

บทที่ ๑๐

สรุปและขอเสนอแนะ

นับตั้งแต่ตลาดคูปองโรคอลลาร์ ได้มีกำเนิดขึ้นมาตั้งแต่ทศวรรษที่ ๒๔๕๓ ตลาดก็ได้
 วัฒนาการและเจริญเติบโตขึ้นเป็นลำดับ ทั้งนี้เพราะการดำเนินงานในตลาดได้รับการสนับสนุน
 ทั้งโดยเสรีภาพจากกฎข้อบังคับต่าง ๆ และทางค่านอัตราดอกเบี้ย ซึ่งทำให้ตลาดสามารถ
 แข่งขันกับตลาดการเงินระหว่างประเทศ ความสะดวกในการใช้บริการของตลาดและรักษา
 ความลับ ทำให้ตลาดได้รับความนิยมอย่างกว้างขวาง รวมทั้งจากธนาคารและสถาบันต่าง ๆ
 ทั้งในและนอกสหรัฐ ฯ ในระยะที่ผ่านมาโครงสร้างของตลาดได้เปลี่ยนแปลงเป็นลำดับ โดย
 เฉพาะที่เกี่ยวกับอัตราส่วนของคอลลาร์ สรอ.ที่ใช้ในตลาดซึ่งได้ลดลงและการเปลี่ยนแปลง
 ในการกู้ยืมและการลงทุนเมื่อคิดตามภูมิภาคทางภูมิศาสตร์ ในปี ๒๕๑๒ สหรัฐ ฯ เป็นผู้กู้ยืม
 จากตลาดรายใหญ่ ในขณะที่อุปทานมาจากประเทศอุตสาหกรรมสำคัญ ๆ ในยุโรป ส่วนในปี
 ๒๕๑๒ ญี่ปุ่นกลับเป็นผู้ใช้ตลาดคูปองโรคอลลาร์ที่สำคัญรองลงมาก็คือสหรัฐ ฯ ส่วนผู้ที่ลงทุนใน
 ตลาดรายใหญ่ได้แก่ประเทศในตะวันออกกลาง เงินกู้ยืมโรคอลลาร์ที่ให้แก่ประเทศกำลังพัฒนา
 เพิ่มขึ้นถึง ๒ เท่า ในปี ๒๕๑๖ แต่ในขณะที่เกี่ยวกับประเทศอุตสาหกรรมสำคัญก็ได้เบิกรู้ยืม
 ในตลาดเป็นจำนวนมากอย่างผิดปกติด้วย เพราะปัญหาดุลการชำระเงินอันเกิดจากภาวะเงิน
 เพื่อและราคาน้ำมัน

พัฒนาการในตลาดคูปองโรคอลลาร์ในระยะ ๒-๓ ปี ที่ผ่านมาเป็นไปอย่างตรงข้ามกับ
 การคาดคะเน ทั้งนี้เพราะมีปัจจัยหลายประการที่อาจมีผลกระทบกระเทือนต่อตลาด กล่าวคือ
 การที่สหรัฐ ฯ สามารถลดการขาดดุลของดุลการชำระเงินของตนในระยะ ๒-๓ ปี ที่ผ่านมา
 ซึ่งทำให้มีเงินทุนไหลกลับเข้าสู่สหรัฐ ฯ นั้น ทำให้เงินที่หมุนเวียนในตลาดคูปองโรคอลลาร์มีน้อย
 ลง และการเติบโตของตลาดหยุดชะงักลง นอกจากนั้นรัฐบาลสหรัฐ ฯ ยังได้ยกเลิกการควบคุม
 การเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งจะทำให้ความแตกต่างระหว่างเงินฝากในตลาดคูปองโรคอลลาร์และ
 ตลาดเงินสหรัฐ ฯ มีไม่มากนัก และการควบคุมการไหลเข้าของเงินทุนบางประเทศที่ตลาด

ยูโรคอลลารด์ตั้งอยู่ ก็คาดว่าอาจเป็นปัจจัยสำคัญที่กระทบกระเทือนการเติบโตของตลาด
ยูโรคอลลารด์ด้วย

ในการเป็นสื่อกลางของธุรกรรมทางการเงินระหว่างประเทศ ตลาดยูโร
คอลลารด์ได้มีบทบาทที่สำคัญในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ และ
ช่วยส่งเสริมการไหลเวียนของเงินที่สอดคล้องกัน เพราะการทำงานของตลาดมีแนวโน้ม
ให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดต่าง ๆ ปรับตัวอย่างสอดคล้องกัน นอกจากนี้ ในการอำนวยความสะดวก
สะดวกในการหาเงินทุนระหว่างประเทศ ตลาดยูโรคอลลารด์ได้ช่วยสนับสนุนการค้าระหว่าง
ประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่กระทำโดยใช้สินเชื่อเป็นสำคัญ ในแง่ของประเทศกำลังพัฒนา ตลาด
ยูโรคอลลารด์ได้กลายเป็นแหล่งสำคัญในการระดมเงินทุนเพื่อการพัฒนาประเทศ

ทั้ง ๆ ที่ตลาดยูโรคอลลารด์มีกำเนิดมากกว่า ๑๕ ปี แล้ว ขอบเขตและกลไกที่ยู่
ยากสลับซับซ้อนของตลาดนี้ก็ยังไม่เป็นที่เข้าใจกันอย่างแจ่มแจ้งโดยทั่วไป ผู้สังเกตการณ์
ได้ชี้ให้เห็นถึงปัญหาที่เกิดจากการทำงานของตลาดยูโรคอลลารด์ โดยเฉพาะในแง่ที่เป็นปัจจัย
สำคัญอย่างหนึ่งที่ทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อทั่วโลกในระยะ ๒-๓ ปี ที่ผ่านมานี้ ทั้งนี้เพราะ
ธนาคารในตลาดยูโรคอลลารด์สามารถให้สินเชื่อยูโรคอลลารด์ได้เหมือนการสร้างสินเชื่อใน
ประเทศ ปริมาณเงินทั่วโลกจึงมีมาก นอกจากนี้ การลงทุนของธนาคารกลางในตลาดยูโร
คอลลารด์ยังมีส่วนช่วยเพิ่มสภาพคล่องระหว่างประเทศด้วย ทั้งนี้เพราะเมื่อธนาคารกลางนำ
เงินไปลงทุนในตลาด สภาพคล่องของตลาดในประเทศมิได้ลดลงในจำนวนที่เท่าเทียมกัน
แต่สภาพคล่องในประเทศที่รับเงินทุนนั้นจะเพิ่มขึ้น ธนาคารกลางที่ฝากเงินในตลาดมักจะมี
ถือเงินที่ตนไปลงทุนไว้เป็นส่วนหนึ่งของเงินสำรองระหว่างประเทศของตน ขณะเดียวกัน
ธนาคารกลางของประเทศที่ได้รับความฝากเงินก็จะมีเงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น

เพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดขึ้นเพราะการขยายตัวของสภาพคล่องระ
หว่างประเทศ ในปี ๒๕๑๔ ประเทศอุตสาหกรรมสำคัญ ๑๐ ประเทศ จึงได้ตกลงกันไม่เพิ่ม
การลงทุนของทางการในตลาดยูโรคอลลารด์ ซึ่งคาดว่าจะไม่ทำให้ธนาคารกลางเสียประโยชน์
มากนัก ทั้งนี้เพราะว่าในสมัยก่อนที่จะเกิดตลาดยูโรคอลลารด์ขึ้น ธนาคารกลางต้องฝากเงิน

สำรองของตนในประเทศที่เป็นผู้ออกเงินตราชนิดนั้น ๆ และข้อได้เปรียบเรื่องอัตราดอกเบี้ยในตลาดยูโรดอลลาร์ก็มีน้อยลงเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่าง ๆ ก็เพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ฝากเงินนำเงินไปลงทุนในตลาดเงินของประเทศต่าง ๆ มากขึ้น ข้อได้เปรียบอีกประการหนึ่งของตลาดยูโรดอลลาร์ซึ่งยังคงไม่เปลี่ยนแปลงคือความสศวก เพราะธนาคารกลางยังคงสามารถลงทุนเป็นเงินตราบางสกุลในตลาดยูโรดอลลาร์ได้ในขณะที่ไม่สามารถเข้าไปลงทุนในประเทศที่ออกเงินตราสกุลนั้นได้ เพราะมีการควบคุมการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ

ผู้วิจารณ์หลายคนกล่าวว่ากรณีที่ธนาคารต่าง ๆ ในตลาดยูโรดอลลาร์ดำเนินการภายใต้การควบคุมที่น้อยมาก ทำให้ธนาคารเหล่านี้มีอิสระที่จะโยกย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้เป็นจำนวนมากและภายในเวลาอันรวดเร็ว จนเกิดผลกระทบกระเทือนนโยบายเศรษฐกิจของประเทศที่เกี่ยวข้อง และในกรณีที่เกิดการเก็งกำไรอาจจะทำให้มีการไหลของเงินทุนเป็นจำนวนมากออกจากเงินตราสกุลอ่อนไปสู่เงินตราสกุลแข็ง จนทำให้เกิดความวุ่นวายขึ้นในตลาด เพราะเงินตราสกุลอ่อนอาจต้องลดค่าและหรือเงินตราสกุลแข็งอาจต้องเพิ่มค่า การไหลของยูโรดอลลาร์จำนวนมากในลักษณะที่กระทบกระเทือนเสถียรภาพทางการเงินระหว่างประเทศเช่นนี้ อาจจะไม่เป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่มั่นคงของระบบการเงินระหว่างประเทศ แต่เป็นผลของการขาดความเชื่อถือในค่าของเงินอันเนื่องมาจากข้อบกพร่องขั้นพื้นฐานในระบบการเงินระหว่างประเทศ ในกรณีเช่นนี้การรักษาระบบการเงินระหว่างประเทศให้มีเสถียรภาพย่อมป้องกันการใช้โยกย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเพื่อเก็งกำไรดังกล่าวข้างต้น อยู่จนไรก็ตามหากปัญหาทางการเงินระหว่างประเทศบังคับให้เกิดความจำเป็นต้องควบคุมการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศ การควบคุมดังกล่าวควรเป็นการชั่วคราวและหากเป็นไปได้ควรยกเว้นการควบคุมเงินทุนที่ไหลไปยังประเทศกำลังพัฒนา เพราะมีความต้องการเงินทุนเป็นจำนวนมากอยู่ตลอดเวลา

วิกฤติการณ์น้ำมันเมื่อเร็ว ๆ นี้ มีผลกระทบกระเทือนต่อเสถียรภาพของตลาดยูโรดอลลาร์เป็นอันมาก เพราะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของกระแสอุปสงค์และอุปทานยูโรดอลลาร์

การที่ประเทศต่าง ๆ ทั้งประเทศพัฒนาและกำลังพัฒนาที่ประสบปัญหาดุลการชำระเงินเข้าไป
 กู้ยืมในตลาดเป็นจำนวนมากผิดปกติในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินภายในประเทศก็อยู่ใน
 ระดับสูง เพราะการปรับนโยบายแก้ปัญหาเงินเพื่อให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดยูโรคอลลาร์
 เพิ่มสูงกว่าที่เคยเป็นมาแต่ก่อน กล่าวคือในช่วงเดือนกรกฎาคม ๒๕๑๗ อัตราดอกเบี้ยยูโร
 คอลลาร์ ๓ เดือน โคขึ้นสูงถึงร้อยละ ๑๔ ต่อปี โดยที่ในขณะนั้นอุปสงค์สำคัญในตลาดยูโร
 คอลลาร์อยู่ในประเภทเงินทุนระยะปานกลางและระยะยาว แต่อุปทานของตลาดกลับไคมา
 จากเงินทุนระยะสั้น เพราะผู้ลงทุนสำคัญจากตะวันออกกลางยังมีได้มีความมั่นใจในตลาด
 อย่างเต็มที่ ดังนั้นธนาคารจึงต้องพยายามที่จะ finance เงินกู้ระยะยาวจากเงินฝาก
 ระยะสั้น ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูง ซึ่งทำให้หลายธนาคารเกิดปัญหาขาดทุนอย่างรุนแรง การใช้
 วิธีให้เงินกู้ดังกล่าวยังมีปัญหาอีกว่า หากเงินฝากระยะสั้นที่ครบอายุไม่ได้รับการต่ออายุโดย
 ผู้ฝาก ธนาคารอาจมีปัญหขาดแคลนเงินตราต่างประเทศจนถึงกับต้องล้มเลิกกิจการ หรือ
 ต้องขอเลื่อนกำหนดการชำระหนี้ออกไป

เมื่อมีปัญหาเกี่ยวกับความเชื่อมั่นในตลาดยูโรคอลลาร์ ผู้ลงทุนในตลาดยูโรคอลลาร์
 ได้ถอนเงินกลับและนำไปฝากในตลาดในยุโรปและสหรัฐ ฯ มากขึ้นเป็นลำดับ ซึ่งเหตุการณ์
 ดังนี้ได้เริ่มเกิดขึ้นก่อนแล้ว เพราะอัตราดอกเบี้ยในตลาดยูโรคอลลาร์ต่ำลงไม่แตกต่างจากใน
 ประเทศต่าง ๆ มากนัก การคำริของรัฐบาลต่าง ๆ ที่จะควบคุมการดำเนินงานของตลาดยูโร
 คอลลาร์เพื่อความปลอดภัย ทำให้ผู้ลงทุนเกิดความเกรงกลัวว่าจะไม่สามารถถอนเงินทุนจาก
 ตลาดได้โดยสะดวก ในภายหน้าจึงมักเลือกลงทุนในระยะสั้น เพื่อให้โยกย้ายได้ง่ายเมื่อจะ
 มีปัญหาเกิดขึ้น

เพื่อป้องกันการล้มของตลาด ประเทศสำคัญในยุโรปตะวันตกควรทำความตกลงกัน
 ที่จะเข้าไปให้ความช่วยเหลือธนาคารใหญ่ ๆ ในตลาดเงินตรายูโรที่เกิดปัญหาในลักษณะของ
 การเป็นแหล่งกู้ยืมรายสุดท้าย ทั้งนี้เพื่อให้ความมั่นใจในความปลอดภัยของตลาดที่มีมากขึ้น ปัญหา
 ที่ยังคงเหลืออยู่คือปัญหาว่าประเทศใดควรที่จะรับผิดชอบช่วยเหลือและดูแลการดำเนินงานของ
 ธนาคารใด กล่าวคือจะให้เงินของประเทศที่ธนาคารสาขานั้นอยู่หรือประเทศที่สำนักงานใหญ่

ตั้งอยู่ นอกจากนี้ยังควรพิจารณาการควบคุมทางด้านต่าง ๆ เพื่อให้การทำงานของธนาคาร
ยูโรคอลลาร์เป็นไปอย่างระเบียบและมั่นคง กล่าวคืออาจจะมีการจำกัดหนี้สินหรือการให้ยืม
ของธนาคารยูโรคอลลาร์ หรือกำหนดอัตราส่วนเงินสดสำรอง การควบคุมเหล่านี้จะจำกัด
การขยายตัวของธุรกิจยูโรคอลลาร์ แต่จะทำให้เห็นการดำเนินงานของธนาคารยูโรคอลลาร์
มีความเสี่ยงน้อยที่สุด และเป็นการกระตุ้นให้ผู้ลงทุนเกิดความมั่นใจมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม ในฐานะที่ตลาดยูโรคอลลาร์มีบทบาทที่ทำให้เศรษฐกิจระหว่าง
ประเทศมีการขยายตัว การควบคุมหรือปรับปรุงความมั่นคงของตลาดจะต้องกระทำอย่าง
รอบคอบและระมัดระวัง มิฉะนั้นแล้วจะทำให้ต้นทุนในการดำเนินงานเพิ่มสูงขึ้น จนทำให้
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพิ่มสูงขึ้นมาก หรือทำให้มีการจำกัดเงินกู้มากเกินไป และทำให้การจัด
สรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพน้อยลง

เนื่องจากตลาดยูโรคอลลาร์เป็นแหล่งที่มาของเงินทุนและแหล่งลงทุนที่สำคัญ การ
ที่ตลาดจะดำรงต่อไปได้ในอนาคตจึงเป็นสิ่งสำคัญเป็นอย่างยิ่งในแง่ของประเทศกำลังพัฒนา
ซึ่งได้พึ่งตลาดเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญมากขึ้นเป็นลำดับ การศึกษาถึงลักษณะและกิจกรรมของ
ตลาดอย่างลึกซึ้งเป็นสิ่งสมควรกระทำอย่างรีบด่วนโดยประเทศที่ตลาดตั้งอยู่ หรือโดยสถาบัน
การเงินระหว่างประเทศ เช่นกองทุนการเงินระหว่างประเทศ หรือ BIS เพื่อจะทำให้
สามารถวางมาตรการระยะยาว สำหรับปรับปรุงความมั่นคงของตลาด เป็นที่น่าสังเกต
ในระยะ ๒-๓ ปี ที่ผ่านมา ประเทศต่าง ๆ ได้เริ่มมองช่องทางในการปรับปรุงความมั่นคงของ
ตลาดอย่างจริงจัง และหากสถานการณ์เรียกร้องอย่างแท้จริง การดำเนินมาตรการเพื่อให้
ตลาดดำรงอยู่ได้คงจะต้องกระทำโดยประเทศที่เกี่ยวข้องกับการทำงานของตลาดนี้ สำหรับ
ในกรณีนี้ การเจริญเติบโตของตลาดยูโรคอลลาร์จะถูกจำกัดไปบ้างในอนาคตโดยความตกลง
ระหว่างประเทศ เพื่อปรับปรุงความมั่นคงดังกล่าวข้างต้น หรือความตกลงเกี่ยวกับการปฏิรู
บบการเงินระหว่างประเทศที่จะมีผลให้การถือเงินตราสกุลต่าง ๆ กระทำได้น้อยลงระบบ
การเงินของโลกจะต้องการแหล่งที่มาของเงินทุนจากแหล่งอื่นทดแทนให้ประเทศกำลังพัฒนา ซึ่ง
มีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้นอยู่ตลอดเวลา