

## บทที่ 2

### ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงทฤษฎีที่เกี่ยวกับการไหลเข้าของเงินทุนและงานวิจัยที่ได้รวบรวมมา โดยจะแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ

- 2.1 ปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.2 ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อฐานเงินของประเทศและประสิทธิผลของนโยบายการเงิน และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.3 ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่ออัตราแลกเปลี่ยนและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนระหว่างประเทศ

ปัจจัยที่เป็นเหตุให้เกิดหรือชะลอการไหลเข้าของเงินทุนระหว่างประเทศนั้น สามารถจำแนกได้เป็นปัจจัยภายนอกของประเทศผู้รับเงินทุนและปัจจัยภายในของประเทศผู้รับทุนเหล่านั้นเอง ดังเช่น

1. อัตราผลตอบแทนของเงินทุนโดยเปรียบเทียบ (สมมติให้ความเสี่ยงและสภาพคล่องเท่ากันในทรัพย์สินที่ใช้ลงทุนในทั้งสองประเทศ) ซึ่งเป็นที่แน่นอนว่าถ้าแหล่งใดให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเงินทุนย่อมไหลไปสู่แหล่งนั้น โดยทั่วไปปัจจัยที่ใช้วัดอัตราผลตอบแทนของเงินทุนจะมีอยู่ 2 ชนิดหลัก ๆ คือ อัตราดอกเบี้ย และ อัตราแลกเปลี่ยน

**อัตราดอกเบี้ย** ในระยะ 10 ปีที่ผ่านมาอัตราดอกเบี้ยโลกมีแนวโน้มลดลง เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นของพันธบัตรสหรัฐฯ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องเมื่อดันทศวรรษที่ 1990 จนมาในระดับต่ำสุดเมื่อปลายปี 1992 นับว่าเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่ต้นศตวรรษที่ 1960 หรือระดับอัตราดอกเบี้ยของประเทศญี่ปุ่นที่ลดต่ำลงอย่างมากในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ผลจากการลดลงในอัตราดอกเบี้ยของประเทศที่พัฒนาแล้วนี้เป็นเหตุให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนจำนวนมากมาสู่ประเทศกำลังพัฒนาทั้งในกลุ่มประเทศละตินอเมริกาและกลุ่มประเทศเอเชียรวมทั้งประเทศไทยที่ยังคงรักษาระดับของอัตราดอกเบี้ยให้อยู่สูง

การไหลเข้ามาของเงินทุนดังกล่าวนี้ ส่วนหนึ่งเป็นการให้เงินกู้ในจำนวนมาก อีกทั้งเงินที่มาจากลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) ก็กำลังขยายตัวและเติบโตอย่างมากในประเทศผู้รับทุนเหล่านี้เช่นกัน

**อัตราแลกเปลี่ยน** นับเป็นอีกปัจจัยหลักที่ผู้ลงทุนข้ามประเทศนำมาพิจารณาในการเลือกลงทุนว่าจะลงทุนในประเทศใด เพราะจะเกี่ยวข้องโดยตรงเมื่อผู้ลงทุนเหล่านั้นจะนำเงินทุนของตัวเองกลับ ถ้ามีการคาดการณ์ว่าประเทศใดจะมีการลดค่าของเงิน ก็จะทำให้ผลตอบแทนของนักลงทุนข้ามชาติต้องลดลงตามไปด้วย ดังนั้น การชะลอการลงทุนหรือการเปลี่ยนไปลงทุนของประเทศอื่นก็จะเป็นทางเลือกที่ตามมา

2. อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศผู้รับทุน โดยที่ผ่านมาในช่วงต้นทศวรรษที่ 1990 เป็นช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในประเทศสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และ หลายประเทศในยุโรป แต่ในช่วงเวลาเดียวกันนั้น ประเทศไทยและประเทศกำลังพัฒนาอีกหลายประเทศกลับมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมาก ทำให้โอกาสในการทำกำไรในประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้เป็นที่น่าดึงดูดมากกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว อันส่งผลให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนมาในประเทศ

3. แนวโน้มในการกระจายการลงทุนจากศูนย์กลางการเงินหลักๆ ไปสู่ตลาดทุนที่กำลังเติบโตขึ้นอย่างมาก เช่นการขยายตัวของกองทุนประกันชีวิต กองทุนรวมต่างๆ นอกจากนั้นการผ่อนคลายมาตรการควบคุมการเข้ามาออกพันธบัตรของประเทศพัฒนาเพื่อระดมทุนในประเทศสหรัฐฯ และกลุ่มประเทศยุโรปก็เป็นไปได้สะดวกยิ่งขึ้น

4. ประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศพยายามใช้มาตรการทั้งการเงินและการคลังเข้ามาช่วยเป็นเครื่องมือในการกระตุ้นตลาด โดยการเปิดเสรีทั้งในแง่ส่งเสริมการแข่งขันและลดการกีดกันการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศ ความสำเร็จในประเทศไทยมีการเปิดเสรีทางการเงินในปี 1990 ส่งเสริมให้เกิดกิจการวิเทศธนกิจ การใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงเพื่อรักษาระดับอัตราเงินเฟ้อ และรักษาให้เกิดเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน อันช่วยให้ความเสี่ยงด้านความผันผวนของค่าเงินลดลงหรือเป็นการลดความเสี่ยงของการลงทุนระหว่างประเทศลง กระตุ้นให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนระหว่างประเทศในจำนวนมากขึ้น

5. ระดับของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศผู้รับทุน ถ้าประเทศใดมีระดับของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อผลิตภัณฑ์ประชาชาติอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องแล้ว ประเทศนั้นย่อมมีแนวโน้มที่ต้องการเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามามากขึ้นเพื่อจุนเจือการขาดดุลดังกล่าว หรือมีแนวโน้มที่จะทำการลดค่าของเงินเพื่อกระตุ้นให้เกิดการขยายตัวทางด้านการส่งออกอันอาจทำให้ประเทศผู้ให้ทุนมองว่าประเทศดังกล่าวนี้จะไม่มีความสามารถในการชำระหนี้เพียงพอ ซึ่งการกระทำดังกล่าวนี้จะมีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุนในทางลบ

6. ระดับภาระหนี้ที่เกิดขึ้นในประเทศผู้รับทุน การที่ประเทศผู้รับทุนดังกล่าวมีภาระหนี้ต่างประเทศสะสมอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องนั้น ย่อมทำให้ประเทศมีความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นกัน และในขณะเดียวกันอาจทำให้ประเทศผู้ให้ทุนระงับการปล่อยกู้ใหม่ เนื่องจากเกรงว่าประเทศที่ผู้ไปนั้นจะไม่สามารถชำระหนี้คืนได้

จากปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนเหล่านี้ Chuhan, Clasessens และ Mamingi (1993) พบว่าในกลุ่มประเทศละตินอเมริกา ปัจจัยภายนอกมีผลต่อการไหลเข้าของเงินถึงกว่า 50% แต่สำหรับกลุ่มประเทศเอเชียแล้วปัจจัยภายนอกดังกล่าวมีผลเพียง 1 ใน 3 เท่านั้น

งานวิจัยที่เกี่ยวกับปัจจัยกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ โดยมีพื้นฐานอยู่บนทฤษฎีการเงิน (Monetary Approach) อันมีข้อสมมติว่าพันธบัตรทั้งในประเทศและต่างประเทศสามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้อย่างเสรี และตลาดเงินอยู่ในระดับดุลยภาพ พบได้ในงานของ Richard J. Zecher (1974) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อปริมาณเงินไหลเข้าของประเทศออสเตรเลีย โดยวิเคราะห์ข้อมูลมหภาครายปีในช่วง 1950 - 1971 และงานของ Donna L. Bean (1974) ที่นอกจากจะศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลดังกล่าวแล้ว ยังทดสอบหาปัจจัยที่เหมาะสมที่สุดในการอธิบายถึงการไหลเข้าของเงินในประเทศญี่ปุ่นด้วย แต่ Bean วิเคราะห์ด้วยข้อมูลมหภาครายไตรมาสในช่วงปี 1959 - 1970

ทั้ง Zecher และ Bean อาศัยแบบจำลองของเศรษฐกิจแบบเปิด (open economic model) ที่รวมตลาดเงินเข้าไปพิจารณาด้วย โดยในการศึกษาของ Zecher มีข้อสมมติให้อุปสงค์ของเงินเป็น homogeneous degree one ต่อระดับราคา คือการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาและอุปสงค์ของเงินจะเปลี่ยนแปลงไปในสัดส่วนเดียวกันเพื่อให้สะดวกต่อการวิเคราะห์ถึงผล

กระทบของอัตราเงินเฟ้อต่อการไหลเข้าของเงิน ส่วนในการศึกษาของ Bean สมมติให้ไม่มีภาพลวงตาทางการเงิน (no money illusion) คือการที่คนจะรับรู้ว่าระดับราคามีการเปลี่ยนแปลงไป อันจะทำให้เขาปรับตัวตามทันที และประเทศญี่ปุ่นไม่มีอิทธิพลต่อระดับราคาโลกหรือเป็น price taker ข้อสมมติดังกล่าวนี้มีไว้เพื่อให้ง่ายต่อการทำความเข้าใจถึงการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินภายในประเทศเองว่าจะไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับรายได้หรือผลผลิต

Zecher และ Bean ได้สรุปผลของปัจจัยที่นำมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์กับการไหลเข้าของเงินคล้ายกัน ดังนี้คือ

การขยายตัวทางเศรษฐกิจหรือรายได้ภายในประเทศจะเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นในปริมาณเงินทุนไหลเข้า เพราะการที่รายได้ขยายตัวจะทำให้อุปสงค์ของเงินเพิ่มขึ้นและปริมาณเงินทุนไหลเข้าก็จะเพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ Bean พบว่าถ้าเปลี่ยนมาใช้ข้อมูลรายครึ่งปี สัดส่วนการเพิ่มขึ้นของเงินทุนไหลเข้าที่เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของรายได้จะมีมากขึ้น ดังนั้นผลที่ได้ดังกล่าวต่างจากการมองในแง่ดุลการค้า (Balance of Trade Approach) ที่ว่าถ้ามีรายได้เพิ่มขึ้นจะทำให้มีการนำเข้ามาบริโภคมากขึ้น ซึ่งย่อมนำไปสู่การไหลออกของเงินทุน

