Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Buiter, Willem. (1999). "The EMU and the NAMU: What is the case for North American Monetary Union?." Canada Journal of Economics forthcoming.
- Calvo, G., C. Reinhart and C. Vegh. (1995). "Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence." Journal of Development Economics 47:97-133.
- Chinn, D. Menzie. (1999). "Measuring Misalignment: Purchasing Power Parity and East Asia Currencies in 1990s." IMF Working Paper 120.
- Coes, D. (1995). Macroeconomic Crises, Policies, and Growth in Brazil, 1964-1990 Washington, D.C. : The World Bank.
- Connolly, M and J. Devereux. (1995). "The Equilibrium Real Exchange Rate: Theory and Evidence for Latin America." In J. Stein, et al(eds.). Fundamental Determinants of Exchange Rates Oxford: Clarendon Press.

- Cooper, R. (1971). "Currency Devaluation in Developing Countries." Princeton Essays in International Finance 86, Princeton, NJ: Princeton University.
- Council of Economic Advisers. (1999). Economic Report of the President Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- Edwards, S. (1989a). "Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries." Journal of Development Economics 29: 311-341.
- Edwards, S. (1989b). "Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment and Stabilization." ICEG Occasional Paper 34.
- Edwards, S. (1995). "Exchange rates, inflation and disinflation: Latin American experiences." In S. Edwards (ed.) Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy New York: Cambridge University Press.
- Edwards, S. (1996). "The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-Rate Regimes." NBER Working Paper 5756.
- Edwards, S. and Savatano, A. M. (1998). "Exchange Rate in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?" NBER Working Paper 7228.
- Eichengreen, Barry and Masson, Paul. (1998). "Exit Strategies: policy Option for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility." Occasional Paper 168, International Monetary Fund, Washington DC.
- Eichengreen, Barry. (1999). Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post Asia Agenda. Washington: Institute for International Economics.
- Engel, Charles. (2000). "Optimal Exchange Rate Policy: The Influence of Price Setting and Asset Markets." NBER Working Paper 7889.
- Enoch, C. and A. Guide. (1997). "Making A Currency Board Operational." IMF Paper of Policy Analysis and Assessment, 10.
- Frenkel, J. (1981). "The Collapse of Purchasing Power Parities in the 1970s." European Economic Review 16:145-165.

- Frenkel, A. J. (1995). "Monetary Regime Choice for a Semi-Open Country." In S. Edward (ed.). Capital Control, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy New York: Cambridge University press.
- Frenkel, A. J. and Andrew K. Rose. (1996). "A Panel Project on Purchasing Power Parity Mean Reversion Within And Between Countries." Journal of International Economics 40.
- Frenkel, J. (1999). "No Single Currency Regime Is Right For All Countries or At All Times." NBER Working Paper 7338.
- Friedman, Milton. (1953). "The Case for Flexible Exchange Rates." In his Essay in Positive Economics Chicago: University of Chicago Press.
- Froot, K. and K. Rogoff. (1995). "Perspectives on PPP and the long-run real exchange rate." In G. Grossman and K. Rogoff (eds). Handbook of International Economics 3 Amsterdam: North Holland Press.
- Gan, W.B. (1994). "Characterizing Real Exchange Rate Behaviour of Selected East Asian Economies." Journal of Economic Development 19 : 67-92.
- Ghosh, A. R., Anne-Marie, G., Jonathan, D. O. and Holger C. W. (1995). "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?." IMF Working Paper 121 Washington: International Monetary Fund.
- Ghosh, M. (1998). "Structure Break and Cointegration Test of The Monetary Exchange Rate Model." Keio Economic Studies 35.
- Ghosh, A. Gulde, and H.C. Wolf. (1998). "Currency Boards: The Ultimate Fix?." IMF Working Paper 8, January.
- Gulde, A., P. Keller, and J. Kahkonen. (1999). Draft Paper on Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-Up to EU Accession International Monetary Fund.

- Goldstein, M. (1980). "Have flexible exchange rates handicapped macroeconomic policy?." Special Papers in International Economics14.
- Greenspan, Alan. (1999). Testimony before Joint Economic." Committee of Congress June 17,1999.
- Gressel, D. (1989). Soviet Macroeconomic Imbalance During Perestroika unpublished manuscript, G.T. Capital Management, San Francisco.
- Hanke, S.H. and K. Schuler. (1991). "Currency Boards for Eastern Europe." Heritage Lectures 335. Washington: Heritage Foundation.
- Hanke, S.H., and K. Schuler. (1994). Currency Boards for Developing Countries: A Handbook San Francisco:ICS Press.
- Hanke, S. H. (1997). "Auto pilot for Hong Kong." Wall Street Journal 29 October 1997.
- Hanke, S.H. (2000). "The Disregard For Currency Board Realities." Cato Journal 20:49-59.
- Hataiseree, Rungsun. (1996). "Purchasing Power Parity and the Behavior of Real Exchange Rate:Thailand's Experience Under the Basket Currency System." Thammasat Economic journal14:5-52.
- Hausman, R.,Gavin, M.,Pages-Serra, C. and Stein, H.E. (1999). "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime." Working Paper 400. Washington:Inter-American Development Bank.
- Head, A.C. (1995) "Country Size, Aggregate Fluctuation and International Risk Sharing." Canada Journal of Economic 23:1096-1119.
- Herrendorf, B. (1999). "Transparency, Reputation, and Credibility Under Floating And Pegged Exchange Rates." Journal of International Economic 49:31-50.
- International Monetary Fund. (1997). World Economic Outlook (October 1998).
- International Monetary Fund. (1998). Annual Report 1998.

- Johnston, H.G. (1970). "The case for Flexible exchange rate, 1969." Federal Reserve Bank of St. Louis 52:12-24.
- Judy, W. Richard. (1995). Currency Board: An Idea Whose Time Has Come? Center For International Private Enterprise.
- Kamin, S. (1988). "Devaluation, Exchange Controls and Black Markets for Foreign Exchange in Developing Countries." Board of Governors of the federal Reserve System, Occasionally Paper 334.
- Kosukawa, Toru. (1999). Asian Currency Reform: The Option of a Common Basket Peg Tokyo: Fuji Research Institute.
- Kwan, K. Yum and Lui, T. Francis. (1996). "Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes." NBER Working Paper 5723.
- Kwan, K. Yum and Lui, T. Francis. (1998). "The Theories of Optimal Currency Area and the Possibilities of Forming a Yen Bloc in Asia." Journal of Asian Economics 9.
- Leon-Astete, J. and C. Oliva. (1992). "Componente No. Estacionario y la Paridad del Poder de Compra en 12 Paises Latinoamericanos." Cuadernos de Economia 29:481-504.
- Liu, P. (1992). "Purchasing Power Parity in Latin America: A Cointegration Analysis." Weltwirtschaftliches Archiv 128:662-680.
- McNown, R. and M. Walliance. (1989). "National price levels, purchasing power parity and cointegration: a test of four high inflation economies." Journal of International Money and Finance 8:533-54.
- Meese, R. and K. Rogoff. (1983a). "Empirical exchange rate model of the seventies: Do they fit out of sample?." Journal of International Economics 14:3-24.
- Meese, R. and K. Rogoff. (1983b). "The out of sample failure of empirical exchange rate models." In J. Frenkel(ed.) Exchange Rates and International Macroeconomics Chicago: The University of Chicago Press for the NBER.

- Meltzer, Allan. (1991). Inflation and Money in Brazil Unpublished manuscript, World Bank, Washington.
- Mishkin, S. Frederic. (1999). "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes." Journal of Monetary Economics 43:579-605.
- Montiel, P. (1997). "Exchange Rate Policy and Macroeconomic Management in ASEAN Countries." In J. Hickin et al.(eds). Macroeconomic Issue Facing ASEAN Countries Washington, D.C.:IMF.
- Mundell, Robert A. (1960). "The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Floating Exchange Rates." Quarterly Journal of Economics 74:227-257.
- Mundell, Robert A. (1961). "Flexible Exchange Rates and Employment Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates." Canadian Journal of Economics and Political Science 27:509-517.
- Mundell, Robert A. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." Canadian Journal of Economics and Political Science 29:475-487.
- Mussa, M. (1990). "Exchange Rate in Theory and Reality." Priceton Essay in International Finance 179.
- Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A. Jadresic, E., Mauro, P. and Berg, A. (2000). Exchange Rate Regimes In An Increasingly Integrated World Economy Monetary Fund, April 2000.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rate." Journal of Economic Perspective 103:624-660.
- Oh, Keun-Yeob. (1996). "Purchasing Power Parity And Unit Root Test Using Panel Data." Journal of International Monetary and Finance 15.

- Ostry, J. and Joaquim Levy. (1995). "Household Savings in Finance." IMF Staff Paper: 375-397.
- Palma, Gabriel. (2000). The Three Routes to Financial Crises: the need for capital controls mimeo, University of Cambridge, November.
- Rattanapanakul, Somboon. (1999). Natural Real Exchange Rate of Baht (Master's thesis, Faculty of Economics, Chulalongkorn University). pp. 1-127.
- Rogoff, K. (1996). "The Purchasing Power parity Puzzle." Journal of Economic Literature 34:647-668.
- Roubini, N. (1998). The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths About the Benefits of Currency Boards mimeo, New York University, March.
- Sabhasri, C. and Ron Sirivanansandha. (1999). From ASEAN to East Asia: an Alternative Monetary Corporation In their presented at American Committees on "East Asian Studies Conference at Seoul National University." Korea, on December 15-17, 1999.
- Schuler, Kurt. (1998). Stabilizing the Indonesia Through A Currency Board. Available from: <http://www.erols.com>
- Schuler, Kurt. (1992). Currency Board. Ph.D. dissertation, George Mason University Available from: <http://www.erols.com>
- Tsang, Shu-ki. (2000). Commitment to and Exit Strategies from a CBA. Available from [www. hkbu.edu.hk](http://www.hkbu.edu.hk)
- Vichayanond, pakorn. (1999). Measures for Stabilization of Currencies in East Asia and Establishment of Regional Monetary System. Paper presented to Regional Conference on "Common Currency For East Asia: Dream or Reality," Penang, Malaysia.
- Walter, Allan A. (1991). "A Hard Ruble for Boris." London Evening Standard 22.

- Williamson, J. (1985). The Exchange Rate System Washington:Institute for International Economic.
- Williamson, J. (1985). (1995). What Role for Currency Board? Washington: Institution for International Economics.
- Williamson, J. (1996). The Case for a Common Basket peg for East Asian Currencies Paper presented to a Conference on "Managing Capital Flows and Exchange Rates: lessons for the Pacific Basin."
- Williamson, J. (1999). Future Exchange Rate Regimes For Developing East Asia:Exploring The Policy Options In his presented to a conference on "Asia in Economic Recovery: Policy Options for Growth and Stability"organized by the Institute of Policy Studies in Singapore on 21-22 June 1999.
- Wrasai, phongtom. (1996). Purchasing Power Parity: a re-examination of Thailand's evidence (Master's thesis, Faculty of Economics, Thammasat University,1996). pp:1-108.
- Zimmermann, C. (1997). "International Real Business Cycles Among Heterogeneous Countries." European Economic Review 41:319-335.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
าลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก 1

ความแตกต่างระหว่างระบบ Currency Board กับระบบธนาคารกลาง

ตารางภาคผนวกที่ 1.1 แสดงลักษณะที่แตกต่างระหว่างระบบ Currency Board และระบบธนาคารกลาง¹

Currency Board	Typical central bank
Fixed exchange rate with anchor currency	Pegged or floating exchange rate
Foreign reserves of 100 percent	Variable foreign reserves
Full convertibility	Limited convertibility
Rule-bound monetary policy	Discretionary monetary policy
Not a lender of last resort	Lender of last resort
Does not regulate commercial banks	Often regulates commercial banks
Transparent	Opaque
Protected from political pressure	Politicized
High credibility	Low credibility
Earns seigniorage only from interest	Earns seigniorage from inflation
Cannot create inflation	Can create inflation
Cannot finance spending by domestic government	Can finance spending by domestic government
Requires no "preconditions" for monetary reform	Requires "preconditions" for monetary reform

ซึ่งความแตกต่างสำคัญระหว่างระบบ Currency Board กับระบบธนาคารกลางที่แสดงได้ดังตารางข้างต้น สามารถอธิบายความแตกต่างที่สำคัญได้เป็นข้อ ๆ ดังนี้

- ระบบ Currency Board จะรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่(Fixed exchange rate) กับเงินตราสกุลหลัก ซึ่งจะมีการตรากฎหมายเพื่อรับรองว่าจะเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่ถาวร

¹ดู Schuler(1998)

(Permanent) ในทางตรงกันข้าม ระบบธนาคารกลาง จะมีการตรึงค่าเงิน(Pegged) หรือมีอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว มากกว่าที่จะมีอัตราแลกเปลี่ยนคงที่(fixed rate) ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่กับอัตราแลกเปลี่ยนแบบตรึงค่าเงินกับเงินสกุลหลักมีความแตกต่างกันอยู่มาก โดยอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ รัฐบาลหรือผู้มีอำนาจทางการเงิน จะมีเป้าหมายอยู่ที่อัตราแลกเปลี่ยนเป็นอันดับแรก แต่การตรึงค่าเงินนั้นจะมีเป้าหมายอยู่ที่อัตราแลกเปลี่ยน และปริมาณเงินควบคู่กันไป ซึ่งบางครั้งทำให้เกิดความขัดแย้งในการจัดลำดับความสำคัญระหว่างเป้าหมายต่าง ๆ และโดยทั่วไปเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ก็มักจะลงเอยด้วยการลดค่าเงิน ซึ่งสะท้อนว่าเป้าหมายด้านอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเป้าหมายรอง ทำให้ในระยะยาวแล้วจึงขาดความน่าเชื่อถือว่าธนาคารกลางจะรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้เท่ากับอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบัน เนื่องจากระบบดังกล่าวไม่ได้มีการผูกมัดเป็นกฎหมาย ดังนั้นการเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนจึงขึ้นอยู่กับธนาคารกลางและรัฐบาลเอง

- ในด้านสินทรัพย์สำรอง(reserve assets) เมื่อเทียบกับหนี้สิน(ธนบัตร เหรียญกษาปณ์ และเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์) ระบบCurrency Board จะถือ เงินสำรองระหว่างประเทศ (Foreign reserve) 100% หรือมากกว่าเล็กน้อย เมื่อเทียบกับปริมาณเงิน ซึ่งจะมีการตราเป็นกฎหมาย จากการศึกษาของ Kurt Schuler พบว่าประเทศที่ใช้ระบบ Currency Board เคยถือทุนสำรองไว้มากที่สุดถึง 105 - 110 % เพื่อป้องกันการลดค่าของสินทรัพย์ที่เป็นเงินสกุลหลัก ซึ่งต่างกับระบบธนาคารกลางซึ่งไม่จำเป็นต้องถือทุนสำรองไว้ถึง 100 %
- ระบบ Currency Board สามารถที่จะเปลี่ยนเงินตราสกุลท้องถิ่นเป็นเงินสกุลหลักได้อย่างเต็มที่(full convertibility) ณ อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ที่กำหนดไว้ ซึ่งแตกต่างจากระบบธนาคารกลางที่ การเปลี่ยนเงินตราสกุลท้องถิ่นเป็นเงินสกุลหลักนั้นเป็นไปอย่างจำกัด โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน
- ระบบ Currency Board จะมีนโยบายการเงินแบบมีกฎเกณฑ์ (rule-bound monetary policy) กล่าวคือไม่ยอมให้มีการเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนตามที่กำหนดไว้ในกฎหมาย และไม่สามารถเปลี่ยนอัตราทุนสำรองทางการ รวมทั้งไม่มีการควบคุมหรือแทรกแซงธนาคารพาณิชย์ โดยระบบนี้จะมีอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลท้องถิ่นกับเงินสกุลหลักในอัตราคงที่ และสามารถแลกเปลี่ยนสกุลท้องถิ่นเป็นเงินตราสกุลหลักได้ตามความต้องการของประชาชน (public demand) ในทางตรงกันข้าม ระบบธนาคารกลางจะมีนโยบายที่ไม่มีการผูกมัดตายตัว (discretionary monetary policy) ธนาคารกลาง หรือ รัฐบาลสามารถเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน อัตราทุนสำรองระหว่างประเทศ และการควบคุมหรือแทรกแซงระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งไม่มีเงื่อนไขตายตัวเหมือนระบบ Currency Board

- Currency Board ไม่ใช่เป็นแหล่งกู้ยืมแหล่งสุดท้ายของธนาคารพาณิชย์(lender of last resort) เพื่อช่วยไม่ให้มีการล้มละลาย แต่ธนาคารกลาง จะเป็นผู้ให้กู้แหล่งสุดท้ายของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งทำให้การดำเนินการของธนาคารพาณิชย์ขาดความระมัดระวัง ไม่มีความรอบคอบ เหมือนกับธนาคารพาณิชย์ในระบบ Currency Board ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญอย่างหนึ่งในการก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินในปัจจุบัน
- พฤติกรรมของระบบ Currency Board จะมีความโปร่งใส เพราะเป็นสถาบันที่ไม่มีความลับซับซ้อน แต่เป็นเหมือนคลังสินค้าที่เก็บหลักทรัพย์ที่เป็นเงินตราสกุลหลักในการหมุน ธนบัตร และเหรียญกษาปณ์ที่หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งตรงกันข้ามกับธนาคารกลางซึ่งเป็นสถาบันที่ลับซับซ้อน และไม่ได้เป็นเพียงคลังสินค้าเท่านั้นแต่เป็นสถาบันการคาดคะเน (Speculative institution) เพราะประสิทธิภาพส่วนหนึ่งเกิดจากความสามารถในการทำเป็นความลับ โดยที่ไม่มีใครล่วงรู้
- ระบบ Currency Board จะป้องกันแรงกดดันทางการเมือง เนื่องจากโดยตัวของมันเองมีความโปร่งใส และมีกฎหมายคุ้มครอง ส่วนระบบธนาคารกลางนั้นส่วนใหญ่จะถูกการเมืองเข้าแทรกแซง ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดเป็นปัญหาตามมาได้
- ระบบ Currency Board จะมีความน่าเชื่อถือสูง เพราะมีทุนสำรอง 100% มีนโยบายการเงินที่เป็นไปตามกฎเกณฑ์แน่นอน มีความโปร่งใส มีการป้องกันการแทรกแซงจากทางด้านการเมือง ทำให้สามารถรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ และสามารถแลกเปลี่ยนเงินตราสกุลท้องถิ่นเป็นเงินตราสกุลหลักได้อย่างเต็มที่ทุกเวลา ซึ่งตรงกันข้ามกับระบบธนาคารกลาง ซึ่งมีความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับต่ำ มีธนาคารกลางเพียงไม่กี่แห่งที่มีประสิทธิภาพเป็นที่ยอมรับได้ ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งจะมีความน่าเชื่อถือสูง แต่โดยส่วนใหญ่แล้วจะไม่เป็นเช่นนี้ เนื่องจากระบบธนาคารกลางมีนโยบายการเงินที่ไม่แน่นอน(discretion) ขาดความโปร่งใส และมีการเมืองแทรกแซง ซึ่งหมายความว่ามีการยกเลิกคำมั่นสัญญาเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนหรือ อัตราเงินเฟ้อ ขึ้นอยู่กับความเห็นชอบของธนาคารกลาง หรือรัฐบาล
- ระบบ Currency Board ไม่สามารถเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อสนองการใช้จ่ายของรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจเพราะโดยตัวของมันเองไม่สามารถให้กู้ยืมแก่องค์กรเหล่านี้ได้ ซึ่งต่างจากธนาคารกลางที่สามารถทำหน้าที่นี้ได้

ภาคผนวก 2

เป้าหมายของนโยบายการเงินในการรักษาเสถียรภาพด้านราคา

- บทบาทของ Nominal anchor

Nominal anchor คือการควบคุมมูลค่าของเงินในประเทศ¹ ซึ่งเป็นสิ่งหนึ่งที่ช่วยให้ระบบนโยบายการเงินสามารถดำเนินการอย่างประสบความสำเร็จ เพราะว่า nominal anchor จะสร้างเงื่อนไขที่ทำให้เกิดการกำหนดราคาในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นในการสร้างเสถียรภาพด้านราคา เพราะมันจะช่วยลดอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเนได้โดยตรง ผ่านการควบคุมมูลค่าของเงินในประเทศ

อย่างไรก็ตาม Nominal anchor อาจหมายถึงการควบคุมนโยบายการเงินไม่ให้มีการใช้ตามอำเภอใจ(discretionary policy) ซึ่งจะช่วยแก้ปัญหาความน่าเชื่อถือในนโยบาย(time-inconsistency problem)² และทำให้เกิดเสถียรภาพด้านราคาในที่สุด ปัญหาความน่าเชื่อถือในนโยบายที่เกิดจากการใช้นโยบายตามอำเภอใจไม่ว่าจะช่วงเวลาใดก็ตาม ก็จะมีผลเสียในระยะยาว เนื่องจากการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวจะก่อให้เกิดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และการจ้างงานในระยะสั้น ทำให้ผู้ดำเนินนโยบายมีแรงจูงใจที่จะใช้นโยบายดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสุดท้ายแล้วก็จะทำให้เกิดภาวะอัตราเงินเฟ้อที่สูง แต่ไม่ได้ช่วยให้เกิดความเจริญเติบโตของผลผลิตและการจ้างงานในระยะยาวแต่อย่างใด

อย่างไรก็ตามบทบาทของnominal anchor ในการส่งเสริมความมีเสถียรภาพด้านราคาจะแตกต่างกันไปตามเป้าหมายของนโยบายการเงิน ซึ่งในที่นี้แบ่งออกเป็น 4 เป้าหมาย คือเป้าหมายด้านอัตราแลกเปลี่ยน(Exchange-rate targeting) เป้าหมายด้านปริมาณเงิน (Monetary targeting) เป้าหมายด้านเงินเฟ้อ(Inflation targeting และนโยบายการเงินที่ไม่มี nominal anchor อย่างชัดเจนซึ่งลักษณะสำคัญของเป้าหมาย ข้อดี-ข้อเสียของนโยบายแต่ละระบบได้แสดงได้ในตารางภาคผนวกที่ 2.1

¹ ดู Mishkin(1999)

² เป็นปัญหาที่เกิดจากประชาชนหรือตัวแทนเศรษฐกิจ(economic agent)ไม่เชื่อมั่นในนโยบายที่เจ้าหน้าที่การเงินประกาศ ทำให้พวกเขาเหล่านี้มีการคาดคะเนอัตราเงินเฟ้อด้วยข้อมูลที่ตนเองเชื่อถือที่มีอยู่ โดยไม่สนใจข้อมูลที่ได้รับการประกาศของเจ้าหน้าที่การเงิน

อย่างไรก็ตามไม่ว่าจะเป็นนโยบายการเงินที่มีเป้าหมายแบบใด การจะประสบความสำเร็จได้ก็ต้องขึ้นอยู่กับความสามารถในการควบคุมการใช้นโยบายการเงินแบบตามใจชอบของผู้ดำเนินนโยบาย ซึ่งจะทำให้เกิดเสถียรภาพในระดับราคาในระยะยาว

อย่างไรก็ตามความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือที่เกิดจากการควบคุมไม่ให้มีการใช้นโยบายการเงินตามอำเภอใจที่จะก่อให้เกิดผลดีในระยะยาวนั้นอาจไม่ได้ขึ้นอยู่กับรูปแบบของนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียว แต่ยังขึ้นอยู่กับสถาบันทางเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง และประวัติในอดีตของประเทศเหล่านั้นด้วย



สถาบันวิจัยบริการ
การคลังมหาวิทยาลัย

ตารางภาคผนวกที่ 2.1 แสดงลักษณะสำคัญ ข้อดี ข้อเสียของระบบนโยบายการเงินแต่ละระบบ

ชื่อเป้าหมาย	ลักษณะสำคัญ	ข้อดี	ข้อเสีย	หมายเหตุ
1. เป้าหมายในอัตราแลกเปลี่ยน	-อาจอยู่ในรูปการตรึงค่าเงินท้องถิ่นกับสินทรัพย์บางอย่างเช่นทองคำหรือเงินตราสกุลของประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ -และระบบอื่นๆที่มีการปล่อยค่าเงินค่าเงินให้เปลี่ยนแปลงในช่วงแคบที่กำหนดไว้ทำให้ค่าเงินไม่สามารถเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่อง	-ช่วยสร้างเสถียรภาพแก่ระบบเศรษฐกิจ และช่วยควบคุมเงินเฟ้อ	-เป้าหมายนี้ดูเหมือนจะก่อให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพในระบบการเงินในประเทศเหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นในประเทศตลาดเกิดใหม่ ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนที่เกิดขึ้นอาจสูงกว่าข้อดีที่ได้จากเป้าหมายนี้	-ถ้าประเทศมีสถาบันทางเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง และนโยบายการเงินที่รองรับเป้าหมายนี้อย่างเหมาะสม อย่างเช่นระบบ Currency Board หรือสหภาพเงินตราเป็นต้น ก็อาจจะเป็นไปได้ที่จะนำเป้าหมายนี้มาใช้ได้อย่างประสบความสำเร็จ
2. เป้าหมายในปริมาณเงิน	-จะมีการตั้งเป้าหมายการเจริญเติบโตของปริมาณเงินที่ชัดเจน	-เป้าหมายนี้จะมีประโยชน์ในการช่วยแนะแนวทางแก่ตัวแทนเศรษฐกิจ ถ้าปริมาณเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อสูง และเป็นความสัมพันธ์ที่แน่นอนพอที่จะเชื่อถือได้	-จริง ๆ แล้วความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับอัตราเงินเฟ้อมักจะไม่มีเสถียรภาพหรือไม่แน่นอนและมักจะมีควมผันผวนในอัตราค่าเงินหมุนเวียนเปลี่ยนมือของเงิน (velocity) ดังนั้นเมื่อเป็นเช่นนี้แล้วการตั้งเป้าหมายในปริมาณเงินก็จะไม่ได้ช่วยแนะแนวทางในการคาดคะเนอัตราเงินเฟ้อ	-ยังมีการปล่อยเสรีทางการเงินและ มีนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ก็จะทำให้อุปสงค์ในปริมาณเงินและสินทรัพย์ไม่สามารถคาดคะเนได้ดี ซึ่งจะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับอัตราเงินเฟ้อไม่มีเสถียรภาพมากขึ้น

<p>3. เป้าหมายในอัตราเงินเพื่อ</p>	<p>-ในเป้าหมายนี้ทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถตั้งเป้าหมายอัตราเงินเพื่อที่เหมาะสมกับระบบเศรษฐกิจของตนได้</p>	<p>-ช่วยให้นโยบายการเงินหันมาสนใจในภาวะเศรษฐกิจในประเทศมากขึ้น -ไม่ต้องเผชิญปัญหาจากความผันผวนในอัตราการหมุนเวียนเปลี่ยนมือของเงินเหมือนเป้าหมายในปริมาณเงิน -เข้าใจได้ง่ายและมีความโปร่งสูง-ทำให้นโยบายการเงินมีความยืดหยุ่น</p>	<p>-อัตราเงินเพื่อเป็นสิ่งที่ยากต่อการควบคุมดังนั้นจึงเป็นการยากที่จะกำหนดอัตราเงินเพื่อล่วงหน้าได้อย่างถูกต้อง-และการส่งผ่านผลจากนโยบายการเงินไปสู่อัตราเงินเพื่อต้องใช้ระยะเวลา-และมีต้นทุนในช่วงแรกที่น่าเป้าหมายนี้มาใช้ เนื่องจากการลดลงของอัตราเงินเพื่ออย่างรวดเร็วอาจจะลดผลผลิตและการจ้างงานที่เป็นอยู่ในช่วงแรก</p>	<p>-ผลการดำเนินงานในประเทศที่ใช้เป้าหมายนี้ถือว่าดีมากเช่นในแคนาดา นิวซีแลนด์ เป็นต้น เพราะเป้าหมายนี้สามารถลดอัตราเงินเพื่อที่แท้จริงและอัตราเงินเพื่อที่คาดคะเนได้ ทำให้อัตราเงินเพื่ออยู่ในระดับที่ต่ำอย่างสม่ำเสมอแม้ในช่วยที่ระบบเศรษฐกิจขยายตัว</p>
<p>4. นโยบายการเงินที่ไม่มี nominal anchor ที่ชัดเจน</p>	<p>เรียกอีกอย่างว่านโยบายแบบ"just do it" ซึ่งนโยบายการเงินที่ไม่มีเป้าหมายอะไรที่แน่นอน และมีการเปลี่ยนแปลงตามสภาพเศรษฐกิจในขณะนั้น</p>	<p>ถือว่าเป็นรูปแบบนโยบายการเงินที่มีความยืดหยุ่นมากที่สุด เพราะเนื่องจากไม่ต้องคำนึงถึงเป้าหมายแต่มุ่งคำนึงถึงสถานการณ์ที่เป็นอยู่ในขณะนั้น</p>	<p>-ทำให้ธนาคารกลางขาดความโปร่งใส และน่าเชื่อถือ -ไม่มีนโยบายการเงินในเรื่องการรักษาอัตราเงินเพื่อที่ชัดเจน(Lack of nominal anchor) และไม่มีเปิดเผยถึงแนวโน้มนโยบายการเงินล่วงหน้า</p>	<p>-มีหลายประเทศที่เคยประสบความล้มเร็จด้านเศรษฐกิจโดยใช้เป้าหมายนี้ อย่างเช่น สหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามความสำเร็จของเป้าหมายนี้ขึ้นอยู่กับความสามารถของบุคคลากรในธนาคารกลางเป็นอย่างมาก</p>

ภาคผนวก 3

แสดงตารางเปรียบเทียบความสามารถในการแข่งขันของประเทศในด้านต่าง ๆ
ตารางภาคผนวกที่ 3.1 แสดงอันดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ¹

ชื่อประเทศ	อันดับความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศปี 2000				
	โดยดูจาก				
	ภาพรวม	ระบบเศรษฐกิจภายใน ¹	ภาคระหว่างประเทศ ²	ภาครัฐบาล ³	ภาคการเงิน ⁴
Asia					
Thailand	33	37	19	23	38
Malaysia	25	26	17	8	29
Philippines	38	41	40	31	35
Indonesia	45	45	43	36	43
Singapore	2	8	2	1	10
Taiwan	22	17	33	14	26
Hong Kong	14	27	9	2	11
China	31	18	35	16	42
Korea	28	20	30	26	34
Latin America					
Argentina	42	33	38	35	39
Brazil	34	38	34	27	36
Venezuela	46	47	47	44	46
Chile	26	40	21	13	25

ที่มา : The World Competitiveness Yearbook 2000

/1 ประเมินจากภาพรวมของความเข้มแข็งของระบบเศรษฐกิจภายในประเทศในระดับมหภาค

/2 อธิบายโดยดูการค้าระหว่างประเทศ และการไหลของเงินลงทุนของประเทศ

/3 อธิบายโดยดูจากนโยบายของภาครัฐในการส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันของประเทศ

/4 อธิบายโดยดูผลการดำเนินงานของตลาดทุนและคุณภาพของการบริการทางการเงิน

¹เป็นการจัดลำดับของกลุ่มประเทศ 47 ประเทศ ซึ่งได้แก่ Argentina, Australia, Austria, Belgium, Brazil, Canada, Chile, China Hong Kong, China Mainland, Columbia, Czech Republic, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Iceland, India, Indonesia, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Malaysia, Mexico, Netherlands, New Zealand, Norway, Philippines, Poland, Portugal, Singapore, Slovenia, South Africa, Spain, Switzerland, Sweden, Taiwan, Thailand, Turkey, United Kingdom, USA, Venezuela, Russia.

ตารางภาคผนวกที่ 3.2 แสดงลักษณะของระบบเศรษฐกิจในประเทศ

ชื่อประเทศ	ภาคเศรษฐกิจ (% of GDP)			อัตราเงินเพื่อ ผู้บริโภค (อัตรารายปี เฉลี่ย)	อันดับ ความสามารถใน การปรับโครงสร้าง เศรษฐกิจเพื่อสร้าง ความสามารถใน การแข่งขันในระยะ ยาว	อันดับ ความสามารถใน การปรับตัวของภาครัฐ และภาคเอกชน ต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ
	เกษตร	อุตสาหกรรม	บริการ			
Asia						
Thailand	11	40	49	0.2	35	35
Malaysia	12	48	40	2.8	18	6
Philippines	17	32	51	8.5	37	39
Indonesia	16	43	41	17	26	32
Singapore	0	35	65	0.5	1	1
Hong Kong	0	15	85	-3.3	23	7
China	18	49	33	-1.4	21	40
Korea	6	43	51	0.9	19	28
Latin America						
Argentina	7	37	56	-1.2	41	36
Brazil	8	36	56	8.9	30	13
Venezuela	4	44	52	23.6	47	47
Chile	8	35	57	2	14	16

ที่มา : The World Competitiveness Yearbook 2000

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางภาคผนวกที่ 3.3 แสดงลักษณะของภาคระหว่างประเทศ

ชื่อประเทศ	สินค้าส่งออกในภาค (% ต่อมูลค่าการส่งออกรวม)			สินค้านำเข้าในภาค (% ต่อมูลค่าการนำเข้ารวม)			อันดับความมีเสถียร ภาพในอัตราแลกเปลี่ยน ¹	นโยบาย อัตราแลกเปลี่ยน ²
	เกษตร	อุตสาหกรรม	บริการ	เกษตร	อุตสาหกรรม	บริการ		
Asia								
Thailand	19	61	20	9	70	22	28	27
Malaysia	11	76	13	6	77	17	24	15
Philippines	6	74	20	7	69	24	26	25
Indonesia	14	78	8	12	58	30	41	41
Singapore	2	84	14	3	82	15	2	10
Hong Kong	0	84	16	5	84	11	1	32
China	6	82	12	7	77	16	29	37
Korea	2	82	15	8	72	20	30	34
Latin America								
Argentina	44	41	15	5	74	22	4	43
Brazil	26	61	13	9	68	23	-	16
Venezuela	3	91	7	9	68	23	42	47
Chile	27	53	20	6	76	18	22	22

ที่มา : The World Competitiveness Yearbook 2000

/1 คิดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินสกุลท้องถิ่นเทียบกับ SDR ในช่วง 1991-1999

/2 อธิบายโดยคุณผลของนโยบายด้านอัตราแลกเปลี่ยนในการสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันของประเทศ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางภาคผนวกที่ 3.4 แสดงลักษณะของภาครัฐบาล

ชื่อประเทศ	หนี้ของภาครัฐ(% of GDP)		อันดับความสามารถในการใช้นโยบายเศรษฐกิจของภาครัฐ	ความโปร่งใสในนโยบาย	ความสามารถในการตัดสินใจ
	หนี้ภายใน	หนี้ต่างประเทศ			
Asia					
Thailand	4.890%	5.360%	24	37	35
Malaysia	31.000%	5.248%	5	11	17
Philippines	32.230%	35.274%	37	43	45
Indonesia	0.020%	23.905%	30	34	41
Singapore	83.150%	0.001%	1	1	1
Hong Kong	-	-	11	26	12
China	4.060%	0.103%	34	12	23
Korea	10.400%	5.776%	33	41	39
Latin America					
Argentina	8.880%	23.598%	42	31	33
Brazil	36.530%	6.665%	20	30	32
Venezuela	7.390%	43.789%	47	47	47
Chile	10.400%	3.472%	17	20	24

ที่มา : The World Competitiveness Yearbook 2000

สถาบันวิทยบริการ

ตารางภาคผนวกที่ 3.5 แสดงลักษณะของภาคการเงินของประเทศ

ชื่อประเทศ	อันดับนโยบายการเงินที่มีประสิทธิภาพของธนาคารกลาง ¹	อันดับขนาดของธนาคารในประเทศ ²	สินทรัพย์ของภาคธนาคาร (% of GDP)	ความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ย (ดอกเบี้ยเงินกู้หักด้วยดอกเบี้ยเงินฝาก)	อันดับประเทศที่มีกฎหมายในการควบคุมสถาบันการเงินที่เพียงพอ ³	อันดับความโปร่งใสในสถาบันการเงิน ⁴	อันดับประเทศที่มีแรงงานที่มีทักษะทางการเงิน ⁵
Asia							
Thailand	34	16	164.35%	4.25%	41	41	42
Malaysia	25	16	189.75%	2.90%	28	28	32
Philippines	27	41	73.65%	4.53%	26	33	18
Indonesia	43	28	122.75%	-4.46%	46	43	41
Singapore	1	20	171.52%	3.70%	3	13	15
Hong Kong	14	20	237.20%	4.00%	21	20	17
China	28	16	138.86%	3.35%	36	42	47
Korea	40	10	94.47%	2.00%	42	45	38
Latin America							
Argentina	42	28	33.56%	2.99%	30	35	26
Brazil	36	11	53.69%	-	28	27	21
Venezuela	47	41	33.73%	16.60%	39	28	36
Chile	38	32	91.83%	4.10%	17	6	5

ที่มา : The World Competitiveness Yearbook 2000

/1 อธิบายโดยดูจากผลกระทบของนโยบายต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

/2 อธิบายโดยดูจากจำนวนธนาคารในประเทศที่ติดอันดับ 1 ใน 500 อันดับของโลกที่จัดลำดับตามสินทรัพย์ที่มีอยู่

/3 อธิบายโดยดูความเพียงพอของกฎหมายการควบคุมสถาบันการเงินของประเทศในการช่วยรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ

/4 อธิบายโดยดูถึงการเปิดเผยข้อมูลในการดำเนินการของสถาบันการเงิน

/5 อธิบายโดยดูถึงความสามารถในการหาแรงงานที่มีทักษะทางการเงิน (finance skills) ในตลาดแรงงานในประเทศ

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายไตรรัตน์ บุญราช เกิดเมื่อวันที่ 5 มิถุนายน 2518 ที่อำเภอตะกั่วทุ่ง จังหวัดพังงา สำเร็จการศึกษาปริญญาตรีเศรษฐศาสตรบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศจาก มหาวิทยาลัยกรุงเทพ เมื่อปี พ.ศ. 2540 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต ที่ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2541



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย