

โลกาภิวัตน์ทางการเงินกับนโยบายการเงินไทย

ระบบเศรษฐกิจไทยมีความผูกพันกับระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศมาโดยตลอดการเปลี่ยนแปลงในเศรษฐกิจระหว่างประเทศมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย ระบบเศรษฐกิจไทยนั้นมีความขนาดเล็กยังคงต้องพึ่งพาความรู้, เงินทุน, เทคโนโลยีการผลิต และวิทยาการจัดการด้านการตลาดจากต่างประเทศเป็นสำคัญ ระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศจึงเป็นทั้งข้อจำกัดและข้อสนับสนุนในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจถึงแม้ว่าตามโครงสร้างเชิงสถาบันและเชิงกฎหมายในประเทศ กระทรวงการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทย จะเป็นหน่วยงานของทางการที่เป็นหลักในการดำเนินนโยบายการเงินของไทยก็ตาม แต่ปรากฏว่าที่ผ่านมามีการเปลี่ยนแปลงในทางเศรษฐกิจ การเมืองและสังคมระหว่างประเทศได้ทำให้เกิดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไทยซึ่งบางครั้งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีผลให้สถาบันการเงินระหว่างประเทศ เช่น ธนาคารโลก, กองทุนการเงินระหว่างประเทศ ได้เข้ามามีบทบาทร่วมกับทางการในการดำเนินนโยบายการเงินของไทย (อนุสรณ์ ลิ้มมณี: 2534)

เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในระบบการเงินระหว่างประเทศ บริษัทข้ามชาติและสถาบันการเงินระหว่างประเทศที่เป็นภาคเอกชนได้มีบทบาทในทางการลงทุนและทางการเงินระหว่างประเทศเพิ่มมากขึ้นในเวลาเดียวกับที่มีการพัฒนาเทคโนโลยีด้านการสื่อสาร และเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่จำนวนมาก ประกอบกับการแพร่ขยายตัวของแนวคิดเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ (Neoliberalism) หรือที่ต่อมาเรียกว่าแนวทางฉันทามติวอชิงตัน (Washington consensus) ได้รับความนิยมในประเทศต่าง ๆ แนวคิดเสรีนิยมใหม่นี้เน้นในเรื่องการเปิดเสรีทางการค้า, เพิ่มบทบาทของภาคเอกชนภายใต้กลไกการตลาดโดยลดบทบาทของภาครัฐในการแทรกแซงระบบเศรษฐกิจ

การขยายตัวของแนวคิดดังกล่าวและการขยายตัวของตลาดการเงินระหว่างประเทศที่สถาบันการเงินภาคเอกชนมีบทบาทที่สำคัญทำให้ภาครัฐกิจการเงินในประเทศมหาอำนาจได้รับประโยชน์อย่างมาก แนวทางเสรีนิยมใหม่จึงได้ถูกผลักดันจากประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะสหรัฐอเมริกาผ่านเวทีการเจรจาการค้าระหว่างประเทศเพื่อให้ประเทศสมาชิกของที่ประชุม GATT หันมาใช้นโยบายการเงินที่ให้มีการเปิดเสรีทางในตลาดเงิน, ตลาดทุน และธุรกิจประกันภัย ดังเช่น

ประเทศที่พัฒนาแล้ว การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมากได้เริ่มหันมาปรับนโยบายการเงินของตนไปในแนวทางเปิดเสรีตามประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ (ริชาร์ด โอ'ไบรอัน, 2537: 39-42)

3.1 สภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงิน

สภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงิน (Financial Globalization) นั้นหมายถึง ปრაกฏการณ์ทางการเงินในประเทศต่าง ๆ ที่ปัจจัยทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศจำนวนมากมีปฏิสัมพันธ์ต่อกันและส่งผลต่อกันทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในประเทศต่าง ๆ โดยที่รัฐในประเทศเหล่านี้ต่างพากันลดมาตรการในการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินลงทุนระหว่างประเทศลงจากเดิมนอกจากนี้รัฐในประเทศเหล่านี้ยังหันมาใช้มีนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินแบบผ่อนคลายน มีการยกเลิกกฎระเบียบที่เคยใช้ควบคุมตลาดเงินตลาดทุนในประเทศ, รัฐเหล่านี้เริ่มเปิดให้สถาบันการเงินระหว่างประเทศเข้าไปมีบทบาทในตลาดเงินตลาดทุนในประเทศเหล่านี้มากขึ้นโดยที่รัฐกำกับควบคุมแต่เพียงเล็กน้อย การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินดังกล่าวมีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงและการพัฒนาตลาดเงินตลาดทุนและสถาบันการเงินในประเทศเหล่านี้อย่างรวดเร็ว นอกจากนี้เมื่อมีการนำเทคโนโลยีด้านการสื่อสารสมัยใหม่ที่มีความรวดเร็วแม่นยำ ประหยัด รวมถึงมีการสร้างเครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศมาใช้มีส่วนสำคัญที่ทำให้สภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินขยายตัวอย่างรวดเร็วทำให้การไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างต่างประเทศเป็นไปอย่างสะดวกโดยที่ธุรกรรมทางการเงินมีต้นทุนที่ลดลงอย่างมาก (Bello et al., 2000: 3; Pauly, 1995: 369)

3.1.1 การปรับใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินในประเทศต่าง ๆ

หลังจากที่ประเทศต่าง ๆ ประกาศออกจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเบรตตัน วูดส์ นั้นมีผลให้ค่าเงินสกุลต่าง ๆ ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศมีความผันผวนอย่างมาก ประกอบกับเกิดปัญหาเงินเฟ้อในประเทศต่าง ๆ ซึ่งมาจากการประกาศขึ้นราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก

ของกลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมันดิบเป็นสินค้าออก การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีผลให้ตลาดตลาดยูโรดอลลาร์ ซึ่งเป็นตลาดการเงินระหว่างประเทศที่สำคัญซึ่งตั้งอยู่ที่กรุงลอนดอนขยายตัวอย่างรวดเร็ว สถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชน ตลาดการเงินระหว่างประเทศและสถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชนได้เริ่มเข้ามามีบทบาทในทางการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น เนื่องจากสถาบันการเงินเหล่านี้ควบคุมเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากในตลาดยูโรดอลลาร์การขยายตัวของตลาดการเงินระหว่างประเทศประกอบกับการขยายตัวของบริษัทลงทุนข้ามชาตินั้นทำให้เงินทุนต่างประเทศจำนวนมากของสถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชนและบริษัทลงทุนข้ามชาติเริ่มไหลเข้าไปลงทุนประเทศต่าง ๆ การหมุนเวียนของเงินทุนระหว่างประเทศมีผลให้รัฐในประเทศต่าง ๆ เริ่มที่จะไม่สามารถดำเนินนโยบายการเงินในประเทศ รัฐเหล่านี้เริ่มไม่สามารถใช้กลไกอัตราดอกเบี้ยและกลไกอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างมีประสิทธิภาพเช่นเดิม ทั้งนี้เนื่องจากหากรัฐเข้มงวดกับการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศแล้ว สถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชนและบริษัทข้ามชาติมักไม่นำเงินทุนเข้าประเทศในทางตรงข้ามหากรัฐผ่อนคลายการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนหรือมีมาตรการทางการเงินการคลังในการสนับสนุนให้เงินทุนเหล่านี้ไหลเข้าประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชนและบริษัทข้ามชาติก็มีความมั่นใจในการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนของตนไปในประเทศนั้น ๆ ดังนั้นประเทศต่าง ๆ ได้เล็งเห็นถึงประโยชน์ของเงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้าว่ามีมากกว่าผลเสียที่จะเกิดขึ้น รัฐในประเทศต่าง ๆ จึงพากันดำเนินนโยบายผ่อนคลายการควบคุมหรือการเปิดเสรีทางการเงินเพื่อให้มีเงินทุนไหลเข้ามาซึ่งจะเป็นประโยชน์กับระบบเศรษฐกิจในประเทศมากกว่าที่จะคงนโยบายการควบคุมการไหลเข้าออกเงินทุนต่างประเทศอย่างเข้มงวดตามเดิม ดังนั้นในช่วงระหว่างปี 2527-2536 พบว่าประเทศต่าง ๆ รวมถึงไทยจึงเริ่มประกาศใช้นโยบายเปิดเสรีทางการเงิน (Andrews, 1994; Goodman and Pauly, 1995; Hirschman, 1978)

เมื่อประเทศอุตสาหกรรมในยุโรปโดยเฉพาะเยอรมันตะวันตก, เดนมาร์ค, เนเธอร์แลนด์ และบางประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจยุโรปต่างหันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินโดยให้เงินทุนระหว่างประเทศมีการไหลเข้าออกอย่างเสรีตามสหรัฐอเมริกา รวมถึงการที่ญี่ปุ่นได้ใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินทั้งนี้เพื่อให้สถาบันการเงินขนาดใหญ่ของตนสามารถนำเงินทุนจากการได้เปรียบดุลการค้าจำนวนมากไหลนั้นออกไปลงทุนยังต่างประเทศ รวมถึงรัฐบาลของนิวซีแลนด์, ออสเตรเลีย, นอร์เวย์, ฟินแลนด์ และบางประเทศในแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ การที่รัฐบาลในประเทศเหล่านี้หันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินก็เพื่อที่จะให้ได้ประโยชน์จากการ

ไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ (Helleiner, 1994: 8) การที่ประเทศต่าง ๆ เหล่านี้หันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินนั้นทำให้เงินทุนต่างประเทศจำนวนมากสามารถไหลหมุนเวียนแสวงหาผลตอบแทนไปในประเทศต่าง ๆ มากขึ้นทั้งที่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาต่างจากเดิมที่เงินทุนต่างประเทศเหล่านี้มักจะไหลหมุนเวียนกระจุกอยู่ในประเทศอุตสาหกรรมบางประเทศเท่านั้น

3.1.2 กระบวนการโลกาภิวัตน์ทางการค้าและการผลิตภายใต้การนำของบริษัทข้ามชาติ

บริษัทข้ามชาตินั้นมีบทบาทสำคัญที่ทำให้เกิดกระบวนการโลกาภิวัตน์ทางการผลิตขึ้นการขยายลงทุนของบริษัทข้ามชาติหลังจากปี 2520 นั้นผลให้ปริมาณการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศเพิ่มมากขึ้นพร้อมกับการเปลี่ยนแปลงในระบบการผลิตระหว่างประเทศที่สำคัญ 3 ประการ คือ 1. เกิดการพัฒนาเทคโนโลยีทางการผลิตอย่างมาก 2. ระบบการผลิตระหว่างประเทศมีความซับซ้อนมากขึ้น และ 3. ปริมาณและมูลค่าทางการค้าและการผลิตระหว่างบรรดาบริษัทในเครือบริษัทข้ามชาติ (Intercompany alliances) ที่ตั้งอยู่ในประเทศต่าง ๆ ขยายตัวอย่างมาก

การพัฒนาเทคโนโลยีทางการผลิตในขณะนั้นเกิดจากการแข่งขันในตลาดการค้าระหว่างประเทศที่ทวีความรุนแรง (intense competition) ในขณะที่ทรัพยากร (resource scarcity) ในการผลิตนั้นมีอยู่อย่างจำกัด เพื่อที่จะให้เกิดการประสิทธิภาพในการผลิตประเทศอุตสาหกรรมโดยเฉพาะสหรัฐฯ ฯ และประเทศในยุโรปตะวันตก ได้เริ่มพัฒนาระบบการผลิตของตามตามแบบระบบการผลิตของญี่ปุ่น เนื่องจากระบบการผลิตของญี่ปุ่นนั้นมีสายการผลิตที่ยืดหยุ่น, มีการควบคุมคุณภาพสูง, มีสายการผลิตที่สั้น, และมีการนำเอาเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์มาใช้ควบคุมการผลิต ซึ่งระบบการผลิตแบบญี่ปุ่นนี้สามารถลดต้นทุนการผลิตได้อย่างมากและสามารถผลิตสินค้าได้หลากหลายตรงกับความต้องการของตลาดรวมถึงได้สินค้าที่มีคุณภาพที่สูง ต่อมาเทคนิคการบริหารการผลิตแบบญี่ปุ่นนี้ได้ขยายไปสู่ประเทศอุตสาหกรรมทั้งในสหรัฐฯ ฯ, ยุโรป และประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชียตะวันออก

กระบวนการโลกาภิวัตน์ทางการผลิตมีผลให้โครงสร้างทางการผลิตสินค้ามีความซับซ้อนมากกว่าเดิม โดยพัฒนาเป็นห่วงโซ่การผลิตหรือห่วงโซ่สินค้า (production or commodities chains) ที่ซับซ้อนมากขึ้นกระจายฐานการผลิตสินค้าไปยังประเทศต่าง ๆ มีการเชื่อมโยงขั้นตอนในการผลิต,

การเงิน และการตลาดเข้าด้วยกัน ทั้งนี้เพื่อที่จะสร้างความได้เปรียบในเชิงการแข่งขันบรรษัทข้ามชาติได้พัฒนาเครือข่ายทางการผลิตและการตลาดในประเทศต่าง ๆ เพื่อลดต้นทุนการผลิตให้ได้มากที่สุดภายใต้เทคโนโลยีด้านการแพร่กระจายข้อมูลข่าวสารและการสื่อสาร ภายใต้สภาวะโลกาภิวัตน์ทางการผลิตนั้นบรรษัทข้ามชาติจากสหรัฐอเมริกา, สหภาพยุโรป และญี่ปุ่น (triad of global trades) สามารถควบคุมทางการค้าระหว่างประเทศนอกประเทศตนมากกว่าร้อยละ 25 ของการค้าโลก

การขยายตัวของการลงทุนทางตรงของบรรษัทข้ามชาติเหล่านี้ทำให้เกิดฐานการผลิตสินค้าที่แต่เดิมกระจุกตัวในประเทศที่พัฒนาแล้วกระจายยังประเทศกำลังพัฒนาต่าง ๆ ซึ่งภายหลังทศวรรษที่ 2530 พบว่าบรรษัทข้ามชาติเหล่านี้ได้เข้าไปลงทุนจำนวนมากในประเทศกำลังพัฒนาต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียง และประเทศจีน (ตารางที่ 3.1) โดยบรรษัทข้ามชาติเหล่านี้นำเงินเข้าลงทุนพร้อมกับนำเทคโนโลยีการผลิต, เทคนิคการบริหารจัดการ และระบบการบริหารการตลาดมาด้วย การลงทุนของบรรษัทข้ามชาติได้ก่อให้เกิดการจ้างงานในประเทศเหล่านี้ และทำให้เศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้ผูกพันกับระบบเศรษฐกิจโลกมากขึ้นจากโครงสร้างกลไกห่วงโซ่สินค้าและห่วงโซ่การผลิตระหว่างประเทศ

สภาวะโลกาภิวัตน์ทางการผลิตและพัฒนาการของบรรษัทข้ามชาติส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในเชิงโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจระหว่างประเทศซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา โดยสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการผลิตได้กลายเป็นปัจจัยภายนอกที่ทำให้รัฐในประเทศต่าง ๆ ต้องปรับนโยบายการเศรษฐกิจของตนเพื่อให้เอื้อประโยชน์กับการเข้ามาลงทุนของบรรษัทข้ามชาติเหล่านี้ ทั้งนี้เนื่องจากเงินลงทุนของบรรษัทข้ามชาติที่ไหลเข้ามาจะทำให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศขยายตัวและทำให้เกิดการจ้างงานในประเทศเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะรัฐในประเทศกำลังพัฒนาประเทศเหล่านี้มีความต้องการเงินทุนต่างประเทศอย่างมาก ดังนั้นรัฐในประเทศเหล่านี้จำนวนมากได้หันมาปรับใช้นโยบายการส่งเสริมการลงทุนต่าง ๆ ทั้งที่เป็นการใช้มาตรการทางภาษีที่ให้ประโยชน์กับบรรษัทข้ามชาติเหล่านี้ รวมถึงการผ่อนคลายการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินลงทุนของบรรษัทข้ามชาติเหล่านี้

ตารางที่ 3.1 การลงทุนทางตรงของประเทศต่าง ๆ

หน่วย : พันล้านเหรียญสหรัฐ

| | 2519-23 | 2524-28 | 2529-33 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 |
|------------------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| เงินทุนไหลออก | 39.7 | 43.2 | 167.7 | 187.1 | 179.4 | 199 | 233.5 |
| ประเทศอุตสาหกรรม | 39 | 41.4 | 158.6 | 177.7 | 161.4 | 168.4 | 197.8 |
| สหรัฐ | 16.9 | 7.6 | 25.3 | 31.3 | 41 | 57.9 | 58.4 |
| ญี่ปุ่น | 2.3 | 5.1 | 32.1 | 30.7 | 17.2 | 13.7 | 17.9 |
| อังกฤษ | 7.8 | 9.2 | 28.1 | 16.4 | 19.4 | 25.7 | 30.9 |
| ยุโรปอื่น | 10 | 15.1 | 63.9 | 91.3 | 80.2 | 63.2 | 80.1 |
| ประเทศกำลังพัฒนา | 0.8 | 1.8 | 9.1 | 9.5 | 18 | 30.5 | 35.7 |
| เอเชีย | 0.1 | 1.1 | 7.8 | 7.2 | 15.3 | 26.4 | 30.2 |
| ลาตินอเมริกา | 0.2 | 0.2 | 0.6 | 1.3 | 0.8 | 2.2 | 2.9 |
| เงินทุนไหลเข้า | 31.8 | 55.3 | 152.4 | 152 | 153.2 | 177.4 | 239.7 |
| ประเทศอุตสาหกรรม | 25.3 | 36.2 | 126.8 | 108.7 | 94.8 | 96.8 | 135.1 |
| สหรัฐ | 9 | 18.6 | 53.4 | 26.1 | 9.9 | 21.4 | 60.1 |
| ญี่ปุ่น | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 1.4 | 2.7 | 0.1 | 0.9 |
| อังกฤษ | 5.6 | 4.3 | 21.7 | 16.1 | 16.5 | 14.6 | 10.9 |
| ยุโรปอื่น | 8.7 | 9.9 | 38.8 | 57.5 | 55.7 | 52.4 | 51.5 |
| ประเทศกำลังพัฒนา | 6.4 | 19.1 | 25.6 | 43.3 | 58.4 | 80.6 | 104.6 |
| จีน | | 1 | 3.1 | 4.4 | 11.2 | 25.8 | 33.8 |
| เอเชีย | 2.1 | 4.6 | 12.1 | 20.5 | 26.2 | 25.5 | 33.3 |
| ลาตินอเมริกา | 3.6 | 5.6 | 6.6 | 11.2 | 12.6 | 16.1 | 25.9 |

แหล่งที่มา: Bank for International Settlement, *Annual Report*, 1995, pp.66

3.1.3 พัฒนาการในตลาดเงินระหว่างประเทศ

พัฒนาการของตลาดการเงินระหว่างประเทศในช่วงระหว่างปี 2525-2535 เป็นปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่สภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงิน กล่าวคือ การขยายตัวของสถาบันการเงินภาคเอกชนประเภทกองทุนต่าง ๆ จำนวนมากในประเทศอุตสาหกรรมชั้นนำ เช่น สหรัฐอเมริกาและประเทศในยุโรปตะวันตก กองทุนเหล่านี้ได้กระจายการลงทุนไปในประเทศต่าง ๆ ทำให้มีการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่จำนวนมากขึ้นเพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ และเมื่อเทคโนโลยีทางการสื่อสารมีพัฒนาการอย่างรวดเร็วทำให้การทำธุรกรรมทางการเงินในตลาดการเงินระหว่างประเทศเป็นไปอย่างรวดเร็ว แม่นยำและประหยัดมากกว่าเดิมอย่างมาก การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศขยายตัวอย่างรวดเร็ว

การขยายตัวอย่างรวดเร็วของสถาบันการเงินภาคเอกชนนั้นเริ่มต้นที่ประเทศสหรัฐอเมริกา เนื่องจากในช่วงปี 2527-2528 อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินของสหรัฐ ฯ ได้ลดลงอย่างมากทำให้สถาบันการเงินภาคเอกชนที่ประกอบธุรกิจพาณิชย์ (Investment Banking) หันมาออกหุ้นกู้ (Bond) เพื่อนำเงินที่ได้มาปรับปรุงโครงสร้างหนี้ (refinance) การปรับปรุงโครงสร้างหนี้ดังกล่าวเป็นไปเพื่อลดรายจ่ายในส่วนของดอกเบี้ยจ่ายของภาครัฐกิจเอกชนจำนวนมากในสหรัฐ ฯ จากเดิมที่บริษัทเหล่านี้ต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูง การลดลงของอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐ ฯ โดยเฉพาะดอกเบี้ยเงินฝากยังมีผลต่อพฤติกรรมการออมของผู้ออมในสหรัฐ ฯ กล่าวคือประชาชนเริ่มนำเงินออมของตนกระจายไปลงทุนซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวม (Mutual Fund) ต่าง ๆ ที่ตั้งขึ้นในขณะนั้น เนื่องจากการลงทุนในกองทุนรวมให้ผลตอบแทนกับผู้ลงทุนดีกว่าการฝากเงินในสถาบันการเงินในประเทศ (รูปที่ 3.1) กองทุนรวมหรือกองทุนลงทุนเหล่านี้เมื่อได้เงินจากผู้ลงทุนก็นำเงินลงทุนจำนวนมากเหล่านี้ไปลงทุนในตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศต่าง ๆ ทั้งที่เป็นหลักทรัพย์ภาคเอกชนในตลาดทุน, ลงทุนในพันธบัตรทั้งของเอกชน พันธบัตรรัฐบาล, ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทั้งในประเทศ (Hirst and Thomson, 1996; Steinherr, 1998: xviii) การลงทุนในกองทุนรวมดังกล่าวได้รับความนิยมอย่างมากส่งผลให้จำนวนกองทุนรวมในสหรัฐ ฯ เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วรวมถึงมูลค่าสินทรัพย์ของกองทุนรวมที่นำไปลงทุนในตลาดการเงินและตลาดทุนต่าง ๆ ทั่วโลกก็เพิ่มขึ้นอย่างมาก (รูปที่ 3.2)

นอกจากนี้ในสหรัฐอเมริกา, ยุโรปตะวันตกและญี่ปุ่น สินทรัพย์ของกองทุนบำเหน็จบำนาญและกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Pension Fund and Provident Fund) ได้มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว

เช่นกัน กองทุนเหล่านี้มักลงทุนในตลาดเงินตลาดทุนในประเทศต่าง ๆ ทั้งที่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนาที่เป็นตลาดเกิดใหม่ทางเศรษฐกิจ (Emerging Market) โดยลงทุนซื้อ พันธบัตรรัฐบาล ตราสารทางการเงินต่าง ๆ และลงทุนในตลาดเงิน (Money Market) และตลาดทุน (Equity Market)

ต่อมาเริ่มมีการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ โดยเฉพาะอนุพันธ์ทางการเงินเพื่อใช้ลด ความเสี่ยงที่จะเกิดจากการเปลี่ยนแปลงในตลาดการเงินระหว่างประเทศโดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลง ในอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย เครื่องมือทางการเงินใหม่เหล่านี้เป็นที่นิยมของผู้บริหาร กิจการขนาดใหญ่ทั้งกองทุนต่าง ๆ, สถาบันการเงินระหว่างประเทศ และบริษัทข้ามชาติ ที่เกี่ยวข้อง กับการบริหารจัดการเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากที่หมุนเวียนลงทุนไปในประเทศต่าง ๆ ส่งผลให้ ตลาดอนุพันธ์ตราสารการเงินระหว่างประเทศที่เป็นสัญญาการซื้อขายป้องกันความเสี่ยงล่วงหน้า (Contracts) เติบโตอย่างรวดเร็ว โดยมีปริมาณการซื้อขายหมุนเวียนในแต่ละวันสูงมาก (รูปที่ 3.3) การซื้อขายอนุพันธ์ทางการเงินดังกล่าวประกอบด้วย สัญญาการซื้อขายล่วงหน้าของอัตราแลกเปลี่ยน และสัญญาการซื้อขายล่วงหน้าของอัตราดอกเบี้ย รวมถึงสัญญาการซื้อขายล่วงหน้าของดัชนี หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์หลักต่าง ๆ การขยายตัวอย่างรวดเร็วของตลาดอนุพันธ์ทางการเงินมี ส่วนทำให้สถาบันการเงินภาคเอกชนรวมถึงกองทุนต่าง ๆ เริ่มหันมาเก็งกำไรค่าเงินสกุลต่าง ๆ ใน ตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศมากขึ้น ซึ่งบางครั้งกองทุนเหล่านี้ก็มีส่วนสำคัญในการเข้าไป โจมตีค่าเงินสกุลต่าง ๆ เพื่อแสวงหากำไรในระยะสั้น* (รูปที่ 3.4 และ 3.5)

การที่มีเปลี่ยนแปลงในระบบการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ในปี 2514, วิกฤติการณ์ ราคาน้ำมันในตลาดโลก และการใช้นโยบายการขาดดุลเงินงบประมาณและดุลบัญชีเดินสะพัดของ

* ในสหรัฐอเมริกาปี ค.ศ. 1993 ยอดธุรกรรมตามสัญญาการซื้อขายของอนุพันธ์คิดเป็นเงิน ทั้งสิ้น 7 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ มีทั้งสัญญาที่เป็นการลดความเสี่ยงในดัชนีตลาดหลักทรัพย์และ เงินตราในตลาดหลักทรัพย์ (Options on stock Indices and Currencies traded on securities exchanges), สัญญาที่เป็นการลดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราในอนาคต (Options traded on future exchanges), และสัญญาการซื้อขายล่วงหน้าทั่วไป (Future trading volume) โดยในปี ดังกล่าวมียอดรวมทั้งหมดมากกว่า 500 ล้านสัญญา โปรดดู นิตยสารดิ อีโคโนมิสต์ ฉบับวันที่ 30 เมษายน 2537

สหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปลายทศวรรษที่ 2510 จนถึงทศวรรษที่ 2530 มีส่วนสำคัญที่ทำให้ตลาดยุโรปดอลลาร์ขยายตัวอย่างรวดเร็ว เงินทุนจำนวนมากที่ประเทศกลุ่มผู้ส่งออกน้ำมันได้จากการขึ้นราคาน้ำมัน (Petrodollars) ได้ถูกนำมาหมุนเวียน (recycle) ไปยังประเทศที่ขาดดุลการค้าและขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (Liewellyn, 1985: 204, 207) ทำให้ตลาดยุโรปดอลลาร์กลายเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของประเทศกำลังพัฒนาและประเทศด้อยพัฒนารวมถึงใช้เป็นแหล่งระดมทุนของสหรัฐอเมริกาเพื่อชดเชยการขาดดุลบัญชีงบประมาณ (Webb, 1994: 176)

การพัฒนาทางเทคโนโลยีการสื่อสารได้ทำให้การทำธุรกรรมทางการเงินมีความเร็วและมีความแม่นยำในการส่งข้อมูลมากขึ้น การพัฒนาเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์ทำให้ประสิทธิภาพในจัดเก็บประมวลผลข้อมูลปริมาณมหาศาลสามารถกระทำได้ในเวลาอันรวดเร็วโดยที่ต้นทุนของธุรกรรมทางการเงินลดลงกว่าเดิม ความก้าวหน้าดังกล่าวทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศขยายตัวในรูปแบบเครือข่ายไปยังตลาดการเงินในประเทศต่าง ๆ อย่างมาก* (Helleiner, 1994: 6-7; ริชาร์ด โอ'ไบรอัน, 2537: 45-61) เมื่อสถาบันการเงินภาคเอกชนระหว่างประเทศได้ขยายการลงทุนไปยังตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศที่พัฒนาแล้วและในประเทศกำลังพัฒนาพร้อมกับได้มีการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ จำนวนมาก การที่รัฐในประเทศต่าง ๆ เริ่มหันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินมีผลให้เงินทุนที่ไหลเวียนในตลาดการเงินระหว่างประเทศสามารถหมุนเวียนไปลงทุนในประเทศต่าง ๆ เพิ่มขึ้น การไหลเวียนของเงินทุนต่างประเทศเหล่านี้ทำให้สถาบันการเงินการเงินระหว่างประเทศที่เป็นภาคเอกชนขยายตัวอย่างรวดเร็วซึ่งพัฒนาการทางการเงินระหว่างประเทศดังกล่าวมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ เช่น ส่งผลให้เงินทุนสำรองของประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียเพิ่มขึ้นจากเดิมอย่างมาก (ตารางที่ 3.2) แต่ทั้งนี้การไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากก็อาจทำให้รัฐในประเทศเหล่านี้ต้องประสบกับปัญหาเศรษฐกิจที่เกิดจากการใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินเช่นกัน (Bello, Maholtra, and Bullard, 2000, 3)

* การเติบโตของเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์เป็นไปตามกฎของ Moore โดย Gordon Moore หนึ่งในผู้ก่อตั้งบริษัท Intel ผู้ผลิตหน่วยประมวลผลขนาดเล็ก (Microprocessor) หรือ chip รายใหญ่ของโลก เขากล่าวว่าทุก ๆ 18 เดือนราคาของหน่วยประมวลผลขนาดเล็กจะลดลงครึ่งหนึ่งและจะมีการเพิ่มความสามารถทางความเร็วในการประมวลผลหนึ่งเท่าตัว

ตารางที่ 3.2 จำนวนทุนสำรองเงินตราของประเทศต่าง ๆ

ระหว่างปี 2507-2538

หน่วย: พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

| | 2507 | 2516 | 2529 | 2538 |
|-------------------------|------|-------|-------|---------|
| ประเทศอุตสาหกรรม | | | | |
| สหรัฐอเมริกา | 16.7 | 11.9 | 39.8 | 54.0 |
| เยอรมัน | 7.9 | 27.5 | 45.6 | 74.9 |
| ฝรั่งเศส | 5.7 | 7.1 | 28.6 | - |
| ญี่ปุ่น | 2.0 | 10.2 | 35.4 | 170.0 |
| สวีเดน | 3.3 | 7.1 | 20.7 | - |
| สหราชอาณาจักร | 2.3 | 5.4 | 15.7 | 37.0 |
| ประเทศกำลังพัฒนา | | | | |
| ไต้หวัน | 0.3 | 0.9 | 38.1 | 84.0 |
| จีน | - | - | 9.8 | 71.0 |
| สิงคโปร์ | 0.4 | 1.9 | 10.6 | 63.0 |
| ฮ่องกง | - | - | - | 53.0 |
| บราซิล | 0.2 | 5.3 | 4.8 | 44.0 |
| ไทย | 0.7 | 1.1 | 2.4 | 31.0 |
| ประเทศอุตสาหกรรม | 58.2 | 111.6 | 279.6 | 650.0 |
| ประเทศกำลังพัฒนา | 10.9 | 41.1 | 172.7 | 690.0 |
| รวมทั้งหมด | 69.1 | 152.7 | 452.3 | 1,340.0 |

แหล่งข้อมูล: กองทุนการเงินระหว่างประเทศ, International Financial Statistics Yearbook, 2537 และ

นิตยสาร ดี อีโคโนมิสต์ วันที่ 18 เดือนพฤศจิกายน 2538, หน้า 82

3.1.4 ผลกระทบของโลกาภิวัตน์ทางการเงินต่อการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ

การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศหลังจากที่มีการประชุมของประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจที่สหรัฐอเมริกาในปี 2528 หรือที่เรียกว่า “พลาซ่า แอ็กคอร์ด” (Plaza Accord) และ การประชุมที่ฝรั่งเศสในปี 2530 หรือที่เรียกว่า “ลูฟท์ แอ็กคอร์ด” (Louvre Accord) นั้นส่งผลให้เกิดปรากฏการณ์ที่เป็นการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างระบบการเงินระหว่างประเทศอย่างมาก และจากสถานะโลกาภิวัตน์ทางการเงินที่มีผลให้ประเทศต่าง ๆ หันมาปรับใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้นนั้นทำให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ มีระดับการผูกติดกับระบบเศรษฐกิจโลกมากขึ้น ดังนั้นในบริบทสถานะโลกาภิวัตน์ทางการเงินการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจและระบบการเงินระหว่างประเทศจะเป็นมีผลต่อกระบวนการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคของรัฐในประเทศต่าง ๆ (สมภพ มานะรังสรรค์, 2542: 313-328)

เมื่อระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบแปรผันตัว วิตส์สิ้นสุดลงพร้อมกับการเกิดสถานะโลกาภิวัตน์ทางการเงิน ค่าเงินสกุลต่าง ๆ ในตลาดการเงินระหว่างประเทศมีการผันผวนอย่างมาก การเปลี่ยนแปลงในค่าเงินดังกล่าวทำให้ประเทศที่มีค่าเงินสูงเกิดต้นทุนการผลิตที่สูงตาม สินค้าที่ผลิตจึงไม่มีความสามารถในการแข่งขันกับสินค้าชนิดเดียวกันที่ผลิตในประเทศที่มีค่าเงินและค่าแรงที่ต่ำกว่า ได้โดยเฉพาะสินค้าที่ผลิตจากกระบวนการผลิตที่ไม่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูงหรือเป็นสินค้าที่ใช้แรงงานเป็นปัจจัยหลักในการผลิต ดังนั้นภาคเอกชนในประเทศที่มีค่าเงินที่สูงเหล่านี้ต่างพากันย้ายฐานการผลิตของตนไปยังประเทศที่มีต้นทุนการผลิตที่ต่ำกว่าเพื่อลดต้นทุนทางการผลิต หลังปี 2528 เกิดการโยกย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Capital flows) ที่เกี่ยวกับภาคการผลิตที่แท้จริง (Real Sector) ในรูปของเงินลงทุนทางตรง (Foreign Direct Investment)

พัฒนาการของบริษัทข้ามชาติดังกล่าว ทำให้บริษัทข้ามชาติเหล่านี้สามารถต่อรองกับรัฐในกาดำเนินนโยบายการเงินการคลังในประเทศเนื่องจากบริษัทข้ามชาติที่มาลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้ได้ทำให้เกิดการจ้างงานในประเทศ บริษัทข้ามชาติเป็นเจ้าของเงินทุนและเทคโนโลยีการผลิต, การบริหารจัดการ และการตลาด ซึ่งไม่มีในประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้ ดังนั้นบริษัทข้ามชาติจึงมีอำนาจต่อรองในทางเศรษฐกิจกับรัฐในประเทศกำลังพัฒนาอย่างมากข้อเรียกร้องเหล่านี้ ได้แก่ การต่อรองกับรัฐเรื่องการยกเว้นภาษี, การต่อรองกับรัฐในเรื่องสภาพการจ้างงานในประเทศ เป็นต้น บริษัทข้ามชาติมักจะใช้เงื่อนไขการโยกย้ายฐานการผลิตหนีไปยังประเทศกำลัง

พัฒนาขึ้นมาเป็นข้อต่อรอกกับรัฐในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งเมื่อเกิดความขัดแย้งระหว่างรัฐในประเทศกำลังพัฒนาและและบริษัทข้ามชาติ รัฐมักได้รับการตอบสนองของความต้องการของบริษัทข้ามชาติ เหล่านี้เนื่องจากรัฐในประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้ต้องการเงินทุนจากบริษัทเหล่านี้* (Hirschman, 1978; Strange, 1995; Tarzi, 1991; Wesbury, 2000:37)

การขยายตัวของบริษัทข้ามชาติและสถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชน และตลาดการเงินระหว่างประเทศ ประกอบกับการพัฒนาการทางเทคโนโลยีการสื่อสารและคอมพิวเตอร์ที่เพิ่มประสิทธิภาพในทำธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศเป็นตัวแปรสำคัญที่เร่งกระแสโลกาภิวัตน์ทางการเงินนั้นทำให้ เงินทุนระหว่างประเทศจำนวนมากไหลเคลื่อนย้ายข้ามประเทศได้อย่างเสรี สภาพะวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินได้เป็นตัวแปรสำคัญที่ "ลบ" พรมแดนทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศให้เจือจางลง นับแต่ปลายทศวรรษที่ 2520 เป็นต้นมาสถาบันการเงินระหว่างประเทศภาคเอกชนได้มีบทบาทสำคัญในฐานะที่เป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจในประเทศต่าง ๆ สถาบันการเงินเหล่านี้จะเลือกลงทุนในประเทศที่มีนโยบายเศรษฐกิจที่ชัดเจน, มีความเสี่ยงในการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองต่ำ และรัฐไม่มีนโยบายควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศมากนัก ดังนั้นรัฐที่มีนโยบายการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศที่เข้มงวดจะไม่สามารถดึงดูดเงินทุนต่างประเทศได้ นอกจากนี้การดำเนินนโยบายควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนดังกล่าวมีต้นทุนของการคงนโยบายดังกล่าวสูงกว่าผลที่จะได้รับจากการผ่อนคลายการควบคุมเงินทุนหรือการเปิดเสรีทางการเงิน (Andrews, 1994; Goodman and Pauly, 1995; Llewellyn, 1985; Bird and Killick, 1985)

* นักวิชาการบางท่านแย้งว่าบริษัทข้ามชาติมิได้มีอิทธิพลต่อรัฐในการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจอย่างเด็ดขาด นักวิชาการเหล่านี้ชี้ว่ารัฐไม่อ่อนแอมากและบริษัทข้ามชาติเองก็ไม่ได้มีอิทธิพลเหนือรัฐ เนื่องจากบริษัทข้ามชาติมีการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกันออกไป และในบรรดาบริษัทเหล่านี้ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันก็มีการแข่งขันกันอยู่ ตลอดจนรัฐเองก็มีความสามารถของรัฐในระดับที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้นนักวิชาการเหล่านี้จึงมีข้อสรุปที่ว่ารัฐไม่อ่อนแอในเชิงนโยบายต่อบริษัทข้ามชาติมากอย่างที่คิด โปรดดู Yeates, Nicola. 2001. *Globalization and Social Policy*. London: Sage หน้า 66-69

กระแสการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากในสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินได้ก่อให้เกิด การดำเนินนโยบายการเงินในประเทศต่าง ๆ ประสบกับปัญหาความขัดแย้งกันในเป้าหมายทั้งสามของนโยบายการเงิน (Unholy Trinity or Mundell-Fleming Model)* อันได้แก่ เป้าหมายทางการดำรงเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศ (exchange-rate stability), เป้าหมายการสนับสนุนให้มีการไหลเวียนเงินทุนอย่างเสรี (private-capital mobility) และเป้าหมายการรักษาความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน (monetary-policy autonomy) ในขณะที่ประเทศต่าง ๆ ยังคงอยู่ในระบบแลกเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศแบบเบรตตัน วูดส์ นั้นไม่ปรากฏความขัดแย้งดังกล่าว ต่อมาเมื่อระบบอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวสิ้นสุดลง พร้อมกับการขยายตัวของตลาดการเงินประเทศและสถาบันการเงินภาคเอกชนระหว่างประเทศ รัฐที่หันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินสามารถที่จะดำเนินนโยบายการเงินให้บรรลุเป้าหมายทางการเงินได้เพียงสองจากสามเป้าหมายเท่านั้นรัฐต้องเผชิญกับปัญหาเศรษฐกิจในประเทศที่ตามมาจากการดำเนินนโยบายการเงินที่ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายที่เหลือได้ ดังนั้นในสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินการที่รัฐใช้นโยบายทาง

* เป้าหมายทางการเงินที่ขัดกันของนโยบายการเงินทั้งสาม เช่น เมื่อรัฐใช้นโยบายการเงินแบบดิงตัวมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อลดการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจหรือลดปัญหาเงินเฟ้อ รัฐใช้นโยบายการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในประเทศเพื่อที่จะลดอุปสงค์โดยรวม ในขณะที่รัฐใช้นโยบายการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่เป็นผลให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนจากภายนอกเนื่องจากรัฐใช้นโยบายเปิดเสรีทางการเงิน ดังนั้นนโยบายการเงินแบบดิงตัวดังกล่าวของรัฐไม่สามารถดำเนินการได้ (sterilization) เนื่องจากเงินทุนที่ไหลเข้ามาจะทำให้ปริมาณเงินในประเทศเพิ่มขึ้น, ปัญหาเงินเฟ้อจึงไม่สามารถแก้ไขได้ ในทำนองเดียวกันหากรัฐประสงค์ที่จะเปิดเสรีทางการเงิน และใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบไม่ตายตัว (floating) ปล่อยให้เป็นไปตามกลไกการตลาด รัฐก็จะไม่สามารถควบคุมทิศทางการเงินในประเทศได้ทั้งในด้านการกำหนดปริมาณเงินและระดับอัตราแลกเปลี่ยน หรือกล่าวได้ว่ารัฐก็จะเสียความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินในประเทศซึ่งการดำเนินนโยบายดังกล่าวส่งผลกระทบต่อ การส่งออกและการนำเข้าของประเทศ เนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน บางประเทศที่เริ่มจะเป็นประเทศอุตสาหกรรมใหม่จึงเน้นการรักษาเสถียรภาพทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวโดยผูกติดค่าเงินของตนกับเงินสกุลแข็งโดยมีการปรับอัตราแลกเปลี่ยนทางการเป็นระยะ ๆ เพื่อให้อุตสาหกรรมการส่งออกเติบโตและลดปัญหาเงินเฟ้อในประเทศ แต่ทั้งนี้ต้องใช้นโยบายการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินด้วย

การเงินในลักษณะที่เปิดเสรีให้เงินทุนไหลเข้าออกประเทศเสรีนั้นทำให้ระบบการเงินของประเทศมีความผูกพันกันกับระบบการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น การไหลเข้าออกของเงินทุนจำนวนมากได้กลายเป็นปัจจัยภายนอก (externalities) สำคัญที่มีผลต่อระบบเศรษฐกิจในประเทศ (Cohen, 1995: 261; Goodman and Pauly, 1995: 302-303)

ประเทศที่ใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินโดยเฉพาะประเทศที่พัฒนาแล้วมักการแก้ไข ปัญหาความขัดแย้งกันของเป้าหมายทางการเงินโดยการเปิดเสรีเงินทุนให้มีการไหลเวียนของทุนระหว่างประเทศเป็นไปอย่างเสรีในขณะที่ปล่อยให้กลไกอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศสามารถทำงานตามกลไกการตลาดกล่าวคือให้ ค่าเงินของตนสามารถเคลื่อนไหวอย่างยืดหยุ่นตามภาวะความต้องการและปริมาณเงินในตลาดการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศ แต่รัฐในประเทศกำลังพัฒนาที่ใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินนั้นไม่สามารถดำเนินนโยบายการเงินเช่นเดียวกับรัฐในประเทศที่พัฒนาแล้วทั้งนี้เนื่องจากในประเทศกำลังพัฒนาภาครัฐและภาคเอกชนมีความอ่อนแอไม่สามารถปรับตัวให้เข้ากับการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดการเงินในประเทศและต่างประเทศ รัฐในประเทศเหล่านี้จึงมักให้ความช่วยเหลือภาคเอกชนในประเทศด้วยการให้หลักประกันทางอ้อม โดยรัฐใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่หรือที่มีความยืดหยุ่นเพียงเล็กน้อย ซึ่งการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งกันของเป้าหมายทางการเงินดังกล่าวคงปรากฏอยู่ในประเทศกำลังพัฒนา

นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินทำให้การไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศเป็นไปอย่างอิสระในขณะที่ความสามารถของรัฐในการดำเนินนโยบายการเงินในประเทศให้บรรลุเป้าหมายทางการเงินนั้นลดลง การเปิดเสรีทางการเงินทำให้ภาคเอกชนในประเทศสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดการเงินต่างประเทศได้อย่างสะดวก และสามารถใช้กลไกรวมถึงเครื่องมือในตลาดการเงินระหว่างประเทศบริหารเพื่อลดต้นทุนทางการเงินลง ในสภาพดังกล่าวบทบาทของรัฐจำกัดอยู่เพียงการดูแลนโยบายเศรษฐกิจพื้นฐาน เช่น การจำกัดกรอบการขาดดุลเงินงบประมาณของรัฐและการควบคุมหนี้ภาครัฐมิให้สูงเกินไป หากรัฐใช้งบประมาณขาดดุลสูงอย่างต่อเนื่องนั้นรัฐจะต้องกำหนดภาระหนี้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณดังกล่าวในรูปแบบการกู้ยืมและการออกพันธบัตรขายแก่ประชาชนและสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศ เมื่อหนี้ภาครัฐเพิ่มสูงขึ้นรัฐอาจจะขาดความสามารถในการจ่ายชำระคืนเงินกู้ (debt service) ได้ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นหรือเกิดสภาวะเศรษฐกิจระหว่างประเทศตกต่ำลง นักลงทุนจะหนีสภาพ

ความไม่แน่นอนดังกล่าวด้วยการหันไปถือครองเงินสกุลต่างประเทศส่งผลให้เงินตราต่างประเทศขาดแคลนลงมีการไหลออกของเงินทุนสำรอง จนกระทั่งรัฐเหล่านี้ต้องลดค่าเงินของตน (Montes, 1998: 15; Montes and Popov, 1999: 17)

ปัญหาการใช้งบประมาณขาดดุลจำนวนมากดังกล่าวดังกล่าวมักเกิดกับรัฐในประเทศแถบลาตินอเมริกาในช่วงกลางทศวรรษที่ 2520 เช่น ประเทศชิลี, อาร์เจนตินา และอุรุกวัย และในกรณีเม็กซิโกในปี 2537 ในประเทศเม็กซิโกรัฐบาลต้องออกพันธบัตรรัฐบาลเม็กซิโกในรูปสกุลเงินต่างประเทศ (foreign currency denominated debt) ในตลาดการเงินระหว่างประเทศเพื่อขายให้นักลงทุนต่างประเทศ หรือที่เรียกว่า *Tesobonos* ต่อมาเมื่อรัฐบาลเม็กซิโกไม่สามารถชำระหนี้และดอกเบี้ยเงินกู้แก่เจ้าหนี้ผู้ถือพันธบัตรดังกล่าวส่งผลให้เกิดสภาวะวิกฤตทางการเงินในเม็กซิโกและทางการเงินต้องลดค่าเงินเปโซลง วิกฤตการเงินในเม็กซิโกนั้นได้ส่งผลกระทบต่อระบบการเงินระหว่างประเทศ โดยเฉพาะในประเทศเกิดใหม่ทางเศรษฐกิจ (emerging markets) ในลาตินอเมริกาและเอเชีย การขยายตัวปัญหาเศรษฐกิจจากเม็กซิโกไปยังประเทศอื่น ๆ นั้นถูกเรียกว่า ผลกระทบเตกิล่า *tequila effect* ซึ่งเป็นการแพร่ขยายตัวของวิกฤตการเงินในประเทศหนึ่งไปยังประเทศอื่นที่ลุกลามหรือมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศอื่น ๆ ได้อย่างรวดเร็ว (contagion effect) (Bello et.al, 2000: 10; Montes and Popov, 1999: 11)

การขยายตัวของแนวคิดเสรีนิยมใหม่ที่เน้นการเปิดเสรีในระบบสถาบันการเงินในประเทศ (Domestic Financial Institutions liberalization) พร้อมกับการเปิดเสรีทางการเงินที่ให้เงินทุนระหว่างประเทศไหลเข้าออกประเทศได้สะดวกนั้น (Current Account and Capital Account liberalization) มีผลให้รัฐในประเทศต่าง ๆ เหล่านี้ต่างลดบทบาทของตนในการก่อกั้นสาธารณะจากแหล่งเงินทุนในประเทศและต่างประเทศลงจากเดิม ในขณะที่ภาคเอกชนในประเทศกลายเป็นผู้ก่อกั้นที่สำคัญแทนภาครัฐทั้งนี้พัฒนาการของสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินซึ่งมีผลให้ภาคเอกชนในประเทศสามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ในตลาดการเงินต่างประเทศโดยตรง ในประเทศที่มีมาตรการกำกับสถาบันการเงินในประเทศที่ไม่รัดกุมและภาคธุรกิจเอกชนในประเทศขาดระบบการจัดการและธรรมาภิบาลที่ดี ภาคเอกชนเหล่านี้มักนำเงินกู้ต่างประเทศดังกล่าวไปลงทุนในภาคธุรกิจที่ไม่ใช่ภาคการผลิตที่แท้จริงหรือมีการนำเงินกู้ดังกล่าวไปเก็งกำไรในตลาดทุนหรือภาคอสังหาริมทรัพย์ รัฐในประเทศกำลังพัฒนาเองก็ขาดความสามารถแก้ไขปัญหาขัดกับนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินที่ตนเคยประกาศไว้เมื่อพื้นฐานโครงสร้างเศรษฐกิจโลกเปลี่ยนแปลงไป ทำให้ภาคเอกชนไม่สามารถชำระหนี้ ส่งผลต่อ

สภาพคล่องของสถาบันการเงินในประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้ เมื่อปัญหาสถาบันการเงินในประเทศขยายตัวมากขึ้นและสร้างความตื่นตระหนกให้กับเจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงินเหล่านี้โดยเฉพาะเจ้าหน้าที่จากต่างประเทศ เงินทุนต่างประเทศโดยเฉพาะหนี้ระยะสั้นจะเริ่มไหลออกนอกประเทศส่งผลให้เงินทุนสำรองลดลงอย่างรวดเร็ว เมื่อรัฐขาดแคลนเงินทุนสำรองระหว่างประเทศอย่างมาก จึงนำไปสู่การลดค่าเงินประเทศที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจลักษณะนี้ เช่น ไทย, อินโดนีเซีย และเกาหลีใต้ ในช่วงปี 1997-1998 (Montes and Popov, 1999: 12-14)

จากการสำรวจวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี 2513 ถึง 2538 Kaminsky และ Reinhart (1996) พบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวนั้นเกิดวิกฤตการเงินในประเทศต่าง ๆ ที่มีสาเหตุจากปัญหาการขาดดุลบัญชีการชำระเงินหรือบัญชีเดินสะพัดถึง 71 ครั้ง และเกิดวิกฤตของระบบธนาคารในประเทศต่าง ๆ ถึง 25 ครั้ง* เขาชี้ว่าการที่รัฐในประเทศต่าง ๆ หันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินในขณะที่ตลาดเงินในประเทศยังขาดความพร้อมนั้นมักจะทำให้เกิดปัญหาในระบบสถาบันการเงินในประเทศตามมา ซึ่งปัญหาสถาบันการเงินในประเทศเหล่านี้มักนำไปสู่ปัญหาการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศและทำให้เกิดปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงตามมา โดยในระหว่างปี 2513 ถึง 2522 นั้น เกิดวิกฤตการเงินจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดถึง 25 ครั้ง ในขณะที่เกิดวิกฤตในสถาบันการเงินหรือธนาคารในประเทศเพียง 3 ครั้ง แต่ในช่วงระหว่างปี 2523 ถึง 2538 ที่รัฐในประเทศต่าง ๆ นั้นได้เริ่มหันมาใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงิน จำนวนปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนั้นเพิ่มเป็น 46 ครั้ง ในขณะที่ช่วงเวลาดังกล่าวเกิดปัญหาในสถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ในประเทศสูงถึง 22 ครั้ง (Montes and Popov, 1999: 16)

ปัญหาสถาบันการเงินในประเทศดังกล่าวนี้มีสาเหตุจากการที่สถาบันการเงินเหล่านี้ไม่สามารถปรับตัวให้เข้ากับการแข่งขันในตลาดการเงินในประเทศที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นได้ ทั้งนี้เนื่องจากในสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินและการใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินทำให้สถาบัน

* Graciela Kaminsky และ Carmen M.Reinhart เสนอรายงานดังกล่าวในปี 1996 เรื่อง *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems* ซึ่งเอกสารดังกล่าวปรากฏใน International Finance Discussion Paper No.544, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve และ American Economic Review 89, 473-500

การเงินต่างประเทศจำนวนมากเข้ามาดำเนินธุรกิจแข่งกับสถาบันการเงินในประเทศ ส่งผลให้สถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศต้องแข่งขันกันปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจ (การแข่งขันจะรุนแรงขึ้นเมื่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศมีสูงรวมถึงสภาพคล่องทางการเงินระหว่างประเทศมีมาก) ในขณะที่ตลาดการเงินต่างประเทศมีสภาพคล่องทางการเงินสูงนั้นเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากมักจะไหลเข้าตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศที่เป็นตลาดเกิดเนื่องจากให้ผลตอบแทนการลงทุนสูง แต่จากสภาพความอ่อนแอและการขาดประสิทธิภาพในการบริหารจัดการการเงินในสภาพที่มีความผันผวนสูงในสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงิน ประกอบกับการที่ธนาคารกลางและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการกำกับตรวจสอบนโยบายการเงินของประเทศเกิดใหม่เหล่านี้ไม่มีความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินในลักษณะที่มีเป้าหมายทางการเงินที่ขัดแย้งกัน (The Unholy Trinity) รวมถึงไม่สามารถกำกับตรวจสอบสถาบันการเงินในประเทศได้ การกีดกันนี้ต่างประเทศจำนวนมากของภาคเอกชนในภาคนอกการผลิตจริงจึงมีผลให้เกิดความเสียหายจากปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศ และเมื่อลูกหนี้เริ่มผิดนัดชำระเงินกู้หนี้เสียในสถาบันการเงินจึงมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นเกินกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น การแก้ไขปัญหามาตรึงในรูปแบบเดิมที่เคยกระทำ เช่น การสนับสนุนในการเพิ่มทุน หรือ การสนับสนุนในการให้เงินกู้ฟื้นฟูสภาพคล่อง หรือ การรับประกันเงินฝากและหนี้สินของสถาบันการเงินที่มีปัญหาไม่สามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้เนื่องจากความเสียหายที่เกิดขึ้นมีจำนวนมากกว่าเงินกองทุนที่รัฐมีอยู่ ปัญหาสถาบันการเงินจึงขยายตัวเป็นปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงในระดับชาติตามมา

เมื่อเกิดปัญหาสถาบันการเงินในประเทศส่งผลให้นักลงทุนเริ่มไม่มั่นใจในเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจของประเทศประกอบกับเกิดปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อในประเทศ หากรัฐบาลไม่สามารถปรับนโยบายเศรษฐกิจของตนอย่างมีประสิทธิภาพในการแก้ไขปัญหาดังกล่าวแล้วนักลงทุนจะชะลอการลงทุนและหันไปถือเงินตราต่างประเทศแทนเพื่อลดความเสี่ยงความอ่อนแอทางเศรษฐกิจดังกล่าวจะเป็นเหตุจูงใจให้ กองทุนประกันความเสี่ยงเข้ามาโจมตีค่าเงินสกุลของประเทศนั้น เช่น การโจมตีค่าเงินในประเทศกลุ่มแอสกันดิเนเวีย (นอร์เวย์, สวีเดน, และฟินแลนด์) ในปลายทศวรรษ 2520 ถึงต้นทศวรรษ 2530, การโจมตีค่าเงินปอนด์ของอังกฤษในปี 2535 และเงินลีร์ของอิตาลี ซึ่งส่งผลให้การใช้ประเทศทั้งสองต้องออกจากระบบกลไกอัตราแลกเปลี่ยนของยุโรป (Europe's Exchange Rate Mechanism) หรือ ERM ในปี 2535-2536, และการโจมตีค่าเงินเม็กซิโก ในปี 2537 ซึ่งทำให้เม็กซิโกต้องลดค่าเงินเปโซ ลงอย่างมากส่งผลกระทบต่อค่าเงินของ

บราซิลและอาร์เจนติน่า และเกิดผลกระทบกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในประเทศภูมิภาค แลบทเอเชียตะวันออกเฉียง (สุระชัย ชูผลกา, 2542: 71-72; Montes, 1998: xv-xvi)

3.2 โลกาภิวัตน์ทางการเงินกับนโยบายการเงินไทย

การที่ระบบเศรษฐกิจไทยนั้นมีความผูกพันกับระบบเศรษฐกิจโลกอย่างชัดเจนตั้งแต่มีการลงนามในสนธิสัญญาบาวริงในสมัยรัชกาลที่ 4 ความผูกพันดังกล่าวทำให้การเปลี่ยนแปลงในเศรษฐกิจระหว่างประเทศมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ในทางตรงข้ามการเปลี่ยนแปลงในระบบเศรษฐกิจไทยนั้นไม่ได้ก่อให้เกิดผลกระทบมากนักต่อระบบเศรษฐกิจโลก (รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์, 2532: 8) การประกาศใช้นโยบายเศรษฐกิจเสรีของไทยโดยเฉพาะการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นเหตุให้เศรษฐกิจไทยมีระดับความผูกพันกับระบบเศรษฐกิจระหว่างมากกว่าเดิม (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2539: 19) ภายใต้บริบทโลกาภิวัตน์ทางการเงินบทบาทของนักลงทุนภาคเอกชน เช่น บริษัทข้ามชาติ (Multinational Corporation), สถาบันการเงินที่เป็นธนาคารพาณิชย์ (International Commercial Bank), กิจการพาณิชย์ (Merchant Bank), หรือ กองทุนเงินลงทุนต่าง ๆ (Funds) ในทางการเงินระหว่างประเทศมีมากขึ้น ภาคเอกชนเหล่านี้นำเงินทุนจำนวนมากเข้ามาลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาที่เป็นตลาดเกิดใหม่ทางเศรษฐกิจ (emerging markets) เงินทุนต่างประเทศเหล่านี้ทำให้เศรษฐกิจเหล่านี้รวมถึงประเทศไทยในช่วงทศวรรษ 2530 มีอัตราการเติบโตสูงทั้งในภาคการผลิต, ภาคการนำเข้า, ภาคการส่งออก, และภาคบริการการเงิน *

ในกรณีประเทศไทยนั้นการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศระลอกแรกเกิดในช่วงปี 2528 เป็นต้นมามีเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากไหลเข้ามาลงทุนในภาคการผลิตในประเทศในรูปของเงินลงทุนทางตรง (Foreign Direct Investment) ของบริษัทข้ามชาติที่ได้ย้ายฐานการผลิตสินค้าเพื่อการส่งออกโดยในระหว่างปี 2529-2533 มูลค่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศเฉลี่ยอยู่ที่ 1.2 พันล้านเหรียญสหรัฐต่อปี ตัวเลขดังกล่าวเพิ่มขึ้นเป็น 1.8 พันล้านเหรียญสหรัฐต่อปีในระหว่างปี 2533-2535

* โปรดดูรายงานเศรษฐกิจรายเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย เดือน มีนาคม 2540 ปีที่ 37 เล่ม

โดยมีญี่ปุ่นเป็นประเทศผู้นำเข้าทุนรายใหญ่ รองลงมาได้แก่ สหรัฐอเมริกา, สิงคโปร์ และฮ่องกง บรรษัทข้ามชาติเหล่านี้ย้ายฐานการผลิตมาไทยเพื่อที่จะหลีกเลี่ยงผลกระทบจากการที่ค่าเงินในประเทศเหล่านี้สูงขึ้นเป็นสำคัญ การที่เงินทุนทางตรงไหลจำนวนมากไหลเข้าไทยอย่างต่อเนื่องนั้นมีผลให้ภาคอุตสาหกรรมในประเทศไทยขยายตัวอย่างรวดเร็วโดยเฉพาะในอุตสาหกรรมภาคการส่งออก , การก่อสร้าง เคมีภัณฑ์ และรถยนต์ เป็นต้น การลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศมีส่วนสำคัญที่ทำให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศหรือ GDP ของไทยในช่วงต้นทศวรรษ 2530 นั้นสูงขึ้นอย่างมาก กล่าวคือในปี 2531 GDP ขยายตัวถึงร้อยละ 13.3 และร้อยละ 12.2 ในปี 2532 การไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศจากการเข้ามาลงทุนและการส่งออกทำให้ฐานะของทุนสำรอง ฯ ของไทยนั้นเพิ่มขึ้นอย่างมาก

เงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้าประเทศระลอกสองนั้นเกิดขึ้นหลังจากที่ทางการได้ประกาศรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศในปี 2533 ในปีเดียวกันนี้รัฐบาล และธนาคารแห่งประเทศไทยได้เริ่มใช้นโยบายการค้าเสรีโดยทางการพิจารณาแล้วว่าในระหว่างปี 2531 ถึง 2533 นั้นเศรษฐกิจไทยมีอัตราการขยายตัวสูงมากนักลงทุนระหว่างประเทศมีความมั่นใจในระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยว่ามีเสถียรภาพและมีความมั่นคงทางการเงิน การที่ทางการประกาศใช้แผนพัฒนาระบบการเงินในประเทศ พร้อมกับการประกาศลดข้อจำกัดในการควบคุมการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศทำให้เงินทุนต่างประเทศจำนวนมากไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และในภาคอสังหาริมทรัพย์ ผู้นำเข้าเงินทุนระลอกสองนี้มีทั้งสถาบันที่ประกอบธุรกิจวานิชธนกิจ, ธนาคารพาณิชย์ระหว่างประเทศ, กองทุนต่าง ๆ รวมถึงบรรษัทข้ามชาติ

การไหลเข้าเงินทุนดังกล่าวทำให้ปริมาณเงินที่หมุนเวียนในประเทศเพิ่มมากขึ้นเงินทุนต่างประเทศส่วนหนึ่งที่เป็นส่วนเกินจากการลงทุนในภาคการผลิตจริงนั้นได้ถูกนำไปเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศ การลงทุนในลักษณะเก็งกำไรดังกล่าวส่งผลให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์รวมถึงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ก็เพิ่มสูงขึ้นอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน และราคาที่ดินในกรุงเทพมหานคร ฯ และปริมาณพลเพิ่มสูงอย่างมาก สภาวะดังกล่าวทำให้เศรษฐกิจไทยเริ่มขยายตัวแบบเศรษฐกิจฟองสบู่ซึ่งมีผลให้อัตราเงินเฟ้อในประเทศเพิ่มสูงขึ้นจากเดิม

การไหลเข้าของเงินทุนระลอกที่สามนั้นเริ่มขึ้นในปี 2536 หลังจากที่ทางการได้อนุญาตให้สถาบันการเงินไทยและสถาบันการเงินต่างประเทศที่ดำเนินธุรกิจในประเทศไทยสามารถขอเปิดให้บริการการเงินประเภทวิเทศธนกิจกรุงเทพ (BIBF) ซึ่งการอนุญาตดังกล่าวทำให้เงินทุนต่างประเทศจำนวนมากไหลเข้ามาไทยในรูปแบบของเงินกู้ที่ภาคธุรกิจเอกชนในประเทศทั้งที่เป็นสถาบันการเงินและที่ไม่ใช่กู้ผ่านกิจกรรมวิเทศธนกิจกรุงเทพเงินกู้เหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ระยะสั้น การกู้ยืมผ่านกิจการวิเทศธนกิจได้รับความนิยมอย่างมากเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของเงินกู้สกุลเงินต่างประเทศในตลาดการเงินต่างประเทศนั้นอยู่ในระดับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สกุลเงินบาทในตลาดการเงินในประเทศ ดังนั้นการกู้เงินจากตลาดการเงินต่างประเทศจึงมีต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ต่ำกว่า (แต่หากคำนวณรวมต้นทุนด้านการคุ้มครองความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนแล้วส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจะลดลงสู่ระดับที่ใกล้เคียงกัน) ในช่วงเงินทุนไหลเข้าระลอกสามนี้สัดส่วนของเงินทุนนำเข้าอื่น ๆ สุทธิ (Other loans) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของเงินทุนนำเข้าภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารได้ลดลงจากมูลค่า 2.8 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ ในปี 2535 เป็นขาดดุล 2.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ เนื่องจากภาคธุรกิจเอกชนในประเทศหันมากู้ยืมผ่านกิจการวิเทศธนกิจกรุงเทพ

นอกจากนี้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศดังกล่าวเป็นยังจูงใจให้เงินทุนจำนวนหนึ่งไหลเข้ามาไหลเพื่อฝากในรูปของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศ ปริมาณเงินฝากในบัญชีดังกล่าวนั้นเพิ่มขึ้นจากที่ในช่วงปี 2529-2533 เฉลี่ยอยู่ที่ 0.8 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ เพิ่มเป็น 2.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ ในช่วงปี 2534-2538 ทั้งนี้เนื่องจากนักลงทุนต่างชาตินั้นได้ใช้บัญชีเงินฝากไว้พักเงินลงทุนของตนที่ไหลลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ฯ ใช้หาผลตอบแทนจากดอกเบี้ยเงินฝากที่สูงในประเทศ กล่าวคือ ในช่วงปี 2539 นั้นขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของไทยอยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 10.5-11.5 ต่อปี อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมในตลาดลอนดอน (LIBOR) ประเภท 1 เดือน เคลื่อนไหวอยู่ที่ประมาณร้อยละ 5.44 - 5.54 ต่อปี (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2539: 21,32)

การประกาศใช้พระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ในปี 2535 นั้นมีผลทำให้ในระหว่างปี 2534-2538 ภาคเอกชนของไทยออกตราสารหนี้จำหน่ายในตลาดการเงินระหว่างประเทศตามที่ทางการได้อนุญาตไว้ในพระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จำนวนถึงเฉลี่ย 2,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ฯ ต่อปี เพิ่มสูงขึ้นจาก 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ฯ ต่อปีในช่วงปี 2528-2533 (รังสรรค์ หทัยเสรี, 2539: 23) นอกจากนี้ในระหว่างปี 2536-2538 เกิดความผันผวนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากเงินทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนใน

ตลาดหลักทรัพย์ ฯ นั้นมักมีลักษณะเป็นเงินทุนที่เคลื่อนย้ายเข้าออกประเทศอย่างรวดเร็วตามการเปลี่ยนแปลงของระบบเศรษฐกิจโลก โดยในปี 2536 มีปริมาณเงินลงทุนดังกล่าวมียอดนำเข้าสุทธิสูงถึง 2.7 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ แต่เมื่อในปี 2537 เมื่อเศรษฐกิจโลกมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย และเกิดวิกฤติการณ์เศรษฐกิจในประเทศเม็กซิโกปริมาณเงินลงทุนดังกล่าวกลับเป็นยอดไหลออกสุทธิสูงถึง 0.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ กล่าวได้ว่าเงินลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในหลักทรัพย์นั้นมีความผันผวนไปตามสภาพเศรษฐกิจระหว่างประเทศโดยเฉพาะ ปัจจัยด้านความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย, อัตราแลกเปลี่ยน และปัญหาเสถียรภาพด้านการเงินของประเทศต่าง ๆ เป็นต้น

ตารางที่ 3.3 เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชนระหว่างปี 2533-2539 หน่วย: พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ

| ประเภทเงินทุน | 2533 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 ^P |
|---------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------------------|
| เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน | 10.98 | 10.32 | 9.52 | 10.32 | 12.02 | 20.82 | 16.78 |
| ภาคที่ไม่ใช่ธนาคาร | 9.38 | 10.57 | 7.58 | 6.71 | -1.87 | 9.58 | 11.80 |
| การลงทุนในหลักทรัพย์ | 0.46 | 0.16 | 0.56 | 4.85 | 1.11 | 3.29 | 3.18 |
| หลักทรัพย์ที่เป็นหนี้ | 0 | 0.12 | 0.1 | 2.16 | 1.50 | 1.17 | 2.44 |
| หลักทรัพย์ที่เป็นทุนเรือนหุ้น | 0.45 | 0.04 | 0.46 | 2.69 | -0.39 | 2.12 | 0.74 |
| การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ | 2.54 | 2.03 | 2.15 | 1.73 | 1.32 | 2.00 | 2.27 |
| บัญชีเงินบาทสำหรับผู้มีถิ่นฐาน | | | | | | | |
| ในต่างประเทศ | 1.34 | 2.04 | 1.71 | 2.69 | 2.07 | 3.41 | 2.59 |
| เงินกู้อื่น ๆ | 4.53 | 5.66 | 2.85 | -2.43 | -5.84 | 1.52 | 4.76 |
| ภาคธนาคาร | 1.60 | -0.25 | 1.93 | 3.60 | 13.89 | 11.24 | 5.00 |
| ธนาคารพาณิชย์ | 1.60 | -0.25 | 1.93 | -4.05 | 3.81 | 3.10 | 0.42 |
| กิจการวิเทศธนกิจ (BIBF) | - | - | - | 7.66 | 10.09 | 8.14 | 4.58 |

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย P = ตัวเลขประมาณการ

เงินทุนที่ไหลเข้าระลอกสามนี้ส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ยืมระยะสั้น ในขณะที่เงินลงทุนต่างประเทศบางส่วนได้ถูกนำเข้ามาลงทุนในตลาดทุน และในภาคอสังหาริมทรัพย์ จากการที่สัดส่วนของเงินทุนที่ไหลเข้ามาในช่วงเวลาดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ยืมระยะสั้นนั้น (ตารางที่ 3.3) ทำให้เงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้ามาระยะสามนี้มีลักษณะเคลื่อนย้ายเข้า-ออก อย่างรวดเร็วหากเกิดการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ทำให้เกิดความเสี่ยงในการลงทุนหรือทำให้

ผลตอบแทนการลงทุนลดลงแล้วเงินทุนดังกล่าวก็พร้อมจะไหลออกนอกประเทศอย่างรวดเร็ว ซึ่งต่างกับเงินลงทุนทางตรงที่ไม่ได้ผันผวนตามปัจจัยเศรษฐกิจระหว่างประเทศระยะสั้นดังกล่าวมากนัก

3.2.1 ปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศมาไทย

3.2.1.1 อิทธิพลของระบบอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดการเงินระหว่างประเทศ

การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศนั้นเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อทิศทางการไหลเข้าหรือออกของเงินทุนระหว่างประเทศ ในกรณีประเทศไทยนั้นการที่ทางการประกาศใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงิน (Basket Currency Exchange Rate System) มีผลให้ค่าเงินบาทเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับการอ่อนตัวลงหรือแข็งค่าขึ้นของเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศเมื่อเปรียบเทียบกับเงินสกุลหลักอื่น เช่น เงินเยนญี่ปุ่น, เงินมาร์คเยอรมัน, หรือเงินเหรียญไต้หวัน นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวของไทยมีผลสำคัญต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศ* (ศูนย์วิจัย ไทยพาณิชย์, 2541)

ระหว่างปี 2531-2535 เมื่อค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ อ่อนตัวลงเมื่อเปรียบเทียบกับเงินเยนญี่ปุ่นและเงินมาร์คเยอรมัน จากระบบอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวทำให้ค่าเงินบาทของไทยอ่อนค่าตามค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ (รูปที่ 3.6 และ 3.7) ส่งผลให้ราคาสินค้าส่งออกของไทยในตลาดโลกมีราคาที่ถูกลงเมื่อเทียบกับสินค้าประเภทเดียวกันที่มาจากประเทศอื่นอุตสาหกรรมการส่งออกในประเทศของไทยจึงขยายตัวอย่างรวดเร็ว และประเทศอุตสาหกรรมได้ย้ายฐานการลงทุนจากประเทศของตนที่มี

* อัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ในการกำหนดค่าเงินบาทตั้งแต่ปี 2527 ถึง 1 ก.ค.2540 ก่อนที่วันที่ 2 ก.ค.มีการเปลี่ยนแปลง ธปท.ได้กำหนดน้ำหนักเงินตราสกุลต่างประเทศที่อยู่ในตะกร้าไว้แตกต่างกัน ซึ่งในทางปฏิบัติไม่มีการเปิดเผยถึงสัดส่วนหรือน้ำหนักของเงินสกุลต่างประเทศที่นำไปคำนวณ อย่างไรก็ตามคาดว่าค่าเงินบาทผูกไว้กับเงินสกุลเหรียญสหรัฐ ฯ ประมาณร้อยละ 80 รองลงมาได้แก่ เงินเยน มาร์ค ปอนด์ เหรียญฮ่องกง และสกุลเงินอาเซียนบางสกุล ตามลำดับ

ค่าแรงงาน และค่าเงินที่สูงมาไทยเพื่อเป็นฐานการผลิตสินค้าเพื่อการส่งออก การใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าเงินและนโยบายส่งเสริมการลงทุนจากต่างประเทศของรัฐบาลในขณะนั้น สนับสนุนให้เกิดการไหลเข้าของเงินลงทุนทางตรงจากต่างประเทศจำนวนมากเข้าไทยในช่วงต้นทศวรรษ 2530 โดยปริมาณเงินลงทุนที่นักลงทุนที่ยื่นรับการส่งเสริมการลงทุนต่อสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุนในช่วงปี 2531-2533 นั้นมีมูลค่าสูงถึง 500,000 ล้านบาทปริมาณเงินลงทุนที่ขอรับการส่งเสริม ฯ ดังกล่าวสูงกว่าปี 2529 ถึง 8.4 เท่า ผู้ขอรับการส่งเสริมการลงทุนส่วนมากเป็นนักลงทุนต่างประเทศที่เป็นผู้ผลิตสินค้าอุตสาหกรรมเพื่อการส่งออก (ตารางที่ 3.4)

ตารางที่ 3.4 จำนวนผู้ขอรับการส่งเสริมการลงทุน และจำนวนเงินลงทุนระหว่างปี 2529-2534

| ปี | จำนวนผู้ขอรับการลงทุน | เงินลงทุน (ล้านบาท) |
|------|-----------------------|---------------------|
| 2529 | 431 | 59,687 |
| 2530 | 1,058 | 209,029 |
| 2531 | 2,127 | 530,761 |
| 2532 | 1,285 | 461,010 |
| 2533 | 1,015 | 524,744 |
| 2534 | 632 | 282,643 |

ที่มา: วรสารเศรษฐกิจธนาคารกรุงเทพ จำกัด

จากการใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวทำให้ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพเมื่อเทียบกับค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ โดยตลอดทศวรรษ 2530 ทำให้ค่าเงินบาทเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบระหว่าง 24.90 บาท ถึง 25.70 บาท ต่อ 1 เหรียญสหรัฐ ฯ เนื่องจากการซื้อขายสินค้าส่วนใหญ่ในตลาดการค้าระหว่างประเทศมักกระทำกันในรูปแบบของเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ดังนั้นการผูกค่าเงินบาทกับเงินเหรียญสหรัฐ ฯ จะเป็นผลดีกับผู้ส่งออกเนื่องจากการอ่อนตัวลงของค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ มีผลทำให้ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับเงินเยนญี่ปุ่นและเงินมาร์คเยอรมัน ทำให้ปริมาณการส่งออกของไทยเพิ่มขึ้นอย่างมาก (รูปที่ 3.8) และสถาบันการเงินไทยซึ่งมีหนี้สินส่วนใหญ่ในรูปเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ดังนั้นการที่ทางการจึงคงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่จะรักษาค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ไม่ให้เคลื่อนไหวมากเกินไป

ต่อมาในปี 2538-2539 เมื่อเศรษฐกิจของสหรัฐ ฯ มีอัตราขยายตัวสูงขึ้น และรัฐบาลสหรัฐ ฯ สามารถแก้ไขปัญหาการขาดดุลงบประมาณที่เคยขาดดุลอย่างต่อเนื่องลงได้ (รูปที่ 3.9)

ส่งผลให้ค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ในตลาดการเงินระหว่างประเทศเริ่มแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินเยน ญี่ปุ่น และเงินสกุลหลักอื่น ๆ* การแข็งขึ้นของค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ส่งผลให้ค่าเงินบาทของไทยแข็งค่าขึ้นตาม การแข็งค่าของเงินบาททำให้สินค้าออกของไทยเสียเปรียบประเทศคู่แข่งที่มีค่าเงินอ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับเงินเหรียญสหรัฐ ฯ โดยเฉพาะค่าเงินหยวนของจีนมีค่ามีการปรับค่าลงจาก 5.76 หยวนต่อ 1 เหรียญสหรัฐ ฯ ในปี 2536 เป็น 8.62 หยวน ในปี 2537 และ 8.35 หยวน ในปี 2538 (ตารางที่ 3.5)

ในปี 2538-2539 ประเทศญี่ปุ่นที่เป็นตลาดส่งออกสินค้าที่สำคัญของไทยประสบกับสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำรุนแรงโดยเฉพาะปัญหาเรื่องเงินฝืด ค่าเงินเยนของญี่ปุ่นอ่อนตัวลงตัวจากอัตราแลกเปลี่ยน 26.46 บาท ต่อ 100 เยน ในปี 2538 เป็น 23.17 บาท ต่อ 100 เยน ในปี 2539 และ 22.42 บาท ต่อ 100 เยน ในช่วงกลางปี 2540 ทำให้ราคาสินค้าส่งออกของไทยไปญี่ปุ่นมีราคาที่สูงขึ้น ปริมาณการส่งออกสินค้าจากไทยไปญี่ปุ่นจึงเริ่มชะลอตัวลงในขณะปริมาณการนำเข้าสินค้าของไทยกลับเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ยอดการขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยในปี 2538 และ 2539 สูงขึ้นจากเดิม นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของไทยที่เงินบาทมีค่าผูกติดกับเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ที่เคยดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศ และเป็นประโยชน์ต่อภาคการส่งออกกลับเป็นนโยบายที่ทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุน และส่งผลเสียต่อภาคการส่งออกสินค้าของไทย (ตารางที่ 3.5)

การเปลี่ยนแปลงค่าเงินสกุลหลักต่าง ๆ ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศมีผลต่อค่าเงินบาทของไทยและการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศจากการที่ไทยใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตะกร้าที่ส่งผลให้ค่าเงินบาทมีค่าค่อนข้างคงที่เมื่อเปรียบเทียบกับค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ในช่วงปลายทศวรรษ 2520 ต่อดันทศวรรษ 2530 ค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ มีค่าอ่อนตัวลงทำให้ค่าเงินบาทอ่อนตัวตามเงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้ามาส่วนมากเป็นเงินลงทุนทางตรง หรือ FDI การคงนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวของรัฐทำให้เงินทุนจำนวนมากทั้งในรูปของเงินกู้ระยะสั้นและเงินลงทุนในหลักทรัพย์จำนวนมากไหลเข้าประเทศ ในปี 2539 ค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ เริ่มมีค่าแข็งขึ้นทำให้ค่าเงิน

* โปรดดู สัมภาษณ์ พิรศิลป์ ศุภผลศิริ ใน นิตยสารดอกเบี๋ย ปีที่ 14 ฉบับ 167, พฤษภาคม 2538 หน้า 29 ซึ่งถึงจุดเปลี่ยนแปลงเรื่องค่าเงินที่สำคัญคือ การที่สภาคองเกรสของสหรัฐ ฯ สามารถกำหนดให้รัฐบาลสหรัฐ ฯ ใช้งบประมาณแบบสมดุลงได้ภายในปี 2541

บาทแข็งขึ้นตาม การแข็งค่าของเงินบาทส่งผลเสียต่อภาคการส่งออกและทำให้ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดรุนแรงมากขึ้น

ตารางที่ 3.5 อัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินเอเชียที่สำคัญกับค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ (เฉลี่ยทั้งปี)

| ปี | 2533 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 | 2540 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ไทย | 25.59 | 25.52 | 25.4 | 25.32 | 25.15 | 24.91 | 25.34 | 31.36 |
| จีน | 4.78 | 5.32 | 5.51 | 5.76 | 8.62 | 8.35 | 8.31 | 8.29 |
| เกาหลีใต้ | 707.76 | 733.35 | 780.65 | 802.67 | 803.45 | 771.27 | 804.45 | 951.29 |
| อินโดนีเซีย | 1842.8 | 1950.3 | 2029.9 | 2087.1 | 2160.8 | 2248.6 | 2342.3 | 2909.4 |
| มาเลเซีย | 2.7 | 2.75 | 2.55 | 2.57 | 2.62 | 2.5 | 2.52 | 2.81 |
| ฟิลิปปินส์ | 24.31 | 27.48 | 25.51 | 27.12 | 26.42 | 25.71 | 26.22 | 29.47 |
| สิงคโปร์ | 1.81 | 1.73 | 1.63 | 1.62 | 1.53 | 1.42 | 1.41 | 1.48 |
| ฮ่องกง | 7.79 | 7.77 | 7.74 | 7.74 | 7.73 | 7.74 | 7.73 | 7.74 |
| ไต้หวัน | 26.89 | 26.82 | 25.16 | 26.39 | 26.46 | 26.49 | 27.46 | 28.7 |

ที่มา: กองทุนการเงินระหว่างประเทศ

3.2.1.2 อิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศ

ในสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศมีส่วนสำคัญให้เกิดการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศที่ไหลจากประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำไปยังประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง ตลอดทศวรรษ 2530 นั้นอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของไทยอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินที่สำคัญโดยเฉพาะในประเทศสหรัฐอเมริกา และญี่ปุ่น (ตารางที่ 3.6)

ตารางที่ 3.6 อัตราดอกเบี้ยขัลดัตัวเงิน (Discount Rate) ของธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ญี่ปุ่น และไทย
ระหว่างปี 2530- 2540 (ร้อยละต่อปี)

| ปี | 2530 | 2531 | 2532 | 2533 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 | 2540 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| สหรัฐ ฯ | 6 | 6.5 | 7 | 6.5 | 3.5 | 3 | 3 | 4.75 | 5.25 | 5 | 5 |
| ญี่ปุ่น | 2.5 | 2.5 | 4.25 | 6 | 4.5 | 3.25 | 1.75 | 1.75 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| เยอรมัน | 2.5 | 3.5 | 6 | 6 | 8 | 8.3 | 5.8 | 4.5 | 3 | 2.5 | 2.5 |
| ไทย | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 12 | 11 | 11 | 9 | 9.5 | 10.5 | 10.5 | 12.5 |

ที่มา: กองทุนการเงินระหว่างประเทศ

ตาราง 3.7 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศ และต่างประเทศระหว่างปี 2535-2540 (ร้อยละต่อปี)

| ปี | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 | 2540 |
|------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม (MLR) | 11.5 | 10.5 | 11.75 | 13.75 | 13.25 | 13.75 |
| อัตราดอกเบี้ยลูกค้าชั้นดีในสหรัฐ ฯ | 3.52 | 3.06 | 4.23 | 5.87 | 5.33 | 5.45 |
| อัตราดอกเบี้ยยูโรดอลลาร์ 3 เดือน | 3.83 | 3.3 | 4.74 | 6.04 | 5.51 | 5.65 |
| อัตราดอกเบี้ยยูโรมาร์ก 3 เดือน | 9.44 | 7.27 | 5.35 | 4.51 | 3.31 | 3.30 |
| อัตราดอกเบี้ยยูโรเยน 3 เดือน | 4.44 | 2.74 | 2.3 | 1.23 | 0.56 | 0.59 |

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย และธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) * (อัตราเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่ 5 แห่ง)

เมื่อนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทในแบบตะกร้าของไทยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนระหว่างประเทศ ดังนั้นความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของไทยเมื่อเทียบกับต่างประเทศจึงเป็นจุดดึงดูดให้เกิดการไหลเข้าของเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (ตารางที่ 3.7) รวมถึงเงินลงทุนในหลักทรัพย์และตราสารหนี้ เงินกู้ยืมจากต่างประเทศจำนวนมากจึงไหลเข้าไทยจำนวนมากในช่วงการไหลเข้าของเงินทุนช่วงที่สอง และสามระหว่างปี 2533-2540 โดยเฉพาะเงินกู้ต่างประเทศที่ผ่าน BIBF ในรูปแบบของเงินกู้ระยะสั้นที่เงื่อนไขการชำระคืนเงินต้นไม่เกิน 12 เดือน ข้อดีของเงินกู้ยืมระยะสั้นเหล่านี้ คือ อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าเงินกู้ระยะยาวที่มีระยะเวลาชำระคืนเกิน 1 ปี การที่ภาคธุรกิจเอกชนทั้งที่เป็นสถาบันการเงินและที่ไม่ใช่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างประเทศที่อัตราดอกเบี้ยต่ำส่งผลให้ภาคเอกชนเหล่านี้ก่อนที่ต่างประเทศจำนวนมากเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนที่กดดันให้ค่าเงินบาทลดลงภาคเอกชนเหล่านี้จึงประสบปัญหาสภาพคล่องทางการเงินตามมา

3.2.1.3 อิทธิพลของตลาดทุนระหว่างประเทศ

การใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินได้ทำให้ตลาดการเงินไทยเชื่อมโยงกับตลาดการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศลงทุนเพื่อแสวงหาผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่ (Emerging market) ทำให้นักลงทุนต่างประเทศได้รับผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศพัฒนาแล้ว เนื่องจากในต้นทศวรรษ 2530 เศรษฐกิจไทยมีอัตราการขยายตัวสูงมาก นักลงทุนจากประเทศญี่ปุ่นที่หันมาลงทุนในไทยเนื่องจากภาวะชบเซาในเศรษฐกิจของญี่ปุ่นที่กระทบต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่นโดยดัชนีนิคเกิลลดลงอย่างรวดเร็ว (รูปที่ 3.10) การลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นให้ผลตอบแทนที่ลดลงอย่างมาก นักลงทุนญี่ปุ่นจำนวนหนึ่งจึงนำเงินทุนเข้าไทยเพื่อลงทุนในหลักทรัพย์มีส่วนร่วมให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2530 ถึง 2537

ในช่วงปี 2533-2537 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาอยู่ที่เฉลี่ยร้อยละ 5.0 ต่อปี ในขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ อยู่ที่เฉลี่ยร้อยละ 8.3 ต่อปี (Kotz, 2003: 25) ซึ่งอัตราผลตอบแทนดังกล่าวต่ำกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ในประเทศเกิดใหม่ เช่น ไทย, อินโดนีเซีย ดังนั้นเงินลงทุนส่วนหนึ่งจากสหรัฐฯ จึงไหลเข้ามาแสวงหาผลตอบแทนที่สูงกว่าในไทย ต่อมาในปลายปี 2537 เกิดวิกฤติการเงินในประเทศเม็กซิโกส่งผลให้นักลงทุนต่างประเทศจำนวนมากถอนการลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาหรือตลาดเกิดใหม่ซึ่งรวมถึงประเทศไทย ในปี 2538 ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของไทยปิดที่ระดับ 1,280.81 จุด ลดลงจากระดับ 1,682.85 จุดในปี 2536 นักลงทุนเริ่มถอนเงินลงทุนของตนหรือลดสัดส่วนการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนารวมถึงไทย และหันไปลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่มีความมั่นคงทางเศรษฐกิจและให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าโดยเฉพาะที่ตลาดหุ้นนิวยอร์กในสหรัฐอเมริกาส่งผลให้ดัชนีอุตสาหกรรมเฉลี่ยดาวนิโจนส์ของตลาดหุ้นนิวยอร์กเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงปี 2537-2542 ตามการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาอยู่ที่เฉลี่ยร้อยละ 5.6 ต่อปี ในขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐฯ อยู่ที่เฉลี่ยร้อยละ 23.6 ต่อปี (Kotz, 2003: 25) ส่งผลให้การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยเริ่มชะลอตัวลง (ตารางที่ 3.8)

ตารางที่ 3.8 สภาวะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2537-2540

| | 2537 | 2538 | 2539 | ครึ่งปี 2540 |
|--|----------|----------|---------|--------------|
| หลักทรัพย์ภาคเอกชน | | | | |
| หลักทรัพย์จดทะเบียนและหลักทรัพย์รับอนุญาต | | | | |
| จำนวนบริษัท | 389 | 485 | 545 | 455 |
| จำนวนหลักทรัพย์ | 494 | 538 | 579 | 574 |
| มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (พันล้านบาท) | 3,300.7 | 3,564.5 | 2,559.5 | 1,614.9 |
| มูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันทำการ (พันล้านบาท) | 8.62 | 6.2 | 5.34 | 3.96 |
| ดัชนี ๙ วันสิ้นปี | 1,360.09 | 1,280.81 | 831.75 | 527.28 |
| สัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ของชาวต่างประเทศ | | | | |
| ต่อการซื้อขายหลักทรัพย์รวม (%) | 20.96 | 26.33 | 34.25 | 44.32 |
| อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย | 1.86 | 2.25 | 3.5 | 4.78 |
| อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเฉลี่ย | 19.51 | 19.75 | 11.97 | 8.57 |

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเปลี่ยนแปลงในปัจจัยภายนอกประเทศโดยเฉพาะ โครงสร้างอัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลสำคัญในตลาดการเงินระหว่างประเทศ, อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศ, และการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ เกิดขึ้นตลอดเวลา ในสภาวะโลกาภิวัตน์ทางการเงินการเปลี่ยนแปลงเหล่านี้มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมาก เนื่องจากนโยบายการเปิดเสรีทางการเงินทำให้เศรษฐกิจไทยมีระดับการผูกติดกับระบบเศรษฐกิจโลกมากกว่าเดิม เพื่อให้ประเทศได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจระหว่างประเทศ รัฐจึงต้องปรับนโยบายการเงินให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว

3.3 ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างประเทศต่อเศรษฐกิจไทย

การเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างประเทศที่เข้ามาไทยในปริมาณสูงตลอดทศวรรษที่ 2530 ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในระดับมหภาคและจุลภาคของไทย เงินทุนที่เคลื่อนย้ายเข้ามามีผลต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ในระหว่างปี 2531-2533 มีอัตราการขยายตัวเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 12.24 ต่อปี และเฉลี่ยร้อยละ 9.85 ต่อปี ในระหว่างปี 2531-2538 ซึ่งเป็นเพิ่มจากอัตราการขยายตัวในระหว่างปี 2522-2529 ที่ระดับร้อยละ 5.4 ต่อปี เงินทุนนำเข้ามาจากต่างประเทศโดยเฉพาะเงินลงทุนทางตรงที่เข้ามาลงทุนทำให้มีการสะสมทุนในการผลิตเกิดการไหลเวียนในกระแสเงินทุนในประเทศ เกิดการจ้างงานตลอดจนการถ่ายทอดเทคโนโลยีทางการผลิตในภาคอุตสาหกรรมใหม่ ๆ ที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่าเดิมทั้งในภาคการผลิตเพื่อการอุปโภคบริโภคภายในประเทศ รวมถึงการผลิตเพื่อการส่งออกส่งผลอัตราการเติบโตของระบบเศรษฐกิจของประเทศโดยรวมสูงขึ้น

การเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลเข้าดังกล่าวมีผลให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากที่มีอยู่ 14.3 พันล้านเหรียญสหรัฐ ๕ ในปี 2533 เป็น 38.7 พันล้านเหรียญสหรัฐ ๕ ในปี 2539 ทำให้สถานะทางการเงินระหว่างประเทศของไทยมีความมั่นคงขึ้น แต่การไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมากในช่วงทศวรรษ 2530 ก็มีผลในทางลบต่อเศรษฐกิจไทยหลายด้าน เงินทุนดังกล่าวมีส่วนทำให้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยได้สูงขึ้นจากเดิมที่เคยมีตัวเลขการขาดดุลที่เฉลี่ยร้อยละ 3.3 ต่อปี ในระหว่างปี 2528-2531 เป็นเฉลี่ยร้อยละ 6.8 ต่อปี ในระหว่างปี 2531-2539 การเพิ่มขึ้นนี้เกิดจากสาเหตุหลายประการ เช่น เกิดจากช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุนภายในประเทศระบบเศรษฐกิจของประเทศมีการขยายตัวสูงในขณะที่เงินออมในประเทศไม่เพียงพอในการลงทุน, อุตสาหกรรมในประเทศมีการพึ่งพาวัตถุดิบและสินค้าประเภททุนจากต่างประเทศในอัตราสูงมากขึ้นจากเดิม ส่งผลให้ตัวเลขการนำเข้ามีมากขึ้นส่งผลให้บัญชีเดินสะพัด และบัญชีดุลการค้าขาดดุลมากขึ้น, และ การที่ตัวเลขการขยายตัวของส่งออกของไทยลดลงอย่างมากในขณะที่การนำเข้ามีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องก็เป็นสาเหตุที่สำคัญที่ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเริ่มขาดดุลรุนแรงขึ้นในช่วงปี 2538 ต่อเนื่องปี 2539 (ตารางที่ 3.9)

ตารางที่ 3.9 การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรสำคัญทางเศรษฐกิจในระดับมหภาคระหว่างปี 2533-2539

| | 2533 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 ^P |
|--|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| อัตราการเพิ่มของ GDP ^a | 11.2 | 8.6 | 8.2 | 8.6 | 8.9 | 8.7 | 6.4 |
| อัตราส่วนดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP | -8.5 | -7.7 | -5.6 | -5.1 | -5.6 | -8.0 | -7.9 |
| เงินทุนสำรองทางการ (พันล้านเหรียญ สรอ.) | 14.3 | 18.4 | 21.2 | 25.4 | 30.3 | 37.0 | 38.7 |
| เงินทุนไหลเข้าสุทธิ (พันล้านเหรียญ สรอ.) | 9.7 | 11.3 | 9.7 | 10.5 | 12.2 | 21.9 | 18.0 |

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย P = ตัวเลขประมาณการ

เงินทุนต่างประเทศที่เคลื่อนย้ายมาจำนวนหนึ่งได้ทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์ และราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของไทย ในช่วงปี 2530-2533 นั้นถือเป็นยุคทองของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของไทย โดยมีเงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมากจากที่มีเงินทุนต่างประเทศไหลเข้ามาขยายตัวในอัตราร้อยละ 183.1 ในปี 2531, ร้อยละ 958.9 ในปี 2532, และร้อยละ 156 ในปี 2533 ซึ่งเป็นอัตราการขยายตัวที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากรวมถึงการขยายตัวของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ให้กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ขยายตัวสูงในช่วงเวลาเดียวกัน (ตารางที่ 3.10) ด้านการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นในช่วงต้นปี 2536 ดัชนีราคาหลักทรัพย์อยู่ที่ 800 จุด ได้เพิ่มสูงขึ้นเป็น 1,600 จุดในปลายปีเดียวกันรวมถึงปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์รวมตลอดปีก็เพิ่มขึ้นจากปริมาณ 793 พันล้านบาทในปี 2534 เป็น 2,201 พันล้านบาทในปี 2536

ตารางที่ 3.10 การเปลี่ยนแปลงในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ระหว่างปี 2528-2533

| อัตราการเปลี่ยนแปลง : ร้อยละ | 2528 | 2529 | 2530 | 2531 | 2532 | 2533 |
|--|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| อัตราการเติบโต (GDP) | 4.6 | 5.5 | 9.5 | 13.3 | 12.3 | 11.2 |
| อัตราเงินเฟ้อ (Inflation) | 2.4 | 1.9 | 2.5 | 3.8 | 5.4 | 5.9 |
| อัตราดอกเบี้ย MLR (ร้อยละต่อปี) | 15.5 | 12.0 | 11.5 | 12.0 | 12.5 | 16.5 |
| สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ | 15.9 | 6.8 | 49.3 | 75.4 | 85.0 | 76.5 |
| สินเชื่อที่อยู่อาศัย | 13.6 | 20.6 | 59.8 | 50.7 | 39.6 | 37.5 |
| เงินทุนต่างประเทศในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ | 2.8 | -83.7 | -396.4 | 183.1 | 958.9 | 156.0 |

* เฉพาะธนาคารพาณิชย์

ที่มา: พรทิพย์ ษมาวัตร, 2541, พัฒนาการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย, รายงานประจำเดือนธนาคารแห่งประเทศไทย เดือนสิงหาคม 2541

การเพิ่มขึ้นของราคาส่งหาริมทรัพย์ และราคาหลักทรัพย์ทำให้เศรษฐกิจของไทยมีลักษณะเป็นเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ที่มีการเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินทรัพย์อย่างรวดเร็ว การขยายเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2530-2538 ทำให้ผลการดำเนินงาน และผลกำไรของภาคธุรกิจเอกชนโดยรวมเพิ่มขึ้นในอัตราเร่ง และทำให้นักลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวมีความมั่นใจในตัวเองสูง และประเมินสภาพเศรษฐกิจในลักษณะที่ดีเกินไปจึงได้โหมขยายการลงทุนในกิจการใหม่ๆ จำนวนมากในลักษณะเกินตัวโดยการระดมเงินกู้ยืมผ่านสถาบันการเงินทั้งในและต่างประเทศ ประกอบกับการอนุญาตให้สถาบันการเงินประกอบกิจการวิเทศธนกิจ และความสามารถในการระดมทุนผ่านรูปแบบตราสารหนี้ที่ขายในต่างประเทศทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนจำนวนมากส่งผลต่อการเพิ่มของอัตราเงินเฟ้อในประเทศที่ขยับสูงขึ้นเป็นร้อยละ 5.9 ในปี 2533 และร้อยละ 5.1, 5.8, และ 5.9 ในปี 2537-2539 ตามลำดับ จากที่เคยอยู่ในระดับที่ต่ำประมาณร้อยละ 2.3 ต่อปีในช่วงปี 2528-2530

เงินทุนต่างประเทศที่เคลื่อนย้ายหลังจากที่มีการอนุญาตให้มีกิจการวิเทศธนกิจในปี 2536 ทำให้ยอดคงค้างของการนำเข้าเงินทุดังกล่าวเพิ่มขึ้นอย่างมากโดย ณ สิ้นปี 2536 มีจำนวน 7.7 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ เพิ่มขึ้นเป็น 31.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ ณ สิ้นปี 2539 โดยมีอัตราการขยายตัวโดยเฉลี่ยร้อยละ 41 ต่อปี หรือเทียบเป็นสัดส่วนหนึ่งคงค้างโดยรวมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติสูงถึงร้อยละ 48.7 ในปี 2539 ซึ่งสูงจากที่เป็นร้อยละ 39.2 ในปี 2535 โดยหนี้ส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะสั้น และในระหว่างช่วงเวลาปี 2537-2539 ประมาณร้อยละ 56 ของหนี้ระยะสั้นเป็นหนี้ของกิจการวิเทศธนกิจ ทั้งนี้เนื่องจากการกู้ยืมหนี้ต่างประเทศที่เป็นหนี้ระยะสั้นมีต้นทุนทางการเงินโดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าหนี้ระยะยาว และหนี้ของกิจการวิเทศธนกิจส่วนใหญ่จะกู้หนี้ระยะสั้นจากต่างประเทศเพื่อปล่อยกู้ระยะยาวภายในประเทศโดยมีการต่ออายุเงินกู้ดังกล่าวเป็นระยะ ๆ (Revolving facility) (ตารางที่ 3.11)

นอกจากนี้การเคลื่อนย้ายเงินทุนจำนวนมากเข้าประเทศในลักษณะที่มีการพึ่งพาเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศจำนวนมากนี้ทำให้ฐานะทางการเงินของไทยมีเสถียรภาพที่ด้อยลงและมีความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการไหลออกของเงินทุนอย่างเฉียบพลัน (Money run) ที่เกิดจากสาเหตุหลายประการ เช่น ความไม่มั่นใจของนักลงทุนในเสถียรภาพทางการเงินของประเทศโดยเฉพาะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับที่สูง ปัญหาความไม่มั่นคงในสถาบันการเงินในประเทศ และการดำเนินนโยบายการเงินที่ผิดพลาด เป็นต้น

สภาพะโลกาภิวัตน์ทางการเงินมีผลต่อการดำเนินนโยบายการเงินไทย โดยเฉพาะอิทธิพลของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลสำคัญของโลก, อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศ, และสภาพเศรษฐกิจระหว่างประเทศ ปัจจัยเหล่านี้มีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างประเทศที่ไหลไปลงทุนในประเทศต่าง ๆ รวมถึงไทย การไหลเข้าของเงินทุนดังกล่าวมีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในเศรษฐกิจไทยหลายประการทั้งผลดี และผลเสีย รัฐต้องปรับนโยบายเศรษฐกิจมหภาคภายในประเทศให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยภายนอกต่าง ๆ เหล่านี้จึงจะสามารถบริหารระบบเศรษฐกิจให้ขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพ (ศุภชัย พานิชภักดิ์, 2544: 93-96)

ตารางที่ 3.11 ภาวะหนี้ต่างประเทศของไทยระหว่างปี 2535 ถึง 2539

หน่วย: พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ

| | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1. หนี้ต่างประเทศ | 43.6 | 52.1 | 64.9 | 82.6 | 89.8 |
| ภาครัฐบาล | 13.1 | 14.2 | 15.7 | 16.4 | 16.8 |
| ภาคเอกชน | 30.6 | 37.9 | 49.2 | 66.2 | 73.0 |
| ธนาคาร | 6.3 | 13.0 | 28.0 | 41.9 | 41.9 |
| BIBF | 0.0 | 7.7 | 18.1 | 27.5 | 31.2 |
| ไม่ใช่ธนาคาร | 24.3 | 24.9 | 21.2 | 24.2 | 31.1 |
| 2. หนี้การส่งออก | 104.2 | 107.2 | 112.9 | 114.2 | 121.2 |
| 3. หนี้/GDP (%) | 39.2 | 41.7 | 45.3 | 49.3 | 48.7 |
| 4. อัตราส่วนภาระหนี้ | 11.3 | 11.2 | 11.7 | 11.4 | 11.8 |
| * รวมกิจการวิเทศธนกิจ | | | | | |

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

3.4 สรุปท้ายบท

โลกาภิวัตน์ทางการเงินมีผลกระทบกับเศรษฐกิจ และการดำเนินนโยบายการเงินไทยอย่างมาก พัฒนาการของกระบวนการโลกาภิวัตน์ทางการเงินมีผลทำให้ระบบเศรษฐกิจไทยมีความผูกพันกับระบบเศรษฐกิจโลกอย่างมาก รวมถึงกระบวนการโลกาภิวัตน์ทางการเงินเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินของไทยให้มีระดับการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น การเคลื่อนย้ายของเงินทุนต่างประเทศจำนวนมากเริ่มต้นในช่วงปลายทศวรรษ 2520 ทำให้เงินลงทุน

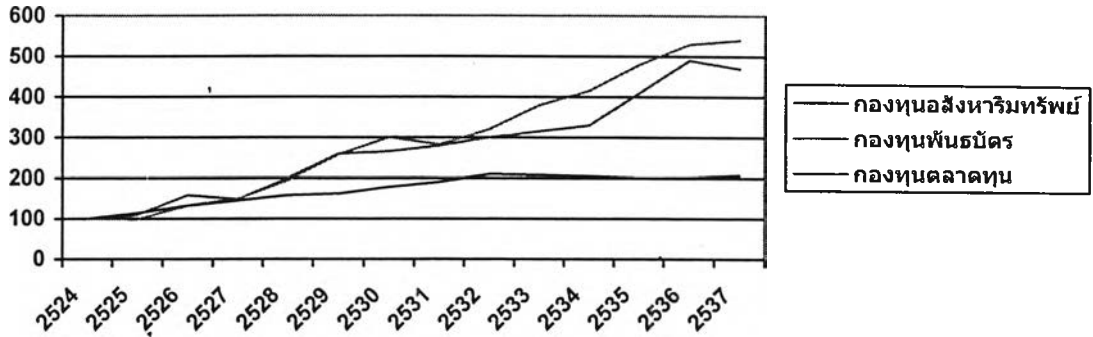
ทางตรงไหลเข้ามาจำนวนมากอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ทำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวอย่างมาก ต่อมาในทศวรรษ 2530 เมื่อทางการได้ประกาศรับพันธะข้อ 8 รวมถึงใช้นโยบายการเปิดเสรีทางการเงินโดยอนุญาตให้สถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศดำเนินกิจการวิเทศธนกิจกรุงเทพ รวมถึงการประกาศใช้พระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ในปี 2535 การใช้นโยบายดังกล่าวมีผลให้เงินทุนต่างประเทศจำนวนมากไหลเข้าประเทศ

การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลต่าง ๆ ในตลาดการเงินระหว่างประเทศ ส่งผลกระทบต่อค่าเงินบาทของไทยที่มีค่าผูกพันกับค่าเงินเหรียญสหรัฐ ฯ การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่สำคัญกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินของไทย รวมถึงการเปลี่ยนแปลงในทางเศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรมที่มีเงินทุนจำนวนมากกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศเกิดใหม่ทางอุตสาหกรรมได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนในการลงทุนที่แตกต่างกัน การเคลื่อนย้ายของเงินลงทุนในหลักทรัพย์จำนวนมากที่ไหลเข้าออกลงทุนในประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงเป็นไปอย่างกว้างขวาง

ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นเป็นปัจจัยที่สนับสนุนให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศในระหว่างปี 2531-2538 ส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศขยายตัวอย่างรวดเร็ว ในขณะที่เดียวกันก็ได้สร้างปัญหาทางเศรษฐกิจให้กับประเทศที่เปิดเสรีทางการเงิน เช่น ปัญหาอัตราเงินเฟ้อ ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และปัญหาสถาบันการเงินในประเทศ ซึ่งหากนโยบายการเงินของรัฐไม่สอดคล้องกับสภาพปัญหาแล้วจะทำให้เศรษฐกิจของประเทศดังกล่าวจะอ่อนแอลงและมีโอกาสที่จะเกิดวิกฤติเศรษฐกิจโดยง่าย ในช่วงปี 2538-2540 เกิดการเปลี่ยนแปลงไปในปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศที่สำคัญ คือ การแข็งค่าของเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ส่งผลให้เกิดการชะลอตัวของภาคการส่งออกและทำให้ปัญหาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดรุนแรงมากขึ้นส่งผลให้เงินทุนต่างประเทศเริ่มเคลื่อนย้ายออกจากประเทศ

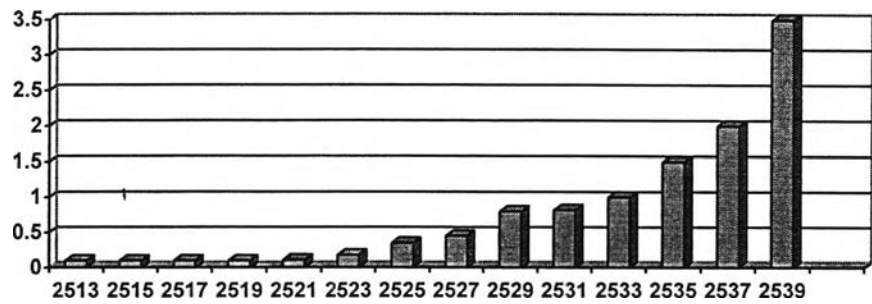
การเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจในประเทศส่งผลให้เงินทุนจำนวนมากไหลออกอย่างรวดเร็ว ส่งผลต่อเงินลงทุนสำรองของประเทศที่ลดลงอย่างรวดเร็ว เป็นช่องทางให้เกิดการโจมตีค่าเงินในประเทศดังกล่าว ซึ่งหากปัญหาเศรษฐกิจไม่ได้รับการแก้ไขอย่างจริงจังแล้วรัฐบาลในประเทศเหล่านี้มักประสบปัญหาเงินทุนต่างประเทศไม่เพียงพอและต้องประกาศลอยตัวค่าเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

รูปที่ 3.1 ผลตอบแทนจากการลงทุนในสหรัฐ ฯ โดยเฉลี่ยของการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, พันธบัตร และ ตลาดทุน โดยมีฐานจากเดือนมิถุนายน 2523 เป็นฐานเท่ากับ 100.



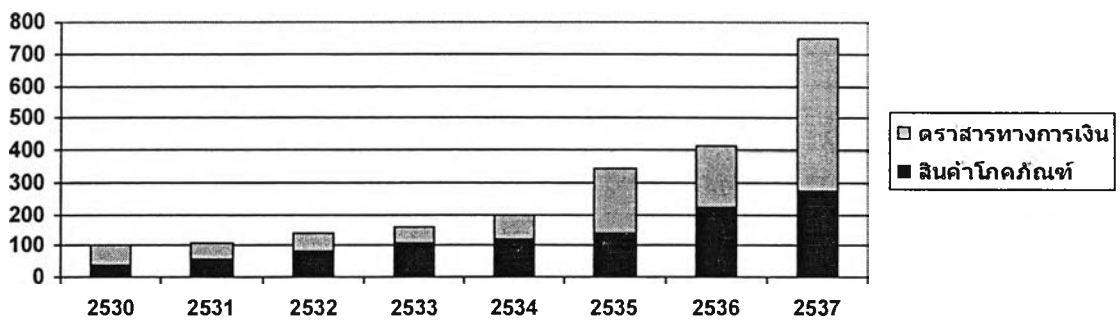
ที่มา: นิตยสาร ดี อีโคโนมิสต์ ฉบับวันที่ 12 พฤศจิกายน 2537 หน้า 96

รูปที่ 3.2 สินทรัพย์รวมของกองทุนรวมในสหรัฐ ฯ ระหว่างปี 2513-2538 หน่วย: ล้านล้านเหรียญ สรค.



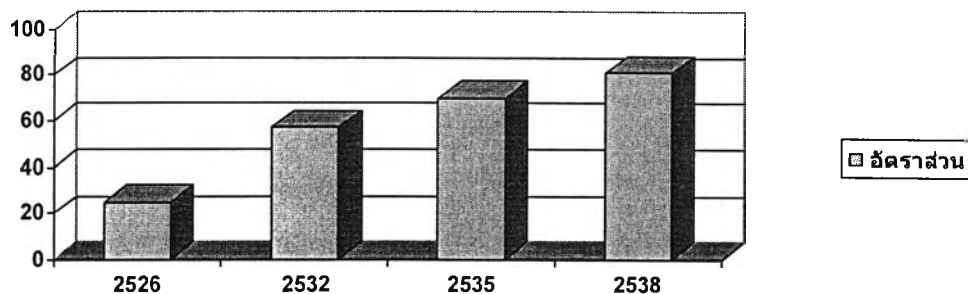
ที่มา: นิตยสาร ดี อีโคโนมิสต์ ฉบับวันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2540 หน้า 89

รูปที่ 3.3 ปริมาณสัญญาอนุพันธ์ทางการเงินที่หมุนเวียนในตลาดอนุพันธ์การเงินกรุงลอนดอนต่อวันระหว่างปี 2530-2537 หน่วย: ต่อ 1000 หน่วยสัญญา



ที่มา: นิตยสาร ดี อีโคโนมิสต์ ฉบับวันที่ 14 พฤษภาคม 2537 หน้า 24

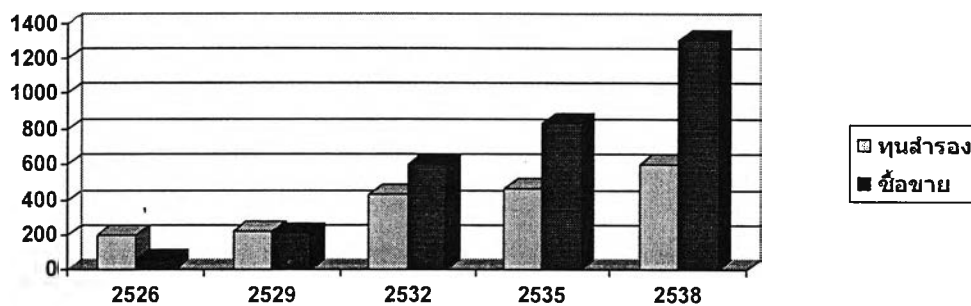
รูปที่ 3.4 อัตราส่วนของปริมาณการซื้อขายแลกเปลี่ยนต่อวันเทียบกับปริมาณการส่งออกของทุกประเทศระหว่างปี 2526-2538



| | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|------------------------|
| การซื้อขาย/วัน | 200 พันล้าน | 663 พันล้าน | 967 พันล้าน | 1.3 ล้านล้าน | |
| ปริมาณส่งออก/ปี | 1.3 ล้านล้าน | 2.9 ล้านล้าน | 3.65 ล้านล้าน | 4.1 ล้านล้าน | |
| อัตราส่วน | 25 เท่า | 57 เท่า | 70 เท่า | 81 เท่า | หน่วยล้านเหรียญสหรัฐ ฯ |

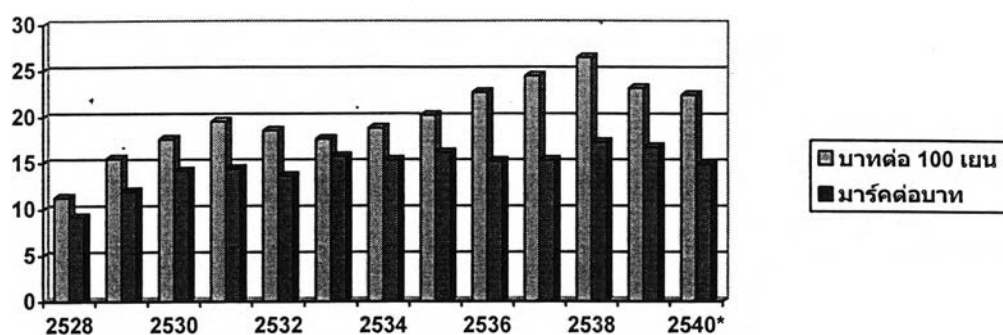
ที่มา : นิตยสาร ดี อีโคโนมิสต์ ฉบับ วันที่ 7 เดือนตุลาคม ค.ศ. 1995

รูปที่ 3.5 ปริมาณทุนสำรองเงินตราของธนาคารกลางทุกประเทศเทียบกับปริมาณการซื้อขายแลกเปลี่ยนต่อวันระหว่างปี 2526-2538 หน่วย: พันล้านเหรียญสหรัฐ ฯ



ที่มา : นิตยสาร ดี อีโคโนมิสต์ ฉบับวันที่ 7 เดือนตุลาคม 2538

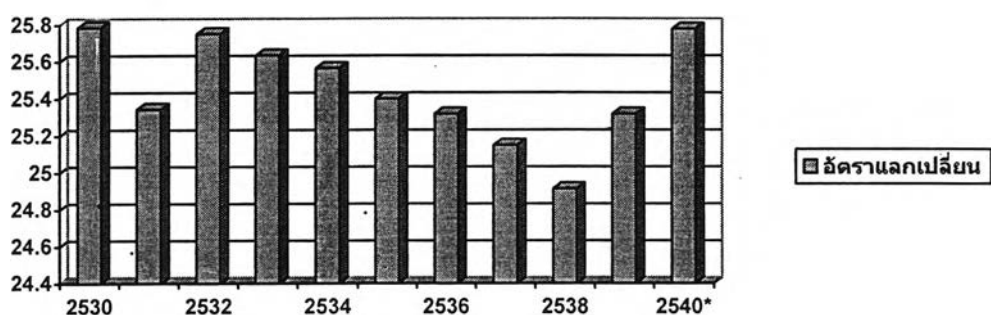
รูปที่ 3.6 อัตราแลกเปลี่ยนเงินบาท ต่อเงินเยน และเงินมาร์คเยอรมันต่อเงินบาทระหว่างปี 2528-2540



หมายเหตุ * ถึงเดือนมิถุนายน 2540

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

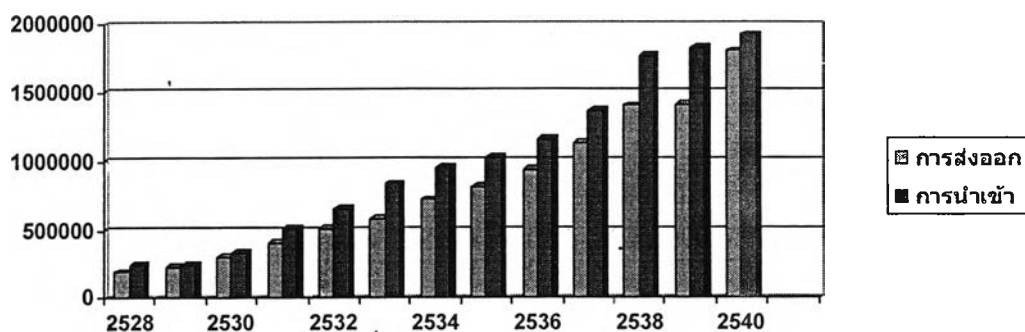
รูปที่ 3.7 อัตราแลกเปลี่ยนเงินเหรียญสหรัฐ ฯ ต่อเงินบาทระหว่างปี 2530-2540



หมายเหตุ * ถึงเดือนมิถุนายน 2540

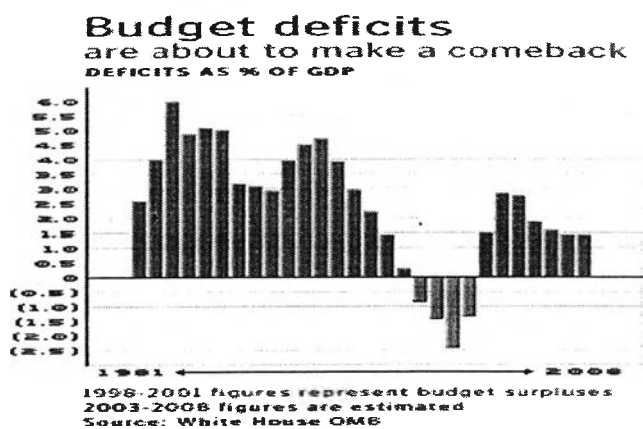
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

รูปที่ 3.8 ปริมาณมูลค่าการส่งออกและการนำเข้าสินค้าของไทยระหว่างปี 2528-2540 หน่วย : ล้านบาท



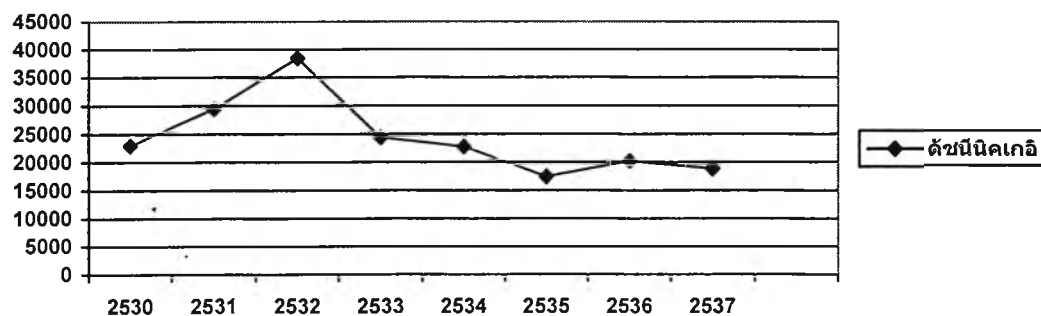
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

รูปที่ 3.9 สถิติการขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลกลางสหรัฐฯ เปรียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ
ระหว่าง ปี 2524-2543



ที่มา: สำนักงานงบประมาณสหรัฐอเมริกา

รูปที่ 3.10 ดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (ดัชนีนิคเกอิ) ระหว่างปี 2530-2537



ที่มา: นิตยสารฟาร์อีสเทิร์น อีโคโนมิค หลายฉบับ