ระดับราคาก็เช่นกันจะมีผลบวกต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้า โดย Bean ทดสอบจากระดับราคา ทั้ง 2 ประเภทคือ ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) และดัชนีราคาขายส่ง (WPI) Bean พบว่าดัชนีราคาผู้บริโภคมีความเหมาะสมมากกว่าดัชนีราคาขายส่งในการอธิบายถึงการไหลเข้าของเงิน

จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้า เพราะในการวิเคราะห์ของ Zecher นี้อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวถูกแทนด้วยระดับอัตราดอกเบี้ยโลก ดังนั้นการสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยโลกย่อมดึงดูดให้เกิดเงินไหลออก แต่ในการศึกษาของ Bean ที่ทดสอบโดยใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อลด (discount rate) จากประเทศญี่ปุ่นและอัตราดอกเบี้ยจากพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกา (Treasury Bill) ซึ่งปรับขึ้นครั้งด้วยการอ่อนตัวของอัตราแลกเปลี่ยน พบว่าการใช้อัตราดอกเบี้ยจาก Treasury Bill ของสหรัฐอเมริกาจะให้ผลดีกว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อลดจากประเทศญี่ปุ่น แต่ผลดังกล่าวก็ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยยังมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับระดับการไหลเข้าของเงินเช่นกัน

ส่วน 2 ตัวแปรสุดท้ายที่กำหนดปริมาณเงินในประเทศอันได้แก่ ตัวทวีของเงินและฐานเงินของประเทศ (monetary base) ที่หักเงินสำรองระหว่างประเทศ หรือ สินเชื่อสุทธิภายใน

ประเทศ (net domestic credit) ทั้ง Zecher และ Bean พบว่าจะมีผลลบต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้า เพราะถ้าทั้ง 2 ตัวแปรนี้มีค่ามากขึ้นย่อมหมายถึงปริมาณเงินในประเทศที่มากขึ้นซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ยในประเทศลดลงและจะส่งผลต่อไปถึงการไหลออกของเงินทุน แต่จากการผลการศึกษาของ Bean แสดงให้เห็นว่า การขยายสินเชื่อสุทธิภายในประเทศแม้จะมีผลลบต่อปริมาณการไหลเข้าของเงินแต่จะได้ผลน้อยกว่าที่คาดไว้ โดย Bean ให้ความเห็นว่าที่เป็นเช่นนั้นเพราะจากการคำนวณไม่ได้รวมส่วนของเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์เข้าไปในฐานเงิน ดังนั้นเมื่อมีการไหลเข้ามาของเงินทุน จึงมีบางส่วนอยู่ในระบบของธนาคารพาณิชย์

นอกจากนั้น Zecher ยังได้ให้ความเห็นต่อไปว่าตัวแปรทั้ง 2 ตัวนี้ยังได้รับผลจากการที่ประเทศพยายามที่จะใช้นโยบายในการลดหรือเพิ่มปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศ หรือทำ Sterilization เพื่อลดความผันผวนของปริมาณเงินในประเทศ อีกด้วย

ส่วน Bean ได้เสนอความคิดว่าถ้าต้องการลดผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินทุน ผู้มีอำนาจควรจะใช้โยบายการจำกัดสินเชื่อ เพราะผลจากการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินภายในประเทศจะทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุน ทำให้การจำกัดการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศจะช่วยลดขนาดของปริมาณเงินภายในประเทศและสกัดกั้นผลกระทบของการไหลเข้าของเงินทุน

จะเห็นได้จากการศึกษาทั้งของ Zecher และ Bean แสดงว่าทั้งประเทศออสเตรเลียและญี่ปุ่นมีปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินทุนที่คล้ายกัน แม้ว่า Bean จะเปลี่ยนแปลงตัวแปรบางตัว และใช้ช่วงเวลาต่างกันก็ตาม อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของทั้ง Zecher และ Bean นี้ ไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัญหาของการขาดดุลเดินสะพัดที่ในปัจจุบันนับว่าเป็นปัจจัยหลักที่มีผลต่อการไหลเข้ามาของเงินทุน เพราะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดดังกล่าวถ้ามีอย่างต่อเนื่องแล้ว ประเทศอื่นๆ อาจมองว่าประเทศจะไม่มีความสามารถในการชำระเงินกู้ อีกทั้งอาจมีการลดค่าเงินขึ้นเพื่อแก้ปัญหาการขาดดุลดังกล่าว จึงทำให้ความต้องการให้กู้ยืมน้อยลงและส่งผลให้การไหลเข้ามาของเงินทุนลดลง

M.G. Porter (1974) ศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีส่วนในการกำหนดปริมาณเงินทุนไหลเข้าโดยได้รวมตัวแปรการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่ทั้ง Zecher และ Bean มิได้รวมเข้าไปในระบบสมการ (simultaneous equations) เศรษฐศาสตร์มหภาค โดยทำการลดรูปให้อยู่ในสมการการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ (reduced form of foreign capital flow) เพื่อใช้

ในการทดสอบข้อมูลมหภาคของประเทศ Australia ตั้งแต่ไตรมาสที่สามของปี 1961 จนถึงไตรมาสที่สี่ของปี 1972 และได้สมมติให้พันธบัตรของประเทศ Australia กับของต่างประเทศทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ตามทฤษฎีการเงิน จากการทดสอบดังกล่าวได้ผลการศึกษาดังนี้ คือ ถ้าเกิดการเพิ่มขึ้นในระดับรายได้ของประเทศจะทำให้มีปริมาณเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้น และถ้าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศเป็นบวกมากขึ้นก็จะทำให้เงินทุนไหลออกจากประเทศ โดยปริมาณเงินทุนไหลออกนี้จะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับค่าความยืดหยุ่นของอุปสงค์ของเงินต่ออัตราดอกเบี้ยจากต่างประเทศ นอกจากนั้นจากการทดสอบเพื่อหาผลของการคาดคะเนอัตราแลกเปลี่ยนสรุปได้ว่าถ้ามีการคาดคะเนว่าประเทศจะมีการขึ้นค่าเงิน จะมีปริมาณเงินทุนไหลเข้าประเทศเพื่อมาเก็งกำไรมากขึ้น ซึ่งการที่มีปริมาณเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้นในลักษณะนี้จะเป็นแรงผลักดันให้เกิดการแข่งขันตัวของค่าเงินยิ่งขึ้นอีก แต่ถ้าเกิดการคาดการณ์ว่าค่าเงินของประเทศจะลดลงก็จะเกิดเงินทุนไหลออกนอกประเทศ

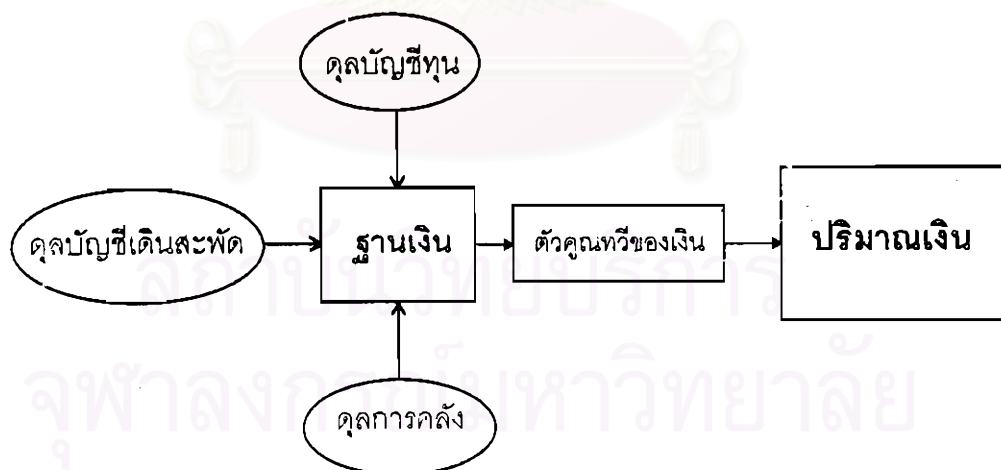
ส่วนในงานของ Maxwell J. Fry (1989) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินทุนในประเทศกำลังพัฒนาโดยอาศัยแนวคิดด้านการเงินเช่นกัน แต่กำหนดให้มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (exchange risk premium) เกิดขึ้นด้วย .โดย Fry ได้เลือกประเทศกำลังพัฒนาขนาดเล็กทั้งหมด 19 ประเทศหลักที่เป็นหนี้ต่อธนาคารโลก และอาศัยข้อมูลแบบ pooling data จำนวนทั้งสิ้น 338 ตัวอย่าง (observations) มาวิเคราะห์ในแบบจำลองเงินทุนไหลเข้า ในช่วงปี 1968 - 1985 ด้วยวิธี TSLS โดย Fry กำหนดข้อสมมติให้สัมประสิทธิ์ของสมการในแต่ละประเทศเหมือนกัน หรือปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินเหมือนกันในทุกประเทศและอาศัยอีก 2 สมการเพื่อวิเคราะห์ถึงนโยบายการควบคุมเงินเข้าภายในประเทศและการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน

จากผลการศึกษาของ Fry พบว่า ประเทศในกลุ่ม Pacific Basin (Indonesia, S.Korea, Malaysia, Philippines , Thailand) กับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา อีก 14 ประเทศ (Algeria, Brazil, Cameroon, Columbia, Egypt, India, Ivory Coast, Jamaica, Mexico, Morocco, Pakistan , Sudan, Tunisia, Turkey) มีปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินทุนคล้ายกันคือ การขาดดุลในดุลบัญชีเดินสะพัดและการคาดการณ์ว่าจะมีการลดลงของค่าเงินจะเป็นสาเหตุให้เกิดการไหลออกของเงินทุนระหว่างประเทศหรือเกิดการชะลอตัวของเงินทุนไหลเข้า ส่วนการขยายตัวของรายได้ประชาชาติและอัตราเงินเฟ้อจะเป็นเหตุชักจูงให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุน

จากงานทั้ง 4 ชิ้นนี้ จะเห็นได้ว่า การขยายตัวทางเศรษฐกิจหรือการเพิ่มขึ้นในรายได้ของประเทศและอัตราเงินเฟ้อนั้น จะเป็นปัจจัยผลักดันให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนระหว่างประเทศ เนื่องจากตัวแปรทั้งสอง ทำให้อุปสงค์ของเงินภายในประเทศขยายตัวสูงกว่าอุปทานของเงินในประเทศ และส่งผลต่อให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น เกิดการดึงดูดให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาเพื่อดูดซับอุปสงค์ของเงินส่วนเกินนั้น

## 2.2 ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่อฐานเงินของประเทศและประสิทธิผลของนโยบายการเงิน

ในช่วงระยะเวลาของการศึกษาวิทยานิพนธ์นี้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่ของไทย กอปรกับการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้การควบคุมปริมาณเงินและการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นไปด้วยความลำบากยิ่งขึ้น เพราะปริมาณเงินภายในประเทศนอกจากจะถูกกระทบจากปัจจัยภายใน เช่น จากพฤติกรรมการใช้เงินของครัวเรือนหรือธุรกรรมของสถาบันการเงินภายในประเทศ และจากดุลการคลังของรัฐบาล (เนื่องด้วยการเกินดุลหรือขาดดุลของรัฐบาลซึ่งสะท้อนออกในดุลการคลังหรือเป็นเงินคงคลังที่ฝากไว้กับธนาคารแห่งประเทศไทยนั้นไม่สามารถใช้ไปลงทุนได้ดังบางประเทศ) แล้ว ยังถูกผลกระทบจากปัจจัยภายนอกผ่านทางดุลการชำระเงินที่ประกอบไปด้วย ดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีทุนอีกด้วย ดังรูป



รูปที่ 2.1 ปัจจัยที่มีผลต่อฐานเงินของประเทศไทย

เพื่อให้เกิดความชัดเจนยิ่งขึ้น การศึกษาถึงส่วนประกอบของฐานเงิน (Monetary Base) ของประเทศ ซึ่งเป็นที่มาของปริมาณเงินภายในประเทศจึงเป็นสิ่งสำคัญ

ส่วนประกอบหลักของฐานเงินของประเทศมาจาก 2 ส่วนคือ เงินสำรองระหว่างประเทศ (international reserve - IR) และสินเชื่อภายในประเทศ (domestic credit - DC) ที่จำแนกได้ออกเป็นสินเชื่อของภาคเอกชนและสินเชื่อของภาครัฐบาล

$$\Delta H = \Delta IR + \Delta DC \quad \dots (1)$$

$$\Delta MS = \mu \Delta H \quad \dots (2)$$

$$\Delta MS = \mu (\Delta IR + \Delta DC) \quad \dots (3)$$

จากสมการ (1) จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของฐานเงินหรือเงินกำลังสูง (high power money - H) อาจมาจากการเปลี่ยนแปลงของเงินสำรองระหว่างประเทศและ/หรือการเปลี่ยนแปลงในสินเชื่อภายในประเทศก็ได้ โดยเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในฐานเงินขึ้น ก็จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในปริมาณเงินภายในประเทศตามไปด้วยตามการทำงานของตัวคูณทวีของเงิน (money multiplier -  $\mu$ ) ดังสมการที่ (2) และ (3)

จะเห็นได้ว่าเมื่อพิจารณาส่วนประกอบของฐานเงิน และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องของไทย อันทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินในตลาดเงินตราต่างประเทศ และนำไปสู่การขาดดุลสภาพขึ้นในระบบเศรษฐกิจ การแก้ไขปัญหาอุปสงค์ส่วนเกินในตลาดเงินตราต่างประเทศดังกล่าวอาจกระทำได้ 2 ทาง คือ

1. ธนาคารกลางต้องขายเงินตราต่างประเทศออกมา โดยอาจผ่านทาง การหักเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้กับธนาคารกลางลง ซึ่งในกรณีนี้เงินสำรองระหว่างประเทศที่มีอยู่ในธนาคารกลางจะลดลง ทำให้ฐานเงินภายในประเทศลดลง และส่งผลต่อไปถึงการลดลงในปริมาณเงินภายในประเทศผ่านทางตัวคูณทวี หรือ
2. ต้องมีการนำเข้าเงินทุนหรือเงินกู้จากต่างประเทศ ซึ่งในกรณีนี้เงินสำรองระหว่างประเทศและฐานเงินภายในประเทศอาจไม่จำเป็นต้องลดลงเมื่อเกิดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด อีกทั้งยังอาจเกิดการสะสมเพิ่มขึ้นในเงินสำรองระหว่างประเทศอีกด้วย ดังเช่นที่เป็นอยู่ในประเทศไทยขณะนี้

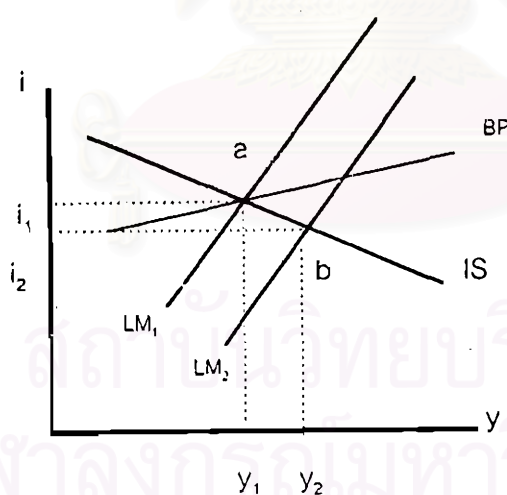
จะเห็นได้ว่าจากวิธีที่ 2 นี้จะมีความไม่แน่นอนอยู่ค่อนข้างสูงว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินสำรองระหว่างประเทศจะเป็นไปอย่างที่คาดหวัง เนื่องจากมี



ปัจจัยภายนอกคือการนำเข้าเงินทุนระหว่างประเทศเข้ามาเกี่ยวข้องกับ และปัจจัยตัวนี้อยู่นอกเหนือการควบคุมของธนาคารกลาง

แต่จากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยพยายามรักษาค่าของอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ จึงทำให้ฐานเงินอาจได้รับผลกระทบจากดุลการชำระเงินของประเทศได้ เพราะเมื่อประเทศเกิดการเกินดุลการชำระเงินขึ้นย่อมทำให้เกิดการสะสมเพิ่มขึ้นในเงินสำรองระหว่างประเทศ หรือเมื่อเกิดการขาดดุลการชำระเงินย่อมต้องมีการนำเอาเงินสำรองระหว่างประเทศออกมา ดังนั้นการควบคุมฐานเงินเพื่อควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศของธนาคารกลางจึงกระทำได้แค่เพียงการควบคุมสินเชื่อที่เกิดขึ้นภายในประเทศเท่านั้น มีอาจควบคุมปริมาณเงินสำรองระหว่างประเทศได้ จึงทำให้การควบคุมปริมาณเงินหรือการดำเนินนโยบายการเงินมีประสิทธิภาพลดลง ( ต่างกับกรณีที่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนเคลื่อนไหวได้เสรี เพราะกลไกของอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นตัวควบคุมการขาดดุลหรือเกิดดุลของดุลการชำระเงิน ทำให้ไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงในเงินสำรองระหว่างประเทศ และเกิดความคล่องตัวขึ้นในการควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศหรือการดำเนินนโยบายการเงิน )

ผลของเงินทุนระหว่างประเทศที่มีต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงินสามารถแสดงให้เห็นได้จากรูป



เส้น BP แสดงถึงเส้นดุลการชำระเงินของประเทศ ที่มีลักษณะค่อนข้างลาดแสดงให้เห็นว่ามีการเปิดเสรีทางการเงินในระดับค่อนข้างสูง ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกประเทศมากหรือประเทศมีระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศค่อนข้างสูง ( high degree of capital mobility ) ส่วนเส้น IS และ LM ในแง่ของ Monetarist model ข้างต้นจะลาดและชันตามลำดับกว่าแบบจำลองทั่วไป และเพื่อความ

สะดวกในการพิจารณาผลกระทบดังกล่าว จะละผลที่เกิดจากความมั่งคั่ง (wealth effect) และไม่มีการทำ sterilization

จากรูปจะเห็นว่าเมื่อนานาการกลางพยายามเพิ่ม (ลด) ปริมาณเงินภายในประเทศทั้งโดยการซื้อ (ขาย) พันธบัตรหรือการขาย (ควบคุม) สินเชื่อภายในประเทศ จะทำให้เส้น  $LM_1$  เปลี่ยนไปเป็น  $LM_2$  ( $LM_2 \rightarrow LM_1$ ) ทำให้เกิดการลดลง (เพิ่มขึ้น) ของอัตราดอกเบี้ย และการเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของรายได้ ซึ่งจะก่อให้เกิดการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศออกไป (เข้ามา) ทั้งผ่านทางดุลบัญชีทุนและดุลบัญชีเดินสะพัด ทำให้ ปริมาณเงินภายในประเทศลดลง (เพิ่มขึ้น) หรือเส้น  $LM_2$  เปลี่ยนกลับเป็น  $LM_1$  ( $LM_1 \rightarrow LM_2$ ) ซึ่งทำให้ไม่เกิดการเปลี่ยนแปลงใดๆ ในระบบเศรษฐกิจหรือประสิทธิภาพของนโยบายการเงินถูกดูดซับ (offset) ไปหมด

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศต่อประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน จะพบได้ในงานชิ้นเดียวกันของ Porter (1974) ที่ได้ทำการศึกษาเพื่อหาว่าการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้การไหลเข้าออกของปริมาณเงินทุนจากต่างประเทศจะมีประสิทธิภาพเพียงใด ซึ่งได้ข้อสรุปดังนี้คือ ถ้าเริ่มต้นด้วยการให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินของ Australia มีความต้องการลดปริมาณเงินในประเทศลงโดยการขายพันธบัตรรัฐบาลออกมา ซึ่งจะทำให้อุปทานของเงินลดลงต่ำกว่าระดับอุปสงค์ของเงินในประเทศในช่วงแรก ส่งผลให้ระดับอัตราดอกเบี้ยของประเทศขยับสูงขึ้นดังดูให้เกิดการไหลเข้ามาของเงินทุนจากต่างประเทศในจำนวนมากขึ้นเรื่อยๆ อันจะไปลบล้างผลของการลดปริมาณเงินของธนาคารกลางลง แม้จะไม่ทั้งหมด แต่ก็ทำให้ประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินดังกล่าวสูญเสียไปถึง 48% หรือสรุปได้ว่า การดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดนั้น ในระยะยาวเมื่อระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศเพิ่มสูงขึ้นประสิทธิภาพของนโยบายดังกล่าวจะค่อยๆ ลดลง . จนในที่สุดไม่ส่งผลใดๆ ต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจที่แท้จริงในประเทศ

เช่นกันกับ Linda Kamas (1986) ที่ได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อวัดระดับของประสิทธิภาพของนโยบายการเงิน แต่ Kamas นอกจากจะใช้ทฤษฎีทางการเงินดังเช่น Porter แล้วยังใช้ทฤษฎี Portfolio Balance Approach และ Keynesian Approach มาเปรียบเทียบด้วยดังนี้

Kamas ได้ทำการศึกษาประเด็นดังกล่าวกับประเทศ Mexico ในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 1971 ถึง ไตรมาสที่ 4 ของปี 1981 และประเทศ Venezuela ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4

ของปี 1970 ถึงไตรมาสที่ 4 ของปี 1982 เนื่องด้วยประเทศทั้งสองมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อยู่จึงสามารถหาผลกระทบที่มีต่อนโยบายการเงินได้ง่าย ประกอบกับช่วงเวลาศึกษานี้ไม่มีผลของการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่า สำหรับประเทศ Venezuela ในแบบจำลองของทฤษฎีการเงิน (Monetary Model) แม้จะมีข้อสมมติว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศได้โดยเสรี ก็ไม่ได้ทำให้ประสิทธิผลของนโยบายการเงินถูกลบล้าง (offset) ไปทั้งหมด แต่ก็มี การสูญเสียประสิทธิผลดังกล่าวค่อนข้างสูง คือมีการสูญเสียไปประมาณ 88.2% โดยวิธี OLS และ 82.3% ที่ประมาณด้วยวิธี TSLS ซึ่งให้ค่าที่ใกล้เคียงกับในแบบจำลองของทฤษฎีการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Balance Model) ที่มีค่า offset จากการประมาณด้วยวิธี OLS เท่ากับ 86.2% และ 79% สำหรับวิธี TSLS

จะเห็นได้ว่าทั้ง 2 แบบจำลองข้างต้น การประมาณด้วย OLS และ TSLS จะให้ผลที่ใกล้เคียงกัน โดยที่วิธี OLS จะให้ผลของระดับการสูญเสียประสิทธิผลของนโยบายการเงินสูงกว่าวิธี TSLS แต่จากผลข้างต้นนี้จะค่อนข้างแตกต่างกับในแบบจำลองของเคนส์ (Keynesian Model) ที่เกิดความแตกต่างค่อนข้างมากระหว่างการประมาณด้วย OLS และ TSLS คือค่า offset ที่ได้ในวิธี OLS จะประมาณ 91% ในขณะที่วิธี TSLS จะได้เพียง 65% ส่วนในกรณีของประเทศ Mexico ผลที่ได้กลับไม่เป็นไปดังคาดหมาย คือทั้ง 3 แบบจำลองแสดงให้เห็นว่า เงินทุนไหลเข้ามิได้ทำให้นโยบายการเงินมีประสิทธิผลลดลงแต่ประการใด

ส่วนงานของ Fry (1989) ที่นอกจากทราบถึงปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนไหลเข้าแล้ว ยังศึกษาเพื่อหาคำตอบว่า 1. ประเทศกำลังพัฒนาที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศจะสามารถดำเนินนโยบายการเงินอย่างอิสระระดับใด 2. ประเทศกำลังพัฒนาจะใช้นโยบายการเงินอย่างเป็นระบบใหม่ 3. ประเทศกำลังพัฒนาที่อยู่ในกลุ่ม Pacific Basin จะมีการใช้นโยบายการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอื่นอีก 4 ประเทศ อย่างไร

จากผลการศึกษาของ Fry พบว่า ประเทศในกลุ่ม Pacific Basin กับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่เหลือนั้นมีปัจจัยที่กำหนดการไหลเข้าของเงินทุนคล้ายกัน แต่ประเทศกลุ่ม Pacific Basin นั้นมีการสูญเสียประสิทธิผลของนโยบายการเงินที่ดูจากค่า offset coefficient ที่มากกว่า (ได้ค่าใกล้เคียงกับกลุ่มประเทศ OECD) คือมีการเปิดประเทศมากกว่า หรืออาจจะกล่าวได้ว่ากลุ่มประเทศ Pacific Basin มีความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินน้อยกว่ากลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ นอกจากนั้น Fry ยังพบว่าในกลุ่มประเทศ Pacific Basin มีการทำ Sterilization ประมาณ 54% ของการเปลี่ยนแปลงใน

ปริมาณสินทรัพย์สุทธิจากต่างประเทศ มากกว่าประเทศกำลังพัฒนาอื่นที่มีการทำ Sterilization ต่ำมากคือมีน้อยกว่า 10% ของการเปลี่ยนแปลงในปริมาณสินทรัพย์สุทธิจากต่างประเทศซึ่งก็คือ ประเทศในกลุ่ม Pacific Basin นั้นมีการดำเนินนโยบายการเงินแตกต่างจากกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ณ ช่วงความเชื่อมั่น 99% Fry ได้ให้ความเห็นว่าที่กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ทำ Sterilization น้อยเพราะกลุ่มประเทศเหล่านี้จะทำการขยายสินเชื่อภายในประเทศแทนเมื่อมีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ แต่เมื่อกลุ่มประเทศเหล่านี้มีหนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้น ก็ จะทำการลดการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศลง และในส่วนของนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ประเทศในกลุ่ม Pacific Basin มีแนวโน้มที่จะรักษาเสถียรภาพของค่าเงินของประเทศไว้แม้ว่าจะมีอัตราเงินเฟ้อเกิดขึ้นในประเทศระดับใดหรือปริมาณเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศลดลงก็ตาม ซึ่งแตกต่างจากกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ที่มีแนวโน้มที่จะลดค่าเงินของประเทศตนเองเมื่อต้องเผชิญกับปัญหาในลักษณะเดียวกัน

อย่างไรก็ตาม ผลที่กระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินนั้นจะมากหรือน้อยย่อมขึ้นอยู่กับระดับการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศ (The Degree of Capital Mobility) เพราะถ้าประเทศมีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอยู่ในระดับสูงหรือระบบการเงินของประเทศมีความเชื่อมโยงอย่างมากกับต่างประเทศ ดังนั้นทั้งปริมาณเงินและระดับของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยที่มีในต่างประเทศอย่างมาก ในกรณีของประเทศไทยนี้ ผู้ทำการศึกษาในเรื่องดังกล่าวนี้คือ

Rungsun Hataiseree (1995) ที่ได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อวัดระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของไทยโดยผ่านสมการที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่ได้มาจากแบบจำลองของ Edwards และ Khan (1985) ที่กำหนดความเชื่อมโยงของอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศ โดยสัมประสิทธิ์ของอัตราดอกเบี้ยภายนอกประเทศที่ได้จากสมการจะเป็นตัวสะท้อนถึงระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ และใช้วิธี Cointegration and Error Correction มาเป็นเครื่องมือในการประมาณข้อมูลทางเศรษฐกิจมหภาครายไตรมาสจากปี 1980 ถึงปี 1992 ได้ผลดังนี้คือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศเปลี่ยนแปลงไป 1% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเปลี่ยนแปลงไป 0.85% ในทิศทางเดียวกันหรือคือ ประเทศไทยมีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Degree of Capital Mobility) ประมาณ 85% นอกจากนั้นวิธี Cointegration and Error Correction ดังกล่าวยังทำให้ทราบอีกว่าการใช้นโยบายการเงินของธนาคารกลางยังคงมีประสิทธิภาพผลอยู่บ้างในการใช้เป็นเครื่องมือเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะสั้น โดย Hataiseree ได้

สรุปว่าการที่เกิดการไหลเข้า-ออกของเงินทุนระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วจะส่งผลกระทบต่ออย่างมากต่อฐานเงินในประเทศในระยะสั้น ซึ่งจะมีผลทำให้การดำเนินนโยบายการเงินมีประสิทธิผลลดลง ผลที่ได้นี้จะสอดคล้องกับงานวิจัยข้างต้นของ Porter

อย่างไรก็ตามการพยายามรักษาประสิทธิผลของนโยบายการเงินภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่และมีการเปิดเสรีของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เป็นสิ่งที่ยุทธศาสตร์กลางส่วนใหญ่ต้องการ การกระทำดังกล่าวคือการทำให้ Sterilization

การทำ Sterilization เป็นวิธีการของธนาคารกลางเพื่อที่จะป้องกันมิให้ฐานเงินและปริมาณเงินภายในประเทศถูกระทบจากเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ หรือผลของการเข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ เมื่อยามที่ประเทศมีดุลการชำระเงินเกินดุลหรือขาดดุล (ดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น) เช่น เมื่อยามที่มีการขาดดุลดังกล่าวธนาคารกลางจะขายเงินตราต่างประเทศออกมา ซึ่งทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงและรับซื้อเงินภายในประเทศเข้าไปอันอาจผ่านทางเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ธนาคารกลาง จากเหตุผลดังกล่าวนี้ฐานเงินและปริมาณเงินภายในประเทศจะลดลง แต่ธนาคารกลางสามารถป้องกันผลกระทบจากการขาดดุลดังกล่าวได้ โดยการขยายสินเชื่อภายในประเทศให้สูงขึ้น หรือออกมาตราการเพื่อผ่อนคลายทางการเงินหรือการเข้าทำ open market operation โดยการเข้ารับซื้อพันธบัตรเพื่อกระตุ้นให้เกิดปริมาณเงินไหลกลับเข้ามาในระบบอีก โดยถ้าเงินที่ไหลเข้าระบบนี้เท่ากับการลดลงของฐานเงินในครั้งแรกแล้ว ฐานเงินหรือปริมาณเงินภายในประเทศก็จะไม่มีการเปลี่ยนแปลง ดังสมการ

$$\Delta H = \Delta IR + \Delta DC = 0$$

$$- \Delta IR = \Delta DC$$

$$\Delta MS = \mu \Delta H = \mu (-\Delta IR + \Delta DC) = 0$$

นอกจากนั้น การทำให้ Sterilization อาจกระทำผ่านการลดขนาดของตัวคูณทวี ( $\mu$ ) ลง เพื่อให้ปริมาณเงินภายในประเทศมีการเปลี่ยนแปลงน้อยที่สุด เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในฐานเงิน มาตราการดังกล่าวนี้ อาทิ การเพิ่มเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ธนาคารกลาง หรือการเพิ่มเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง

อย่างไรก็ตามการเข้าทำ Sterilization ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่เช่นนี้ ยังคงเป็นที่วิจารณ์กันว่า ในทางปฏิบัติแล้วจะใช้ได้ผลดีเพียงใดในระยะยาว อีกทั้งการทำ Sterilization นี้ในประเทศที่มีการขาดดุลการชำระเงินมากอย่างต่อเนื่องแล้วยังคงเป็นปัญหาอยู่ เนื่องจากการกระทำดังกล่าวอาจจะทำให้ เงินสำรองระหว่างประเทศยิ่งลดลงไปในจำนวนที่มากกว่าเดิมเรื่อยๆ เพราะการ Sterilization เป็นการจัดการกับฐานเงินเพียงอย่างเดียวมิได้มองส่วนประกอบในฐานเงินนั้น ซึ่งในที่สุดผลของการขยายสินเชื่อจะทำให้สินเชื่อมีมากขึ้น ในขณะที่เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงและอาจจะหมดในที่สุด จนอาจเป็นเหตุให้ธนาคารกลางไม่สามารถรักษาระดับของอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ต่อไปได้ ต้องปล่อยให้เงินอัตราแลกเปลี่ยนแบบเสรีไป นอกจากนี้การเข้า Sterilization อยู่เรื่อยๆ ธนาคารกลางจำเป็นต้องมีพันธบัตรภายในประเทศที่ออกมากขึ้นเรื่อยๆ เพื่อดูดซับสภาพคล่องส่วนเกินนั้น ซึ่งการออกพันธบัตรเหล่านั้นมา ย่อมเป็นการสร้างหนี้ของภาครัฐบาลให้สูงขึ้น และยิ่งกว่านั้นอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่ภายในประเทศยิ่งไม่มีแนวโน้มที่จะลดลงได้ อันอาจนำไปสู่การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง

งานวิจัยที่เกี่ยวกับการวัดระดับ Sterilization พบได้ใน Hataiseree (1995) ซึ่งได้ทำ งานวิจัยเชิงประจักษ์อีกชิ้นหนึ่งเพื่อวัดระดับของการทำ Sterilization ของประเทศไทยด้วยการใช้วิธี OLS ประมาณข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคในช่วงเวลาเดียวกัน โดยผ่านการประมาณ สมการตอบสนองของฐานเงิน (reaction function of monetary base) ของประเทศจากธนาคารแห่งประเทศไทย และจากสมการการเปลี่ยนแปลงของสินเชื่อภายในประเทศ (change in domestic credit equation) ผลที่ได้จากสมการแรกมีดังนี้คือ สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ (net foreign asset) มีผลในทางบวกกับฐานเงิน (monetary base) ของประเทศ ซึ่งหมายความว่าในช่วงปี 1980 - 1990 นี้ ปริมาณเงินทุนที่ไหลเข้ามาจากต่างประเทศนั้นไม่ได้ถูกดูดทรัพย์ (Sterilization) ไปทั้งหมด จึงทำให้ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวมีการขยายตัวของฐานเงินของประเทศอันเป็นผลจากการไหลเข้าของเงินจากต่างประเทศจำนวนมากโดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น

ส่วนผลที่ได้จากสมการที่สองแสดงให้เห็นว่า ระดับของการทำ Sterilization ดังกล่าวของประเทศไทยอยู่ที่ระดับประมาณ 38% (ต่ำกว่าระดับ 54% ที่ Fry ประมาณได้จากทั้งกลุ่มประเทศ Pacific Basin ที่มีไทยรวมอยู่ด้วย )

### 2.3 ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าต่ออัตราแลกเปลี่ยน

นักลงทุนหรือนักเก็งกำไร (speculator) ในอัตราแลกเปลี่ยนจะพิจารณาถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้ของการถือเงินสกุลนั้นๆ เทียบกับการถือเงินชนิดอื่น ดังนั้นถ้าเงินสกุลใดสกุลหนึ่งถูกคาดว่าจะมีการลดค่าลงก็หมายถึงมูลค่าและผลตอบแทนที่จะได้จากเงินสกุลนั้นจะลดลงไปด้วย ซึ่งอาจทำให้คนเปลี่ยนไปถือเงินสกุลอื่นแทน

ในแง่ Flow Theory การที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศในจำนวนที่มากขึ้นนั้นไม่ว่าจะผ่านทางตลาดหุ้น ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนหรืออื่นๆ ย่อมส่งผลโดยตรงต่ออัตราแลกเปลี่ยนและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศทั้งที่เป็น spot และ forward exchange rate ดังนี้

ผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนทันที (spot exchange rate) เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาไม่ว่าจะเพื่อการลงทุนในทรัพย์สินของประเทศหรือเก็งกำไรในส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยก็ตาม เงินสกุลต่างประเทศเหล่านี้ย่อมต้องถูกเปลี่ยนเป็นเงินสกุลของประเทศก่อน ดังนั้นในช่วงที่มีเงินทุนไหลเข้ามาเป็นจำนวนมากจึงทำให้เกิดความต้องการในเงินสกุลของประเทศสูงขึ้น อันจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนทันทีที่ต่ำลง หรือเงินของประเทศจะมีค่าสูงขึ้นเมื่อเทียบกับต่างประเทศ

เมื่อภายหลังนักลงทุนต่างประเทศต้องการนำเงินทุนกลับไป ก็จำเป็นต้องแลกเปลี่ยนเป็นเงินสกุลของตนเองกลับไป หรือทำให้อุปทานของเงินในประเทศสูงขึ้นในขณะที่เกิดการเพิ่มขึ้นในอุปสงค์ของเงินสกุลต่างประเทศเช่นกัน อันจะเป็นผลให้ค่าเงินของประเทศลดลงหรืออัตราแลกเปลี่ยนที่เป็น forward exchange rate เพิ่มขึ้นเมื่อเกิดการไหลออกของเงินทุนจากต่างประเทศเหล่านั้น

นอกจากนั้นการมองถึงผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนยังอาจมองแยกเป็นผลที่เกิดในระยะสั้นและระยะยาว ตามลักษณะการปรับตัวที่เกิดขึ้นของระดับราคา คือการมองในระยะสั้นจะมองในช่วงเวลาที่ระดับราคายังไม่สามารถปรับตัว ในขณะที่มีการปรับตัวในตลาดการเงินเกิดขึ้น ส่วนในระยะยาวนั้นจะมองว่าระดับราคาจะปรับตัวตามการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในตลาดการเงิน

### ผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนในระยะสั้นและระยะยาว

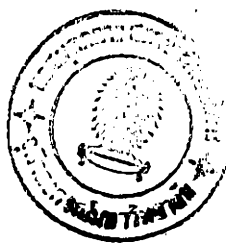
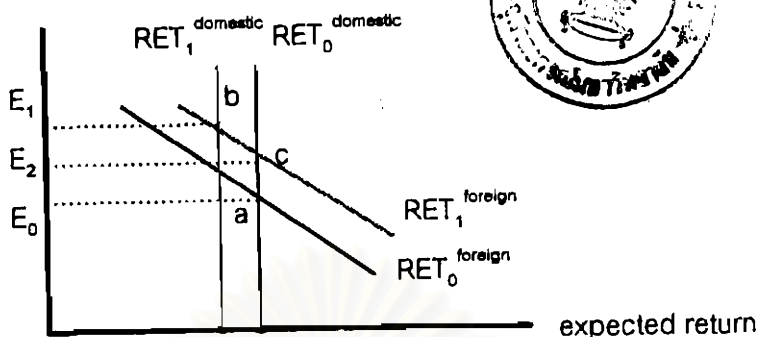
จากที่กล่าวมาแล้วว่านักลงทุนจะทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนที่ตนคาดว่าจะได้ (expected rate of return) ระหว่างการลงทุนในประเทศของตนกับการลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้นี้จะขึ้นอยู่กับปัจจัยหลัก 2 อย่างคือ อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน ถ้าอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศลดลงหรือมีการคาดว่าค่าเงินของประเทศจะเพิ่มขึ้นอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในประเทศย่อมสูงขึ้น จากรูปเส้น  $RET_{domestic}$  จะเลื่อนไปทางขวา หรือถ้าคาดว่าอัตราดอกเบี้ยและค่าเงินของต่างประเทศจะสูงขึ้นเส้น  $RET_{foreign}$  จะเลื่อนไปทางขวาเช่นกัน

และตามแนวความคิดของ Dornbusch ที่มองว่าตลาดการเงินจะปรับตัวได้เร็วกว่าตลาดสินค้าและบริการ ดังนั้นเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินขึ้นภายในประเทศจะส่งผลกระทบต่อทันทีต่อระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในระยะสั้น ในขณะที่ตลาดสินค้า ราคาสินค้า ค่าจ้างและผลผลิตยังคงไม่มีการปรับตัวใดๆ ในระยะสั้นหรือปรับตัวได้อย่างช้าๆ อันเป็นสาเหตุให้อัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันแตกต่างจากระดับ PPP (Purchasing Power Parity) ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวยังคงเป็นไปตาม PPP

จากเหตุผลดังกล่าว เมื่อมีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศมากขึ้น จะทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศและปริมาณเงินภายในประเทศขยายตัวมากขึ้นกว่าการขยายตัวของอุปสงค์ของเงินภายในประเทศ หรือทำให้ real money balance เพิ่มขึ้น ซึ่งในระยะสั้นนี้ระดับราคายังไม่สามารถปรับตัวได้ อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะลดลง อันหมายถึงการลดลงในผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้จากการลงทุนภายในประเทศ ทำให้เส้น  $RET_{domestic}$  เลื่อนเป็น  $RET_1^{domestic}$  นอกจากนั้นการที่มีปริมาณเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้น ยังทำให้มีการคาดว่าจะเกิดอัตราเงินเฟ้อหรือการลดลงในค่าเงินของประเทศขึ้นในอนาคต ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้จากการลงทุนในต่างประเทศสูงขึ้น เส้น  $RET_{foreign}$  เลื่อนไปเป็น  $RET_1^{foreign}$  ไปตัดที่จุด b ทำให้ในระยะสั้นอัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นจาก  $E_0$  เป็น  $E_1$



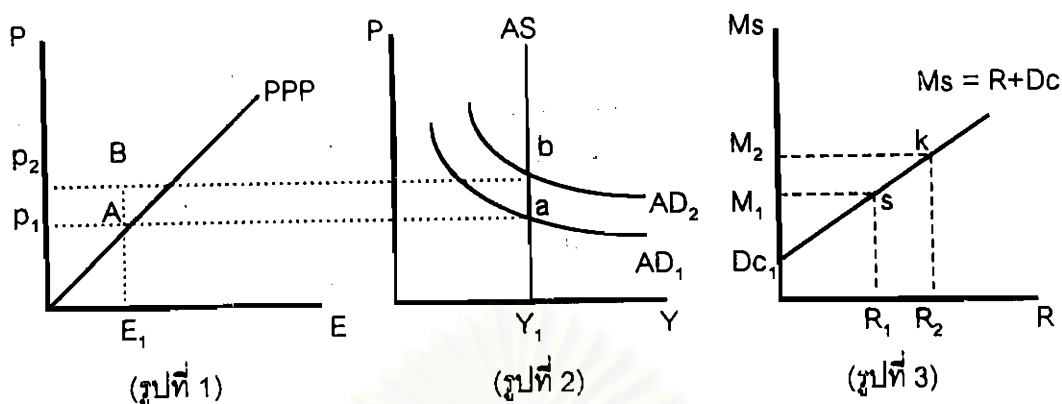
real exchange rate



จนมาในระยะยาวเมื่อระดับราคาสามารถปรับตัวได้ การที่มี real money balance มากขึ้นนั้นจะทำให้เกิดการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ระดับราคาและอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศจะค่อยๆ สูงขึ้น จนทำให้ real money balance ที่เพิ่มขึ้นในตอนแรกค่อยๆ ลดลง อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาสู่ระดับเดิม เส้น  $RET_1^{domestic}$  เลื่อนกลับเป็น  $RET_0^{domestic}$  อัตราแลกเปลี่ยนจะลดลงจาก  $E_1$  เป็น  $E_2$  หรือค่าเงินของประเทศต้องเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยผลตอบแทนที่ลดลงจากการลดลงของอัตราดอกเบี้ยในช่วงแรก

นอกจากนั้นอาจจะมีต่ออัตราแลกเปลี่ยนอีกได้จากแบบจำลองที่กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาวของทฤษฎีการเงิน ที่อาศัยแนวความคิดที่ว่าระดับของอัตราแลกเปลี่ยนจะกลับไปสู่ดุลยภาพระยะยาวเสมอ หรือเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดมาจากอำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ PPP (Purchasing Power Parity) โดยทฤษฎีดังกล่าวจะแสดงการปรับตัวเพื่อรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่อยู่เสมอ แบบจำลองทางการเงินนี้มีข้อสมมติอยู่ 3 อย่างคือ

1. เส้นอุปทานรวมจะเป็นเส้นตั้งฉาก (vertical aggregate supply curve) หรือเป็นเส้นแสดงผลผลิตระยะยาว ณ ระดับการว่างงานโดยธรรมชาติ (Natural Rate of Unemployment)
  2. สมมติให้อุปสงค์ของเงินมีเสถียรภาพ (stable demand for real money balance)
  3. กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนตาม PPP
- (รายละเอียดเกี่ยวกับข้อสมมติทั้ง 3 ข้อนี้โปรดอ่านใน Copeland :1995 )



ตามทฤษฎีทางการเงินนี้ ณ จุด A, a และ s เป็นจุดที่มีดุลยภาพทั้งภายในและภายนอกประเทศ เนื่องจากในรูปที่ 1 ระดับอัตราแลกเปลี่ยนในระยะยาว  $E_1$  สอดคล้องกับระดับราคาภายในประเทศ  $P_1$  ซึ่งเป็นระดับราคาดุลยภาพในตลาดสินค้าและบริการในรูปที่ 2 ณ ระดับรายได้ดุลยภาพ  $Y_1$  โดยมีปริมาณเงินภายในประเทศ  $M_1$  ที่ประกอบไปด้วย  $R_1$  และ  $Dc_1$

ต่อมาเมื่อเกิดการไหลเข้าของเงินทุนระหว่างประเทศ ทำให้ในรูปที่ 3 เงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นจากระดับ  $R_1$  ไปเป็น  $R_2$  และปริมาณเงินเพิ่มขึ้นจาก  $M_1$  ไปเป็น  $M_2$  (สมมติให้ในช่วงแรกยังไม่เกิดผลของเงินทุนไหลเข้าต่อการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศ) ทำให้คนภายในประเทศมี real money balance เพิ่มขึ้นอันทำให้เขาใช้จ่ายใช้สอยมากขึ้นหรือทำให้อุปสงค์รวมภายในประเทศสูงขึ้นจาก  $AD_1$  เป็น  $AD_2$  ที่จุดตัด b ณ ระดับรายได้และผลผลิตเท่าเดิมระดับราคาดุลยภาพภายในประเทศสูงขึ้นเป็น  $P_2$  ในขณะที่ระดับราคาของต่างประเทศไม่มีการเปลี่ยนแปลง ทำให้ราคาในประเทศสูงเกินกว่าระดับดุลยภาพของอัตราแลกเปลี่ยน  $E_1$  ที่คงที่ไว้ ความสามารถในการแข่งขันต่ำลง (undercompetitiveness) และคนจะพยายามลด real money balance ที่เพิ่มขึ้นแต่เนื่องจากระดับราคาภายในประเทศสูงกว่าราคาในต่างประเทศโดยเปรียบเทียบเขาจึงบริโภคสินค้าต่างประเทศเพิ่มขึ้นมากกว่าสินค้าในประเทศโดยเปรียบเทียบ เป็นเหตุให้เกิดการขาดดุลในดุลการชำระเงิน และตามมาด้วยการลดลงในเงินสำรองระหว่างประเทศเนื่องจากธนาคารกลางของประเทศจำเป็นต้องรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่โดยการซื้อเงินของประเทศเข้าไปด้วยการขายเงินตราต่างประเทศออกมา เงินสำรองระหว่างประเทศและปริมาณเงินจะลดลงจากระดับ  $R_2$  กลับไปเป็น  $R_1$  และ  $M_2$  เป็น  $M_1$  ตามเดิม real money balance จะค่อยๆ ลดลงไปพร้อมกับการลดลงในอุปสงค์

รวมของประเทศ จาก  $AD_2$  เป็น  $AD_1$  ผลักดันให้ระดับราคากลับไปสู่ดุลยภาพ ณ จุด A ที่อัตราแลกเปลี่ยน  $E_1$

จากทฤษฎีนี้ จะเห็นได้ว่า ผลของเงินทุนไหลเข้านี้ในช่วงแรกจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงต่ำลงเนื่องจากราคาภายในประเทศสูงขึ้น {  $\text{real exchange rate} = \text{nominal exchange rate} \times (\text{foreign price level} / \text{domestic price level})$  } อันเป็นเหตุให้ความสามารถในการแข่งขันของประเทศต่ำลงและตามมาด้วยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และแม้การปรับตัวเพื่อกลับมาในระดับเดิมสามารถเกิดขึ้นได้ แต่ต้องใช้ระยะเวลาเนื่องจากระดับราคาไม่สามารถปรับตัวได้ทันที

นอกจากนั้นเมื่อมาพิจารณา ระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (Degree of Capital Mobility) ที่ไม่เพียงมีส่วนทำให้ประสิทธิผลของนโยบายการเงินสูญเสียไปดังที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น ยังส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศเกิดการปรับตัวจนออกจกสมดุลระยะยาวได้ง่ายขึ้น ถ้าประเทศมีระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนดังกล่าวโดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้นอยู่ในระดับสูง เนื่องจากระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจะวัดจากความอ่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยภายในเมื่อเทียบกับต่างประเทศ ดังนั้นเมื่อระดับของการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีอยู่สูง ก็จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยไม่ว่าจะเกิดจากภายในหรือนอกประเทศ มีผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายโดยตรงและส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงได้ง่ายด้วย

" The behavior of the exchange rate is closely linked to the degree of capital mobility in the economy. The higher that degree, the more capital account behavior and short - run capital movements should be looked at to explain exchange rate adjustments." ( Rivera - Batiz : 1994 หน้า 366 )

งานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง การไหลเข้าของเงินทุนกับการแข็งตัวของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง ดังเช่นของ Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman และ Carmen M. Reinhert (1993) ที่ศึกษา 10 ประเทศในแถบละตินอเมริกา (Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Columbia, Ecuador, Mexico, Peru, Uruguay และ Venezuela) เพื่อดู co - movement ระหว่างเงินสำรองระหว่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงด้วยวิธี Principal Components

โดยใช้ข้อมูลรายเดือนของ 10 ประเทศนี้ซึ่งแบ่งเป็น 2 ชุด ชุดหนึ่งตั้งแต่เดือนมกราคม 1988 ถึงเดือนธันวาคม 1989 และชุดที่สองตั้งแต่มกราคม 1990 ถึงเดือนธันวาคม 1991

จากการศึกษาดังกล่าวพบว่า ในช่วงปี 1990 - 1991 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศเหล่านี้มีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก ค่า co - movement ของเงินสำรองอยู่ที่ 67% สูงกว่าช่วงปี 1988 - 1989 อย่างมาก ส่วนผลที่เกิดกับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงก็เช่นกัน ค่า co - movement ในช่วงปี 1990 - 1991 อยู่ที่ 58% ในขณะที่ช่วงปี 1988 - 1989 เพียง 41% เท่านั้น สาเหตุที่ทำให้ค่า co - movement ของเงินสำรองระหว่างประเทศสูงกว่าอัตราแลกเปลี่ยนนั้นมาจาก การที่แต่ละประเทศมีนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน การควบคุมระดับราคาและค่าจ้างที่แตกต่างกัน อันจะทำให้อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้น ลดขนาดของการแข็งตัวของอัตราแลกเปลี่ยนลง นอกจากนี้งานวิจัยนี้ยังชี้ให้เห็นว่าการเกิดเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากในประเทศเหล่านี้ไม่เพียงจะทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศสูงขึ้นมากกว่าค่าเงินที่แข็งขึ้นแล้ว (มีเพียงประเทศ Brazil ที่ระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงอ่อนค่าลงในช่วงปี 1990 - 1992) ยังทำให้ 8 ใน 10 ประเทศเหล่านี้เกิดความผันผวนในทั้งระดับเงินสำรองระหว่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงด้วย

ส่วนงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ศึกษาถึงผลกระทบของการไหลเข้าของเงินทุนที่เกิดกับระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงนั้น ในขั้นแรกจะทำให้ค่าเงินที่แท้จริงของประเทศแข็งตัวขึ้น อีกทั้งทำให้ระดับอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศสูงขึ้น ซึ่งจากผลทั้งสองประการนี้จะกระทบในทางลบต่อภาคการส่งออกของประเทศ หรือก่อปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดขึ้น อันอาจนำไปสู่การมองว่าประเทศมีแนวโน้มที่จะลดค่าเงินลงเพื่อกระตุ้นภาคส่งออกดังกล่าว

เหตุผลดังกล่าวได้รับการสนับสนุนจากการศึกษาของ Uri Dadush และ Milan Brahmbhatt (1995) โดยทั้งคู่พบว่านอกจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศจำนวนมาก จะทำให้เกิดการแข็งตัวของค่าเงินในหลายประเทศ เช่น อาร์เจนตินา ฮังการี เม็กซิโก และ ฯลฯ แล้ว รัฐบาลในหลายๆ ประเทศมักใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนโดยการลดค่าเงินของประเทศลงเป็นมาตรการเพื่อส่งเสริมภาคส่งออกจากการถูกผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อที่เกิดจากเงินทุนไหลเข้า นอกจากนี้ยังพบว่าประเทศที่มีระดับอัตราเงินเฟ้อค่อนข้างสูงมักจะมีการแข็งตัวของค่าเงินมากกว่าประเทศที่มีระดับอัตราเงินเฟ้อต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบ

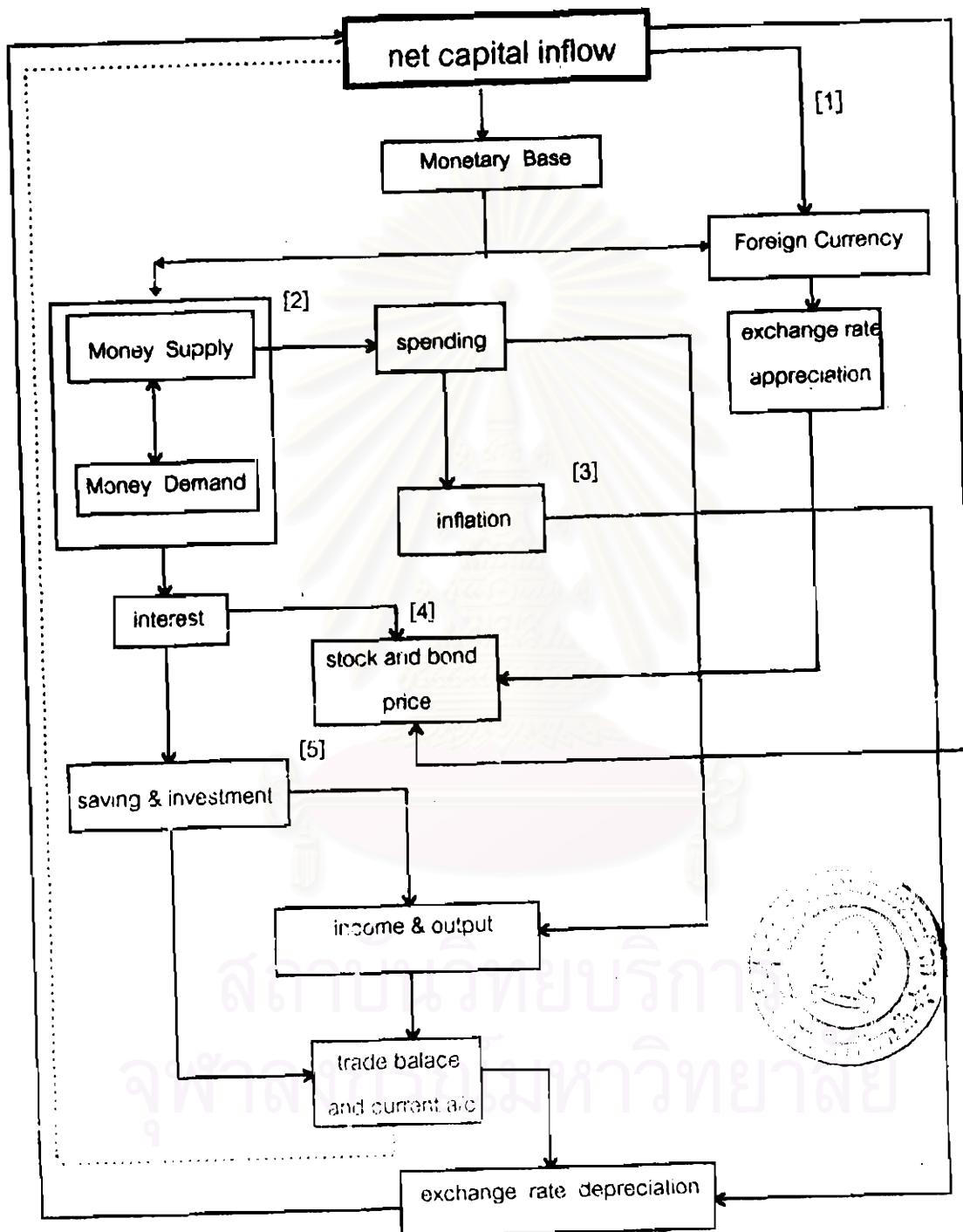
ส่วน Guillermo A. Calve, Leonardo Leiderman และ Carmen M. Reinhart. (1996) ได้ศึกษาผลกระทบเงินทุนไหลเข้าที่มีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง พบว่า ในกลุ่มประเทศ

ละตินอเมริกาส่วนใหญ่มีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงแข็งขึ้นมามาก (ในขณะที่ธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้พยายามจะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ก็ตาม) แตกต่างจากในกลุ่มประเทศอาเซียนที่มีเพียงประเทศฟิลิปปินส์เท่านั้นที่มีค่าเงินแข็งขึ้น ส่วนประเทศอื่นๆ ในกลุ่มจะมีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงค่อนข้างคงที่ พวกเขาจึงสรุปไว้ว่าเหตุที่เป็นเช่นนี้อาจเป็นเพราะความแตกต่างของส่วนประกอบของอุปสงค์รวมภายในของแต่ละประเทศ

เช่น ในกลุ่มประเทศอาเซียน อาทิ ประเทศไทย เมื่อเกิดเงินทุนไหลเข้าประเทศจะมีสัดส่วนการเพิ่มขึ้นของการลงทุนต่อผลิตภัณฑ์รายได้ประชาชาติ ในสัดส่วนที่สูงกว่าการเพิ่มขึ้นของการบริโภคต่อรายได้ประชาชาติ ซึ่งแตกต่างจากกลุ่มประเทศลาตินอเมริกาที่ทำให้เกิดการลดลงในการออมของภาคเอกชน และมีการเพิ่มขึ้นในการบริโภคในสัดส่วนที่สูงกว่าการลงทุน (โดยเฉพาะในปี 1990 และ 1991 ซึ่งเป็นช่วงที่มีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก) ซึ่งเป็นเหตุให้เกิดการแข่งขันตัวของค่าเงินที่แท้จริงในประเทศเหล่านั้น นอกจากนี้เขายังมองถึง พฤติกรรมการบริโภคของภาครัฐบาลด้วย เช่นการที่รัฐบาลมีมาตรการเข้มงวดในการใช้จ่าย ให้น้อยลงเมื่อเกิดการไหลเข้าของเงินทุน ซึ่งจะช่วยลดแรงผลักดันที่มีต่อระดับราคา อันจะมีผลให้ค่าเงินที่แท้จริงภายในประเทศไม่แข็งตัวไปมาก

ในกรณีของประเทศไทยนั้น แม้ว่ามีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก และมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ในสัดส่วนค่อนข้างสูงก็ตาม แต่ระดับของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทยเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ไม่ได้มีการแข็งตัวในระดับสูงดังเช่นในหลายๆ ประเทศ ในกรณีเช่นนี้ Bandid Nijathaworn (1994) วิเคราะห์ว่าที่ผ่านมานั้น ช่วงเวลาที่เกิดเงินทุนที่ไหลเข้ามาจำนวนมากนั้นเป็นช่วงที่รัฐบาลมีงบประมาณเกินดุล อีกทั้งเงินทุนที่ไหลเข้ามาในประเทศไทยส่วนใหญ่จะเข้ามาเพื่อการลงทุนมากกว่าเพื่อการบริโภค หรืออาจมองได้ว่าในช่วงที่เกิดเงินไหลเข้านี้ประเทศไทยมีอัตราแลกเปลี่ยนในระดับที่เหมาะสมอยู่แล้วไม่ได้มีค่าเงินที่เกินกว่าความจริงแต่ประการใด ส่วนในการศึกษาของ Morris Goldstein (1996) ที่วัดระดับการพึ่งพิงเงินทุนระยะสั้นเพื่อชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในช่วงปีที่ผ่านมา โดยการหาลบวงของเงินทุนไหลเข้าประเภทการลงทุนทางตรงกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดว่าเป็นสัดส่วนเท่าไรต่อ GDP Goldstein พบว่าในกลุ่มประเทศ Pacific Basin ค่าที่ได้ดังกล่าวในกรณีของประเทศไทยมีค่าลบมากที่สุดในกลุ่ม คือ มีการพึ่งพิงเงินทุนระยะสั้นในสัดส่วนที่สูงสุดในการชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดดังกล่าวก็ตาม แต่ Goldstein ได้ให้ความเห็นที่สอดคล้องกับของ Nijathaworn ที่ว่าค่าเงินบาทนั้นมีค่าน้อยกว่าที่ควรจะเป็นอยู่แล้วประมาณ 20%

รูปที่ 2.2 แสดงผลกระทบของการไหลเข้าของเงินทุน  
ระหว่างประเทศต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจต่างๆ



ผลกระทบโดยรวมของการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศแสดงให้เห็นได้ จากรูป 2.2 เริ่มโดยการไหลเข้าของเงินทุนนี้อาจผ่านมาทางการนำเข้าเงินกู้ของรัฐบาลหรือเอกชน หรือ อาจผ่านทาง การเข้ามาแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาทกับธนาคารพาณิชย์โดยตรงทั้งเพื่อการลงทุนและ หาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งการกระทำดังกล่าวสามารถทำได้สะดวกยิ่งขึ้นในปัจจุบันเนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยได้อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์เป็นตัวแทนในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศได้โดยตรง ดังนั้นไม่ว่าทางไหลเข้าของเงินทุนจะมาจากทางใด ผลในขั้นแรกของการไหลเข้ามาของเงินทุนจะทำให้เกิดการขยายตัวในเงินสำรองระหว่างประเทศ เนื่องจากที่ผ่านมามีจำนวนเงินที่ไหลเข้ามามีมากกว่าความต้องการเพื่อชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและช่องว่างเงินออม ยิ่งผลให้ฐานเงินภายในประเทศมีขนาดใหญ่ขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากธนาคารแห่งประเทศไทยไม่สามารถทำ Sterilization เงินที่ไหลเข้ามาได้ทั้งหมด อีกทั้งการเข้ามาของสกุลเงินต่างประเทศจำนวนมากจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของประเทศแข็งขึ้น (exchange rate appreciation) [1]

และจากการเพิ่มขึ้นในฐานเงินของประเทศจะส่งผลต่อไปถึงการเพิ่มขึ้นในอุปทานของเงินผ่านตัวคูณทวี ดังนั้น เมื่อปริมาณเงินในระบบมากขึ้นกว่าอุปสงค์ของเงินที่มีอยู่ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่แท้จริง และอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่แท้จริงจะลดลงตามกันมา เนื่องจากในช่วงแรกระดับราคาและการคาดการณ์ถึงอัตราเงินเฟ้อยังไม่มีเปลี่ยนแปลง คนจะมีแนวโน้มในการฝากเงินน้อยลงเพราะผลตอบแทนของการฝากเงินลดลง จึงทำให้เกิดสภาพคล่องส่วนเกินมาก และพยายามขจัดสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าวโดยการใช้จ่าย (spending) [2] ผ่านการบริโภค และการลงทุนออกไป ดังจะเห็นว่าช่วงที่เกิดเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก การบริโภคสินค้าฟุ่มเฟือยได้ทวีสูงขึ้น ทั้งผ่านผลของการเปิดเสรีในตลาดสินค้าตาม WTO และจากการขยายตัวของสินเชื่อเพื่อการบริโภคที่เป็นไปอย่างคล่องตัวขึ้นเพราะผลจากสภาพคล่องที่ล้นระบบ ผลจากปัจจัยเหล่านี้จะทำให้ระดับรายได้และผลผลิตสูงขึ้นอีกทั้งกระตุ้นให้เกิดการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ (inflation) [3] ในระบบตามไปด้วย ซึ่งจะมีผลเสียต่อความสามารถในการแข่งขัน (competitiveness) ของประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนระยะยาวของประเทศที่กำหนดจากความเสมอภาคในอำนาจซื้อ (purchasing power parity)

นอกจากนั้นแนวโน้มของการลดลงในอัตราดอกเบี้ยระยะยาว [4] ยังทำให้ผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตรสูงขึ้น อันจะทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนอีกรอบ ยิ่งกว่านั้นการลดลงในอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจะกระตุ้นให้เกิดการลงทุนที่เพิ่มขึ้น แต่ชะลอการออมให้ลดลง [5] ซึ่งจะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ระดับรายได้และผลผลิตอีกทาง

อันจะเป็นเหตุให้เกิดการเพิ่มขึ้นในการขาดดุลการค้าและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดตามมา หรือเป็นช่องทางไหลออกของเงินทุนอีกทางซึ่งจะนำไปสู่การอ่อนตัวลงของค่าเงินบาทในที่สุด

อย่างไรก็ตามทางการของไทยไม่ได้ปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยลดลงตามกลไกของตลาดดังกล่าวแต่กลับคงระดับอัตราดอกเบี้ยสูงเพราะต้องการป้องกันอัตราเงินเฟ้อ ยิ่งกว่านั้นที่ผ่านมามาตรการคงดอกเบี้ยระยะสั้นไว้สูงยังมีไว้เพื่อป้องกันการเก็งกำไรในการคาดการณ์ถึงการลดค่าเงินบาทอีกด้วย ซึ่งมาตรการดังกล่าวนี้ไม่เพียงช่วยให้ค่าเงินบาทถูกเก็งกำไร (attack) ยังได้สร้างความเสียหายต่อระบบการเงินของประเทศเช่นกันเพราะหมายถึงต้นทุนที่สูงขึ้นของภาคธุรกิจ

เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศระยะสั้น ที่เป็นเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ ( Non - Resident Baht Account ) เริ่มมีความผันผวนขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่มีการเปิดเสรีทางการเงินเมื่อปี 1990 หรืออาจกล่าวได้ว่าเป็นเงินทุนระยะสั้นที่มีความผันผวนมากที่สุด โดยการเข้ามาของเงินทุนรูปสกุลเงินต่างประเทศ ซึ่งจะแปลงเป็นเงินบาทผ่านการฝากเงินในสถาบันการเงินภายในประเทศในรูปบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ ดังรูปที่ 2.3

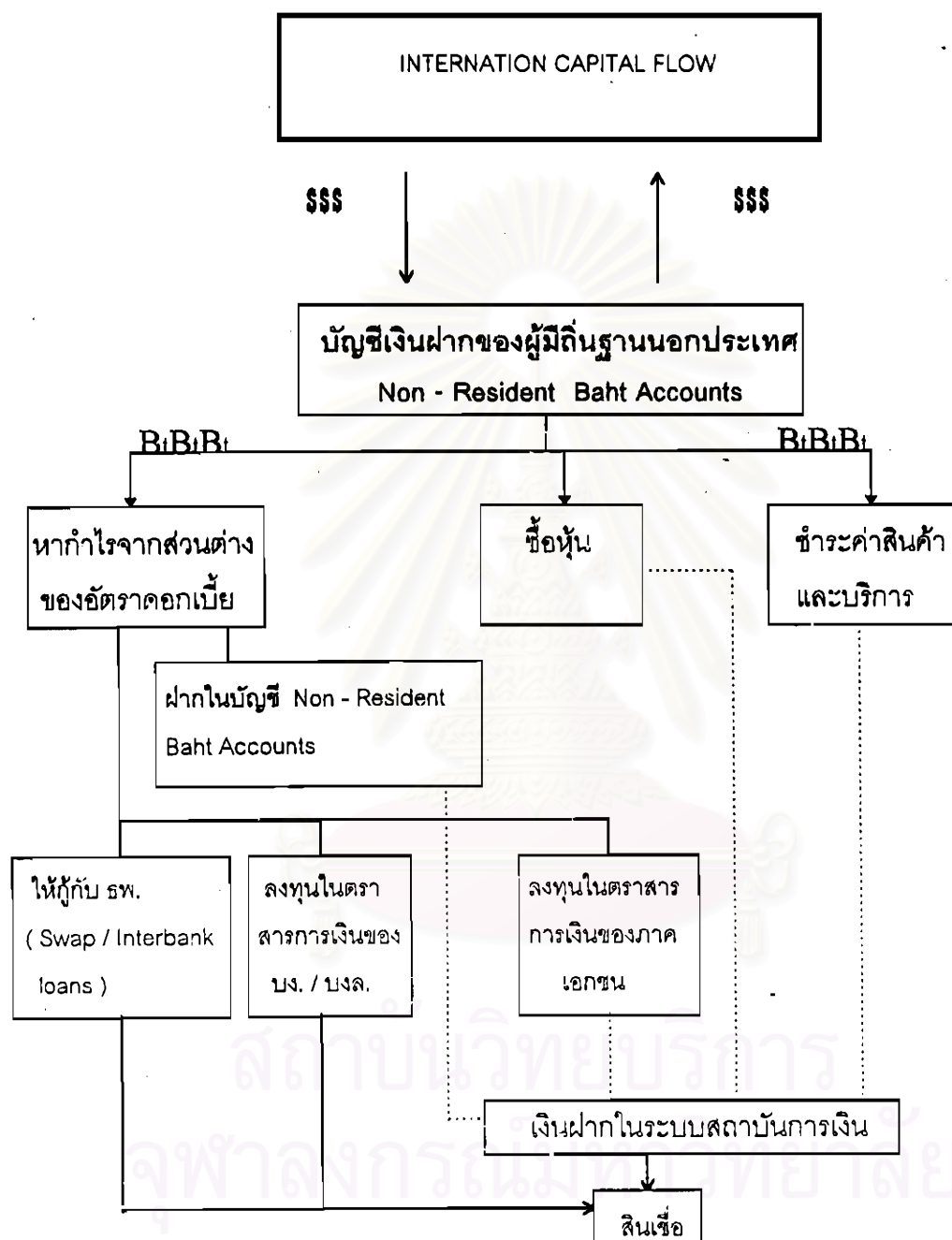
เงินทุนต่างประเทศที่เข้ามานี้จะเข้ามาเพื่อ 3 วัตถุประสงค์หลักคือ ชำระค่าสินค้าและบริการ ซื้อหุ้นหรือหลักทรัพย์ และหากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย

การเข้ามาเพื่อหาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยนี้ ทางหนึ่งจะอยู่ในรูปการฝากเงินของผู้มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศ หรืออาจจะอยู่ในรูปของการปล่อยเงินกู้ให้แก่สถาบันการเงินภายในประเทศเพื่อปรับสภาพคล่องเช่น ธนาคารพาณิชย์ และบางส่วนยังเป็นการลงทุนในตราสารการเงินที่ออกโดยบริษัทเงินทุนหรือบริษัทหลักทรัพย์ภายในประเทศ อีกทั้งยังอาจเป็นตราสารที่ออกโดยบริษัทเอกชนทั่วไปที่ไม่ใช่สถาบันการเงินที่ต้องการเงินกู้

ส่วนการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้ามาเพื่อลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น นับเป็นเงินที่มีความผันผวนค่อนข้างสูง เนื่องจากภายหลังที่มีการปล่อยให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายได้เสรี ผู้ลงทุนทั้งภายในและภายนอกประเทศสามารถถอนการลงทุนออกไปได้ง่ายและรวดเร็วขึ้น และการเคลื่อนย้ายเงินทุนทางสุดท้ายคือผ่านการชำระค่าสินค้าและบริการ ในส่วนนี้จะมีความเกี่ยวข้องโดยตรงกับดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศ



รูปที่ 2.3 แสดงทิศทางการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

จะเห็นได้ว่าการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศดังกล่าวย่อมมีผลตรงต่อการขยายตัวของเงินฝากในสถาบันการเงินภายในประเทศ รวมทั้งสภาพคล่องและสินเชื่อที่ขยายตัวมากขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ในปัจจุบันการเข้ามาของเงินทุนยังมาเพื่อเก็งกำไรในค่าเงินบาท เนื่องจากผลของการเปิดเสรีทางการค้า ทำให้ประเทศไทยได้รับความสนใจมากขึ้นในฐานะที่เป็นประเทศเกิดใหม่ในตลาดการค้าโลก และเงินบาทของไทยเริ่มมีบทบาทในตลาดเงินต่างประเทศมากขึ้น



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย