

วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในสวีเดน เม็กซิโกและไทย: สาเหตุและการตอบสนอง
ของนโยบาย

(The Economic Crisis in Sweden, Mexico and Thailand : Investigating Causes
and Policy Responses)



สมบูรณ์ ศิริประชัย
คณะเศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

e-mail: Somboon@econ.tu.ac.th

4 ตุลาคม 2549

บทกล่าวนำ

วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศไทย เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ได้แพร่ขยายและลุกลามไปสู่ภูมิภาคอื่นๆของโลก วิกฤติการณ์ครั้งนี้เริ่มต้นจากวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนพัฒนาเป็นวิกฤติการณ์ของสถาบันการเงิน และจบลงที่วิกฤติการณ์ของภาคการผลิตที่แท้จริง แม้ว่าวิกฤติการณ์นี้จะเริ่มต้นที่ประเทศไทย แต่ผลในแง่ลบต่อประเทศอื่นๆ กลับมีความรุนแรงและร้ายแรงกว่าที่มีการคาดการณ์ตั้งแต่ต้น ความรุนแรงและหนักหน่วงทำให้มีการคาดการณ์ต่อไปว่า เศรษฐกิจของโลกมีแนวโน้มที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรงในต้นทศวรรษหน้า อย่างไรก็ตาม วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทย และลามไปสู่ประเทศเพื่อนบ้าน และภูมิภาคอื่นๆ นี้แตกต่างจากวิกฤติการณ์ครั้งก่อนๆ ซึ่งเพิ่งเกิดขึ้นในต้นและกลางทศวรรษ 1990 โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศยุโรปเหนือ และเม็กซิโก ความแตกต่างนี้มีการเน้นกับค่อนข้างกว้างขวาง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ขนาดและความร้ายแรงของวิกฤติการณ์ ซึ่งเกี่ยวพันอย่างลึกซึ้งกับสาเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในวงกว้างขนาดนี้

วิกฤติเศรษฐกิจในไทยและในประเทศเพื่อนบ้าน มีการเรียกรวมๆ ว่าเป็น “วิกฤติการณ์ของเอเชีย” (The East Asian Crisis) มีลักษณะแตกต่างจากครั้งก่อนๆ อย่างชัดเจนหลายประการ **หนึ่ง** วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นนี้มีความเชื่อมโยงกับวิกฤติการณ์น้ำมันหรือราคาโภคภัณฑ์ชนิดอื่นๆ **สอง** อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างขนาดใหญ่ **สาม** อัตราเงินเฟ้อ ภาวะทางการเงินและการคลังของประเทศไทย และประเทศเพื่อนบ้านมิได้อยู่ในภาวะที่ซบมึนร้ายแรง **สี่** หนี้ต่างประเทศที่ก่อขึ้นทั้งในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านเป็นหนี้ภาคเอกชนที่มีลักษณะเป็นระยะสั้นเป็นส่วนมาก ในขณะที่หนี้ต่างประเทศในประเทศเม็กซิโก หรือสวีเดนล้วนเป็นหนี้สาธารณะ การกู้หนี้ยืมสินจำนวนมากของภาคเอกชนนี้เป็นลักษณะเด่นของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจนี้

จุดเด่นที่สุดของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจแต่ละครั้งก็คือ เรามักไม่สามารถป้องกันมิให้เกิดวิกฤติการณ์ได้ ส่วนสำคัญก็เพราะเรายังขาดความเข้าใจที่ถูกต้องว่า อะไรคือสาเหตุที่แท้จริงที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งอาจเริ่มจากการอัตราแลกเปลี่ยนที่ถูกผูกติดกับ หนี้สาธารณะจำนวนมาก หรือจากภาวะราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ขึ้นลงอย่างฮวบฮาบ เช่น น้ำมัน เป็นต้น อย่างไรก็ตาม วิกฤติการณ์เศรษฐกิจแต่ละครั้งมักมีความซับซ้อนและมีเงื่อนไขที่แตกต่างและร่วมกันเสมอ แต่สิ่งที่น่าสนใจก็คือ การเข้าใจถึงธรรมชาติของสาเหตุการปรับตัวของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและนโยบายภาคเศรษฐกิจต่างๆ ปรากฏการณ์ใหม่ที่ทำให้วิกฤติการณ์ครั้งนี้แตกต่างจากครั้งก่อนๆ ก็คือ ขนาดของเงินทุนระยะสั้นภาคเอกชนที่ไหลบ่าเข้ามาในไทย อินโดนีเซีย มาเลเซีย และเกาหลีใต้ ขนาดของเงินทุนระยะสั้นภาคเอกชนที่เข้าสู่ประเทศกำลังพัฒนามีการขยายถึง 6 เท่าในช่วงปี 2533-2539 (ดู World Bank, 1997) สิ่งที่ไม่อาจปฏิเสธได้ก็คือเงินทุนระยะสั้นของภาคเอกชนนี้มีผลอย่างสำคัญในการเพิ่มศักยภาพของประเทศเหล่านี้ในการใช้สินเชื่อบริการ ซึ่งช่วยให้อัตราความเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในภูมิภาคเอเชีย ปัจจัยสำคัญส่วนหนึ่งนั้นก็มาจากการไหลบ่าทะลักของเงินทุนระยะสั้นของภาคเอกชนจาก

ประเทศอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม ความเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจโลกเกิดขึ้นอย่างฉับพลัน ในอีกด้านหนึ่งเงินทุนระยะสั้นของภาคเอกชนจำนวนมากเหล่านี้มีผลต่อการสร้างเศรษฐกิจฟองสบู่ (bubble economy) เกิดขึ้นในประเทศที่ได้รับเงินทุนเหล่านี้ คำถามที่น่าสนใจก็คือ เงินทุนระยะสั้นภาคเอกชนเหล่านี้เป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ประเทศไทยเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจหรือไม่? หรือเป็นเพราะว่าประเทศไทยไม่ได้มีความพร้อมเพียงพอในการปรับตัวให้ทันกับความเปลี่ยนแปลงในเวทีการเงินของโลก ความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องเกี่ยวกับสาเหตุของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นเป็นเรื่องสำคัญอย่างยิ่งเพื่อเป็นบทเรียนในการป้องกันในอนาคต โดยเฉพาะวิกฤติการณ์เศรษฐกิจในประเทศไทยนั้นเป็นเรื่องที่อยู่นอกเหนือความคาดหมายของบรรดานักเศรษฐศาสตร์ ด้วยเหตุที่ว่า ปัจจัยพื้นฐานและนโยบายเศรษฐกิจมหภาคโดยส่วนรวมของไทยมิได้ส่อไปในทิศทางที่จะก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจอย่างร้ายแรง ดังเช่นที่เกิดขึ้นในเม็กซิโก หรือสวีเดน

แม้ว่า วิกฤติการณ์เศรษฐกิจครั้งนี้ยังไม่จบสิ้น แต่ผลกระทบของวิกฤติมีมากกว่าที่คาดคิดไว้ในตอนเริ่มต้นของวิกฤติการณ์ เศรษฐกิจในเอเชียโดยส่วนรวม และเศรษฐกิจโลกได้รับผลกระทบในแง่ลบอย่างมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งบรรดากรรมการและพนักงานบริษัทจำนวนนับล้านคนที่จะต้องถูกออกจาก ผลกระทบทางสังคมของวิกฤติการณ์ครั้งนี้มีขนาดใหญ่ แต่เรื่องดังกล่าวอยู่นอกเหนือขอบเขตในงานวิจัยครั้งนี้ ความรู้ใหม่ที่คาดว่าจะได้รับก็คือความรู้ของสาเหตุและเงื่อนไขต่างๆ ที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน สถาบันการเงิน และภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง

เศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมากได้ถูกผนวกเป็นส่วนหนึ่งของเศรษฐกิจโลก ไทยก็มิได้มีข้อยกเว้น เช่นเดียวกับเม็กซิโก หรือสวีเดน จุดมุ่งหมายของการศึกษาคือ พยายามจะค้นหา รวบรวมและสังเคราะห์สาเหตุของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจของทั้ง 3 ประเทศ ซึ่งเป็นตัวแทนของสามทวีป คือ ลาตินอเมริกา สแกนดิเนเวียและเอเชีย การค้นหาสาเหตุที่แท้จริงนั้นเป็นเรื่องที่ละเอียดอ่อน สลับซับซ้อนและจำเป็นต้องอาศัยกรอบการวิเคราะห์และทฤษฎีในการชี้แนะ ดังนั้น วัตถุประสงค์หลักของงานวิจัยก็คือ การทำความเข้าใจลักษณะเฉพาะและทั่วไปของเงื่อนไขที่นำไปสู่วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจของสวีเดนในปี 2534 เม็กซิโก ในปี 2537 และไทยในปี 2540 ด้วยมุ่งหวังว่า การวิจัยในเชิงประวัติศาสตร์เศรษฐกิจเปรียบเทียบนี้จะช่วยให้เราเข้าใจสาเหตุที่แท้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การเลือกนโยบายเศรษฐกิจหรือการตอบสนองของนโยบายเศรษฐกิจ ทั้งเชิงมหภาคหรือเชิงสาขา ความเข้าใจที่ถูกต้องนี้จะเป็นกุญแจสำคัญในการกำหนดเครื่องมือหรือนโยบายเศรษฐกิจที่จะป้องกันมิให้เกิดวิกฤติการณ์ซ้ำขึ้นอีก จุดมุ่งหมายของโครงการวิจัยนี้อาจสามารถจำแนกใหญ่ๆ เป็น 2 ข้อ กล่าวคือ

ก) เพื่อที่จะค้นหาหรือชี้ว่า อะไรคือสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในสามประเทศในทศวรรษ 1990?

ข) เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจขึ้นในทั้งสามประเทศ ภาครัฐและภาคเอกชนมีการปรับตัวกับวิกฤตการณ์นี้อย่างไร? แม้ว่าวิกฤตการณ์เศรษฐกิจของไทยเกิดขึ้นเมื่อปี 2540 แต่ผลกระทบของวิกฤตการณ์ยังไม่ได้จบสิ้นลงทันที

วิกฤตการณ์ทางการเงินและวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของโลกมิใช่เรื่องใหม่แต่อย่างใด วิกฤตการณ์ของเศรษฐกิจเกิดขึ้นตั้งแต่ศตวรรษที่ 17 และ 18 ที่โดดเด่นและเป็นที่ยุติกันกว้างขวาง คือ วิกฤตการณ์ของดอกทิวลิปในเนเธอร์แลนด์ในปี วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในรัฐมิสซิปปีของฝรั่งเศส วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งที่ร้ายแรงและมีผลกระทบต่อทั่วโลกคือวิกฤตการณ์น้ำมัน 2 ครั้งในช่วงทศวรรษ 1970 และในช่วงทศวรรษ 1990 อาจนับเนื่องได้ว่า เป็นช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในระบบทุนนิยมโลกขึ้นในสามทวีป ต่างสถานที่และต่างกาลเวลา ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในเรื่องนี้มีจำนวนมากมาย โดยเฉพาะหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของเม็กซิโก อย่างไรก็ตาม จุดเปลี่ยนแปลงที่สำคัญอันหนึ่งก็คือ นับตั้งแต่ครั้งหลังของทศวรรษ 1990 สารสนเทศนั้นสามารถส่งผ่านระบบ Internet ได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ กล่าวได้ว่า ข้อเขียนและผลงานวิชาการที่เกี่ยวข้องกับเรื่องวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศไทย และเอเชียจำนวนมากไม่น้อยกว่าหมื่นรายการ ผลงานวิจัยเหล่านี้เกือบทั้งหมดสามารถเข้าถึงได้โดยใช้เวลาอันสั้นเท่าที่ค้นคว้าได้ผลงานวิจัยเรื่องเกี่ยวกับวิกฤตการณ์เศรษฐกิจเหล่านี้สามารถเข้าผ่าน web site ได้ที่

WWW.NBER.ORG
WWW.IDS.AC.UK
WWW.STERN.NYU.EDU
WWW.BIS.ORG
WWW.WORLD BANK.ORG
WWW.IMF.ORG
WWW.CEPR.EDU
WWW.FED.ORG
WWW.ADB.ORG

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงเอกสารที่มีกรอบการวิเคราะห์ที่ชัดเจน กล่าวคือเป็นการศึกษาองค์ความรู้ว่า อะไรคือสาเหตุของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในสามประเทศ ทั้งนี้จะพิจารณาบริบทต่างๆ ทางนโยบายเศรษฐกิจมหภาค และบทบาทของสถาบันการเงินในการบริหารสินเชื่อ ซึ่งเกี่ยวข้องอย่างลึกซึ้งกับวิกฤตการณ์ทั้ง 3 ประเทศ การวิจัยนี้ได้มุ่งเน้นที่จะทดสอบหรือหาคำอธิบายใหม่ของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ หากแต่จะสังเคราะห์องค์ความรู้ของวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจภายใต้กรอบทฤษฎีของเศรษฐศาสตร์สถาบันแบบใหม่ (New Institutional Economics-NIES) ทั้งนี้ด้วยสมมติฐานที่ว่า วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจแต่ละครั้งมีมูลเหตุปัจจัยแตกต่างกันแต่ส่วนที่เหมือนหรือร่วมกัน คือ ความ

ล้มเหลวของสถาบันในการแก้ไขหรือป้องกันวิกฤติเศรษฐกิจ (Institutional Failure) ความเชื่อที่ว่า วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในประเทศไทยและลุกลามแพร่ขยายไปสู่ประเทศเพื่อนบ้านเป็นเพราะรัฐบาลไทย เข้าไปแทรกแซงมากเกินไป และมีลักษณะ Crony capitalism แม้ว่าสมมติฐานนี้จะดูมีน้ำหนัก แต่เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีของประเทศสวีเดนและประเทศในแถบยุโรปเหนือ ซึ่งเกิดวิกฤติการณ์สถาบันการเงินและเศรษฐกิจในปี 1991-1992 คำอธิบายดังกล่าวไม่สามารถจะเป็นที่ยอมรับได้ ทั้งนี้ก็เพราะสถาบันทางสังคมและการเมืองมีลักษณะโปร่งใส น่าเชื่อถือ ผิดกับประเทศเม็กซิโกและไทย ความล้มเหลวของรัฐ (Government Failure) อาจจะเป็นคำอธิบายที่ใช้ได้กับรัฐไทยหรือเม็กซิโกในการให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ แต่คำอธิบายนี้ก็มีความอ่อนแออย่างสำคัญที่ว่า ในทั้งสองกรณีเงินทุนระยะสั้นที่ไหลทะลักเข้าไปและก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจล้วนเป็นการนำเข้าโดยภาคเอกชน มิใช่ภาครัฐ การตัดสินใจผิดพลาดของภาคเอกชนนี้ชี้ให้เห็นระบบตลาดการเงินเป็นระบบที่ไม่สมบูรณ์ ซึ่งอาจเป็นเหตุปัจจัยสำคัญในการก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ นอกเหนือจากนั้น คำอธิบายที่ว่าความล้มเหลวของรัฐเป็นเหตุก็ไม่อาจคำอธิบายที่คืนักในกรณีของไทย คำอธิบายนั้นอาจเหมาะสมกับกรณีของเกาหลีใต้ หรือมาเลเซีย แต่ในกรณีของไทย ประเทศไทยมิได้เข้าแทรกแซงในตลาดเงินและตลาดทุนอย่างเข้มงวด หากแต่ปล่อยให้กลไกราคาทำงานอย่างอิสระ ทำไมประเทศไทยจึงเป็นประเทศแรกที่เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย ทั้งๆ ที่รัฐเข้าแทรกแซงน้อย โดยเปรียบเทียบกับเกาหลีใต้หรือมาเลเซีย ?

กรอบการวิเคราะห์มิใช่การอธิบายปรากฏการณ์ของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจจากการแนวทฤษฎีของ Washington Consensus แต่จะชี้ให้เห็นว่า จริงหรือไม่ที่ว่าแนวคิดของ Washington Consensus ภายใต้การชี้นำของธนาคารโลกและกองทุนการเงินระหว่างประเทศเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ? แม้ว่าองค์กรระหว่างประเทศไทยทั้งสองได้พยายามปรับเปลี่ยนแนวยุทธศาสตร์และยุทธวิธีในการเสนอแนะนโยบายต่อประเทศกำลังพัฒนา แต่โดยสาระสำคัญยังอยู่ภายใต้ Washington Consensus ที่พยายามเน้นให้ get the price right แต่จุดอ่อนที่สำคัญของแนวทฤษฎีนี้ก็คือ ยังไม่สามารถ get the institution right ซึ่งเป็นรากฐานที่สำคัญที่จะต้องเกิดขึ้นก่อนที่จะทำให้ระบบกลไกราคาภายใต้ระบบทุนนิยมทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ระเบียบวิธีการวิจัยนี้มีลักษณะเป็นสหวิทยาการในแง่ที่ว่า จะพยายามหาสาเหตุของวิกฤติการณ์เศรษฐกิจในทั้งสามประเทศภายใต้ NIEs โดยตั้งประเด็นหลักว่า วิกฤติการณ์เหล่านี้เกิดขึ้นภายใต้เศรษฐกิจที่ถูกผนวกเป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุนระหว่างประเทศที่มีลักษณะเคลื่อนไหวและโยกย้ายอย่างรวดเร็ว จริงหรือไม่ที่การถูกผนวกเป็นส่วนหนึ่งของตลาดทุนทั้ง 3 ประเทศ เกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจขึ้น แม้ว่าทั้งสามประเทศจกมีระบบเศรษฐกิจ สังคมการเมือง และวัฒนธรรมที่ต่างกัน เราจกอธิบายสาเหตุของวิกฤติเศรษฐกิจได้อย่างไร ?

กติกกรมประกาศ

งานวิจัยนี้เสร็จช้ากว่าที่กำหนดไว้หลายปี ซึ่งผู้วิจัยต้องขอภัยต่อสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัยที่ต้องอดทนต่อความล่าช้านี้ งานวิจัยนี้ไม่อาจเขียนเสร็จได้ ถ้าปราศจากคำชี้แนะที่มีค่าและความห่วงใยของศาสตราจารย์รังสรรค์ ณะพรพันธุ์ ซึ่งรับเป็นที่ปรึกษา (mentor) ให้กับผู้วิจัย โดยที่อาจารย์คอยถามความคืบหน้าตลอดหลายปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ ศาสตราจารย์วิชัย บุญแสง ผู้อำนวยการ โครงการหลังปริญญาเอกที่ให้โอกาสผู้เขียนได้ทำวิจัยเรื่องนี้ ทั้งๆที่งานวิจัยชิ้นนี้ควรเสร็จเมื่อหลายปีก่อนก็ตาม ที่ายที่สุดขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ของโครงการปริญญาตรีภาคภาษาอังกฤษแห่งคณะเศรษฐศาสตร์สองท่าน คือ นางสาวภานาด แพทย์กุลและนางสาวพรทิภา วงศ์กันทรากรที่ช่วยกรุณาพิมพ์งานให้สมบูรณ์และเสร็จด้วยเวลาอันรวดเร็ว ส่วนข้อบกพร่องที่อาจมีอยู่นั้น ผู้วิจัยขอรับผิดชอบแต่ผู้เดียว

สารบัญ

เรื่อง	หน้า
บทกล่าวนำ	ii
กติกกรมประกาศ	vi
วิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดน ปี 1991 และ 1992	1
กล่าวนำ	2
สภาพเศรษฐกิจของสวีเดนก่อนเกิดวิกฤติ	4
ทำไมและวิกฤติการณ์ของสวีเดนเกิดขึ้นได้อย่างไร?	11
กระบวนการปลดปล่อยการควบคุมภาคการเงินในสวีเดน (The Deregulation Process)	15
การตอบสนองต่อการปลดปล่อยการเงินเสรี	20
วิกฤติการณ์ธนาคารของสวีเดน : Boom and Bust Cycles	32
ทำไมจึงเกิดวิกฤติการณ์ในสวีเดน และวิกฤติการณ์นี้มีพัฒนาการอย่างไร?	41
วิกฤติการณ์ในสวีเดนกับการแก้ไขวิกฤติ	43
บทเรียนจากวิกฤติการณ์	47
บรรณานุกรม	49
สาเหตุและบทเรียนของวิกฤติการณ์ของเม็กซิโก ปี 1994-1995	52
กล่าวนำ	52
เงื่อนไขในตอนต้นปี 1994 ก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ	55
เศรษฐกิจมหภาคทั่วไปของเม็กซิโก	55
เศรษฐกิจเม็กซิโก 1987 – 1993	62
ยุคทองของเม็กซิโก ปี 1988 – ปี 1993	70
เงื่อนไขของเศรษฐกิจของเม็กซิโกในตอนต้นปี 1994: ภูมิทัศน์ – ธันวาคม	84
วิกฤติการณ์เศรษฐกิจ: ทฤษฎีความระส่ำระสายของภาคเอกชน	93
วิกฤติการณ์ของเม็กซิโกในปี 1994	101
ลักษณะทั่วไป	101
ดุลบัญชีเดินสะพัดกับทุนสำรองระหว่างประเทศ	105
หนี้สาธารณะที่ถึงเวลาชำระหนี้	110
ความอ่อนแอของธนาคารพาณิชย์และวิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์	111
บทเรียนของเม็กซิโกและนัยทางนโยบาย	125
บรรณานุกรม	129

การจัดการนโยบายทางเศรษฐกิจของไทย :	132
ความล้มเหลวของ Washington Consensus หรือความล้มเหลวของสถาบัน กล่าวนำ	132
ตอนที่ 1 อะไรคือฉันทานุมัติแห่งวอชิงตัน?	135
ตอนที่ 2 รัฐบาลไทยดำเนินการปฏิรูปการปลดปล่อยการเงินเสรีตาม WC หรือไม่ ?	143
ตอนที่ 3 จดหมายแสดงเจตจำนงระหว่าง IMF กับประเทศไทย : ไปไม่พ้น Washington Consensus	153
ตอนที่ 4 ข้อสังเกตส่งท้าย	158
บรรณานุกรม	161
มาตรการทางการเงินที่สำคัญ พ.ศ. 2530-2539	168
เป้าหมายการคลัง ตาม LOII - LOI8 โดยใช้นิยามของ Government Finance Statistics	181
จดหมายแสดงเจตจำนง 8 ฉบับ กับ Washington Consensus	182
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 1 กับ Washington Consensus	188
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 2 กับ Washington Consensus	191
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 3 กับ Washington Consensus	193
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 4 กับ Washington Consensus	196
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 5 กับ Washington Consensus	198
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 6 กับ Washington Consensus	202
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 7 กับ Washington Consensus	204
จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 8 กับ Washington Consensus	206
Annex A Hypothesized Sequences	208
Annex B Historical Background of Sequencing	213
Annex C Thailand : Summary of the Tax System	216

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 Purchasing Power Parity-Adjusted GDP per Capita in the 25 Richest OECD Countries, 1997, 1990 and 1998 (OECD average = 100).	5
2 เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคของสวีเดนในช่วงปี 1980 – 1997 (อัตราเพิ่มขึ้นถัวเฉลี่ย)	6
3 Sweden: Chronology of Selected Liberalization Measure	13
4 หนี้ต่างประเทศ (หนี้ต่างประเทศสุทธิ % ของ GDP)	18
5 Sweden: Bank Profitability, 1980-93	31
6 Sweden Credit Losses	35
7 The Experience of Major Banks During the Banking Crisis	39
8 Bank Support Payments	41
9 Crisis Resolution Measures	46

สารบัญรูป

รูปที่	หน้า
1 CPI Inflation (12-month average)	10
2 Ex-post 5-year Real After-tax Interest Rate	10
3 Lending from Banks, Mortgage Institutions, and Finance Companies (percentage changes)	19
4 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND CLAIMS ON PRIVATE SECTOR/GDP	21
5 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND GDP AND PRIVATE CONSUMPTION	22
6 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND GROSS FIXED CAPITAL FORMATION	23
7 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND HOUSEHOLD SAVINGS AND REAL AFTER-TAX INTEREST RATES	24
8 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND REAL GROSS FIXED CAPITAL FORMATION	26
9 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND DEPOSITS AND LOANS	28
10 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND LENDING RATES	30
11 NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND GDP AND PRICE INDICATORS	34
12 Bank Profits and Credit Losses, 1990-9	37

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 ดุลบัญชีเดินสะพัดของเม็กซิโก	55
2 Mexico: Balance of Payments	56
3 Mexico: Main Components of Private Capital Inflows	57
4 Mexico: Credit and Money Supply Developments	58
5 Mexico: Current Account Balance and Domestic Counterparts	58
6 Microeconomic and Structural Reform After 1988	65
7 Mexican Government Finance, 1981-1994	66
8 Money and Credit Growth 1989 – 1994	67
9 (ก) Mexican Inflation and Interest Rates	68
9 (ข) Mexican and U.S. Short-term Interest Rates, December 1994-July 1995	69
10 Real Exchange Indices (1999=100)	72
11 Composition () of Mexican and other countries' capital inflows, 1990-1993	73
12 Mexico: summary capital accounts, 1988-94	74
13 Mexican Balance of Payments, 1988-1995 (<i>millions of U.S. dollars</i>)	79
14 Mexican Trade Performance, 1988-1995 (<i>millions of U.S. dollars</i>)	80
15 Mexican Domestic Saving (% of GDP)	83
16 Chronology of Major Events During the Mexican Crisis, 1994-1995	86
17 Mexico: non-resident investments in Mexican government securities, 1991-95	91
18 Mexico: Quarterly Capital Account, 1993-First Quarter 1995 (<i>in millions of US dollars</i>)	94
19 Saving and investment (% of GDP)	96
20 Public sector balances (% of GDP)	97
21 Gross public debt (% of GDP)	98
22 Monetary indicators	100
23 Mexican Stock Exchange (BMV) 1989-95	103
24 Financing of current Account Deficit (%)	106
25 Components of Domestic Debt (\$m)	110
26 Portfolio Overdue (\$ m)	111
27 Public opinion and the pact (% responses)	116
28 Macroeconomic indicators 1988-92	117
29 Banking re-privatization in Mexico	119

สารบัญรูป

รูปที่	หน้า
1 Mexico: real effective exchange rate ^a (1980=100)	71
2 Mexican and U.S. Stock Market Indices (January 1990=100)	75
3 Mexico and U.S. Short-term Interest Rates (% per annum)	77
4 Current account balance (% of GDP)	78
5 ปริมาณการส่งออกของเม็กซิโกที่มีใช้น้ำมัน (Comparative Export Performance)	81
6 Saving-Investment Gap and Current Account	82
7 Nonperforming Consumer Loans, 1989-1994	85
8 Mexican Foreign Exchange Reserves, 1994	87
9 Stock of net international reserves in 1994 (in millions of US dollars)	88
10 Mexico: central bank sterilized intervention	89
11 Mexican exchange rate changes within the exchange rate band	90
12 Mexican international reserves and Tesobonos outstanding	92
13 Peso-Dollar Exchange Rate in Banco de Mexico's Fluctuation Band, 1992-1994	95
14 Real exchange rate	95
15 Saving-investment gap and current account	98
16 Foreign Exchange Invention by the Banco de Mexico, 1993-1994	102
17 Composition of Mexican Public Debt	102
18 Components of monetary base	107
19 Current account deficit and reserve losses	109
20 Economic Deficit of the Public Sector (% GDP)	113
21 Net resource transfer (% GDP)	114
22 Financial depth* (% GDP)	114
23 Commercial banking credit (% GDP)	115
24 Commercial banking credit (% total)	115
25 Net Creditor (+) or Debtor (-) Position of Families and Firms (% GDP)	117
26 Past-due loans/total loans (%)	118
27 Sequence of Events in the Mexican Financial Crisis of 1994-95	121
28 Interest Rates on Cetes and Interbank Loans, 1993-96 (percent)	122
29 Net Creditor or Debtor Position with the Domestic Financial System, 1987-1995	123

30 Stock Market Prices on the Bolsa 1993-96 index (1993=100)	123
31 Mexico's International Reserves, 1993-1996 (Billions of US Dollars)	124
32 Cetes and Tesobonos Amounts, 1993-95	125
33 Peso-Dollar Exchange Rate, 1993-1996 (Peso per U.S. Dollar)	126
34 Consumer Price Inflation, 1993-1996 (%)	126

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 The Washington Consensus ต่อการปฏิรูป	136

สารบัญรูป

รูปที่	หน้า
1 วิสัยทัศน์ของเศรษฐศาสตร์การเมืองแบบใหม่	140
2 The Impossible Trinity	146

วิกฤตการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดน ปี 1991 และ 1992

ในบทนี้จะเป็นการอธิบายว่า เพราะเหตุใดจึงเกิดวิกฤตการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดน ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 สาเหตุอะไรเป็นปัจจัยแวดล้อมที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์นี้ในประเทศที่ถือว่ามีระบบธรรมาภิบาลที่ดีที่สุดแห่งหนึ่งของโลก โดยเฉพาะในระบบรัฐสวัสดิการนั้น มีส่วนทำให้เกิดวิกฤตการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่ แท้ที่จริงวิกฤตการณ์ธนาคารและต่อมาเป็นวิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยนนั้น สามารถเกิดขึ้นได้ในทุกประเทศ ไม่ว่าจะประเทศพัฒนาแล้วหรือกำลังพัฒนา คำถามหลักคือ ทำไมจึงเกิดขึ้นในสวีเดนในต้นทศวรรษ 1990 แทนที่จะเกิดขึ้นในประเทศอื่นๆ ในบทนี้จะเป็นการให้ภาพสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจของเศรษฐกิจสวีเดนก่อนหน้าเกิดวิกฤตการณ์ หลังจากนั้น จะมุ่งอธิบายว่า วิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์เกิดขึ้นได้อย่างไร ต่อจากนั้นจะเป็นการอธิบายถึงวิกฤตการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน และตอนท้าย จะเป็นการพิจารณาถึงต้นทุนของสังคมของวิกฤตการณ์และแนวทางการแก้ไขวิกฤตการณ์

กล่าวนำ

วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งมักหมายถึงวิกฤติการณ์ธนาคารและวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน เป็นปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศต่างๆ ทั่วโลก ต่างกรรมต่างวาระกัน แต่ที่น่าสนใจที่สุดอันดับหนึ่งคือ วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในประเทศสวีเดน ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 เพราะเป็นวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว และยังมีระบบเศรษฐกิจที่เป็นรัฐสวัสดิการ ความจริงวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศต่างๆ นั้น มักมีสาเหตุมาจากความไร้เสถียรภาพของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคเป็นหลัก ตามการวิเคราะห์ของ Demirgüç – Kunt and Detragiache (1998) นั้น ระบุว่ามีการเกิดวิกฤติการณ์ธนาคารพาณิชย์หลักๆ ประมาณ 30 กว่าประเทศ ส่วนมากเกิดขึ้นในประเทศกำลังพัฒนาแทบทั้งสิ้น มีข้อยกเว้นก็คือ กลุ่มประเทศในสแกนดิเนเวีย คือ นอร์เวย์ ฟินแลนด์ และสวีเดน ในช่วงปลายทศวรรษ 1980 และต้นทศวรรษ 1990 สาเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์นั้น มักมีปัจจัยร่วมคล้ายคลึงกันมาก กล่าวคือ

- ประการแรก มักมีการปลดปล่อยให้ภาคการเงินมีเสรีมากยิ่งขึ้น หรืออีกนัยหนึ่งมีการลดการกำกับดูแลอย่างเข้มงวด (Deregulatory measures)
- ประการที่สอง ก่อให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของการปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคารพาณิชย์
- ประการที่สาม ก่อให้เกิดเศรษฐกิจฟองสบู่ เนื่องจากราคาสินทรัพย์ (Asset prices) ค่อยๆ มีราคาสูงขึ้นเรื่อยๆ อย่างต่อเนื่อง เกิดเป็นลักษณะฟองสบู่ (a bubble)
- ประการที่สี่ จนในที่สุด ฟองสบู่ก็เริ่มไม่อาจอยู่ได้จนฟองสบู่แตก ผลก็คือ ราคาสินทรัพย์ได้ลดราคาลงอย่างมาก จนทำให้มีผลอย่างร้ายแรงต่อตลาดสินทรัพย์ โดยเฉพาะราคาอสังหาริมทรัพย์ (Real estate) ซึ่งผลที่สืบเนื่องต่อมาก็คือเกิดภาวะล้มละลายในภาคธนาคารพาณิชย์
- ประการที่ห้า เกิดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ท่วมท้น (Non-performing loans) เกิดการสูญเสียของเครดิตอย่างมาก (Credit Losses) และนำไปสู่ภาวะวิกฤติธนาคารพาณิชย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ (acute banking crisis)
- ประการที่หก ผลของวิกฤติการณ์ธนาคารมักนำไปสู่วิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน (currency crisis) และ
- ประการที่เจ็ด ภาคธนาคารพาณิชย์ที่อ่อนแอลงอันเป็นผลมาจากวิกฤติการณ์ ก่อให้เกิดการบีบตัวอย่างรุนแรงของสินเชื่อ (credit crunch) ต่อภาคธุรกิจซึ่งนำไปสู่กระบวนการสุดท้าย
- ประการสุดท้าย รัฐต้องเข้าแทรกแซงและช่วยเหลือธนาคารที่เกิดวิกฤติ

การเข้าใจถึงมูลเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์นั้นมีความสำคัญ เพราะความคล้ายคลึงหรือความเหมือนกันของวิกฤตการณ์ในแต่ละประเทศล้วนเป็นบทเรียนที่สำคัญ ยิ่งกว่านั้น ในแต่ละประเทศที่เกิดวิกฤตการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนมักมีลักษณะจำเพาะเสมอ ดังที่ Demirgüç – Kunt and Detragiache (1998) ได้ชี้ว่าปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์นั้น มักเป็นปัจจัยทางด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค อาทิ อัตราความเจริญเติบโตของ GDP ที่อยู่ในระดับต่ำ อัตราเงินเฟ้อที่สูงมาก อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับสูง และอัตราทางการค้าที่เลวร้ายลง ซึ่งมักมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเกิดวิกฤตการณ์ธนาคารเสมอ ข้อค้นพบของทั้งสองคนยังกล่าวต่อไปว่า วิกฤตการณ์มักเกิดขึ้นในเศรษฐกิจที่ไม่มีการกำกับอย่างเข้มงวด (unregulated environment) แต่สิ่งที่น่าสนใจกว่านั้นก็คือ การค้นพบว่า การเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นมิได้มีความสัมพันธ์โดยตรงกับการเปลี่ยนแปลงจากตลาดที่มีการกำกับไปสู่ตลาดที่ไร้การกำกับอย่างที่คนทั่วไปมักเข้าใจกัน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคมีความสำคัญอย่างยิ่งยวดในการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน เมื่อตลาดสินเชื่อนั้นมีการกำกับลดลงหรือปล่อยให้มีความเสรีมากยิ่งขึ้น

เป้าหมายของบทนี้คือ การพยายามเข้าใจว่า เพราะเหตุใด วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจจึงเกิดขึ้น ในบริบทใดที่ทำให้วิกฤตการณ์นี้มีความรุนแรงอย่างมากในกลุ่มประเทศสแกนดิเนเวีย ประเด็นสำคัญที่จะเน้นในการวิเคราะห์คือ ลักษณะทั่วไป 8 ประการที่กล่าวมาข้างต้นนั้นล้วนชี้ให้เห็นอย่างกระจ่างชัดว่ามีลักษณะที่เป็นลักษณะทั่วไปและลักษณะจำเพาะ คำถามหลักที่ใช้ในบทนี้ มีอยู่ 4 ประเด็น ดังที่ได้เสนอแนะไว้ในการวิเคราะห์วิกฤตการณ์ธนาคารพาณิชย์ของสวีเดน โดย Englund (1999) กล่าวคือ

1. จริงหรือไม่ที่การปลดปล่อยภาคการเงินของสวีเดนนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของราคาสินทรัพย์หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง การปลดปล่อยภาคการเงินนั้นทำให้เกิดเงินเฟ้อของสินทรัพย์ (Inflated asset prices) ในสวีเดน ซึ่งนำไปสู่วิกฤตการณ์ธนาคารของสวีเดน ในที่สุด
2. อะไรคือ บทบาทของตัวแบ่งปัจจัยภายนอกที่ทำให้ราคาสินทรัพย์ต้องเปลี่ยนแปลงอย่างกะทันหัน โดยเฉพาะทำให้เศรษฐกิจของสินทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นฟองสบู่แตกตัวลง? คำถามหลักคือ เศรษฐกิจฟองสบู่แตกตัวเอง หรือถูกปัจจัยภายนอกทำให้เกิดการแตกตัวลง?
3. อะไรคือ ความสัมพันธ์ระหว่างวิกฤตการณ์ธนาคารกับวิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยน? ถ้าหากมีการปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้ลอยตัว ในตอนแรกจะมีผลในการลดวิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์หรือไม่ อย่างไร?
4. รัฐบาลสวีเดนควรทำอย่างไร ในการป้องกันมิให้เกิดวิกฤตการณ์? บทบาทของการสร้างเข้มขันนริภัยในการช่วยผู้ประสบวิกฤตการณ์จะเป็นอย่างไร เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ขึ้นในระบบเศรษฐกิจ รัฐบาลจะทำให้วิกฤตการณ์บรรเทาลงอย่างไร โดยใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาค เหล่านี้ล้วนเป็นคำถามที่ต้องการคำตอบอย่างเป็นรูปธรรมทั้งสิ้น

1. สภาพเศรษฐกิจของสวีเดนก่อนเกิดวิกฤติ

ประเด็นหลักในการโต้แย้งเศรษฐกิจสวีเดนก่อนเกิดวิกฤติการณ์ก็คือ สวีเดนมีปัญหาสั่งสมมานานนับสิบปี ก่อนเกิดวิกฤติ ทั้งนี้ก็เพราะระบบเศรษฐกิจแบบรัฐสวัสดิการที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่องนั้น เริ่มก่อให้เกิดปัญหาภายในที่ร้ายแรง โดยเฉพาะการบิดเบือนระบบ ตลาดที่เริ่มมีปัญหาของคนสูงอายุ และระบบการตัดสินใจที่ก่อให้เกิดผลในแง่ลบต่อเศรษฐกิจในระยะยาว ปัญหาที่ร้ายแรงและหมักหมมมานานนี้คือประสิทธิภาพที่ต่ำลงทั้งในภาคเอกชนและภาครัฐบาล โดยเฉพาะความถดถอยของอัตราความเติบโตของผลิตภาพ (Productivity) ที่เริ่มลดลงอย่างเด่นชัดตั้งแต่ 1970 กล่าวคือ ผลิตภาพของแรงงาน วัดจาก GDP ต่อคนที่มิงานทำเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 4 ต่อปี ในช่วงปี 1950-1970 หลังจากปี 1970 อัตราเพิ่มของผลิตภาพแรงงานเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 1.1 เท่านั้นจริงๆ แล้ว ผลิตภาพของแรงงานที่ต่ำมากของสวีเดนมิใช่เรื่องแปลกประหลาดแต่ประการใด เพราะในหมู่ประเทศอุตสาหกรรมทั้งหมด (OECD) ในช่วงปี 1970 ถึง 1991 นั้น อัตราความเติบโตของ GDP ต่อหัวของการจ้างงานในสวีเดนก็ต่ำกว่าประเทศใน OECD ถึง ร้อยละ 0.6 ในขณะที่อัตราความเจริญเติบโตของผลผลิตในภาคอุตสาหกรรมก็มีอัตราเพิ่มขึ้นเชิงซ้ากว่ากลุ่มประเทศ OECD ซึ่งผลิตภาพของแรงงานในภาคอุตสาหกรรมในสวีเดนก็เพิ่มขึ้นซ้ากว่ากลุ่มประเทศ OECD ถึงร้อยละ 0.3 กล่าวแบบรวบรัดก็คือ ผลิตภาพของปัจจัยการผลิต (total productivity) ในภาคอุตสาหกรรมนั้นเพิ่มขึ้นเชิงซ้ากว่าประเทศใดๆ ในกลุ่ม OECD ด้วยเหตุนี้ ถ้าเราวัดจาก PPP ที่ปรับได้ของ GDP ในสวีเดนนั้นก็เพิ่มขึ้นร้อยละ 8 เหนือกลุ่มประเทศ OECD ในปี 1970 เพิ่มขึ้นอย่างลดน้อยถอยลงเป็น ร้อยละ 6 ในปี 1991 กล่าวอีกนัยหนึ่งสวีเดนซึ่งเคยเป็นประเทศชั้นนำที่อยู่อันดับ 3 ตกลงมาเป็นอันดับ 14 ในกลุ่ม OECD ในแง่ GDP ต่อหัว ข้อมูลเชิงประจักษ์ชี้ชัดว่าอันดับของสวีเดนในรูป GDP ที่ปรับได้ในรูป PPP นั้น ตกจากอันดับ 4 มาเป็นอันดับ 9 ในปี 1970 และ 1990 ตามลำดับ (ดูตารางที่ 1)

ตารางที่ 1

**Purchasing Power Parity-Adjusted GDP per Capita in the 25 Richest
OECD Countries, 1997, 1990 and 1998 (OECD average = 100).**

1970			1990			1998		
Rank		Index	Rank		Index	Rank		Index
1	Switzerland	154	1	Luxembourg	141	1	Luxembourg	156
2	United States	147	2	United States	137	2	United States	138
3	Luxembourg	119	3	Switzerland	131	3	Norway	124
4	<i>Sweden</i>	<i>113</i>	4	Canada	114	4	Switzerland	120
		<i>(105)*</i>						
5	Canada	111	5	Japan	110	5	Denmark	119
6	Denmark	109	6	Norway	108	5	Iceland	119
7	France	105	7	France	107	7	Canada	111
8	Australia	103	7	Iceland	107	8	Belgium	109
9	Netherlands	102	9	Denmark	105	8	Japan	109
10	New Zealand	100	9	<i>Sweden</i>	<i>105</i>	10	Austria	108
					<i>(94)*</i>			
11	United Kingdom	96	11	Belgium	103	11	Netherlands	104
12	Belgium	95	11	Austria	103	12	Australia	103
13	Germany	93	13	Finland	100	12	Germany	103
14	Italy	89	13	Italy	100	14	Ireland	102
14	Austria	89	15	Australia	99	15	France	100
16	Norway	88	15	Germany	99	16	Finland	98
17	Japan	86	17	Netherlands	98	16	Italy	98
18	Finland	85	17	United Kingdom	98	18	<i>Sweden</i>	<i>96</i>
								<i>(85)*</i>
19	Iceland	83	19	New Zealand	82	18	United Kingdom	96
20	Spain	66	20	Spain	73	20	New Zealand	80
21	Ireland	55	21	Ireland	70	21	Spain	76
22	Greece	53	22	Portugal	59	22	Portugal	69
23	Portugal	46	23	Greece	57	23	Greece	65
24	Mexico	40	24	Mexico	36	24	Mexico	36
25	Turkey	28	25	Turkey	29	25	Turkey	30

Source: OECD, *National Accounts Main Aggregates 1960-1997*, vol. 1, 1999, and OECD,

Main Economic Indicators (January 1999).

Note: When Calculating GDP per capita for 1998, a projection of the population in the respective countries was used. The projection is the result of a linear trend of population Growth based on the previous ten years.

*Excluding Mexico and Turkey

ตารางที่ 2
เครื่องชี้เศรษฐกิจมหภาคของสวีเดนในช่วงปี 1980 – 1997
(อัตราเพิ่มขึ้นถ่วงเฉลี่ย)

	1985-1990	1991-1993	1994-1997
GDP ที่แท้จริง	2.2	-1.6	2.6
การบริโภคของภาคเอกชน (Deflator)	6.8	6.1	2.3
การบริโภคของภาคเอกชน	2.5	-1.2	1.5
การลงทุนคลที่ของภาคเอกชน	6.1	-14.7	4.6
การส่งออก	2.8	2.6	11.4
การนำเข้า	5.4	-2.1	9.7
ตลาดหลักทรัพย์	17.1	2.8	26.6
การให้กู้ยืมรวม	20.5	0.0	1.5
ราคาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์	18.2	-26.5	N.A.
การลงทุนรวมแบบคงที่ / GDP (%)	19.3	17.2	15.5
อัตราการว่างงาน	2.1	5.5	7.9
การว่างงานรวม	0.9	-4.0	-0.3
การว่างงานรวม/ประชากร (15.64 ปี %)	80.1	75.5	69.9
ดุลบัญชีเดินสะพัด /GDP (%)	-0.9	-2.6	1.9
การรวมของครัวเรือน/รายได้หลังจากหักภาษี (%)	-1.6	6.4	4.9
สต็อกของเงิน	6.8	3.7	4.0
การล้มละลายทางเศรษฐกิจ (จำนวน)	6698	19109	N.A.
การสูญเสียของหนี้ (% ของการปล่อยกู้)	0.4	4.3	N.A.
การรวมของภาครัฐ/GDP (%)	2.0	-7.1	-5.3
ต้นทุนค่าแรงต่อหน่วย	7.8	2.3	1.5
รายได้ต่อชั่วโมงในภาคอุตสาหกรรม	8.1	4.4	5.1
รายได้จากส่วนแบ่งของทุนในภาคธุรกิจ	30.6	31.0	34.6

ที่มา : Bank of Sweden

แม้ว่าในปี 1990 นั้น จะเป็นช่วงเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็วของสวีเดนก็ตาม อัตราการว่างงานอยู่ในระดับต่ำที่ร้อยละ 1.5 เท่านั้น ในปี 1998 ระดับรายได้ของสวีเดนได้ตกลงอย่างมากมาอยู่อันดับที่ 18 ของกลุ่มประเทศ OECD

ลักษณะเช่นนี้ ทำให้นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่ง นำโดย Assar Lindbeck et al (1993) สรุปสั้นๆ ว่า เศรษฐกิจสวีเดนมีปัญหาร้ายแรงในระยะสั้นอย่างชัดเจน โดยเฉพาะเศรษฐกิจตกต่ำ วิกฤติการณ์ทางการเงิน และการขาดดุลงบประมาณจำนวนมากในภาครัฐบาล เมื่อพิจารณาในรายละเอียด เราอาจจะเห็นภาพได้ชัดเจนขึ้นโดยพิจารณาจาก 3 ด้าน กล่าวคือ

ด้านแรก เศรษฐกิจที่ถดถอยลงเป็นอันมากนั้นมีรากลึกกว่าหลายๆ ประเทศ ในกลุ่ม OECD ถ้าเราวัดจากการเปลี่ยนแปลงในผลิตภัณฑ์ นั่นคือ GDP ได้ลดลงใน 2 ปี (1991-1993) ประมาณร้อยละ 6 ในขณะที่ผลิตภัณฑ์ในภาคอุตสาหกรรมได้ลดลงมากกว่าถึงร้อยละ 17 ซึ่งเป็นการลดลงของผลิตภัณฑ์ที่มีขนาดใหญ่กว่าช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ในทศวรรษ 1930 เสียอีก อัตราการว่างงานก็ถีบตัวสูงขึ้นอย่างมาก ซึ่งเป็นตัวเลขที่น่าตกใจ นั่นคือ ในเดือนพฤษภาคม 1993 อัตราการว่างงานยืนอยู่ที่ร้อยละ 8 ของกองกำลังแรงงาน ซึ่งเป็นการว่างงานที่สูงที่สุดตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา ทั้งนี้ร้อยละ 8 เป็นการว่างงานโดยเปิดเผย (Open Unemployed) ในขณะที่อีกร้อยละ 5 เป็นผู้ว่างงานที่ไม่อาจหางานประจำทำได้ ดังนั้น การว่างงานทั้งหมดจึงสูงถึงร้อยละ 13

ด้านที่สอง ตลาดการเงินกลายเป็นตลาดที่ไร้เสถียรภาพ ธนาคารหลายๆ แห่งต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐบาลกลาง หรือรัฐบาลกลางต้องอัดฉีดเงินเข้าไปในธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ รัฐบาลยังต้องสร้างโครงการฟื้นฟูต่างๆ เพื่อให้ดุลบัญชีของธนาคาร (Balance Sheets) มีความถูกต้องตามสภาพความเป็นจริง

ด้านที่สาม ขนาดการขาดดุลงบประมาณของภาครัฐได้เพิ่มขึ้นสูงมากจนถึงระดับร้อยละ 13 ของ GDP ซึ่งสูงกว่าทุกประเทศในกลุ่ม OECD ยกเว้นกรีก ขนาดของการขาดดุลที่กว้างมากนี้ไม่สามารถอธิบายได้จาก วัฏจักรธุรกิจที่ถดถอยลงได้เสียทีเดียว อย่างไรก็ตาม ตัวแปรหนึ่งที่ทำให้เกิดการขาดดุลงบประมาณจำนวนมากนี้มีสาเหตุจากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้สูงกว่าปกติ

เมื่อเราพิจารณาปัจจัยรากฐานที่นำสวีเดนไปสู่วิกฤติการณ์นั้น เราอาจต้องเข้าใจปัจจัยต่างๆ ที่แวดล้อมนโยบายเศรษฐกิจในช่วงก่อนเกิดวิกฤติ อย่างที่กล่าวมาแล้ว วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในช่วงต้นทศวรรษ 1990 มิใช่เรื่องที่เกิดความคาดหมายเสียทีเดียว แต่มีรากเหง้ามาจากวิกฤติการณ์ของต้นทุนการผลิตมาก่อนหน้านั้น โดยเฉพาะวิกฤติการณ์ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับภาคการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นภาคที่สำคัญของเศรษฐกิจสวีเดน อัตราค่าจ้างในนามเพิ่มขึ้นปีละ 2 % เร็วกว่าประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม OECD ในช่วงทศวรรษ 1980 ในขณะที่ผลิตภาพของแรงงานกลับเพิ่มขึ้นในอัตราที่เชื่องช้ากว่า ในแง่ทฤษฎีนี้ก็เป็น

สัญญาณอย่างดีว่า จะเกิดปัญหาในไม่ช้า ยิ่งกว่านั้น รัฐบาลกลางยังคงยึดนโยบายที่ควบคุมเงินเพื่อและใช้ อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ แต่สิ่งที่น่าสนใจก็คือ ปัจจัยภายนอกในขณะนั้นที่มีผลในแง่ลบต่อเศรษฐกิจ สวีเดน ซึ่งอิงกับเศรษฐกิจโลกเป็นอย่างมาก ในช่วงปี 1990 เศรษฐกิจโลกมีการชะลอตัว ซึ่งทำให้การผลิต และการจ้างงานของโลกลดลง ผลก็คือประเทศที่มีต้นทุนการผลิตสูงต่างก็ได้รับผลกระทบเป็นอย่างมาก ผลที่มีต่อสวีเดนก็คือ ในปี 1991 การส่งออกลดลงประมาณ 1 % ของ GDP ในขณะที่การลงทุนของภาคเอกชนก็ ลดลงไปประมาณ 4 % ของ GDP

สิ่งที่น่าจะกล่าวถึงในตอนนี้นี้ก็คือ ในช่วงครึ่งหลังของทศวรรษ 1980 นั้น การที่รัฐบาลกลางเริ่มผ่อนคลายการควบคุมสถาบันการเงิน ซึ่งเคยควบคุมอย่างเข้มงวดมานานถึง 50 ปี ได้ผ่อนคลายไปเป็นอันมาก ในแง่นี้ สถาบันการเงินจึงไม่สามารถจะจัดการเกี่ยวกับสินทรัพย์อย่างดี เพราะเสรีภาพที่เพิ่งได้รื้อมาใหม่นี้ ทำให้ไม่อาจจัดการกับสินทรัพย์เสี่ยงอย่างที่ควรจะเป็น (Lindbeck et al 1993) ความยาวนานของการควบคุม ตลาดร่อนอย่างยาวนานถึง 50 ปี มีส่วนทำให้หน่วยการเงินในตลาดไม่อาจปรับเปลี่ยนพฤติกรรมการปล่อยสินเชื่อได้ ที่เป็นเช่นนี้ ก็เพราะครัวเรือนก็ไม่ได้ปรับตัว เพราะรู้สึกว่าจะตนเองได้รับผลประโยชน์อย่างมากจากการกู้ยืมและบริโภค ในโลกที่เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากหักภาษีแล้ว (After-tax real interest rate) ยังมีค่าเป็นลบ นั่นคือหลังจากการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว การออมของครัวเรือนลดลง -4% ของรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง ด้วยเหตุนี้ เมื่อเศรษฐกิจสวีเดนเริ่มประสบกับภาวะถดถอย หลังจากเกิดวิกฤติในตอนต้นทศวรรษ 1990 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากหักภาษีแล้ว จึงก้าวกระโดดอยู่ในระดับที่สูงมาก ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อก็ลดลงอย่างฮวบฮาบ จาก 8 % เป็น 2 % ยิ่งกว่านั้น เมื่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ เริ่มแสดงอาการว่าอยู่ในภาวะวิกฤติที่จะล่มสลาย ภาษีที่จัดเก็บจากอสังหาริมทรัพย์ก็ได้ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก ผลก็คือ ราคาหลักทรัพย์ก็เริ่มลดลงอย่างรวดเร็ว และนั่นเป็นจุดจบของสถาบันการเงิน เมื่อตลาดอสังหาริมทรัพย์เริ่มล่มสลายลง

ความจริงที่ไม่อาจปิดบังได้ก็คือ ความมั่งคั่งของภาคครัวเรือนลดลง ซึ่งมีผลอย่างสำคัญต่อความไม่แน่นอนของงานและอาชีพ รายได้ที่ลดลงนี้มีผลสืบเนื่องสำคัญมาจากราคาสินทรัพย์ที่ลดค่าลงอย่างรวดเร็ว ผลก็คือ ครัวเรือนที่คิดว่าจะได้รับผลกระทบต้องเพิ่มการออมมากยิ่งขึ้น ทำให้การออมเพิ่มสูงขึ้นเป็น +8% ในปี 1992 การปรับเปลี่ยนอย่างรวดเร็วนี้ มีผลซ้ำเติมให้อุปสงค์มวลรวมหดตัวลงอย่างรวดเร็วประมาณ 7 % ของ GDP ผลก็คือการใช้จ่ายของภาคเอกชนก็ลดลงตามไปด้วย ซึ่งภาครัฐบาลไม่อาจทำหน้าที่ในการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไปได้ ผลก็คือ เกิดวิกฤติการณ์ของต้นทุนการผลิตในภาคการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งผลที่ตามมา ก็คือ ความล่มสลายของอุปสงค์มวลรวมที่มีต่อผลผลิตภายในประเทศ ซึ่งนำไปสู่การว่างงานอย่างขนานใหญ่ นั่นเอง

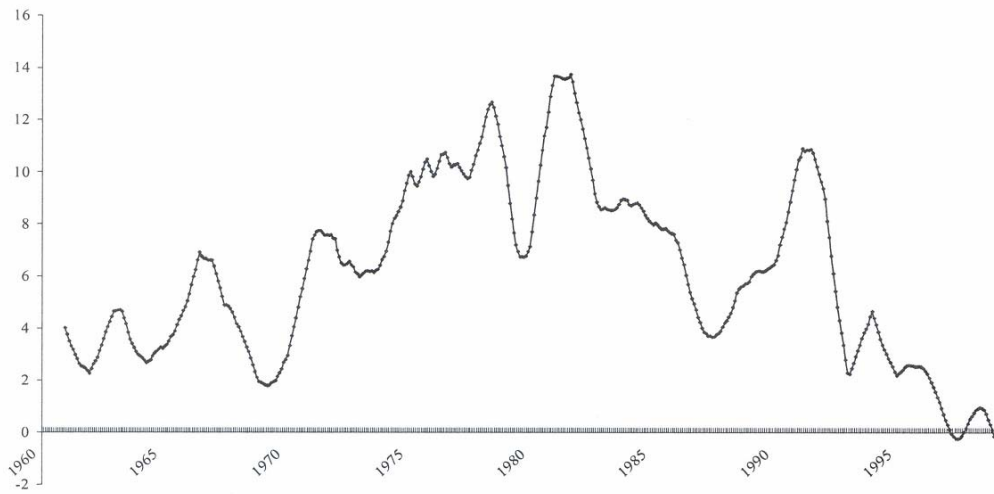
ในช่วงกลางทศวรรษ 1980 สวีเดนเริ่มเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากกว่าหลายประเทศในกลุ่ม OECD (ดูรูปที่ 1) อันที่จริงนั้น ภาวะเงินเฟ้อเริ่มไต่ระดับสูงขึ้นเรื่อยๆ หลังจากเกิดวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 และ 2 ผลก็คือทำให้ค่าเงินของสวีเดนที่แท้จริงมีค่าสูงขึ้น ทำให้รัฐบาลกลางต้องเข้าแทรกแซงหลายๆ ครั้ง โดยประกาศลดค่าเงิน อย่างน้อยก็นับได้ถึง 6 ครั้ง หลังปี 1973 ครั้งสำคัญที่สุดคือในปี 1982 ธนาคารชาติสวีเดนต้องประกาศลดค่าเงินมากถึง 16 % และทำให้สวีเดนในขณะนั้น อย่างน้อยก็ในระยะสั้นมีค่าเงินต่ำกว่าที่ควรจะเป็น อย่างไรก็ตาม ค่าเงิน Krone ที่แท้จริงก็ยังมีค่าเพิ่มสูงขึ้นอีกประมาณ 8 % ในช่วงปี 1982 ถึง 1984 ผลที่ตามคือการคาดคะเนว่า อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะถีบตัวสูงขึ้นด้วย ด้วยเหตุนี้ เราอาจเห็นภาพชัดเจนขึ้น เมื่อพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ย 1 ปี ของสวีเดนมีอัตราอยู่ระหว่าง 1-2.5 % สูงกว่าระดับระหว่างประเทศ

ปัญหาใหญ่อันหนึ่งที่รัฐบาลสวีเดนต้องเผชิญมาโดยตลอดก็คือ การที่จะรักษาระบบเศรษฐกิจแบบรัฐสวัสดิการได้นั้น ประชาชนต้องแบกรับภาระหนี้สาธารณะจำนวนมาก การใช้งบประมาณของรัฐบาลกลางในการอุดหนุนการขาดดุลนี้มีมากถึง 7 % ของ GDP ในปี 1982 อย่างไรก็ตาม การขาดดุลนี้ได้รับการแก้ไขในเวลาต่อมาไม่นาน ในช่วงที่เศรษฐกิจมีอัตราความเติบโตในระดับสูงคือ ปี 1987-1990 การขาดดุลในงบประมาณกลายเป็นเกินดุลอยู่ระยะเวลาหนึ่ง

นอกจากนั้น อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงนี้ยังมีปฏิสัมพันธ์กับระบบภาษี ซึ่งรัฐบาลได้สร้างระบบให้มีการหักค่าลดหย่อนแก่ดอกเบี๋ยเงินฝาก ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังหักภาษีมีค่าต่ำมากจนกระทั่งติดลบ (ดูรูปที่ 2) โดยที่ Marginal tax rate ได้กำหนดไว้ให้คงที่ที่ 50 % จนกระทั่งปี 1991 แต่เมื่อมีการปฏิรูปภาษีอากรครั้งใหญ่ในปี 1991 นั้น ได้ประกาศลด Marginal tax rate เหลือเพียง 30 % เท่านั้น ดังนั้น ในช่วงก่อนการปฏิรูปภาษี อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังการหักภาษีจึงมีค่าติดลบตั้งแต่ 1960 จนถึง 1990 (ดูรูปที่ 2)

รูปที่ 1

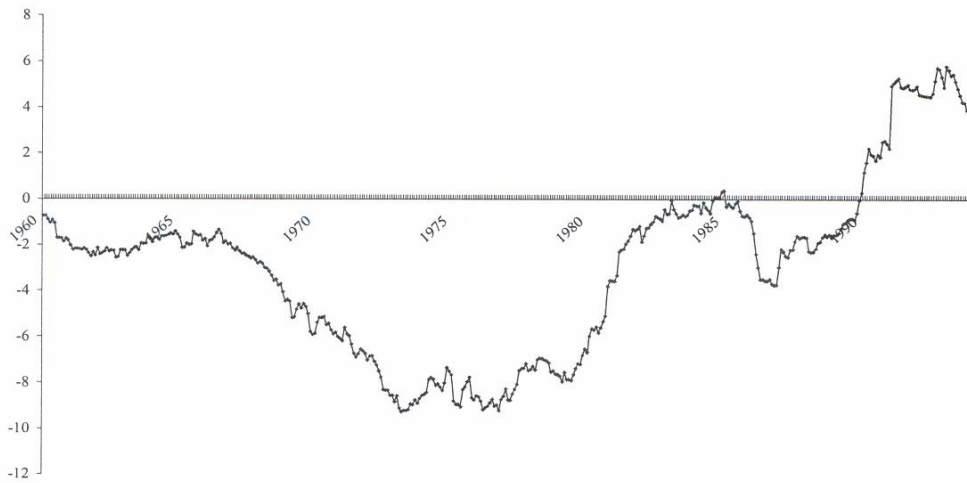
CPI Inflation (12-month average)



Source: Statistics Sweden.

รูปที่ 2

Ex-post 5-year Real After-tax Interest Rate



Source: Sveriges Riksbank.

Note: The graph shows $r_t^5 (1 - \tau_t) - \pi_{t,t+5}$, where r_t^5 is the 5-year interest rate at t , τ_t is 0.5 until 1990 and 0.3 thereafter, and $\pi_{t,t+5}$ is the average yearly rate of inflation between t and $t+5$.

2. ทำไมและวิกฤติการณ์ของสวีเดนเกิดขึ้นได้อย่างไร?

โดยธรรมชาติ วิกฤติการณ์เศรษฐกิจในแต่ละประเทศและแต่ละครั้งล้วนมีขนาดและชนิดที่ต่างกักัน ดังนั้น การแก้ไขวิกฤติการณ์จึงต้องใช้มาตรการหรือนโยบายที่ต่างกัน ด้วยเหตุนี้การเข้าใจถึงสาเหตุและพัฒนาการของวิกฤติการณ์จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อความสำเร็จหรือความล้มเหลวในการแก้ไขวิกฤติการณ์

สาเหตุของวิกฤติการณ์ในสวีเดนก็มีลักษณะคล้ายคลึงกับวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นภายหลัง ในประเทศเม็กซิโกและไทย อย่างไรก็ตาม ในรายละเอียดย่อมมีลักษณะแตกต่างกัน โดยเฉพาะปัจจัยภายนอกที่ส่งผลให้เกิดวิกฤติการณ์ นอกจากนั้น เราอาจไม่สามารถชี้ชัดว่าอะไรคือ สาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ ทั้งนี้ก็เพราะลักษณะและธรรมชาติของวิกฤติการณ์นั้น มีสาเหตุหลากหลายปัจจัยประกอบกัน ยิ่งกว่านั้น ลักษณะของวิกฤติการณ์ในสวีเดนมีรากฐานมาจากการเกิดวิกฤติการณ์ในธนาคารพาณิชย์ก่อน แล้วจึงลุกลามกลายเป็นวิกฤติการณ์ในอัตราแลกเปลี่ยน

2.1 การกำกับธนาคารในสวีเดนในช่วงทศวรรษ 1980 และผลที่มีต่อโครงสร้างสถาบันการเงิน

ในส่วนนี้ เราจะให้ภาพการกำกับธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนเป็น 5 ตอนย่อย นั่นคือ การกำกับอัตราดอกเบี้ย การจำกัดการกู้ยืม การกำหนดทุนสำรอง การกำกับตลาดทุนและอัตราแลกเปลี่ยน และ ผลกระทบของการกำกับต่อโครงสร้างสถาบันการเงิน กล่าวอย่างสั้น ในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ประเทศสวีเดนนั้นรัฐยังคงควบคุมและกำกับสถาบันการเงินอย่างเข้มงวด ทั้งนี้เป้าหมายหลักของรัฐบาลกลางคือ การรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจให้มีความมั่นคง และทำให้อัตราดอกเบี้ยมีเสถียรภาพ ทั้งนี้โดยมีเป้าหมายชัดเจนว่า อัตราดอกเบี้ยที่มีเสถียรภาพนี้ก็จะช่วยเหลือภาคการก่อสร้างบ้านและอสังหาริมทรัพย์ของภาคเอกชน และของรัฐบาล

การจะทำให้อัตราดอกเบี้ยต่ำและมีเสถียรภาพนี้ รัฐบาลกลางจึงต้องเข้าแทรกแซงอย่างไม่ต้องสงสัย เพื่อให้มีการขยายตัวของสินเชื่ออย่างกว้างขวาง ทั้งนี้ก็เพราะ ในช่วงทศวรรษ 1970 และ ต้นทศวรรษ 1980 นั้น เศรษฐกิจสวีเดนต้องเผชิญกับภาวะการแบ่งปันส่วนของเครดิต (Credit Rationing) อันสืบเนื่องมาจากการที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ซึ่งเป็นการควบคุมกำกับของรัฐบาลโดยตรง ผลก็คือ เกิดภาวะอุปสงค์ส่วนเกินอย่างเรื้อรังต่อเครดิต (Chronic excess demand for credits) ทำให้เกิดความสัมพันธ์อย่างแนบแน่นในระยะยาวระหว่างผู้ให้กู้กับผู้ปล่อยกู้ ในขณะที่เดียวกัน การแทรกแซงของรัฐในตลาดสินเชื่อนี้เท่ากับเป็นการจำกัดการแข่งขัน ทำให้สถาบันการเงินได้รับกำไรอย่างงาม เพราะไม่มีการแข่งขันจากสถาบันการเงินต่างประเทศ การเข้าใจถึงสาเหตุของวิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์จึงจำเป็นต้องเข้าใจถึงการกำกับของรัฐบาลโดยตรง

(1) การกำกับอัตราดอกเบี้ย (Interest rate regulations)

เพื่อสร้างให้อัตราดอกเบี้ยต่ำมีผลสำเร็จ โดยมีความเชื่อว่าการลงทุนในการสร้างบ้านและการลงทุนระยะยาวในอสังหาริมทรัพย์นั้น ผูกพันโดยตรงกับระดับของอัตราดอกเบี้ย ยิ่งกว่านั้น ทางกรวยยังเชื่อว่า หากปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นอาจจะเป็นการลดระดับการลงทุน ซึ่งไม่เป็นที่พึงปรารถนาของสังคม แม้ว่าจะมีการกำกับอัตราดอกเบี้ยอย่างเข้มงวด แต่อัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมนั้น ไม่ถูกกำกับโดยตรง ธนาคารแต่ละแห่งยังสามารถ (โดยหลักการ) เรียกเก็บดอกเบี้ยในอัตราที่แตกต่างกันของการกู้ยืมแต่ละราย สิ่งที่น่าสังเกตคือ อัตราการกู้ยืมนี้ไม่ได้สะท้อนถึงความเสี่ยงใดๆ ของเครดิต หากแต่ขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ของผู้กู้กับผู้ให้กู้แทน ในข้อเท็จจริง อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำนี้เกิดขึ้นได้ก็เพราะระบบภาษีของรัฐบาลกลางที่สร้างให้มีลักษณะนี้ขึ้น นั่นคืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังหักภาษีแล้วของผู้กู้ยืมมีค่าติดลบ (ดูรูปที่ 2)

การกำกับที่ชัดเจนนั้นมีอยู่ที่การกำกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ซึ่งมีการยกให้สูงขึ้นในปลายทศวรรษ 1970 (ดูตารางที่ 3) อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (Deposit Rates) ยังอยู่ในระดับต่ำและไม่ปรับตัวมากนัก ซึ่งสะท้อนว่า สถาบันการเงินในสวีเดนมีการแข่งขันที่ไม่รุนแรง สาเหตุสำคัญก็เพราะขาดแรงจูงใจในการขยายสินเชื่อ เพราะมีการจำกัดการแข่งขันนั่นเอง

ด้วยลักษณะดังกล่าวนี้ ธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนในช่วงนั้นจึงไม่ได้ขวนขวายในการขยายเงินทุนผ่านระบบการจัดการหนี้สินอย่างกระตือรือร้น (Active Liability Management) ดังเช่นสถาบันการเงินในต่างประเทศต้องดำเนินการ

ตารางที่ 3 Sweden: Chronology of Selected Liberalization Measure

1978	Ceiling on bank deposit interest rates abolished ¹
1980	Ceilings on issuing rates for private sector bonds lifted. Controls on lending rates for insurance companies removed. Tax on bank issues of certificates of deposits removed. Foreigners allowed to hold Swedish shares.
1982	Ceilings on new bond issues from private companies removed.
1983	Requirement on banks to hold government and housing bonds to meet liquidity quotas abolished. (Use of liquidity ratios to guide bank lending was discontinued and replaced by recommended growth rates for lending.)
1985	Ceilings on bank loan rates lifted. Lending ceilings for banks abolished.
1986	Placement ratios for banks and insurance companies abolished. Foreign banks allowed to establish subsidiaries in Sweden.
1986-88	Relaxation on foreign exchange controls on stock transactions.
1988-89	Swedes allowed to buy foreign shares.
1989	Foreigners allowed to buy interest-bearing assets denominated in Swedish kronor. Remaining foreign exchange controls removed.
1988-91	Cash reserve requirements introduced for finance companies in 1988 and abolished in 1991
1990	Foreign banks allowed to operate in Sweden through branch offices and entitled to participate in the Riksbank's clearing system on the same terms as Swedish banks.

¹ However, inter-bank agreements linking deposit rates to the discount rate continued for some years.

ที่มา: Drees and Pazarbaqioglu (1995)

(2) การจำกัดการกู้ยืมเชิงปริมาณ (Quantities Lending Restrictions)

ด้วยเหตุผลของนโยบายรัฐบาลสวีเดนที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ อุปสงค์ที่มีต่อการกู้ยืมจากธนาคารของครัวเรือนจึงมีมากมหาศาล ด้วยเหตุนี้ รัฐบาลสวีเดนจึงมีการจำกัดการกู้ยืมเชิงปริมาณ ด้วยการควบคุมปริมาณเงินสดสำรอง และอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratios) ของธนาคารพาณิชย์ ตัวอย่างคือ การบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องถือพันธบัตรรัฐบาล ในหลายๆ กรณี รัฐบาลได้จำกัดเพดานของการกู้ยืมโดยตรง (ดูตารางที่ 3) ยิ่งกว่านั้น รัฐบาลสวีเดนยังใช้การจำกัดการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ โดยกำหนดเงื่อนไขโควตาของเงินทุนผ่านธนาคารชาติ และการควบคุมเงินทุนระยะสั้น ทั้งนี้ก็เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยกู้ได้ตามใจชอบ แต่ในสวีเดนนั้น เลือกลงมาตรการทางอ้อมมากกว่าทางตรง โดยเฉพาะธนาคารชาติจะเลือกใช้วิธี Moral suasion และกำหนดเพดานเงินกู้โดยตรง ในการปล่อยกู้ของธนาคารให้แก่ครัวเรือน ทั้งนี้ก็เพื่อควบคุมปริมาณของการกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจ การควบคุมนี้ได้ผลเป็นที่ประจักษ์ เพราะธนาคารพาณิชย์นั้นมักอาศัยธนาคารกลางในการปล่อยกู้

สิ่งที่น่าสนใจก็คือ อะไรเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดกระแสต้นตัวในตลาดสินเชื่อในช่วงทศวรรษ 1980 ดังที่เราเห็นได้จากการควบคุมเชิงปริมาณของสินเชื่อและเงินทุนของธนาคารต่างประเทศ ทำให้สินเชื่อถูกป็นส่วน เพราะมีความต้องการสินเชื่อมากกว่าปริมาณสินเชื่อ ความต้องการเครดิตที่สูงมากนี้เกิดขึ้น เมื่อการควบคุมกำกับอัตราดอกเบี้ยได้มีการขยับให้สูงขึ้น อย่างที่กล่าวมาแล้ว ระบบภาษีของสวีเดนในขณะนั้นมีลักษณะเกื้อกูลอย่างยิ่งต่อผู้กู้ เพราะสามารถนำมาหักค่าใช้จ่ายจากรายได้จากการเสียภาษี (Taxable Income) นั่นก็คือ ทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมลดต่ำลงเป็นอันมาก เสมือนหนึ่งเป็น “อาหารฟรี” (Free Lunch) และด้วยนโยบายเช่นนี้ จึงไม่น่าประหลาดใจว่า จะทำให้ครัวเรือนสวีเดนมีมโนทัศน์โดยทั่วไป ราคาสินทรัพย์มีราคาสูงขึ้นเรื่อยๆ เช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์ที่มีราคาสูงขึ้นมากเช่นกัน แต่ก็ยังมีความสำคัญน้อยกว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสวีเดน

(3) การบังคับทุนสำรอง (Capital Requirements)

ในสวีเดนในช่วงทศวรรษ 1980 นั้น รัฐบาลมิได้เข้มงวดในการบังคับถือทุนสำรองแต่อย่างใด โดยทั่วไปมีการกำหนดไว้ค่อนข้างต่ำและไม่เคร่งครัดมากนัก โดยเฉพาะในสวีเดนนั้นการบังคับให้ภาคเอกชนต้องถือพันธบัตรรัฐบาลได้มีการยกให้สูงขึ้นในปี 1980 และการจำกัดการออกพันธบัตรใหม่ได้ยุติลงในปี 1983 ความเข้มงวดของการบังคับเงินทุนสำรองเพิ่งมาเริ่มจริงจังในตอนต้นทศวรรษ 1990 เมื่อมีการบังคับใช้มาตรฐานของ BIS ที่เป็นมาตรฐานของ Basle

(4) การกำกับตลาดทุนและตลาดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ

สวีเดนมีการกำกับตลาดทุนและอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศอย่างเข้มงวดในช่วงทศวรรษ 1980 ผู้กู้ยืมไม่อาจทำการกู้ยืมจากต่างประเทศอย่างเสรี เพราะรัฐบาลสวีเดนได้ควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ เพื่อมิให้ตลาดเงินระหว่างประเทศเข้ามามีผลกระทบต่อ การกำกับสถาบันการเงินภายในประเทศ ในกรณีของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ รัฐบาลสวีเดนไม่อนุญาตให้มีการจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ที่เป็นสาขาในสวีเดนก่อนปี 1984 (ดูตารางที่ 3)

(5) ผลกระทบของการกำกับที่มีผลต่อโครงสร้างระบบการเงินของประเทศ

ระบบสถาบันการเงินในสวีเดนนั้น โดยทั่วไป บทบาทสำคัญตกอยู่กับธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ส่วนภาคสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทไม่มากนัก ในแง่ของตลาดเงินและตลาดทุน ธนาคารพาณิชย์ก็มีจำนวนน้อย และมีการกระจุกตัวเฉพาะในธนาคารพาณิชย์ที่มีขนาดใหญ่เพียงไม่กี่แห่งเท่านั้น ซึ่งสามารถให้บริการอันหลากหลายก่อนกลางทศวรรษ 1980 โครงสร้างของระบบการเงินเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงอย่างช้าๆ เพราะการแข่งขันในหมู่ธนาคารพาณิชย์มีน้อยมากหรือแทบจะไม่เกิดขึ้นเลย ทำให้ธนาคารพาณิชย์เหล่านี้มีกำไรค่อนข้างมากอย่างเป็นกอบเป็นกำ

ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนมีกำไรสูงและปราศจากการแข่งขันจากภายนอก สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ก็ได้รับอานิสงส์อย่างมาก จากการที่ไม่ถูกควบคุมหรือกำกับจากรัฐแต่ประการใด โดยเฉพาะการขยายตัวของบริษัทเงินทุน (Finance Companies) ที่เพิ่มจำนวนขึ้นอย่างมาก เพราะรัฐบาลมิได้เข้าแทรกแซง ด้วยเหตุนี้ ในช่วงปี 1981 ถึง 1985 บริษัทเงินทุนที่มีการเปิดในสวีเดนสามารถเพิ่มเครดิตจาก 6 % เป็น 9 % และนี่เป็นการเล็งกฎกติกาที่บังคับใช้กับธนาคารพาณิชย์ ทั้งยังเป็นการเปิดโอกาสให้มีการก่อหนี้สาธารณะของรัฐบาลผ่านการอุดหนุนจากสถาบันการเงินที่มีธนาคาร ส่วนแบ่งของพันธบัตรรัฐบาลใน Bank portfolio เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในปลายทศวรรษ 1970 จนถึงระดับ ¼ ในปี 1985 ในขณะที่ส่วนแบ่งของเงินกู้ยืมของธนาคารลดลงจาก 2/3 เหลือเพียง น้อยกว่า ½ ในปี 1985

กล่าวโดยสรุป โดยกฎเกณฑ์ที่พยายามกำกับสถาบันการเงินนี้ ธนาคารพาณิชย์ในสวีเดนจึงมีเกราะกำบังอย่างดีจากการแข่งขันจากต่างประเทศ ทำให้ธนาคารมีความใกล้ชิดกับลูกค้าอย่างแนบแน่น ในแง่ความสัมพันธ์ส่วนตัว โดยที่ธนาคารสาขาต่างๆที่เกิดขึ้นมากมายนั้นมีการปล่อยสินเชื่อที่มีได้คำนึงถึงความเสี่ยงเท่าที่ควร ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์มีกำไรในระดับสูงอยู่เป็นเวลานานนั่นเอง

3. กระบวนการปลดปล่อยการควบคุมภาคการเงินในสวีเดน (The Deregulation Process)

โจทย์ที่สำคัญของวิกฤตการณ์ในสวีเดนอันหนึ่งก็คือ จริงหรือไม่ที่การปลดปล่อยให้ภาคการเงินมีความอิสระและเสรีนั้น นำไปสู่วิกฤตการณ์ในปลายปี 1992 การจะเข้าใจเรื่องนี้จำเป็นต้องศึกษาการดำเนินการของทางการในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างภาคการเงินอย่างละเอียด โดยเฉพาะการศึกษาถึงจุดอ่อนต่างๆ

3.1 จุดอ่อนของการกำกับสถาบันการเงิน

อย่างที่ตำราเศรษฐศาสตร์กล่าวไว้อย่างถูกต้องว่า การป้องกันและกำกับมักไม่สามารถเด็ดขาดจากระบบสถาบันการเงิน โดยเฉพาะการแยกส่วนออกจากพลังของตลาด ด้วยเหตุนี้ ผู้มีส่วนร่วมในตลาดจึงมักพยายามในการหลีกเลี่ยงกฎกติกาต่างๆ ที่รัฐบาลกำหนดไว้ ซึ่งมีความเข้มงวดอย่างยิ่งในทศวรรษ 1970 อย่างที่ทราบกันโดยทั่วไป สวีเดนในขณะนั้นเผชิญกับปัญหาเงินเฟ้อที่สูง และยังคงเผชิญกับการควบคุมอัตราดอกเบี้ยการให้กู้ยืม ผลก็คือ สถาบันการเงินใหม่ๆ ที่เป็นตลาดสีเทา (Grey market) เริ่มค่อยๆ พัฒนาขึ้นระหว่างผู้ปล่อยกู้กับผู้ให้กู้โดยตรง โดยวิธีการหลบเลี่ยงจากช่องทางปกติคือ ธนาคารพาณิชย์มาเป็นบริษัทเงินทุน (Finance Companies) ต่างๆ ซึ่งมีใช้สถาบันรับฝากเงินโดยตรงเช่นธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุนเหล่านี้ถูกควบคุมและกำกับน้อยกว่าธนาคารพาณิชย์เป็นอันมาก ผู้กู้หรือครัวเรือนที่ในอดีต มีความแนบแน่นกับธนาคารพาณิชย์ต่างก็หันมาใช้บริการของบริษัทเงินทุนมากยิ่งขึ้น

3.2 มาตรการในการปฏิรูป

ในกรณีของสวีเดนนั้น ก่อนปี 1980 ตลาดการเงินถูกควบคุมและกำกับอย่างเข้มงวด ยิ่งกว่านั้นงบประมาณของรัฐบาลมีการขาดดุลมากยิ่งขึ้น ในขณะที่เดียวกัน หนี้สาธารณะก็มีการขยายการเติบโตอย่างรวดเร็ว สิ่งที่เป็นการบิดเบือนอย่างเด่นชัดก็คือ การบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายต้องซื้อพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรของบ้าน โดยผ่าน Liquidity ratios เป็นเครื่องมือสำคัญ ด้วยวิธีการนี้จึงมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดในระยะยาวอยู่ในระดับต่ำ ผลก็คือ ส่วนแบ่งของธนาคารในการปล่อยกู้ยืมแก่ธุรกิจและครัวเรือนลดลง โดยที่สถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ได้รับผลประโยชน์จากนโยบายนี้เป็นอย่างมากเป็นต้น ธนาคารพาณิชย์จำนวนมากที่ต้องการเอาตัวรอดจึงจัดตั้งบริษัทเงินทุนของตนเอง (ดู Biljer, 1991) ซึ่งทำให้บทบาทของธนาคารพาณิชย์ลดลง ทำให้เกิดตลาดการเงินสีเทาขึ้นในสวีเดน ซึ่งนโยบายการเงินของธนาคารกลางก็ผลไม่มากนักต่อบริษัทเงินทุนเหล่านี้ เมื่อพิจารณาว่า นโยบายการเงินมีผลไม่มากนักต่อตลาดการเงิน สีเทา รัฐบาลจึงเริ่มปฏิรูปโดยการปลดปล่อยการเงินเสรี (Financial liberalization) ในปลายทศวรรษ 1970 และต่อเนื่องถึงทศวรรษ 1980 กระบวนการปฏิรูปนี้สามารถพิจารณาจากการค่อยๆ ยกเลิกการควบคุมเพดานดอกเบี้ย (ดูตารางที่ 3) จนกระทั่งการควบคุมการซื้อขายเงินตราต่างประเทศมีการยกเลิกไปในที่สุด

ยิ่งกว่านั้นในปี 1986 รัฐบาลสวีเดนได้อนุญาตให้ธนาคารต่างชาติเข้าไปตั้งธนาคารสาขาได้ จนกระทั่งปี 1990 ธนาคารสาขาของต่างชาติก็ได้รับอนุญาตให้ดำเนินกิจการ ซึ่งธนาคารต่างชาติแห่งแรกในสวีเดนได้เปิดดำเนินการในปี 1992 อย่างไรก็ตาม ส่วนแบ่งของธนาคารต่างชาติในสวีเดนยังอยู่ในระดับต่ำตกประมาณ 2 % ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดของธนาคารพาณิชย์

มาตรการปฏิรูปในช่วงทศวรรษ 1980 นี้ สามารถพิจารณาได้เป็น 2 ช่วงคือ ช่วงที่หนึ่ง การปลดปล่อยทางการเงิน (Deregulation) ในปี 1983-85 และช่วงที่สอง เกร็ดคิดมีการขยายตัวอย่างมากในปี 1986-90

(ก) ช่วงแห่งการปลดปล่อยทางการเงิน 1983-85

สวีเดนได้เข้าควบคุมและกำกับสถาบันการเงินอย่างเข้มงวดตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา ไม่ว่าจะเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัย และสถาบันการเงินอื่นๆ ล้วนอยู่ภายใต้การควบคุมอย่างเข้มงวดโดยรัฐบาลกลาง ผ่านเครื่องมือต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นเพดานการกู้ยืม (Lending Ceiling) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Placement requirement) หรือ liquidity ratios ที่บังคับให้สถาบันการเงินทั้งหลายต้องลงทุนในพันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลหรือสถาบันที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ ด้วยนโยบายรัฐสวัสดิการที่ต้องการให้พลเมืองมีที่อยู่อาศัยทุกคน การขาดดุลงบประมาณจำนวนมากนั้น เกี่ยวพันกับการลงทุนอย่างมากภายในที่อยู่อาศัย ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งหลายต้องถือสินทรัพย์มากกว่า 50 % ของพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งก็

แน่นอนว่า พันธบัตรเหล่านี้มีระยะเวลาไถ่ถอนที่ยาวนานและมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ถึง 5 ปี ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด สิ่งที่น่าประหลาดใจก็คือ คราวเรือนสวีเดนมีการก่อกวนหนี้สินมากกว่าหลายๆ ประเทศในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม (Jappelli and Pagano, 1989) ในปี 1980 คราวเรือนสวีเดนมีหนี้สินประมาณ 67 % ของรายได้ที่ใช้จ่ายจริง กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ คราวเรือนสวีเดนไม่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดในเรื่องหนี้สิน ทั้งนี้เพราะรัฐบาลกลางเป็นผู้แบกรับภาระการอุดหนุนบ้านและเงินกู้ยืมในการเรียนระดับมหาวิทยาลัย ซึ่งทำให้คราวเรือนของสวีเดนมีสิทธิในการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อบ้านหรือผ่อนบ้านโดยมิได้มีการประเมินเงินกู้ยืมอย่างเป็นระบบ ยิ่งกว่านั้น ธนาคารพาณิชย์ยังทำหน้าที่เป็นนายหน้า (Broker) เพื่อหลีกเลี่ยงต่างๆ ระหว่างผู้กู้กับผู้ให้กู้ ซึ่งพฤติกรรมเหล่านี้ยากในการควบคุม ผลสุดท้าย สิ่งที่เกิดขึ้นก็คือ การปล่อยให้ซื้อบ้านโดยตรงแก่ผู้ซื้อและผู้ขายจึงกลายเป็นเรื่องปกติ

ความจริงก็คือ ในสวีเดนนั้นความคิดเรื่องการปลดปล่อยให้การเงินมีลักษณะเสรีนั้นมีมาก่อนหน้านานแล้ว โดยเฉพาะในหมู่นักเศรษฐศาสตร์ แต่ธนาคารกลางและนักการเมืองกลับยืนกรานอย่างแข็งขันว่า ไม่มีความจำเป็นใดๆ ในการแก้ไขให้ตลาดการเงินมีลักษณะเสรี จนกระทั่งในปี 1983 จึงมีการยกเลิกบังคับอัตราส่วนสภาพคล่อง (liquidity ratios) ของธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่เพดานอัตราดอกเบี้ยมีการยกให้สูงขึ้นในฤดูใบไม้ผลิของปี 1985 และเพดานเงินกู้สำหรับธนาคาร และ Placement requirement สำหรับบริษัทประกันภัยได้ยกเลิกไปในเดือนพฤศจิกายน 1985 ที่เป็นเช่นนี้ มีการวิเคราะห์ว่า สาเหตุหลักน่าจะมาจากตลาดการเงินมีการพัฒนาไปอย่างรวดเร็วมาก โดยเฉพาะตลาดของเงินฝากและตั๋วเงินคลังที่เริ่มขยายตัวอย่างรวดเร็วในตอนต้นทศวรรษ 1980 ที่เป็นเช่นนี้ ก็เพราะการขาดดุลงบประมาณอย่างมโหฬารนั่นเอง อย่างไรก็ตาม (ดูตารางที่ 4) ธนาคารชาติของสวีเดนก็ตระหนักดีว่า ถ้ามีการปลดปล่อยให้การเงินเสรี การขยายตัวของเครดิตจะต้องเพิ่มมากขึ้นอย่างมหาศาล เพื่อแก้ไขจุดนี้ การบังคับให้ธนาคารพาณิชย์ต้องสำรองสินทรัพย์ที่ไม่มีผลออกเลย (Non-interest cash reserve requirements) จึงเพิ่มขึ้นจาก 1 เป็น 3 % แต่การทำเช่นนี้ก็ไม่ได้ช่วยทำให้การขยายตัวของสินเชื่อลดลงมากอย่างที่ทางการต้องการ

ตารางที่ 4
หนี้ต่างประเทศ (หนี้ต่างประเทศสุทธิ % ของ GDP)

	ฟินแลนด์	สวีเดน	เม็กซิโก	ชิลี	เกาหลีใต้	มาเลเซีย	ไทย
1982	17	19	30	21			
1983	20	22	45	33			
1984	19	20	48	73			
1985	19	21	46	88			
1986	17	19	58	85			
1987	20	17	53	74			
1988	19	19	41	50			
1989	23	21	31	33			
1990	29	27	30	17	14	36	33
1991	35	28	26	17	14	36	38
1992	41	24	22	14	14	35	38
1993	53	43	20	16	14	41	34
1994	57	48	19	18	14	40	33
1995	42	42	33	11	24	39	34
1996	42	41	28	7	28	40	50

ที่มา : Bank of Sweden

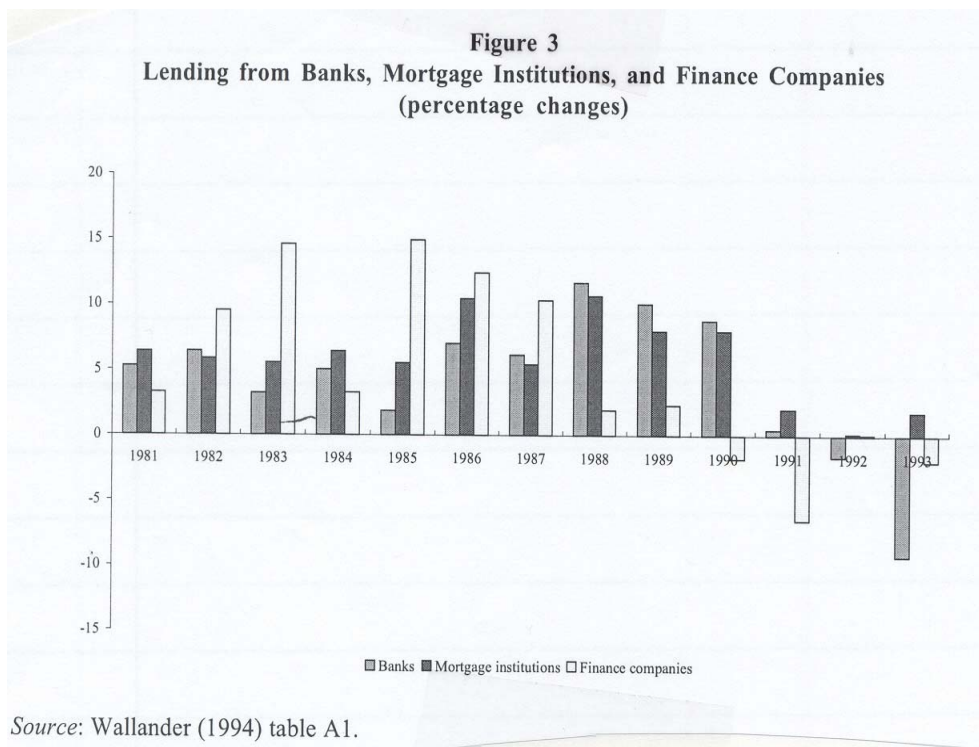
(จ) การขยายตัวของเครดิตอย่างรวดเร็ว 1986-90

ผลของการลดการควบคุมการเงินภายในประเทศที่เกิดขึ้นอย่างฉับพลันและรุนแรงก็คือ การขยายตัวของเครดิตภายในประเทศ อัตราการเพิ่มขึ้นของการปล่อยกู้ของสถาบันการเงินเพิ่มขึ้นจากในช่วง 11 -17 % ต่อปี ในช่วงต้นทศวรรษ 1980 เป็น 20 % ในปี 1986 กล่าวให้เจาะจงคือ ในช่วง 5 ปี คือ 1986-90 อัตราการปล่อยกู้เพิ่มขึ้นมากถึง 136% (73% ในรูปมูลค่าที่แท้จริง) การปลดปล่อยการเงินที่เสรีนี้ยังเป็นการเปิดโอกาสใหม่ๆ ในการแข่งขันในตลาด โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ขยายตัว 174% สถาบันเกี่ยวกับการปล่อยกู้เกี่ยวกับบ้าน (Mortgage institutions) เพิ่มขึ้น 167% ในช่วงปี 1986 - 90 (ดูรูปที่ 3) ในทางตรงกันข้ามบริษัทเงินทุนและบริษัทประกันก็มีการเพิ่มขึ้นอย่างเชื่องช้า ความจริงก็คือ บริษัทเงินทุนทั้งหลายนั้น มีการขยายตัวในตอนแรกๆ จากการทำให้ Leasing การทำให้ Factoring และการทำบัตรเครดิต ซึ่งสะท้อนว่า กติกาของทางการเอื้อประโยชน์ให้บริษัทเงินทุนมีช่องโอกาสในการทำธุรกิจมากกว่าธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม หลังการปลดปล่อยการเงินเสรีนี้ ธนาคารพาณิชย์เริ่มเข้ามาแสดงบทบาทอย่างมากในตลาดการเงิน ซึ่งก่อน

หน้านี้ถูกครอบงำโดยบริษัทเงินทุนซึ่งไม่อาจแข่งขันกับธนาคารพาณิชย์ได้โดยตรง เพราะไม่อาจรับฝากเงิน สดกระแสรายวันหรือออกพันธบัตรได้เหมือนธนาคาร บริษัทเงินทุนทั้งหลายนั้น จริงๆแล้วต้องได้รับการอุดหนุนโดยตรงจากธนาคารพาณิชย์ โดยมีการออกเอกสารการลงทุนของบริษัท (Marknadsbevis หรือ Company Investment Certificates) การออกเอกสารการลงทุนของธนาคารพาณิชย์นี้ก็คือ การรับประกันของธนาคารพาณิชย์ที่มีต่อบริษัทเงินทุนนั่นเอง ด้วยเหตุนี้ ธนาคารพาณิชย์จึงต้องเผชิญกับความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น เป็นทวีคูณ เพื่อให้เห็นภาพชัดเจน การปลดปล่อยสถาบันการเงินให้มีลักษณะเสรีมากยิ่งขึ้น สิ่งสำคัญคือ การตอบสนองต่อหน่วยเศรษฐกิจที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงลกคิกาใหม่นี้

รูปที่ 3

Lending from Banks, Mortgage Institutions, and Finance Companies (percentage changes)



4. การตอบสนองต่อการปลดปล่อยการเงินเสรี

ไม่ว่าจะเป็นหน่วยเศรษฐกิจใดๆก็ตาม สิ่งหนึ่งที่แน่นอนก็คือ หน่วยเศรษฐกิจจกตอบสนองต่อโครงสร้างของระบบแรงจูงใจที่เป็นอยู่เสมอ ธนาคารพาณิชย์ก็ไม่มีข้อยกเว้น การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการควบคุมสถาบันการเงินนี้ถือเป็นการ Shock ต่อระบบเศรษฐกิจและสร้างโอกาสใหม่ๆ แก่ผู้กู้เงินและผู้ให้กู้เงิน การตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมใหม่ๆ ประเด็นสำคัญก็คือ หน่วยเศรษฐกิจต่างๆ มีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงนี้อย่างไร

4.1 การตอบสนองผู้กู้เงิน

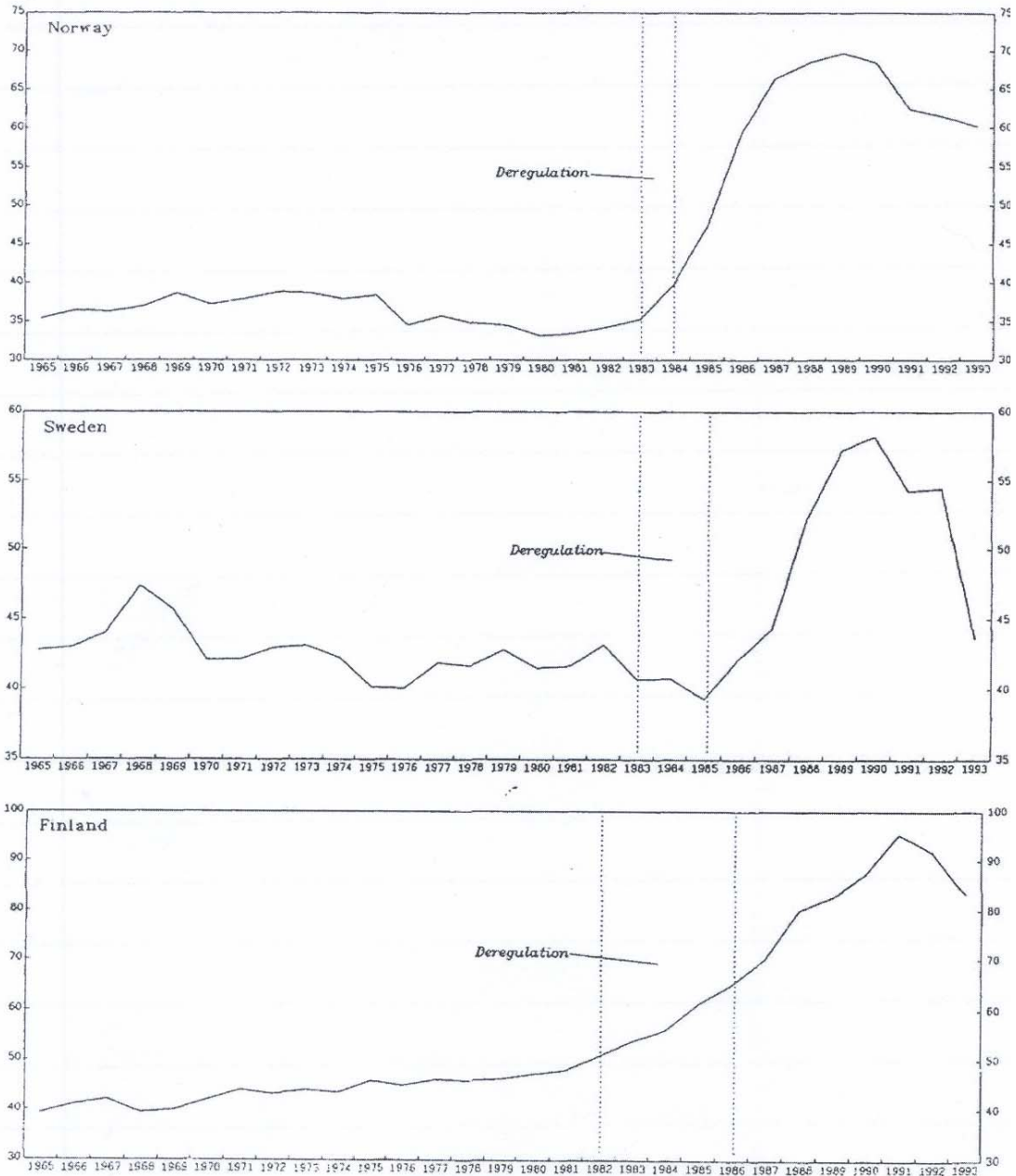
เมื่อมีสภาวะการณ์ที่ตลาดการเงินถูกควบคุมและกำกับเป็นเวลาอันยาวนาน การปลดปล่อยการเงินเสรีจึงเหมือนเป็นการปรับโครงสร้างอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะการจัดการเครดิตของภาคเอกชน อุปสงค์ที่มีต่อเครดิตของภาคเอกชนถูกกระตุ้นอย่างคึกคักจากเศรษฐกิจที่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ดังที่สามารถพิจารณาจากรูปที่ 4 อัตราส่วนของเงินกู้ธนาคารเทียบกับ Nominal GDP เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งให้เห็นว่าเกิดสภาวะการณ์ที่มีความแตกต่างของเวลาในการปรับตัว เมื่อมีการปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี ในสวีเดนอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจาก 41 เป็น 58 % ตั้งแต่ปี 1984 ถึง 1990 การขยายตัวของเครดิตนี้เกิดขึ้นในการบริโภคของเอกชน (ดูรูปที่ 5 และ 6)

ก) ภาคครัวเรือน

ภาคครัวเรือนมีการตอบสนองอย่างดีต่อการปลดปล่อยการเงินเสรี นั่นคือ มีการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์อย่างมาก ผลก็คือ การออมลดลงอย่างรวดเร็ว (ดูรูปที่ 7) การออมสุทธิของครัวเรือนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ที่แท้จริงลดลงจาก 5.0 เป็น -3.4% ในช่วงปี 1980 ถึง 1987 กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ครัวเรือนใช้จ่ายเงินจำนวนมากไปในการซื้อสินค้าคงทนถาวรและอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก ที่เป็นเช่นนี้น่าจะสืบเนื่องจากผลของนโยบายมหภาคที่บิดเบือนแรงจูงใจ ที่สำคัญคือ การที่มีอัตราภาษีส่วนเพิ่มที่สูง (high marginal tax rates) และการที่ครัวเรือนสามารถหักลดหย่อนภาษีได้เต็มจำนวนของดอกเบี้ยที่จ่ายในการซื้อสินค้าคงทนถาวรและอสังหาริมทรัพย์ ผลก็คืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังจากหักภาษีแล้วมีค่าต่ำมากหรือไม่เช่นนั้นก็ติดลบ ที่เป็นเช่นนี้ได้นั้นก็เพราะ โครงสร้างภาษีที่มีความเอื้ออาทรที่เ้าสามารถนำมาหักได้จากการซื้อบ้าน และการกู้เงินเพื่อการบริโภค (Consumer loans) อีกส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากภาวะเงินเฟ้อซึ่งมีส่วนกระตุ้นการใช้จ่ายของครัวเรือน นอกเหนือจากนั้น การที่สินทรัพย์มีราคาสูงก็ยิ่งทำให้มูลค่าของการค้ำประกัน (Collateral values) มีค่าสูงเกินจริงไปด้วย ผลนี้มีส่วนมาจากการที่เศรษฐกิจมีความร้อนแรงเกินความเป็นจริง ทำให้ราคาสินทรัพย์มีราคาเพื่อเกินจริงจนเกิดเป็นลักษณะฟองสบู่

รูปที่ 4

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND
CLAIMS ON PRIVATE SECTOR/GDP
(In percent)



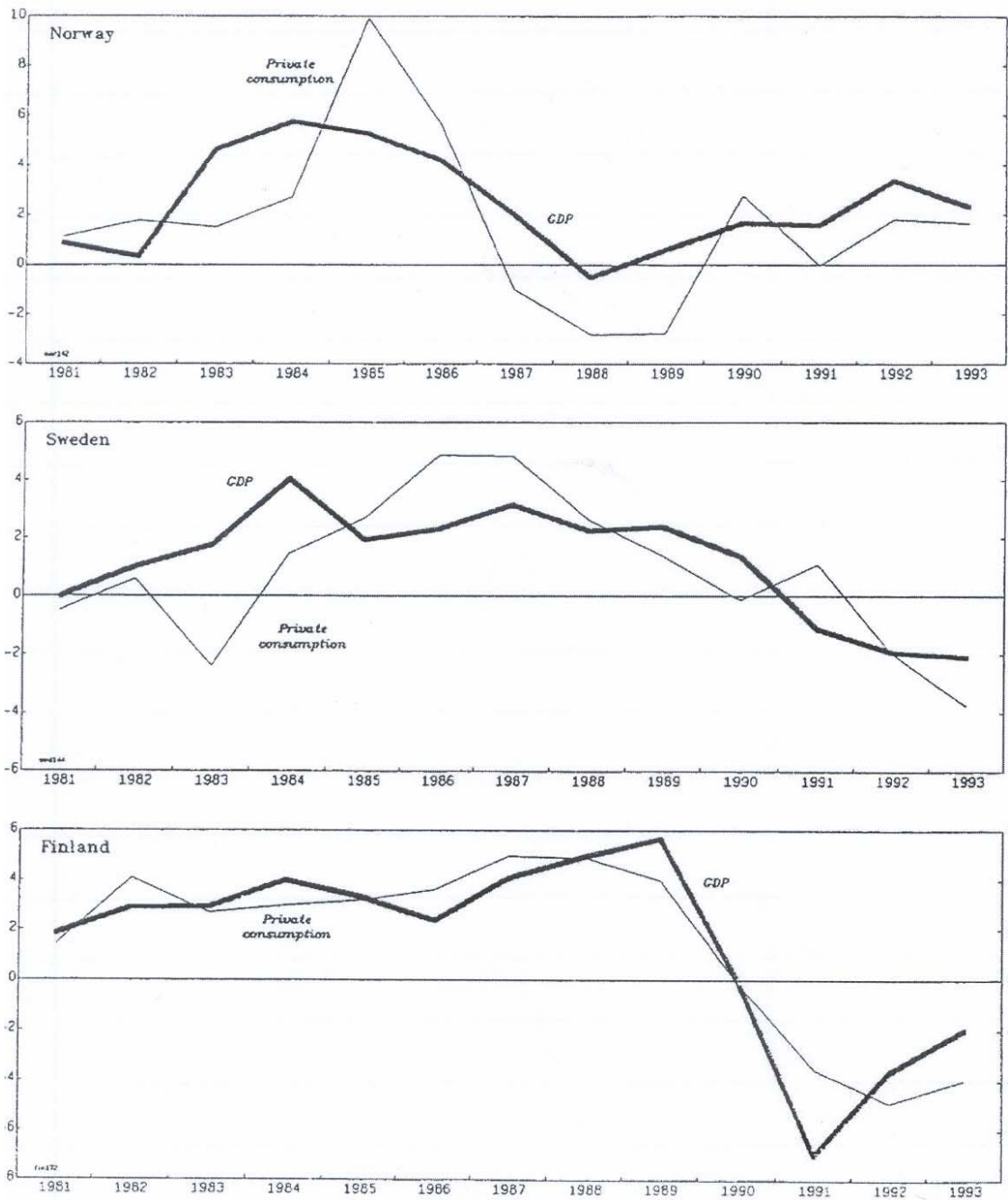
Sources: International Financial Statistics; and national authorities.

รูปที่ 5

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND

GDP AND PRIVATE CONSUMPTION

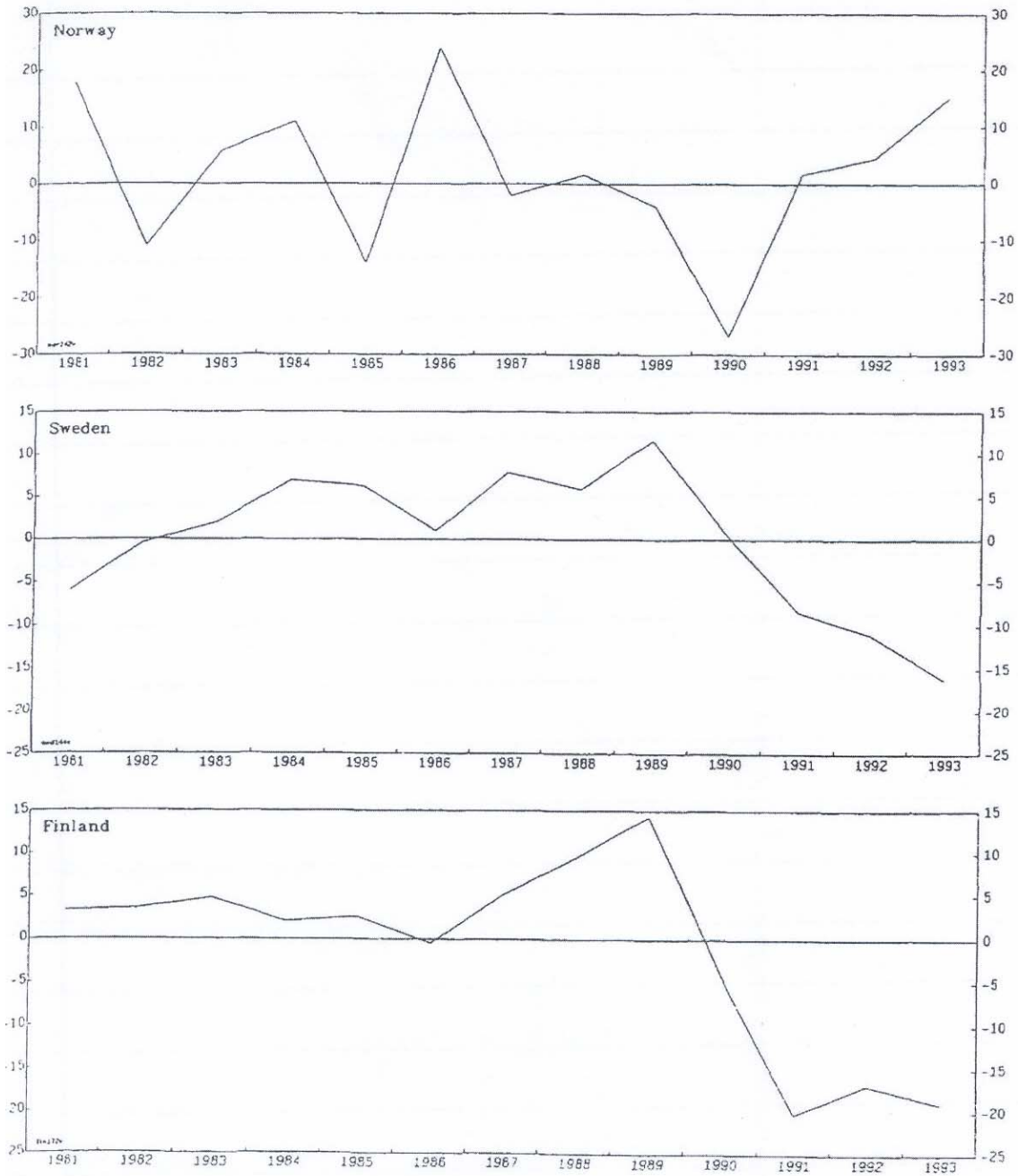
(In real terms, percentage change)



Sources: IMF, International Financial Statistics; and national authorities.

รูปที่ 6

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND
GROSS FIXED CAPITAL FORMATION
(In real terms, percentage change)

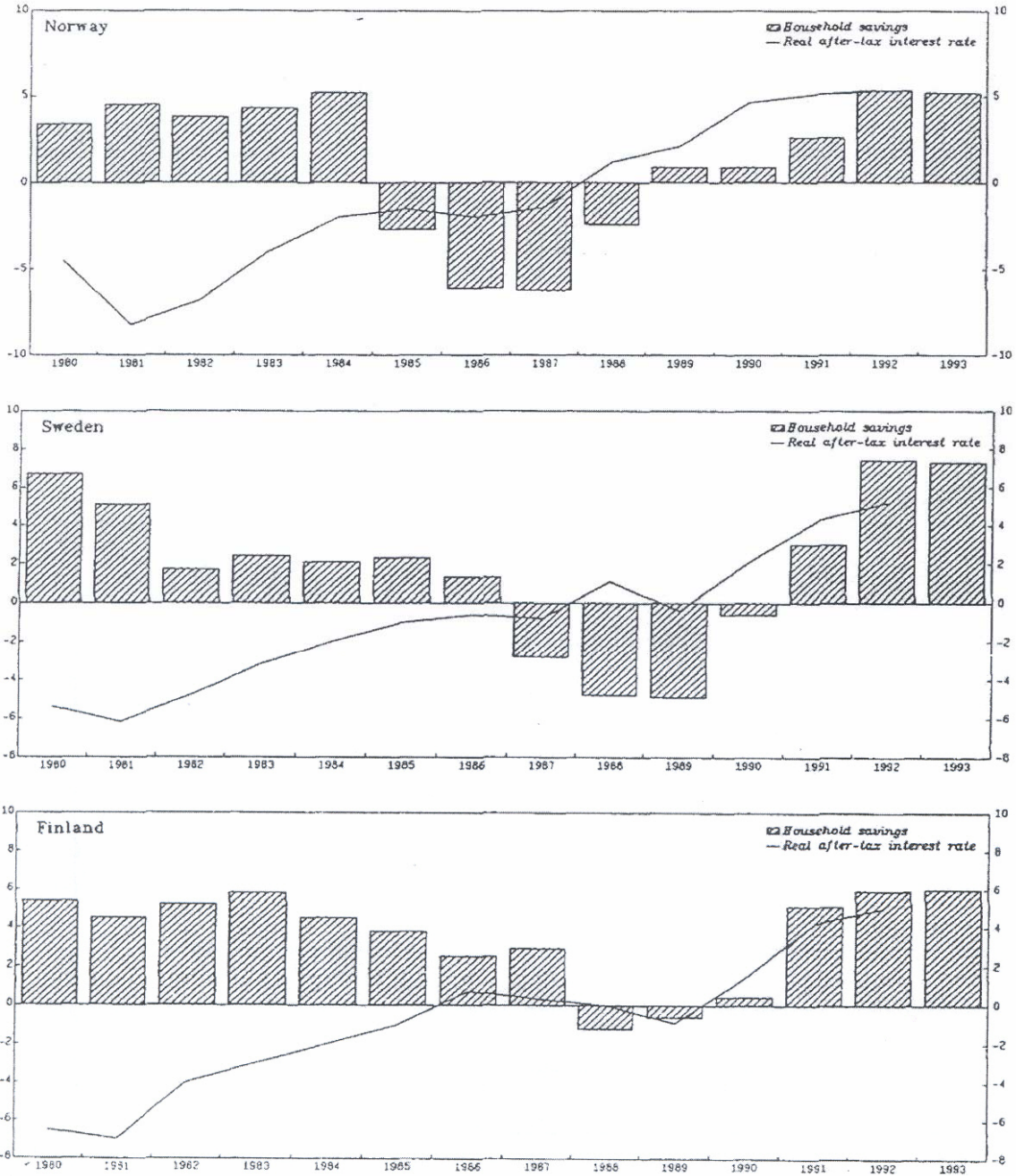


Sources: IMF, International Financial Statistics; and national authorities.

รูปที่ 7

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND

HOUSEHOLD SAVINGS AND REAL AFTER-TAX INTEREST RATES 1/



Sources: OECD; and national authorities.

1/ Household savings is as a percentage of disposable household income.

ในขณะเดียวกัน คริวเรือนต่างคาดหวังไว้ว่า การที่สินทรัพย์มีราคาสูงนั้นจะเป็นไปอย่างต่อเนื่องตามแนวโน้ม ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจำนวนมากก็ยินดีที่จะแบกรับภาระหนี้ที่สูงนี้ ณ อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง ด้วยเหตุผลที่ว่า มองอนาคตเป็นสุทธธรรมณ์ด้านเดียว ด้วยสถานการณ์เช่นนี้ ผู้ขอกู้เงินจำนวนมากไม่เคยคาดว่าจะเป็นปัญหาในอนาคต เพราะเชื่อว่าอนาคตของเศรษฐกิจที่ร้อนแรงนี้จะดำรงอยู่ไปอีกนาน

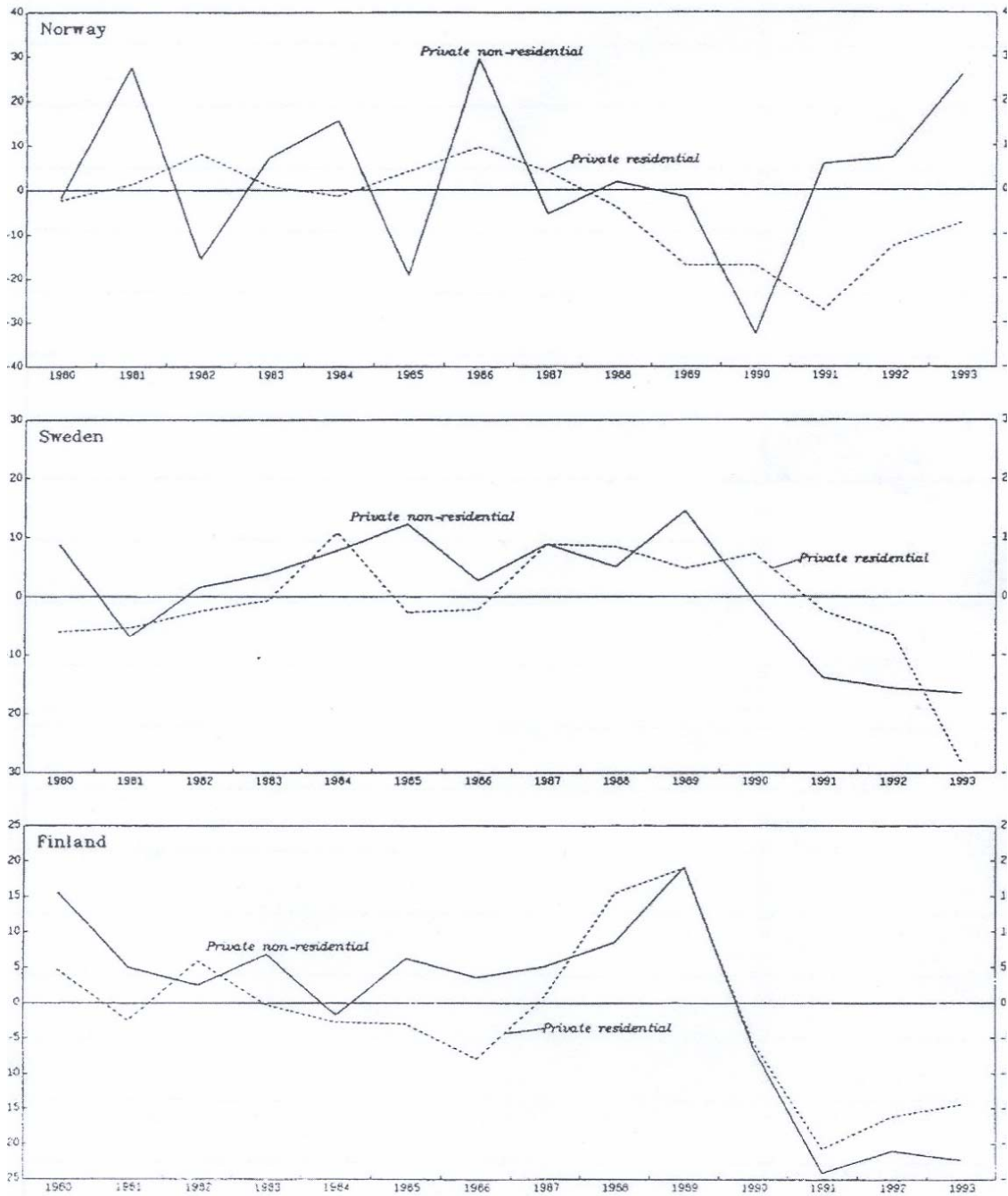
ข) ภาวะธุรกิจ

เมื่อมีการปลดปล่อยภาคการเงินเสรี ภาวะธุรกิจก็มีหนี้สินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยทั่วไปนั้น ธุรกิจมักจะกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเป็นหลัก โดยเฉพาะในแง่หนี้สินต่อทุนนั้น เป็นปัจจัยสำคัญของภาวะธุรกิจ ในปี 1980 อัตราหนี้สินต่อทุนในสวีเดนอยู่ที่ระดับ $5 \frac{1}{2}$ เมื่อเทียบกับ สหราชอาณาจักรที่อยู่ในระดับ น้อยกว่า $\frac{1}{5}$ และ $\frac{1}{4}$ ในกรณีสหรัฐอเมริกาแล้ว จัดได้ว่าสวีเดนมีหนี้สินต่อทุนที่สูงมากหลังการปลดปล่อยการเงินเสรี เพราะการลงทุนส่วนมากของภาวะธุรกิจ กระจุกตัวในภาคที่อยู่อาศัย และภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงภาคบริการเป็นสำคัญ (ดูรูปที่ 8)

ปัจจัยชี้ขาดถึงการตอบสนองของภาวะธุรกิจเกิดขึ้นจริงๆ เมื่อการกำกับและควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนได้มีการยกเลิกไป และนี่เป็นการเปิดโอกาสทองของผู้กู้ของสวีเดนในการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ ในรูปที่ว่า อัตราดอกเบี้ยที่ถูกเรียกเก็บนั้นอยู่ในระดับต่ำเมื่อคิดในรูปเงินตราต่างประเทศ ด้วยมนทัศน์ที่ครอบงำอยู่ในขณะนั้นเป็นเช่นนี้ ภาวะธุรกิจในสวีเดนจึงไม่ลังเลในการกู้เงินจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะในสวีเดนที่ไม่มีระบบการประกันเงินฝากอย่างชัดเจน แต่เป็นที่เข้าใจกันโดยทั่วไปว่า ธนาคารชาติสวีเดนจะไม่ยอมให้มีธนาคารต้องล้มละลาย

รูปที่ 8

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND
REAL GROSS FIXED CAPITAL FORMATION
(Percentage change)



Sources: OECD, and national authorities.

ก) ผู้ให้กู้ยืม

อย่างที่กล่าวมาแล้ว สถาบันการเงินมีการปรับโครงสร้างตามการเปิดตลาดการเงินให้มีความเสรียิ่งขึ้น บทบาทของผู้ให้กู้ยืมหรือสถาบันการเงินก็ย่อมเปลี่ยนแปลงเป็นธรรมดา โดยเฉพาะเมื่อทางการได้ยกระดับเพดานดอกเบี้ยให้กู้ยืมและเงินฝากประจำให้สูงขึ้น เพื่อเปิดให้ตลาดมีการแข่งขันมากขึ้น ซึ่งก่อนหน้านี้ การปล่อยกู้ของธนาคารมักมีความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นกับผู้กู้เงิน เพราะมีข้อจำกัดเรื่อง การปล่อยกู้บังคับอยู่ แต่การเปิดการเงินเสรีนี้ทำให้ธนาคารสามารถเปลี่ยนความสัมพันธ์จากความสัมพันธ์ ส่วนตัวมาเป็นความสัมพันธ์ที่อิงกับตลาดมากยิ่งขึ้น การเปลี่ยนแปลงนี้เท่ากับตัดขาดความสัมพันธ์ที่แนบแน่นระหว่างผู้ให้กู้กับผู้กู้เงินลง และเริ่มมีการประเมินการปล่อยกู้ โดยใช้หลักการประเมินความเสี่ยงที่รัดกุมขึ้น การตอบสนองของผู้ให้กู้ยืมเงินนี้สามารถพิจารณาการเปลี่ยนแปลงได้ 6 ลักษณะ กล่าวคือ

(1) ความเจริญเติบโตของการปล่อยกู้

ในสวีเดนนั้น Balance sheet ของธนาคารชี้ชัดว่ามีการเจริญเติบโตของการปล่อยกู้เพิ่มขึ้นมากเป็นสองเท่าในช่วงปี 1985 ถึง 1990 อัตราการเติบโตนี้สูง โดยตัวเลขมากถึงร้อยละ 15 กล่าวในอีกแห่งหนึ่ง การปล่อยกู้ของธนาคารมีอัตราการเพิ่มขึ้นสูงกว่าการเติบโตของ Balance sheet ของธนาคารเสียอีก ในแง่ข้อเท็จจริง ยิ่งชี้ให้เห็นอย่างกระจ่างชัดว่า การเติบโตของการปล่อยกู้เพิ่มจากระดับต่ำเพียงร้อยละ 45 ในปี 1985 เพิ่มขึ้นเป็น ร้อยละ 57 และร้อยละ 60 ในปี 1990 และปี 1992

(2) การเปลี่ยนแปลงใน Loan Portfolios

สิ่งที่ไม่ยากในการคาดเดาคือ นโยบายของธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงในเชิงรุกมากยิ่งขึ้น หลังการปลดปล่อยการเงินเสรี โดยเน้นการปล่อยกู้กิจการที่มีความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงการกระจายเงินกู้ไปสู่ภาคอสังหาริมทรัพย์มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ยังเน้นการปล่อยกู้ในภาคการก่อสร้างและภาคบริการที่มีลักษณะเป็นการปล่อยกู้ที่หนุนหลังโดยเงินตราต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงนี้มีข้อน่าสังเกตว่า เป็นการกระจายการปล่อยสินเชื่อทำให้ธนาคารมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงใดๆ ในอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะในสวีเดนนั้น ธนาคารพาณิชย์พยายามจะเลี่ยงกฎเกณฑ์เรื่องเพดานการปล่อยกู้ โดยการปล่อยกู้ให้แก่ภาคพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ผ่านบริษัทเงินทุน อย่างที่กล่าวมาแล้วข้างต้น การปล่อยกู้ของธนาคารนี้มักใช้เงินตราต่างประเทศเป็นตัวหนุนหลังที่สำคัญ เพราะมีต้นทุนที่ต่ำกว่า

(3) เงินทุนเพื่อการขยายตัวของสินเชื่อ

เมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี โอกาสของการปล่อยสินเชื่อก็ย่อมขยายตัวไปอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะความสามารถของธนาคารในการระดมเงินทุนเพื่อขยายเครดิต ปริมาณของเครดิตมีการเติบโตรวดเร็วกว่าปริมาณของเงินฝากของธนาคารเสียอีก ดังได้แสดงไว้ชัดเจนในรูปที่ 9 โดยทั่วไปนั้น

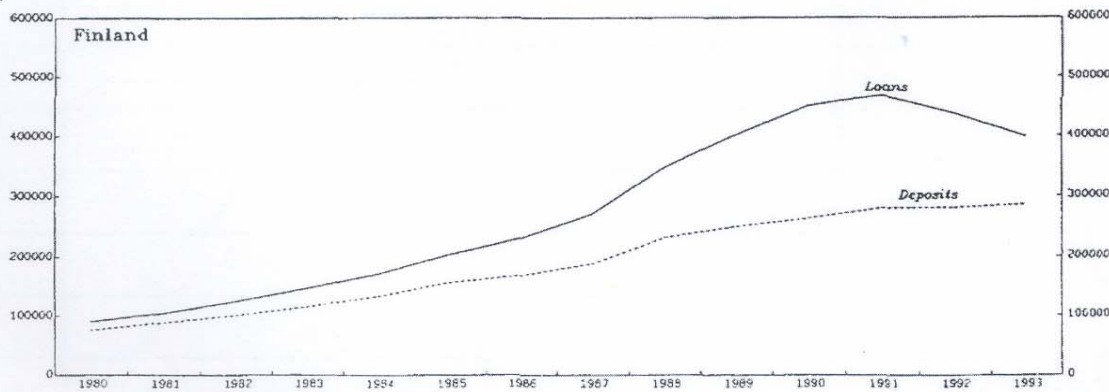
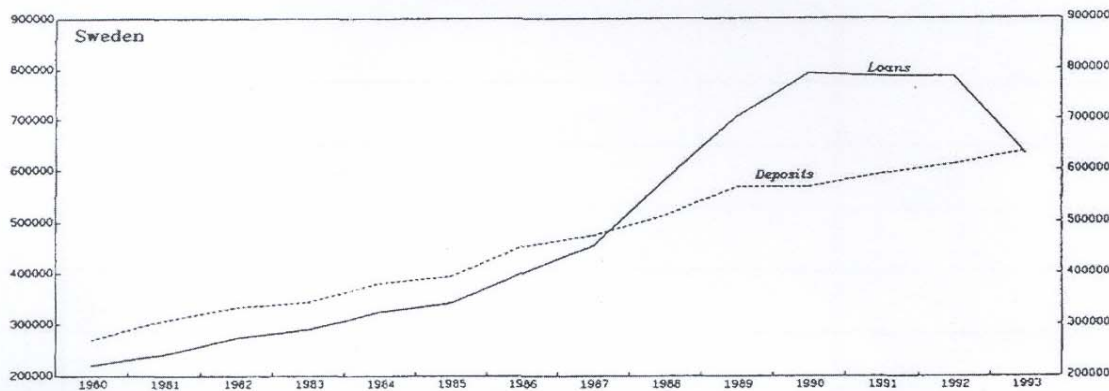
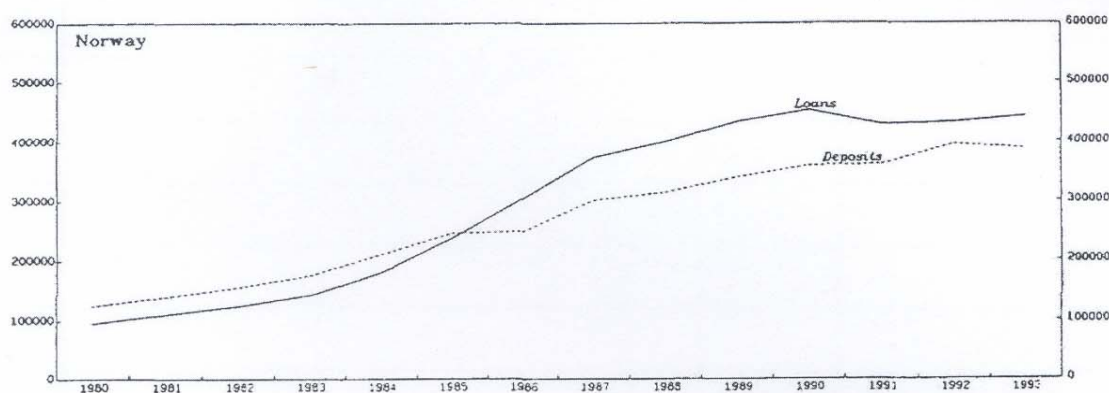
ธนาคารในสวีเดนมีการ Finance สินทรัพย์ของตนเอง ผ่านเงินฝากของธนาคาร แต่หลังจากการปลดปล่อย การเงินเสรีแล้ว การปล่อยกู้ของธนาคารเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์รวมนั้นขยายตัวอย่างมาก ใน สวีเดนประมาณถึง 10 Percentage points ในช่วงปี 1985 ถึง 1990 โดยที่ส่วนแบ่งของเงินฝากลดลงในระดับ เดียวกัน

รูปที่ 9

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND

DEPOSITS AND LOANS

(In millions of national currency)



Sources: International Financial Statistics and national authorities.

(4) นโยบายราคา

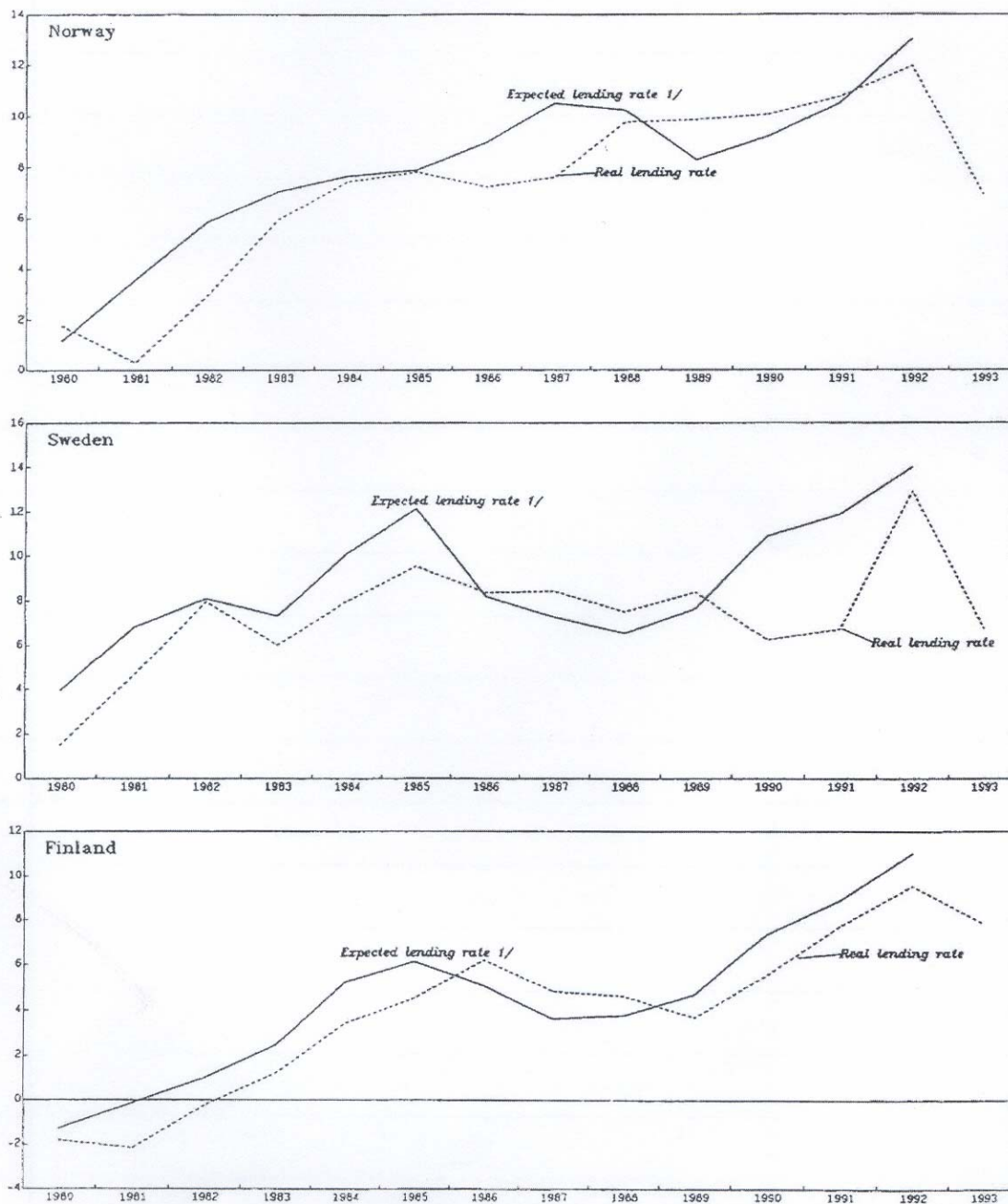
นโยบายราคาของตลาดการเงินก็คือ อัตราการปล่อยกู้ของสถาบันการเงินนั่นเอง ซึ่งในประเทศสวีเดนนั้น อัตราการปล่อยกู้ยืมที่แท้จริงได้เพิ่มสูงขึ้น เมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี หลังจากนั้นก็ค่อยๆ ลดระดับลงและยืนอยู่ ณ ระดับค่อนข้างคงที่ (ดูรูปที่ 10) ข้อที่น่าสังเกตก็คือ ในการเพิ่มขึ้นของอัตราการปล่อยกู้ในช่วงแรกนั้น สะท้อนว่ามีมูลเหตุปัจจัยมาจากการปลดปล่อยการเงินเสรี ซึ่งธนาคารพาณิชย์ก็ตั้งใจให้มีการปรับขึ้นของอัตราการปล่อยกู้อย่างชัดเจน ข้อที่น่าสังเกตเพิ่มเติมก็คือ รายได้จากอัตราดอกเบี้ยสุทธิของธนาคารก็เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ในช่วงปี 1986-1988 ก่อนที่จะลดต่ำลงเหมือนในช่วงทศวรรษ 1980 กล่าวโดยสรุป ความอ่อนไหวของธนาคารต่อความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการปล่อยสินเชื่อนั้นมีค่อนข้างสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งธนาคารพาณิชย์ไม่อาจแสวงหากำไรได้ในช่วงที่เศรษฐกิจกำลังเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว เพราะว่ามีความเสี่ยงอย่างมากจากการปล่อยสินเชื่อจำนวนมาก ช่วงห่างของดอกเบี้ยในสถานการณ์ที่มีการขยายตัวของสินเชื่ออย่างมากรุนแรงนั้นชี้ว่า เกิดการแข่งขันอย่างรุนแรงในหมู่สถาบันการเงินภายในประเทศ ที่น่าสังเกตก็คือ อัตราดอกเบี้ยของครัวเรือนที่กู้ยืมกับเงินฝากลดต่ำลงเหลือเพียง 4 จุด ในปี 1986 และเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปลายปี 1989 จนถึงระดับ 7 จุด

รูปที่ 10

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND

LENDING RATES

(In percent)



Sources: International Financial Statistics; and national authorities.

1/ Calculated as lending rate minus 3-year forward average of inflation.

ตารางที่ 5 Sweden: Bank Profitability, 1980-93 1/

(In percent of average total assets)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Commercial banks														
Net interest margins	2.10	2.15	1.99	2.27	2.21	1.99	2.61	2.43	2.36	2.09	2.09	2.11	3.32	4.14
Net operating expenses	0.98	0.92	0.73	0.62	0.70	0.65	0.43	0.90	0.73	0.69	0.79	0.78	2.27	2.18
Net operating profits	1.12	1.24	1.26	1.65	1.52	1.34	2.18	1.53	1.62	1.40	1.36	1.33	1.06	1.96
Loan losses	0.05	0.11	0.35	0.28	0.39	0.23	0.34	0.24	0.17	0.18	0.62	1.83	3.37	3.18
Profits before taxes	1.07	1.13	0.91	1.38	1.12	1.11	1.85	1.29	1.45	1.22	0.68	-0.50	-2.31	-1.22
Cooperative banks														
Net interest margins	2.72	3.15	3.33	3.69	3.70	4.08	4.50	4.50	4.69	4.84	3.87	3.94	--	--
Net operating expenses	2.15	2.15	2.17	2.27	2.53	2.80	2.77	3.10	3.04	2.96	2.16	2.17	--	--
Net operating profits	0.57	1.00	1.17	1.42	1.17	1.28	1.73	1.40	1.65	1.88	1.71	1.77	--	--
Loan losses	0.01	0.02	0.05	0.07	0.07	0.18	0.18	0.19	0.18	0.31	0.65	2.80	--	--
Profits before taxes	0.56	0.98	1.12	1.35	1.10	1.10	1.56	1.21	1.47	1.57	1.06	-1.03	--	--
Savings banks														
Net interest margins	2.64	3.09	3.22	3.60	3.59	3.94	4.21	4.05	4.13	4.11	4.55	4.53	4.17	6.83
Net operating expenses	1.88	1.87	1.95	2.09	2.26	2.39	2.19	2.63	2.49	2.54	2.42	2.47	2.53	3.14
Net operating profits	0.76	1.22	1.27	1.50	1.34	1.55	2.02	1.42	1.63	1.57	2.13	2.06	1.64	3.69
Loan losses	0.02	0.03	0.07	0.11	0.16	0.29	0.42	0.28	0.29	0.36	1.09	3.85	4.46	2.15
Profit before taxes	0.75	1.19	1.20	1.39	1.18	1.26	1.60	1.14	1.34	1.21	1.04	-1.79	-2.82	1.54

1/ The cooperative banks formed a single "system" of cooperative banks during 1992 and was converted to a commercial bank. The figures for the commercial banks for 1992-93 reflect this change.

(5) แรงจูงใจในการเพิ่มความเสี่ยง

ประเด็นที่ถกเถียงกันมากในหมู่ประเทศยุโรปเหนือก็คือ การจูงใจของสถาบันการเงินในการเพิ่มความเสี่ยงในการปล่อยกู้ยืมเงิน ซึ่งแท้ที่จริงก็คือ การเกิด Moral hazard ในระบบสถาบันการเงิน อันเนื่องมาจากการมีนโยบายหลักประกันแอบแฝงของรัฐที่ว่า จะไม่ปล่อยให้ธนาคารใดล้มละลายไป (no-bank-will-fall) การมีหลักประกันเช่นนี้ก่อให้เกิดความมั่นใจเกินเหตุและนำไปสู่การปล่อยกู้ที่สุ่มเสี่ยง เพราะมีความเชื่ออย่างมั่นคงตลอดเวลาว่า ทางการจะไม่ยอมปล่อยให้สถาบันการเงินล้มละลายไปอย่างแน่นอน ผลก็คือ ธนาคารมีการประมาณการความเสี่ยงผิดแผกไปจากภาวะปกติ นั่นคือ ธนาคารมีการปล่อยกู้ให้แก่ลูกค้าที่มีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะการประเมินสินเชื่อที่เน้นการใช้หลักทรัพย์เป็นเครื่องมือในการประเมินความเสี่ยง

ในกรณีของสวีเดน ธนาคารมี Capital ratios ในช่วง 3 ½ เปอร์เซ็นต์ ถึง 4 ½ เปอร์เซ็นต์ ก่อนหน้ากลางปี 1980 ธนาคารในสวีเดนดำเนินการธุรกิจภายใต้การควบคุมที่เข้มงวดจากทางการ ทำให้ธนาคารไม่อาจแข่งขันได้อย่างเสรี และเปิดโอกาสให้ธนาคารได้รับค่าเช่าทางเศรษฐกิจ (ถ้าใครส่วนเกิน) จากการบริการทางการเงิน แต่ค่าเช่าทางเศรษฐกิจที่ได้นี้ถูกนำไปใช้ในการปล่อยกู้อย่างเข้มข้น เพราะเกรงกลัวว่า เมื่อเปิดการเงินเสรีแล้ว ธนาคารอาจสูญเสียฐานะในการแข่งขัน โดยเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่มีความ

พร้อมในการเพิ่มความเสี่ยงในการปล่อยกู้มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก นอกจากนั้น ธนาคารเพื่อการออมก็สร้างความเสี่ยงด้วยการสร้างระบบ Mutual loan Insurance ซึ่งทำให้ธนาคารแต่ละแห่งไม่จำเป็นต้องแบกรับความเสี่ยงที่จะล้มละลายทั้งหมด ระบบนี้จึงเท่ากับเป็นการสร้างความเสี่ยงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ในกรณีของสวีเดนนั้นค่อนข้างน่าสนใจ ในแง่ที่ว่า มีการถือหุ้นไขว้ระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินอื่นๆ ซึ่งทำให้เปิดโอกาสอย่างดีให้มีการปล่อยกู้อย่างไม่มียึดจำกัด

4.2 การตอบสนองของผู้วางนโยบาย

กล่าวอย่างรวบรัด ผู้วางนโยบายในสวีเดนไม่อาจตอบสนองทางนโยบายได้ทันที ในสามลักษณะที่สำคัญคือ ประการแรก เจ้าหน้าที่ล้มเหลวในการสร้างระบบการกำกับที่เพียงพอ หรืออย่างรัดกุมเมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี (Prudential Bank Regulation) ประการที่สอง การปฏิรูปในเรื่องระบบภาษีที่มีต่อดอกเบี้ยนั้นเริ่มต้นช้าเกินไป หลังเกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของสินเชื่อ ประการที่สาม ทางกรมมิได้ใช้นโยบายการเงินอย่างเข้มงวดในเวลาที่เหมาะสมและเพียงพอในการสร้างวินัยทางการเงิน

อย่างที่ทราบกันดีว่า การปลดปล่อยการเงินเสรีนั้นจำเป็นต้องมีการกำกับสถาบันการเงินอย่างเข้มข้น (Stiglitz, 1993) แต่ในกรณีสวีเดนนั้น หลังการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว ก็มิได้เปลี่ยนแปลงการกำกับและตรวจสอบอย่างรัดกุม โดยเฉพาะมิได้ทบทวนวิธีการปล่อยกู้ และการจัดการความเสี่ยงของธนาคารอย่างลึกซึ้ง ยิ่งกว่านั้น ในช่วงที่มีการขยายตัวของสินเชื่ออย่างมากโดยธนาคาร เจ้าหน้าที่ที่คอยตรวจสอบธนาคารกลับถูกรวมให้ทำงานร่วมกับเจ้าหน้าที่ที่คอยตรวจสอบของบริษัทประกันภัย และให้ความสนใจกับการพัฒนาตลาดทุน แต่ให้ความสนใจต่อธนาคารลดลง ที่เป็นเช่นนี้ ส่วนหนึ่งก็เพราะในขณะนั้น เจ้าหน้าที่ของรัฐมิได้ให้ความสนใจในเรื่องนี้ ดังที่กรณีของ marginal tax rates ที่สูงเป็นกรณีรูปธรรม การที่มีการปฏิรูปภาษีแต่การหักส่วนลดของค่าใช้จ่ายของภาษีนี้ ทำให้มีค่าคิดลบ มีความหมายว่า ต้นทุนที่แท้จริงของทุนมีค่าที่ต่ำมากในตลาดช่วงทศวรรษ 1980 ภายใต้สถานการณ์เช่นนั้น เราควรจะสามารถคาดคะเนได้ว่า ควรมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างภาษีที่ให้หักส่วนลดลงสำหรับการจ่ายดอกเบี้ย แต่เพราะเหตุผลทางการเมืองในสวีเดน เจ้าหน้าที่ของรัฐจึงไม่ได้แก้ไขระบบแรงจูงใจของภาษีเมื่อมีการลดการควบคุมสถาบันการเงิน ในกรณีนี้ แม้จะมีการปฏิรูปภาษีในสวีเดน ก็ยังมีการหักส่วนลด 30% ของส่วนแบ่งของค่าใช้จ่ายจากดอกเบี้ยที่ควรจะหักออกจากเงินรายได้ที่เสียภาษี

5. วิฤติการณ์ธนาคารของสวีเดน : Boom and Bust Cycles

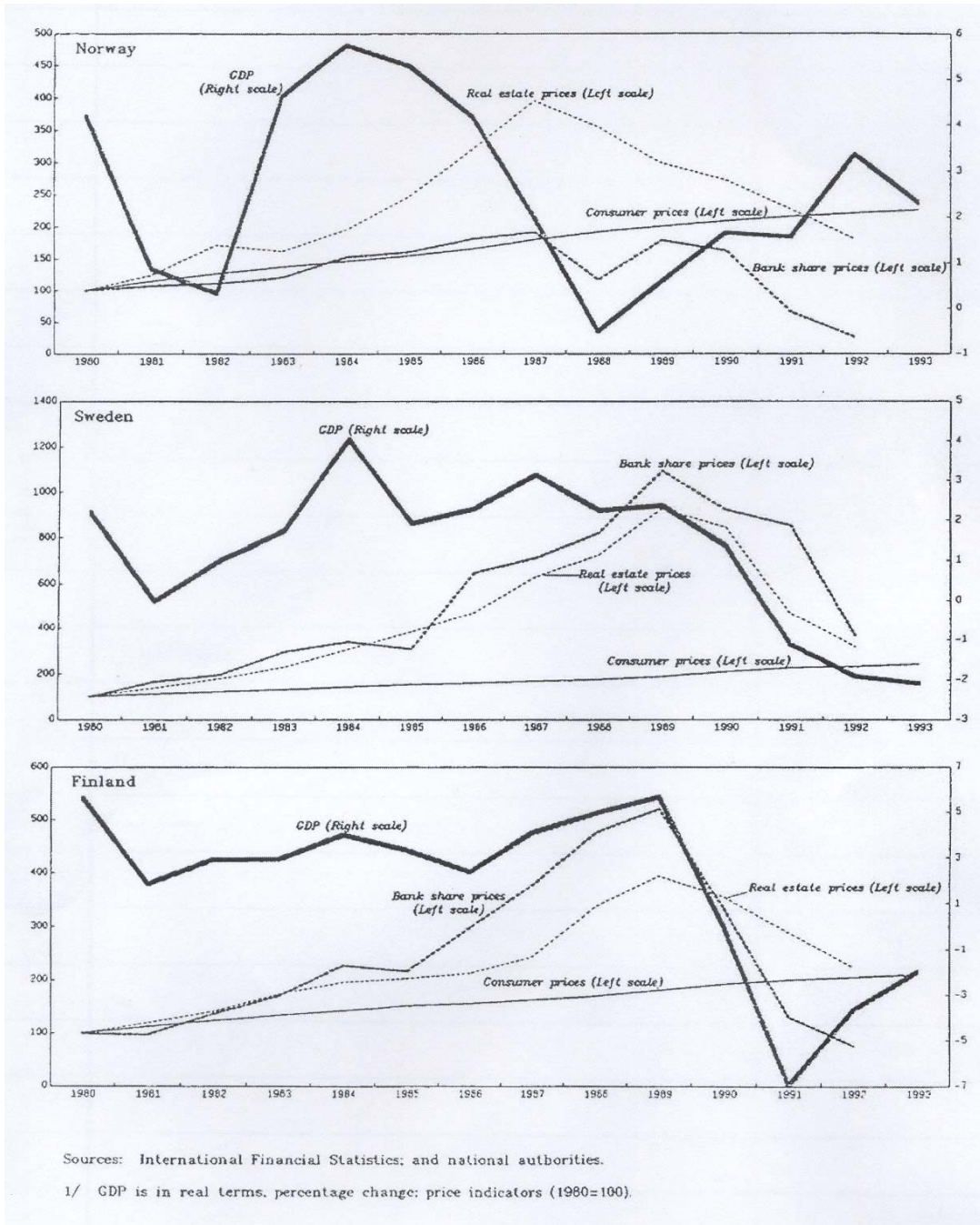
วิฤติการณ์ของธนาคารในสวีเดนก็ไม่แตกต่างจากประเทศอื่นๆ กล่าวคือมีการเติบโตอย่างรวดเร็วของการปล่อยสินเชื่อ และหลังจากนั้นก็มีการแตกดับคล้ายดังวัฏจักร เศรษฐกิจที่มีลักษณะเติบโตอย่างรวดเร็วและแตกดับนี้มักมีลักษณะคล้ายคลึงกัน นั่นคือ ราคาน้ำมันได้ลดราคาต่ำลงในปี 1986 ขณะเดียวกันราคาของกระดาษและผลิตภัณฑ์กระดาษได้มีราคาเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในช่วงปลายปีทศวรรษ 1980 จึงมีผล

อย่างสำคัญในการกระตุ้นอุปสงค์ภายในของสวีเดน ทำให้การบริโภคของภาคเอกชนและการจ้างงานเพิ่มขึ้นอย่างมาก รวมถึงการเพิ่มขึ้นของรายได้ของครัวเรือน ซึ่งส่วนหนึ่งที่สำคัญคือ การเข้าถึงสินเชื่อทำได้ง่ายขึ้นมาก หลังจากมีการปลดปล่อยการควบคุมการเงินอย่างเข้มงวดลง เศรษฐกิจภายในที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วนี้มีผลมาจากการลงทุนอย่างหนาแน่น โดยเฉพาะการขยายตัวของเครดิตที่มีพลังในการกระตุ้นให้มีการเก็งกำไรในหุ้นและอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งก็เป็นการเพิ่มความมั่งคั่ง และยังทำให้เพิ่มความสามารถในการขอกู้ยืมอีกทางหนึ่ง แต่การเลือกของเจ้าหน้าที่ทางการเงินกลับมีความจำกัดอย่างมาก เพราะการปลดปล่อยการเงินเสรีนั้น รัฐบาลสวีเดนยังคงใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (fixed exchange rate regime) อีกทั้งรัฐบาลก็มิได้ใช้นโยบายการคลังอย่างเข้มงวดในการสกัดการขยายตัวอย่างมากของเศรษฐกิจ

ในปลายทศวรรษ 1980 นั้น เริ่มมีปรากฏการณ์ที่ชื่อว่า ราคาสินทรัพย์ (Asset prices) ได้ถีบตัวสูงขึ้น แต่สำหรับทางการแล้วกลับไม่คิดว่าเป็นปัญหาแต่อย่างใด หรือมีความคิดว่าการเป็นหนี้ของภาคเอกชนจำนวนมากจะทำให้เกิดภาวะล้มละลาย เมื่อทางการเริ่มเข้มงวดในนโยบายการเงิน เพื่อพยายามลดอัตราเงินเฟ้อนั้น มีผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์และราคาของอสังหาริมทรัพย์ลดลง ผลก็คือผู้บริโภคต่างก็ได้รับผลกระทบในแง่ลบ โดยต้องลดการบริโภคลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งผลในแง่ลบก็คือมีผลให้อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจลดต่ำลงอย่างฮวบฮาบ (ดูรูปที่ 11) ตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1980

รูปที่ 11

NORWAY, SWEDEN, AND FINLAND
GDP AND PRICE INDICATORS 1/



ปัญหาของสวีเดนและประเทศอื่นๆ ในยุโรปเหนือก็คือ ในช่วงที่เศรษฐกิจมีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว นั้น ธนาคารได้ปล่อยกู้เงินเป็นจำนวนมาก เงินที่ใช้นี้ส่วนสำคัญเกินครึ่งหนึ่งมาจากการกู้เงินจากต่างประเทศ ตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1980 ดังนั้นเมื่อทางการสวีเดนประกาศลดค่าเงินในเดือนพฤศจิกายน 1992 นั้น มีผลอย่างสำคัญต่อธนาคารและธุรกิจต่างๆ ที่กู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กต่างประสบกับปัญหาอย่างร้ายแรง บางแห่งต้องเผชิญกับภาวะล้มละลาย เพราะไม่อาจแก้ไขสภาพคล่องได้ทันทั่วทั้ง เนื่องจากไม่อาจขอเงินใหม่เพื่อนำมาหมุนเวียน อัตราการล้มละลายทางเศรษฐกิจจึงพุ่งขึ้นสูงมากในสวีเดน ก่อให้เกิดวงจรของหนี้สินที่ท่วมท้น เพราะเหตุว่าธุรกิจต่างๆ มีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก (Bank' Nonperforming Loans) ยิ่งกว่านั้น สถานการณ์ก็ยิ่งเลวร้ายเมื่อธุรกิจต่างๆ ไม่อาจชำระหนี้ได้ตามกำหนด อีกทั้งสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันเงินกู้ก็มีมูลค่าต่ำลงมาก เนื่องจากเศรษฐกิจฟองสบู่ที่แตกตัว ผลที่สุกก็นำไปสู่วิกฤตการณ์ของธนาคารอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

วิกฤตการณ์ของธนาคารในสวีเดนนั้นเกิดขึ้นทั้งในธนาคารและบริษัทเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง มีอาการที่แสดงให้เห็นว่าจะเกิดวิกฤตการณ์ในช่วงปี 1986-87 และ 1990-91 ที่น่าจะกล่าวถึง คือ ความเสียหายของบริษัทเงินทุนในสวีเดนนั้น เกิดความสูญเสียอย่างมากจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่มีสูงมากกว่า 5% ของสินเชื่อที่ปล่อยกู้ ซึ่งในเวลาต่อมา ก็พบว่า การล้มละลายของบริษัทเงินทุนได้ลุกลามเข้าสู่ธนาคารพาณิชย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ในกรณีของกลุ่มธนาคารในสวีเดน การสูญเสียหรือความเสียหายของสินเชื่อเพิ่มขึ้นจาก 11% ของ GDP ในปี 1993 (ดูตารางที่ 6) ส่วนความเสียหายที่เล็กกว่าตกแก่ครัวเรือนสวีเดน ประมาณ 11% ในขณะที่ความเสียหายอันใหญ่หลวงกลับตกแก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (ประมาณ 72%) แท้ที่จริงแล้ว การเกิดวิกฤตการณ์ของธนาคารนี้เกิดขึ้นและครอบงำโดยวิกฤตการณ์ของอสังหาริมทรัพย์มากกว่า (real estate crisis) ซึ่งทำให้ความเสียหายที่เกิดขึ้นมากกว่า 4 ใน 5 นั้น เป็นความเสียหายจากภาคอสังหาริมทรัพย์นั่นเอง โดยเฉพาะในปี 1991

ตารางที่ 6: Sweden Credit Losses
(In percent of total)

	1991	1992	1993
Households	7	7	11
Non-Financial Enterprises	69	74	72
Swedish Financial Institutions	15	11	3
Non-Swedish Borrowers	5	5	9
Others	4	3	5

ที่มา: Bank of Sweden

เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารนี้ ผลที่ชัดเจนก็คือกำไรของธนาคารลดลงอย่างรวดเร็ว เช่นเดียวกัน รายได้จากสถาบันการเงินก็ย่อมลดลงเช่นกัน เนื่องมาจากธนาคารมีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก ทำให้ธนาคารขาดรายได้จากดอกเบี้ย

คำถามที่ต้องถามตั้งแต่ต้นก็คือ ทำไมจึงเกิดวิกฤติการณ์ในสวีเดน ทั้งๆ ที่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว? คำตอบเรื่องนี้มีความซับซ้อนทีเดียว ไม่อาจจะระบุว่าสาเหตุจากปัจจัยใดปัจจัยหนึ่งเท่านั้น จนกระทั่งถึงฤดูใบไม้ผลิในปี 1989 ระบบเศรษฐกิจสวีเดนยังไม่มีอาการใดๆ ที่ส่อไปในทางที่จะชี้ว่าจะเกิดวิกฤติการณ์ นอกเหนือจากมีการยอมรับว่า เศรษฐกิจมีความร้อนแรงทางเศรษฐกิจมากไป (overheated) ดังสังเกตได้ว่าการว่างงานโดยเปิดเผยอยู่ในระดับต่ำมากเพียงร้อยละ 1.4 ในปี 1989 แต่อัตราเงินเฟ้อรีบถิบตัวสูงขึ้นมากกว่าหลายๆ ประเทศในยุโรป อัตราแลกเปลี่ยนของเงินโครัน มีค่าสูงขึ้นประมาณ 15% หลังจากที่มีการลดค่าเงินในปี 1982 ข้อสังเกตที่สำคัญคือทางการมิได้ต้องการจำกัดนโยบายการคลัง แต่ยังให้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนผูกติดกับอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ นโยบายที่ทางการใช้บ้างคือการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อปกป้องอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่ยังไม่มีสัญญาณใดๆ แสดงว่าจะเกิดวิกฤติการณ์เศรษฐกิจ

ด้วยเหตุนี้ ตลาดหลักทรัพย์ก็ยังมีลักษณะเติบโตอย่างรวดเร็ว และถึงจุดสูงสุดเมื่อเดือนสิงหาคม 1989 นั่นคือราคาหลักทรัพย์มีราคาสูงขึ้นถึงร้อยละ 42 เมื่อเทียบกับตอนต้นปีทีเดียว เช่นเดียวกับธนาคารและบริษัทเงินทุนทั้งหลายที่ปล่อยกู้ให้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก็มีพัฒนาการในลักษณะเดียวกัน

เมื่อมีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาสินทรัพย์ การลงทุนของสถาบันการเงินในอสังหาริมทรัพย์ (นอกเหนือจากบ้าน) ได้เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า โดยค่าถัวเฉลี่ยในช่วงปี 1988-90 มีค่าสูงถึงร้อยละ 85 เหนือกว่าค่าในช่วงปี 1983-85 ปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นหลังจากนั้นก็คือ ในช่วงปลายฤดูใบไม้ผลิของปี 1989 เราพบว่าตลาดสินทรัพย์ในเชิงพาณิชย์หรือตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้ก้าวกระโดดถึงจุดอิ่มตัวแล้ว กล่าวคือมีรายงานปรากฏว่า ไม่มีผู้ขอเช่าที่อยู่อาศัย ณ ระดับค่าเช่าระดับนี้อีกต่อไป ตลาดหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข่าวนี้ทันทีในแง่ลบ เมื่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ในภาคก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ลดราคาลง 25% ใน 1 ปี หลังจากนั้นดัชนีราคาหลักทรัพย์ในอสังหาริมทรัพย์ก็เริ่มมีราคาลดลงในปี 1990 และนี่เริ่มปรากฏเป็นอาการของวิกฤติการณ์ แต่ที่น่าสังเกตก็คือ ในขณะที่นั้นไม่มีใครจะคาดคิดว่าเป็นหนทางนำไปสู่วิกฤติการณ์ในเวลาต่อมา ราคาคูของธนาคารลดลงบ้างเล็กน้อย ประมาณ 4.1% จากช่วงที่สูงสุดในปลายปี 1990

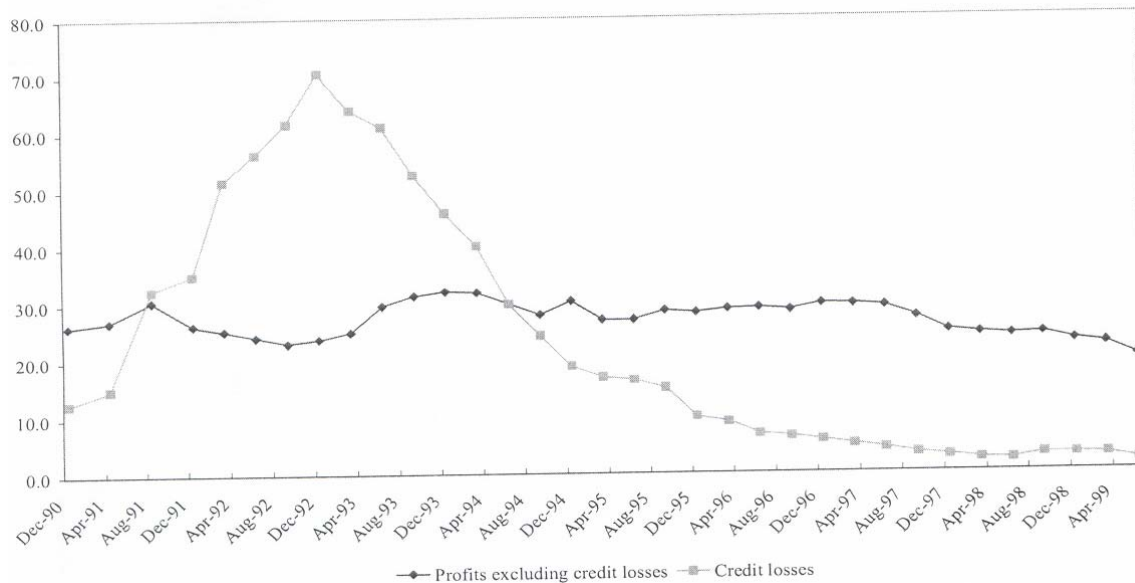
ทางการของสวีเดนเริ่มตอบสนองต่อเศรษฐกิจที่ร้อนแรงนี้พร้อมๆ กัน โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ดังที่พิจารณาได้จากรูปที่ 12 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงหลังหักภาษีได้เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจาก -1% ในปี 1989 เป็น +5% ในปี 1991 ที่เป็นเช่นนี้ มีมูลเหตุมาจากปัจจัย 3 ด้าน กล่าวคือ ประการแรก อัตราดอกเบี้ยในตลาดระหว่างประเทศมีการปรับตัวสูงขึ้น ส่วนสำคัญในยุโรปนั้นมาจากการรวมประเทศเยอรมนี ตะวันตกกับตะวันออก ประการที่สอง นโยบายมหภาคภายในมีการเปลี่ยนแปลง เมื่อเดือนกุมภาพันธ์ 1990 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังได้ขอลาออกจากตำแหน่ง โดยอ้างว่าไม่ได้รับความร่วมมือจากภายใน

รัฐบาลที่จะใช้นโยบายการคลังอย่างเข้มงวด นโยบายในขณะนั้นคือการให้ธนาคารชาติของสวีเดน (Riksbanken) พยายามขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อต่อสู้กับเงินเฟ้อมากกว่าอย่างอื่น ประการที่สาม รัฐบาลสวีเดนได้ปฏิรูปภาษีครั้งใหญ่ให้มีผลใช้จริงในปี 1991 (Agell et al., 1998) โดยการเก็บภาษีส่วนเพิ่มต่อรายได้จากทุนและดอกเบี้ย (marginal tax on capital income and interest) มีการประกาศลดลงนั้น ที่ให้คิด 50% ของผู้เสียภาษีส่วนมาก ให้คิดเป็นภาษีแบบอัตราเดียว 30%

รูปที่ 12

Bank Profits and Credit Losses, 1990-9

(billion SEK, 12-month moving average)



อาการของวิกฤติการณ์ในสวีเดนเริ่มต้นจริงๆ ในเดือนกันยายน 1990 เมื่อบริษัทเงินทุนชื่อ Nyckeln (กฤษแจ), มีหนี้สินเป็นจำนวนมากที่เกิดจากอสังหาริมทรัพย์ กล่าวให้เจาะจงก็คือ บริษัทเงินทุนแห่งนี้ไม่สามารถจะมีเงินทุนหมุนเวียนได้เพียงพอกับหนี้สิน (Marknadsbevis) หรือเข้าขายล้มละลายนั่นเอง เจ้าของบริษัทเงินทุนปฏิเสธที่จะนำมาลงทุนใหม่ เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดภาวะล้มละลาย ดังนั้นวิกฤติการณ์จึงขยายลุกลามไปในตลาดอย่างรวดเร็ว ในขณะที่บริษัทเงินทุนที่พยายามประคับประคองให้ยังมีชีวิตอยู่รอด ก็ด้วยการกู้เงินจากธนาคารแทนที่จะแก้ไขวิกฤติ แต่วิกฤติการณ์ของบริษัทเงินทุนกลับกระจายไปสู่สถาบันการเงินอื่นๆ ในไม่กี่เดือนต่อมาบริษัทเงินทุนจำนวนมากก็อยู่ในภาวะล้มละลาย (Bankruptcy)

ดังที่ได้กล่าวมาแล้ว ธนาคารนั้นเป็นคู่แข่งกับบริษัทเงินทุน แต่ขณะเดียวกันก็ทำธุรกิจร่วมกันอย่างแนบแน่นในการให้กู้ยืม ซึ่งทำให้ธนาคารได้กำไรไม่น้อยในระยะสั้น แต่ก็มีความเสี่ยงสูง ถ้าบริษัทเงินทุนเกิดปัญหา ข้อเท็จจริงก็คือ ในเดือนธันวาคม 1990 ธนาคารได้ปล่อยกู้ให้กับบริษัทเงินทุนประมาณ 5% ของธนาคารทั้งหมด เทียบกับประมาณ 1% ในเดือนธันวาคม 1983 อย่างไรก็ตาม ธนาคารมีสารสนเทศที่จำกัดมากเกี่ยวกับการปล่อยเงินกู้ของบริษัทเงินทุน หรือเกิดสิ่งที่เป็นปัญหาสารสนเทศที่ไม่สมมาตร (Asymmetric Information) และเกิดเป็นลูกโซ่ เพราะภายหลังปรากฏว่า บริษัทเงินทุนปล่อยกู้ให้ลูกค้าแล้วเกิดภาวะหนี้เสีย ดังนั้น ธนาคารก็รับผลกระทบด้วยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ด้วยเหตุนี้วิกฤติการณ์จึงเคลื่อนย้ายจากบริษัทเงินทุนเข้าสู่ระบบธนาคาร ในตอนปลายปี 1990 มีรายงานว่า มีการสูญเสียของหนี้ (credit losses) ได้เพิ่มสูงขึ้นประมาณ 1% ของการปล่อยกู้ แต่วิกฤติการณ์กระจายอย่างรวดเร็วในปลายปี 1991 ความสูญเสียนี้สูงถึงร้อยละ 3.5 ของการปล่อยกู้ และพุ่งขึ้นสูงมากในไตรมาสสุดท้ายของปี 1992 กระจดเป็น 7.5% ของการปล่อยกู้ กล่าวโดยสรุป ในช่วงปี 1990-1993 หนี้สะสมของธนาคารเพิ่มขึ้นถึงใกล้เคียงกับ 15% ของการปล่อยกู้ วิกฤติการณ์ของธนาคารนี้สัมพันธ์กับตลาดหลักทรัพย์อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เพราะราคาของหลักทรัพย์ โดยเฉพาะในกิจการอสังหาริมทรัพย์ได้ลดต่ำลงอย่างมาก

ประสบการณ์ของธนาคารในสวีเดน ที่ประสบกับวิกฤติการณ์นั้น สามารถแสดงในตารางที่ 7 ธนาคารทั้ง 6 แห่ง ต่างก็ต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐ ยกเว้น Handelsbanken ที่ประสบวิกฤติ โดยไม่ได้รับความช่วยเหลือจากรัฐแต่ประการใด ทั้งนี้ก็เพราะธนาคารแห่งนี้ มีการปล่อยหนี้ให้แก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์น้อยกว่าธนาคารอื่นๆ ในขณะที่ ธนาคาร Gota มีการสูญเสียหนี้สูงถึง 37.3 % ของการปล่อยกู้ทั้งหมด

ตารางที่ 7

The Experience of Major Banks During the Banking Crisis

	Total Lending In 1985 (billion SEK)	Losses in % of Lending	Increase in Lending 1985-8 (%)	Real estate Lending 1990 (%)	Development
SE-banken	65.6	11.7	76	12	New capital from owners in 1993
Handelsbanken	73.1	9.5	38	9	Survived, met capital requirements without new capital
Nordbanken	84.2	21.4	78	12	New capital from owner (state). Non-performing loans separated in Securum
Gota	29.8	37.3	102	16	Bankrupt. Bought by the state, merged with Nord- banken. Non-performing loans into Securum
Sparbanken Sverige	78.3	17.6	88	14	One billion SEK loan from government, new capital from owners.
Föreningsbanken	23.1	16.6	67	10	Received 'capital requirement guarantee', that was never used
Total		16.8	77	12	

Source: Wallander (1994).

สิ่งที่ต่อแสดงว่าวิกฤตการณ์ของธนาคารเริ่มร้ายแรงก็เมื่อฤดูใบไม้ร่วง 1991 เมื่อธนาคาร Fösta Sparbanken และ Nordbanken มีปัญหาเรื่อง Solvency ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการเพิ่มทุนใหม่ แต่เพราะทั้งสองธนาคารนี้รัฐเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดังนั้นรัฐจึงอัดฉีดเงินเข้าไปในธนาคาร Nordbanken และยังคงช่วยธนาคาร Fösta Sparbanken โดยการออกหนังสือรับรองให้แก่เจ้าของธนาคารในเรื่องสินเชื่อ เพื่อให้ธนาคารสามารถทำการเพิ่มทุนตามที่กฎหมายกำหนด แต่ปัญหาก็ไม่ยุติทันที เพราะในช่วงฤดูใบไม้ผลิในปี 1992 รัฐบาลก็ต้องให้ความช่วยเหลือแก่ธนาคาร Fösta Sparbanken อีกครั้งหนึ่ง การช่วยเหลือของรัฐบาลอยู่ในรูปการอุดหนุนสินเชื่อ (Subsidied loan) ประมาณ 1.3 พันล้าน SEK แต่ขณะเดียวกันธนาคาร Gota ก็ประสบกับวิกฤตการณ์ เจ้าของธนาคารได้มีการเพิ่มทุนเข้าไปใหม่ แต่ในไม่ช้า เมื่อวันที่ 9 กันยายน 1992 ธนาคาร Gota ก็ประสบความหายนะ ต้องประกาศภาวะล้มละลาย

ในขณะที่เกิดวิกฤตการณ์ในสวีเดนนั้น วิกฤตการณ์นี้ถือเป็นการร้ายแรงและเป็นวิกฤตการณ์ที่มีขนาดใหญ่ที่มีลักษณะเป็นวิกฤตการณ์ของระบบ (Systematic crisis) สวีเดนในตอนนั้นยังไม่มีสถาบันประกันเงินฝากอย่างเป็นทางการ (Formal Deposit Insurance) แต่สิ่งที่รัฐบาลในขณะนั้นดำเนินการก็คือ การประกาศโดยทันทีว่ารัฐบาลจะเป็นผู้รับประกันธนาคาร Gota ที่มีเงื่อนไขผูกพันต่างๆ ไว้ ยกเว้นในเรื่อง Equity เท่านั้น การให้หลักประกันของรัฐบาลนี้ รวมถึงทุกรูปแบบของหนี้ธนาคาร ซึ่งรวมถึงเงินฝากของทุกธนาคาร สิ่งที่น่าสนใจก็คือในกรณี Nordbanken นั้นมีการ Bail out ด้วยจำนวนเงินถึง 2 พันล้าน SEK โดยธนาคารนี้ถูกให้แก้ไขโครงสร้างหนี้ต่างๆ ในฤดูร้อนของปี 1992 รัฐบาลสวีเดนได้ริเริ่มตั้งธนาคารเลว (Bad Bank) โดยใช้ชื่อว่า “Securum” โดยเริ่มที่ธนาคาร Nordbanken โดยกำหนดให้มูลค่าของ Bank Value เริ่มต้นอยู่ที่ 67 พันล้าน SEK นี้ให้ออนมาอยู่ในมือของ Securum เพื่อบริหารหรือคือการตัดหนี้เสียออกไปนั่นเอง เช่นเดียวกัน รัฐบาลสวีเดนได้เข้าถือครองธนาคาร Gota ณ ราคาที่ 1 โครันสวีเดน โดยที่หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคาร Gota นั้นมีการโอนไปให้ Securum รายจ่ายหรืองบประมาณแผ่นดินเพื่อใช้ในการแก้ไขวิกฤตการณ์ของธนาคารนี้ สามารถพิจารณาจากตารางที่ 8 ในจำนวนเงิน 65 พันล้าน SEK นั้น มีเงินขนาด 3.1 พันล้านที่กลับเข้าสู่เจ้าของธนาคารเดิมโดยเงินจำนวน 1 พันล้าน SEK เป็นการให้เงินอุดหนุนดอกเบี้ยแก่ธนาคาร Fösta Sparbanken และอีกจำนวน 2 พันล้านเป็นการซื้อธนาคารจากเจ้าของเดิมของธนาคาร Nordbanken ด้วยหลักการนี้เราอาจกล่าวได้ว่า รัฐบาลสวีเดนยึดหลักการรักษาธนาคาร แต่ไม่ใช่รักษาเจ้าของธนาคาร

ตารางที่ 8

Bank Support Payments

Date	Event	Value(billion SEK)
1991	Nordbanken, new equity	4.2
1992	Nordbanken, bail out old shareholders	2.1
	Nordbanken, new equity	10.0
	Securum, equity	24.0
1993	Gota new equity	25.1
1994	Fösta Sparbanken, interest subsidy	1.0

ที่มา: Englund (1999)

6. ทำไมจึงเกิดวิกฤตการณ์ในสวีเดน และวิกฤตการณ์นี้มีพัฒนาการอย่างไร?

การเข้าใจและศึกษาว่า เพราะเหตุใดจึงเกิดวิกฤตการณ์ในสวีเดนให้ประโยชน์ในหลายประการ โดยเฉพาะความรู้ความเข้าใจว่า เพราะเหตุใด ในประเทศที่เชื่อว่ามีระบบธรรมาภิบาลที่ดี จึงเกิดวิกฤตการณ์ของธนาคารและนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ วิกฤตการณ์ของธนาคารในสวีเดนเกิดขึ้นพร้อมๆ กับวิกฤตการณ์ระบบอัตราแลกเปลี่ยนของยุโรป นั่นคือ ระบบ ERM (European exchange rate mechanism) วิกฤตการณ์นี้ส่งผลต่อสวีเดนอย่างไม่เป็นที่สงสัย โดยเฉพาะในฤดูร้อนของปี 1992 ธนาคารกลางของสวีเดนเริ่มแก้ไขปัญหานี้ ด้วยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยชั่วข้ามคืน (Overnight interate rate) เป็น 12% ในเดือนกรกฎาคม 1992 และเพิ่มเป็น 13 และ 16% ในเดือนสิงหาคม การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยที่สูงดังกล่าวย่อมส่งผลกระทบต่อลูกค้าของธนาคาร เพราะเหตุว่า ธนาคารในสวีเดนนั้นมีการปล่อยกู้ให้ลูกค้าโดยมีสัดส่วนของเงินกู้ยืมที่เป็นเงินตราต่างประเทศถึงร้อยละ 40 (England, 1999) และธนาคารเหล่านี้ก็ยังมีลักษณะการพึ่งพาดูดการเงินระหว่างประเทศเป็นอย่างมาก ประกอบกับสถานการณ์เศรษฐกิจของประเทศเพื่อนบ้านเริ่มมีปัญหาเช่นกัน โดยเฉพาะอังกฤษและอิตาลี ในต้นเดือนกันยายน 1992 เงินปอนด์สเตอร์ลิงและเงินลิรา มีอยู่ในระดับต่ำของค่าเงินในเดือนกันยายนนี้เอง ประเทศฟินแลนด์ซึ่งประสบวิกฤตการณ์ค่าเงินก็ประกาศปรับอัตราแลกเปลี่ยนของตนเองจากอัตราแลกเปลี่ยนคงที่เป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (Floating Exchange Rate) ผลที่เกิดขึ้นอย่างทันทีก็คือมีการเก็งกำไรในอัตราแลกเปลี่ยนเงินโครนของสวีเดน หลังจากที่ธนาคาร Gota ประกาศภาวะล้มละลายในวันที่ 9 กันยายน 1992 ผลก็คือ อัตราดอกเบี้ยชั่วข้ามคืนกระโดดเพิ่มขึ้นเป็น 75% ในวันที่ 16 และ 17 กันยายน 1992 ทั้งอังกฤษและอิตาลีขอลถอนตัวจากระบบ ERM ของยุโรป สิ่งที่เกิดขึ้นโดยที่ไม่มีใครคาดเดาได้ก็คือ ธนาคารกลางสวีเดนต้องปรับอัตราดอกเบี้ยชั่วข้ามคืนเป็น 500% เพื่อปกป้องค่าเงินโครนในการถูกโจมตีจากนักเก็งกำไร ในสถานการณ์เช่นนี้ การให้หลักประกันแก่ธนาคารทั่วไปและการสร้างความมั่นใจให้แก่ธนาคารในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเป็นสิ่งสำคัญอันดับแรกๆ

ของธนาคารสวีเดน ด้วยเหตุนี้ ธนาคารกลางสวีเดนจึงให้สภาพคล่อง โดย Deposit ส่วนหนึ่งที่เป็นเงินตราต่างประเทศให้แก่ธนาคาร ซึ่งทำให้ธนาคารพาณิชย์ยังมีสภาพคล่องเพียงพอในการดำเนินกิจการ หลังจากนั้นในช่วงฤดูใบไม้ผลิร่วง รัฐบาลสวีเดนก็ค่อยๆ ดำเนินนโยบายการคลังเพื่อลดอัตราดอกเบี้ย ชั่วข้ามคืน ซึ่งค่อยๆ ลดลงจนถึงระดับร้อยละ 11.5% แต่ก็เป็นการใช้สถานการณ์เพียงชั่วคราวเท่านั้น ในเดือนพฤศจิกายน 1992 เงินโคโรนของสวีเดนถูกโจมตีอย่างหนักอีกครั้ง ดังนั้นในวันที่ 19 พฤศจิกายน 1992 ธนาคารกลางสวีเดนประกาศเลิกค่าเงินโคโรนที่ใช้ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ให้เป็นระบบลอยตัวเหมือนฟินแลนด์ ซึ่งประกาศเปลี่ยนแปลงไปในเดือนกันยายน ผลก็คือ ค่าเงินโคโรนของสวีเดนมีค่าลดลงทันทีในวันต่อมาถึงร้อยละ 9 และร้อยละ 20 ก่อนที่จะข้ามเป็นปี 1993

แต่ที่จริงวิกฤตการณ์ที่เป็นวิกฤตการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนมีความสลับซับซ้อนมากในช่วงทศวรรษ 1980 นั้น ภาคเอกชนของสวีเดนได้ก่อหนี้เป็นจำนวนมากในรูปเงินกู้ของเงินตราต่างประเทศ อันเนื่องมาจากการเปิดการเงินเสรี ตามข้อมูลของธนาคารกลางสวีเดนมีการรายงานว่า ภาคเอกชนของสวีเดนได้ก่อหนี้สะสมของภาคเอกชนถึง 541 พันล้านโคโรน ณ สิ้นเดือนกันยายน 1992 (ซึ่งมีขนาดใหญ่ถึง 35% ของ GDP) ซึ่งหนี้ทั้งหมดนี้เป็นการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ การก่อหนี้ของภาคเอกชนของสวีเดนนี้ เท่ากับว่ากำลังสร้างความเสี่ยงในสองสถาน กล่าวคือ สถานแรก เป็นความเสี่ยงในแง่สภาพคล่องที่ธนาคารพาณิชย์ต้องเผชิญ เพราะเป็นการกู้เงินตราจากต่างประเทศ ซึ่งมีความเสี่ยงสูง ในรูปที่เป็นเงินกู้ระยะสั้นที่ผู้กู้อาจไม่สามารถใช้เงินกู้คืนได้ทันท่วงที แต่ความเสี่ยงของสภาพคล่องนี้ สามารถแก้ไขได้เมื่อธนาคารกลางเข้ามาช่วยเหลือ เมื่อถึงคราวจำเป็น แม้ว่าธนาคารพาณิชย์จำนวนมากในขณะนั้นจักมีฐานะทางบัญชีที่มีลักษณะสมดุล แต่ลูกค้าที่เป็นผู้กู้เงินมีความเสี่ยงต่อเงินตราต่างประเทศ สถานการณ์ที่เกิดขึ้นในขณะนั้นก็คือ ผู้กู้เงินรู้สึกว่าจะตนเองจะได้กำไรอย่างงามๆ จากการที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ต่างประเทศมีความแตกต่างกันอย่างชัดเจน ในสถานการณ์เช่นนี้ ภาคเอกชนถือเงินตราต่างประเทศเพื่อชดเชยกับหนี้ที่สร้างขึ้น ข้อเท็จจริงที่เปิดเผยในภายหลังชี้ว่า สินทรัพย์ทางการเงินในรูปเงินตราต่างประเทศจำนวนถึง 174 พันล้านโคโรน มีผลทำให้ฐานะทางการเงินสุทธิในเงินตราต่างประเทศติดลบถึง 367 พันล้านโคโรน ในเดือนกันยายน 1992 ปัญหาก็คือ การกู้เงินตราต่างประเทศนั้น มีความเสี่ยง วิธีการแก้ไขคือการกำปรประกันความเสี่ยงโดยการ Hedging แต่ในขณะนั้นวิธีการดังกล่าวมิได้มีการทำกันอย่างทั่วถึง มีเพียงลูกค้าบางกลุ่มเท่านั้นที่ทำ Hedging แต่ลูกค้าขนาดกลางและขนาดย่อมมิได้คุ้มครองป้องกันตนเองด้วยวิธีนี้แต่อย่างใด

ประเด็นที่น่าสนใจของวิกฤตการณ์ในสวีเดนก็คือ วิกฤตการณ์ของธนาคารเกิดขึ้นก่อนอย่างน้อยประมาณ 1 ปี ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน โดยที่การเกิดปัญหานั้น มีมูลเหตุมาจากการที่มีหนี้เสียสะสมเป็นจำนวนมากต่อเนื่องถึงฤดูใบไม้ร่วงปี 1992 ก่อนที่ธนาคารกลางจะประกาศยกเลิกอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งน่าจะชี้ให้เห็นว่า แท้ที่จริงนั้น ไม่มีความเชื่อมโยงอย่างแนบแน่น โดยตรงระหว่าง

การสูญเสียของเงินตราต่างประเทศ (Currency losses) กับวิกฤติการณ์ของธนาคาร แต่ที่น่าสนใจกว่านั้นคือ ในทางตรงกันข้าม เราพบความเชื่อมโยงโดยอ้อมระหว่างการปกป้องเงิน โครน โดยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ซึ่งทำให้เกิดความสูญเสียของสินเชื่อจำนวนมาก และทำให้อัตราดอกเบี้ยของธนาคารขยายตัวอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม เราอาจสรุปได้ว่า มีการปะทะกันค่อนข้างชัดเจน ระหว่างวิกฤติการณ์ทั้งสองเหตุการณ์ ในแง่ที่ว่า วิกฤติการณ์ของธนาคารมีส่วนทำให้เกิดวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้ก็เพราะลูกค้าธนาคารจำนวนมาก ไม่อาจแบกรับภาระดอกเบี้ยที่สูงขึ้นได้ ทำให้เกิดภาวะล้มละลายทางเศรษฐกิจ

7. วิกฤติการณ์ในสวีเดนกับการแก้ไขวิกฤติ

วิกฤติการณ์ธนาคารเกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อธนาคาร Fösta Sparbanken ธนาคารออมทรัพย์ที่ใหญ่ที่สุดในสวีเดนเผชิญกับความยุ่งยาก เพราะมีรายงาน ว่า ธนาคารมีหนี้เสียจำนวนมากและไม่มีทุนเพียงพอในฤดูใบไม้ร่วงปี 1991 พันที่ที่มีปัญหาดังกล่าว รัฐบาลสวีเดนได้จัดตั้งเงินจำนวน 3.8 พันล้าน โครน ให้แก่ธนาคาร แต่ในฤดูใบไม้ผลิปี 1992 เงินที่รัฐบาลสวีเดนจัดตั้งเข้าไบนั้นมีการเปลี่ยนรูปเป็นเงินกู้แทน และยังมีเงินกู้ที่จัดตั้งเข้าไปอีก 4.2 พันล้าน โครน แน่แน่นอนว่า อัตราดอกเบี้ยที่คิดจากเงินกู้ของรัฐบาลนี้คิดในอัตราที่ต่ำมากกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาด กล่าวอีกนัยหนึ่งรัฐบาลสวีเดนได้ให้ความช่วยเหลือคิดเป็นการอุดหนุนดอกเบี้ยถึง 1 พันล้าน โครน แต่ที่น่าสนใจไม่ใช่การใช้เงินอุดหนุนในรูปแบบดอกเบี้ย แต่เป็นการรวบรวมธนาคาร Fösta Sparbanken ให้เป็นส่วนหนึ่งของธนาคาร Sparbanken Sverige และธนาคารออมทรัพย์อื่นๆ เช่นเดียวกันในฤดูใบไม้ร่วงของปี 1991 ธนาคาร Nordbanken ธนาคารใหญ่อันดับสามของประเทศก็รายงานว่ามีหนี้เสียและจำเป็นต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐ แต่ธนาคารนี้รัฐถือหุ้นอยู่ถึง 71 % ของ Equity ดังนั้นธนาคารนี้จึงเป็นความรับผิดชอบโดยตรงของรัฐ เพราะรัฐเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ แต่รัฐบาลสวีเดนก็ตัดสินใจถูกต้องในการช่วยเหลือ โดยการออก Equity Insurance จำนวน 5.2 พันล้าน โครน ผลก็คือ การถือหุ้นของรัฐบาลเพิ่มขึ้นเป็น 77% แต่ในฤดูใบไม้ผลิของปี 1992 ปัญหาที่เกิดขึ้นอีก ในครั้งนี้ รัฐสภาสวีเดนอนุมัติให้ใช้เงิน 20 พันล้าน โครน (1.3% ของ GDP ในปี 1992) เพื่อปรับโครงสร้างธนาคารพาณิชย์ในสวีเดน มีการใช้เงินถึง 2 พันล้าน ในการซื้อหุ้นของเอกชน กล่าวให้รวบรัดก็คือ รัฐบาลสวีเดนเลือกนโยบายที่จะไม่ทำร้ายผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ก็เพราะรัฐบาลตระหนักดีว่า รัฐบาลต้องรับผิดชอบเพราะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นเอง อีกอย่างหนึ่งรัฐบาลก็เกรงว่าอาจถูกฟ้องร้องดำเนินคดี ในกรณีของ Nordbanken ด้วยเหตุนี้รัฐบาลสวีเดนจึงดำเนินการย้ายสินทรัพย์ที่ล้ม (bad assets) ให้ไปอยู่ในบริษัทใหม่ที่เรียกชื่อว่า “Securum” ซึ่งมีทุนที่จัดตั้งโดยรัฐให้มีทุนเริ่มต้นที่ 24 พันล้าน โครน โดยมี Loan guarantees ที่ 10 พันล้าน โครน จากรัฐบาลกลาง

ปัญหาของวิกฤติการณ์ธนาคารยังไม่ยุติลงทันที ในเดือนเมษายน 1992 ธนาคาร Gota Bank ซึ่งมีขนาดใหญ่เป็นอันดับสี่ก็ประสบปัญหาหนี้เสียจำนวนมาก เจ้าของธนาคารซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทประกันภัยได้พยายามจัดตั้งทุนเข้าไป แต่ในเวลาต่อมาได้ประกาศว่ายินดีจัดตั้งทุนในจำนวนจำกัด ซึ่งทำให้เกิดความไม่มั่นใจในเรื่องความมั่นคงของธนาคาร Gota Bank ธนาคารกลางสวีเดนพิจารณาแล้วเห็นว่า ถ้ารัฐบาลไม่เข้า

จัดการ ก็จะทำให้ธนาคารนี้ล้มได้ รัฐบาลจึงโอนหนี้เสียให้แก่ บริษัทที่จัดการสินทรัพย์ใหม่ ชื่อว่า “Retrive” ซึ่งเป็นบริษัทจัดการสินทรัพย์ที่จัดตั้งโดยมีทุนประมาณ 3.8 พันล้าน โครน โดยรัฐบาลเป็นผู้ออกเงินทุนนี้เอง ส่วนของธนาคารที่ยังเป็นสินทรัพย์ที่ดี ได้รับเงินทุนสนับสนุนประมาณ 20 พันล้าน โครนจากรัฐบาล ในที่สุด ธนาคารของรัฐคือ Nardbanken เข้าควบกิจการของ Gota Bank ในสิ้นปี 1993 สิ่งที่น่าสนใจก็คือ เจ้าของหุ้นเอกชนในธนาคาร Gota bank นี้ ไม่ได้หุ้นใดๆ จากรัฐบาลเลย และนี่ถือเป็นการแก้ไขวิกฤติการณ์ธนาคารที่ชาญฉลาดของรัฐบาลสวีเดน

สิ่งที่ควรกล่าวถึงในตอนนี้นี้ก็คือ ก่อนหน้าฤดูร้อนปี 1992 วิกฤติการณ์ของธนาคารยังมีได้เกิดขึ้นทั่วไปอย่างเป็นระบบ (Systemic) หากแต่มีลักษณะเกิดขึ้นเป็นจุดๆ ดังนั้น รัฐบาลจึงเข้าแก้ปัญหาแบบเป็นจุดๆ ด้วย แต่หลังจากนั้น หนี้เสียของธนาคารพอกพูนขึ้นอย่างรวดเร็ว จนมีผลทำให้เศรษฐกิจประสบภาวะชะงักงัน และทำให้ราคาสินทรัพย์ล้มละลาย เพราะมีราคาคงลงอย่างรวดเร็ว ปัญหาเข้าขั้นวิกฤติเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นจากนโยบายรัฐบาล และเจ้าของเงินหรือเจ้าหนี้ต่างประเทศถอนเงินออกนอกประเทศ เมื่อเป็นเช่นนี้ ธนาคารในสวีเดนที่เป็นธนาคารขนาดใหญ่ต่างก็ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง ในรูปสินทรัพย์ที่ลดค่าลง ทำให้เกิดหนี้เสียเป็นจำนวนมากทันที แต่หลังจากฤดูใบไม้ร่วงปี 1992 ทางกรสวีเดนเริ่มตระหนักแน่ชัดแล้วว่า วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในธนาคารมีเชื้อเพลิงเล็กน้อยอีกต่อไป สิ่งที่น่าสนใจก็คือ การสนับสนุนทางการเมืองเป็นไปอย่างดีเยี่ยม เพราะฝ่ายการเมืองเห็นว่า หากปราศจากความเชื่อมั่นแล้ว ปัญหาเศรษฐกิจก็ไม่สามารถแก้ไขได้ ดังนั้น ตลาดทราบดีว่า ทางราชการจะไม่มีมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายแบบกลับไปกลับมาเป็นแน่ ด้วยเหตุนี้ ประการแรก ในวันที่ 24 กันยายน 1992 รัฐบาลได้ขอความเห็นชอบจากรัฐสภา ในการช่วยเหลือธนาคารพาณิชย์ที่ประสบปัญหาวิกฤติตามเวลาที่เหมาะสม ประการที่สอง ธนาคารกลางของสวีเดน ได้ใช้เงินกู้สำรองตราต่างประเทศจำนวนมาก เป็นการสนับสนุนสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์ผ่านระบบ Currency deposits ในธนาคาร นั่นคือธนาคารกลางสวีเดนได้ใช้เงินตราต่างประเทศถึง 57 พันล้าน โครนในการช่วยเหลือธนาคารพาณิชย์ ยิ่งกว่านั้น ธนาคารพาณิชย์สามารถยืมเงิน โครนได้อย่างเสรีจากธนาคารกลางผ่านระบบ Blanket Credit Guarantee

สิ่งที่ป็นนวัตกรรมในการแก้ปัญหาวิกฤติการณ์ในสวีเดนอีกอย่างหนึ่งคือ การจัดตั้งหน่วยงาน Bankstödsnämnden (BSN) ขึ้นมาในเดือนพฤษภาคม 1993 หน้าที่หลักของ BSN คือ การใช้ทุนของภาครัฐในการช่วยเหลือธนาคารที่เกิดวิกฤติ โดยใช้หลักการเดียวกันกับทุกธนาคาร ทั้งนี้ BSN จักประเมินขนาดของความช่วยเหลือโดยอิงกับหนี้เสียของธนาคาร หรือในกรณีที่เป็น รัฐบาลโดย BSN ก็สามารถเข้ายึดกิจการของธนาคารนั้นๆ ถ้าเห็นว่ามีคามจำเป็น การช่วยเหลือนี้มีลักษณะโปร่งใสและชัดเจนในรูปของการอัดฉีด Equity capital ให้แก่ธนาคารที่ประสบปัญหา อย่างไรก็ตาม การรับความช่วยเหลือนี้ รัฐบาลกำหนดเงื่อนไขไว้หลายประการ โดยเฉพาะการลดความเสี่ยง การปรับปรุงการควบคุมภายใน การจัดการความเสี่ยง และการลดต้นทุนต่างๆ ที่ไม่จำเป็น ด้วยเหตุนี้ ธนาคารขนาดใหญ่ของสวีเดนต่างก็ขอความช่วยเหลือจาก BSN

แต่ที่จริงนั้น ความช่วยเหลือของรัฐบาลสวีเดน เน้นหนักไปที่ธนาคาร 2 แห่ง นั่นคือ Gota Bank และ Nordbanken ในรูปความช่วยเหลือที่สำคัญคือการช่วยเรื่องสภาพคล่อง (Liquidity Support) ซึ่งทำให้ฐานะของธนาคารมีความมั่นคงมากยิ่งขึ้นในการปล่อยกู้ ด้วยเหตุนี้ BSN จึงเป็นตัวแทนของธนาคาร 2 แห่ง คือ Gota Bank และ Nordbanken สิ่งที่น่าสนใจก็คือ รัฐสภาสวีเดนมีจุดยืนที่ชัดเจนว่า รัฐบาลไม่ควรเข้าแทรกแซงการดำเนินธุรกิจของธนาคารแบบรายวัน トラบใดก็ตามที่ธนาคารเหล่านั้นสามารถเดินตามแนวทางที่รัฐบาลได้กำหนดไว้ในเรื่องความเสี่ยงและความมั่นคง สิ่งที่รัฐบาลสวีเดนประกาศและดำเนินการอย่างต่อเนื่องคือ รัฐจะลดการเป็นเจ้าของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นจึงมีแผนการชัดเจนในการขาย Nordbanken ในปี 1995 รัฐบาลถือหุ้นใน Nordbanken ไปถึง 34.5% ในปี 1996 รัฐบาลสวีเดนถือหุ้นใน Nordbanken เพียง 59.4% เท่านั้น และในเวลาต่อมา Nordbanken เข้าโครงการ Pan-Nordic Groups Nordea) ซึ่งเป็นการลดบทบาทของรัฐลง ในปี 2003 รัฐบาลสวีเดนถือหุ้นใน Nordbanken เพียง 19% เท่านั้น

ก) ระบบการประกันเจ้าหนี้ (Blanket Credit Guarantees)

ระบบประกันเจ้าหนี้มีการใช้ในประเทศสวีเดนและฟินแลนด์ ระบบนี้เป็นการสร้างหลักประกันให้แก่เจ้าหนี้ แต่ผู้ถือหุ้นมิได้รวมด้วย ระบบนี้สร้างขึ้นเพื่อสร้างหลักประกันความมั่นใจในระบบธนาคารพาณิชย์ กล่าวได้ว่า ระบบการประกันเจ้าหนี้เป็นการขยายระยะสั้นเท่านั้น ซึ่งเกิดขึ้นจากปัญหาของ Moral hazard ในระยะยาว ทั้งนี้ก็เพราะระบบนี้มีการใช้แล้ว เจ้าหนี้อยู่ไม่มีความเสี่ยงใดๆ และไม่มีความตั้งใจในการสร้างวินัยให้แก่ธนาคารพาณิชย์ แต่ในกรณีสวีเดนแล้ว ระบบนี้มีความจำเป็นในระยะสั้น ซึ่งมีการใช้จนถึงปี 1996 เท่านั้น เพราะธนาคารเริ่มมีความเข้มแข็ง ระบบการประกันเจ้าหนี้ก็ไม่มีมีความจำเป็นใดๆ อีกต่อไป (ดูตารางที่ 9)

ข) การเป็นแหล่งพึ่งพิงสุดท้าย (Lender of Last Resort)

ในเกือบทุกประเทศ ธนาคารกลางจะเป็นที่ที่ธนาคารพาณิชย์สามารถกู้ยืมได้เป็นแหล่งสุดท้าย เมื่อเกิดปัญหาสภาพคล่อง ในสวีเดนนั้น ธนาคารชาติมีการให้ความช่วยเหลือในเรื่องสภาพคล่องผ่านช่องทางปกติ มีการอัดฉีดเงินสำรองระหว่างประเทศเข้าไปให้ธนาคารพาณิชย์ ในรูปของเงินฝากที่เป็นเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currency Deposits) แม้ว่านี่จะเป็นการสนับสนุนในเรื่องสภาพคล่อง แต่ก็มีการใช้อย่างระมัดระวัง (ดูตารางที่ 9)

ตารางที่ 9

Crisis Resolution Measures

	Finland	Norway	Sweden
Emergency measures			
Introduction of a blanket creditor guarantee	Yes	No	Yes
LLR-assistance (% of annual GDP at peak)	No, not in a strict sense	Yes (3.6%) - some losses	No, not in a strict sense
Institutional measures			
Creation of a separate bank restructuring agency	Yes	Yes	Yes
Creation of asset management companies	Yes	No	Yes
Restructuring measures			
Private sector merger or purchase & assumption	Yes	Yes	Yes
Support from private deposit insurance funds	Yes, but limited	Yes, in Early stages	No
Liquidation (% of banking system assets)	No	Yes (1%)	No
Government open bank assistance	Yes	Yes	Yes
Public take-over	- Skopbank - Savings Bank of Finland*	- Den norske B. - Christiania B. - Fokus Bank	- Nordbanken** - Gota Bank
Shareholders eliminated or diluted	Yes, but mixed	Yes	Yes, but mixed
Losses to creditors	No	No, with one minor exception	No
Managers and board sacked	Yes	Yes	Yes
Strict targets for balance sheet restruct., impr. risk management and cost cuts	Yes	Yes	Yes
Other measures			
Steps to improve prudential supervision and regulation	Yes	Yes	Yes
Description of resolution			
Speedy	Yes	Yes	Yes
Transparent	Yes	Yes	Yes

Source: Nordic central banks and own evaluations based on a variety of sources.

Format inspired by Lindgren et.al. (1999).

*SBF was newly established, based on the mergers of problem savings banks.

**The Swedish state had a majority share in Nordbanken before the crisis.

ค) มาตรการแก้ไขปัญหาของธนาคารที่เลว (Bad Banks)

ในเชิงสถาบันแล้ว รัฐบาลสวีเดนมีความชัดเจนยิ่งในการแยกธนาคารออกจากธนาคารเลว โดยการจัดตั้งสถาบันที่คอยกำกับธนาคารเลวโดยเฉพาะ ซึ่งมีปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก ทั้งนี้ก็เพื่อให้ธนาคารที่ดียังสามารถดำเนินธุรกรรมต่อไปได้อย่างราบรื่น

ง) New Regulation for Write-Downs

นอกเหนือจากนั้น รัฐบาลสวีเดนยังนำเอาการกำกับธนาคารมาใช้อย่างเข้มงวด โดยเฉพาะการ Write down ทุนของธนาคารเมื่อเกิดหนี้เสียจำนวนมาก ทั้งนี้ก็เพื่อเป็นหลักประกันว่า ทุนที่อัดฉีดเข้าไปใหม่นั้นมีมูลค่าที่ถูกต้องอย่างแท้จริง เหตุผลเบื้องหลังก็คือ เพื่อสร้างความมั่นใจว่า ผู้ถือหุ้นเดิมไม่อาจจะถ่วงการดำเนินการต่างๆ เพื่อแก้ไขสภาพหนี้เสียจำนวนมาก

กล่าวได้ว่า แม้ว่าวิกฤตการณ์ธนาคารเกิดขึ้นในสวีเดนในปี 1991 และในอีก 1 ปี ต่อมา จักเกิดวิกฤตการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ แต่สิ่งที่ควรกล่าวถึงมากที่สุดก็คือ วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นดำรงอยู่เพียงระยะสั้นเท่านั้น ซึ่งชี้ว่าสถาบันในสวีเดนมีความเข้มแข็งในการปรับตัวอย่างดี ธนาคารพาณิชย์กลับมามีกำไรอย่างรวดเร็ว เหตุผลที่อยู่เบื้องหลังความสำเร็จนี้ มักมีการอ้างว่าเพราะมีการดำเนินการแก้ไขวิกฤตการณ์ด้วยวิธีการที่ดีเยี่ยม (Best Practice) นั่นคือมีการแก้ไขวิกฤตการณ์อย่างรวดเร็ว และโปร่งใสมาก (ดูตารางที่ 9) การสนับสนุนของรัฐบาลนั้นมีการใช้มาตรการที่เข้มงวด เพื่อให้แน่ใจว่า ธนาคารพาณิชย์ที่ประสบวิกฤตสามารถลดต้นทุนที่ไม่จำเป็นออก และทำให้มีผลกำไรอีกครั้งหนึ่งอย่างรวดเร็ว

8. บทเรียนจากวิกฤตการณ์

เราอาจสรุปได้ว่า วิกฤตการณ์ในสวีเดนมีรากฐานมาจากการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินที่เริ่มปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี แต่นั่นเป็นการสรุปที่ง่ายเกินไป และอาจทำให้เราหลงผิดได้ เพราะการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินเสรีนี้มีความเกี่ยวข้องอย่างลึกซึ้งกับนโยบายต่างๆ ที่รัฐบาลสวีเดนเลือกใช้ในขณะนั้น การปลดปล่อยการเงินเสรีในช่วงปลายทศวรรษ 1980s นั้น มีผลอย่างมากที่ทำให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างรวดเร็ว (Boom) แต่การมีเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็วนี้ ควรจะต้องเข้าใจว่า มีผลมาจากการดำเนินนโยบายการคลังและการเงินภายใต้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ซึ่งน่าจะเป็นมูลเหตุสำคัญของวิกฤตการณ์ ยิ่งกว่านั้นระบบภาษีมีการปฏิรูปในปี 1991 นั้น กลับส่งผลในแง่ลบต่อเศรษฐกิจมหภาค เพราะทำให้มีการกู้ยืมมากขึ้น ส่งผลให้เกิดเงินเฟ้อขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ขณะเดียวกัน เราก็ต้องไม่ลืมว่า การปลดปล่อยการเงินเสรีในสวีเดนทำให้เกิดการแข่งขันของสถาบันการเงินมากยิ่งขึ้นไปด้วย แต่คำถามที่น่าสนใจกว่าก็คือ เพราะเหตุใดเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็วจึงเกิดแตกดับได้ และทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะวิกฤติ ในกรณีเช่นนี้ เราจำเป็นต้องพิจารณาเงื่อนไขหลายๆ ประการ ที่น่าสนใจคือ ราคาสินทรัพย์ที่มีการเร่งให้มีราคาสูงเกินจริง ผล

ก็คือทำให้อุปสงค์ในการครอบครองห้องพัก บ้านหรือห้องชุดต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้มาก และนี่เป็นจุดเริ่มต้นที่ทำให้ราคาสินทรัพย์เริ่มลดต่ำลงมาก เมื่อเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์ในปี 1991 วิกฤติของอสังหาริมทรัพย์ทำให้เกิดวงจรอุบาทว์ขึ้นในระบบสถาบันการเงิน ยิ่งกว่านั้น เมื่อมีการ Boom ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก็นำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อที่สูงอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งในทางทฤษฎีทำให้ค่าเงินมีค่าสูงเกินจริง (real appreciation) ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ผลก็คือ นักเก็งกำไรต่างเห็นช่องทางในการทำกำไรจากการโจมตีค่าเงินโคโรนาของสวีเดน ซึ่งเป็นการบีบให้ธนาคารชาติของสวีเดนต้องปรับอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้น เพื่อป้องกันการโจมตีค่าเงินโคโรนา อย่างไรก็ตาม ปัจจัยภายนอกก็มีผลต่อค่าเงินโคโรนาของสวีเดน เพราะในปลายปี 1991 เกิดวิกฤติการณ์ของค่าเงินยูโร (ERM) ทำให้อังกฤษและอิตาลีต้องประกาศปรับอัตราแลกเปลี่ยนเป็นระบบลอยตัว

ปัญหาสำคัญของเรื่องนี้ก็คือ เมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรีแล้ว เครื่องมือทางการเงินที่ใช้ต้องมีความสอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ เมื่อต้องเผชิญกับสภาวะแวดล้อมใหม่ มีการปรับตัวอย่างไร ยิ่งกว่านั้น บทบาทของรัฐในการกำหนดและออกแบบ โครงสร้างทางสถาบันก็มีความสำคัญไม่ยิ่งหย่อนกว่านั้น ในกรณีของสวีเดนนั้น เราอาจสามารถสรุปได้เป็น 3 ประเด็น กล่าวคือ ประการแรก นายธนาคารไม่ได้รับการอบรมหรือเรียนรู้ให้ต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมใหม่ ดังนั้น ธนาคารจึงไม่อาจประเมินความเสี่ยงต่างๆ ได้ดีเท่าที่ควร ปัญหานี้จึงเป็นปัญหาพื้นฐาน ความไม่สมมาตรของสารสนเทศโดยแท้จริง (Asymmetric information) ระหว่างผู้กู้กับผู้ปล่อยกู้ ประการที่สอง มีความเสี่ยงเกิดขึ้นในการปล่อยกู้ เพราะธนาคารพาณิชย์ขยายการปล่อยกู้อย่างรวดเร็ว โดยมิได้มีการประเมินความเสี่ยงอย่างเข้มงวด เนื่องจากเงินกู้ที่นำมาปล่อยกุนั้น ส่วนสำคัญนำมาจากการกู้เงินตราจากต่างประเทศเป็นสำคัญ ประการที่สาม มีความเชื่อที่ผิดในหมู่ธนาคารพาณิชย์ว่า ทั้งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนนั้น ไม่มีปัญหา Solvency ดังนั้น จึงมีการปล่อยกู้โดยมิได้พิจารณาความเสี่ยงอย่างรอบคอบ

นอกเหนือจากนี้ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่ใช้อยู่ นั้น มีความไม่สอดคล้องกับนโยบายการเงินอย่างชัดเจน และยังเป็นต้นทุนของสังคมที่ต้องแบกรับการดำรงอยู่ของอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ด้วยเหตุนี้ วิกฤติการณ์ธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยนในสวีเดนจึงไม่ใช่เรื่องบังเอิญ หากเกิดจากความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายการปลดปล่อยการเงินเสรีและการสร้างกติกาคำดีในการกำกับสถาบันการเงินภายในประเทศนั่นเอง

References

- Allen F. and Gale D. (1999). Bubbles, crises, and policy. *Oxford Review of Economic Policy*, 15(3)
- Andersson M. and Viotti S. (1999). Managing and Preventing Financial Crises Lessons from the Swedish Experience. *Quarterly Review* 1/1999, Sveriges Riksbank
- Backstrom U. (1998). Finansiella kriser – svenska erfarenheter. *Ekonomisk Debatt* 1/1998
- Barth J.R., Caprio G. jr., and Levine R. (2000). Banking Systems around the Globe: Do regulation and Ownership Affect Performance and Stability? World Bank Working Paper 2325
- Barth J.R., Caprio G. jr., and Levine R. (2001). Bank Regulation and Supervision: What Works Best? World Bank Working Paper 2725
- Caprio G. and Klingebiel D. (1999). Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises. *mimeo, World Bank*
- Daltung S. (2004). The Swedish banking crisis. In J. Reidhill (ed.), *Bank Failures in Mature Economies*, Working Paper No 13. Basel Committee on Banking Supervision, Basel.
- Dress B. and Pazarbasioglu C. (1998). The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalisation. *IMF Occasional Paper* 161
- Dziobek C. And Pazarbasioglu C. (1997). Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries. IMF Working Paper 97/161
- Englund P. (1999). The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15 (3)
- Finansdepartementet, Norge (1994). Bankkrisen og utviklingen i den norske banknæringen. St. meld. nr. 39 (1993-94)
- Finansdepartementet, Sverige (1994). Den svenska finanskrisen – oppsummering fra finansdepartementet juli 1994
- Finansdepartementet, Sverige (1995). Avveckling av bankstodet. Ds 1995:67
- Halme L. (2002). The 1990s banking crisis in Finland: Main causes and consequences, lessons for the future. Paper presented at a conference arranged by the Banking, Insurance and Securities Commission of Norway, 11. – 12. September 2002
- Hawkins J. and Turner P. (1999). Bank restructuring in practice: an overview. BIS Policy Papers 6/99
- Hoggarth G. (2002). Resolution of banking crises: theory and evidence. Draft paper

- Hoggarth G. and Saporta V. (2001). Costs of banking system instability: some empirical evidence.
Financial Stability Review June 2001, Bank of England
- Honohan P. and Klingebiel D. (2000). Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises. world Bank Policy
Research Working Paper 2441
- Honohan P. and Klingebiel D. (2003). The fiscal cost implications of an accommodating approach to
banking crises. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, Issue8
- International Monetary Fund (1998). Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability.
World Economic Outlook, Chapter IV
- International Monetary Fund (1999). Financial Sector Crisis and Restructuring. Lessons form Asia. *IMF*
Occasional Paper 188
- International Monetary Fund (2001). International Financial Statistics Year book 2001
- Ingves S. and Lind G. (1996). Handteringen av bankkrisen – sedd i efterhand. *Penning – och valutapolitik*
1/1996, Sveriges Riksbank
- Ingves S. and Lind G. (1998). Om att hantera en bankkris. *Ekonomisk Debatt* 1998/1
- Jennergren P. and Naslund B. (1998). Efter bankkrisen: Vad blev notan for skattebetalarna? *Ekonomisk*
Debatt 1998/1
- Jonung L. and Hagberg T. (2002). How costly was the crisis of the 1990's? a comparison of Finland's and
Sweden's deepest crises. unpublished paper
- Karlsen H. (1998). The experiences and lessons from the banking crisis and restructuring in Norway.
Lecture held at the Tacis training course for personnel of the central bank of the Russian
federation, 15.-17. September 1998
- Klingebiel D. (2000). The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises.
Cross-Country Experiences. World Bank Working Paper 2284
- Koskenkyla H. (1994). The Nordic Banking Crisis. *Bank of Finland Bulletin* 8/94
- Koskenkyla H. (2000). The Nordic countries' banking crises and the lessons learned. Financial Markets
Department Working Paper 6/00, Bank of Finland
- Koskenkyla H. and vesala J. (1994). Finnish Deposit Banks 1980-1993: Years of Rapid Growth and Crisis.
Bank of Finland Discussion papers 16/94
- Lindgren C-J., Balino T.J.T., Enoch C., Gulde A-M., Quintyn M., and Teo L. (1999). Financial Sector
Crisis and Restructuring. Lessons form Asia. *IMF Occasional Paper* 188
- Lumpkin S. (2002). Experience with the resolution of weak financial institutions in the OECD area.
Financial Market Trend. (82), OECD, Paris

- Mishkin F.S. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. NBER Working Paper No. 8087
- Moen H. (2002). Avkastningen på statens investeringer i Den norske Bank, Kreditkassen, Fokus Bank og Oslobanken. Published in the final report from statens Banksikringsfond 19.08.02
- Moen H. (2003). Naverdien av statens investeringer i og støtte til norske banker. Norges Bank Working Paper 2003/6
- Nyberg P. and Vihriala V. (1994). The Finnish Banking Crisis and Its Handling. Bank of Finland Discussion papers 7/94
- OECD (2002). OECD Bank Profitability 2001. Publication/database
- OECD (2003). OECD Bank Profitability 2002. Publication
- Pesola J. (2001). The role of macroeconomic shocks in banking crises. Bank of Finland Discussion Papers 6/2001
- Stortinget (1998). Rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for a gjennomga ulike arsaksforhold knyttet til bankkrisen. Dokument nr. 17 (1997-98), Oslo
- Vastrup C. (2002). Bankproblemer i Danmark 1984-1994. Paper presented at a conference arranged by the Banking, Insurance and Securities Commission of Norway, 11.-12. September 2002
- Viotti S. (2000). Dealing with banking crises – proposal for a new regulatory framework. *Economic Review* 3/2000, Sveriges Riksbank
- Wiles H.P. (1995). Management of the banking crisis and state ownership of commercial banks. *Economic Bulletin* 2/95, Norges Bank

สาเหตุและบทเรียนของวิกฤติการณ์ของเม็กซิโก ปี 1994-1995

1. กล่าวนำ

ก่อนเกิดวิกฤติการณ์เศรษฐกิจในประเทศไทย ที่ได้ลุกลามไปประเทศอื่นๆ นั้น วิกฤติการณ์ที่น่าจะเป็นบทเรียนสำคัญคือ วิกฤติการณ์ของเม็กซิโก ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงปี 1994-1995 แต่บทเรียนทางประวัติศาสตร์จำนวนมากมักไม่ได้มีการเรียนรู้ เพราะมีความเชื่อว่า ตนเองสามารถจะแก้ไขปัญหาต่างๆ ได้ และบทเรียนเหล่านั้นไม่ได้มีคุณค่าใดๆ อย่างไรก็ตาม ในบทนี้จะชี้ให้เห็นว่าถ้าหากเจ้าหน้าที่ของไทยได้เรียนรู้วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในสวีเดน และเม็กซิโกแล้ว วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในไทยอาจจะเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงได้ หรือความรุนแรงอาจลดน้อยลงก็เป็นได้ ผลของวิกฤติการณ์ในเม็กซิโกในเดือนธันวาคม 1994 ได้ส่งผลกระทบอย่างใหญ่หลวงต่อวงการวิชาการในขณะนั้น ในแง่ที่ว่าป็นวิกฤติการณ์ที่มีขนาดใหญ่และมีผลกระทบต่อประเทศต่างๆ ในละตินอเมริกาและประเทศอื่นๆ จนทำให้กองทุนการเงินระหว่างประเทศต้องเข้าช่วยเหลือ แต่ก็มีกรวิพากษ์วิจารณ์ว่า กองทุนการเงินระหว่างประเทศน่าจะช่วยให้เร็วกว่านี้ การเข้าใจวิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในเม็กซิโกจึงมีความสำคัญ เพราะถ้าเราสามารถเรียนรู้ความผิดพลาดต่างๆ เราก็น่าจะหาทางป้องกันมิให้เกิดวิกฤติการณ์เช่นนี้ในประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ แม้ว่าจะมีผู้กล่าวว่า วิกฤติการณ์ในเม็กซิโกมีลักษณะจำเพาะของประเทศ แต่จากการศึกษาที่ผ่านมาและการศึกษานี้จะชี้ให้เห็นว่าวิกฤติการณ์เช่นนี้อาจเกิดซ้ำขึ้นได้ และบทเรียนนี้มีคุณค่าอย่างยิ่ง เพราะวิกฤติการณ์ในประเทศไทยที่เกิดขึ้นเพียง 2 ปีให้หลัง ชี้อย่างกระจ่างชัดว่าวิกฤติการณ์ของเม็กซิโกมิใช่ลักษณะจำเพาะ

สาเหตุของวิกฤติการณ์นี้มีการอธิบายด้วยหลายทฤษฎี ซึ่งจะมีการนำเสนอในตอนต่อไป อย่างไรก็ตาม ลักษณะทั่วไปของวิกฤติการณ์นี้มีส่วนที่น่าจะกล่าวถึงหลายประการ กล่าวคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากเกือบ 8 % ของ GDP ในปี 1993 และ 1994 ซึ่งความจริงที่เราไม่อาจปฏิเสธได้ก็คือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงมากนี้ทำได้ก็เพราะมีเงินทุนระยะสั้นที่ไหลเข้าไปในเม็กซิโก ซึ่งปัญหานี้เห็นได้ชัดว่า เกิดขึ้นเพราะเจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกต้องการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ไว้ยิ่งกว่านั้น เราอาจไม่แปลกใจว่า การรักษาอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่นี้เป็นความตั้งใจที่อยู่บนพื้นฐานที่ว่าเป็นการลดภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ก็มีปัญหาข้างเคียง นั่นคือ อัตราแลกเปลี่ยนจะมีค่าที่สูงเกินจริงไป (Overvalued exchange rate) ยิ่งกว่านั้น วิกฤติการณ์ของเม็กซิโกมีที่มาจากกรณีที่รัฐบาลมีหนี้ต่างประเทศระยะสั้นในสัดส่วนที่สูงเกินไป หนี้ต่างประเทศระยะสั้นนี้อยู่ในมือของ Non-residents มากเกินไป หรืออีกนัยหนึ่ง รัฐบาลกลับปล่อยให้นักลงทุนต่างชาติถือหุ้นเป็นเงินเหรียญสหรัฐมากเกินไป ซึ่งทำให้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจยิ่งทวีความเลวร้ายขึ้นไปอีก อย่างที่กล่าวมาแล้ว การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่ผิดพลาดนี้ ยิ่งถูกกระทบกระเทือนมากยิ่งขึ้นเมื่อเกิดความเปลี่ยนแปลงทางการเมืองอย่างทันทีทันใด เพื่อให้เห็นภาพการก่อตัวของวิกฤติการณ์ในเม็กซิโก เราควรเข้าใจสถานการณ์ต่างๆ ก่อนเกิดวิกฤติการณ์ตั้งแต่ปี 1988 จนถึงวิกฤติการณ์ในปี 1994

ตามการวิเคราะห์ของ Sachs et. al (1996) มีความเห็นว่า วิกฤตการณ์ของเม็กซิโกนั้น มีลักษณะเป็น Self-fulfilling panic มากกว่าที่จะเกิดจากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้ก็เพราะในเดือนธันวาคม 1994 เม็กซิโกตกอยู่ในภาวะวิกฤติ เมื่อนักลงทุนต่างชาติต้องการนำเงินออกนอกประเทศ ทั้ๆ ที่หลักทรัพย์ของเม็กซิโกยังมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงอยู่ นอกจากนั้น อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศยังมีค่า Undervalue บวกกับตัวชี้ทางการเงินล้วนแต่สะท้อนว่าเม็กซิโกเกิดปัญหา Solvency ในระยะยาว เมื่อเป็นเช่นนี้ นักลงทุนต่างชาติต่างหวาดผวาว่าจะเกิดภาวะล้มละลายทางเศรษฐกิจ ดังนั้น ค่าเงินเปโซจะไม่มีทางรักษาค่าเหมือนเดิมอีกต่อไป ด้วยเหตุนี้ จึงเกิดภาวะโกลาหลขึ้น (Panic) ซึ่งเกิดขึ้นได้ก็เพราะเป็น Self-Fulfilling panic ที่แฝงความจริงว่า รัฐบาลเม็กซิโกมีหนี้สินระยะสั้นจำนวนมากกว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่ ปัญหาใหญ่ที่เผชิญหน้าเม็กซิโกในขณะนั้นก็คือ ในปี 1993 และต้นปี 1994 รัฐบาลได้กู้เงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมาก อีกทั้งยังเกิดภาวะขาดดุลบัญชีเดินสะพัดถึงร้อยละ 6.8 ของ GDP ในปี 1993 และถึงระดับ 8 % ในปี 1994 ในทางทฤษฎี การเกิดวิกฤตการณ์นี้อาจป้องกันได้ ถ้าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศมีมากเพียงพอและรัฐบาลมีหนี้ต่างประเทศที่เป็นเงินเหรียญสหรัฐจำนวนน้อย การแก้ไขเศรษฐกิจอาจทำได้ง่ายขึ้น โดยการเข้มงวดผ่านนโยบายการคลังและการเงิน รวมถึงการแก้ไขอัตราแลกเปลี่ยน แต่เพราะเกิดความโกลาหลทางเศรษฐกิจขึ้น วิกฤตการณ์จึงเป็นสิ่งที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้

ตามทัศนะของ Sachs et. al (1996) วิกฤตการณ์ของเม็กซิโก ไม่เหมือนวิกฤตการณ์ในละตินอเมริกาประเทศอื่นๆ ทั้งนี้ก็เพราะมิได้เกิดจากความไม่รับผิดชอบในนโยบายการคลังแต่ประการใด แท้ที่จริง รัฐบาลเม็กซิกันดำเนินนโยบายการคลังแบบสมดุล ทั้งยังมีงบประมาณเกินดุลในปี 1990-1994 ถ้ารัฐบาลเม็กซิกันได้ดำเนินนโยบายที่เข้มงวด ทั้งนโยบายการคลังและการเงิน การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมหาศาลก็ยังไม่เกิดขึ้นเป็นแน่ อย่างไรก็ตาม การที่เศรษฐกิจเม็กซิโกมีเงินทุนไหลเข้ามาจำนวนมากนี้ดำเนินการโดยภาคเอกชน ซึ่งถือเป็นการขาดดุลแบบแอบซ้อน (Hidden Deficits) แม้ว่าจกมีขนาดไม่ใหญ่มากนักก็ตาม แต่สถานการณ์กลับเลวร้ายขึ้น เมื่อภาครัฐบาลพยายามจะ Sterilize ผลกระทบของการเงินจากเงินทุนไหลเข้า โดยการออกตราสารหนี้ระยะสั้น (Short-term securities) ซึ่งในตอนแรกเป็นเงินเปโซ แต่ต่อมาก็เป็นเงินเหรียญตรา.

ความจริงแล้ว การที่เม็กซิโกต้องเผชิญกับภาวะวิกฤตินั้นมีผลมาจากภาวะ Illiquidity เมื่อตอนสิ้นปี 1994 นั่นเอง ซึ่งผลที่ไม่คาดคิดมาก่อนคือ การเกิดความวุ่นวายทางการเมือง เมื่อผู้ชิงตำแหน่งประธานาธิบดี Calosio ถูกสังหารในเดือนมีนาคม 1994 ณ ตอนนั้น ค่าเงินของเม็กซิกันต้องมีค่าลดลงประมาณ 10 % ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นประมาณ 7 percentage point เท่านั้น อย่างไรก็ตาม รัฐบาลเม็กซิกันยังคงเปิดให้มีเงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง โดยที่รักษาอัตราแลกเปลี่ยนคงเดิม แต่แทนที่จะปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น รัฐบาลได้ขายสินเชื่อภายในประเทศ และแปลงหนี้สินของรัฐบาลที่เป็นเงินเปโซ (Cetes) ให้เป็นเงินเหรียญตรา. อยู่ในรูปที่เป็นพันธบัตรของรัฐบาล (Tesobonos) ผลก็คือ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศก็ลดลง และมีหนี้สาธารณะระยะสั้นที่อยู่ในรูปเงินเหรียญตรา. เพิ่มมากขึ้น ด้วยเหตุนี้ เราจึงไม่แปลกใจว่า

รัฐบาลเม็กซิโกจึงต้องเผชิญกับภาวะขาดสภาพคล่องอย่างหนัก (Illiquidity) และต้องเผชิญกับความเสียหายทางการเงินอย่างยิ่ง อย่างไรก็ตาม มีข้อน่าสังเกตว่า การเกิด Shock ในแง่ลบนั้น มิได้หมายความว่า จะนำไปสู่การเกิดภาวะขาดสภาพคล่องอย่างรุนแรงเสมอ ทั้งนี้ก็เพราะทางการของเม็กซิโกอาจแก้ไขปัญหานี้โดยการใช้นโยบายการเงินการคลังอย่างเข้มงวดขึ้น หรือปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น แต่ก็มีเหตุผลที่สามารถนำมาหักล้างได้ว่า ทางการเม็กซิโกเลือกที่จะไม่ใช้การขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพราะเกรงว่าธนาคารที่มีความเปราะบางอยู่แล้วจะประสบภาวะล้มละลาย แต่เหตุผลหลักที่กีดกันรัฐบาลเม็กซิกันในขณะนั้น มิให้ประกาศลดค่าเงินก็เพราะความหวั่นเกรงว่า จะสูญเสียความน่าเชื่อถือ (Credibility) และความกลัวว่าประชาชนจะไม่พอใจ โดยเฉพาะในการเลือกตั้งประธานาธิบดีในเดือนสิงหาคม 1994 แต่สถานการณ์ก็เลวร้ายลงเรื่อยๆ จนกระทั่งเดือนธันวาคม 1994 รัฐบาลเม็กซิกันก็ไม่อาจทานแรงกดดันต่างๆ ได้ ต้องประกาศลดค่าเงินเปโซลง

สำหรับนักเศรษฐศาสตร์กระแสหลักทั้งหลาย วิฤตติการณ์ในเม็กซิโกนั้นมิสาเหตุมาจากหลายประการ แต่ที่มีการกล่าวถึงมากนั้นมีที่มาจากสองคำอธิบาย ว่าเพราะเหตุใด ในเดือนธันวาคม 1994 จึงเกิดวิฤตติการณ์ทางเศรษฐกิจขึ้น นักเศรษฐศาสตร์อย่าง Sachs et. al (1995) เชื่อว่า เหตุผลประการแรกมาจากการคาดการณ์ของนักเก็งกำไร เพราะมีการคาดการณ์ว่ารัฐบาลเม็กซิกันต้องประกาศลดค่าเงินอย่างแน่นอน (Devaluation) ไม่ช้าก็เร็ว ยิ่งกว่านั้น ยังมีความหวั่นวิตกอย่างรุนแรงจนกลายเป็นความระส่ำระสาย (panic) ในสถานะทางการเงินของหนี้สาธารณะของรัฐบาล แท้ที่จริงคำอธิบายนี้ก็ไม่มีอะไรใหม่ แต่เป็นการอธิบายในแนวทางของการโจมตีค่าเงินตราต่างประเทศของนักเก็งกำไร ทั้งนี้ ก็เพราะนักเก็งกำไรสามารถคาดการณ์ได้ว่า รัฐบาลเม็กซิกันเริ่มสูญเสียเงินสำรองระหว่างประเทศ เพราะว่ามีกรขายสินเชื่อเกินขนาด จนทำให้ฐานะของเงินสำรองระหว่างประเทศมีน้อยลงอย่างมาก จนทำให้นักเก็งกำไรเข้าโจมตีค่าเงินเปโซ คำอธิบายแรกนี้ ให้ความสำคัญกับบทบาทของนักเก็งกำไรค่อนข้างมาก โดยมีได้พิจารณาบทบาทของธนาคารกลางเท่าที่ควร เหตุผลประการต่อมาเป็นคำอธิบายที่อยู่นอกกรอบเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก กล่าวคือ วิฤตติการณ์ที่เกิดขึ้นนั้นเป็นเรื่องที่ไม่ใช่มาจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) หากแต่เกิดจากสิ่งที่คาดไม่ถึง (Unexpected) เพราะเหตุการณ์ระหว่างการลดค่าเงินกับความระส่ำระสายทางการเงินไม่ใช่เหตุการณ์เดียวกัน เพราะถ้ามีการลดค่าเงินก่อนก็อาจเป็นการส่งสัญญาณให้เกิดวิฤตติการณ์ทางเศรษฐกิจ แต่ในแง่นี้ รัฐบาลเม็กซิกันอาจยืมเงินจากต่างประเทศได้ในเดือนพฤศจิกายนถึงต้นเดือนธันวาคม แม้ว่าการกู้ยืมเงินนี้อาจมีต้นทุนที่สูงมากก็ตาม แต่ในที่สุด รัฐบาลเม็กซิกันก็ต้องจำยอมลดค่าเงิน แทนที่จะปกป้องค่าเงิน เปโซอีกต่อไป เพราะเหตุว่าการกระทำเช่นนี้จะมีต้นทุนมหาศาล ในแง่ที่ว่าอัตราดอกเบี้ยต้องปรับให้สูงขึ้นอย่างมาก และอาจนำเศรษฐกิจไปสู่ภาวะถดถอย ดังนั้น การลดค่าเงินจึงเป็นการปรับเปลี่ยนการคาดการณ์ทั้งหมด และทำให้เกิดปรากฏการณ์ Self-fulfilling panic ในตลาดหลักทรัพย์ของรัฐบาล ในแง่ที่นักลงทุนในขณะนั้นต่างก็ตระหนักว่า ถ้าตนเองหยุดปล่อยเงินให้แก่รัฐบาลเม็กซิกัน รัฐบาลก็ไม่สามารถจะใช้หนี้สาธารณะได้ โดยเฉพาะพันธบัตรที่คิดเป็นเงินเหรียญสหรัฐ. (Tesobonos) ตามการวิเคราะห์ของ Sachs et. al (1995)

จึงสรุปว่า เมื่อนักลงทุนไม่สามารถทำอะไรได้ดีกว่านี้ ทางเดียวที่เหลืออยู่ก็คือการถอนเงินคืน เมื่อมีนักลงทุนเริ่มถอนเงินออกจากเม็กซิโก นักลงทุนรายอื่นๆ ก็เริ่มถอนเงินคืนตาม เมื่อเป็นเช่นนี้ ความระส่ำระสายทางการเงินจึงเป็นสิ่งที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ เพราะรัฐบาลเม็กซิกันไม่มีสภาพคล่องเพียงพอ เมื่อสิ้นปี 1994 นักเศรษฐศาสตร์จาก Harvard กลุ่มนี้เชื่อว่า ค่าอริบายที่สองมีน้ำหนักมากกว่าค่าอริบายแรก เพราะสามารถอธิบายวิกฤตการณ์ของเม็กซิโกได้ดีกว่า ในแง่ที่ว่า แม้ว่าเม็กซิโกจะมีปัญหาเศรษฐกิจพื้นฐานที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในอัตราสูง และต่างชาติเริ่มลดการให้กู้ยืมลงก็ตาม จนทำให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศร่อยหรอล แต่สถานการณ์เช่นนี้ อาจไม่จำเป็นต้องนำไปสู่วิกฤตการณ์ ถ้ารัฐบาลเม็กซิโกสามารถได้รับเงินกู้ยืมจากต่างประเทศได้ทันเวลา แต่การที่เงินเปโซของเม็กซิกันต้องประสบกับ Panic นั้น เป็นเพราะเจ้าหน้าที่เกิดความระส่ำระสายเอง จนทำให้เกิดภาวะล้มละลาย แม้ว่า รัฐบาลอเมริกันและกองทุนการเงินระหว่างประเทศจักให้เงินกู้จำนวน 52 พันล้านเหรียญสหรัฐ. เพื่อช่วยแก้ไขวิกฤติ และสร้างความมั่นใจให้กลับคืนมา แต่เงินช่วยเหลือนี้ก็มาไม่ทันการ จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์ขึ้นแล้ว

เพื่อให้เข้าใจสาเหตุวิกฤตการณ์และบทเรียนต่างๆ ในบทนี้ แยกเป็น 4 ตอน ตอนที่หนึ่งเป็น คำนำ ตอนที่สอง เป็นการอธิบายลักษณะทั่วไปของเศรษฐกิจมหภาคและนำไปสู่วิกฤติ ตอนที่สาม สาเหตุที่นำไปสู่วิกฤติ โดยเฉพาะวิกฤตการณ์ของธนาคาร และวิกฤตการณ์เงินตราต่างประเทศ ตอนที่สี่ บทเรียนของวิกฤตการณ์ของเม็กซิโก

2. เงื่อนไขในตอนต้นปี 1994 ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

2.1 เศรษฐกิจมหภาคทั่วไปของเม็กซิโก

เม็กซิโกเป็นประเทศในละตินอเมริกาที่ประสบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจหลายครั้ง ในช่วงทศวรรษ 1980 แต่วิกฤตการณ์ครั้งร้ายแรงที่สุดนั้น เกิดขึ้นในกลางทศวรรษ 1990 ซึ่งมีสภาพคล้ายคลึงกับวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยในปี 1997 สิ่งที่ควรเข้าใจเป็นปฐมคือการพิจารณาสภาพเศรษฐกิจของเม็กซิโกในช่วงก่อนวิกฤตการณ์ในปี 1994-1995 ลักษณะที่โดดเด่นของเม็กซิโกคือ มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด(Current Account Deficits) ในอัตราที่สูงมากในช่วงต้นทศวรรษ 1990 (ดูตารางที่ 1 และตารางที่ 2)

ตารางที่ 1
ดุลบัญชีเดินสะพัดของเม็กซิโก

Balance as a percentage of	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Gross domestic product	-30	-5.0	-7.3	-5.8	-7.0	-0.6
Exports of goods and nonfactor services	-15.3	-28.4	-44.1	-38.1	-41.7	-1.8

ที่มา: IMF Balance of Payment Statistics and
IMF International Financial Statistics

แต่การพิจารณาตัวเลขดังกล่าวทำให้เราหลงผิด เพราะเหตุว่า มีเงินทุนของภาคเอกชนไหลเข้าที่คอยช่วยในการ Finance คุลบัญชีเดินสะพัดของเม็กซิโก ซึ่งมีผลทำให้รัฐบาลเม็กซิโก สามารถมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศอย่างเพียงพอ ตัวเลขดังกล่าวทำให้เราเกิดความหลงผิดได้ เพราะเหตุผล ในช่วงปี 1990 - 1993 นั้น เม็กซิโกมีทุนสำรองระหว่างประเทศสุทธิถึง 18 พันล้านเหรียญสหรัฐ. (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2

Mexico: Balance of Payments

(in billions of U.S. dollars)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Current account balance	-7.4	-14.6	-24.4	-23.4	-29.7	-1.6
Net private capital inflows	5.8	19.9	23.5	30.2	10.3	-13.3
Net official capital inflows	5.0	2.4	2.0	-0.9	0.9	24.5
Net change in external reserve position	3.4	7.7	1.0	5.9	-18.4	9.6

Note: Capital flows are calculated as the difference between the current account and the change in reserves; private flows are calculated as a residual from an estimate of official flows.

Sources: IMF balance of payments statistics and Institute of International Finance (IIF)

ปรากฏการณ์นี้นับว่า เป็นปรากฏการณ์ใหม่ในประเทศกำลังพัฒนาที่เงินทุนไหลเข้าระยะสั้นมีบทบาทค่อนข้างสูง จุดอ่อนของเรื่องนี้คือ การขาดคุลบัญชี คุลบัญชีเดินสะพัดดังกล่าวไม่มีความยั่งยืน เพราะเหตุว่ามีตัวช่วยจากเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชน เมื่อพิจารณาโดยละเอียดกลับพบว่า ในช่วง 4 ปี คือ ปี 1990-1993 นั้น ครั้งหนึ่งของเงินทุนไหลเข้า ประมาณ 36 พันล้านเหรียญสหรัฐ. อยู่ในรูปของการลงทุนใน Portfolio มิใช่เป็นการลงทุนโดยตรง อย่างไรก็ตาม บทบาทของธนาคารพาณิชย์มีบทบาทอย่างเด่นชัด คือมีเงินทุนไหลเข้าถึง 22.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ. อย่างไรก็ตาม บทบาทของการลงทุนโดยตรงก็มีบทบาทบ้างคือ 16.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ. (ดูตารางที่ 3) กล่าวได้ว่า เงินทุนของภาคเอกชนที่ไหลเข้าไปในเม็กซิโกจำนวนมากนี้ ไหลเข้าไปด้วยเหตุผลของการเปลี่ยนแปลงนโยบายของเม็กซิโกโดยแท้นั้นคือ การปฏิรูปเศรษฐกิจที่เดินตามเส้นทางของ Washington Consensus ในปลายทศวรรษ 1980S โดยเฉพาะการลดการกำกับเศรษฐกิจ (Deregulations) และการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (Privatization) การลดภาระของการขาดคุลการคลัง การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงให้เป็นบวกและการพยายามลดอัตราเงินเฟ้อลง

ตารางที่ 3

Mexico: Main Components of Private Capital Inflows
(in billions of U.S. dollars)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Foreign direct investment	2.6	4.8	4.4	4.4	11.0	9.5
Portfolio						
Equity	2.0	6.3	4.8	10.7	4.1	0.5
Bonds	1.1	1.3	3.6	6.3	2.8	-0.5
Banks	9.1	7.9	1.6	3.6	-0.3	-4.3
Memorandum item: Tesobonos ^a	NA	0.6	0.7	2.0	30.1	0.3

^aTotal stocks of Tesobonos at end of period.

Sources: IMF balance of payments statistics and national data.

สิ่งที่น่าสนใจก็คือ เมื่อสิ้นปี 1993 ราคาของหลักทรัพย์ในรูปเหรียญสรอ. มีระดับที่สูงขึ้นเป็นอย่างมาก ซึ่งสูงกว่าประเทศต่างๆ ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา อย่างไรก็ตาม ปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ก็คือ เมื่อมีเงินทุนไหลเข้ามามากในเม็กซิโก ก็ย่อมมีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเม็กซิโก ผลที่เกิดขึ้นก็คือ ค่าเงินเปโซของเม็กซิโกมีค่าเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่ปี 1990 โดยเมื่อปลายปี 1993 นั้น ค่าเงินเปโซมีค่าสูงกว่าปี 1990 ถึงร้อยละ 30 ปัญหาทางเทคนิคก็คือ การที่มีเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชนเข้ามาแบบนี้ แม้จะทำให้ค่าเงินแข็งขึ้น แต่ก็มีผลทางอ้อม โดยช่วยให้ดุลบัญชีเดินสะพัดยังขาดดุลไปได้เรื่อยๆ ทั้งนี้ก็เพราะการทำ Sterilization ยังไม่สำเร็จนั่นเอง ด้วยเหตุนี้ ฐานเงินจึงมีการขยายตัวมากกว่าที่จะเป็น ผลที่สำคัญก็คือ มีผลให้ธนาคารพาณิชย์สามารถขยายเงินเครดิตได้เป็นจำนวนมากสู่ภาคเอกชน (ดูตารางที่ 4) กรณีเช่นนี้เป็นปรากฏการณ์ที่สามารถคาดการณ์ได้ เพราะเมื่อมีการปลดปล่อยการเงินเสรี ธนาคารพาณิชย์ย่อมมีแนวโน้มจะขยายสินเชื่ออย่างรวดเร็ว ผลพลอยได้ที่สำคัญในเรื่องนี้ก็คือ การสะสมทุนมีการเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะ Gross capital formation นั่นคือ ปี 1990 ถึงปี 1992 นั้น อัตราส่วนการออมการลงทุนของภาคเอกชน (Private saving investment ratio) ลดลงจาก 14.3% เป็น 9.6% เท่านั้น โดยเฉพาะอัตราส่วนการออมระดับชาติได้ลดลงไม่ถึง 15 % ในปี 1994 ซึ่งในสภาพข้อเท็จจริงนั้น อัตราส่วนการออมโดยเฉลี่ยมีมากถึง 20 % ในช่วงทศวรรษ 1980 (ดูตารางที่ 5) แต่อย่างทีกล่าวมาแล้ว เพราะเหตุว่า รัฐบาลกลางของเม็กซิโกนั้น แทนที่จะแก้ไขสถานการณ์ให้ดีขึ้น กลับทำให้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจเลวลงโดยการทำ Sterilization นั่นคือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกพยายามจะรักษาอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้สูงโดยเปรียบเทียบ แต่ก็ยังไม่สูงพอที่จะลดแรงจูงใจในการกู้ยืมเงินที่มากเกินไปภายในประเทศในรูปเปโซ แต่สูงพอที่จะกระตุ้นให้มีการกู้ยืมจากต่างประเทศ โดยบริษัทต่างๆ ซึ่งกู้ยืมจากต่างประเทศในรูปเงินเหรียญสรอ.

ตารางที่ 4

Mexico: Credit and Money Supply Developments
(annual percentage changes)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Bank credit	26.5	29.9	26.6	13.5	34.9	31.8
Monetary aggregates						
Central bank money	35.3	27.8	14.4	10.4	21.2	33.4
Broad money (M2)	46.2	47.2	20.4	14.4	22.7	35.6

Sources: IMF international financial statistics.

ตารางที่ 5

Mexico: Current Account Balance and Domestic Counterparts
(as a percentage of Gross Domestic Product)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Gross fixed capital formation	17.9	18.6	19.6	18.6	19.4	16.2
Change in inventories	5.3	4.7	3.7	2.4	2.4	3.7
Financing of gross capital formation	23.2	23.3	23.3	21.0	21.8	19.9
Current account balance	-2.8	-4.7	-6.7	-5.9	-6.9	-0.5
Gross domestic saving	20.4	18.6	16.6	15.2	14.7	19.4
Public sector	6.1	8.5	7.0	5.1	4.4	4.8
Private sector	14.3	10.1	9.6	10.1	10.4	14.6

Note: Foreign saving is equal to the current account balance.

Sources: National Accounts of Mexico (INEGI).

ข้อสังเกต ในกรณีเม็กซิโกก็คือ ความสัมพันธ์ระหว่างการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากกับเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชนนับเป็นปรากฏการณ์ใหม่ในโลกการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งในขณะนั้นถือเป็นปรากฏการณ์ที่ใหม่มากในตอนต้นฤดูใบไม้ผลิปี 1994 ที่เด่นชัดและเกิดขึ้นในกรณีนี้คือ ในช่วงเดือนมกราคมและกุมภาพันธ์ ปี 1994 มีเงินทุนไหลเข้าในรูป Portfolio เข้าไปในเม็กซิโกอย่างพร้อมเพรียงกันจำนวนมาก ผลก็คือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกไม่รู้ว่าจะจัดการปัญหานี้อย่างไร โดยเฉพาะจะป้องกัน

มิให้เงินเปโซมีค่าเงินที่แข็งมากไปได้อย่างไร ในขณะที่เดียวกันจะต้องทำหมัน (Sterilizing) ผลกระทบภายใน
ทางการเงินจากเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชนเป็นจำนวนมาก ด้วยเหตุนี้ ในเดือนมีนาคม 1994 เงินทุนไหล
เข้าเริ่มหยุดนั้นเป็นสัญญาณอย่างดีที่จะมีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนของเม็กซิโก

ดังที่เราทราบกันดีว่า เหตุการณ์ทางการเมืองก็มีผลกระทบอย่างสำคัญ โดยเฉพาะเมื่อมีปัญหาความ
แปรปรวนทางเศรษฐกิจอยู่แล้ว ความวุ่นวายทางการเมืองเกิดขึ้นเมื่อตัวแทนผู้สมัครชิงตำแหน่ง
ประธานาธิบดีของพรรค PRI ถูกลอบสังหาร ผลก็คือ เกิดความยุ่งเหยิงทางการเมืองทันทีในเม็กซิโก สิ่ง
ที่นักเศรษฐศาสตร์ทั่วไปคาดคิดก็คือ การลดลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่มีการออกมาหนุนหลัง
พันธบัตร Tesobonos นั่นคือ dollar-index Treasury bills ซึ่งเงินส่วนนี้ส่วนใหญ่ถือโดยนักลงทุนต่างประเทศ
ประมาณว่ามีมากถึง 17 พันล้านเหรียญสหรัฐ. เมื่อสิ้นปี 1994 ปัญหาก็คือ เงินลงทุนในพันธบัตรนี้ของชาติ
เป็นของจริงที่ไม่เหมือนในอดีตที่เป็นการถือ Portfolio เท่านั้น ในขณะที่เดียวกัน ภายในประเทศก็มีความ
หวาดวิตกเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้คนจำนวนมากพากันซื้อพันธบัตรของรัฐคือ Tesobonos จำนวน
มหาศาล ผลที่คาดได้ไม่ยากก็คือ ทุนสำรองระหว่างประเทศสุทธิของ Tesobonos ก็เริ่มติดลบ นับตั้งแต่เดือน
กรกฎาคม 1994 เป็นต้นไป สถานการณ์ที่เริ่มไม่ดีขึ้นเริ่มเห็นชัดเจนขึ้นในเดือนสุดท้ายของปี 1994 เมื่อมี
เงินทุนไหลออกจำนวนมากจากประเทศเม็กซิโก ผลก็คือเงินทุนสำรองระหว่างประเทศรวมเริ่มลด
น้อยลงอย่างรวดเร็ว ด้วยสถานการณ์ที่หนักหน่วงเช่นนี้ จึงเป็นเรื่องที่คาดเดาได้ว่า ในเดือนธันวาคม 1994 นี้
อัตราแลกเปลี่ยนของเงินเปโซไม่สามารถรักษาค่าเสมอภาคกับเงินตราสกุลต่างประเทศต่างๆ ได้ดังเดิมอีก
ต่อไป เพราะเหตุผลต่างๆ ว่า เงินทุนสำรองระหว่างประเทศมีไม่เพียงพอ ด้วยเหตุนี้ เจ้าหน้าที่ของเม็กซิโกจึง
ตัดสินใจเลือกระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแทน ความล้มเหลว
ของอัตราแลกเปลี่ยนนี้มีผลโดยตรงทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของเม็กซิโกก็เกิดภาวะวิกฤติการณ์เช่นกัน
วิกฤติการณ์ของเม็กซิโกครั้งนี้รู้จักกันดีว่าเป็น “Tequila Effect” ซึ่งมีผลกระทบกระจายไปสู่ประเทศละตินอ
เมริกาอื่นๆ อย่างรวดเร็ว

กล่าวโดยสังเขป ในการวิเคราะห์สาเหตุของวิกฤติการณ์เม็กซิกันหรือวิกฤติการณ์ของค่าเงินเปโซ
นั้น มักมีคำอธิบายหลายชุด ทั้งด้านกว้างและลึก แต่ปัจจัยหลักที่มักอ้างถึงเสมอก็คือ การขาดดุลบัญชี
เดินสะพัดที่สูงมากถึงร้อยละ 8 ของ GDP ในปี 1993 และ 1994 ซึ่งการขาดดุลที่สูงมากนี้เกิดขึ้นได้ก็เพราะมี
การค้างชำระ โดยเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ซึ่งปรากฏการณ์นี้ถือเป็นปรากฏการณ์ใหม่ในโลกของประเทศกำลัง
พัฒนา เพราะวิกฤติการณ์ครั้งนี้แตกต่างจากครั้งก่อนๆ อย่างสิ้นเชิง ดังที่ผู้อำนวยการ IMF นาย Condesus
ได้กล่าวว่าเป็นวิกฤติการณ์ครั้งร้ายแรงที่สุดในศตวรรษที่ 21 การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนที่สูงมากนี้
สะท้อนให้เห็นว่า เจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกค่อนข้างเชื่อมั่นในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่
ยิ่งกว่านั้น ยังเป็นการสะท้อนว่า ทางเม็กซิโกใช้การคงอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในลักษณะที่มีค่าเงินเปโซ
ที่สูงเกินความเป็นจริง (Overvaluation) เพื่อต่อสู้กับภาวะเงินเฟ้อในขณะนั้น ยิ่งกว่านั้น ยังชี้ว่านโยบาย

การเงินมิได้รับการเอาใจใส่เท่าที่ควร โดยเฉพาะในปี 1994 เพราะเงินสำรองระหว่างประเทศลดน้อยลงเป็นอันมาก สาเหตุหลักของเรื่องนี้เป็นผลมาจากการที่รัฐบาลเม็กซิกันได้ก่อหนี้สาธารณะที่เป็นหนี้ระยะสั้นจำนวนมาก และหนี้เหล่านี้ถือโดย Non-residents หรือคนที่มีได้พำนักในประเทศเม็กซิโกตลอดช่วงปี 1994 กล่าวอีกในแง่หนึ่งความผิดพลาดของรัฐบาลเม็กซิโกคือ การโอนหนี้สาธารณะที่เป็นเงินเปโซให้เป็นเงินเหรียญตรา. ดังนั้น วิกฤติการณ์นี้จึงเป็นการจัดการที่ผิดพลาดของนโยบายมหภาค ในเรื่องการลดค่าเงิน โดยแท้ จนเรียกว่าเป็น “ความผิดพลาดแห่งเดือนธันวาคม” (Error of December) ตามที่ตั้งชื่อโดย Griffith Jone (2001) ยิ่งกว่านั้น เหตุการณ์ทางการเมืองของการรอสั่งหารคู่แข่งประธานาธิบดีที่ยังซ้ำเติมให้วิกฤติการณ์รุนแรงขึ้น จนกระทั่งธนาคารกลางของเม็กซิกันระบุว่า “วิกฤติการณ์ครั้งนี้เป็นวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจและการเมืองที่ไม่อาจคาดการณ์ได้”

เราอาจตั้งข้อสังเกตได้หลายประการ ในกรณีของวิกฤติการณ์ในเม็กซิโก

ประการแรก ยุทธศาสตร์ของเม็กซิโกมีความบกพร่องในแง่ที่ว่า กระบวนการปลดปล่อยเศรษฐกิจให้มีความเสรี (Liberalization) นั้น เกิดขึ้นในตอนต้นปีทศวรรษ 1990 นั้น เป็นการเปิดการเงินเสรีที่รวดเร็วจนเกินไป โดยเฉพาะในด้านของบัญชีเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital Account) กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ในตอนต้นทศวรรษ 1990 มีการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจที่มากเกินไป กว่าที่เศรษฐกิจจะรองรับได้พร้อมๆ กัน โดยเฉพาะการไหลทะลักของเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก เราอาจตั้งข้อสังเกตได้ว่า ทุนบัญชีเงินเคลื่อนย้ายของเม็กซิโกควรจะเปิดให้เสรีช้ากว่านี้หรือมีการกำกับมากกว่านี้ โดยเฉพาะการสร้างกลไกการควบคุมเงินทุนไหลเข้า ความจริงนั้น ทั้งกองทุนการเงินระหว่างประเทศ และ BIS ต่างก็มิได้ออกคำแนะนำใดๆ มาเตือนเม็กซิโกในเรื่องนี้ โดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นจะมีก็แต่นักวิชาการบางท่านเช่น Calvo and Goldstein (1995) ที่ระบุว่ามาตรการในการควบคุมเงินทุนไหลเข้า โดยวิธีภาษีหรือการควบคุมอื่นๆ ควรจะเป็นส่วนหนึ่งของฉันทานุมัติแห่งวอชิงตันที่มีการแก้ไขแล้ว (Revised Washington Consensus) ประเด็นที่มีความสำคัญยิ่งก็คือ การเปิดการเงินอย่างเสรีของบัญชีเงินทุนเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็วเกินไป โดยคิดถึงผลประโยชน์ที่จะได้นั้น นับเป็นปัญหาทางเทคนิค เพราะมิได้คำนึงถึงผลเสียที่จะเกิดขึ้น โดยเฉพาะรัฐบาลเม็กซิกันอนุญาตให้ผู้ที่ไม่มีถิ่นพำนักในเม็กซิโกสามารถเข้ามาทำธุรกรรมทางการเงินในเม็กซิโกในตอนปลายทศวรรษ 1990 ในขณะที่ก่อนหน้านี้ไม่ได้รับอนุญาตใดๆ ดังนั้น การปลดปล่อยการเงินอย่างเสรีของเม็กซิโกในปลายทศวรรษ 1990 จึงเป็นการเปิดช่องให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาซื้อพันธบัตรของรัฐบาล เครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ตลอดจนหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของเม็กซิโก

ประการที่สอง กระบวนการปลดปล่อยการเงินเสรีนี้ทำพร้อมๆ กับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ยิ่งกว่านั้นยังมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน โดยมีการยกเลิกการบังคับทุนสำรองของธนาคาร (reserve requirements) อย่างรวดเร็ว กล่าวอีกนัยหนึ่งการทำเช่นนี้ผ่านนโยบายการเงินเช่นนี้ เท่ากับเป็นการยกเลิกข้อจำกัดในเรื่องการขยายเครดิตอย่างสิ้นเชิง ขณะเดียวกัน รัฐบาลเม็กซิกันก็เดินตามเส้นทางของ Washington Consensus อย่างเคร่งครัด โดยการแปรรูปรัฐวิสาหกิจธนาคารที่เป็นของรัฐให้เป็นของเอกชน

การควบคุมการกำกับของธนาคารจึงเป็นปัญหาในเรื่องการขยายเครดิต เพราะธนาคารของเอกชนต้องมีการควบคุมกำกับตนเอง ซึ่งการที่รัฐบาลเม็กซิกันแปรรูปธนาคารของรัฐเป็นของเอกชน แต่มิได้ปฏิรูปการควบคุมตรวจสอบ ทำให้ธนาคารเอกชนเหล่านั้น ซึ่งในอดีตเป็นของรัฐมีแนวโน้มในการปล่อยกู้กับโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ยิ่งกว่านั้น การแปรรูปธนาคารของรัฐทำให้มีการขยายตัวของสินเชื่อจำนวนมาก โดยเฉพาะเครดิตของผู้บริโภคเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว โดยปราศจากการควบคุมกำกับของรัฐ ทั้งนี้ก็เพราะรัฐบาลเม็กซิโกมีความเชื่อว่า การเดินตามเส้นทาง Washington Consensus นั้น รัฐบาลไม่ควรเข้าแทรกแซง หรือกำกับใดๆ ควรปล่อยให้ตลาดเป็นตัวจัดสรรทรัพยากรแทน

อย่างที่เรากล่าวไว้ในบทก่อนว่า ในกรณีสวีเดนที่เกิดวิกฤติการณ์ในปี 1991-1992 นั้น ก็มีแบบแผนอย่างเดียวกัน นั่นคือมีการปลดปล่อยการเงินเสรี ยกเลิกการกำกับควบคุม และปล่อยให้เงินไหลเข้าจากต่างประเทศ จนทำให้มีการขยายตัวของสินเชื่ออย่างขนานใหญ่ จนนำไปสู่วิกฤติการณ์ในที่สุด (Drees and Pazarbasoglu, 1995) เพราะก่อนการเปิดเสรีการเงินนั้น ตลาดสินเชื่อมีการแบ่งปัน (Rationing of credit) ซึ่งทำให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินต่อเครดิต และมีการจำกัดปริมาณการปล่อยสินเชื่อ เช่นเดียวกับที่เกิดในสวีเดน รัฐบาลเม็กซิกันเมื่อปล่อยให้การเงินเสรีก็มิได้บังคับให้ธนาคารมีการกำกับดูแลอย่างดี (Prudential Bank Regulation) และอย่างเพียงพอ ผลก็คือ เมื่อเกิดภาวะที่ไม่คาดคิดก็อาจนำไปสู่ภาวะวิกฤติการณ์ของธนาคารได้ง่าย

ประการที่สาม สิ่งที่มักได้รับความสนใจน้อยกว่าที่ควรจะเป็นคือ ตลาดทุนระหว่างประเทศ ซึ่งโดยทั่วไปมักมีความเชื่อว่ามีประสิทธิภาพในการจัดสรรสินเชื่อ แต่ในความเป็นจริงตลาดการเงินระหว่างประเทศยังมีความไม่สมบูรณ์เป็นอันมาก ซึ่งนำไปสู่การปล่อยกู้จำนวนมากจนเกินไปแก่ลูกหนี้

อย่างไรก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยเชื่อว่า วิกฤติการณ์ของเม็กซิโกในช่วงปี 1994-1995 นั้น มีลักษณะเป็นวัฏจักรคล้ายกับการเกิดเป็นฟองสบู่ ที่มีภาวะการเติบโตอย่างรวดเร็ว (Boom) และในไม่ช้าก็ต้องแตกดับ (Bust) ปรากฏการณ์เช่นนี้ ทำให้นักวิชาการมักตั้งข้อสังเกตไว้ 4 ประการ กล่าวคือ (Griffith – Jones, 2001)

ประการแรก คนทั่วไปมีแนวโน้มที่จะมองโลกในแง่ดีเกินไป หลังจากนั้นก็จะหมุนกลับมาเป็นการมองโลกในแง่ร้ายจนเกินไป โดยเฉพาะในตลาดทุนสมัยใหม่ ซึ่งพฤติกรรมเหล่านี้ เรามักหมายถึงผู้จัดการกองทุนต่างๆ ซึ่งมักจะถูกกำหนดจากโครงสร้างแรงจูงใจต่างๆ ในกรณีทั่วไป ถ้าผู้จัดการกองทุนหรือนักลงทุนอื่นๆ คาดคะเนผิด โดยที่ทุกๆ คนคาดคะเนถูก ผู้จัดการกองทุนนั้นๆ ก็จะไม่ได้อะไรจากโอกาสที่เกิดขึ้น ในขณะที่ทุกๆ คนได้รับผลประโยชน์ ในกรณีเช่นนี้ ผู้จัดการกองทุนย่อมต้องถูกลงโทษจากตลาด แต่ถ้าเป็นกรณีว่า ผู้จัดการกองทุนคาดคะเนผิด และทุกๆ คนก็คาดคะเนผิดเหมือนกัน ในกรณีเช่นนี้สถานการณ์ก็จักไม่ร้ายแรง เพราะเหตุว่า อาจมีการช่วยเหลือจากรัฐบาลในการ Bail out เพราะถือเป็นความ

ผิดปกติเกิดขึ้นในตลาด พฤติกรรมเช่นนี้ นักเศรษฐศาสตร์ส่วนหนึ่งถือว่า มีลักษณะเป็นผล Band-Wagon หรือมีลักษณะเป็นพฤติกรรมเขียงสัตว์ (Herd Behavior)

ประการที่สอง วิฤติการณ์ที่เกิดขึ้นในเม็กซิโกนั้น ส่วนสำคัญมาจากการที่ผู้จัดการกองทุนทั้งหลายพากันแห่เอาเงินออกจากเม็กซิโกอย่างรวดเร็ว หลังจากที่เม็กซิโกประกาศลดค่าเงินเพียง 15 % ในกรณีเช่นนี้ สารสนเทศมีความสำคัญอย่างยิ่ง และสะท้อนว่าตลาดทุนมีการกระจัดกระจายมาก นักลงทุนที่สมเหตุสมผลอาจจะหวั่นไหวต่อข่าวเล็กๆ ได้ โดยเฉพาะข่าวเล็กๆ ที่เป็นข่าวร้ายสามารถทำให้มีการโจมตีค่าเงินตราของประเทศนั้นๆ ได้ ถึงแม้ว่าข่าวดังกล่าวจะไม่เกี่ยวกับปัจจัยเศรษฐกิจพื้นฐานเลยก็ตาม ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนหรือผู้จัดการลงทุนจึงหวั่นไหวต่อข่าวต่างๆ ก่อนข้างมาก ยิ่งตลาดมีความกระจัดกระจายเท่าใด การได้ข่าวสารข้อมูลต่างๆ ยิ่งต้องเสียค่าใช้จ่ายที่สูงมาก ด้วยลักษณะเช่นนี้ เราจึงไม่ประหลาดใจว่า ในช่วงที่เม็กซิโกประกาศลดค่าเงิน ข่าวลือต่างๆ จึงมีระบอบไปทั่วและลักษณะแบบสัตว์ขี้ทำงานมากกว่าการวิเคราะห์โดยหลักเศรษฐศาสตร์ใดๆ เพราะทุกคนต่างไม่อยากจะตกเป็นเหยื่อ

ประการที่สาม เกี่ยวข้องกับเงินทุนไหลเข้าอย่างรวดเร็วจากนักลงทุนต่างชาติ ที่นำเงินเข้าไปในเม็กซิโกในปี 1991 และ 1993 สิ่งที่เกิดขึ้น น่าจะเกิดจากผลประโยชน์ที่ขัดกันหรือผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of interest) ระหว่างบทบาทของนายธนาคารที่เป็นนักลงทุนในฐานะที่เป็นที่ปรึกษา (Advisors) เช่น กองทุนแบบ Mutual Funds มักมีหน่วยวิจัยของตนเอง และอาศัยคำแนะนำต่างๆ จากนักธนาคารที่เป็นนักลงทุน กับความจริงที่ว่า ธนาคารที่ลงทุนนี้มักจะมีสินทรัพย์ของตนเองในประเทศนั้นๆ ซึ่งหมายความว่า ธนาคารที่ลงทุนก็ย่อมพยายามปกป้องผลประโยชน์ของตนเอง ด้วยเหตุนี้ สถาบันเหล่านี้จึงมีลักษณะ Sale Side อีกบทบาทหนึ่ง ในแง่การให้คำปรึกษา เมื่อเป็นเช่นนี้ กองทุนต่างๆ จึงพยายามจะทำตลาดในสินค้าหรือผลิตภัณฑ์ของตนเองเพื่อตัวเองจะได้รับค่านายหน้า ผลก็คือ กองทุนต่างๆ จะเน้นให้ได้รับผลตอบแทนสูง และไม่ใส่ใจเรื่องความเสี่ยงเท่าที่ควร สถานการณ์ในเม็กซิโกก็เป็นเช่นนี้ เมื่อกองทุนเหล่านี้ได้รับสารสนเทศที่ไม่สมบูรณ์จากเจ้าหน้าที่ของรัฐบาลเม็กซิโกก็มักเชื่ออย่างสนิทใจว่า สถานการณ์คงเลวร้ายลงเรื่อยๆ

ประการที่สี่ เกี่ยวพันกับตลาดการเงิน โดยเฉพาะแนวความคิดว่าด้วยเรื่อง “มโนทัศน์ความเสียหายร้ายแรงแบบสายตาสั้น” (Disaster Myopia) ซึ่งนักลงทุนทั้งหลายมักมองไม่เห็นความเสียหายที่จะเกิดขึ้น เพราะมีลักษณะสายตาสั้นเกินไปที่จะเห็นว่า การลงทุนแบบสุ่มเสี่ยงที่ไม่ได้ใส่ใจเรื่องความเสี่ยงนั้นเป็นอันตรายอย่างยิ่ง เพราะนักลงทุนแทนที่จะพิจารณาความเสี่ยงอย่างแท้จริงกลับมองไม่เห็นความเสี่ยงใดๆ จากเรื่องนี้ เพราะคิดว่า ยังไม่ถึงจุดอันตรายใดๆ ในการลงทุน

2.2 เศรษฐกิจเม็กซิโก 1987 – 1993

เม็กซิโกเป็นประเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจที่น่าสนใจประเทศหนึ่ง ในแง่ที่ว่าในช่วงที่เป็นยุคทอง และช่วงที่เกิดวิกฤติการณ์ แต่คนทั่วไปมักใส่ใจว่า เพราะเหตุใด จึงเกิดวิกฤติการณ์ในเม็กซิโก

ทั้งๆ ที่เม็กซิโกเป็นเด็กดีในแนวทางของเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ ที่เลือกเส้นทางเดินแบบ Washington Consensus ในช่วงปี 1987 ถึง 1993 นั้น เศรษฐกิจของเม็กซิโกถือว่าเป็นประเทศที่ประสบผลสำเร็จในการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างยิ่ง เพราะมีการปฏิรูปเศรษฐกิจและสามารถรักษาเสถียรภาพระบบเศรษฐกิจได้ดี จนมีการยอมรับกันทั่วไปว่าเม็กซิโกเป็นประเทศพัฒนาแล้วหรืออยู่ในโลกที่หนึ่ง (Calvo, 2005)

ในปี 1987 เม็กซิโกต้องเผชิญกับวิกฤตการณ์หนี้สาธารณะครั้งร้ายแรงในปี 1982 ซึ่งประเทศหลายประเทศในลาตินต่างก็ประสบกับวิกฤตการณ์ดังกล่าว ทำให้เม็กซิโกต้องเริ่มมีการปฏิรูปเศรษฐกิจครั้งใหญ่ นั่นคือการถูกบังคับให้ใช้นโยบายเศรษฐกิจที่เข้มงวดในการสกัดกั้นเงินเฟ้อ และพยายามลดการขาดดุลงบประมาณ ซึ่งถือเป็นสาเหตุของการเกิดภาวะเงินเฟ้อ การดำเนินนโยบายที่เข้มงวด ในการรักษาวินัยทางการคลังเช่นนี้ ย่อมมีผลทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงจนเกิดภาวะชะงักงัน ในช่วงทศวรรษ 1980 เศรษฐกิจของเม็กซิโกจึงมักถูกระบุว่าเป็น “ทศวรรษแห่งความสูญเสีย” (Lost Decade) รายได้ที่เศรษฐกิจเม็กซิกันสามารถจะหาได้ส่วนถูกนำไปใช้หนี้ต่างประเทศจำนวนมหาศาลที่รัฐบาลก่อขึ้น ซึ่งความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจนี้เกิดขึ้นตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1970 เมื่อรัฐบาลเม็กซิกันเริ่มก่อหนี้สาธารณะอย่างรวดเร็ว เมื่อเกิดวิกฤตการณ์หนี้ต่างประเทศในเม็กซิโกปี 1982 ตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดหุ้นก็ประสบชะตากรรมเช่นเดียวกัน นั่นคือ ตลาดหุ้นเกิดภาวะชบเซาไปด้วย อย่างที่สามารถคาดคะเนได้ เมื่อเศรษฐกิจเผชิญกับวิกฤตการณ์เช่นนี้ ความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจย่อมลดลงและเงินทุนเริ่มเคลื่อนย้ายออกจากเม็กซิโก วิกฤตการณ์เช่นนี้ ทำให้รัฐบาลเม็กซิโกต้องประกาศลดค่าเงิน เพื่อให้เกิดเสถียรภาพใหม่ในระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้ก็หวังว่าการลดค่าเงินดังกล่าวจะช่วยให้เศรษฐกิจเม็กซิโกมีภาวะการแข่งขันที่ดีขึ้น โดยเฉพาะภาคการส่งออกของประเทศ แม้ว่ารัฐบาลเม็กซิกันได้พยายามอย่างเต็มที่ในการใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบเข้มงวดแต่ก็ไม่อาจแก้ปัญหาเงินทุนไหลออกได้ อย่างไรก็ตาม สิ่งที่น่าจะกล่าวถึงคือ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคต่างๆ ของรัฐบาลเม็กซิโก ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ในปี 1994 เพราะนโยบายเศรษฐกิจเหล่านี้เป็นรากฐานสำคัญในเวลาต่อมา

นโยบายเศรษฐกิจมหภาคเพื่อรักษาเสถียรภาพ (Macroeconomic Stabilization)

ภายใต้การบริหารของประธานาธิบดี de la Madrid ซึ่งเริ่มเข้าทำงานหลังจากเกิดวิกฤตการณ์ในปี 1982 รัฐบาลใหม่นี้เริ่มใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบ Heterodox นั่นคือเน้นการปฏิรูปและรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจให้มีความมั่นคง โดยเฉพาะการแก้ไขวิกฤตการณ์ของอัตราเงินเฟ้อ นโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญคือการนำเอาพันธสัญญา “Pacto” เข้ามาบังคับใช้ นั่นคือข้อตกลงไตรภาคีระหว่างรัฐบาล ตัวแทนธุรกิจ สหภาพแรงงานและตัวแทนเกษตรกร ในการสร้างข้อตกลงร่วมกันในการกำหนดอัตราค่าจ้างในระบบเศรษฐกิจ อีกทั้งยังกำหนดราคาของภาคเศรษฐกิจที่สำคัญร่วมกันในแง่ของนโยบายเศรษฐกิจมหภาค แนวความคิดแบบ Heterodox นี้ มีรากฐานความคิดว่า อัตราเงินเฟ้อที่สูงมากในเม็กซิโกมีรากฐานมาจากการ

ที่รัฐได้ใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุลเป็นเวลานาน และเป็นสาเหตุทำให้ปัญหาตามมา เพราะเมื่อมีเงินเฟ้อที่สูง หน่วยเศรษฐกิจต่างๆ โดยเฉพาะสหภาพแรงงานก็มีการคาดการณ์อัตราค่าจ้างในรูปตัวเงินที่สูงขึ้น เพื่อยกระดับมาตรฐานการครองชีพของตนเอง แต่การทำเช่นนี้ แท้ที่จริงแล้วกลับทำให้ต้นทุนค่าแรงสูงขึ้น รวมทั้งราคาสินค้าต่างๆ ก็มิได้ลดลงอย่างที่คิด จนเกิดวิกฤตการณ์ที่ชั่วร้าย เมื่อราคาสินค้าและราคาปัจจัยการผลิตกลับถีบตัวสูงขึ้น สิ่งที่เกิดขึ้นในเวลาต่อมาก็คือ ประธานาธิบดี de la Madrid เห็นว่า Pacto อักประสบผลสำเร็จได้นั้น รัฐบาลเม็กซิโกจะต้องเดินตามเส้นทางของ Washington Consensus (คูตารางที่ 6) การปฏิรูปเศรษฐกิจของเม็กซิโกยิ่งเพิ่มระดับของนโยบายเศรษฐกิจให้เดินตามแนวเสรีนิยมแบบใหม่มากขึ้นในปี 1988 เมื่อมีการเลือกตั้ง และประธานาธิบดี Salinas ขึ้นรับตำแหน่ง อย่างไรก็ตาม เม็กซิโกได้สมัครเป็นสมาชิกของ GATT โดยสมบูรณ์ในปี 1986 สิ่งที่ Salinas เริ่มทำเป็นอันดับแรกคือ การพยายามเปิดเขตการค้าเสรีกับประเทศเพื่อนบ้าน ไม่ว่าจะเป็นเพื่อนบ้านในละตินอเมริกาและประเทศสหรัฐอเมริกาและแคนาดา

Domestic deregulation and Privatization

1. Deregulation of more than 3,000 sectors of the Mexican economy, including foreign investment (through the foreign direct investment legislation of 1991), truck and bus transportation, and the financial system.
2. Privatization of around 1,000 public corporations, generating \$25 billion of revenues used to reduce the outstanding government debt.
3. Reform of the land tenure system, opening the possibility of converting the *Ejido*, an outmoded communal organization, into a modern, efficient, and fair system of land tenure.

Trade Liberalization

4. Unilateral adoption of free trade policies, starting in 1985 and leading to the North American Free Trade Agreement (NAFTA) and trade agreements with Chile, Colombia, Venezuela, and Costa Rica.
5. Mexico joined the General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) in 1986, and, in 1994, became the first new member of the OECD in 25 years.

Fiscal Reforms

6. Thorough attempt to achieve fiscal balance.
7. Tax reform, including the introduction of lower rates, the consolidation of taxes into a simpler and more uniform system, and measures to increase compliance with the tax code.
8. Pension and housing fund reforms within the social security system.
9. Authorization of private sector investment in infrastructure projects such as the 4,000 miles of toll roads that were constructed during 1988-1994, seaports, electricity generation facilities, and municipal water distribution systems.

Institutional Reform

10. Independence granted to the Banco de Mexico, the Mexican Central Bank.
-

Source: Adapted from Francisco Gil-Diaz and Augustin Carstens, "Some Hypotheses Related to the Mexican 1994-95 Crisis," paper presented to the Annual AEA meetings in San Francisco, January 5-7, 1996, p.4

กล่าวได้ว่าในช่วงรัฐบาล Salinas มีการปฏิรูปเศรษฐกิจอย่างขนานใหญ่ ภายใต้แนวความคิดเสรีนิยม โดยเฉพาะการแปรรูปรัฐวิสาหกิจจำนวนมากของรัฐให้เป็นของเอกชน การปฏิรูปดังกล่าวนี้ได้รับคำชมเชยและสนับสนุนอย่างยิ่งจากองค์กรโลก เช่น กองทุนการเงินระหว่างประเทศและธนาคารโลก และถือเป็นการปฏิรูปที่ดูเหมือนจะประสบผลสำเร็จ เพราะการปฏิรูปทำโดยที่สภาพแวดล้อมและทางเศรษฐกิจอยู่ในภาวะที่มีเสถียรภาพจากทั้งนโยบายการคลังและการเงินที่เหมาะสม แนวความคิดของการสร้างควมสมานฉันท์ของค่าแรงงานและราคาสินค้าภายใต้ Pacto ดูเหมือนจะช่วยให้อัตราเงินเฟ้อไม่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (ดูตารางที่ 7 ตารางที่ 8 และตารางที่ 9)

ตารางที่ 7

Mexican Government Finance, 1981-1994

	1981	1983	1985	1987	1989	1991	1992	1993	1994
Millions of Pesos									
Total Revenue and Grants	911	3,014	7,559	31,476	86,939	140,636	174,278	186,644	211,434
Exp.&Lending Less Repay	1,312	4,467	11,118	58,898	112,021	112,942	127,357	180,193	211,820
<i>Expenditure</i>	1,302	4,437	11,086	58,705	111,503	144,023	158,189	183,876	217,249
<i>Lending Less Repay</i>	10	30	32	193	518	-31,081	-30,832	-3,683	-5,429
Deficit(-) or Surplus	-401	-1,453	-3,559	-27,422	-25,082	27,694	46,921	6,451	-386
<i>As% GDP</i>	-6.5%	-8.1%	-7.5%	-14.2%	-4.9%	3.2%	4.5%	0.5%	0.0%
Total Financing	401	1,453	3,559	27,422	25,082	-27,694	-46,921	-6,451	386
Domestic	610	828	3,463	23,580	24,436	-28,934	-42,888	-1,397	4,934
Foreign	-209	625	96	3,842	646	1,240	-4,033	-5,054	-4,548
Billions of Pesos									
Gross Domestic Product	6.14	17.88	47.17	193.16	512.60	876.93	1034.73	1256.20	1423.36
Pesos per U.S. Dollar	0.03	0.14	0.37	2.21	2.64	3.07	3.12	3.11	5.33

Source: Created by casewriter based on data from International Monetary Fund, *international financial Statistics Yearbook*, 2002.

ตารางที่ 8

Money and Credit Growth 1989 – 1994

(% growth per annum in peso terms)

	1989	1990	1991	1992	1993
Money:					
Base money ^a	10.2	35.3	27.8	14.4	10.4
M1 ^b	41.8	60.3	118.3	15.1	17.7
M4 ^c	50.8	46.3	30.9	19.9	27.3
Credit to private sector:					
Total	52.1	53.9	45.4	45.9	27.8
<i>For agriculture</i>	34.6	28.4	19.1	27.1	15.4
<i>Manufacturing</i>	47.9	39.9	32.1	25.5	16.2
<i>Construction</i>	124.7	164.3	107.1	88.9	na
<i>Housing</i>	39.1	46.1	24.3	19.9	na
<i>Consumption</i>	49.9	120.1	93.6	57.8	na

Source: Created by casewriter based on data from Economic Research Department, Banco de Mexico.

Notes: ^aBase money consists of currency held outside the central bank plus commercial bank reserves held at the central bank.

^bM1 consists of currency and demand bank deposits held by the domestic non-bank private sector.

^cM4 consists of M1 plus time and saving bank accounts and other liquid assets held by the domestic non-bank private sector.

ตารางที่ 9 (ก)

Mexican Inflation and Interest Rates
(% per annum, December to December)

	Consumer Price Inflation	Wholesale Price Inflation	Short-term Interest Rates
1986	105.7	91.4	150.7
1987	159.2	135.6	171.8
1988	51.7	107.8	56.3
1989	19.7	16.1	40.3
1990	29.9	23.3	29.2
1991	18.8	20.5	19.9
1992	11.9	13.4	21.7
1993	8.0	9.8	14.6
1994	7.0	7.2	16.9

Source: Adapted from Sergio Raimond-Kedilhac et al., "*Sintesis y Expectativas Economicas de Mexico*,"
IPADE (May 1996), pp. 40-47.

ตารางที่ 9 (ข)

Mexican and U.S. Short-term Interest Rates, December 1994-July 1995 (weekly data, % per annum)

Date	Rate on:			Nominal Exchange Rate (peso/US\$)
	Mexican 91-day Cetes ^a	U.S. 3-month Treasury Bills	Spread $i^{\text{MEX}} - i^{\text{US}}$	
2 December 1994	14.76	5.79	8.97	3.4340
9	14.76	5.82	8.94	3.4475
16	14.76	5.72	9.04	3.4535
23	16.75	5.70	11.05	4.6500
30	31.13	5.70	25.43	4.9400
1 January 1995	34.99	5.91	29.08	5.3000
13	34.99	5.73	29.26	5.2800
20	39.00	5.90	33.10	5.6700
27	38.00	5.92	32.08	5.7000
3 February 1995	33.49	5.96	27.53	5.3600
10	35.10	5.99	29.11	5.5400
17	40.99	5.87	35.12	5.7250
24	57.00	5.89	51.11	5.8750
3 March 1995	51.23	5.91	45.32	6.3050
10	59.00	5.95	53.05	6.3000
17	82.38	5.92	76.46	6.9700
24	82.65	5.83	76.82	6.8050
31	75.00	5.88	69.12	6.7850

Source: Created by casewriter based on data from Datastream, Inc. and International Monetary Fund, International Financial Statistics Yearbook, 1996.

Note: ^aCetes are Mexican Treasury securities of less than one-year maturity, denominated in pesos.

2.3 ยุคทองของเม็กซิโก ปี 1988 – ปี 1993

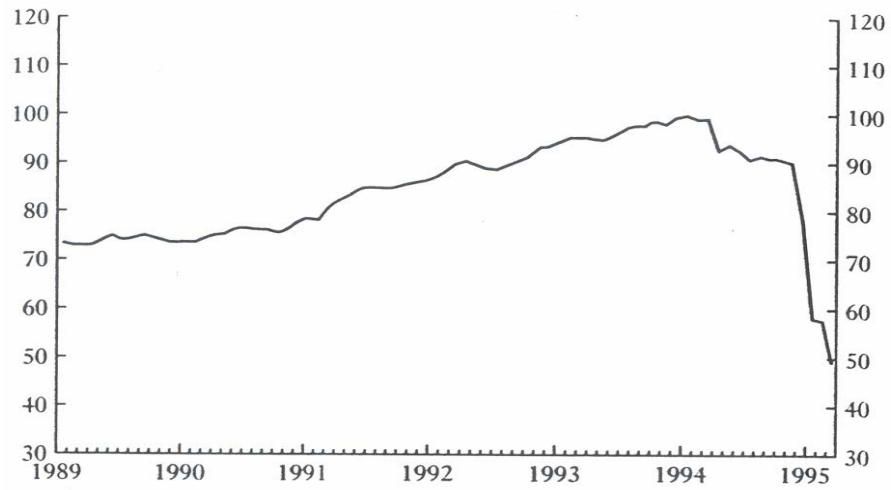
การวิเคราะห์วิกฤตการณ์ของเม็กซิโกจะทำได้เลย ถ้าปราศจากการวิเคราะห์เหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและปัจจัยแวดล้อมต่างๆ ในช่วงปี 1988 ถึงต้นปี 1994 อย่างที่กล่าวมาแล้ว เม็กซิโกตั้งแต่ปี 1988-1993 ได้เดินตาม Washington Consensus โดยมีการรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจให้เข้มแข็งขึ้น โดยเฉพาะการแก้ไขวิกฤตการณ์นี้สาธารณะในปี 1982 ยุทธศาสตร์เหล่านี้ ได้รับความเห็นชอบจาก IMF อย่างดียิ่ง แนวทางการปฏิรูปคือ การสร้างเสถียรภาพของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคลดบทบาทของรัฐบาลในเศรษฐกิจลง และให้ภาคเอกชนเป็นผู้มีบทบาทนำในการพัฒนาเศรษฐกิจ เป้าหมายหลักของยุทธศาสตร์ก็คือ การรักษาวินัยทางการเงินและการคลังให้มั่นคง ปรับโครงสร้างหนี้ต่างประเทศมิให้มีการกระจุกตัว และการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจให้มีประสิทธิภาพขึ้น ซึ่งตามยุทธศาสตร์นี้ เม็กซิโกจึงดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนับพันแห่ง และเน้นให้มีการค้าเสรีอย่างเต็มที่ โดยเฉพาะที่สำคัญยิ่งก็คือ การเปิดการเงินเสรี ให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้สะดวกมากยิ่งขึ้น นโยบายเช่นนี้เป็นส่วนหนึ่งของ NAFTA ที่เม็กซิโกต้องการสร้างเขตการค้าเสรีกับประเทศต่างๆ ในทวีปลาตินอเมริกา

สิ่งที่น่าสนใจก็คือ การปฏิรูปที่ดำเนินมาตั้งแต่กลางทศวรรษ 1980 ดูเหมือนจะราบรื่น เพราะดุลบัญชีทางการเงิน (Financial Balance Sheet) ของรัฐบาลซึ่งว่า รัฐบาลมีการเกินดุลประมาณ 1% ของ GDP ในปี 1993 เมื่อเทียบกับภาวะขาดดุลประมาณมากถึง 11 % ของ GDP ในปี 1988 สะท้อนให้เห็นว่าเศรษฐกิจมหภาคมีการปรับตัวในทางที่ดีขึ้นอย่างมาก เช่นเดียวกับภาวะเงินเฟ้อที่ลดลงจาก 160 % ในปี 1987 เหลือเพียง 8% ในปี 1993 ตั้งแต่ปี 1988 เป็นต้นมา เม็กซิโกยังคงใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่เหมือนเป็นสมอเรือ (Nominal anchor) โดยมีนโยบายรายได้เป็นตัวสนับสนุน การใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่นี้มักมีปัญหาว่า อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real exchange rate) มิได้เปลี่ยนแปลงไปตามอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นตัวเงิน (Nominal exchange rate)

ปัญหาที่เม็กซิโกเผชิญในขณะนั้นก็คือ อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าเงินสูงขึ้นเรื่อยๆ ประมาณ 30% ในช่วงต้นของปี 1989 และปลายปี 1993 (ดูรูปที่ 1 และตารางที่ 10) แม้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนจะมีการเปลี่ยนแปลงหลายครั้ง จากระบบที่คงที่เป็นระบบคงที่แต่ปรับตัวได้ (Crawling Peg) และเป็นระบบที่มีช่วงห่างของการปรับตัว (Adjustment Band) แต่ค่าเงินเปโซของเม็กซิโกก็มีค่าเงินสูงกว่าความเป็นจริง (Appreciation) อย่างต่อเนื่อง การที่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงมีค่าสูงขึ้นนี้เกิดขึ้นได้ก็เพราะมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากจากต่างประเทศ ซึ่งเม็กซิโกได้รับอย่างเต็มที่ในตอนต้นทศวรรษ 1990 จนทำให้เกิดปรากฏการณ์ Financial Dutch Disease มีข้อสังเกตหลายประการต่อปรากฏการณ์เงินทุนไหลเข้านี้ กล่าวคือ

รูปที่ 1

Mexico: real effective exchange rate^a (1980=100)



Source: IMF, Information Notice System

Note: ^a Trade-weighted index of nominal exchange rates deflated by seasonally adjusted relative consumer prices. An increase indicates appreciation

ตารางที่ 10

Real Exchange Indices (1999=100)

	Relative to the United States			Relative to the World ^a	
	Nominal			CPI-Based	ULC ^d -Based
	CPI ^b Based	WPI ^c Based	Wage Based		
1988	106.3	101.9	126.9	102.3	121.2
1989	107.5	106.6	113.1	102.3	104.8
1990	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1991	88.4	86.5	83.3	90.3	91.9
1992	80.2	78.0	73.8	83.0	84.8
1993	75.0	72.5	69.5	79.3	83.8
1994 ^c	78.6	75.1	73.5	88.0	90.4
1995	134.1	1,131.5	167.4	--	--

Source: Adapted from Rudiger Dornbusch and Alejandro Werner, "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.1 (1994), p.261; Francisco Gil-Diaz and Augustin Carstens (op cit.), p.165; Sergio Raimond-Kedihac et al., "*Sintesis y Expectativas Economicas de Mexico*," IPADE (May 1996), pp.45-48; International Monetary Fund, *International Financial Statistics* (February 1996).^f

Notes: The real exchange rate is defined as the ratio of the domestic currency price of foreign goods to domestic goods. Thus, a *fall* in the real Exchange rate index indicates an *appreciation*.

^aThe world is defined as a GDP-weighted group of 133 countries for the CPI-based measure and as a trade-weighted group of Mexico's six largest trading partners (the United states, Germany, Japan, Canada, the United Kingdom, and France, accounting for approximately 85% of total Mexican trade in manufactures) for the ULC-based measure.

^bconsumer price index, measuring the price of a broadly based consumption basket, including manufactured goods and services.

^cWholesale price index, measuring the "factory gate" prices of manufactured and intermediate goods.

^dUnit labor costs, measuring nominal wage growth net of gains in labor productivity.

^eThe exchange rate used for 1994 is an average of January through November. It therefore excludes the devaluation of 20 December and the consequences of the subsequent float on 22 December.

^fSources vary in their data for real exchange rates. The table embodies some averaging of the various sources.

ประการแรก เงินทุนไหลเข้านี้มีจำนวนมหาศาล เมื่อคิดเป็นสัดส่วนของ GDP จัดอยู่ในอัตราส่วนที่สูงมาก ประการที่สอง ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 11 การไหลเข้าของเงินลงทุนนี้ ไหลเข้าเม็กซิโกในรูปแบบของ Portfolio Investment เกือบทั้งหมด แทนที่จะเป็นการลงทุนโดยตรงในภาคอุตสาหกรรม เมื่อเป็นเช่นนี้ การลงทุนแบบ Portfolio มีลักษณะสั้นไหลไปเรื่อยๆ และมีแนวโน้มที่จะเคลื่อนย้ายออกจากประเทศอย่างรวดเร็ว เพราะเป็นการลงทุนในระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในขณะนั้นคือ ช่วงปี 1990-1993 เงินทุนไหลเข้าแบบ Portfolio ไหลเข้าไปในเม็กซิโกเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุดคือ 67 % ในขณะที่ไหลเข้าประเทศไทยเพียง 6 % เท่านั้น (ดูตารางที่ 11) ประการที่สาม ตลอดช่วงปี 1990-1993 เงินทุนไหลเข้าที่ไหลเข้าไปในเม็กซิโก ล้วนไหลเข้าไปในภาคเอกชน ซึ่งทำให้ตลาดทุนของเม็กซิโกมีลักษณะเป็นสากลมากยิ่งขึ้น ในแง่ที่ว่าได้รับเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก และทำให้ต้นทุนของเงินกู้ยืมลดต่ำลง โดยเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตร (ดูตารางที่ 12) ประการที่สี่ การเข้ามามีส่วนร่วมของนักลงทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนของเม็กซิโก เพิ่งมามีการจำกัดจริงๆ ก็ปลายทศวรรษ 1980 แล้ว ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนต่างชาติที่มีถิ่นพำนักนอกประเทศมีบัญชีในตลาดหลักทรัพย์ของเม็กซิโกถึง 6% ดังที่รัฐบาลเม็กซิโกเลือกเส้นทางการพัฒนาแบบ Washington Consensus จึงไม่น่าแปลกใจที่การมีส่วนร่วมของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นของเม็กซิโกเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว หลังเดือนธันวาคม 1989 เมื่อรัฐบาลเม็กซิกันเปิดเสรีทางการเงินให้แก่ักลงทุนต่างชาติในการเข้ามาซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ผลก็คือ การซื้อสุทธิของต่างชาติในตลาดหุ้นของเม็กซิโก ซึ่งมีน้อยกว่า หนึ่งพันล้านเหรียญสหรัฐ. ในปี 1989 เพิ่มขึ้นเป็น 28 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในปี 1990-1993 เมื่อสิ้นปี 1993 นักลงทุนต่างชาติที่มีถิ่นพำนักนอกประเทศได้มีการลงทุนประมาณร้อยละ 27 ของตลาดหุ้นในเม็กซิโก ตัวเลขดังกล่าวนี้ไม่มีการเปลี่ยนแปลงจนถึงปี 1994 การลงทุนของต่างชาติอย่างมากในตลาดหลักทรัพย์ช่วยทำให้ดัชนีราคาหุ้นในตลาดเม็กซิโกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ปี 1989 (ดูรูปที่ 2)

ตารางที่ 11

Composition () of Mexican and other countries' capital inflows, 1990-1993

	Mexico	Argentina	Chile	Thailand	Indonesia
Portfolio Investment	67	37	22	6	-3
Foreign Direct Investment	21	42	31	20	28
Other (inc. bank lending)	12	21	47	75	75
Total	100	100	100	100	100

Sources: Banco de Mexico; IMF, International Financial Statistics

ตารางที่ 12 Mexico: summary capital accounts, 1988-94

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Prel. 1994
	(in millions of US dollars)						
Current account	-989	-5,823	-7,450	-14,649	-24,439	-23,400	-28,786
Capital account	-5,774	4,745	10,889	22,232	26,361	30,491	10,866
Official capital	265	-1,124	-1,820	3,424	7,940	7,882	-400
Medium-and long-term							
borrowing	1,459	-29	6,371	1,226	-3,821	1,601	1,447
Commercial banks	-1,483	-1,199	4,555	-2,362	-5,744	-1,982	-725
Multilaterals	776	468	706	867	487	212	-165
Bilaterals and suppliers							
(excl. CCC)	556	616	688	1,422	1,246	171	-896
CCC	221	159	146	-377	-251	-166	-37
Bond placements and							
other	1,389	-73	276	1,675	441	3,366	3,270
Short term	219	-199	483	529	1,843	1,063	2,172
Non-resident purchases							
of Mexican							
Government							
treasury bills ^a	-	-	-	3,406	8,147	7,013	-1,942
Tesobonos	-	-	-	253	-62	1,063	14,338
Other	-	-	-	3,153	8,209	5,950	-16,280
Other government							
financial assets	-1,412	-896	-8,674	-1,736	1,772	-1,794	-2,076
Debt equity swaps	-868	-389	-85	-199	-	-	-
Long-term trade							
lending	-544	-507	-530	19	63	-281	-41
Debt enhancements ^b	-	-	-7,354	-604	1,165	-564	-615
Other	-	-	-706	-952	544	-948	-1,420
Private capital	-6,039	5,869	12,709	18,807	18,421	22,609	11,266
Direct investment	2,595	3,037	2,633	4,762	4,393	4,389	7,980
Equity investments	-	493	1,995	6,332	4,783	10,717	4,088
Bond placements	-	-	1,099	1,340	3,559	6,318	2,061
Banking sector	-	-	-	-143	621	1,738	-183
Non-bank private sector	-	-	1,099	1,483	2,938	4,580	2,244
Net external credits	-3,317	-170	4,647	8,576	2,577	6,260	2,417
Banking sector	-	-	4,250	6,195	449	3,428	1,181
Non-bank private sector	-	-	397	2,381	2,129	2,832	1,236
Increase in assets							
abroad(-)	-1,576	-1,860	-110	538	3,780	-1,809	-3,394
Interest earnings held							
abroad ^c	-1,576	-1,860	-1,747	-1,446	-837	-731	-1,188
Other	-	-	1,637	1,984	4,617	-1,078	-2,206
Other, including errors							
and omissions	-3,741	4,368	2,445	-2,740	-671	-3,266	-1,886
Net international reserves							
(increase-)	6,763	1,078	-3,439	-7,583	-1,923	-7,092	17,919

Sources: bank of Mexico; and Fund staff estimates

Notes: ^a Excludes repayments associated with implicit interest earnings on zero coupon treasury bills, such as Tesobonos and CETES

^b Corresponds to implicit reinvestment of interest earnings on collateral for restructured commercial bank debts

^c Corresponds to assumed reinvestment of interest earnings of foreign investments

รูปที่ 2

Mexican and U.S. Stock Market Indices (January 1990=100)



Sources: Created by casewriter based on data from Datastream, Inc.

Note: The New York Stock Exchange index is based on the S&P 500. The Mexican Stock Market index is shown in peso terms (simply rebasing the stock market index) and in dollar terms (where the official stock market index is adjusted using the monthly average of spot peso-dollar exchange rates).

สิ่งที่น่าสนใจที่ควรกล่าวถึงก็คือ ฐานะทางเศรษฐกิจของเม็กซิโกในช่วงปี 1988-1993 ยังคงค่อนข้างมั่นคง ดังสังเกตจากตลาดพันธบัตรระหว่างประเทศในปี 1990 ฐานะของการกู้ยืมของเม็กซิโกจัดได้ว่าเป็นลูกหนี้ชั้นดี เพราะเหตุว่า เม็กซิโกมิได้ถูกลดฐานะเครดิตเลยจนกระทั่งปี 1994 หลังจากที่เม็กซิโกประกาศลดค่าเงินเมื่อเกิดวิกฤตการณ์ ยิ่งกว่านั้น สิ่งที่เป็นปัจจัยชี้ว่า ฐานะทางเศรษฐกิจของเม็กซิโกยังคงดีอยู่ โดยสามารถพิจารณาได้จากหลักทรัพย์ของรัฐบาลเม็กซิโก ตลอดช่วงทศวรรษ 1980 หลักทรัพย์ของรัฐบาลเม็กซิโกที่เป็นเงินเปโซมีการขายให้กับชาวเม็กซิกันที่มีถิ่นพำนักในประเทศ แต่ในปี 1990 รัฐบาลเม็กซิกันกลับอนุญาตให้มีการขายตรงให้แก่ต่างชาติที่ไม่มีถิ่นพำนักในเม็กซิโก ซึ่งสะท้อนว่ารัฐบาลมีความกล้าหาญและมีได้คิดถึงปัญหาที่จะตามมา ดังนั้นในปี 1991 นับเป็นปีแรกที่ซื้อจำกัดต่างๆ ถูกยกเลิกไป ก่อนหน้านี้นักลงทุนต่างชาติก็สามารถซื้อหลักทรัพย์ของรัฐบาลเม็กซิโกได้ แต่ต้องซื้อผ่านตลาดรอง ดังนั้นสิ่งที่เกิดขึ้นก็คือ ปี 1991 นักลงทุนต่างชาติต่างพร้อมใจกันซื้อหลักทรัพย์ของเม็กซิโกถึง 3.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ของรัฐบาลเม็กซิโก (Government paper) สถานการณ์ยิ่งน่าสนใจ เพราะในช่วง 2 ปี ต่อมา คือ 1991-1993 นักลงทุนต่างชาติต่างพร้อมใจกันซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลเม็กซิกันถึง 18 พันล้านเหรียญสหรัฐ. (ดูตารางที่ 12) ข้อสังเกตที่น่าสนใจก็คือ ดังที่ Griffith-Jones (2001) ตั้งข้อสังเกตไว้ก็คือ ตลอดช่วง 2 ปีกว่านี้ นักลงทุนต่างชาติที่ไม่มีถิ่นพำนักในเม็กซิโกเป็นผู้ดูดซับสุทธิในหลักทรัพย์ของรัฐบาลเม็กซิโก โดยที่การดูดซับนี้ไม่มี

ความสัมพันธ์ใดๆ ก็กับการขาดดุลในงบประมาณแต่อย่างใด แต่เป็นเพราะรัฐบาลเม็กซิโกใช้นโยบาย Sterilization กับเงินทุนที่ไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง เมื่อเป็นเช่นนี้ การถือหลักทรัพย์รัฐบาลเม็กซิโก โดยนักลงทุนต่างชาติจึงทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาอีก กล่าวโดยสังเขปก็คือ นักลงทุนต่างชาติได้มีสัดส่วนในหลักทรัพย์ของเม็กซิโกในช่วงปี 1990-1993 เพิ่มขึ้นจาก 8 % ณ สิ้นปี 1990 เพิ่มขึ้นเป็น 57% เมื่อสิ้นปี 1993 กล่าวในอีกแง่หนึ่งก็คือ นักลงทุนต่างชาติได้ถือหลักทรัพย์รัฐบาลเม็กซิโกที่เป็น Short-maturity bills ซึ่งมีอายุ 1 – 2 เดือน (CETES) ในสัดส่วนที่สูงมาก ส่วนการถือหลักทรัพย์ที่มีอายุไถ่ถอนยาวนาน เช่น พันธบัตรซึ่งมีอายุ 1 – 2 ปี นั้น นักลงทุนต่างชาติดังกล่าวถือได้ในสัดส่วนที่ไม่มากนัก ผลที่สำคัญก็คือ นักลงทุนต่างชาติที่มีถิ่นพำนักนอกประเทศ มีการถือหลักทรัพย์รัฐบาลเม็กซิกันประมาณ 1.28 ล้านหุ้น ในขณะที่ผู้มีถิ่นพำนักในประเทศมีการถือหลักทรัพย์รัฐบาลเม็กซิโกไว้ 350 ล้านหุ้น

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนไม่น้อยตั้งข้อสังเกตว่า ตลาดทุนระหว่างประเทศเริ่มมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในช่วงต้นทศวรรษ 1990 นักลงทุนต่างประเทศเริ่มสนใจลงทุนใน Portfolio มากขึ้นเรื่อยๆ โดยเฉพาะการลงทุนในประเทศที่เป็นเศรษฐกิจที่เพิ่งเติบโตใหม่ นักลงทุนเหล่านี้ล้วนเป็นเหล่ากองทุนต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นกองทุนรวม (Mutual funds) หรือกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Funds) หรือกองทุนประกันต่างๆ (Insurance Company Funds) ต่างก็มุ่งลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาที่มีการปลดปล่อยการเงินเสรี สถานการณ์ที่ทำให้กองทุนเหล่านี้หันมาลงทุนในเม็กซิโกก็คือ ภาวะดอกเบี้ยที่ลดต่ำลงในสหรัฐอเมริกาในช่วงต้นทศวรรษ 1990 ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจที่ถดถอย นักลงทุนเหล่านี้จึงเล็งไปที่ตลาดเกิดใหม่ทั้งหลายที่สามารถให้ผลตอบแทนการลงทุนที่สูงกว่า เม็กซิโกในขณะนั้นจึงเป็น “สวรรค์” เพราะอยู่ใกล้กับสหรัฐอเมริกา และยังสามารถให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า เพราะเม็กซิโกเพิ่งมีการปฏิรูปเศรษฐกิจให้มีความเป็นเสรีมากขึ้น จนนักลงทุนต่างให้ความเห็นว่า การลงทุนในเม็กซิโกมีกำไรอย่างงดงาม เช่น

‘At the moment, we are pretty unambiguously optimistic about investment in Mexico,’ declared A. Peter Monaco, portfolio manager of the Scudder Latin American Fund, which has \$500 million invested in Mexico. (The New York Times, 12 April 1993).

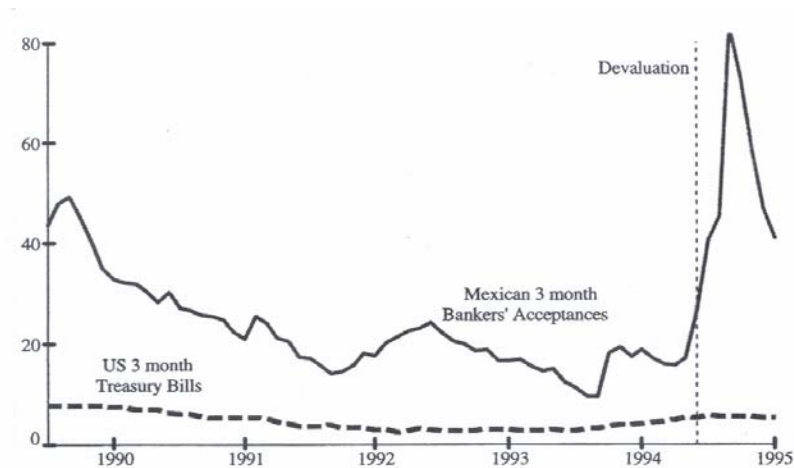
‘There is no other country in the world where I can buy government securities that yield so much and are safe,’ said Robert Beckwith, a mutual fund manager at Fidelity Investments, which maintains large holding of Mexican Government stock. (The New York Times, 22 April 1993).

‘The time to be invested in Mexico is now,’ recommended Maria-Elena Carrion, a portfolio manager who oversees \$200 million in Latin American investments. (Bloomberg Business News, 23 August 1994).

ข้อนำสังเกตก็คือ อัตราดอกเบี้ยที่เม็กซิโกจ่ายให้กับเงินกู้จากต่างประเทศที่เป็นเงินทุนไหลเข้าผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ของเม็กซิกัน 3 เดือน เทียบกับอัตราตัวเงินคลังของสหรัฐ 3 เดือน นับว่าแตกต่างกันอย่างยิ่ง ตั้งแต่ปี 1989 จนถึงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ ปรากฏการณ์ดังกล่าวชี้ว่า อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต่างชาติจะได้ผลตอบแทนในเม็กซิโกสูงกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ของอเมริกันมีอยู่ค่อนข้างสูงมาก (ดูรูปที่ 3)

รูปที่ 3

Mexico and U.S. Short-term Interest Rates (% per annum)



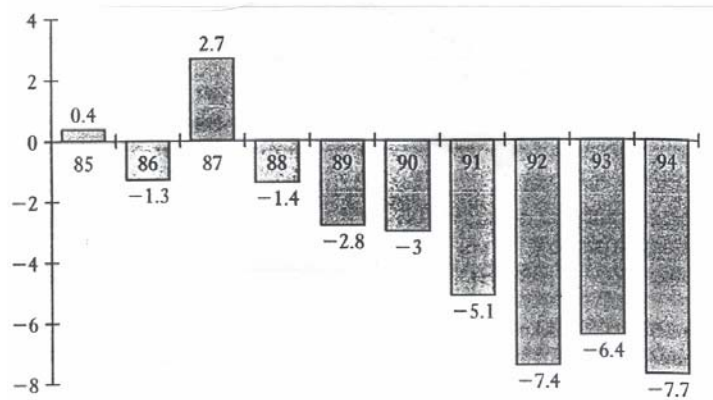
Source: Created by casewriter based on data from Datastream, Inc.

โดยทั่วไป เจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกมิได้มีความพยายามที่จะลดการไหลเข้าของเงินทุนไหลเข้า อย่างไรก็ตาม เมื่อต้องเผชิญกับเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากที่อยู่ในรูปเงินดอลลาร์ในปี 1992 เจ้าหน้าที่ทางการเงินจึงตั้ง Cap ที่ 10% ของสัดส่วนของหนี้สินต่างประเทศ (Foreign Liabilities) ในหนี้สินทั้งหมดของธนาคารในเม็กซิโก (Total Liabilities) ยิ่งกว่านั้น ยังมีกำหนดให้จำนวนเงินทุนไหลเข้าต้องไม่น้อยกว่า 15% ของเงินตราต่างประเทศที่เป็นหนี้ต่างประเทศ (Foreign Currency Liabilities) ซึ่งการกำหนดเช่นนี้ก็เพื่อบังคับให้เงินทุนไหลเข้าที่เป็นหนี้สินอยู่ในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำหรือสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงใดๆ การบังคับเช่นนี้ช่วยทำให้เงินทุนไหลเข้าลดลงบ้างในทันทีในระบบธนาคาร แต่ไม่ช้าธนาคารเม็กซิกันก็ปรับตัวอย่างรวดเร็วใน Portfolios ของตน เงินทุนไหลเข้าก็เริ่มไหลกลับเข้าไปในเม็กซิโกจำนวนมาก ซึ่งทำให้ Balance sheet ของเม็กซิกันเต็มไปด้วยหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศ (Foreign Liabilities) อย่างไรก็ตาม ปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจอันหนึ่งที่เม็กซิกันเผชิญอยู่ตลอดเวลาก็คือ การขาดดุล

บัญชีเดินสะพัดตั้งแต่ปี 1988 ซึ่งขาดดุลบัญชีเดินสะพัดถึง 2,374 ล้านดอลลาร์. เพิ่มเป็น 29,418 ล้านดอลลาร์. ในปี 1994 (ดูตารางที่ 13) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดถึงจุดสูงสุดในปี 1994 คือ 7.7% ของ GDP (ดูรูปที่ 4)

รูปที่ 4

Current account balance (% of GDP)



Sources: Banco de Mexico

ตารางที่ 13

Mexican Balance of Payments, 1988-1995 (millions of U.S. dollars)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Merchandise exports	30,692	35,171	40,711	42,687	46,196	51,885	60,879	79,543
Merchandise imports	-28,081	-34,766	-41,592	-49,966	-62,130	-65,366	-79,346	-72,454
Trade Balance	2,611	405	-881	-7,279	-15,934	-13,481	-18,467	7,089
Services: Credit	6,084	7,208	8,094	8,869	9,275	9,517	10,323	10,281
Services: Debit	-6,281	-7,880	-10,323	-10,959	-11,959	-12,046	-12,925	-9,407
Balance on Goods and Services	2,414	-267	-3,110	-9,369	-18,618	-16,010	-21,069	7,963
Income: Credit	3,049	3,160	3,273	3,523	2,789	2,694	3,348	3,705
Income: Debit	-10,092	-11,261	-11,589	-11,788	-11,998	-13,724	-15,709	-16,284
Balance on Goods, Services, & Income	-4,629	-8,368	-11,426	-17,634	-27,827	-27,040	-33,430	-4,616
Current transfers: Credit	2,270	2,559	3,990	2,765	3,404	3,656	4,042	3,993
Current transfers: Debit	-15	-16	-15	NA	-19	-16	-30	-31
Current Account	-2,374	-5,825	-7,451	-14,888	-24,442	-23,400	-29,418	-654
Direct Investment	2,011	2,785	2,549	4,742	4,393	4,389	10,972	6,963
Portfolio investment: Assets	-880	-56	-7,354	-603	1,165	-564	-615	-663
Portfolio investment: Liabilities	1,001	354	3,369	12,741	18,041	28,919	8,185	-10,140
Other investment: Assets	-874	-1,114	-1,345	-395	4,387	-3,038	-5,057	-5,296
Other investment: Liabilities	-5,753	-859	11,222	8,654	-947	4,054	2,302	-2,645
Financial Account	-4,495	1,110	8,441	25,139	27,039	33,760	15,787	-11,781
Net errors and omissions	-3,192	4,503	1,229	-2,278	-851	-3,128	-4,035	-2,871
Change in Official Reserves	10,061	212	-2,219	-7,973	-1,746	-7,232	17,667	15,306

Source: Created by casewriter based on data from International Monetary Fund , *International Financial Statistics Yearbook*, 1996.

การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากและต่อเนื่องนี้สะท้อนว่า เกิดภาวะขาดดุลภาพภายนอกอย่างร้ายแรง แต่ที่เป็นเช่นนี้ได้ก็เพราะค่าเงินเปโซมีค่าที่สูงเกินจริงหรือมีค่าเงินที่สูงขึ้น (Appreciation) เพราะมีเงินทุนไหลเข้า สะท้อนว่ามีเงินไหลเข้าสู่พหิมากกว่าการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ทำให้เกิดภาวะเงินไหลเข้าสู่พหิมันถึงปี 1993 ปรากฏการณ์ที่ผิดธรรมชาติในทางเศรษฐศาสตร์ก็คือ ในขณะที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก เม็กซิโกกลับมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ความจริงปัญหาพื้นฐานของเม็กซิโกที่เกิดภาวะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากนั้น มีมูลเหตุมาจากความสามารถในการส่งออกของเม็กซิโกมีน้อยกว่าการนำเข้าที่สูงมาก ทั้งๆ ที่เม็กซิโกเป็นประเทศที่เน้นนโยบายการค้าเสรี และมีการเปิดพรมแดนให้มีการผลิตสินค้าส่งออกตามแนวชายแดน (Maquiladoras) กับสหรัฐอเมริกา สินค้า

อุตสาหกรรมที่ผลิตในเขต Maquiladoras นี้มีการเสียภาษีเฉพาะภาษีมูลค่าเพิ่มเท่านั้น ปัญหาของเม็กซิกันเห็นได้ชัดเจน เมื่อรายได้จากการส่งออกน้ำมันเริ่มลดลงตั้งแต่ปี 1987 สถานการณ์กลับมาดีขึ้นในปี 1990 แต่แล้วก็กลับเสื่อมทรามลงอีกจนถึงปี 1994 (ดูตารางที่ 14) ข้อเท็จจริงที่ขอกล่าวถึงก็คือ ปริมาณการส่งออกของสินค้าส่งออกของเม็กซิโกมิได้มีปัญหาแต่อย่างใด ดังที่ความจริงสะท้อนให้เห็นว่า ปริมาณการส่งออกสินค้าที่มีใช้น้ำมันเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกับกลุ่มประเทศ Asian Nic's ทั้ง 4 ประเทศ (ดูรูปที่ 5)

ตารางที่ 14

Mexican Trade Performance, 1988-1995 (millions of U.S. dollars)

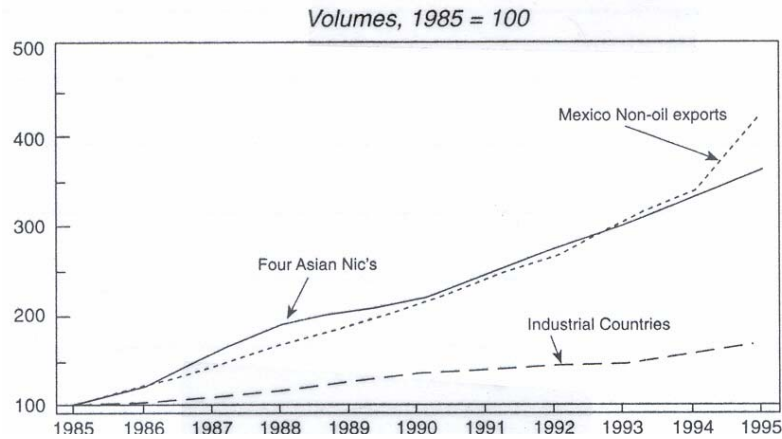
Year	Export				Imports				
	Excluding <i>Maquiladoras</i>	Including <i>Maquiladoras</i>	<i>of which:</i>		Excluding <i>Maquiladoras</i>	Including <i>Maquiladoras</i>	<i>of which:</i>		
			Petroleum	Non-petroleum			Consumption Goods	Capital Goods	Intermediate Goods
1987	20.5	..	8.6	..	13.3	..	0.8	2.6	..
1988	20.5	..	6.7	..	20.3	..	1.9	4.0	..
1989	22.8	..	7.9	..	25.4	..	3.5	4.8	..
1990	26.8	..	10.1	..	31.3	..	5.1	6.8	..
1991	26.9	42.7	8.2	34.5	38.2	50.0	5.8	8.6	35.5
1992	27.5	46.2	8.3	37.9	48.2	62.1	7.7	11.6	42.8
1993	30.0	51.9	7.4	44.5	48.9	65.4	7.8	11.0	46.5
1994	34.6	60.9	7.4	53.4	58.9	79.3	9.5	13.3	56.5
1995	48.4	79.5	8.4	71.1	46.3	72.5	5.3	8.7	58.4

Source: Created by casewriter based on data from Datastream, Inc and Economic Research Department, Banco de Mexico.

Note: Maquiladoras are essentially assembly operations, permitted only along the Mexican border with the United States. Even prior to Mexico's 1991 liberalization of foreign direct investment, 100% foreign ownership of maquiladoras was permitted. Under sections 806-30 and 807 of the U.S. Tariff schedule, goods assembled in Mexican maquiladoras and re-exported to the United States are taxed only on the value-added in Mexico, rather than on the gross value of the export.

รูปที่ 5

ปริมาณการส่งออกของเม็กซิโกที่มีใช้น้ำมัน (Comparative Export Performance)

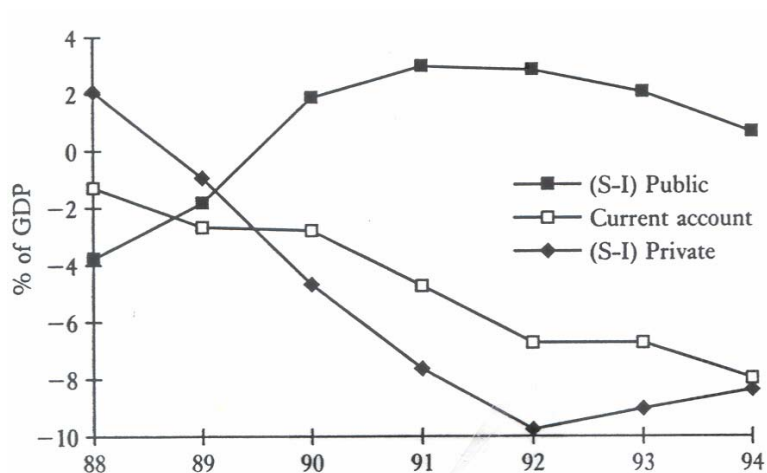


ที่มา Banco de Mexico

ดังนั้น ปัญหาของเม็กซิโกในตอนก่อนวิกฤติคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีที่มาจากรายได้ของน้ำมันที่ลดลง แต่สถานการณ์ที่เลวร้ายลงกลับมีตัวช่วยจากเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ความจริงที่น่าสนใจก็คือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่มากถึงประมาณ 8% ของ GDP ในปี 1994 นั้น ได้ความช่วยเหลือจากเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชน ซึ่งมีผลทำให้งบประมาณแผ่นดินมีการเกินดุลเล็กน้อย แทนที่จะขาดดุล (ดูรูปที่ 6) ปัจจัยที่ชี้ขาดในเรื่องนี้ก็คือ ทั่วๆไปที่เกิดภาวะขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก แต่กลับมีการลงทุนของภาคเอกชนที่มีมากกว่า การออมของเอกชน ซึ่งบุคคลที่กู้ยืมเงินเข้ามาในประเทศก็คือ บริษัทเอกชนและธนาคารพาณิชย์ของเม็กซิโก จนกระทั่งปี 1993 หนี้สาธารณะสุทธิของภาครัฐบาลมิได้เพิ่มขึ้นมากนัก แต่รัฐบาลเม็กซิโกหันมาใช้นโยบายการเงินเพื่อ Sterilize ผลของเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก ผลก็คือ ทุนสำรองระหว่างประเทศกลับเพิ่มขึ้น (Sachs et. al, 1996) สถานการณ์ในปี 1993 แตกต่างอย่างสิ้นเชิงจากปี 1982 ซึ่งเกิดวิกฤติการณ์หนี้สาธารณะ ทั้งนี้ก็เพราะในปี 1982 นั้น เกิดภาวะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดประมาณ 7% ของ GDP และเกิดการขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลประมาณ 13% ของ GDP

รูปที่ 6

Saving-Investment Gap and Current Account



ที่มา: Griffith-Jones (2001)

ข้อที่น่าสังเกตอย่างยิ่งคือ ประเด็นที่ว่า ก่อนเกิดวิกฤติการณ์ในปี 1994 อัตราการออมของประเทศเม็กซิโกมีการลดลงหรือไม่? โดยเฉพาะอัตราการลดลงของการออมภาคเอกชน ปัญหาเช่นนี้เกิดขึ้นเมื่อการบริโภคเพิ่มมากกว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้น ทำให้การออมของประเทศลดลงจนเป็นภาวะวิกฤติของการออมภายในประเทศ ความเป็นจริงที่น่าสนใจก็คือ การออมมวลรวมของประเทศเม็กซิโกไม่เคยสูงเช่นเดียวกับในเอเชียตะวันออก สถานการณ์เลวร้ายลงมาโดยตลอด จนปี 1994 การออมมวลรวมของเอกชนได้ลดลงเหลือเพียง 12.1 (ดูตารางที่ 15) ซึ่งถือว่าต่ำมาก ไม่ว่าจะวัดโดยมาตรฐานใดๆ ดังนั้นจึงไม่น่าแปลกใจว่า เม็กซิโกต้องพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศเป็นหลัก เพราะมีปัญหาพื้นฐานที่การออมของประเทศมีระดับต่ำกว่าการลงทุนเป็นอันมาก หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ยุทธศาสตร์การพัฒนาเศรษฐกิจมหภาคมีความเสี่ยงอย่างยิ่ง เพราะเงินทุนไหลเข้าเป็นส่วนสำคัญหนึ่งของการลงทุนภายในประเทศ

ตารางที่ 15

Mexican Domestic Saving (% of GDP)

	1983	1989	1994
Gross national saving	30.3	21.2	18.4
Private sector	26.9	19.5	18.5
Public sector	3.5	1.7	-0.1
Gross domestic saving	26.7	20.9	16.8
Private	21.8	15.7	12.1

Source: Adapted from Francisco Gil-Diaz and Augustin Carstens, "One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales About Mexico's 1994-95 Crisis," *American Economic Association Papers and Proceedings*, vol. 86 (May 1996), p. 168.

Note: Gross national saving (GNS) is a GNP-based measure and therefore includes factor payments to overseas residents. Because of Mexico's large external debt, such factor payments were considerable. Hence the large discrepancy between GNS and the GDP-based measure, gross domestic savings.

การขาดแรงจูงใจในการออมทำให้เม็กซิโกพึ่งพาเงินลงทุนจากต่างประเทศค่อนข้างสูงและเป็นการตอกย้ำความจริงที่ว่า เงินทุนไหลเข้าเป็นสิ่งจำเป็น เพราะเหตุว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนที่สูงมากที่สุดต่อกันนั้นมีความสำคัญอย่างยิ่ง ไม่ว่าสาเหตุจะมาจาก การขาดดุลของเอกชนหรือของรัฐบาลก็ตาม ความจริงสภาพแวดล้อมเศรษฐกิจเช่นนี้ทำให้นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มหนึ่งออกมาเตือนว่านโยบายเศรษฐกิจเช่นนี้จักไม่ยั่งยืน เพราะมีอันตรายจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีค่าสูงเกินจริง และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก แต่เพราะเศรษฐกิจโดยรวมยังไม่ได้แยลง ดังนั้นค่าเตือนต่างๆ จึงไม่มีผลใดๆ ต่อนโยบายเศรษฐกิจ เพราะถือว่าเดินตามเส้นทางแบบ Washington Consensus นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งระบุว่า ธนาคารกลางของเม็กซิโกควรจะทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมี Band ที่กว้างขึ้นหรือทำให้ค่าเงินมีความอ่อนตัวลง ทั้งนี้เพื่อสู้กับค่าเงินเปโซที่มีแนวโน้มมีค่าสูงขึ้นอันเนื่องมาจากเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก แม้ว่านโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่เสนอนี้จะไม่มีผลทันทีในการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนในนาม แต่จักเป็นการเพิ่มความคล่องตัวของนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคต ถ้าหากว่าเงินทุนไหลเข้ามีการชะลอลง ข้อเสนอในขณะนั้นคือให้มีการขยาย Band นี้ประมาณ 15% (Dornbusch and Worner, 1994; Leiderman, Lirithan and Thorne, 1994, Ros, 1994) คำถามที่น่าสนใจก็คือ ทำไมเจ้าหน้าที่ของเม็กซิโกจึงไม่สนใจคำเตือนจากบรรดานักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำเหล่านี้ Griffith-Jones (2001) ให้เหตุผลไว้อย่างน่าสนใจถึง 3 ประการ คือ

ประการแรก ความหลงผิดที่ครอบงำเจ้าหน้าที่เม็กซิโก ในแง่ที่ว่าทุนสำรองระหว่างประเทศยังมีการเพิ่มขึ้นในช่วงเวลานั้น ทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินมีความมั่นใจในทางที่ผิด เพราะเชื่อว่าฐานะทางเศรษฐกิจของประเทศยังมั่นคง เพราะทุนสำรองระหว่างประเทศยังไม่ลดลง แต่กลับเพิ่มขึ้น อีกทั้งในตอนต้นปี เม็กซิโกก็ได้เข้าร่วมในเขตการค้าเสรีอเมริกาเหนือ (NAFTA) ทำให้ความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจเพิ่มมากขึ้น

ประการที่สอง เจ้าหน้าที่เม็กซิกันเชื่อว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องจำนวนมากนั้นเป็นปัญหาชั่วคราวเท่านั้น แต่เงินทุนไหลเข้านั้น เป็นเงินทุนไหลเข้าแบบถาวรหรืออย่างน้อยก็ไหลเข้ามานานจนช่วยให้บัญชีดุลบัญชีเดินสะพัดดีขึ้น

ความเชื่อและสมมติฐานดังกล่าวนี้ว่าค่อนข้างสุ่มเสี่ยงและมีนักเศรษฐศาสตร์เตือน แต่เจ้าหน้าที่ของเม็กซิโกก็ไม่สนใจจะฟังความเห็นเหล่านั้น (Griffith-Jones, 1995)

ประการที่สาม เจ้าหน้าที่เม็กซิโกกังวลอย่างมากในเรื่องเงินเฟ้อ ดังนั้นจึงพยายามอย่างหนักในการลดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำกว่าเลข 2 หลักให้จงได้ และกลับเห็นว่า การที่อัตราแลกเปลี่ยนมีค่าสูงขึ้นนั้นเป็นเครื่องมือที่มีคุณอย่างยิ่งในการต่อสู้กับภาวะเงินเฟ้อ เจ้าหน้าที่ของเม็กซิโกจึงเกรงว่า ถ้าหากประกาศลดค่าเงิน (devaluation) ก็ยิ่งเป็นการซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อที่รุนแรงอยู่แล้วให้รุนแรงยิ่งขึ้น ดังนั้น เมื่อเป้าหมายของการลดอัตราเงินเฟ้อเป็นเป้าหมายหลัก นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าเงินมีค่าสูงเกินจริงนี้จึงเป็นสิ่งที่ไม่เกี่ยวข้องไม่ได้

2.4 เงื่อนไขของเศรษฐกิจของเม็กซิโกในตอนต้นปี 1994: กุณภาพพันธ – ธันวาคม:

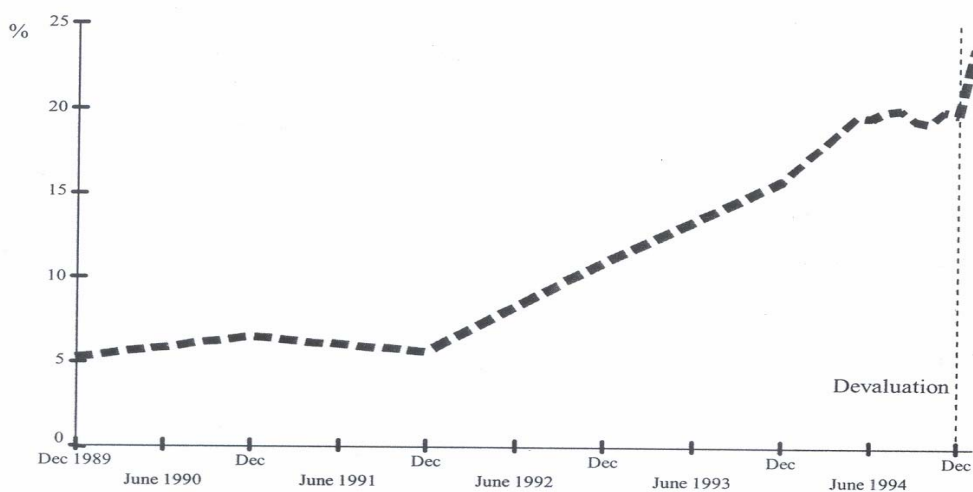
ทฤษฎีความบกพร่องของปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Factors)

ก่อนที่จะกล่าวถึงสภาพเงื่อนไขทางเศรษฐกิจของเม็กซิโกในตอนต้นปี 1994 เราควรพิจารณาสภาพแวดล้อมบางประการ ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 จนก่อนเกิดวิกฤตขึ้น เม็กซิโกมีการเปลี่ยนแปลงหรือปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจจำนวนมาก (Economic Policy Reform) ซึ่งนโยบายเศรษฐกิจเหล่านั้นจัดอยู่ในตระกูลของ Washington Consensus ที่ควรกล่าวถึงคือนโยบายการเงิน ซึ่งรัฐบาลเม็กซิกันได้เปลี่ยนแปลงค่อนข้างมาก โดยการยกเลิกการบังคับเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์ (reserve requirements) ซึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญในการควบคุมการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร ยิ่งกว่านั้นมีการขายธนาคารพาณิชย์หรือการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่เป็นธนาคารของรัฐให้เป็นเอกชน ผลที่สุดการทำเช่นนี้มีผลอย่างยิ่งต่อการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร เพราะขาดประสิทธิภาพที่ดีในการจัดการ การขาดการกำกับที่ดีของสถาบันการเงิน มีผลทำให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่ออย่างขาดความระมัดระวัง จนทำให้เกิดหนี้เสียเป็นจำนวนมาก (ดูรูปที่ 7) ทั้งนี้ก็เพราะในช่วงปี 1987 ถึง 1994 ธนาคารพาณิชย์เพิ่มเครดิตมากกว่า 100% ในรูป real terms โดยเครดิตที่ให้แก่ภาคสังหาริมทรัพย์หรือบ้านนั้นมีมากกว่า 1000% ส่วนเครดิตเพื่อการบริโภคเพิ่มขึ้นมากถึง 450 (Ramirez de la O, 1995) ที่น่าสนใจก็คือการขายเครดิตจำนวนมากนี้เกิดขึ้นก่อนที่เงินทุนไหลเข้าจะจุกทะลักเข้าไปในเม็กซิโกด้วยซ้ำ แต่เป็นผลมาจากการปลดปล่อยการเงินเสรี โดยการยกเลิกเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์

อย่างที่กล่าวมาก่อนหน้านี้ การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญคือ ในภาคการเงินที่อนุญาตให้ผู้มีถิ่นพำนักนอกประเทศมีสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลหรือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์อย่างเสรี ความจริงการทำเช่นนี้เท่ากับว่า เจ้าหน้าที่ของรัฐบาลเม็กซิกันต้องการเปิดตลาดการเงินอย่างเต็มที่ เพราะก่อนหน้านี้ นักลงทุนต่างชาติที่ไม่มีถิ่นพำนักในประเทศเม็กซิโกต้องซื้อผ่านตลาดรองเท่านั้น โดยเฉพาะที่ Griffith-Jones (2001) ชี้ไว้ว่า มีการเปลี่ยนแปลงกฎกติกาในสหรัฐอเมริกาในการกำกับ เช่น กฎ 144-4 เพื่อให้นักลงทุนสามารถไปลงทุนในเม็กซิโกได้ง่ายขึ้น ผลก็คือเงินทุนสามารถไหลเข้าไปในเม็กซิโกจำนวนมากผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ ทำให้มีการขยายเครดิตอย่างขนานใหญ่ให้แก่ภาคธุรกิจเม็กซิโก จนมี NPL จำนวนมากขึ้นเรื่อยๆ โดยมีการเพิ่มอย่างก้าวกระโดดตั้งแต่เดือนธันวาคม 1991 (ดูรูปที่ 7)

รูปที่ 7

Nonperforming Consumer Loans, 1989-1994 (% of total consumer loans made by the commercial banking system)



Source: Created by casewriter based on data from Klaus Desmet and Thomas Mann,

“Lessons from the Mexican Banking Crisis,” mimeo, Banco de Mexico (August 1996).

สิ่งที่น่าประหลาดใจและน่าตกใจก็คือ นโยบายปฏิรูปทางเศรษฐกิจของเม็กซิโกกลับได้รับคำชื่นชมอย่างมากจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ จนมีการกล่าวอย่างโอ้อวดว่า การกระทำของเม็กซิโกถือเป็นตัวอย่างของนักเรียนที่ดีในการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ ดังปรากฏในรายงานของ IMF ที่เขียนถึงเม็กซิโกในมาตรา IV Consultation ก่อนหน้าวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ (ในเดือนกุมภาพันธ์ 1994) ว่า การปฏิรูปเศรษฐกิจของเม็กซิโกถือเป็นแบบอย่างความสำเร็จในการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ โดยที่ IMF ไม่วิพากษ์วิจารณ์นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม IMF ก็เสนอแนะว่า รัฐบาลเม็กซิกันควรปรับให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นมากกว่านี้เท่านั้น ซึ่งเป็นคำแนะนำที่ไม่มีข้อผูกมัดแต่ประการใด การเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจของเม็กซิโกนี้ พิจารณาได้จากตารางที่ 16

ตารางที่ 16

Chronology of Major Events During the Mexican Crisis, 1994-1995

1994:

January 1	NAFTA comes into effect. Chiapas rebels seize six towns.
February 4	U.S. Federal Reserve raises federal funds rate 25 basis points, having left the rate unchanged at 3% since September 1992.
March 22	U.S. Federal Reserve raises rates another 25 basis points.
March 23	Mexican presidential candidate Luis Donaldo Colosio is assassinated.
April 18	U.S. Federal Reserve raises rates another 25 basis points.
May 17	U.S. Federal Reserve raises rates by 50 basis points.
August 16	U.S. Federal Reserve raises rates another 50 basis points.
August 21	Victory for PRI candidate Ernesto Zedillo in the election for president of Mexico.
September 28	Jose Francisco Ruiz Massieu, Secretary General of Mexico's ruling PRI party, is assassinated.
November 15	U.S. Federal Reserve raises rates by 75 basis points.
November 23	Mexican Deputy Attorney General resigns, alleging a cover-up of the murder of his brother, PRI Secretary General Massieu.
December 1	New Mexican government under Zedillo takes office.
December 19	Further violence in Chiapas.
December 20	Banco de Mexico announces 15% shift in the intervention limits for the peso, an effective devaluation of the Mexican currency.
December 22	Banco de Mexico withdraws from the foreign exchange market, allowing the peso to float against all other currencies.

1995:

January 11	U.S. President Clinton announces support for Mexico.
January 15	Direct talks begin between Mexican government and Zapatista rebels (who led the uprising in Chiapas).
January 26	Mexico signs letter of intent accepting IMF conditionality in return for a loan of \$7.8 billion.
January 31	United States announces a \$50 billion loan package for Mexico, consisting of \$20 billion from the U.S., \$18 billion from the IMF (including the \$7.8 billion mentioned above), \$10 billion from the Bank for International Settlements, and \$3 billion from private commercial banks.
February 21	Mexico and United States sign loan agreement.
March 3	Mexican authorities take over a private bank (Banpais) as crisis grips the domestic financial system.
March 9	Mexican government announces a new reform and stabilization plan.

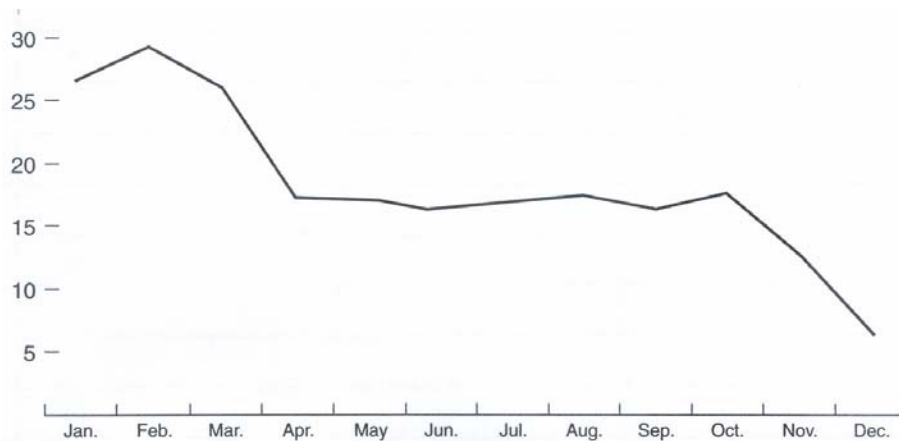
Source: Adapted from International Monetary Fund, "Evolution of the Mexican Peso Crisis," *Capital Markets:*

Developments, Prospects, and Policy Issues, August 1995, pp. 54-55.

เหตุการณ์ในช่วงต้นปี 1994 คือเดือนมกราคมเป็นต้นมานับว่าน่าสนใจอย่างยิ่ง เริ่มตั้งแต่ต้นปี 1994 เมื่อเหตุการณ์ค้าเสรีอเมริกาเหนือที่เม็กซิโกทำกับสหรัฐอเมริกาและแคนาดาเริ่มมีผลบังคับใช้ ขณะเดียวกันก็เกิดการลุกฮือขึ้นของกบฏในเม็กซิโกที่เมือง Chiapas ซึ่งยึดครองพื้นที่ได้ถึง 6 เมืองในเดือนมกราคม 1994 ในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ 1994 เงินทุนสำรองระหว่างประเทศได้เพิ่มสูงขึ้นจนถึงระดับ 29.9 พันล้านเหรียญสหรัฐ. (Banco de Mexico, 1995) แต่การเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นเพียง 2 เดือนเท่านั้น ในปี 1994 หลังจากนั้นก็ลดลงตามลำดับ (ดูรูปที่ 8) ความจริงที่น่าสนใจก็คือเงินทุนไหลเข้ามาในเดือนมกราคมและกุมภาพันธ์ ใหม่ๆ มีความไม่แน่นอนทางการเมืองจากการก่อกบฏใน Chiapas แต่เป็นเพราะผลของ NAFTA ที่รัฐสภาอเมริกันอนุมัติให้เม็กซิโกกลายเป็นส่วนหนึ่งเขตการค้าเสรีในอเมริกาเหนือ

รูปที่ 8

Mexican Foreign Exchange Reserves, 1994 (billions of U.S. dollars, excluding gold)



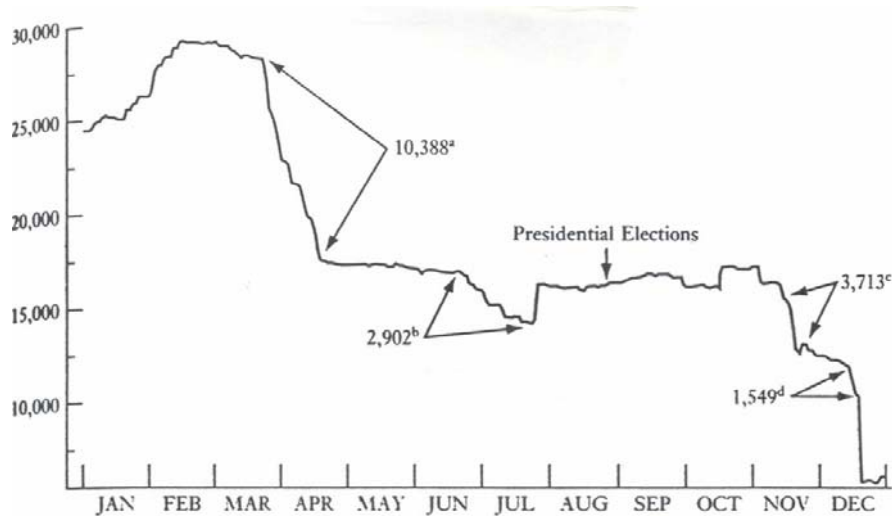
Source: Created by casewriter based on data from International Monetary Fund, *Capital Markets Report*, August 1995.

ปัจจัยสำคัญที่เป็นเงื่อนไขให้เศรษฐกิจเม็กซิโกเริ่มมีปัญหาร้ายแรงก็คือ การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของสหรัฐอเมริกา บวกกับปัญหาทางการเมืองของเม็กซิโก ทำให้นักลงทุนต่างชาติเริ่มลังเลที่จะนำทุนเข้ามาในเม็กซิโก ในเดือนกุมภาพันธ์ 1994 Federal Reserve ของสหรัฐฯ ตัดสินใจขึ้นอัตราดอกเบี้ยจาก 3% เป็น 3.25% และคาดว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกหลายครั้ง ทั้งนี้ก็เพราะลดความรุนแรงของเศรษฐกิจอเมริกากลาง (ดูตารางที่ 16 ในเรื่องลำดับเหตุการณ์ของนโยบายเศรษฐกิจ) กล่าวโดยสรุป สหรัฐฯ มีการปรับอัตราดอกเบี้ยถึง 6 ครั้ง ซึ่งทำให้ต้นทุนคลังของสหรัฐอเมริกาเพิ่มจาก 3% ในเดือนมกราคมเป็น 5.6% ในเดือนธันวาคม 1994 อย่างไรก็ตาม สภาพการณ์ของเม็กซิโกเริ่มเลวร้ายลงเมื่อผู้สมัครแข่งขันตำแหน่งประธานาธิบดี Luis Colosio ถูกลอบสังหารในวันที่ 23 มีนาคม 1994 ซึ่งมีผลให้เงินทุนไหลออกจำนวนมาก

ผลที่คาดไว้คือเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเริ่มลดลงอย่างรวดเร็ว หรือลดลงมากถึง 11 พันล้านเหรียญ สรอ. ในช่วงวันที่ 23 มีนาคม ถึง 21 เมษายน 1994 (ดูรูปที่ 9)

รูปที่ 9

Stock of net international reserves in 1994 (in millions of US dollars)



Note:

^a Assassination of the PRI's presidential candidate

^b Resignation of the Secretary of the Interior

^c Statements by the Deputy Attorney-General

^d Renewed hostility by the EZLN

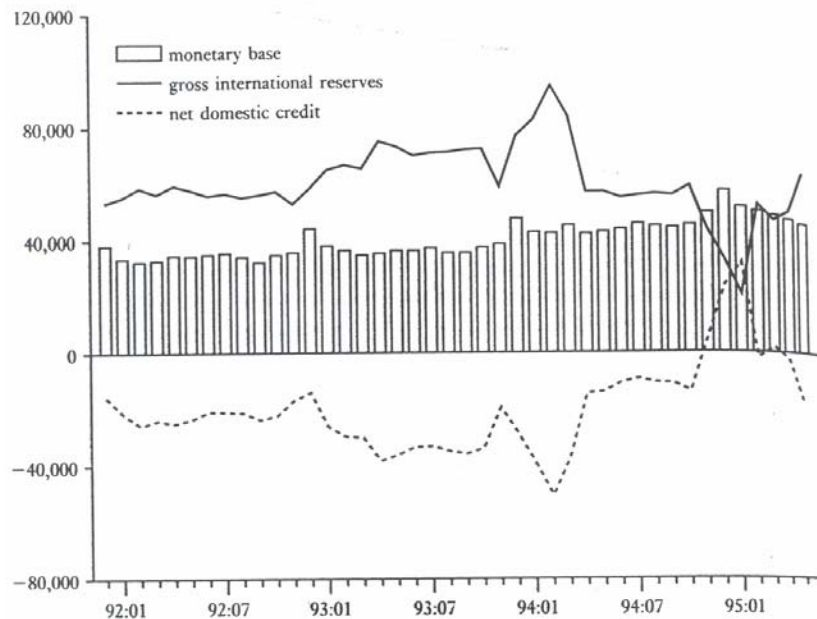
ความจริงแล้ว เมื่อเม็กซิโกประสบกับภาวะเศรษฐกิจที่เงินทุนไหลออกมากขนาดนี้ ทางแก้ไขที่เป็นไปได้มากที่สุดในทางทฤษฎีคือ การทำให้นโยบายการเงินตึงตัวมากขึ้น หรือการขยายช่วงห่างของอัตราแลกเปลี่ยน การทำให้นโยบายการเงินตึงตัวจะช่วยให้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากลดขนาดการขาดดุลลง และอาจทำให้เม็กซิโกมีความน่าสนใจในการลงทุนมากขึ้นเมื่อเทียบกับสหรัฐอเมริกา ในแง่ที่ว่า อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นในเม็กซิโกเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ อาจโน้มน้าวให้นักลงทุนหันกลับมาลงทุนในเม็กซิโก ยิ่งกว่านั้นการขยาย Band ของอัตราแลกเปลี่ยนอาจจะมีผลโดยตรงต่อการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอีกทางหนึ่ง แต่ทั้งนี้นโยบายเพิ่มอัตราดอกเบี้ยและการขยาย Band ของอัตราแลกเปลี่ยนของเม็กซิโกล้วนเป็นแค่ความคิด เพราะมิได้มีการนำมาปฏิบัติแต่อย่างใด เพราะวิกฤติการณ์ของเม็กซิโกนั้นเริ่มก่อตัวเป็นเมฆที่ดำทะมึนอยู่ตรงหน้า แท้จริงแล้วรัฐบาลเม็กซิโกก็ปรับตัวบ้างเหมือนกัน โดยเน้นที่การใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดมากขึ้นเพียงเล็กน้อย หลังจากการลอบสังหารนาย Colosio แล้ว รัฐบาลเม็กซิโกได้ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ย

ของหลักทรัพย์รัฐบาล CETES จาก 10.1% ในวันที่ 23 มีนาคม 1994 เป็น 17.8% ในเดือนเมษายน แต่หลังจากนั้นรัฐบาลเม็กซิโกก็ได้ใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดอีกต่อไป ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยของ CETES จึงขึ้นลงระหว่าง 16 ถึง 18% แต่ในเวลาต่อมาที่ลดลงในเดือนพฤศจิกายน อยู่ในช่วง 13 – 15 % อย่างที่ Griffith-Jones (2001) กล่าวไว้อย่างถูกต้องว่า ที่รัฐบาลเม็กซิกันทำในขณะนั้นก็คือการทำหมั้น (Sterilize) ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อเงินทุนไหลออกจากทุนสำรองระหว่างประเทศ โดยที่มึนัยทางนโยบายว่า มีการขยายสินเชื่อภายในประเทศสุทธิอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือการเพิ่มฐานเงินนั่นเอง ทั้งๆ ที่ในความเป็นจริงแล้ว เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็วก็ตาม (ดูรูปที่ 10)

คำถามที่สำคัญก็คือ เพราะเหตุใดผู้ดำเนินนโยบายของเม็กซิโกจึงดำเนินนโยบายที่ผิดพลาดเช่นนี้ เพราะขณะที่เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง แต่สินเชื่อภายในประเทศสุทธิกลับเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ก็เพราะเจ้าหน้าที่ทางการเงินพยายามทำหมั้นทางการเงิน เนื่องจากมีสารสนเทศที่ไม่สมบูรณ์และดำเนินนโยบายแบบสุ่มเสี่ยงที่เชื่อว่า เงินทุนไหลออกนั้นน่าจะเป็นลักษณะชั่วคราวเท่านั้น มิใช่ลักษณะถาวร

รูปที่ 10

Mexico: central bank sterilized intervention

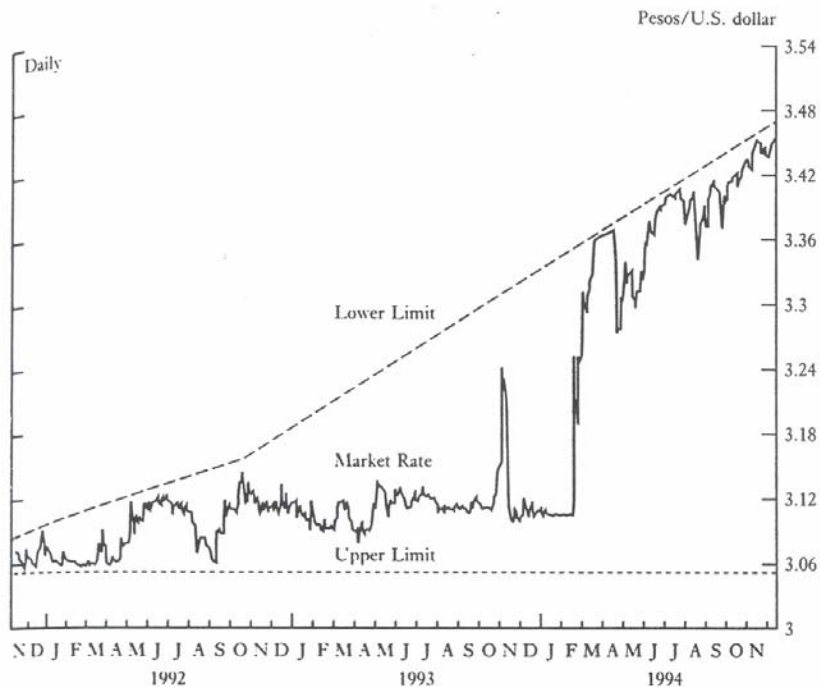


อย่างที่นักเศรษฐศาสตร์ได้วิเคราะห์เมื่อวิกฤตการณ์เกิดขึ้นแล้วว่า ความจริงรัฐบาลเม็กซิโกควรจะปรับอัตราแลกเปลี่ยนโดยการลดค่าเงินเสียแต่ต้น แต่ก็มิได้ทำ ค่าเงินเปโซในปลายเดือนมีนาคม 1994 ได้วิ่งไปใกล้กับ Limit ของ Band และอยู่ ณ ระดับนั้นๆ จนถึงเดือนธันวาคม 1994 (ดูรูปที่ 11)

ปัญหาร้ายแรงที่สุดที่เกิดขึ้นในขณะนั้นก็คือ เจ้าหน้าที่เม็กซิโกมีนโยบายเปิดให้มีการเปลี่ยนการถือครองหลักทรัพย์รัฐบาล ซึ่งเท่ากับเปิดโอกาสให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง นั่นคือการอนุญาตให้มีการเปลี่ยนการถือ CETES ซึ่งเป็นหลักทรัพย์รัฐบาลที่หนุนหลังโดยเงินเปโซให้เป็น Tesobonos ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่ใช้เงินสกุลเหรียญสหรัฐ. เป็นเครื่องหนุนหลัง (ดูตารางที่ 17) การทำเช่นนี้ เท่ากับเป็นการเพิ่ม Stock ของหลักทรัพย์ Tesobonos จาก 3.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนมีนาคม 1994 เป็น 12.6 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนมิถุนายน 1994 และเพิ่มมากขึ้นเป็น 19.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนกันยายน 1994 พอสิ้นเดือนธันวาคม 1994 การถือ Tesobonos เพิ่มขึ้นเป็น 29 พันล้านเหรียญสหรัฐ. (ดูรูปที่ 11)

รูปที่ 11

Mexican exchange rate changes within the exchange rate band
(November 1991 through mid-December 1994)



ตารางที่ 17

Mexico: non-resident investments in Mexican government securities, 1991-95

	CETES	Ajustabonos	Tesobonos	Bondes	Total
Net non-resident purchases	in billions of US dollars				
1991	2.3	1.4	0.3	-0.5	3.4
1992	5.6	2.1	-0.1	0.5	8.1
1993	5.6	0.7	1.1	-0.4	7.0
1994	-11.6	-3.9	14.3	-0.9	-1.9
Non-resident holdings ^a					
January 1991	1.4	0.3	-	1.6	3.3
December 1991	3.0	1.5	-	0.7	5.5
December 1992	9.1	3.7	0.2	1.3	14.3
December 1993	15.4	4.4	1.3	0.8	21.9
December 1994	2.5	0.5	17.4	-	20.5
April 1995	3.4	0.4	10.2	0.3	14.3
Non-residents holdings ^a	percentage of total public holdings				
January 1991	7.3	7.4	58.9	8.4	8.0
December 1991	21.9	15.9	78.7	4.0	13.1
December 1992	75.8	41.4	58.6	12.4	45.6
December 1993	63.1	53.4	80.3	18.7	56.6
December 1994	60.2	19.1	79.0	5.0	69.3
April 1995	60.8	17.8	90.4	15.4	68.4

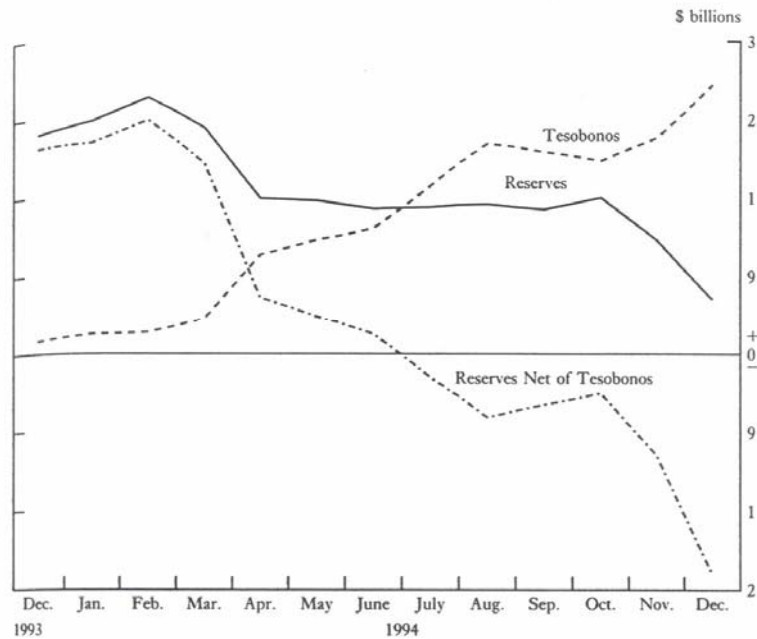
Source: Bank of Mexico; and Fund staff estimates

Note:

^a Change in holdings reflects net purchases of securities, exchange rate revaluation, and the indexation features of Ajustabonos and Tesobonos

รูปที่ 12

Mexican international reserves and Tesobonos outstanding



ผลก็คือ องค์ประกอบของหนี้ต่างประเทศเปลี่ยนไปอย่างสิ้นเชิง โดยเฉพาะที่ถือโดยชาวต่างชาติ นั่นคือ ในเดือนธันวาคม 1993 ร้อยละ 70 เป็นไปในรูป CETES และ ร้อยละ 6 ในรูป Tesobonos แต่ในเดือน ธันวาคม 1994 ตัวเลขกลับเปลี่ยนแปลงอย่างมาก นั่นคือร้อยละ 10 อยู่ในรูป CETES และร้อยละ 87 อยู่ในรูปของ Tesobonos (Lustig, 1995) อย่างที่นักเศรษฐศาสตร์เพิ่งมารับรู้ทีหลังว่า การเปลี่ยนแปลงการถือครองหลักทรัพย์ของรัฐบาลเม็กซิโกนี้ บริษัทที่เป็นกองทุนรวม (Mutual Funds) ของสหรัฐอเมริกาเป็นผู้เล่นตัวหลักของเรื่องนี้จาก CETES เป็น Tesobonos คำถามหลักที่สำคัญในเรื่องนี้ก็คือ เพราะเหตุใดนักลงทุนต่างชาติจึงค่อยๆ เปลี่ยนการถือ CETES มาเป็น Tesobonos คำตอบเดียวที่มีเหตุผลมากที่สุดก็คือ นักลงทุนต่างชาติไม่มั่นใจอัตราแลกเปลี่ยนของเม็กซิโกอีกต่อไป จึงหันมาถือหลักทรัพย์ที่มีเงินเหรียญสหรัฐ. หนุนหลัง แทน ปรากฏการณ์ดังกล่าวชี้ชัดเจนว่า เศรษฐกิจของเม็กซิโกกำลังตกอยู่ในอันตราย โดยเฉพาะการถือ Tesobonos ที่เพิ่มมากขึ้นนั้น เกิดขึ้นพร้อมๆ กับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศกำลังลดลง (ดูรูปที่ 11) ที่น่าสนใจยิ่งกว่านั้นก็คือหลักทรัพย์ Tesobonos นั้นมิใช่หลักทรัพย์ระยะยาวหากแต่เป็นหนี้ระยะสั้น (Short-term debts) ที่ปรากฏในตอนหลังวิกฤติ นักเศรษฐศาสตร์เริ่มค้นพบความจริงว่า stock ของ Tesobonos ได้ทวีเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ จนมีมากกว่าทุนสำรองระหว่างประเทศ นั่นเท่ากับว่า สถานการณ์ทางเศรษฐกิจอยู่ในขั้นที่อันตรายมาก (ดูรูปที่ 11) ยิ่งกว่านั้น เนื่องจากหนี้ต่างประเทศนี้เป็นหนี้ที่ใช้เงินสกุลเหรียญสหรัฐ. เป็นตัวหนุนหลัง ซึ่งเท่ากับว่าเจ้าหน้าที่เม็กซิโกไม่สามารถจะทำอะไรได้ในการปรับค่าของหนี้นี้ได้เลย โดยเฉพาะถ้าเลือกการลดค่าเงินก็จะมีหนี้จำนวนมหาศาล หรือในทำนองกลับกันก็ไม่สามารถพิมพ์ธนบัตรมา service

หนี้สาธารณะนี้ได้แต่ประการใด สิ่งที่เกิดขึ้นก็คือ ถ้านักลงทุนต่างชาติปฏิเสธที่จะ roll over ของ Tesobonos ก็จะวิกฤติทันที

ยิ่งกว่านั้น ในช่วงต้นปี 1994 เกิดความอ่อนไหวทางการเงินในเม็กซิโก เพราะเหตุว่าธนาคารพาณิชย์ได้หันมากู้เงินทุนระยะสั้นจำนวนมากจากต่างประเทศ ตัวเลขที่น่าสนใจก็คือการ financing นี้เพิ่มจาก 19 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในปี 1991 เป็น 25 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในปี 1994 สะท้อนให้เห็นว่า บทบาทเงินกู้ระยะสั้นมีผลอย่างสำคัญต่อเศรษฐกิจเม็กซิโกในขณะนั้น (ดูตารางที่ 18) สิ่งที่เกิดขึ้นก็คือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกไม่ควรปล่อยเหตุการณ์บานปลายมาเป็นเช่นนี้ การปล่อยให้หนี้ต่างประเทศจำนวนมากเป็นหนี้ระยะสั้นต่ำกว่า 1 ปี และเป็นหนี้ในสกุลเหรียญสหรัฐ. นับเป็นอุทาหรณ์อย่างดีว่า นี่เป็นข้อผิดพลาดอย่างฉกรรจ์ทีเดียว

2.4 วิกฤติการณ์เศรษฐกิจ: ทฤษฎีความระส่ำระสายของภาคเอกชน

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งเห็นว่าในตอนต้นปี 1994 นั้น เศรษฐกิจของเม็กซิโกเริ่มส่ออาการของความไม่ยั่งยืนทางเศรษฐกิจแล้ว และจำเป็นต้องได้รับการแก้ไขอย่างเร่งด่วน โดยเฉพาะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากนั้นเป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่ค่าเงินเปโซมีค่าสูงเกินความเป็นจริง (overvaluation) แต่อย่างทีกล่าวมาแต่ต้น สถานการณ์เศรษฐกิจในเม็กซิโกสร้างภาพลวงตาให้แก่นักวิชาการ เพราะในปี 1994 เขตการค้าเสรี NAFTA เพิ่งเริ่มใช้ คนจำนวนมากมิได้ตระหนักว่า วิกฤติการณ์จะเกิดขึ้นได้ เพราะเชื่อว่า NAFTA น่าจะสร้างความมั่นคงให้แก่เม็กซิโก และการเปิดการค้าเสรีจักช่วยให้เศรษฐกิจมีเศรษฐกิจดีขึ้นและมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น ที่สร้างภาพลวงตามากที่สุดคือภาระหนี้ต่างประเทศ ซึ่งในขณะนั้น debt/GDP ratio มีระดับต่ำ คือจาก 78.4 ในปี 1986 ลดลงเหลือ 34.7% ในปี 1993 นั่นคือ การกู้ยืมหนี้จากต่างประเทศยังสามารถทำได้อีกพอสมควร ในทัศนะของ Sachs et. al. (1995) ปรากฏการณ์ที่กล่าวมาข้างต้นนั้นไม่ใช่สาเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ในเม็กซิโก ทั้งค่าเงินเปโซสูงเกินจริงหรือการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก แต่สาเหตุที่แท้จริงเกิดจากความตื่นตระหนกของนักลงทุนต่างชาติ (Private Panic) มากกว่า เพราะมีการตัดสินใจก่อนที่เม็กซิโกจะประกาศลดค่าเงินด้วยซ้ำ การเกิดวิกฤติการณ์ในเดือนธันวาคม 1994 จึงมิใช่เกิดจากปัจจัยพื้นฐานอย่างที่วิเคราะห์มาแต่ต้นแต่ประการใด ตามการวิเคราะห์ของนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้ เมื่อสิ้นปี 1993 อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเม็กซิโกมีค่าสูงขึ้นจริงเมื่อเทียบกับค่าถัวเฉลี่ยในระยะยาวประมาณ 20-50% (ดูรูปที่ 13 และ 14)

ตารางที่ 18

Mexico: Quarterly Capital Account, 1993-First Quarter 1995 (in millions of US dollars)

	1993				1994				1995
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Capital account	7 959	7 639	6 955	7 938	7 729	-2 040	7 754	-2 576	-6 253
Official capital	4 687	367	2 648	191	2 730	-474	2 278	-4 933	-1 935
Medium-and									
long-term borrowing	-98	679	653	367	826	520	-189	290	-1 421
Commercial banks	-343	-607	-256	-776	-230	-280	-7	-209	-307
Multilaterals	-68	2	38	240	-102	-42	-169	147	-231
Bilaterals and suppliers ¹	-233	207	-42	74	-381	-256	-291	-4	-652
Bond placements and other	546	1 077	913	830	1 539	1 098	278	355	-232
Short-term borrowing	1 347	29	-317	4	834	154	984	200	-1 969
Exchange Stabilization Fund	-	-	-	-	-	-	-	-	5 236
Non-resident purchase of Mexican Government									
treasury bills ²	3 718	1 227	1 694	374	1 487	35	1 163	-4 627	-4 652
CETES	2 330	-205	2 175	1 304	-60	-5 509	-1 955	-4 063	933
Tesobonos	-120	-25	515	693	1 732	7 108	4 628	870	-5 578
Other	1 508	1 457	-966	-1 623	-185	-1 564	1 510	-1 434	-7
Other Government financial assets	-288	-1 567	618	-555	-417	-1 183	320	-796	872
Long-term trade lending	-119	-274	-4	115	-41	-112	92	20	69
Debt enhancements	-137	-140	-143	-146	-149	-152	-155	-159	-162
Other	-33	-1 154	764	-525	-227	-919	383	-657	965
Private capital	3 281	7 272	4 307	7 748	4 999	-1 566	5 476	2 357	-4 318
Direct investment	1 164	954	550	1 721	1 846	1 618	2 325	2 191	607
Equity investment	1 269	1 312	1 879	6 257	3 466	248	744	-369	119
Bond placements	994	1 865	1 968	1 491	1 486	74	446	55	-1 185
Banking sector	-	325	1 253	160	173	-62	-136	-158	-14
Non-bank private sector	994	1 540	715	1 331	1 313	136	582	213	-1 171
Net external credits	1 943	2 337	536	1 445	3 352	-381	-1 199	645	-1 188
Banking sector	675	2 125	298	330	1 953	-317	-1 278	823	-2315
Non-bank private sector	1 268	212	238	1 115	1 399	-64	79	-178	1 127
Increase in assets abroad(-)	-482	528	-230	-1 625	-2 695	-632	588	-655	-1 286
Interest earnings held abroad	-204	-170	-166	-192	-199	-287	-323	-380	-407
Other	-278	698	-64	-1 434	-2 496	-345	911	-275	-879
Other, including errors and omissions	-1 605	276	-395	-1 541	-2 456	-2 493	2 572	491	-1 385

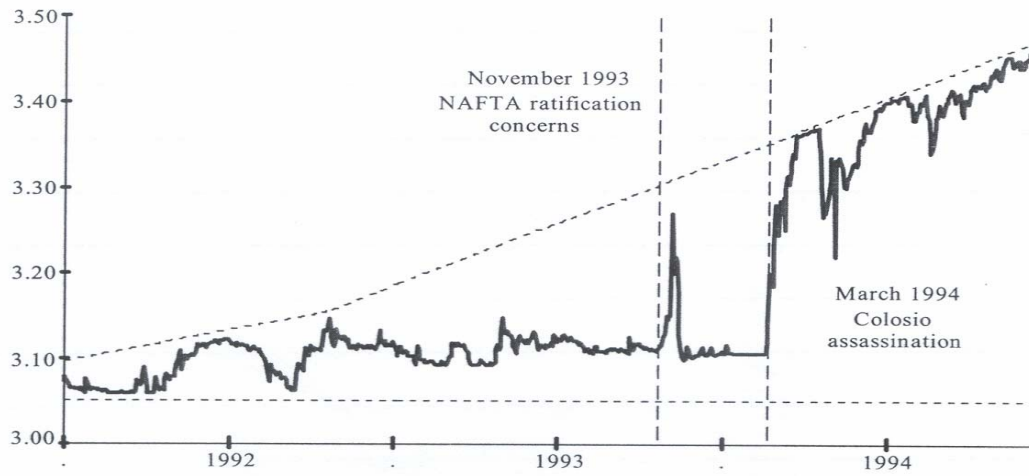
¹ Includes Commodity Credit Corporation (CCC).

² Short-and medium-term financing provided by the US and Canada under the North American Framework Agreement (NAFA).

Source: Bank of Mexico; and Fund Staff estimates.

รูปที่ 13

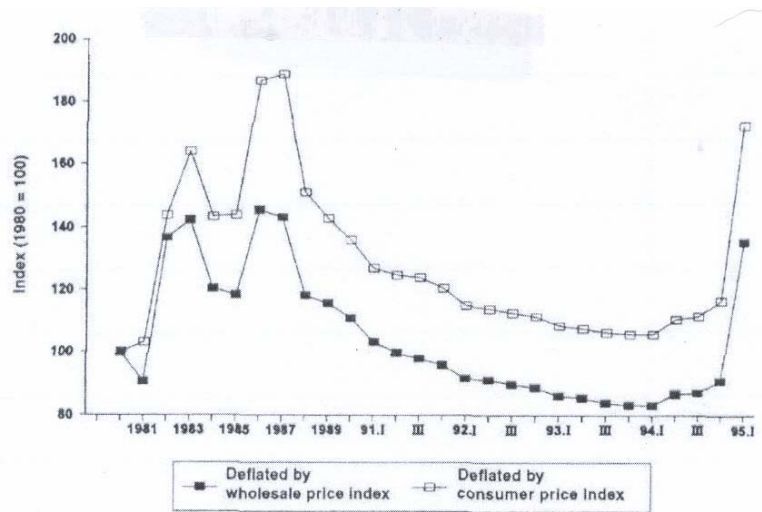
Peso-Dollar Exchange Rate in Banco de Mexico's Fluctuation Band, 1992-1994 (new pesos per dollar)



Source: Created by casewriter based on data from Economic Research Department, Banco de Mexico.

รูปที่ 14

Real exchange rate



Source: Banco de Mexico.

แต่สิ่งที่น่าสนใจอยู่ที่อัตราเงินเฟ้อของเม็กซิโกได้ลดลงอย่างต่อเนื่องในต้นปี 1994 เหลือเพียง 5-8% ต่อปี จากที่เคยสูงมากถึงเลข 2 หลัก ทั้งนี้ส่วนหนึ่งเพราะมีการกำหนดค่าเงินเปโซเทียบกับเงินเหรียญสวอ. สูงเกินความเป็นจริงนั่นเอง อย่างไรก็ตาม ในเดือนมีนาคม 1994 อัตราแลกเปลี่ยนเงินเปโซมีค่าสูงขึ้นประมาณ 10% ส่วนค่าเงินเหรียญสวอ. มีค่าลดลงเองในรูปที่แท้จริงเมื่อเทียบกับเงินสกุลของยุโรปและเงินเยนของญี่ปุ่น ผลก็คืออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของเม็กซิโกเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นๆ ในหลายสกุลมีค่าเงินที่สูงเกินจริงน้อยกว่าเมื่อเทียบกับประเทศคู่ค้าที่สำคัญคือสหรัฐอเมริกา

อย่างไรก็ตาม ประเด็นหนึ่งที่มีการกล่าวอ้างอย่างมากคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดตั้งแต่ปลายปี 1980s เริ่มอยู่ในภาวะที่เลวลงเรื่อยๆ ในปี 1990 จนถึงระดับ 6.8% ของ GDP ในปี 1993 และสูงขึ้นอย่างมากจนถึง 7.9% ของ GDP ในปี 1994 ความจริงก็คือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนี้สะท้อนว่า มีการลงทุนเพิ่มขึ้นแต่อัตราการออมกลับมีการลดลงอย่างมาก ดังแสดงไว้ในตารางที่ 19 ข้อมูลในตารางนี้ชี้ชัดเจนว่า ความห่างของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดตั้งแต่ปี 1988-1994 เป็นการขาดดุลเนื่องจากการลงทุนจำนวนมาก โดยเพิ่มจาก 20.4 เป็น 23.6% ของ GDP และที่น่าสนใจก็คือการลดลงอย่างรวดเร็วของอัตราการออมของประเทศ จาก 19% เหลือเพียง 15% ของ GDP กล่าวอีกแง่หนึ่งก็คือการเพิ่มขึ้นของการบริโภคภาคเอกชนนั้นเกิดขึ้นได้โดยมีเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศเข้ามาช่วยนั่นเอง ตัวเชื่อมสำคัญคือระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งแปลงเงินทุนไหลเข้าเหล่านี้ให้เป็นอสังหาริมทรัพย์และเงินกู้เพื่อการบริโภค การเกิดปรากฏการณ์นี้ชี้ว่าเป็นความเปราะบางของสถาบันการเงินที่นำเงินทุนระยะสั้นเข้ามาแปลงเป็นเงินเปโซ และปล่อยให้แก่ภาคเอกชน

ตารางที่ 19

Saving and investment (% of GDP)

	Saving		Investment		Saving less investment		Current account
	Public*	Private***	Public	Private	Public	Private**	
1988	1.4	17.6	5.0	15.4	-3.6	2.2	-1.4
1989	3.1	15.6	4.8	16.5	-1.7	-0.9	-2.6
1990	6.7	12.5	4.9	17.0	1.8	-4.5	-2.7
1991	7.5	10.3	4.6	17.8	2.9	-7.5	-4.6
1992	7.1	9.5	4.2	19.1	2.9	-9.6	-6.7
1993	6.3	8.9	4.2	17.8	2.1	-8.9	-6.8
1994	5.0	10.7	4.5	19.1	0.5	-8.4	-7.9

Sources: Banco de Mexico.

Notes: *Defined as the operational deficit plus public investment. ** Defined as current account deficit less (S-1) public. ***Defined as (S-1) private plus private investment.

อย่างไรก็ตาม Sachs et. al. (1996) พยายามโต้แย้งว่า หนี้ต่างประเทศของเม็กซิโกก่อนเกิดวิกฤตินั้น ไม่ใช่สาเหตุหลัก เพราะเหตุว่า การใช้จ่ายของรัฐบาลหรือการบริโภคของรัฐบาลนั้นยังคงไม่เปลี่ยนแปลงมากนักตั้งแต่ 1990 ดังที่สามารถพิจารณาจากรายที่ 20 และรูปที่ 15 ประเด็นสำคัญอยู่ที่ว่า การลงทุนของภาครัฐบาลมีการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเท่านั้น แต่ในแง่งบประมาณของรัฐบาลมีภาวะเกินดุลตั้งแต่ปี 1990 จนถึง 1994 ที่เป็นเช่นนี้สะท้อนว่า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนั้นเป็นผลสืบเนื่องจากการลงทุนที่มีมากเกินไปเมื่อเทียบกับการออมของประเทศ ดังที่สะท้อนอย่างชัดเจนในรูปที่ 14 ซึ่งตัวจักรกลที่ทำให้เกิดภาวะไร้ดุลยภาพภายนอกเช่นนี้ เกิดจากภาคเอกชนโดยแท้ เพราะหนี้สาธารณะสุทธิเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ในแง่ของหนี้มวลรวม (Cetes และ Tesobonos) ที่ออกโดยรัฐบาลเม็กซิโกในการทำมันทางการเงินเนื่องจากมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก

ตารางที่ 20

Public sector balances (% of GDP)

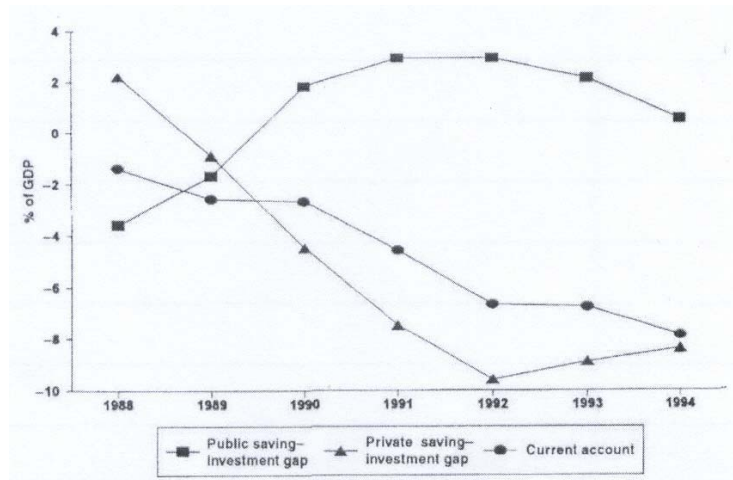
	Financial balance	Primary balance	Operational balance
1980	-7.5	-3.0	-3.6
1981	-14.1	-8.0	-10.0
1982	-17.0	-3.5	-5.5
1983	-8.6	4.6	0.4
1984	-8.5	4.1	-0.3
1985	-9.6	3.9	-0.8
1986	-16.1	3.7	-2.4
1987	-16.0	5.8	1.8
1988	-12.4	8.0	-3.6
1989	-5.6	8.4	-1.7
1990	-3.3	7.6	1.8
1991	-1.5	5.3	2.9
1992	0.5	5.6	2.9
1993	-2.1	3.6	2.1
1994	-3.9	2.3	0.5

Source: DGPH, Ministry of Finance, Mexico.

Note: Financial balance: includes all the public sector borrowing requirements. Primary balance: financial balance less interest paid on public debt. Operational balance: primary balance plus the real portion of the interest paid on public debt.

รูปที่ 15

Saving-investment gap and current account



Source: Banco de Mexico.

คำถามที่น่าสนใจก็คือ เพราะเหตุใด หนี้ต่างประเทศของเม็กซิโกจึงไม่สูงมากนักเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในขณะนั้น จริงๆ แล้วหนี้สาธารณะของรัฐบาลลดลงจาก 67% ของ GDP ในปี 1989 เหลือเพียง 30% ของ GDP ในปี 1993 ในจำนวนนี้ 19% ของ GDP เป็นหนี้ต่างประเทศ ซึ่งเป็นหนี้สาธารณะในระยะยาว เพราะมีการปรับโครงสร้างหนี้ในปลายปี 1993 และอีก 11% เป็นหนี้ภายในประเทศที่มีอายุของหนี้ประมาณ 200 วัน เมื่อเทียบกับประเทศอุตสาหกรรมที่สำคัญทั้งหลาย หนี้สาธารณะของเม็กซิโกจึงไม่สูงมากนัก (ดูตารางที่ 21)

ตารางที่ 21

Gross public debt (% of GDP)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Mexico	74.7	66.6	57.5	46.8	36.3	33.7	50.7
External debt	46.8	39.5	33.4	28.4	23.2	21.7	36.4
Internal debt	27.9	27.1	24.1	18.4	13.1	12.0	14.3
OECD countries	58.0	57.5	58.3	59.9	64.1	68.1	70.6

Sources: SHCP, Informe Sobre la Situacion Economica, las Finanzas Publicas y la Deuda Publica, 1995; OECD, Economic Outlook, December 1994.

ตามที่เสนอของ Sachs et. al. (1996) หนี้สาธารณะของเม็กซิโกไม่ใช่อยู่ในระดับอันตรายแต่ประการใด แต่ปัญหาที่นักวิชาการจาก Harvard กลุ่มนี้เชื่อก็คือ ปัญหาของนักลงทุนเองที่หยุดนำเข้าอย่างกะทันหันทำให้เกิดวิกฤตการณ์ในปี 1994 โดยเกิดขึ้นจากปัจจัยทางการเมืองเมื่อเดือนมกราคม 1994 ที่ Chiapas จนกระทั่งการลอบสังหารผู้สมัครประธานาธิบดี Luis Donaldo Colosio ในเดือนมีนาคม 1994 มีผลทำให้ risk premium ของการกู้เงินสูงขึ้นอย่างมาก และนั่นทำให้เงินทุนไหลเข้าสู่รัฐต้องหยุดลงตั้งแต่เดือนมีนาคม จนถึงเดือนธันวาคม 1994

แต่ปัญหาอีกอย่างหนึ่งของการเกิดความตื่นตระหนกทำให้เงินทุนไหลเข้าหยุดชะงักนั้นมีผลอย่างสำคัญต่อตลาดเงิน ซึ่งมีความเปราะบางอยู่แล้ว ในตอนปลายปี 1994 เม็กซิโกได้พัฒนาตลาดการเงินมากพอสมควร ทำให้อัตราส่วนของ M2 ต่อ GDP เพิ่มขึ้นจาก 25% ในปี 1989 เป็นมากกว่า 33% ในตอนสิ้นปี 1993 การขยายปริมาณเงินเช่นนี้เป็นการสร้างความเข้มข้นของระบบการเงินของเม็กซิโก (ดูตารางที่ 22) และทำให้กระบวนการสร้างปริมาณเงินมีความมั่นคงยิ่งขึ้น เพราะเหตุว่า อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำจากโครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และการปลดปล่อยการเงินเสรีที่ดำเนินนโยบายโดยธนาคารชาติของเม็กซิโก โดยการทำให้ legal reserve requirement เท่ากับศูนย์ ผลก็คือ ทำให้ตัวทวีคูณทางการเงิน (money multiplier) เพิ่มขึ้นอย่างมหาศาล ปัญหาใหญ่ที่เม็กซิโกมีได้ระมัดระวังอย่างดีก็คือ เมื่อเปิดการเงินเสรีโดยให้ทุนสำรองตามกฎหมายเท่ากับศูนย์และมีเงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามาจำนวนมาก จนเป็นหนี้ระยะสั้นจำนวนมาก ทั้งๆ ที่ยังใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ จะทำให้ธนาคารล้มละลายได้ง่ายมาก แต่ปัญหานี้ไม่ได้รับการใส่ใจเท่าที่ควรตั้งแต่ต้น

ตารางที่ 22

Monetary indicators

	Reserves/M1	Reserves/M2	Reserves/M3	M3 in foreign currency	
				% of reserves	% of M3
1989	1.80	7.15	10.45	61.6	5.9
1990	1.68	6.10	8.62	63.0	7.3
1991	2.04	4.99	5.91	55.8	9.5
1992	2.19	5.61	6.50	52.5	8.1
1993	1.95	4.87	6.09	56.3	9.3
1994M1	1.77	4.49	5.68	56.6	10.0
1994M2	1.55	3.92	5.08	51.6	10.2
1994M3	1.74	4.59	5.79	69.2	11.9
1994M4	2.42	6.91	8.34	134.2	16.1
1994M5	2.44	6.90	8.48	143.6	16.9
1994M6	2.57	7.36	9.08	159.7	17.6
1994M7	2.54	7.46	9.18	177.4	19.3
1994M8	2.49	7.55	9.37	195.8	20.9
1994M9	2.53	7.58	9.41	192.9	20.5
1994M10	2.36	7.23	8.92	178.1	20.0
1994M11	3.39	10.20	12.45	259.5	20.8
1994M12	4.72	13.89	18.06	547.7	30.3

Source: Banco de Mexico, *Indicadores Economicos*, February 1995.

Note: 1989-93 figures are for the month of December. M1: currency+checking accounts. M2: M1+short-term banking securities. M3: M2+short-term non-banking securities. M3 denominated in foreign currency includes M2 denominated in foreign currency + *Tesobonos*.

เจ้าหน้าที่ทางการเงินของเม็กซิโกพิจารณาการเปิดการเงินเสรีในทางบวกเท่านั้น โดยพิจารณาว่าจะทำให้ระบบการเงินเข้มแข็งขึ้น แต่ขณะเดียวกัน อาจเกิดความเปราะบางทางการเงิน แต่ประเด็นหลังนี้มิได้รับพิจารณาอย่างถี่ถ้วน ดังจะเห็นว่ามีการเปลี่ยนแปลงกฎหมายของเม็กซิโกในปี 1990 อนุญาตให้ต่างชาติถือพันธบัตรรัฐบาลได้ และซื้อหุ้นในเกือบทุกภาคเศรษฐกิจของประเทศโดยไม่มีสิทธิโหวด ทำให้เงินทุนไหลเข้าเม็กซิโกจำนวนมากอย่างไม่เคยเกิดมาก่อน เพราะผลจากการปฏิรูปเศรษฐกิจตามแนวทาง Washington Consensus ซึ่งเงินทุนไหลเข้านี้จำนวนมากเป็นเพียงเงินทุนระยะสั้น แม้ว่าธนาคารชาติของเม็กซิโกจักได้พยายามทำให้นักลงทุนไหลเข้าโดยการออกพันธบัตรระยะสั้น (Cetes) ผลก็คือทำให้อัตราส่วนของ M3 ซึ่งผนวกเอาหนี้สาธารณะที่เป็นระยะสั้น เมื่อเทียบกับ GDP เพิ่มขึ้นจาก 36% ในปี 1989 เป็น 41% ในปี 1993 ผลที่น่าสนใจก็คือ เมื่อสิ้นปี 1993 พันธบัตร Cetes มีจำนวนมากถึงเกือบ 100% ของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศสุทธิ และ M3 มีขนาดใหญ่กว่าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศถึง 6 เท่า ซึ่งสภาวะการณ์เช่นนี้จึงไม่แปลกใจว่า เมื่อเกิดเหตุการณ์ทางการเมืองที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น จะทำให้เงินทุนไหลออกอย่างรวดเร็ว และนำไปสู่วิกฤตการณ์ได้โดยง่ายดาย

3. วิกฤตการณ์ของเม็กซิโกในปี 1994

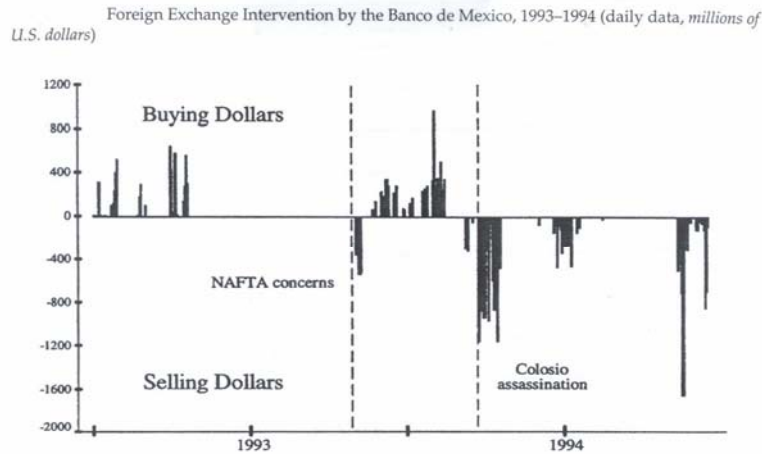
3.1 ลักษณะทั่วไป

ในวันที่ 20 ธันวาคม 1994 รัฐบาลเม็กซิโกต้องแก้ไขวิกฤตการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยน โดยการขยายขอบเขตของค่าเงินเปโซไปอีก 15% เพราะเหตุการณ์เริ่มขยายปลาย เนื่องจากมีเงินทุนไหลออกจำนวนมาก โดยเฉพาะวันที่ 20-21 ธันวาคม 1994 มีเงินทุนไหลออกจำนวนมาก ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงมากกว่า 4 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ผลก็คือ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดต่ำลงมากจนไม่อาจชำระค่าได้ จำเป็นต้องปล่อยให้ค่าเงินลอยตัว ทั้งๆ ที่จริงแล้ว เจ้าหน้าที่เม็กซิโกได้พยายามทำทุกอย่างเท่าที่ทำได้หมดแล้ว นั่นคือ มีการประกาศลดค่าเงินประมาณ 20% ในวันที่ 20 ธันวาคม 1994 แต่เหตุการณ์ก็หายไปเสียแล้ว การกล่าวประณามว่าความล้มเหลวของการแก้ไขวิกฤตการณ์ในเม็กซิโกเป็นผลจากการดำเนินนโยบายที่ผิดพลาด อาจไม่ใช่คำตอบที่ดีนัก แต่จำเป็นต้องเข้าใจว่า ในขณะนั้น มีปัญหาความไม่สมบูรณ์ของสารสนเทศในตลาดทุนระหว่างประเทศด้วย ซึ่งเป็นข้อจำกัดที่สำคัญยิ่ง ประเด็นดังกล่าวนี้ Grilith – Jones (2001) ได้ให้เหตุผลที่สำคัญไว้ 2 ประการ กล่าวคือ ประการแรก แม้ว่าทางการของเม็กซิโกได้ประกาศลดค่าเงินในวันที่ 20 ธันวาคม 1994 ซึ่งถือเป็นนโยบายที่ถูกต้องในการแก้ไขปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก แต่ก็เป็นการแก้ไขปัญหาก็หายไปแล้ว โดยเฉพาะการขยาย Band ของอัตราแลกเปลี่ยนเปโซนั้น ประกาศไปเมื่อเงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงไปมากจนเหลือประมาณ 10 พันล้านเหรียญสหรัฐ. การซื้อและขายเงินเหรียญสหรัฐ. นั้นสามารถพิจารณาจากรูปที่ 15 ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการเทขายเงินเหรียญสหรัฐ. จำนวนมากในปี 1994 ตอนต้นปีและตอนปลายปี ทั้งๆ ที่ในปลายเดือนกุมภาพันธ์ 1994 เงินทุนสำรองระหว่างประเทศมีอยู่ 29 พันล้านเหรียญสหรัฐ. แต่เมื่อมีการลอบสังหารผู้สมัครประธานาธิบดี

Colosio เงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็วเหลือเพียง 17 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในกลางเดือนเมษายน 1994 ปัญหานี้เกี่ยวข้องกับหนี้ต่างประเทศที่มีฐานเป็นเหรียญสหรัฐ. (Tesobonos) ซึ่งเป็นหนี้ระยะสั้น จะเห็นว่าหนี้ Tesobonos เพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่เดือนเมษายน 1994 จนถึงสิ้นปี 1994 (ดูรูปที่ 16)

รูปที่ 16

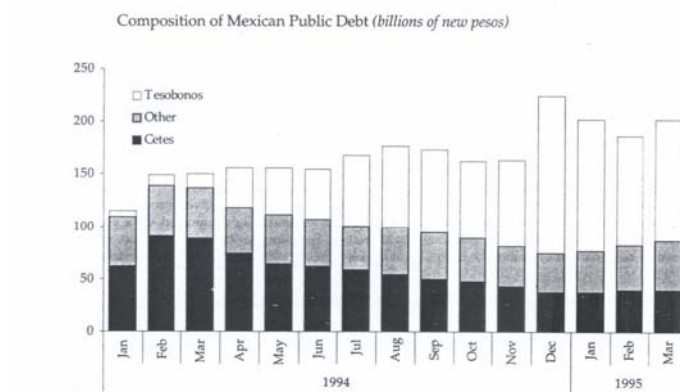
Foreign Exchange Intervention by the Banco de Mexico, 1993-1994 (daily data, millions of U.S. dollars)



Source: Created by casewriter based on data from Economic Research Department, Banco de Mexico.

รูปที่ 17

Composition of Mexican Public Debt (billions of new pesos)



Source: Created by casewriter based on data from International Monetary Fund, *Capital Markets Report*, August 1995.

ตารางที่ 23 Mexican Stock Exchange (BMV) 1989-95

Year/Month	Market Value		Foreign Investment		Share of	IPC	
	Amount (000,000) US \$	Variation	Amount (000,000) US \$	Variation %	Foreigners	Points	Variation
					BMV %		
December 1989	26 562.71	-	808	-	3.04	418.93	-
December 1990	40 939.86	54.13	4079.45	404.88	9.96	628.79	50.10
December 1991	101 718.65	13.59	18 542.51	9.07	18.23	1 431.46	3.42
December 1992	138 749.07	4.68	28 668.00	3.66	20.66	1 759.44	2.55
December 1993	200 613.34	18.70	54 623.05	26.97	27.23	2 602.63	17.46
January 1994	215 383.00	7.36	60 924.55	11.52	28.29	2 781.37	6.87
February 1994	202 646.12	(5.91)	56 166.82	(7.81)	27.72	2 585.44	(7.04)
March 1994	186 301.92	(8.07)	50 296.03	(10.45)	27.00	2 410.38	(6.77)
April 1994	181 114.11	(2.78)	48 328.32	(3.91)	26.68	2 294.10	(4.82)
May 1994	188 229.96	3.93	51 032.43	7.17	27.52	2 483.73	8.27
June 1994	174 633.22	(7.22)	46 445.26	(10.32)	26.60	2 262.58	(8.90)
July 1994	184 371.77	5.58	51 032.43	9.88	27.68	2 462.27	8.83
August 1994	202 574.72	9.87	55 394.16	8.55	27.35	2 702.73	9.77
September 1994	204 480.98	0.94	55 913.07	0.94	27.34	2 746.11	1.61
October 1994	195 429.07	(4.43)	50 747.94	(9.24)	25.97	2 552.08	(7.07)
November 1994	195 838.05	0.21	50 393.06	(0.70)	25.73	2 591.34	1.54
December 1994	129 850.36	(33.70)	34 395.16	(31.75)	26.49	2 375.66	(8.32)
January 1995	88 124.25	(32.13)	22 973.06	(33.21)	26.07	2 093.98	(11.86)
February 1995	77 300.67	(12.28)	18 946.20	(17.53)	24.51	1 549.84	(25.99)
March 1995	74 349.02	(3.82)	19 935.00	5.22	26.81	1 832.83	18.26
April 1995	90 499.83	21.72	23 125.15	16.00	25.55	1 960.55	6.97
May 1995	82 747.61	(8.57)	21 952.44	(5.07)	26.53	1 945.13	(0.79)
June 1995	93 471.87	12.96	23 844.27	8.62	25.51	2 196.08	12.90
July 1995	106 265.19	13.69	26 826.11	12.51	25.24	2 375.17	8.15
August 1995	106 508.83	0.23	27 179.39	1.32	25.52	2 516.99	5.97
September 1995	100 885.73	13.69	25 165.44	(7.41)	24.94	2 392.26	(4.96)

Source: Bolsa Mexicana de Valores/Direccion de Informacion y Estadistica.

ประการที่สอง วิฤติการณ์ของเม็กซิโกมีการกล่าวโทษว่า เป็นเพราะเจ้าหน้าที่ของเม็กซิโก จัดการไม่ถูกต้องเกี่ยวกับการลดค่าเงิน เพราะมิได้ดำเนินนโยบายอื่นๆ ที่เพียงพอในการแก้ปัญหาอย่างทันทั่วถึง โดยเฉพาะการไม่ทำให้เงินบาทแข็งตัวขึ้น หรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายเกี่ยวกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ นโยบายทั้งสามประการนี้ควรมีการดำเนินอย่างรัดกุม เพื่อสร้างหลักประกันให้แก่นักลงทุนต่างชาติ แต่ปัญหาของเม็กซิโกในขณะนั้นก็คือ การลดค่าเงินไม่อาจช่วยทำให้ตลาดฟื้นพอใจ นอกจากนั้นการช่วยเหลือของ IMF ที่ให้กู้ยืมทำซ้ำเกินไป ยิ่งกว่านั้น ทั้งสหรัฐอเมริกาและแคนาดาที่ให้เงินกู้ฉุกเฉินที่เป็นเงิน Swap line จำนวน 7 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ที่มีการประกาศไว้นั้นก็ไม่เพียงพอในการช่วยเหลือวิฤติการณ์ เพราะจำนวนเงินที่----- นี้ มีไม่เพียงพอกับวิฤติการณ์ที่เกิดขึ้น นอกจากนี้ปัญหาที่แก้ไขไม่ตกของเม็กซิโกคือ Pacto นั้นมีความไม่เหมาะสม เพราะการทำข้อตกลงในเรื่องนโยบายรายได้และค่าจ้างนั้นไม่สามารถกำหนดพร้อมๆ กับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนได้ เพราะจะทำให้สถานการณ์ยิ่งรุนแรง เพราะหากใครได้รับข่าวสารก่อนว่าจะมีการลดค่าเงินก็อาจเกิดการเก็งกำไรจากการลดค่าเงินขนานใหญ่ ในเม็กซิโกก็เป็นเช่นนั้น เพราะมีบุคคลบางกลุ่มคาดการณ์ได้ว่ารัฐบาลกลางจะต้องประกาศลดค่าเงินแน่ จึงมีการกักตุนซื้อดอลลาร์ ซึ่งทำให้สร้างแรงกดดันต่อเงินเปโซอย่างยิ่ง โดยที่นักลงทุนต่างชาติคิดว่าตนเองไม่มีสารสนเทศภายใน จึงพากันถอนเงินออกนอกประเทศยิ่งขึ้น ยิ่งกว่านั้น การประกาศลดค่าเงินเปโซใกล้ช่วงคริสต์มาส ก็เป็นเรื่องไม่ถูกต้อง เพราะตลาดมีความบอบบางมาก ดังนั้น นักวิเคราะห์จำนวนมากจึงพิจารณาว่า การลดค่าเงินในวันที่ 20 ธันวาคม 1994 นั้น เป็นความผิดพลาดของเดือนธันวาคม (Errors of December)

ข้อเท็จจริงที่น่าสนใจก็คือ นักลงทุนต่างชาติเกิดภาวะตื่นตระหนก (Panic) มูลค่าที่เป็นเหรียญสหรัฐของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นเม็กซิโกตกลงอย่างรวดเร็ว จาก 50 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนพฤศจิกายน 1994 เหลือเพียง 18 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนกุมภาพันธ์ 1995 (ดูตารางที่ 23) การลดลงอย่างมากนี้เป็นการลดลงในเทอมของเหรียญสหรัฐ. เนื่องจากค่าเงินเปโซลดลงอย่างมากนั่นเอง ยิ่งกว่านั้นยังเป็นผลมาจากราคาของหุ้นที่มีมูลค่าลดลงอย่างรวดเร็วในตลาดหลักทรัพย์ของเม็กซิโก (ดูตารางที่ 23)

อย่างไรก็ตาม ผลกระทบหลักของเงินทุนที่ไหลออกนี้เกี่ยวพันโดยตรงกับพันธบัตร Tesobonos ผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ของเม็กซิโก เมื่อสิ้นเดือนธันวาคม 1994 นักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนต่างชาติที่ถือพันธบัตร Tesobonos ใ้จำนวนมากเริ่มกังวลเกี่ยวกับพันธบัตรที่ตนเองถือครองเพราะจะครบกำหนดในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้าในปี 1995 ในตอนนั้นมีคาดการณ์ไว้ จำนวนเงินที่จะถึงการจ่ายเงินปันผลมีมากถึง 9.9 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในไตรมาสที่หนึ่งของปี 1995 ยิ่งกว่านั้น เงินทุนสำรองระหว่างประเทศได้ลดลงเป็นอันมาก เหลือเพียง 6.3 พันล้านเหรียญสหรัฐ. เมื่อสิ้นเดือนธันวาคม 1994 ด้วยสถานการณ์ขณะนั้นบวกกับความตื่นตระหนกของนักลงทุนต่างชาติที่เชื่อว่า รัฐบาลเม็กซิกันไม่อาจจะชำระหนี้พันธบัตรได้ นักลงทุนต่างชาติเริ่มเชื่อว่า รัฐบาลเม็กซิกัน ในไม่ช้าต้องมีปัญหา Default แน่ๆ ลักษณะเช่นนี้ทำให้นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า self-fulfilling (Sachs, et. al. 1996) กล่าวคือ การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเม็กซิกัน (รวมทั้ง

Tesobonos, CETES, Ajustabonos, และ Bondes) ก็ลดลงจาก 21 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนธันวาคม 1994 เหลือเพียง 14 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนเมษายน 1995 และในเดือนกันยายน 1995 ลดลงเหลือเพียง 7 พันล้านเหรียญสหรัฐ. การลดลงนี้แท้ที่จริงเป็นผลมาจากการที่นักลงทุนต่างชาติลดการถือครอง Tesobonos ซึ่งข้อพิสูจน์นี้ก็คือ การถือพันธบัตร Tesobonos อยู่ในระดับสูงสุดในเดือนธันวาคม 1994 ณ 17.8 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ลดลงเหลือเพียง 1.8 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในปลายเดือนกันยายน 1995 (ดูตารางที่ 17)

3.2 ดุลบัญชีเดินสะพัดกับทุนสำรองระหว่างประเทศ

Sachs, et. al. (1996) ถือเป็นนักเศรษฐศาสตร์รุ่นแรกๆ ที่ระบุว่าวิกฤตการณ์ของเม็กซิโกมิได้เกิดจากปัจจัยพื้นฐาน แต่เกิดจากปัจจัยความตึงเครียดของนักลงทุนต่างชาติ ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่นำมาอธิบายเรื่องนี้คือ ความสัมพันธ์ระหว่างดุลบัญชีเดินสะพัดกับทุนสำรองระหว่างประเทศ Sachs et al (1996) แย้งว่า คนทั่วไปมักวิจารณ์ว่า ธนาคารกลางของเม็กซิโกสูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศหลัง NAFTA จากที่สูงถึง 29 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ลดลงเหลือเพียง 6 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนธันวาคม 1994 อันเป็นผลมาจาก Shocks ที่เม็กซิโกต้องเผชิญ ข้อวิจารณ์นี้ไม่ถูกต้อง ทั้งนี้ก็เพราะการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศนั้นเป็นผลมาจากการลดลงของเงินทุนไหลเข้าและการตอบสนองของนโยบายการเงินของเม็กซิโก คำอธิบายในเรื่องนี้สามารถแสดงจากสมการที่ (1) ที่วัดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (CAD) ซึ่งต้องเท่ากับเงินทุนไหลเข้าของเอกชน (ΔK) หรือ การลดลงทุนสำรองระหว่างประเทศ (ΔR) เขียนเป็นสมการได้คือ

$$CAD = \Delta K - \Delta R \quad (1)$$

กล่าวให้ง่ายขึ้นก็คือการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนั้นต้องมีการ finance จากเงินทุนไหลเข้าของเอกชน หรือการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศเท่านั้น ข้อเท็จจริงก็คือในช่วงปี 1992 และ 1993 นั้น ค่า ΔK มีการเปลี่ยนแปลงประมาณ 24 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ต่อปี หรือตกประมาณ 7% ของ GDP ส่วนทุนสำรองระหว่างประเทศก็มีการเพิ่มขึ้น ซึ่งชี้ว่า เงินทุนไหลเข้าของเอกชนมีมากเพียงพอที่จะ finance การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด นั่นคือ ในช่วงปี 1992-1993 ค่า CAD มีค่าเท่ากับ 48 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ส่วนค่า $\Delta K = 57$ พันล้านเหรียญสหรัฐ. ส่วนค่า $\Delta R = 7$ พันล้านเหรียญสหรัฐ. แต่ปัญหาเริ่มเกิดขึ้นเมื่อมีการลอบสังหารผู้สมัครประธานาธิบดี Colosio ในเดือนมีนาคม 1994 เพราะเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชนลดลงทันที ดังนั้นการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจึงมีการ finance โดยทุนสำรองระหว่างประเทศ ($CAD = \Delta K$) นั่นคือ $CAD = -\Delta R$ แทนที่นั่นเท่ากับทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็ว (ดูตารางที่ 24)

ตารางที่ 24

Financing of current Account Deficit (%)

	1993				1994			
	I	II	II	IV	I	II	II	IV
Current account deficit	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Capital account	144.42	132.47	104.48	152.18	157.17	1.00	44.28	-50.62
Errors and omissions	-4.39	-3.93	-3.21	-14.23	-45.60	-29.28	54.10	17.64
Change in reserves	-40.02	-28.54	-1.27	-37.95	-11.56	128.27	1.62	132.98

Source: Banco de Mexico.

สิ่งที่เกิดขึ้นในเม็กซิโกก็คือ ภาคเอกชนของเม็กซิโกขายหลักทรัพย์ไปเป็นจำนวนมากให้แก่นักลงทุนต่างชาติ จนกระทั่งถึงเดือนมีนาคม 1994 ได้ขายไปจำนวนมากถึง 20 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ต่อปี แม้ว่าหลังเดือนมีนาคม 1994 กระบวนการนี้ก็ตาม แต่ภาคเอกชนเม็กซิโกกลับขายหลักทรัพย์ให้แก่ธนาคารกลางของเม็กซิโกแทนในอัตราเดียวกัน การขายหลักทรัพย์คืนให้แก่ธนาคารกลางยอมทำให้ธนาคารกลางสามารถขยายเครดิตได้มากขึ้น ซึ่งกระบวนการนี้ทำให้รัฐบาลเม็กซิโกสามารถจะ finance การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้ยาวนานขึ้น ตามวิธีการนี้ Sachs et al (1996) สรุปว่า รัฐบาลเม็กซิโกก็แปลงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนี้เป็นเหรียญสหรัฐ. เพื่อให้การนำเข้ายังคงดำเนินต่อไปได้ เนื่องจากธนาคารกลางยังคงอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ หากแต่ว่าทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงเรื่อยๆ เท่ากับการขาดดุลของดุลบัญชีเดินสะพัด ซึ่งเท่ากับ CAD ด้วยเหตุนี้จึงมีการสรุปว่า การสูญเสียเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นผลโดยตรงของการขยายเครดิตภายในประเทศของธนาคารกลาง มิใช่เป็นผลมาจากการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Sachs, et al. 1996) ถ้าไม่มีการขยายตัวของเครดิต เม็กซิโกน่าจะปรับตัวได้ โดยไม่ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศหมดไป แต่ขณะเดียวกันถ้าเม็กซิโกเลือกปรับนโยบายดอกเบี้ยให้สูงขึ้น นั่นก็อาจทำให้ธนาคารล้มละลายได้เช่นกัน

แต่ในอีกด้านหนึ่ง ปัญหาพื้นฐานของเม็กซิโกขณะนั้นคือเรื่องฐานเงิน (Monetary Base) สามารถเปลี่ยนแปลงได้ก็เพียงแต่การขยายเครดิตภายในประเทศเท่านั้น นั่นเท่ากับเป็นการเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ และผลก็คือการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศ Sachs et. al. (1996) ชี้ให้เห็นง่ายๆ ว่า ความเชื่อมโยงในเรื่องนี้สามารถแสดงผ่านสมการที่ (2) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงกับฐานเงิน การขายเงินเหรียญสหรัฐ. ของธนาคารกลางเม็กซิกันออกไป 1 เหรียญสหรัฐ. ในทุนสำรองระหว่างประเทศก็จะถูกดูดซับด้วยเงินเปโซของภาคเอกชนที่นำมาซื้อเหรียญสหรัฐ. นั่นเอง ดังนั้นปริมาณเงินจึงเป็น

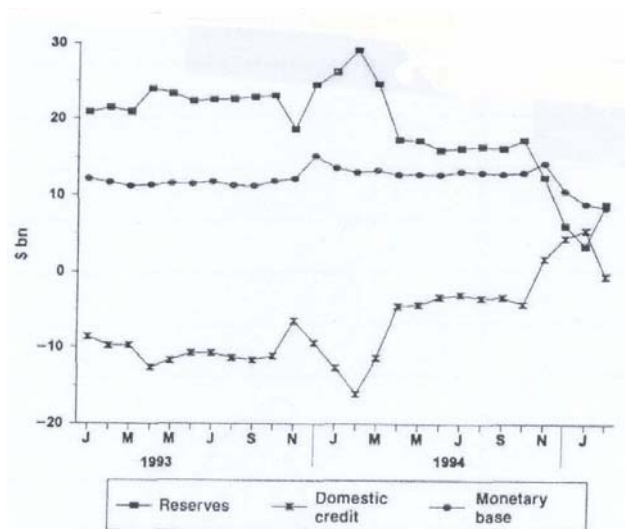
$$\Delta MB = \Delta NDA + \Delta R \quad (2)$$

โดยที่ ΔMB คือการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน ส่วน ΔNDA คือการขยายตัวของเครดิตภายในประเทศ และ ΔR คือการเพิ่มขึ้นของทุนสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางเม็กซิโก ด้วยสมการง่ายๆ ในสมการที่ (2) สมมติว่าเกิดความหวุ่นวิตกในเรื่องของเศรษฐกิจของเม็กซิโก เงินทุนต่างประเทศไหลเข้าน้อยลง โดยสมมติว่าในตอนต้น $\Delta NDA = 0$ ดังนั้น ธนาคารกลางก็ไม่มีทางเลือกในการขยายสินเชื่อภายในประเทศ แต่ถ้า ΔK นั้นลดลง ภาคเอกชนของเม็กซิโกมีทางเลือกเพียง 2 ทางเท่านั้น คือ หนึ่ง ลดการใช้จ่ายลงให้เหมาะสม เพื่อลดการขาดดุลของดุลบัญชีเดินสะพัด หรือ สอง ขายเงินเปโซให้แก่ธนาคารกลางเพื่อซื้อเป็นเงินเหรียญสหรัฐ. ทั้งนี้ก็เพื่อใช้ในการนำเข้าสินค้านำเข้าต่อไป ในความเป็นจริงนั้นปริมาณเงินโดยทั่วไปมักใช้เพื่อการซื้อขายแลกเปลี่ยนสินค้า มิใช่เพื่อเก็บไว้หรือรักษาค่าไว้เพื่อความมั่นคง ดังนั้น ความต้องการถือเงินโดยทั่วไปมักมีเสถียรภาพ และไม่มีแนวโน้มลดลง อันเนื่องมาจากการยืมเงินจากต่างประเทศลดลง ด้วยเหตุนี้ เราอาจสรุปได้ว่า ถ้า $\Delta MB = 0$ ดังนั้น ค่า $\Delta R = 0$ เมื่อเป็นเช่นนี้ก็ย่อมไม่มีเหตุผลใดๆ ที่จะสรุปว่า การสูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นผลมาจากการลดลงของเงินทุนไหลเข้าแบบที่มักกล่าวอ้างกัน

อย่างไรก็ตาม สถานการณ์จักเปลี่ยนไป ถ้าหากว่าธนาคารกลางตอบสนองต่อการลดลงของเงินทุนไหลเข้า (ΔK) โดยการเพิ่มเครดิตภายในประเทศอย่างที่เกิดขึ้นในเม็กซิโกตามความเป็นจริง ถ้าสมมติว่า $\Delta MB = 0$ เราจะได้ว่า ค่า $\Delta R = -\Delta NDA$ ดังนั้น เงินทุนสำรองระหว่างประเทศจักลดลง อันเป็นผลโดยตรงของการขยายเครดิตภายในประเทศ ด้วยตรรกะอย่างง่ายนี้ ทำให้ Sachs et. al., 1996 สรุปอย่างถูกต้องว่า เมื่อปริมาณเงิน (MB) มีค่าค่อนข้างคงที่ในปี 1994 แต่ทุนสำรองระหว่างประเทศกลับลดลง ($-\Delta R$) จึงเป็นภาพสะท้อนกลับอย่างชัดเจนว่า มีผลมาจากการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศ (ΔNDA) ข้อสรุปนี้สามารถพิจารณาจากรูปที่ 18

รูปที่ 18

Components of monetary base



Source: Banco de Mexico.

ซึ่งสามารถจะสรุปอย่างตรงประเด็นว่า การลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศนั้นมิได้เกิดจากการถอนเงินของต่างชาติอย่างเดียว แต่เป็นเพราะการถอนเงินของต่างชาติบวกกับการแทรกแซงของรัฐบาลเม็กซิกันผ่านธนาคารชาติของเม็กซิโกในการทำหน้ทางการเงิน เพื่อจะจำกัดผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยอันเนื่องมาจากเงินทุนไหลเข้าที่ลดลง

ข้อเท็จจริงเรื่องนี้ที่น่าสนใจอย่างยิ่ง เพราะธนาคารชาติกล่าวอ้างว่า นโยบายเศรษฐกิจที่ตนเองดำเนินไปนั้นถือว่าถูกต้อง เพราะแม้ว่าจ้กทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง ก็ลดลงเพียงครั้งเดียวเท่านั้น ซึ่งก็มีส่วนจริง เพราะเงินทุนสำรองระหว่างประเทศมีการลดลงเป็นขั้นๆ (Step) ไม่ใช่ลดลงอย่างต่อเนื่อง (ดูรูปที่ 18) สิ่งที่เม็กซิโกเกิดวิกฤติการณ์นี้ แท้ที่จริงเป็นเพราะโชคไม่ดีที่เกิดเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองมากกว่า โดยมีเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดมาก่อนเกิดขึ้นถึง 3 เหตุการณ์ เริ่มตั้งแต่การลอบสังหารนาย Colosio ในเดือนมีนาคม 1994 การลาออกของผู้ช่วยอัยการสูงสุด ซึ่งถูกกล่าวหาว่าพยายามปกปิดความจริงของการลอบสังหารซึ่งเกี่ยวข้องกับน้องชายของเขา (นาย Ruiz Massieu) และข่าวลือที่กระจายอย่างรวดเร็วเกี่ยวกับการลดค่าเงินในเดือนธันวาคม 1994 นักวิชาการจำนวนหนึ่งจึงมีความเชื่อว่านโยบายเศรษฐกิจที่ดำเนินมานั้นถูกต้อง เพียงแต่โชคไม่ดี เพราะเกิดเหตุการณ์ที่ไม่ปกติถึง 3 เหตุการณ์ อย่างไรก็ตาม แม้ว่านี่จะเป็นเหตุผลที่มักมีการกล่าวอ้างกันในหมู่นักเศรษฐศาสตร์ของธนาคารกลางเม็กซิโก แต่ Sachs et al (1996) ได้วิจารณ์อย่างน่าสนใจใน 2 ประเด็น กล่าวคือ ประเด็นที่หนึ่ง แม้ว่าการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศจ้กค่อยๆ ลดลงเป็นลำดับขั้นซึ่งดูเหมือนหนึ่งจะไม่มีปัญหา แต่แท้ที่จริงนี่เป็นการซ่อนปัญหาที่ร้ายแรงไว้ ทั้งนี้มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากถึง 3.2 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ต่อเดือนตลอดช่วงเดือนมีนาคมถึงเดือนธันวาคม 1994 หรือประมาณ 29 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ใน 1 ปี ในขณะที่การลงทุนโดยตรงของต่างประเทศไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงมากนักตลอดช่วงปี 1994 คือตกประมาณ 0.6 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ต่อเดือน ทำให้เกิดช่องว่างของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดถึง 1.7 พันล้านต่อเดือน ซึ่งจำเป็นต้องมีการ finance จากธนาคารกลาง ถึงแม้ว่าธนาคารกลางจ้กเลือกใช้นโยบายดอกเบี้ยในระดับต่ำไว้เพื่อทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลไม่มากให้เท่ากับช่วงก่อนเกิด Shock ก็ตาม ในแง่นี้ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศก็มีแนวโน้มลดลงอยู่ดีในแต่ละเดือน แต่อย่างที่กล่าวมาแล้ว การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากถึงเดือนละ 1.7 พันล้านเหรียญสหรัฐ. นั้นต้องการ finance โดยธนาคารกลางของเม็กซิโก แต่สิ่งที่ผิดพลาดน่าจะอยู่ที่ธนาคารกลางกลับเพิ่มการขายตัวของสินเชื่อกภายในประเทศมากถึง 8 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนมีนาคมและเดือนเมษายน

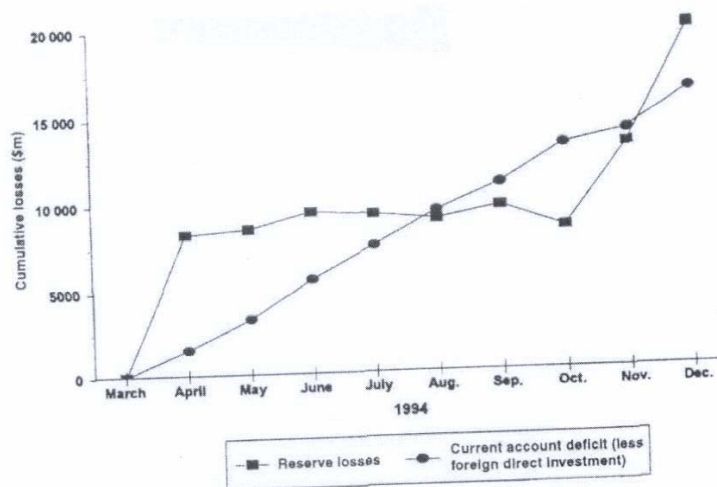
ข้อเท็จจริงในเรื่องนี้น่าสนใจ ตามรายงานของ Sachs et al (1996) ภาคเอกชนของเม็กซิโกกลับซื้อหลักทรัพย์ต่างประเทศแบบชั่วคราวมากถึง 6 พันล้านเหรียญสหรัฐ. และใช้อีก 2 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในเดือนเมษายนในการ finance การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ยิ่งกว่านั้น ในเดือนพฤษภาคมถึงกรกฎาคม ภาคเอกชนเม็กซิโกก็นำเงิน 6 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ที่เป็นเงินตราต่างประเทศมาใช้เพื่อ finance การขาดดุลใน

3 เดือนข้างต้น นับว่าเป็นพฤติกรรมที่แปลกประหลาด แต่ที่เกิดขึ้นได้นั้นมีการตรวจสอบพบว่าเป็นปัญหาของการจัดกลุ่ม เพราะเราสามารถเห็นได้จากดุลบัญชีชำระเงิน ซึ่งมีรายการ “ผิดพลาดและตกหล่น” (Errors and omissions) ถึง 2 พันล้านที่เป็นเงินทุนไหลออกจากเม็กซิโกในเดือนเมษายนถึงเดือนมิถุนายน ตามหลักเศรษฐศาสตร์ เงินทุนที่ไหลออกจำนวนมากนี้เป็นผลมาจากการขยายตัวของเครดิตภายในประเทศของนักลงทุนเม็กซิกัน

หลังจากนั้น ปัญหานี้ก็ยังไม่ยุติเพราะ “ความผิดพลาดและตกหล่น” ก็ยังเกิดขึ้นถึงประมาณ 4 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในไตรมาสที่สาม เมื่อภาคเอกชนนำเงินตราต่างประเทศที่ถือไว้มา finance การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด แต่ทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงมากที่สุดเกิดขึ้นในเดือนพฤศจิกายน ประมาณ 4 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ซึ่งสะท้อนอย่างชัดเจนว่า มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่เดือนมีนาคม 1994 เป็นต้นมา ดังที่สามารถเห็นได้จากรูปที่ 19

รูปที่ 19

Current account deficit and reserve losses



Source: Banco de Mexico.

ประเด็นที่สอง เม็กซิโกก็มีการเกิดภาวะที่ไม่คาดคิดหลายครั้ง ครั้งสำคัญคือการได้รับชัยชนะของนาย Ernesto Zedillo ในการเลือกตั้งทั่วไป แต่ Shock อันนี้มีลักษณะเป็นคุณมากกว่าที่จะเป็นโทษ เหมือนครั้งก่อนๆ หน้านี้ แต่ก็อย่างที่ทราบดี แม้จักเป็น positive shock แต่เงินทุนไหลเข้าก็มิได้เกิดขึ้นอย่างฮวบฮาบ และอัตราดอกเบี้ยในเม็กซิโกในขณะนั้นก็สูงไม่พอที่จะดึงดูดให้นักลงทุนต่างชาตินำเงินทุนเข้ามาเหมือนก่อนหน้านี้ รัฐบาลภายใต้ประธานาธิบดี Zedillo เริ่มงานตั้งแต่วันที่ 1 ธันวาคม 1994 ท่ามกลางความไม่

แน่นอนทางเศรษฐกิจและการเมือง แผนการทางเศรษฐกิจนั้นล้มเหลว โดยเฉพาะการแสดงให้เห็นว่าจะแก้ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและวิกฤตธนาการได้อย่างไร

3.3 หนี้สาธารณะที่ถึงเวลาชำระหนี้

ปัญหาร้ายแรงอันหนึ่งที่มีการกล่าวอ้างมากที่สุดคือ หนี้สาธารณะของรัฐบาลในปี 1994 จริงๆ แล้วปัญหาหนี้สาธารณะมีความซับซ้อนกว่าที่คนทั่วไปเข้าใจกัน โดยเฉพาะหนี้สาธารณะนี้เริ่มก่อตัวให้เห็นลงๆ เมื่อสิ้นปี 1993 โดยปัญหาที่เกิดขึ้นนั้นเป็นผลมาจากธนาการกลางเม็กซิโกพยายาม Sterlize ผลกระทบของเงินทุนไหลเข้าใน 3 ปีที่ผ่านมา ซึ่งเป็นผลให้เกิดวิกฤตการณ์ในปลายปี 1994 เราอาจตั้งข้อสังเกตเรื่องนี้เป็น 3 ประการ ตามทัศนะของ Sachs et al, (1996) คือ ประการแรก หนี้สาธารณะภายในประเทศมิได้เพิ่มขึ้นอย่างมากมาย แต่เพิ่มขึ้นในขนาดพอประมาณ นั่นคือ หนี้สาธารณะภายในประเทศมีปริมาณ 1.7 เท่าของทุนสำรองระหว่างประเทศ เมื่อคิดเป็นเหรียญสโร. ในเดือนธันวาคม 1993 และเพิ่มขึ้นเป็น 2.6 เท่าของทุนสำรองระหว่างประเทศในเดือนกันยายน 1994 (ดูตารางที่ 25 ประกอบ)

ตารางที่ 25

Components of Domestic Debt (\$m)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	20437	24445	23567	19047	26084	7456
Bondes	21082	21903	18871	11827	5485	1562
Ajustabonos	1221	4859	12696	11642	10849	5371
Tesobonos	75	408	302	296	1237	17780
Other	3661	3193	24	8	7	2
Total	46476	54808	55459	42820	43662	32170

Source: Banco de Mexico, Indicadores Economicos, February 1995.

Note: Figures are for the end of the year.

ประการที่สอง ซึ่งมีความสำคัญกว่าข้อแรกก็คือ การถึงเวลาชำระหนี้สาธารณะด้วยเฉลี่ยในปี 1994 ตามข้อมูลของ Sachs et al., (1996) ระบุว่า เส้น yield curve มีลักษณะลาดชันขึ้น นั่นคือภาระหนี้สาธารณะระยะยาวมีต้นทุนที่สูงขึ้น ถ้าเรามีความมั่นใจว่า Shocks ที่เกิดขึ้นเป็นเพียงระยะสั้นแบบชั่วคราว และตลาดมีปัญหาที่ไม่ได้สารสนเทศที่ไม่ถูกต้อง นโยบายที่ถูกต้องก็คือ การมีหนี้สาธารณะแบบระยะสั้นเพื่อแก้ไขปัญหาระยะยาว ซึ่งนี่เป็นสิ่งที่รัฐบาลเม็กซิกันเลือกที่จะทำในขณะนั้นล้วนมีความเสี่ยงทั้งสิ้น ความเสี่ยงอันแรกก็คือ shock ที่เกิดขึ้นไม่ใช่ระยะสั้น แต่อาจเป็น shock ระยะยาวก็เป็นได้ ซึ่งจะทำให้ต้นทุนทางการคลังใน

การชดเชยโดยการจ่ายดอกเบี้ยมีค่าสูงขึ้น หรือทำให้เวลาการชำระหนี้มีระยะเวลาที่สั้นลง ซึ่งอาจทำให้รัฐบาลกลางอยู่ในฐานะลำบาก ถ้าภาคเอกชนปฏิเสธที่จะ rollover พันธบัตรของรัฐบาลเข้ามาในตลาด ประการที่สาม ความเสี่ยงที่เกิดจากการคาดคะเนว่าจะมีการลดค่าเงินเปโซ โดยเฉพาะหลังจากการลอบสังหารในเดือนมีนาคม 1994 ก่อให้เกิดกระแสความไม่ยอกที่เชื่อหนี้สาธารณะที่เป็นเงินเปโซ นั่นคือปัญหาที่เราวิเคราะห์มาก่อนหน้านี้ว่า รัฐบาลเม็กซิกันเริ่มต้น rollover หนี้สาธารณะระยะสั้นที่เป็นเงินเปโซ (CETES) ให้เป็นหนี้ระยะสั้นที่เป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ. (Tesobonos) ตัวเลขที่น่าสนใจก็คือหนี้สาธารณะนี้เริ่มต้นที่ 1 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ในตอนต้นปี แต่ในตอนปลายปีคือเดือนกันยายน 1994 สต็อกของ Tesobonos มีขนาดใหญ่เท่ากับทุนสำรองระหว่างประเทศ โดยเฉพาะในเดือนธันวาคม นั้น หนี้สาธารณะ Tesobonos สูงถึง 18 พันล้านเหรียญสหรัฐ. (ดูตารางที่ 25 ประกอบ) เมื่อเป็นเช่นนี้ หนี้สาธารณะของเม็กซิกันเริ่มกลายเป็นตัวปัญหาเพราะมีความเปราะบางมากกว่า หนี้สาธารณะนี้เป็นหนี้ที่เป็นเงินเหรียญสหรัฐ. มิใช่หนี้สาธารณะที่เป็นเงินเปโซอีกต่อไป เหตุที่รัฐบาลกลางต้องทำเช่นนี้อธิบายได้ว่าเพราะธนาคารกลางเกรงว่า stock ของเหรียญสหรัฐ. จะลดลงไปเป็นจำนวนมากนั่นเอง

3.4 ความอ่อนแอของธนาคารพาณิชย์และวิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์

ความอ่อนแอของธนาคารพาณิชย์น่าจะเป็นจุดสำคัญของเรื่องนี้ ดังที่ข้อเท็จจริงแสดงให้เห็นว่า ตัวแปรทางการเงินซึ่งถึงความเปราะบางของสถาบันการเงินในเม็กซิโก อัตราส่วนของ M2 เทียบกับทุนสำรองระหว่างประเทศสูงถึงระดับ 7 ในกลางปี 1994 และถึงระดับ 10 (ดูตารางที่ 22) เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในลาตินอเมริกาในขณะนั้น เช่น อาร์เจนตินา ชิลี โคลัมเบียและอุรุกวัย อัตราส่วน M2 เทียบกับทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ที่ระดับ 2 หรือ 3 เท่านั้น (Calvo, 1994) เฉกเช่นเดียวกับค่า M3 ที่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศมีค่ามากกว่าทุนสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางในเดือนเมษายน 1994 (ดูตารางที่ 22) ผลก็คือ ธนาคารพาณิชย์ในเม็กซิโกอยู่ในฐานะที่อ่อนแอ เพราะเหตุว่าอัตราส่วนของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) เพิ่มขึ้นจากราวๆ 3% ในปี 1991 เพิ่มเป็นเกือบ 7% เมื่อสิ้นปี 1994 (ดูตารางที่ 26)

ตารางที่ 26

	Portfolio Overdue (\$ m)						
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Development banks	1705	1480	643	815	1335	1354	n.a.
Commercial banks	667	1298	2491	4726	7638	7678	11659
Commercial banks:							
Portfolio overdue/credit (%)	3.12	4.46	3.12	4.20	5.57	6.62	10.91

Source: Banco de Mexico, Indicadores Economicos, various issues.

Note: 1989-94 figures are for the month of December 1995 is for the month of June.

เมื่อเป็นเช่นนี้ นักวิชาการอย่าง Sachs et. al. (1996) จึงไม่ลังเลที่จะสรุปว่า สถานการณ์ทางเศรษฐกิจของเม็กซิโกในปี 1994 อยู่ในโลกแห่งความเลวร้าย เพราะมีหนี้ระยะสั้นจำนวนมาก และยังมีปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ บวกกับความตื่นตระหนกของการลดค่าเงินในเดือนธันวาคม 1994 ผลก็คือเม็กซิโกได้เดินทางมาถึงจุดที่เลวร้ายที่สุดในโลก อย่างไรก็ตาม เพื่อให้เข้าใจถึงมูลเหตุที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์นี้ เราควรวิเคราะห์ถึงวิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์ในเม็กซิโกอย่างละเอียด ทั้งนี้ก็เพราะวิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์นั้นถือเป็นวิกฤตการณ์ขั้นพื้นฐานที่นำไปสู่วิกฤตการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนในปลายปี 1994 ตามการวิเคราะห์ของ Torre (2001) เราควรพิจารณาวิเคราะห์วิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์เม็กซิโกเป็น 2 ระดับ คือ การขยายตัวของเครดิตตั้งแต่ 1988-1994 และเส้นทางที่นำไปสู่วิกฤตการณ์ในปี 1994

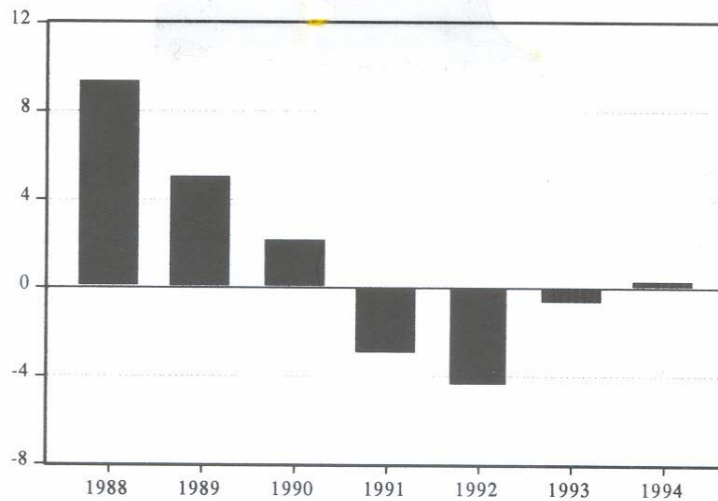
1. การขยายตัวของเครดิตในช่วงปี 1988-1994

เมื่อพิจารณาย้อนหลังไปไม่นาน นโยบายเศรษฐกิจของเม็กซิโกนับว่าน่าสนใจเพราะมีการยึดธนาคารมาเป็นของรัฐในช่วง 1982 ถึง 1987 ธนาคารทำงานได้ตามปกติ ไม่มีอะไรเป็นกรณีพิเศษ โดยรัฐบาลกลางกำหนดอัตราดอกเบี้ยและจัดสรรทรัพยากรตามที่เห็นสมควร แต่ในช่วงครึ่งหลังทศวรรษ 1980 รัฐบาลเม็กซิโกได้เริ่มเปลี่ยนท่าทีและบทบาทใหม่ เพราะปัญหาเศรษฐกิจที่ไม่ดีขึ้น อันเนื่องมาจากฐานะการคลังที่อ่อนแอ เงินเฟ้อในระดับสูง และมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจเท่ากับศูนย์ รัฐบาลเม็กซิโกเริ่มทบทวนยุทธศาสตร์การพัฒนาประเทศในรูปแบบของลาตินอเมริกาที่มองเข้ามาข้างใน เน้นการแทรกแซงของรัฐและนโยบายทดแทนการนำเข้า เม็กซิโกกลับเลือกอีกข้างหนึ่ง นั่นคือการมองออกไปข้างนอก ที่จะให้มีวินัยทางการเงิน การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ การลดการแทรกแซงของรัฐ ด้วยการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจเช่นนี้ ผลกระทบที่เกิดขึ้นก็คือ การขยายตัวอย่างรวดเร็วของอุปทานของสินเชื่อและอุปสงค์ที่มีต่อสินเชื่อ คำถามสำคัญที่เราควรเข้าใจก็คือ ปัจจัยอะไรที่เป็นตัวผลักดันให้มีการขยายตัวของสินเชื่อธนาคารในช่วงปี 1988-1994 ซึ่งนำไปสู่วิกฤตการณ์ในวันที่ 20 ธันวาคม 1994

ในช่วงปี 1988-1994 รัฐบาลเม็กซิโกได้ใช้ความพยายามในการทำให้งบประมาณแผ่นดินสมดุล (Balance Budget) โดยการลดการใช้จ่ายของรัฐลง ยิ่งกว่านั้นยังมีการขายรัฐวิสาหกิจให้แก่ภาคเอกชน และเพิ่มรายได้จากภาษีอากร เหตุผลที่ทำนี้ก็คือเพื่อลดการขาดดุลงบประมาณแผ่นดินที่ขาดดุลมานาน จนกระทั่งในปี 1994 งบประมาณมิได้ขาดดุล แต่เกินดุลด้วยซ้ำไป (ดูรูปที่ 20)

รูปที่ 20

Economic Deficit of the Public Sector (% GDP)



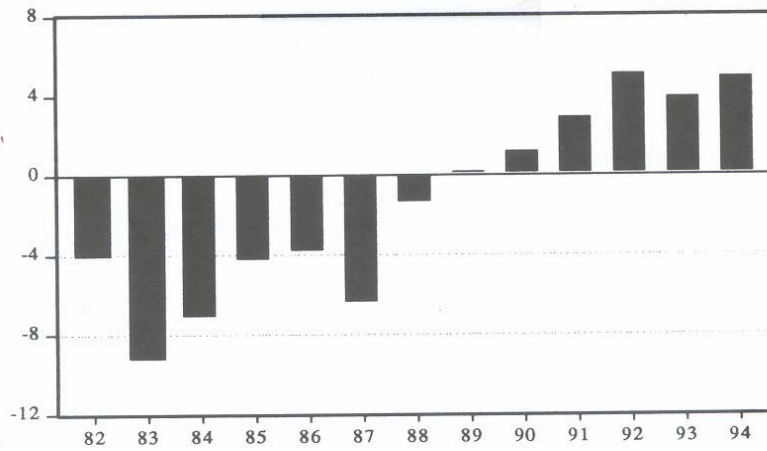
Sources: INEGI and SHCP

ในขณะเดียวกัน ในสถาบันการเงินและระบบการเงินมีการเปลี่ยนแปลงอย่างสำคัญในแง่กฎหมาย และระบบการจัดการในระบบการเงิน โดยเฉพาะในปี 1988 และ 1989 อัตราดอกเบี้ยมีการปล่อยให้เสรีและระบบโควต้าของเครดิตเฉพาะที่มักจัดสรรให้แก่ภาคเศรษฐกิจบางภาค โดยเฉพาะได้มีการยกเลิก เช่นเดียวกับเครื่องมือสำคัญทางการเงินของธนาคารกลางที่มีการยกเลิกคือ ระบบการบังคับทุนสำรองตามกฎหมาย (Legal reserve requirement) ได้ถูกยกเลิกไป ยิ่งกว่านั้นในปี 1989 เจ้าหน้าที่ของเม็กซิโกได้บรรลุข้อตกลงกับเจ้าของเครดิตต่างประเทศในเรื่องหนี้ต่างประเทศ เพื่อให้ตลาดการเงินของเม็กซิโกสามารถเชื่อมโยงกับตลาดการเงินของโลกได้ง่ายขึ้น ยิ่งกว่านั้น รัฐบาลเม็กซิโกได้แปรรูปธนาคารของรัฐให้เอกชนจำนวนถึง 18 แห่ง ทั้งยังอนุญาตให้มีการเปิดธนาคารพาณิชย์ใหม่ และอนุญาตให้ธนาคารต่างชาติเปิดสาขาในดินแดนของเม็กซิโกอย่างเสรี

ด้วยการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินเช่นนี้ ในเรื่องการลดข้อจำกัดการเคลื่อนย้ายของเงินทุน ทำให้ตลาดการเงินของเม็กซิโกมีการเปลี่ยนแปลงอย่างสำคัญ ในแง่ที่ว่าจกเป็นการสร้างให้ตลาดการเงินมีความซับซ้อนมากขึ้นและทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นการสร้างเงื่อนไขอย่างดีให้มีการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศ (ดูรูปที่ 21 และ 22) ผลที่สำคัญอย่างที่สามารถคาดการณ์ได้ก็คือ การขยายตัวของเครดิตภายในประเทศเพิ่มขึ้นจาก 14% ของ GDP ในปี 1988 เพิ่มขึ้นถึง 45% ของ GDP ในปี 1994 เครดิตส่วนมากเป็นเครดิตของภาคเอกชนภายในประเทศ (ดูรูปที่ 23 และ 24)

รูปที่ 21

Net resource transfer (% GDP)

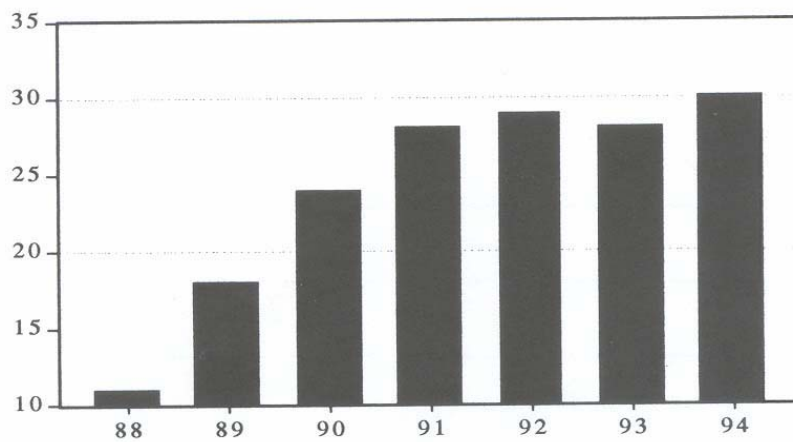


Sources: Banco de Mexico and INEGI

รูปที่ 22

Financial depth* (% GDP)

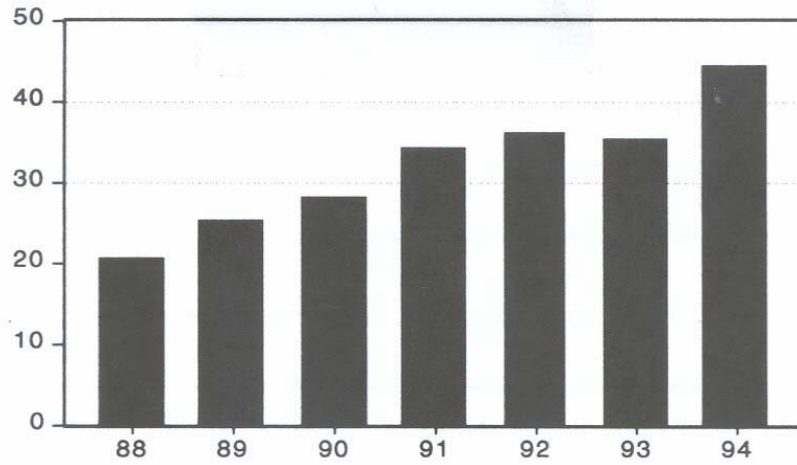
* Financial Depth: M2 as % of GDP.



Sources: Banco de Mexico and INEGI

รูปที่ 23

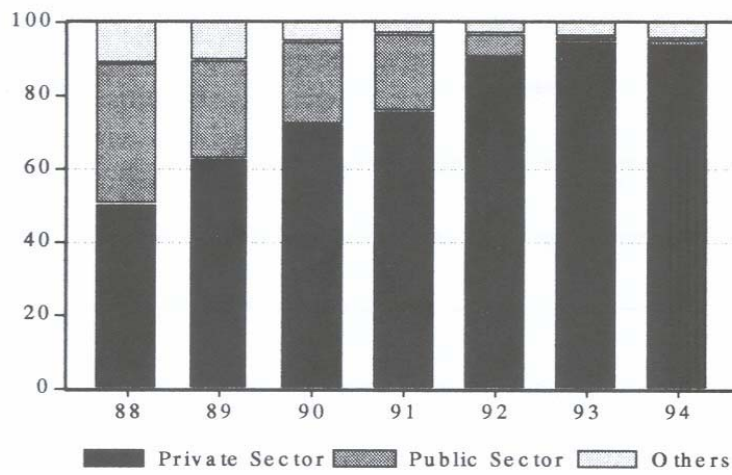
Commercial banking credit (% GDP)



Sources: Banco de Mexico and INEGI

รูปที่ 24

Commercial banking credit (% total)



Source: Banco de Mexico

การขยายตัวของเครดิตอย่างรวดเร็วเกิดขึ้นในภาคเอกชน โดยเฉพาะในระดับครัวเรือนที่ใช้ในการซื้อสินค้าคงทนและบ้านพักอาศัย แต่ขณะเดียวกัน ในระดับธุรกิจก็ใช้เงินเชื่อนี้ในการซื้ออุปกรณ์และการลงทุนในโครงการใหม่ ข้อเท็จจริงในขณะนั้น ไม่ว่านักธุรกิจหรือประชาชนล้วนมีโน้ตชนว่าเศรษฐกิจเม็กซิโกอยู่ในภาวะที่สดใส เค้ากลางแห่งวิกฤติการณ์มิได้เกิดขึ้นเลยแม้แต่น้อย ดังแสดงไว้ในตารางที่ 27

ตารางที่ 27

Public opinion and the pact (% responses)

	<i>First phase</i> <i>Dec 1987-Feb 1988</i>	<i>Second phase</i> <i>March 1988</i>	<i>Third phase</i> <i>Apr 1988-May 1988</i>
<i>Private sector</i>			
Uncertainty	47.2	28.6	5.9
Government to blame ¹	11.1	7.14	0.0
Optimism	41.7	64.3	94.1
<i>Campesinos and workers</i>			
Uncertainty	71.9	22.2	17.4
Government to blame	18.8	11.1	21.7
Optimism	9.4	66.7	60.9

Source: Aspe (1993). Created from a random sample of 131 articles published in national newspapers from December 1987 to May 1988.

Note: 1 Opinions about whether the pact would be adequately supported by a consistent fiscal policy.

สะท้อนว่า ในช่วงเดือนธันวาคม 1987 และเดือนพฤษภาคม 1988 ผู้ประกอบการ ขวานาชาไรร์ และคนงานในเม็กซิโกล้วนมีโน้ตชนแบบสุจริตเกี่ยวกับเศรษฐกิจเม็กซิโก ยิ่งกว่านั้น ในเศรษฐกิจมหภาคก็อยู่ในช่วงที่สดใส ในช่วงปี 1988-1992 ตัวแปรทางเศรษฐกิจล้วนชี้ไปในทิศทางที่ดี อัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ เงินเปโซที่มีค่าแข็ง อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำและมีเศรษฐกิจที่มีความเจริญเติบโตในอัตราที่น่าพอใจ ผลก็คือทำให้คนเม็กซิโกไม่พะวงว่าจะเกิดวิกฤติการณ์ (ดูตารางที่ 28)

อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจเม็กซิโกเริ่มแสดงอาการไม่ปกติในช่วงปี 1992-1994 เพราะในช่วงก่อนหน้าก็คือปี 1988-1991 ทั้งครัวเรือนและธุรกิจล้วนอยู่ในฐานะของ net creditors แต่ตั้งแต่ปี 1992 ทั้งครัวเรือนและธุรกิจกลายเป็น net debtor (ดูรูปที่ 25)

ตารางที่ 28

Macroeconomic indicators 1988-92

	1988	1989	1990	1991	1992
Nominal interest rates ¹	95.4	55.5	40.8	21.1	16.8
Real interest rate ²	28.8	29.9	8.4	1.9	4.3
Inflation rate ³	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9
GDP ⁴	1.3	4.2	5.1	4.2	3.6
Wages	-6.0	7.1	1.7	-3.2	7.1
Consumption	1.3	7.3	6.4	4.7	4.7
Investment	5.8	5.8	13.1	11.0	10.8
RER ⁵	111.5	105.0	100	91.1	83.3

Sources: Banco de Mexico, FMI, INEGI, SHCP.

Notes

1 Nominal return of investing one Peso in 28 days Cetes (treasury bills) with monthly capitalization.

2 Real return of investing one Peso in 28 days Cetes, with monthly capitalization.

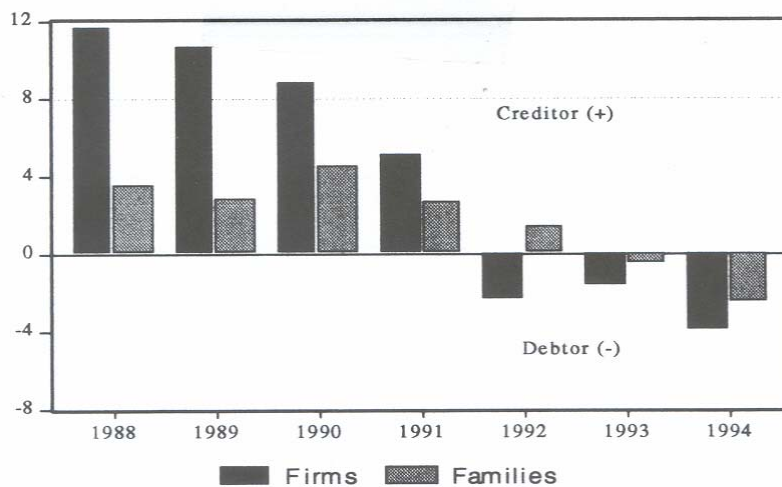
3 Annual percentage change of the National Consumer Price Index.

4 Growth rate of real GDP.

5 Real exchange rate index, 1990=100.

รูปที่ 25

Net Creditor (+) or Debtor (-) Position of Families and Firms (% GDP)

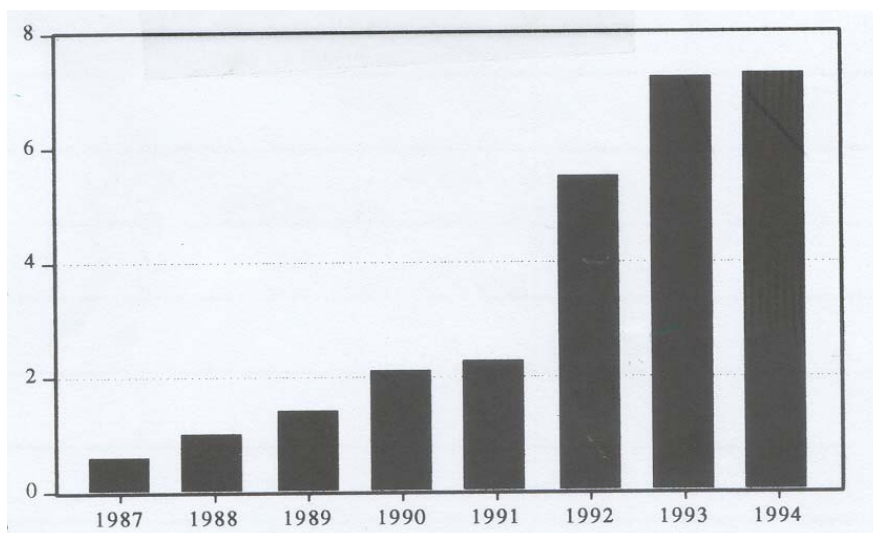


Source: Banco de Mexico

การขยายตัวของเครดิตอย่างรวดเร็วนี้ ทำให้การปล่อยสินเชื่อไม่มีคุณภาพเพียงพอ เพราะเครดิต Boom ทำให้เกิดภาวะหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก ตั้งแต่ปี 1988-1994 ในปี 1994 จำนวนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เทียบกับสินเชื่อทั้งหมดตกประมาณเกือบ 7% (ดูรูปที่ 26) ข้อสังเกตอันหนึ่งที่มีก้ำกึ่งก็คือนักในสถาบันการเงินไม่มีความรู้ความสามารถอย่างแท้จริงในระบบสถาบันการเงิน (Torre, 2001) ทั้งนี้เป็นผลมาจากการปลดปล่อยการเงินเสรี กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือระบบธนาคารเริ่มประสบความสำเร็จมาตั้งแต่ปี 1988 ก็เพราะขาดนักบริหารการเงินแบบมืออาชีพ ทำให้การประเมินผลสินเชื่อไม่ถูกต้อง หลังจากการปลดปล่อยให้การเงินเสรี ทำไมจึงเกิดปรากฏการณ์นี้ขึ้น คำอธิบายที่มีก้ำกึ่งกันคือ เจ้าหน้าที่ของธนาคารเม็กซิโกไม่สนใจในการปล่อยสินเชื่อ เพราะไม่อาจแยกแยะระหว่างลูกค้าที่ดีออกจากลูกค้าที่เลว ผลที่สุดจึงเกิดปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก

รูปที่ 26

Past-due loans/total loans (%)



Source: CNBV.

2. เส้นทางการปฏิรูปการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์

ตามทฤษฎีในแนวความคิดแบบเสรีนิยมใหม่ การปลดปล่อยการเงินเสรี (Financial Liberalization) และการแปรรูปธนาคารพาณิชย์ยอมทำให้สถาบันการเงินมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นและทำให้ต้นทุนทางการเงินมีราคาถูกลง อันจะช่วยให้เศรษฐกิจสามารถใช้ประโยชน์จากภาคการเงินได้เต็มที่ แต่การปลดปล่อยการเงินของเม็กซิโก และการแปรรูปธนาคารของรัฐเป็นของเอกชนทำโดยมิได้สร้างสถาบันที่เข้มแข็งในการกำกับสถาบันการเงินมารองรับ ผลก็คือ ธนาคารที่มีการแปรรูปไปนั้นกลับตกอยู่ในมือนักธุรกิจ ซึ่งไม่มีประสบการณ์ในภาคธนาคารเลย (Torre, 2001) ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 29 การประเมินความเสี่ยงมิได้ทำ

อย่างระมัดระวัง ส่วนหนึ่งเป็นเพราะธนาคารเหล่านั้นก่อนหน้านี้นี้เป็นของรัฐบาลที่ยึดมาจากภาคเอกชน ดังนั้นจึงมีข้อสรุปว่า การปล่อยสินเชื่อในช่วงปี 1991-1994 เป็นไปอย่างสะเพร่าไม่รอบคอบ เพราะไม่มีการประเมินสินเชื่ออย่างถูกต้อง

ตารางที่ 29

Banking re-privatization in Mexico

<i>Bank</i>	<i>date of auction</i>	<i>Buyer</i>	<i>Selling Price (millions of pesos)</i>	<i>Market price/book value</i>	<i>Current name</i>
Multib. Merc. Mexico	7-june-91	Grupo Probursa	611.2	2.66	BBV-Probursa
Banpais	14-june-91	Mexival	545.0	3.03	Banorte*
Banca Cremi	21-june-91	Multival. de Jalisco	748.3	3.4	BBV-Probursa*
Banca Confia	2-ago-91	Abaco	892.3	3.73	Citibank
Banco de Oriente	9-ago-91	Grupo Margen	223.2	4.04	BBV-Probursa*
Bancrecer	16-ago-91	Grupo Alcantara	425.1	2.60	Bancrecer
Banamex	23-ago-91	Accival	9,745.0	2.62	Banamex
Bancomer	25-oct-91	Grupo Vamsa	8,564.2	2.99	Bancomer
Banco BCH	6-nov-91	Grupo Sureste	878.1	2.67	BBV-Probursa*
Banca Serfin	24-ene-92	Obsa (Serfin)	2,827.7	2.69	Serfin
Multibanco Comermex	7-feb-92	Inverlat	2,706.0	3.73	Inverlat
Mexicano Somex	28-feb-92	Invermexico	1,876.5	3.31	Santander
Atlantico	27-mar-92	GBM	1,469.2	5.33	Bital
Banca Promex	3-abr-92	Finamex	1,074.5	4.25	Bancomer
Banoro	10-abr-92	Estrategia Bursatil	1,137.8	3.95	Bancrecer
Banorte	12-june-92	Gruma	1,775.8	4.25	Banorte
Internacional	26-jun-92	Prime	1,486.9	2.95	Bital
Bancen	3-jul-92	multiva	869.4	4.65	Banorte
Total			3,7856.5	3.08	

Source: Based on Merrill-Lynch (1998), p. 7.

Note: * Acquired branches and obligations.

แต่ที่จริง เม็กซิโกก็ใช้ความพยายามอย่างมากในการกำกับและดูแลสถาบันการเงินหลังจากการปล่อยให้มีการเงินเสรี โดยเฉพาะในช่วงปี 1989 และ 1990 รัฐบาลได้มีการปฏิรูปกฎหมายหลายฉบับเพื่อปรับปรุงความมั่นคงของธนาคารพาณิชย์ อาทิ การจำกัดจำนวนสต็อกที่ธนาคารสามารถจะลงทุนได้ การออกมาตรการแก้ไขการปล่อยกู้ภายใน (insider lending) และการสร้างหลักประกันว่าผู้บริหารของสถาบันการเงินเหล่านั้นมีบุคคลที่มีคุณภาพสูงมากอยู่ดูแล เป็นต้น แต่การปฏิรูปเช่นนั้นยังไม่เพียงพอที่จะทำให้สถานการณ์ที่เลวร้ายลงดีขึ้น ยิ่งกว่านั้น โครงสร้างทางสถาบัน โดยเฉพาะกฎหมายมีจุดอ่อนในการควบคุมและกำกับหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Past-Due Loans) ตั้งแต่ก่อนเดือนธันวาคม 1994 โดยประธานของสมาคมธนาคาร The Asociacion Mexicana de Bancos นาย Roberto Hernandez ได้สรุปไว้ว่าถูกต้องว่านี่เป็นปัญหาของความล้มเหลวของสถาบันมากกว่าอย่างอื่น

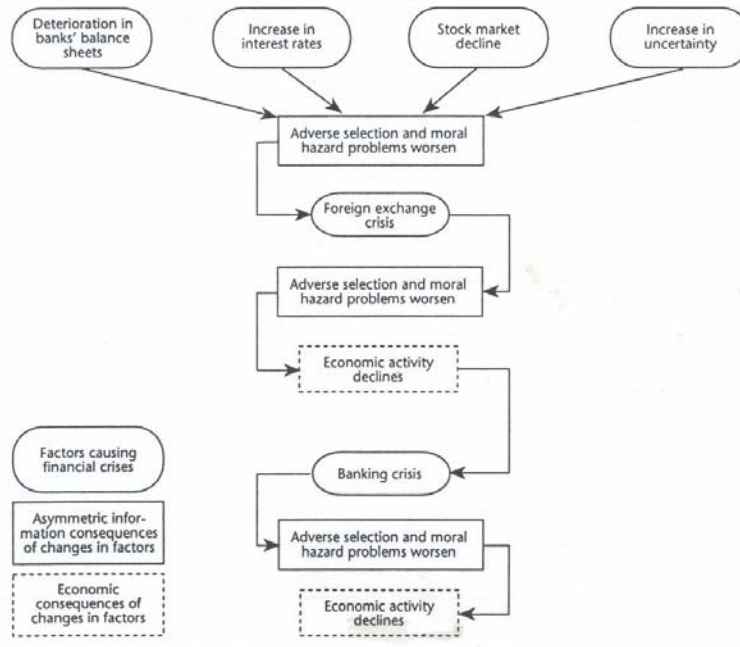
“In some aspects of the past-due loans we need help from authorities [for in the country] justice is not always fast and efficient. There is no uniformity in laws and legal codes in some states, there are not enough courts, there is scarcity of competent employees, and there are unjustified delays in the proceedings. Processes take year to solve, and when they finally come to an end, the guarantees have suffered significant deterioration” (Banamex “Evaluacion de la Situation Economica de Mexico”, October 1993, p. 462)

อีกประการหนึ่งที่มีความสำคัญในบริบทของเม็กซิโก เม็กซิโกได้สร้างระบบการประกันเงินฝากแบบแอบแฝงแบบเต็มรูปแบบ (Implicit Full – Covered Deposit Insurance) ขึ้นมาแล้วตั้งแต่ปี 1946 การทำเช่นนั้น ทำให้เกิดความสับสนของผู้ฝากเงินที่ไม่ยอมพิจารณาความมั่นคงของสถาบันการเงินอย่างถี่ถ้วน เพราะถึงอย่างไร รัฐบาลเม็กซิโกก็จกคุ้มครองผู้ฝากทุกคน ด้วยตรรกะเช่นนี้ ผู้ฝากเงินจึงสนใจแต่ดอกเบี้ยที่จะได้รับ โดยไม่สนใจว่าโครงการใดๆ อาจมีความเสี่ยง ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในการปล่อยกู้แก่ลูกหนี้ ขณะเดียวกันลูกหนี้ก็มีได้ใส่ใจคุณภาพของธนาคารเท่าที่ควร

วิกฤติการณ์ของเม็กซิโกที่เกิดขึ้นในปี 1994 นี้ นอกเหนือจากคำอธิบายข้างต้นทั้งสองแล้ว ทฤษฎีที่มีการกล่าวขวัญมากที่สุดคือทฤษฎี moral hazard ของสถาบันการเงิน นักวิชาการที่นำเอาทฤษฎีมาอธิบายได้ชัดเจนที่สุดคนหนึ่งคืองานของ Mishkin (1996, 2001) ซึ่งวิเคราะห์ว่าทฤษฎีของวิกฤติการณ์ธนาคารและการเงินควรจะพิจารณาจาก 4 ปัจจัย คือ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย การเพิ่มขึ้นของความไม่แน่นอน ผลกระทบของตลาดสินทรัพย์ที่มีต่อ balance sheet ของสถาบันการเงิน และความตื่นตระหนกของธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม หัวใจของการวิเคราะห์คือ การให้ความสำคัญกับสถาบันการเงินที่มีปัญหาพื้นฐานที่ความไม่สมมาตรของสารสนเทศในตลาดการเงิน ซึ่งนำไปสู่ Adverse Selection และ Moral Hazard แนวความคิดของ Mishkin (1996) ที่ใช้อธิบายวิกฤติการณ์ของเม็กซิโกสามารถพิจารณาจากรูปที่ 27

รูปที่ 27

Sequence of Events in the Mexican Financial Crisis of 1994-95



ที่มา: Mishkin (1996)

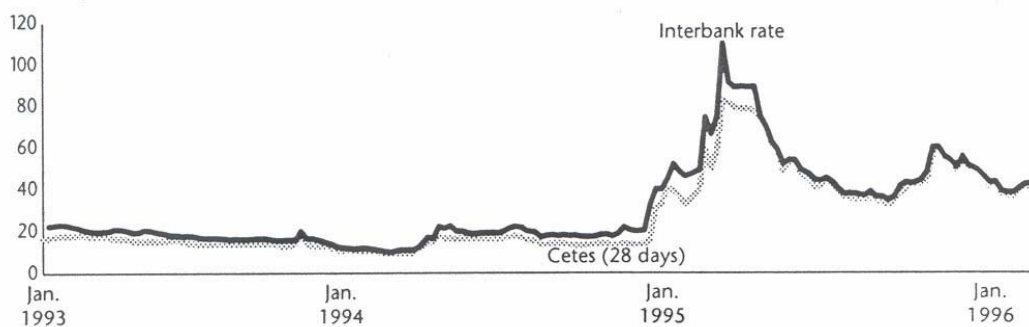
ตลาดหนี้ของเม็กซิโกแตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว เช่น สวีเดนหรือสหรัฐอเมริกา เหตุการณ์ที่เป็นจุดที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์ของธนาคารและการเงินของเม็กซิโกในเดือนธันวาคม 1994 แตกต่างจากสวีเดนและประเทศไทย หากแต่มีบางอย่างที่คล้ายคลึงกันเช่น รูปที่ 27 สะท้อนถึงขั้นตอนต่างๆ ที่นำไปสู่วิกฤตการณ์ ปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่วิกฤตการณ์การเงินในเม็กซิโกเริ่มต้นจากความเสื่อมทรามของ Balance sheets ของธนาคาร อันเนื่องมาจากหนี้เสียที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ปัญหาพื้นฐานของสถาบันการเงินก็คือ เมื่อไรก็ตามที่มีการลดการควบคุมระบบสถาบันการเงิน (deregulation) และปล่อยให้มีการขยายตัวของเครดิตอย่างขนานใหญ่ ก็มักนำไปสู่หายนะของระบบการเงิน เนื่องจากสถาบันธนาคารและผู้ควบคุมกำกับมักขาดทรัพยากรและทักษะอย่างพอเพียงในการตรวจสอบความเสี่ยงที่เกิดขึ้นเช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในสวีเดนและในเม็กซิโก ข้อเท็จจริงก็คือ ธนาคารของเม็กซิโกถูกรัฐบาลยึดเป็นของรัฐในปี 1982 ซึ่งผลก็คือธนาคารของรัฐมักจัดสรรเงินเชื่อจำนวนมากให้แก่รัฐบาลมากถึง 50% แต่ธนาคารของเม็กซิโกที่เป็นของรัฐเหล่านี้กลับถูกแปรรูปในตอนต้นทศวรรษ 1990 โดยที่ไม่มีสำนักงาน Credit Bureau ที่เป็นทางการในการตรวจสอบการปล่อยกู้ให้แก่ภาคครัวเรือนและธุรกิจขนาดเล็ก ซึ่งทำให้ไม่มีหลักประกันว่าจะไม่ปล่อยกู้ให้แก่กิจการที่มีความเสี่ยงสูง ข้อเท็จจริงดังที่กล่าวมาแล้วก็คือ เครดิตของธนาคารที่ปล่อยให้แก่วิสահกิจเอกชนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมาจาก 10% ของ GDP ในปี 1988 เป็นมากกว่า 40% ของ GDP ในปี

1994 (ดูรูปที่ 23) ผลจากภาวะ Boom ของการปล่อยกู้ ซึ่งเกินความสามารถในการตรวจสอบและคัดเลือกโครงการ ทำให้เงินจำนวนมาก ทั้งที่เป็นเงินฝากของธนาคาร ไหลเข้าสู่ภาคธนาคารและส่วนแบ่งของการปล่อยกู้ของธนาคารให้แก่วิสาหกิจเอกชนเพิ่มขึ้นอย่างมากมาย

สิ่งที่ Mishkin (1996, 2001) ตั้งข้อสังเกตก็คือ ผู้กำกับธนาคารของเม็กซิโก และคณะกรรมการธนาคารระดับชาติ ล้วนไม่มีกำลังความสามารถในการกำกับกับการปล่อยกู้ของธนาคารพาณิชย์ ยิ่งกว่านั้น สถาบันการเงินอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็นเครดิตยูเนียน สถาบันการออม และบริษัท leasing ทั้งหลายต่างก็พากันปล่อยเงินกู้จำนวนมากให้แก่ภาคเอกชน ผลก็คือเกิดหนี้เสียที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก (ดูรูปที่ 27) สิ่งที่เกิดขึ้นในเม็กซิโกนั้นมิใช่เรื่องใหม่แต่ประการใด เพราะในประสบการณ์ของสหรัฐอเมริกาในทศวรรษที่ 19 และตอนต้นของศตวรรษที่ 20 ก็มีลักษณะเช่นนี้ สิ่งที่เกิดขึ้นในกรณีเม็กซิโกก็คือในเดือนกุมภาพันธ์ 1994 U.S. Federal Reserve เริ่มดันขึ้นดอกเบี้ยของ Interbank federal fund rate เพื่อกดดันปัญหาเงินเฟ้อ แต่การทำเช่นนี้ก็กลับสร้างแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยของเม็กซิกัน และเป็นการสร้างความไม่สมมาตรของสารสนเทศขึ้นในสถาบันการเงินของเม็กซิโก (ดูรูปที่ 28)

รูปที่ 28

Interest Rates on Cetes and Interbank Loans, 1993-96 (percent)



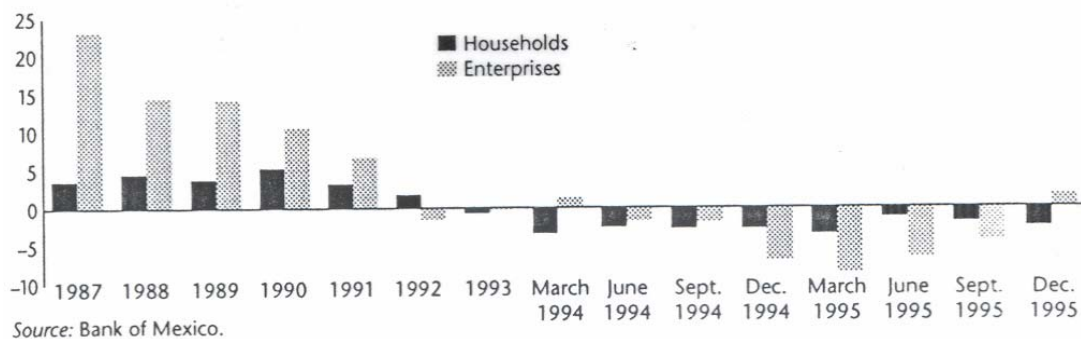
Source: Bank of Mexico; IMF, International Financial Statistics.

ในขณะเดียวกัน ธนาคารกลางของเม็กซิโกพยายามปกป้องค่าเงินเปโซ โดยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนั้นทำให้เกิดปัญหา Adverse Selection มากยิ่งขึ้นในตลาดการเงินของเม็กซิโก นั่นคือคนที่มีความเสี่ยงมากที่สุดจะเป็นผู้ได้รับสินเชื่อจากสถาบันการเงิน ไม่ใช่คนที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด แต่เหนืออื่นใด เมื่อทางการเม็กซิโกปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยย่อมมีผลในแง่ลบต่อ Cash flow ของครัวเรือนและหน่วยธุรกิจ ผลที่เด่นชัดคือการทำให้ Balance Sheets เสื่อมทรามลง (ดูรูปที่ 29) ยิ่งกว่านั้น ปัญหาที่ร้ายแรงที่สุดของระบบสถาบันการเงินก็คือ เมื่อมีความไม่สมมาตรของสารสนเทศ ก็มักนำไปสู่ความเสื่อมทรามของ Balance Sheets และ

ผลสุดท้ายก็คือก่อให้เกิด Adverse Selection และ Moral Hazard ตามมาในสถาบันการเงินของเม็กซิโก อย่างที่เกิดขึ้นในเม็กซิโก ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่เพิ่มมากขึ้นในตลาดการเงินและตลาดหลักทรัพย์ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ก็มีความอ่อนไหวอย่างยิ่ง ผลก็คือดัชนีราคาหลักทรัพย์ได้ลดลงเรื่อยๆ

รูปที่ 29

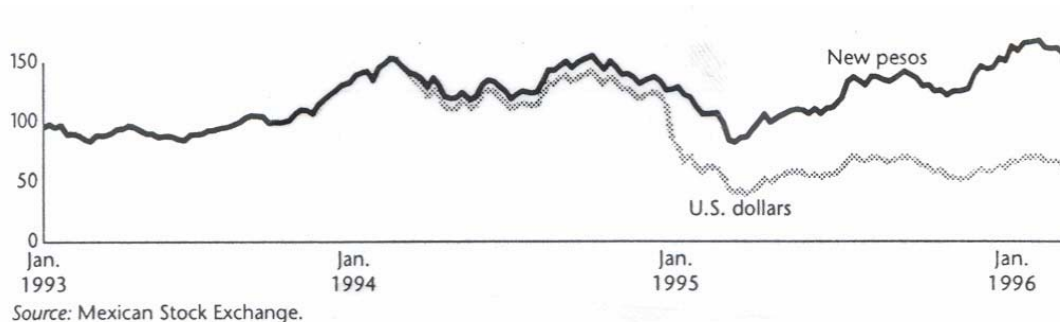
Net Creditor or Debtor Position with the Domestic
Financial System, 1987-1995
(Stocks as % of GDP)



โดยเฉพาะที่มีการกล่าวอ้างมากที่สุดคือ การลอบสังหารผู้สมัครแข่งขันตำแหน่งประธานาธิบดี Colosio ในตอนต้นปี 1994 และความไม่สงบในทางการเมืองในรัฐ Chiapas ยิ่งเพิ่มความไม่แน่นอนในตลาดการเงินมากยิ่งขึ้น ผลที่คาดเดาได้ก็คือราคาของหุ้นใน Bolsa ลดลงประมาณ 20% (ดูรูปที่ 30) ระหว่างช่วงที่สูงสุดในเดือนกันยายน 1994 และกลางเดือนธันวาคม 1994 ปัญหาที่ทวีความรุนแรงขึ้นเพราะทำให้ Net worth มีค่าลดลง อันส่งผลโดยตรงต่อปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศอีกทอดหนึ่ง ในกรณีเช่นนี้นักเศรษฐศาสตร์ระบุว่าจะก่อให้เกิดปัญหาการแยกแยะระหว่างลูกค้าแล้วให้ออกจากลูกค้าดีเป็นไปได้ยากมากยิ่งขึ้น ปัญหาสำคัญคือลูกค้าแล้วจะได้รับเงินกู้เพราะผู้ปล่อยกู้มีปัญหา Adverse Selection ทำให้โครงการที่มีความเสี่ยงสูงมักได้รับเงินกู้ก่อนจากสถาบันการเงิน อย่างที่แสดงในรูปที่ 25

รูปที่ 30

Stock Market Prices on the Bolsa
1993-96 index (1993=100)



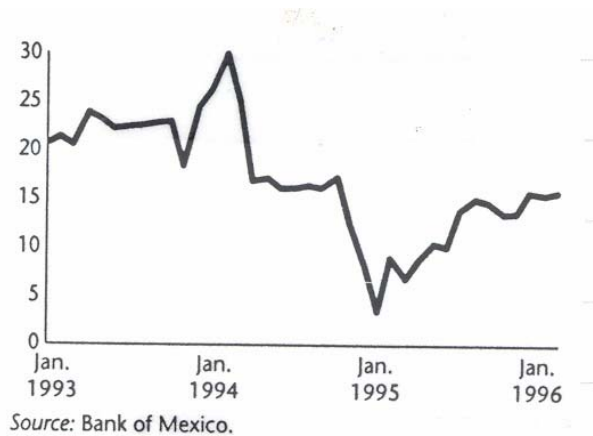
ความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นและการลดลงของ Net worth อันเนื่องมาจากดอกเบี้ยที่มีการปรับตัวให้สูงขึ้นนั้น ทำให้ Balance Sheets ของธนาคารเสื่อมทรามลง นี่เป็นเงื่อนไขเบื้องต้นที่ทำให้ปัญหา Adverse Selection และ Moral Hazard ทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น และทำให้เศรษฐกิจของเม็กซิโกเดินเข้าสู่วิกฤตการณ์ เมื่อตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเริ่มมีปัญหาและรัฐบาลเม็กซิโกประกาศลดค่าเงินเมื่อวันที่ 20 ธันวาคม 1994

ปัญหาใหญ่ของเม็กซิโกในปลายปี 1994 ก็คือเมื่อเกิดความไม่แน่นอนทางการเมือง ทำให้เม็กซิโก ถูกโจมตีในค่าเงินเปโซอย่างหนักจากนักเก็งกำไรต่างชาติ แต่แทนที่ธนาคารชาติของเม็กซิโกจะลดค่าเงินเปโซในตอนต้นกลับพยายามสู้เพื่อรักษาค่าเงินเปโซไว้ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ผลก็คือ ธนาคารชาติของเม็กซิโกต้องสูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก ซึ่งลดลงต่ำสุดในเดือนมกราคม 1995 (ดูรูปที่ 31) หลังจากการประกาศลดค่าเงิน

รูปที่ 31

Mexico's International Reserves, 1993-1996

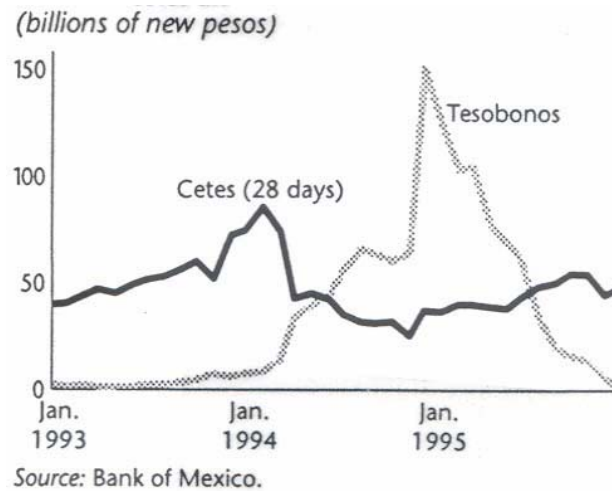
(Billions of US Dollars)



ยิ่งกว่านั้น อย่างที่กล่าวมาในตอนก่อน ความไม่แน่นอนในตลาดการเงินระหว่างประเทศยิ่งซ้ำเติม วิกฤตการณ์ให้หนักหน่วงขึ้น รัฐบาลเม็กซิกันไม่สามารถจัด finance หนี้สาธารณะที่อยู่ในรูปเงินเปโซ (CETES) และหนี้สาธารณะที่เป็นเงินเหรียญสวอ. (Tesobonos) แม้ว่าธนาคารกลางของเม็กซิโกได้พยายาม อย่างหนักในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้วก็ตาม (ดูรูปที่ 32) จำนวนเงินสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงมากนี้ บังคับให้รัฐบาลเม็กซิโกต้องประกาศเลิกอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ และประกาศลดค่าเงินเมื่อวันที่ 20 ธันวาคม 1994

รูปที่ 32

Cetes and Tesobonos Amounts, 1993-95

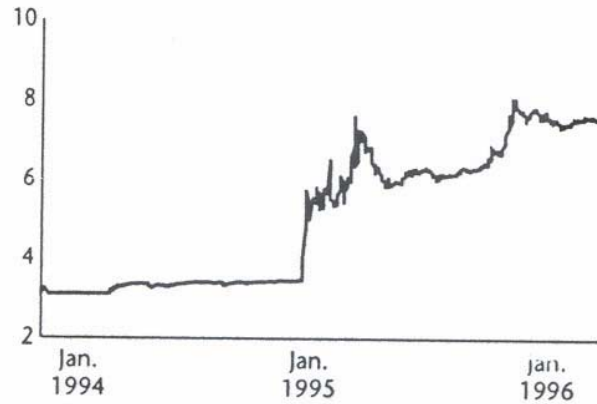


4. บทเรียนของเม็กซิโกและนัยทางนโยบาย

เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ของเม็กซิโกในเดือนธันวาคม 1994 ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์ก็มีการแบ่งขั้วเป็น 2 ด้าน คือ ฝ่ายหนึ่งเชื่อว่าวิกฤตการณ์นี้ไม่ใช่มีลักษณะจำเพาะ แต่เป็นวิกฤตการณ์ที่เกิดจากความผิดพลาดของการดำเนินนโยบายแบบ Washington Consensus โดยมิได้สร้างโครงสร้างทางสถาบันที่เข้มแข็งไว้ก่อน แต่อีกฝ่ายหนึ่งเชื่อว่าวิกฤตการณ์นี้เป็นผลของความตื่นตระหนกของผู้ปล่อยกู้หรือสถาบันการเงินเอกชน ซึ่งทำให้สถานการณ์เลวร้ายกว่าที่ควรจะเป็น ไม่ว่าจะยืนอยู่ด้านใดก็ตาม วิกฤตการณ์ทางธนาคารและอัตราการเปลี่ยนแปลงของเม็กซิโกทำให้เกิดผลกระทบต่อเป็นลูกโซ่สู่ประเทศอื่นๆ สหรัฐอเมริกา และกองทุนการเงินระหว่างประเทศก็ได้ประกาศโครงการช่วยเหลือทันที เพื่อมิให้เม็กซิโกล้มละลายและเพื่อฟื้นฟูความมั่นคงกลับมาใหม่ โดยประกาศเงินช่วยเหลือจำนวน 52 พันล้านเหรียญสหรัฐ. ซึ่งการช่วยเหลือนี้ก็ปฏิบัติตามเงื่อนไขของ IMF ที่มีนโยบายที่ถูกสั่งจาก IMF โดยตรงในเดือนกุมภาพันธ์ 1995 แต่สถานการณ์ทางการเงินในเม็กซิโกมิได้แก้ไขได้ง่ายๆ เพราะเมื่อเกิดวิกฤตการณ์แล้วก็ยากที่จะหยุดลงในเวลาอันรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม IMF พยายามสร้างความช่วยเหลือในโครงการกู้เงินแบบฉุกเฉินให้มากถึง 17 พันล้านเหรียญสหรัฐ. จำนวนเงินนี้ถือว่ามากที่สุดในประวัติศาสตร์ในขณะนั้น อย่างไรก็ตาม ค่าเงินเปโซยังลดลงอย่างต่อเนื่องหลังการลดค่าเงิน ขณะเดียวกันก็เกิดภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรงในเม็กซิโกในปี 1995 (ดูรูปที่ 33 และ 34)

รูปที่ 33

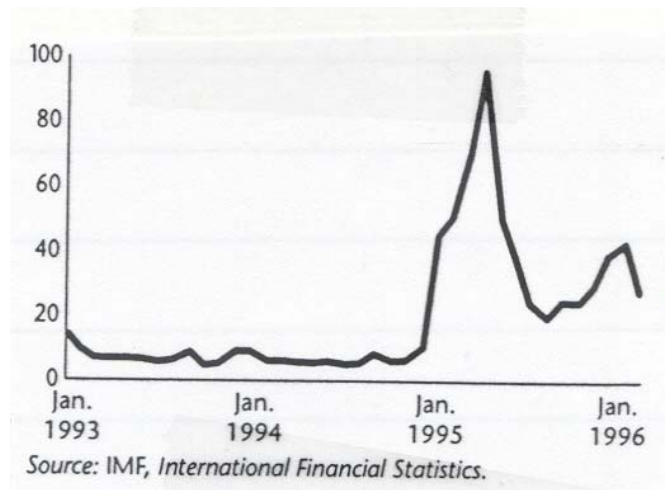
Peso-Dollar Exchange Rate, 1993-1996
(Peso per U.S. Dollar)



Source: IMF, International Financial Statistics.

รูปที่ 34

Consumer Price Inflation, 1993-1996 (%)



Source: IMF, International Financial Statistics.

บทเรียนที่ได้รับก็คือ โครงการความช่วยเหลือในรูปแบบของ Bail out นี้ก่อนให้เกิดเสียงวิพากษ์วิจารณ์ว่ามีความเหมาะสมเพียงใด เพราะเท่ากับเป็นการช่วยเหลือรัฐบาลเม็กซิโกให้ทำผิดพลาดได้เรื่อยๆ เนื่องจากปัญหาของวิกฤตการณ์ในเม็กซิโกน่าจะเกิดจากความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ การหลีกเลี่ยงมิให้เกิดวิกฤตการณ์นี้ จึงควรพิจารณาที่สาเหตุที่นำไปสู่วิกฤตการณ์มากกว่าพยายามจะช่วยเหลือ โดยมิได้แก้ปัญหาที่แก่นของปัญหา อย่างไรก็ตามเราควรเข้าใจด้วยว่าวิกฤตการณ์ของเม็กซิโกทำให้เศรษฐกิจ

เม็กซิโกต้องเผชิญกับต้นทุนจำนวนมาก ความเจริญเติบโตลดลงประมาณ 7% ในปี 1995 การบริโภคลดลงมากกว่า 17% ในขณะที่การลงทุนลดลง 30% สิ่งที่เป็นบทเรียนในกรณีของเม็กซิโกก็คือ เราควรเข้าใจถึงการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคให้ถ่องแท้และหลีกเลี่ยงการเปิดตลาดการเงินเสรี โดยไม่มีการแก้ไขโครงสร้างเศรษฐกิจภายในให้พร้อมก่อนเปิดตลาดการเงินเสรี Griffith-Jones (1998; 2001) กล่าวไว้ชัดเจนว่ามีข้อสรุปที่ควรระมัดระวังไว้ 4 ข้อใหญ่ คือ

ประการแรก การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เรื้อรังนั้น ควรเป็นสิ่งที่พึงหลีกเลี่ยง โดยเฉพาะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากกว่า 1 ปีหรือ 2 ปี แต่ก็มีปัญหาว่าระดับการขาดดุลที่ยั่งยืนควรจะเป็นกี่ปี แต่อย่างน้อยรัฐบาลในประเทศกำลังพัฒนาไม่ควรปล่อยให้มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมากติดต่อกัน ข้อสรุปง่ายๆ ก็คือ ประเทศที่มีอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจประมาณ 5% ต่อปี ระดับของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดไม่ควรเกิน 3-4% ของ GDP ยกเว้นในกรณีประเทศที่มีระดับความเจริญเติบโตที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดขึ้นเพราะนำการลงทุนมิใช่เพื่อการบริโภค ยิ่งกว่านั้นการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดควรเป็นการ finance โดยเงินทุนระยะยาวที่ไหลเข้ามามิใช่เงินทุนระยะสั้น อย่างที่เกิดในเม็กซิโกหรือสวีเดน

ประการที่สอง ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อาจไม่เหมาะสม เพราะแม้ว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อาจใช้เพื่อการแก้ไขอัตราเงินเฟ้อได้ผล แต่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ที่มีความเปราะบางที่จะถูกโจมตีจากนักเก็งกำไร เพราะอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่มักถูกกำหนดให้มีค่าสูงกว่าความเป็นจริง (overvaluation) เหมือนที่เกิดขึ้นในเม็กซิโกในช่วงปี 1992-1994 ทั้งนี้ แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อจะได้รับการควบคุม แต่ก็อาจเป็นตัวปัญหาให้เกิดวิกฤตการณ์ได้ เมื่อมีเงินทุนจำนวนมากไหลเข้ามาจากต่างประเทศ โดยเฉพาะที่เป็นเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่อาจไม่เหมาะสมในการจัดการกับปรากฏการณ์ใหม่นี้

ประการที่สาม การจัดการกับภาระหนี้สาธารณะ ในกรณีของเม็กซิโกเห็นได้ชัดว่ารัฐบาลดำเนินนโยบายที่ผิดพลาดในการจัดการกับสต็อกของหนี้สาธารณะ เพราะมีการโอนหนี้ที่เป็นเงินเปโซให้กลายเป็นหนี้ที่ถือในสกุลเหรียญสหรัฐ. (Tesobonos) ซึ่งเป็นตัวทำให้เกิดปัญหาในการชำระหนี้ โดยเฉพาะเมื่อมีปัญหาเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่

ประการที่สี่ ในแง่หลักเกณฑ์ของเศรษฐกิจมหภาค ประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจแบบเปิดอาจจำเป็นต้องมีทุนสำรองระหว่างประเทศที่มากกว่าในอดีต อันเนื่องมาจากความอ่อนไหวของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ เพราะเมื่อใดก็ตามที่มีการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วก็อาจก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินของตนเอง ดังที่เกิดขึ้นในกรณีเม็กซิโกและประเทศไทย ปัญหาใหญ่ที่นัก

เศรษฐศาสตร์ต้องคำนึงถึงมากในขณะนี้ก็คือ ตลาดการเงินระหว่างประเทศได้เปลี่ยนแปลงไปมากใน ศตวรรษที่ 21 โดยเฉพาะภาคการเงินระหว่างประเทศที่ทวีความสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ สิ่งที่ต้องหลีกเลี่ยงอย่าง ยิ่งก็คือการนำเงินทุนระยะสั้นเข้าประเทศ เพราะมีความเสี่ยงอย่างยิ่งที่จะก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ขึ้น

การเปิดการเงินเสรีอย่างรวดเร็วตามแนวทางนโยบายเสรีนิยมแบบใหม่ควรหลีกเลี่ยงอย่างยิ่ง แต่ควร กระทำอย่างมีขั้นมีตอน และมีการสร้างสถาบันที่เข้มแข็งไว้คอยรองรับการเปิดการเงินเสรีเสมอ เพราะ เงินทุนไหลเข้าระยะสั้นที่ไหลท่วมท้นเข้ามาสามารถก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ได้โดยง่าย ถ้าระบบการตรวจสอบ และการปล่อยสินเชื่อของธนาคารและสถาบันการเงินมิได้มีระบบที่มั่นคงและน่าเชื่อถือพอ (Prudential Regulation) ดังเช่นที่เกิดขึ้นในเม็กซิโก เพราะตลาดการเงินมิใช่เหมือนตลาดสินค้าทั่วไป ปัญหาความไม่ สมมาตรของสารสนเทศสามารถนำไปสู่ Adverse Selection และ Moral Hazard และก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ ของสถาบันการเงินได้โดยไม่ยาก การปล่อยกู้อย่างขาดความระมัดระวังนำไปสู่ปัญหาหนี้เสียจำนวนมาก และเมื่อหนี้เสียนั้นใช้เงินทุนจากต่างประเทศในการปล่อยกู้ ซึ่งกู่เป็นเงินตราต่างประเทศ ปัญหาก็ยิ่งซับซ้อน มากขึ้น จนนำไปสู่การเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคาร และวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนในที่สุด

References

- Akerlof, G. (1970). "the Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, pp. 488-500.
- bernanke, B.S. (1983). "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", American Economic Review, Vol. 73, pp. 257-76.
- Bernanke, B.S, Gertler M. (1989). "Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations", American Economic Review, Vol. 79, pp. 14-31.
- Bernanke, B.S., and Gertler M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," Journal of Economic Perspectives, Fall 1995, 9, pp. 27-48.
- Bernanke, B.S. and C. Lown (1991). "The Credit Crunch," Brookings Papers on Economic Activity, 2, pp. 205-39.
- Boyd, J. and Gertler, M. (1993). "U.S. Commercial Banking: Trends, Cycles and Policy", NBER Macroeconomics Annual 1993, pp. 319-368.
- Brimmer, A.F. (1989). "Distinguished Lecture on Economics I Government: Central Banking and Systemic Ricks in Capital Markets", Journal of Economic Perspectives, Vol. 3, pp. 3-16.
- Calomiris, C.W. and Gorton, G. (1991). "The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation" in Hubbard, R.G. (ed.) Financial Markets and Financial Crises. University of Chicago Press, Chicago, pp. 109-173.
- Calomiris, C.W., Hubbard, R.G. (1990). "Firm Heterogeneity, Internal Finance, and 'Credit Rationing'", Economic Journal, 100, pp. 90-104.
- Cecchetti, S.G., (1995). "Distinguishing theories of the Monetary Transmission Mechanism," Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 1995, 77, pp. 83-97.
- Diamond, D. (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", Review of Economic Studies, Vol. 51, pp. 393-414.
- Drees, Burkhard and Pazarbasioglu, Ceyla (1995). "The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization?" International Monetary Fund Working Paper, WP/95/61, June.
- Edwards, F. and Mishkin, F.S. (1995). "The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy," Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, July, 1, #3, pp. 27-45.

- Euro-currency Standing Committee of Central Banks of Group of 10 Countries (Fisher Group). (1994),
 “Discussion Paper on “Public Disclosure of Markets and Credit Risk by Financial
 Intermediaries,” September.
- Federal Reserve Bank of New York, (1993), “The Role of the Credit Slowdown in the Recent Recession,”
 Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Spring, 18, #1.
- Federal Reserve Bank of New York, (1994) “A discussion paper “Public Disclosure of Risks Related to
 Market Activity,” September.
- Fisher, I. (1933). “the Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, Econometrica, Vol. 1, pp. 337-57.
- Garber, Peter M. and Subir Lall. (1996). “The Role and Operation of Derivative Markets in Foreign
 Exchange Market Crises,” mimeo. February.
- Gertler, M. (1988a). “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”, Journal of
 Money Credit and Banking, Vol. 20, Part 2, pp. 559-88.
- Gertler, M. (1988b). “Financial Capacity, Reliquification, and Production in an Economy with Long-Term
 Financial Arrangements”, University of Wisconsin, mimeo.
- Gorton, G. (1988). “Banking Panics and Business Cycles”, Oxford Economic Papers Vol. 40, pp. 751-81.
- Greenwald, B., Stiglitz, J.E. (1988) “Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations”, in
 Kahn, M., and Tsiang, S.C. (eds) Oxford University Press, Oxford.
- Greenwald, B., Stiglitz, J.E., and Weiss, A. (1984). “Information Imperfections in the Capital Market and
 Macroeconomic Fluctuations”, American Economic Review, Vol. 74 pp. 194-99.
- Jaffee, D. and Russell, T. (1976) “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing”, Quarterly
 Journal of Economics, Vol. 90, pp. 651-66.
- Kane E.J., *The S&L Insurance Mess: How Did it Happen?* Washington, D.C.: Urban Institute Press.
- Hancock, D., Laing, A.J. and J.A. Wilcox (1995). “Bank Capital Shocks: Dynamic Effects on Securities,
 Loans and Capital,” Journal of Banking and Finance 19, 3-4: 661-77.
- Huasman, R. and M. Gavin (1995). “The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context,” Inter-
 American Development Bank mimeo, October.
- Hubbard, R.G. (1995), “Is There a “Credit Channel” for Monetary Policy?”, Federal Reserve Bank of St.
 Louis Review, May/June 1995, 77, 63-74.
- Kaminsky, G.L. and C.M. Reinhart (1996). “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of
 Payments Problems,” Board of Governors of the Federal Reserve System, mimeo. February.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977). “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,”
Journal of Political Economy 85, pp. 473-91.

- Mankiw, N.G. (1986). "The Allocation of Credit and Financial Collapse", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, pp. 455-70.
- Mishkin, F.S. (1991). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", in Hubbard, R.G. (ed.) *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press, Chicago., pp. 69-108.
- Mishkin, F.S. (1992). "An Evaluation of the Treasury Plan for Banking Reform. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 6 (Winter), pp. 133-53.
- Mishkin, F.S. (1994). "Preventing Financial Crises: An International Perspective," *Manchester School*, 62, (1994): 1-40.
- Mishkin, F.S. (1995a). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Fourth Edition. HarperCollins, New York.
- Mishkin, F.S. (1996). "The Monetary Transmission Mechanism: Lessons for Policy" mimeo, February.
- Mayer, Colin (1990), "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development," in Hubbard, R.G. (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago: U. of Chicago Press.
- Myers, S.C., and Majluf, N.S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff, (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives* Fall, 9, #4, pp. 73-96.
- Peek, J. and E.S. Rosengren (1995). "Bank Regulation and the Credit Crunch," *Journal of Banking and Finance* 19, 2-4, pp. 679:92.
- Rojas-Suarez, Liliana and Steven R. Weisbrod (1994). "Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges," IMF Working Paper WP/94/117, October.
- Romer, C. (1992)., "What Ended the Great Depression?" *Journal of Economic History*, December 1992, 52, #4, pp. 757-784.
- Stiglitz, J.E., and Weiss, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 393-410.
- Stiglitz, J.E., and Weiss, A. (1983). "Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets," *American Economic Review*, Vol. 73, pp. 912-27.

การจัดการนโยบายทางเศรษฐกิจของไทย : ความล้มเหลวของ Washington Consensus

หรือความล้มเหลวของสถาบัน*

กล่าวนำ

นักวิชาการทางสังคมศาสตร์ โดยเฉพาะนักเศรษฐศาสตร์เริ่มมีความเข้าใจมากขึ้นเรื่อย ๆ ว่านโยบายเศรษฐกิจนั้นไม่ใช่เรื่องที่เกี่ยวข้องเฉพาะเศรษฐศาสตร์ แต่ที่จริงนโยบายเศรษฐกิจมีความเกี่ยวข้องกับสถาบันอย่างลึกซึ้ง จนอาจกล่าวได้ว่า เราไม่อาจเข้าใจว่านโยบายเศรษฐกิจถูกกำหนดขึ้นมาได้อย่างไรโดยไม่พิจารณาโครงสร้างทางการเมือง รัฐธรรมนูญ การเลือกตั้ง ตลอดจน สมาชิกสภาผู้แทนราษฎร และ วุฒิสมาชิก การขาดความเข้าใจสถาบันทางการเมืองและระบบการเมืองทำให้ไม่มีความเข้าใจอย่างแท้จริงว่าเพราะเหตุใด นโยบายเศรษฐกิจบางอย่างจึงได้รับการเลือกปฏิบัติ ทั้ง ๆ ที่นโยบายเศรษฐกิจนั้น ๆ ไม่ส่งเสริมหรือก่อให้เกิดความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ นักเศรษฐศาสตร์รุ่นน้อย ๆ ว่า ทำไมบางประเทศจึงไม่สามารถเลือกนโยบายเศรษฐกิจที่จะส่งเสริมการกระจายรายได้หรือส่งเสริมความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ในขณะที่บางประเทศสามารถทำได้ ทำไมบางประเทศ รัฐสามารถสร้างความเชื่อมั่นว่า นโยบายเศรษฐกิจที่เลือกจะได้รับการปฏิบัติอย่างไม่มีเปลี่ยนแปลงในระยะยาว (Long-terms credible policy commitments) ในขณะที่ประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมากไม่สามารถสร้างความเชื่อมั่นที่มีต่อนโยบายเศรษฐกิจในระยะยาว ประเด็นสำคัญของนโยบายเศรษฐกิจที่จะมีการปฏิรูปหรือไม่ และปฏิรูปอย่างไร กลายเป็นปัญหาหลักของนักเศรษฐศาสตร์ เพราะทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักไม่สามารถบอกได้ว่า ทำอย่างไรจึงจะทำให้เห็นนโยบายเศรษฐกิจที่เลือกประสบผลสำเร็จ? ระบบการเมืองแบบประชาธิปไตยที่ประเทศต่าง ๆ ใช้อยู่มีใช้ระบบการเมืองแบบเดียว แต่ที่จริงมีขั้นตอนของการพัฒนาอย่างมากมาย ความหลากหลายของระบบ ประชาธิปไตยนี้เป็นตัวปัญหาสำคัญของนโยบายเศรษฐกิจที่จะเลือกหรือไม่เลือกในแต่ละประเทศ ในกรณีของไทยรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรฉบับปี 2540 ได้วางกรอบของระบบการเมืองไว้ แต่น่าเสียดายรัฐธรรมนูญฉบับใหม่นี้ไม่ได้กำหนดกรอบของแนวนโยบายเศรษฐกิจอย่างชัดเจน แต่เป็นกรอบกว้าง ๆ ให้รัฐมีหน้าที่ดูแลผลประโยชน์ของปวงชนชาวไทย โดยมีได้ระบุอย่างแจ่มแจ้งว่าจะทำได้ อย่างไม่ ปัญหาพื้นฐานที่สุดของการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจก็คือ การเลือกระบบประชาธิปไตยแบบใด การเลือกตั้งแบบไหน รัฐสภาแบบใด เพราะนั่นเท่ากับการกำหนดความสัมพันธ์ระหว่าง Agent-Principal ที่มีผลต่อการเลือกนโยบายเศรษฐกิจ และจะเลือกนโยบายเศรษฐกิจแบบใดก่อนหลัง ความซับซ้อนของเรื่อง การกำหนดนโยบายเศรษฐกิจจึงเกี่ยวข้องกับ 3 ประเด็น คือ หนึ่ง ประชาชนเป็นผู้เลือกตัวแทนของคนที่

* ผู้เขียนขอขอบคุณอาจารย์อัมมาร สยามวาลา และอาจารย์รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์ ที่ช่วยเสนอแนะและเสนอแนะประเด็นต่างๆ ให้แก่ผู้เขียน และขอขอบคุณผู้ช่วยวิจัย คุณดรภรณ์ เดชพลมาตย์ ที่ช่วยรวบรวมข้อมูลต่างๆ ไว้ให้เขียนบทความนี้

เป็นผู้ใช้อำนาจรัฐในการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจผ่านรัฐธรรมนูญแบบลายลักษณ์อักษร นั่นคือการเลือกวุฒิสมาชิกและสมาชิกสภาผู้แทนราษฎร เพื่อให้มีการเลือกฝ่ายบริหารและฝ่ายนิติบัญญัติ เครื่องมือหลักของการให้อำนาจนี้จึงต้องผ่านกระบวนการเลือกที่ยุติธรรม เพื่อเป็นหลักประกันว่า ตัวแทนที่ได้รับเลือกเป็นผู้เหมาะสม ถ้าประชาชนไม่พอใจคนที่เลือกก็มีสิทธิในการไม่เลือกในครั้งต่อไป กระบวนการดังกล่าวนี้อยู่ภายใต้กฎหมายรัฐธรรมนูญ ซึ่งเป็นกติกาที่ทุกคนยอมรับ สอง การมอบอำนาจให้แก่ตัวแทนของประชาชนผ่านการเลือกตั้งเท่ากับเป็นการให้อำนาจในการจัดตั้งองค์กร เช่น คณะรัฐมนตรีและรัฐสภา ซึ่งเป็นองค์กรที่ผลิตนโยบายและควบคุมนโยบายเศรษฐกิจ กระบวนการคานอำนาจนี้เป็นส่วนสำคัญของการกำหนดนโยบายเศรษฐกิจให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ถ้าปราศจากการคานอำนาจก็จะมีแนวโน้มว่า การผลิตนโยบายเศรษฐกิจอาจไม่เกื้อกูลต่อประชาชนส่วนใหญ่ แต่ตกกับกลุ่มผลประโยชน์บางกลุ่มเท่านั้น สาม แม้ว่าจะมีการมอบอำนาจจากประชาชนสู่องค์กรของรัฐคือคณะรัฐมนตรีและรัฐสภา แต่ส่วนสำคัญที่สุดในการบวนการกำหนดนโยบายนั้นจำต้องอาศัยกลไกของรัฐ กลไกที่สำคัญที่สุดคือข้าราชการระดับต่าง ๆ ที่จะนำนโยบายเศรษฐกิจต่าง ๆ ไปปฏิบัติให้เกิดเป็นรูปธรรม กระบวนการบริหารดังกล่าวนี้เป็นส่วนสำคัญที่จะชี้ว่านโยบายเศรษฐกิจใดก็ตาม ถึงแม้จะเชื่อว่าเป็นนโยบายเศรษฐกิจที่ดี ก็อาจไม่มีความหมายเมื่อข้าราชการและหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องไม่นำไปปฏิบัติ

การจัดการนโยบายเศรษฐกิจจึงมิใช่เรื่องกรณนโยบายเศรษฐกิจที่ถูกต้องเท่านั้น แต่ยังรวมถึงความเข้าใจและความสามารถในการทำให้เห็นนโยบายเศรษฐกิจที่ดีบังเกิดผล และนี่เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ความเข้าใจและการจัดองค์กรที่ดีมีความสำคัญเท่า ๆ กับการเลือกนโยบายเศรษฐกิจที่ดี

นักเศรษฐศาสตร์ในประเทศไทยได้รับการวิพากษ์วิจารณ์อย่างรุนแรงจากนักวิชาการสาขาอื่น ๆ โดยเฉพาะจากนักรัฐศาสตร์และนักสังคมวิทยาว่า ได้นำพาประเทศไปสู่ความล่มจม ยิ่งไปกว่านั้นนักวิชาการอิสระและนักกิจกรรมที่อยู่นอกกระบวนราชการต่างก็พากันประณามนักเศรษฐศาสตร์ในภาคราชการว่า มีการกระทำที่ขายชาติ ขายทรัพย์สินสมบัติของแผ่นดิน แม้ว่าข้อวิพากษ์วิจารณ์นี้จะมิได้รับการเอาใจใส่จากนักเศรษฐศาสตร์นัก แต่ในบทความนี้ ผู้เขียนตั้งใจจะหยิบยกมาวิจารณ์ว่า การกล่าวหาดังกล่าวมีมูลเพียงใด และมีประเด็นทางวิชาการที่นำมาพิจารณาอย่างไร ส่วนที่เป็นสาระสำคัญก็คือการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่อยู่ภายใต้ยุทธศาสตร์ของการพัฒนาประเทศดังกล่าวมีปรัชญาหรืออุดมการณ์ทางเศรษฐกิจอย่างไร เพราะการวิพากษ์วิจารณ์โดยขาดความเข้าใจถึงที่ถูกต้อง เป็นแต่เพียงการวิพากษ์วิจารณ์ที่ไม่ก่อประโยชน์แต่อย่างใด

นักเศรษฐศาสตร์มักจะคิดว่า ถ้านักการเมืองทำตามนโยบายเศรษฐกิจที่ตนเองเสนอแนะโลกคงน่าอยู่กว่านี้ แต่นักเศรษฐศาสตร์มักชอบเสนอแนะแผนนโยบายเศรษฐกิจ แต่มักไม่พยายามอธิบายว่าทำไมนักการเมืองจึงเลือกนโยบายเศรษฐกิจแบบที่นักการเมืองชอบ ทั้ง ๆ ที่ นักเศรษฐศาสตร์ก็มักไม่เห็นด้วยก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์ชอบตอบตนเองว่า การเลือกนโยบายเศรษฐกิจของนักการเมืองเป็นเรื่องอยู่ นอกขอบเขตหรือนอกสาขาวิชาการของตน คำอธิบายดังกล่าวข้างต้นใช้ได้กับกรณีนักเศรษฐศาสตร์ไทย เพราะนักเศรษฐศาสตร์ไทยตามหน่วยราชการที่สำคัญ คือ กระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการ

เศรษฐกิจและสังคม และธนาคารแห่งประเทศไทย มักจะบอกว่า ตนเองมีหน้าที่ศึกษาและเสนอแนะนโยบายเศรษฐกิจเท่านั้น ส่วนการเลือกหรือไม่เลือกนโยบายเศรษฐกิจนั้น ๆ ไม่ว่าจะป็นนโยบายเศรษฐกิจใดก็ตาม เป็นเรื่องของคณะรัฐมนตรี รัฐมนตรี หรือพรรคการเมืองที่เป็นพรรครัฐบาลหรือร่วมรัฐบาลที่จะตัดสินใจเลือกนโยบายเศรษฐกิจนั้นๆ ปัญหาที่คือรัฐบาลเลือกนโยบายที่ดีที่สุดหรือไม่? การมองเพียงกรอบของการเลือกนโยบาย (Policy Choices) นี้เป็นการวิเคราะห์นโยบายเศรษฐกิจแบบที่ค่อนข้างแคบ แต่ที่จริงนโยบายเศรษฐกิจมิใช่เพียงแต่การเลือกนโยบายที่ดีที่สุดเท่านั้น หากจำเป็นต้องคำนึงถึงการนำไปปฏิบัติให้เกิดเป็นรูปธรรมอย่างแท้จริง ทั้งนี้ก็ย่อมสะท้อนกลับมาสู่รากฐานทางความคิดว่า นโยบายเศรษฐกิจนั้น ๆ เป็นนโยบาย ที่ถูกต้องและมีหลักวิชาการสนับสนุนหรือไม่ อย่างที่ทราบกันดีว่า นักเศรษฐศาสตร์กระแสหลักในไทยมักชอบอ้างว่า การเลือกนโยบายเศรษฐกิจใด ๆ ของนักการเมืองมิใช่เกิดจากสุญญากาศ แต่มักเกี่ยวข้องกับ “แรงจูงใจทางการเมือง” (Political Motives) แรงจูงใจทางการเมืองเป็นการกล่าวอย่างครอบคลุมจักรวาล เพราะดูเหมือนว่า ไม่มีนโยบายเศรษฐกิจใด ๆ ที่จะไม่อยู่ในกรอบของแรงจูงใจทางการเมือง

ในช่วงศตวรรษที่ผ่านมา โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษ 1980 และ 1990 เป็นช่วงเวลา สั้น ๆ ที่เปลี่ยนแปลงทัศน์ของนักเศรษฐศาสตร์เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะความเข้าใจในเรื่องการกำหนด นโยบายและการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ (Economic Policy Reform) หลายประเทศในลาตินอเมริกาและในบางประเทศของเอเชียได้ดำเนินการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจอย่างขนานใหญ่ในช่วงทศวรรษ 1980 ยิ่งในทศวรรษ 1990 ด้วยแล้ว การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจได้ดำเนินไปอย่างเข้มข้นในบางประเทศที่ไม่น่าจะเชื่อว่าจะสามารถดำเนินการปฏิรูปไปได้ไกลขนาดนั้น

บางประเทศที่มีการปฏิรูปอย่างขนานใหญ่ เช่น อาร์เจนติน่า เป็นต้น หรือในทวีป เอเชีย ประเทศที่มีการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจอย่างมากที่สุดคือ อินเดีย จีน และเกาหลีใต้ ประเทศเหล่านี้ พยายามจะทำให้เศรษฐกิจของตนเปิดสู่ตลาดโลก สิ่งที่น่าสนใจและเป็นประเด็นส่วนสำคัญของบทความนี้ก็คือ เพราะเหตุใด การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจของไทยจึงมิได้เกิดขึ้นอย่างจริงจังในทศวรรษ 1980 แต่กลับมาดำเนินการในทศวรรษ 1990 นั่นคือ การปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี (Financial Liberalization) ในปี 1993 ซึ่งมีการเปิดให้มี BIBF เกิดขึ้น คำถามแรก เพราะเหตุใด ธนาคารแห่งประเทศไทย และหน่วยราชการของรัฐ โดยเฉพาะกระทรวงการคลังจึงเชื่อว่า การปลดปล่อยให้มีการเงินเสรีจะทำให้ไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินของเอเชีย คำถามที่สอง ซึ่งต่อเนื่องจากคำถามแรก ทำไมธนาคารแห่งประเทศไทยจึงดำเนินการปลดปล่อยการเงินเสรีอย่างกว้างขวาง ทั้ง ๆ ที่ มิได้มีการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจหรือปฏิรูปสถาบันการเงินให้เข้มแข็งเสียก่อน คำถามที่สาม การปลดปล่อยทางการเงินเสรีนี้ แท้ที่จริงเป็นการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่รวดเร็วเกินไปหรือไม่ เพราะเป็นการดำเนินนโยบายที่ก้าวกระโดดจากนโยบายรักษาเสถียรภาพไปสู่การทำให้เสรีอย่างกว้างขวาง (Liberalization) คำถามที่สี่ เพราะเหตุใด ทางกรไทยโดยเฉพาะธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเชื่อว่า การเปิดการเงินเสรีในต้นทศวรรษ 1990 เป็นช่วงเวลาที่เหมาะสม?

บทความนี้พยายามจะเข้าใจว่าเกิดอะไรขึ้นในประเทศในช่วงสองทศวรรษในศตวรรษที่แล้ว เพื่อให้เข้าใจถึงแนวคิดและปรัชญาของการสร้างนโยบายเศรษฐกิจ จนนำไปสู่วิกฤตการณ์เมื่อปี 1997

และต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน แน่ใจว่าการมองอดีตย่อมทำให้เราได้บทเรียนที่มีค่า แต่การเข้าใจ อดีตที่ถูกต้องมีความสำคัญกว่าและจำต้องอาศัยทฤษฎีในการชี้แนะ บทความนี้จะวิเคราะห์การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจแบบไทย ที่มีได้ดำเนินตาม Washington Consensus อย่างเคร่งครัด ขณะเดียวกันจะชี้ให้เห็นว่าความล้มเหลวของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจส่วนสำคัญมาจาก Washington Consensus อีกส่วนหนึ่งที่สำคัญกว่าคือความล้มเหลวของสถาบันต่อการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ องค์ประกอบสำคัญของบทความนี้อยู่ที่การเข้าใจแนวคิดของ WC ต่อการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ และการแก้ไขวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ **ตอนที่หนึ่ง** จะพยายามให้ภาพว่า WC คืออะไร มีนัยสำคัญอย่างไร **ตอนที่สอง** ประเทศไทยได้เดินตามทางของ WC อย่างเคร่งครัดหรือไม่ ? แม้ว่า จะเดินตามแนวคิดของ WC เราจะหลีกเลี่ยงวิกฤตการณ์ทางทฤษฎีในปี 1997 ได้หรือไม่ ? **ตอนที่สาม** วิเคราะห์การแก้ไขวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยผ่าน Letters of Intent โดยพยายามใช้กรอบการวิเคราะห์ของ Agent Principal relationships และ Asymmetric Information และเศรษฐศาสตร์สถาบันแบบใหม่เป็นเครื่องมือสำคัญ สาเหตุของการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจและแนวทางการแก้ไขภายใต้ Letters of Intent ทั้ง 8 ฉบับเป็นความล้มเหลวของสถาบันมากกว่าความล้มเหลวของการเลือกนโยบาย **ตอนสุดท้าย** เป็นการตั้งข้อสังเกตเพื่อมองไปข้างหน้า

แม้ว่าเราจะจำแนกเป็น 4 ตอน แต่เนื้อหาของบทความบางส่วนอาจมีการกล่าวพาดพิงกัน โดยเฉพาะการอ้างอิงถึงแนวความคิดใหญ่ของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ เพราะเหตุใด ใน ทศวรรษ 1980 จึงมิได้มีความพยายามอย่างหนักจากนักเมืองในการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจในประเทศไทย ทั้ง ๆ การปฏิรูปอย่างขนานใหญ่เกิดขึ้นทั่วโลกในทวีปลาตินอเมริกาและทวีปอื่น ๆ ประเด็นหลักของการปฏิรูปวนเวียนอยู่กับแนวคิดเรื่อง การรักษาเสถียรภาพของเศรษฐศาสตร์มหภาคมากกว่าที่จะปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจและระบบเศรษฐกิจอย่างแท้จริง แกนกลางของการปฏิรูปนี้อยู่ที่คำว่า “การปลดปล่อยให้เสรี” (Liberalization) ซึ่งเกี่ยวพันโดยตรงกับแนวปรัชญาพื้นฐานของระบบทุนนิยมที่เน้นการทำงานของกลไกราคาเป็นหลัก แม้ว่าคำว่า “ปฏิรูป” จะมีการใช้อย่างพร่ำเพรื่อในวงการวิชาการ แต่การปฏิรูปอย่างขนานใหญ่ นั้นมีมิติของเวลาและสถานที่เป็นอย่างมาก การปฏิรูปที่มีผลกระทบอย่างกันบ้อย ๆ นั้น วนเวียนกับสิ่งที่นักเศรษฐศาสตร์อย่าง John Williamson (1994) เรียกรวม ๆ ว่า “Washington Consensus” หรือน่าจะแปลเป็นไทยว่า “ฉันทานุมัติแห่งวอชิงตัน”

ตอนที่ 1 อะไรคือฉันทานุมัติแห่งวอชิงตัน?

นักเศรษฐศาสตร์ค่อนข้างมีความเห็นคล้อยตาม John Williamson ว่าอย่างน้อย นโยบายเศรษฐกิจที่เชื่อว่าดีและมีพื้นฐานทางทฤษฎีหนุนหลังคือ นโยบายเศรษฐกิจที่กล่าว ๆ รวมถึงการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจที่มีนโยบายการรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Stabilization) การปลดปล่อยให้มีการค้าเสรี (Trade Liberalization) การแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้แก่ เอกชน (Privatization) และมาตรการอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการทำให้ตลาดทำงานได้อย่างเต็มที่ เพื่อหลีกเลี่ยงความสับสนที่อาจเกิดขึ้น

นโยบายเศรษฐกิจแบบที่วอชิงตันเห็นว่าดีและประเทศกำลังพัฒนาควรจะยึดถือและดำเนินการปฏิรูปตาม
สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1

The Washington Consensus ต่อการปฏิรูป

-
1. Fiscal Discipline
 2. Redistribution of Public Expenditure
Priorities towards Health, Education and Infrastructure
 3. Tax Reform including the Broadening of the Tax
Base and Cutting Marginal Tax Rates
 4. Unified and Competitive Exchange Rates
 5. Security Property Rights
 6. Deregulation
 7. Trade Liberalization
 8. Privatization
 9. Elimination of Barriers to Direct Foreign Investment
 10. Financial Liberalization
-

Source : Williamson (1994)

ศูนย์กลางของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจนี้ แม้ว่าในตอนแรก ๆ จะเป็นการโต้แย้งกัน
ระหว่างรัฐกับตลาด แต่ต่อมาเป็นเรื่องที่ซับซ้อนกว่าการตัดสินใจว่า เราควรให้รัฐจัดสรรหรือปล่อยให้
กลไกราคาที่มีเอกชนเป็นผู้ดำเนินการทางการตลาด ความเชื่อที่ว่านโยบายเศรษฐกิจที่ดีคือนโยบายที่มีรัฐ
เป็นศูนย์กลางนั้นมีอะไรใหม่แต่อย่างใด โดยเฉพาะนโยบายการพัฒนาอุตสาหกรรมที่เน้นการทดแทน
การนำเข้าที่ท้ออย่างจริงจังในทศวรรษ 1940 ในทวีปลาตินอเมริกา และแพร่ระบาดไปทั่วโลกหลัง
สงครามโลกครั้งที่ 2 คู่ประเทศกำลังพัฒนาอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะประเทศที่ได้รับเอกราชใหม่ ๆ แม้ว่า
ประเทศไทยจะมีได้ตกเป็นเมืองขึ้นของมหาอำนาจ แต่ก็ยึดเอานโยบายพัฒนาอุตสาหกรรมทดแทนการ
นำเข้ามาใช้ โดยเฉพาะการเพิ่มบทบาทของรัฐในระบบเศรษฐกิจเกิดขึ้นอย่างทั่วไป จนถึงปลายทศวรรษ
1950 อย่างไรก็ตาม แนวความคิดของ Keynesian ที่เริ่มถูกท้าทายมากขึ้นนับตั้งแต่เกิดวิกฤติการณ์น้ำมัน 2
ครั้งในทศวรรษ 1970 ทำให้แนวคิดทางทฤษฎีของนโยบายเศรษฐกิจที่มีรัฐเป็นศูนย์กลางได้รับการ

วิพากษ์วิจารณ์มากขึ้น เพราะประเทศพัฒนาและกำลังพัฒนาต่างประสบปัญหาเงินเฟ้ออย่างรุนแรง เกิดการว่างงานอย่างขนานใหญ่ ตลอดจนปัญหาความเสื่อมทรามของงบดุลการชำระหนี้เงินอย่างยืดยาว ทำให้เริ่มมองว่า รัฐต่างหากที่เป็นตัวก่อให้เกิดปัญหาเหล่านี้ เพราะแทนที่จะเป็นความล้มเหลวของตลาด (Market Failure) ที่ทำให้รัฐต้องอ้างความชอบธรรมในการผลิตสินค้าสาธารณะ แต่รัฐกลับมีการฉ้อฉลและนำมาซึ่งผลประโยชน์ให้แก่ตนเองและพรรคพวกเพื่อนฝูงจนกลายเป็นว่าเป็นความล้มเหลวของรัฐบาล (Government Failure) แทนที่ ด้วยเหตุนี้จึงเกิดข้อสรุปใหม่นับตั้งแต่ทศวรรษ 1980 ว่า แม้ว่า “ความล้มเหลวของตลาด” เป็นเรื่องที่ทำให้รัฐต้องเข้าแทรกแซง แต่ความล้มเหลวของรัฐอาจจะมีมากกว่าความล้มเหลวของตลาดด้วยซ้ำ นับตั้งแต่ทศวรรษ 1980 เป็นต้นมา แนวความคิดเรื่อง “การปฏิรูป” กลายเป็นประเด็นที่มีการกล่าวถึงมากที่สุดในห้องประชุมระหว่างประเทศ โดยเฉพาะธนาคารโลกและกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ความเชื่อที่ว่า “รัฐ” ควรนำการพัฒนาหรือ “รัฐ” เป็นศูนย์กลางของการพัฒนาถูกท้าทายอย่างหนักโดยเฉพาะในกลุ่มประเทศลาติน อเมริกา แนวความคิดของการใช้ตลาดและภาคเอกชนเป็นตัวผลักดันหรือจักรกลสำคัญในระบบเศรษฐกิจได้รับการยอมรับมากขึ้นเรื่อย ๆ ในตอนนี้ นักวิชาการจำนวนมากในโลกตะวันตกและในประเทศกำลังพัฒนาเริ่มตระหนักว่า “รัฐ” ไม่จำเป็นต้องสร้างสิ่งที่ดีต่อประชาชนเสมอ ดังที่เคยเชื่อมั่นเช่นนั้น ในช่วงทศวรรษ 1940 นักวิชาการเสรีนิยมอย่าง Anne Krueger (1993) อาจมีบทบาทอย่างสำคัญต่อความคิดตาม Washington Consensus อย่างน้อยก็ก่อนที่จะเข้าร่วมงานกับธนาคารโลก เธอได้สร้างผลงานวิจัยจำนวนหลายชิ้นที่ชี้ให้เห็นว่า “รัฐสามารถสร้างวัฏจักรที่ชั่วร้าย” ได้โดยการดำเนินนโยบายเน้นการพัฒนาอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้า นโยบายเศรษฐกิจที่ปกป้องอุตสาหกรรมภายในประเทศนี้ ทำให้นักอุตสาหกรรมร่ำรวยอย่างรวดเร็วโดยภาคเกษตรกรรมเป็นผู้แบกรับภาระของการพัฒนาอุตสาหกรรมทดแทน เมื่ออุตสาหกรรมที่ได้รับการปกป้องเติบโตขึ้นก็มิได้มีความพยายามจะยกระดับ เทคโนโลยีและความสามารถในการผลิต แต่กลับเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ของตนเองอย่างต่อเนื่องภายใต้กำแพงภาษีที่สูงแน่นอนว่าการคุ้มครองปกป้องภาคอุตสาหกรรมจะนำไปสู่วัฏจักรที่ชั่วร้าย เพราะเป็นการบ่มเพาะให้เกิดความบิดเบือนของกลไกราคาในตลาด ทำให้ประชาชนมีมโนทัศน์ที่ผิดเกี่ยวกับ ภาคอุตสาหกรรม เมื่อรัฐเข้มแข็งเกินไปให้มีการคุ้มครองมากขึ้น เพื่อปกป้องอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้า การหลีกเลี่ยงและการหลบเลี่ยงก็ย่อมมีมากขึ้นเป็นเงาตามตัว ผลที่สุดก็ชัดเจนว่า สังคมโดยรวมมีสวัสดิการที่ลดลง เพราะภาวะการบิดเบือนและความไร้ประสิทธิภาพอันเนื่องมาจากการแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจ

แม้ว่าจะเกิดวัฏจักรของความชั่วร้ายในการพัฒนานโยบายเศรษฐกิจอย่างที่ Krueger (1992–1993) ชี้ไว้ แต่วิชาเศรษฐศาสตร์ก็ไม่หยุดนิ่งในคำเสนอแนะนโยบายเศรษฐกิจที่ควรจะเป็นใน Washington Consensus ซึ่งได้มีการยอมรับให้เป็น “คัมภีร์ใหม่” เพื่อให้เราเข้าใจบริบทของ WC อย่างลึกซึ้ง เราควรคิดแบบนี้ไปก่อนที่จะวิจารณ์ในตอนต่อไป นักเศรษฐศาสตร์จำนวนมากโดยเฉพาะนักเศรษฐศาสตร์กระแสหลักเห็นพ้องร่วมกันว่า แนวคิดของนโยบายเศรษฐกิจแบบ WC นี้เต็มไปด้วยเหตุผลและข้อเท็จจริงเชิงประจักษ์สนับสนุน ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นที่จะคัดค้านหรือไม่เห็นด้วย ในบัญญัติ 10 ประการของ WC นั้นเราอาจขยายความให้เห็นเด่นชัดขึ้น โดยการกล่าวถึงนโยบายเศรษฐกิจแต่ละอย่างโดยสังเขป

W 1 : วินัยทางการคลังนี้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ไม่มีข้อคัดค้าน แต่ก็มิได้หมายความว่า

มีต้นทุนต่ำอย่างแท้จริง เพราะการมีวินัยทางการคลังอาจหมายถึงการทำให้มีงบประมาณสมดุล หรือการจักท่างบประมาณขาดดุลที่มีการขาดดุลจำนวนเล็กน้อยเพียงไม่กี่เปอร์เซ็นต์ของ GDP¹ ก็ถือได้ว่ามีวินัยทางการคลังหรืออาจมีการควบคุมการใช้จ่ายอย่างเข้มงวด

W 2 : การเน้นลงทุนในทุนมนุษย์และโครงสร้างพื้นฐาน นโยบายเศรษฐกิจข้อนี้ไม่จำเป็นต้องขยายความ เพราะนักเศรษฐศาสตร์ไม่มีข้อขัดแย้ง

W 3 : การปฏิรูปโครงสร้างภาษีอากร นี่เป็นนโยบายเศรษฐกิจที่ดำเนินการยากที่สุด เพราะการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างภาษีมักกระทบคนจำนวนมาก โดยเฉพาะกลุ่มคนที่มีพลังทางเศรษฐกิจมาก การปฏิรูปโครงสร้างภาษีอากรมักหมายถึงการขยายฐานภาษีอากรและการทำให้ marginal tax rates มีค่าต่ำ ทั้งนี้ยังหมายถึงการสร้างความเป็นธรรมในแนวนอน² การปฏิรูปโครงสร้างภาษียังหมายถึงการพยายามกีดกันมิให้มีการนำเงินทุนออกนอกประเทศ

W 4 : การมีอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นเอกภาพ นโยบายเศรษฐกิจนี้อาจเป็นประเด็นที่มีการโต้แย้ง และขัดแย้งมากที่สุดอันหนึ่ง คำอธิบายที่ง่ายที่สุดคือการตั้งเงื่อนไขให้ประเทศมีอัตราแลกเปลี่ยนที่มีเอกภาพ อย่างน้อยเพื่อใช้ในการแลกเปลี่ยนการค้าระหว่างประเทศ นอกจากนี้อัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นเอกภาพยังหมายถึง ระดับของอัตราแลกเปลี่ยนที่สามารถสร้างภาวะการแข่งขันให้กับประเทศอย่างเพียงพอ เพื่อให้ภาคการส่งออกสามารถแข่งขันสินค้าของตนในตลาดโลก ความจริงอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นเอกภาพนี้ยังต้องจูงใจให้มีความเจริญเติบโตของการส่งออกของสินค้าที่มีใช้แบบดั้งเดิม

¹Williamson (1993) ขยายความว่า การขาดดุลงบประมาณจำนวนเพียงเล็กน้อยไม่เกิน 2% ของ GDP เป็นเรื่องที่ยอมรับได้ในทางทฤษฎี

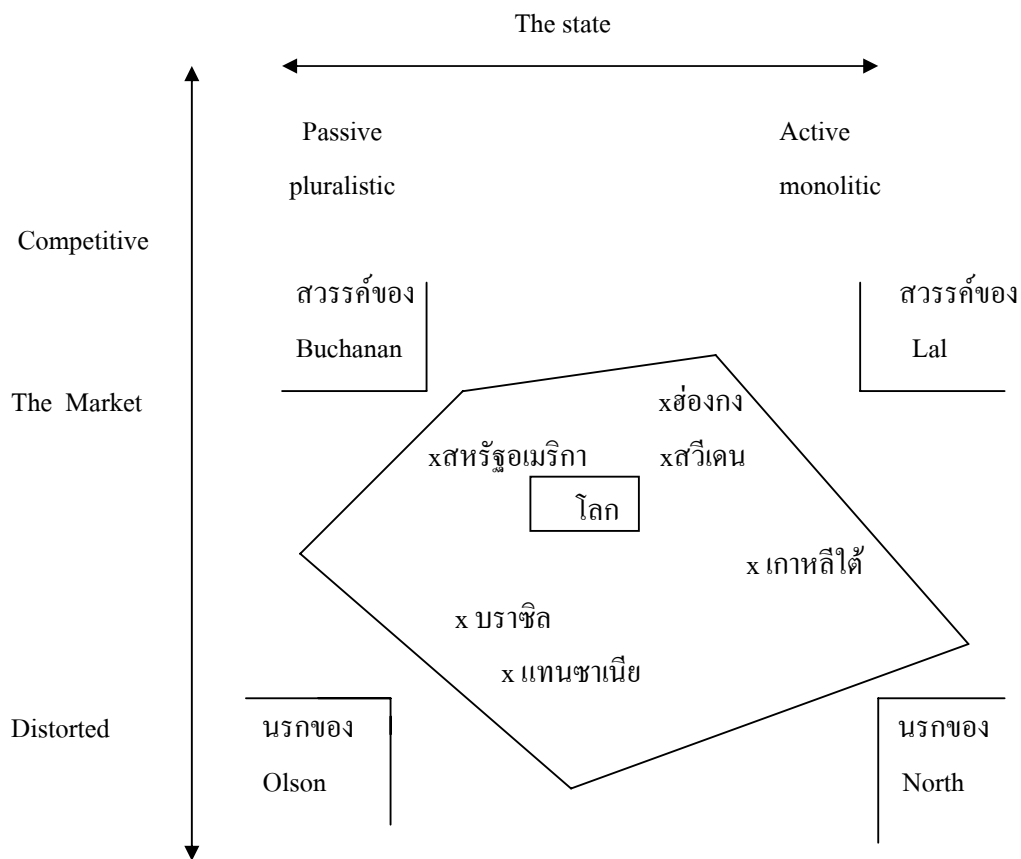
²การปฏิรูปโครงสร้างภาษีอากร หมายถึง การทำให้โครงสร้างภาษีมีความก้าวหน้ามากขึ้น Williamson (1993) ยังเสนอแนะให้มีการจัดเก็บภาษีจากมูลค่าของที่ดิน และจากดอกเบี้ยของเงินทุนที่มีการเคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ

- W 5 : การสร้างหลักประกันของกรรมสิทธิ์ของเอกชน แบบกฎหมายควรจะมีหลักประกันให้กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินได้รับการคุ้มครอง การคุ้มครองของกรรมสิทธิ์นี้ควรครอบคลุมถึงภาคเศรษฐกิจนอกระบบด้วย นอกจากนี้ Williamson (1993) ยังขยายความถึงการปฏิรูปที่ดินซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญของการปฏิรูปผลิตภาพของภาคเกษตรในหมู่ประเทศกำลังพัฒนา
- W 6 : การลดการแทรกแซงของรัฐในตลาดโดยเฉพาะหมายถึง การลดการควบคุมกำกับในตลาดแรงงาน นอกจากนี้ยังหมายถึงรัฐควรยกเลิกการกำกับหรือแทรกแซงของรัฐโดยทั่วไป เพื่อปล่อยให้มีการแข่งขันของหน่วยผลิตอย่างเต็มที่ การกำกับหรือควบคุมของรัฐควรครอบคลุมเฉพาะเรื่องที่เกี่ยวข้องกับความปลอดภัย การปกป้องสิ่งแวดล้อม และการมีระบบการกำกับสถาบันการเงินที่มีคุณภาพ (Prudential supervision of financial institutions)
- W 7 : การปลดปล่อยให้มีการค้าเสรี การจำกัดทางการค้าในเชิงปริมาณใด ๆ ก็ตามควรถูกทดแทนอย่างรวดเร็วโดยภาษีศุลกากร และควรจะมีการปรับลดลงจนกระทั่งอยู่ในอัตราที่ต่ำไม่เกิน 10% อย่างไรก็ตามยังมีข้อโต้แย้งว่าในที่สุดแล้วภาษีศุลกากรก็ควรจะยกเลิกไปในที่สุดภายใน 3 – 10 ปี
- W 8 : การแปรรูปภาครัฐเป็นของเอกชน รัฐวิสาหกิจควรถูกถ่ายโอนเป็นของเอกชน เพราะมีความเชื่อว่า การมีกรรมสิทธิ์เป็นของภาคเอกชนจะเป็นหลักประกันให้การดำเนินธุรกิจมีประสิทธิภาพโดดเด่นกว่าของวิสาหกิจเอกชน ประเด็นของนโยบายเศรษฐกิจนี้เป็นเรื่องที่มีขัดแย้งทางความคิดมากที่สุด
- W 9 : การกำจัดสิ่งกีดขวางการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เพื่อให้มีการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศให้เป็นไปด้วยความสะดวก เพราะมีความเชื่อว่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในประเทศกำลังพัฒนาจะช่วยกระตุ้นให้เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีและการจ้างงาน การทำเช่นนี้เชื่อว่าจะทำให้หน่วยผลิตภายในประเทศต้องปรับปรุงประสิทธิภาพเพื่อแข่งขันกับหน่วยผลิตจากต่างประเทศ
- W 10 : การปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี เป็นนโยบายเศรษฐกิจที่มีความสำคัญอย่างมากในแนวคิดของ Washington Consensus โดยเฉพาะเป้าหมายหลักคือการให้อัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดโดยพลังของตลาด การปลดปล่อยการเงินเสรีนี้มุ่งเน้นให้ยกเลิกการสร้างอัตราดอกเบี้ยแก่ผู้กู้ยืมที่มีอภิสิทธิ์ นโยบายเศรษฐกิจนี้นับว่าเป็นประเด็นที่มีความขัดแย้งทางความคิดมากที่สุด เพราะบางประเทศมีโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยที่เกื้อกูลพิเศษแก่อุตสาหกรรมที่รัฐถือว่าเป็นอุตสาหกรรมยุทธศาสตร์ และสถาบันการเงินที่ให้บริการสินเชื่อราคาถูกนี้ก็เป็นกิจการของรัฐโดยตรง

แม้ว่าโดยสาระสำคัญแนวความคิดของ Washington Consensus จะมีได้มีความชัดเจนว่า ควรจะดำเนินนโยบายเศรษฐกิจนั้นๆ อย่างไร แต่แก่นของแนวความคิดนี้ก็แพร่ระบาดและมีการนำไปใช้ในประเทศต่างๆ

จำนวนมากผ่านธนาคารโลกและกองทุนการเงินระหว่างประเทศ แท้ที่จริง ความคิดหลักของ Washington Consensus ที่สำคัญ แต่ไม่ได้กล่าวถึงใน 10 ประการข้างต้นก็คือ การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจจำเป็นต้องทำอย่างลำดับขั้นตอน (Policy Sequencing) ประเด็นนี้มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อความสำเร็จหรือความล้มเหลวของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ การสร้างเสถียรภาพ ของเศรษฐกิจมหภาคควรต้องกระทำก่อนที่จะมีการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจ เพื่อสร้างรากฐานของการพัฒนาเศรษฐกิจให้ยั่งยืน อย่างที่กล่าวในตอนก่อน แม้ว่าจะไม่มีการระบุอย่างชัดเจนถึงอิทธิพลความคิดของ Washington Consensus แต่องค์กรระหว่างประเทศอย่างธนาคารโลกและกองทุนการเงินระหว่างประเทศก็มักให้คำแนะนำโครงการเงินกู้และการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจโดยอาศัยกรอบความคิดของ WC นับตั้งแต่การมีวินัยทางการคลัง การลดการใช้จ่ายเกินตัวของภาครัฐ การเพิ่มฐานภาษีอากร การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ส่วนนโยบายการเงินก็เน้นให้อัตราดอกเบี้ยเป็นอัตราที่ถูกกำหนดจากพลังของตลาด ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนก็เน้นให้มีการลดค่าเงิน เมื่อจำเป็นและทำให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเอกภาพ ส่วนในด้านการค้าระหว่างประเทศก็เป็นให้เปิดการค้าเสรี เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ ของการผลิต

เพื่อให้เราสามารถเข้าใจแนวคิดของ WC ได้แจ่มชัดขึ้น การอธิบายด้วยรูปภาพตามแนวของ Talyor (1993) สามารถช่วยได้ระดับหนึ่ง



รูปที่ 1 : วิสัยทัศน์ของเศรษฐศาสตร์การเมืองแบบใหม่

ที่มา : Talyor (1993)

เราไม่มีข้อสงสัยใด ๆ ว่า แนวคิดแบบ WC นั้นมีแนวคิดของเศรษฐศาสตร์กระแสหลักแบบเสรีนิยมอย่างเต็มที่ รัฐควรมีหน้าที่เป็นเพียงกรรมการหรือผู้คุมกฎเท่านั้น การที่รัฐเข้าแทรกแซงก่อให้เกิดความบิดเบือนต่อหน่วยการผลิต ปัญหาพื้นฐานก็คือรัฐกับตลาดเป็นของกลุ่มกันที่มีความสัมพันธ์อันซับซ้อนในโลกแห่งความเป็นจริงทั้งสองส่วนมีการปฏิสัมพันธ์กันในหลายระนาบและหลายมิติ รูปที่ 1 นี้ เป็นเพียงการอธิบายอย่างง่าย ๆ ถึงความแตกต่างในแนวคิดของนโยบายเศรษฐกิจ ตัวอย่างที่ชัดเจนก็คือโลกของนักเศรษฐศาสตร์สำนัก Public Choice อย่าง James Buchanan มองว่าการแทรกแซงของรัฐเป็นโทษมากกว่าเป็นคุณ เพราะก่อให้เกิดการแสวงหาวิญญูทางการคลังซึ่งเป็นสิ่งที่ควรทำ แต่ก็ไม่อาจสร้างวิญญูทางการคลังได้อย่างจริงจัง มิใช่ที่จะกล่าวถึงการตั้งงบประมาณรายจ่ายเพื่อสร้างเสริมทรัพยากรมนุษย์ สาธารณสุข และโครงสร้างพื้นฐานซึ่งกลายเป็นปัญหาจริงและร้ายแรงในระบบเศรษฐกิจไทย การปฏิรูปโครงสร้างภาษีมียุทธศาสตร์ที่จำกัด เท่าที่ทำได้สำเร็จคือการเปลี่ยนแปลงภาษีการค้าเป็นการเก็บภาษีมูลค่าเพิ่ม ในขณะที่การปฏิรูปโครงสร้างภาษีอากรเพื่อสร้างความเป็นธรรมในสังคม และเพิ่มประสิทธิภาพในระบบภาษีอากรจึงมีอยู่อย่างจำกัด การขยายฐานภาษีและการจัดเก็บภาษีทางตรง เช่น ภาษีที่ดิน ภาษีทรัพย์สิน และภาษีมรดกยังไม่สามารถทำได้จนกระทั่งเปลี่ยนศตวรรษ แม้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนได้รับการดูแลให้มีเสถียรภาพผ่านระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่แต่ปรับได้ แต่อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงก็มีค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นในหลายช่วงเวลา โดยมีการลดค่าเงินเพียงไม่กี่ครั้ง อัตราแลกเปลี่ยนที่ผ่านมาก่อนเกิดวิกฤติมีลักษณะส่งเสริมให้มีการนำเข้ามากกว่าจะส่งเสริมภาคการส่งออกโดยเฉพาะภาคเกษตรกรรม การปกป้องระบบกรรมสิทธิ์ในสังคมไทยยังอ่อนแอ ถ้าพิจารณาจากปัญหาเรื่องที่ดินทำกินและปัญหาสิ่งแวดล้อมระบบกฎหมายและการใช้อำนาจรัฐในการสร้างและรักษากรรมสิทธิ์ของปัจเจกชนและของรัฐ ยังมีความไม่แน่นอนและไม่มั่นคง ผลก็คือรัฐไม่สามารถสร้างระบบกรรมสิทธิ์ที่มีประสิทธิภาพได้ โดยเฉพาะปัญหาอาชญากรรม การปล้นจี้และการประทุษร้ายต่อร่างกายและทรัพย์สินยังมีปัญหาที่พบได้ทั่วไปในสังคมไทย รัฐบาลไทยยังไม่สามารถสร้างเงื่อนไขพื้นฐานอย่าง Washington Consensus มุ่งหวังให้ทำนั่นคือ การที่รัฐมีความเข้มแข็งในการสร้างรักษา law และ order ให้บังเกิดขึ้นเพื่อพิทักษ์ระบบกรรมสิทธิ์ของปัจเจกชนให้ทำงานได้อย่างเต็มที่ การบังคับใช้กฎหมายในสังคมไทยยังเต็มไปด้วยช่องว่าง เมื่ออำนาจนอกกฎหมายมีบทบาทอย่างสำคัญ นอกจากนี้ในประเด็นเรื่องการลดการกำกับและควบคุมของรัฐมีการดำเนินการอย่างไม่ต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม รัฐบาลไทยได้เร่งลดการควบคุมและกำกับลงในกิจการสำคัญบางชนิด เช่น โทศมนาคม และการขนส่ง ตลอดจนลดการควบคุมราคาสินค้า ที่โดดเด่นที่สุดอันหนึ่งคือการปล่อยให้ราคาน้ำมันมีความอิสระมากขึ้น แม้ว่าราคาสินค้าสาธารณูปโภคจำนวนมากยังถูกควบคุมราคาอยู่ก็ตาม สิ่งที่รัฐบาลไทยทำได้มากที่สุดอันหนึ่งตาม Washington Consensus ก็คือการปลดปล่อยให้มีการค้าเสรี แต่ก็มีใช้ว่าจะเป็นเช่นนั้นในทุกกรณี ในสินค้าส่งออกเกษตรกรรมบางชนิด รัฐบาลไทยมีลักษณะควบคุมอย่างเบ็ดเสร็จ การปลดปล่อยทางการค้านี้มุ่งเน้นที่การลดบทบาทของอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้าและมุ่งเน้นอุตสาหกรรมส่งออก ซึ่งเริ่มต้นในกลาง ทศวรรษ 1970 การเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจเช่นนี้ แท้ที่จริงก็เป็นไปตามกระแสของ Washington Consensus เมื่องานวิจัยจำนวนมากที่ทำโดยนักวิชาการอย่าง Lan Little, Bela Balassa และ

Anne Krueger เริ่มตีพิมพ์โดยองค์กรระหว่างประเทศ ซึ่งชี้ถึงความไร้ประสิทธิภาพของอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้าหรือแข่งขันกับการนำเข้าเป็นอุปสรรคสำคัญของประเทศกำลังพัฒนาในการยกระดับอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ รัฐบาลไทยก็เริ่มปรับเปลี่ยนจากการให้ความสำคัญคุ้มครองอุตสาหกรรมทาร์กมาเป็นผู้คุ้มครองและส่งเสริมให้มีการส่งสินค้าอุตสาหกรรมไปจำหน่ายในตลาดโลก แม้ว่ามรดกของอุตสาหกรรมทาร์กยังไม่ถูกขจัดหมดสิ้นไป แต่อาจกล่าวได้ว่าแนวนโยบายการปลดปล่อยให้มีการค้าเสรีและนโยบายมุ่งเน้นการส่งออกเป็นการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจที่มีผลมากที่สุด ใน Washington Consensus ที่รัฐบาลสามารถทำได้ระดับหนึ่ง ความสำเร็จอีกประการหนึ่งคือความพยายามในการลดสิ่งกีดขวางของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ แท้ที่จริงเราอาจพิจารณาในมุมกลับว่าการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่หลั่งไหลเข้ามาในภูมิภาคเอเชียและประเทศไทยมิใช่เกิดจากฝีมือของรัฐและข้าราชการไทยในคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน หากแต่เกิดจากการปรับตัวโครงสร้างการผลิตในระดับโลกของญี่ปุ่น ยุโรปตะวันตก และสหรัฐอเมริกา ภายหลังจาก Plaza Accord โดยนัยนี้ อัตราแลกเปลี่ยนของเงินเยนกับเงินตราสกุลอื่นๆ เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ญี่ปุ่นและกลุ่มประเทศเอเชียตะวันตกหันมาลงทุนในประเทศเอเชียและไทย

การแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้เป็นของเอกชนนั้นเป็นแนวการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจแบบ

Washington Consensus ที่รัฐบาลไทยไม่อาจทำได้เลยตลอดช่วงศตวรรษที่แล้ว แม้ว่าจะมีความพยายามใหม่อย่างแรงกล้าในศตวรรษนี้ก็ตาม ตลอดช่วงทศวรรษ 1980 ที่ประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมากได้ปฏิรูปรัฐวิสาหกิจให้เป็นของภาคเอกชน รัฐบาลไทยไม่สามารถทำสำเร็จแม้แต่น้อย หลักฐานรูปธรรมก็คือพระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจเพียงสามารถผ่านรัฐสภาเป็นกฎหมายก็เมื่อเดือนมกราคม 2543 คำถามที่สำคัญประการหนึ่งก็คือเพราะเหตุใด รัฐบาลไทยจึงมีความล่าช้าหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งมีความอ่อนแอที่จะปฏิรูปกิจการของรัฐเป็นของภาคเอกชน แม้ว่าจักได้มีการตั้งคณะกรรมการต่าง ๆ จำนวนมากมาย ความพยายามในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในศตวรรษก่อนมักลงเอยด้วยความล้มเหลว ส่วนสำคัญน่าจะมาจากเหตุผลที่ว่าเศรษฐกิจไทยยังไม่เคยเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจอย่างแท้จริง ดังเช่นที่เกิดขึ้นในหรือลาตินอเมริกา คำว่า “วิกฤต” ทางเศรษฐกิจในบริบทของไทยจึงดูไม่ร้ายแรงอย่างที่ควรจะเป็น เมื่อเป็นเช่นนี้จึงไม่เกิดภาวะวิสัยทางการเมืองหรืออีกนัยหนึ่งไม่เกิดภาวะการเมืองพิเศษ (Special Politics) ที่จักต้องดำเนินการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจอย่างจริงจัง หรือพิจารณาในอีกมุมหนึ่ง เพราะเหตุใดการปฏิรูปวิสาหกิจจึงสามารถดำเนินการได้สำเร็จในศตวรรษนี้แทนที่จะเกิดขึ้นในศตวรรษก่อน ทั้ง ๆ ที่กลุ่มผลประโยชน์คือสหภาพรัฐวิสาหกิจและผู้บริหารรัฐวิสาหกิจในประเทศมีการรวมตัวอย่างเข้มแข็งในรูปกลุ่มผลประโยชน์ อย่างไรก็ตาม กระบวนการปฏิรูปวิสาหกิจนั้นเพิ่งเริ่มต้นเท่านั้น

ประเด็นสุดท้ายที่นับว่าสำคัญยิ่งต่อการดำเนินปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจตามแนวทาง

Washington Consensus คือการปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี ซึ่งมีความเกี่ยวพันอีกเล็กน้อยกับลำดับขั้นของการปฏิรูป (Sequencing) และความรวดเร็วของการปฏิรูป (Speed) แม้ว่าประเด็นดังกล่าวนี้ดูเหมือนว่าจะมีความสำคัญยิ่ง แต่คำถามหลักคือทำอย่างไรจึงจะทำได้สำเร็จและก่อผลกระทบทางสังคมน้อยที่สุด ปัญหาที่เผชิญหน้าฝ่ายบริหารของไทย โดยเฉพาะธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังก็คือ ในทศวรรษ

1980 และ 1990 การปฏิรูปแบบทันทีทันใด (Big Bang) หรือที่เรารู้จักกันในนาม Shock therapy หรือการปฏิรูปแบบค่อยเป็นค่อยไป (Gradualism) ทั้งสองประเด็นดังกล่าวข้างต้นสามารถนำมาอธิบายว่า เพราะเหตุใดจึงเกิดวิกฤตการณ์ในประเทศไทยในปี 1997 เป็นแห่งแรกในทวีปเอเชียและขยายตัวรุกรามไปสู่ประเทศเพื่อนบ้านอย่างรวดเร็ว

ลำดับขั้นของการปฏิรูปนั้นขึ้นกับโครงสร้างทางการเมืองและเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ตาม จุดอคมภาพของการปฏิรูปมักเชื่อว่า เราสามารถสร้าง Benchmark ได้ไม่ยาก นั่นคือ การปฏิรูปควรทำอย่างทันทีทันใดและอย่างพร้อม ๆ กัน หรือพูดอีกนัยหนึ่งก็คือการปฏิรูปอย่างถอนรากถอนโคน เป็นยุทธศาสตร์การปฏิรูปที่ดีที่สุดอย่างที่เสนอโดย Mussa (1982) ทั้งนี้โดยอาศัยหลักการพื้นฐานที่ว่าภาคเอกชนจะปรับตัวได้ดีที่สุด เพราะจะประเมินผลประโยชน์และต้นทุนของตนเองอย่างที่เป็นจริง ซึ่งทำให้กระบวนการของการปลดปล่อยให้ตลาดทำอย่างเต็มที่บังเกิดผลประโยชน์ต่อสังคมสูงสุด อย่างไรก็ตาม การที่จะให้ภาคเอกชนแสดงบทบาทอย่างเต็มที่และก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อสังคม เราจำเป็นต้องมีการสร้างยุทธศาสตร์การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจแบบถูกขั้นตอน การจัดลำดับขั้นของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจนี้ปรากฏขึ้นในบริบทของประเทศลาตินอเมริกาครั้งแรกในปลายทศวรรษ 1970 และต้นทศวรรษ 1980 ภายใต้การปกครองระบบเผด็จการทางทหารในประเทศชิลี อาร์เจนตินา และอุรุกวัย ปัญหาของการจัดลำดับขั้นของการปลดปล่อยให้มีระบบตลาดที่เสรีนี้ แทนที่จะทำให้ประเทศเหล่านี้มีผลทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น กลับยังทำให้เศรษฐกิจของทั้งสามประเทศเดินเข้าสู่ภาวะวิกฤติ ทำให้ต้องมีการลดค่าเงินหลายครั้ง และเกิดวิกฤตการณ์ของธนาคารพาณิชย์ การจัดลำดับการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจที่ผิดขั้นตอนนี้ มีการกล่าวถึงอย่างแน่นหนาในงานศึกษาของ Diaz Alejandro, 1985, Corbo and De Melo, 1985 และ Edwards and Cox Edwards, 1987 เพื่อให้เข้าใจบริบทของไทย เราควรเข้าใจลำดับขั้นตอนของการปลดปล่อยการเงินเสรีในลาตินอเมริกาเสียก่อน ทั้งสามประเทศในลาตินอเมริกามีได้ทำตามขั้นตอนการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจที่ถูกต้อง โดยเฉพาะมิได้จัดหางบประมาณให้สมดุลก่อนที่จะปฏิรูปด้านอื่น ๆ เพราะในขณะที่งบประมาณยังไม่อาจทำให้สมดุลก็จะก่อให้เกิดปัญหาทางเศรษฐกิจอื่นๆ ตามมาเป็นลูกโซ่ แต่สิ่งที่เป็นบทเรียนทางประวัติศาสตร์ที่สำคัญก็คือ Washington Consensus มีการให้น้ำหนักกับ Sequencing เป็นอย่างมาก ดังนั้นประเทศใดประเทศหนึ่งที่เจริญรอยตามแนวคิดนี้ก็ต้องทำตามลำดับขั้น นั่นคือ การปลดปล่อยให้มีการค้าเสรีก่อนจนสำเร็จ แล้วจึงปลดปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรี (Liberalization of Capital Accounts) โดยเฉพาะที่นักทฤษฎีอย่าง Edwards, 1984 และ McKinnon, 1991 ต่างก็มีบทสรุปว่า การปลดปล่อยการเงินเสรีไม่ควรจะกระทำก่อนที่จะปลดปล่อยให้มีการค้าเสรีอย่างแท้จริง เพราะไม่เช่นนั้นอาจก่อให้เกิดความไร้เสถียรภาพของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

ตอนที่ 2 รัฐบาลไทยดำเนินการปฏิรูปการปลดปล่อยการเงินเสรีตาม WC หรือไม่ ?

งานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ทั้งสำนักฝ่ายซ้ายหรือขวาต่างมีความเห็นร่วมกันอันหนึ่งว่าการปลดปล่อยการค้าเสรีเป็นเรื่องที่ยอมรับได้และไม่ยุ่งยากในการปฏิบัติเท่ากับการปลดปล่อยการเงินเสรี

เพราะการปลดปล่อยการค้าก็มีผลกระทบโดยตรงต่อภาคอุตสาหกรรมและเกษตรกรรมทั้งที่ทดแทนการนำเข้าและการส่งออก แม้ว่าอาจจกกระทบต่อรายได้ในรูปเงินตราต่างประเทศ แต่ก็จะไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างกว้างขวางต่อเศรษฐกิจโดยรวม แต่การปลดปล่อยให้มีการเงินเสรีเป็นอีกเรื่องหนึ่งที่ไม่อาจทำได้ง่าย ๆ เพียงแค่ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยหรือการอนุญาตให้มีการจัดตั้งธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศในไทย

สาเหตุของวิกฤติการณ์เศรษฐกิจไทยในปี 1997 เกิดขึ้นเพราะมีการปลดปล่อยให้มีการเงินเสรีโดยขาดการจัดลำดับขั้นของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและอัตราแลกเปลี่ยนอย่างถูกขั้นตอน ยิ่งกว่านั้นยังขาดการสร้างโครงสร้างพื้นฐานของการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินอย่างรัดกุม ผลก็คือมีเงินทุนไหลเข้ามาในประเทศไทยอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ ปีทศวรรษ 1990 เงินทุนที่ทะลักไหลเข้ามาในเอเชียและไทยเป็นส่วนสำคัญของการปรับตัวในการเงินของโลกที่มีการแสวงหากำไรระยะสั้นจากตลาดการเงินในประเทศกำลังพัฒนา เมื่อมีการเปิดให้มีการปฏิรูปตลาดการเงินของไทยให้มี BIFB อย่างสมบูรณ์ในปี 1993 ผลก็คือเงินทุนระยะสั้นไหลกลับเริ่มไหลนำเข้ามาแสวงหากำไรระยะสั้นในประเทศไทย เงินทุนระยะสั้นเหล่านี้เป็นการกู้ยืมโดยภาคเอกชนของไทยเกือบทั้งหมด โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน ประเด็นเหล่านี้มิใช่เรื่องใหม่ แต่มีการวิพากษ์วิจารณ์ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา แต่ประเด็นที่ยังไม่มีการศึกษาอย่างดีพอก็คือ การปลดปล่อยให้มีการเงินเสรีโดยมิได้สร้างภูมิคุ้มกันหรือระบบการตรวจสอบสถาบันการเงินให้รัดกุม (Prudential Regulation) คือสาเหตุหลักของวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 1997 ทำให้วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นวิกฤติการณ์ของอัตราแลกเปลี่ยนและวิกฤติการณ์ของสถาบันการเงิน หรือกล่าวในอีกแง่หนึ่ง วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 1997 เกิดขึ้นเพราะดำเนินนโยบายเศรษฐกิจตามแนวทาง Washington Consensus แต่ก็เป็นการดำเนินการที่ขาดความรัดกุมและมิได้ทำตามขั้นตอนที่ถูกต้องอย่างแท้จริง กล่าวอีกในแง่หนึ่งการมีการปลดปล่อยให้มีการจัดตั้ง BIFB ก็เท่ากับการปลดปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายบัญชีเงินทุนอย่างเสรี (Capital Account Liberalization) ซึ่งจกเป็นการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจที่นำไปสู่ความสำเร็จจกต้องมีการปฏิรูปภาคการเงินภายในประเทศอย่างขนานใหญ่ก่อนปี 1993 แม้ว่าตามการศึกษาของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีบทความ บทวิเคราะห์และสุนทรพจน์จำนวนมากของผู้ว่าราชการธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วงการปฏิรูปนโยบายการเงิน ที่พยายามจะสร้างให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการเงินในเอเชีย (ดูตารางที่ 1) แต่การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำตั้งแต่ 1 ปี (1 มิถุนายน 2532) ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากทุกประเภท (16 มีนาคม 2533) ประกาศรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (21 พฤษภาคม 2533) ผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราขั้นที่ 1 (22 พฤษภาคม 2533) ผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราครั้งที่ 2 (1 เมษายน 2534) ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ (8 มกราคม 2535) ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ (16 พฤษภาคม 2535) ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยตัวสัญญาใช้เงินและอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของบริษัทเงินกู้ (1 มิถุนายน 2535) การปลดปล่อยทางการเงินที่สำคัญที่สุดคือการอนุญาตให้มีการจัดตั้งวิเทศธนกิจ (BIFB) เมื่อวันที่ 12 มีนาคม 2536 ในรัฐบาลที่มี นายชวน หลีกภัย เป็นนายกรัฐมนตรี ก่อนการประกาศให้มีการเคลื่อนย้ายบัญชีเงินทุนเสรีนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยพยายามวางนโยบายการกำกับ

สถาบันการเงินให้มีความรัดกุมขึ้น โดยให้ธนาคารพาณิชย์ ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐานของ BIS (Bank of International Settlement) ร้อยละ 7 และสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศร้อยละ 6.25 หลังจากนั้นธนาคารชาติยังมีการผ่อนคลายปฏิรูปตราหรือการผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินชั้นที่ 1 (2 กุมภาพันธ์ 2537) การกำหนดให้ ธนาคารพาณิชย์ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS ได้ปรับเพิ่มเป็นร้อยละ 7.5 และร้อยละ 6.5 ของธนาคารแห่งประเทศไทยและสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ หลังจากนั้นก็มีการตั้งหลักเกณฑ์การเปิด BIBF ในต่างจังหวัด (31 ตุลาคม 2537) หลักเกณฑ์การปรับกิจการวิเทศธนกิจเป็นสาขาเต็มรูปแบบมีการประกาศบังคับใช้เมื่อวันที่ 21 กันยายน 2538 (ดูตารางที่ 1 ประกอบ)

คำถามหลักก็คือ การปลดปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรีโดยผ่านวิเทศธนกิจนี้มีการดำเนินการอย่างเป็นขั้นตอน แต่ไม่ได้มีการปรับโครงสร้างหรือพยายามปฏิรูปการกำกับและควบคุมสถาบันการเงินให้เข้มแข็งแต่อย่างใด การมีวิเทศธนกิจทำให้มีการนำเงินทุนระยะสั้นเข้ามาในประเทศไทยจำนวนมาก ซึ่งผลก็คือมีการขยายตัวของเครดิตภายในประเทศอย่างรวดเร็ว เกินกว่าที่ระบบเศรษฐกิจจะขยายตัวได้ทัน ผลก็คือเศรษฐกิจแบบฟองสบู่ก็ยิ่งขยายใหญ่ขึ้นเรื่อยๆ ผ่านเงินกู้ระยะสั้นผ่านวิเทศธนกิจ ธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งเป็นผู้รับผิดชอบโดยตรงในเรื่องนโยบายการเงินมิได้ตระหนักถึงเรื่อง Sequencing ของนโยบายเศรษฐกิจหรือ? คำตอบที่ตรงประเด็นที่สุดก็คือมีการกล่าวถึงเรื่องนี้บ่อยมาก เมื่อพิจารณาจากงานวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยในรอบ 10 ปี แม้ว่าผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยในขณะนั้นจะยอมรับว่า

“แม้การอนุญาตให้มีการทำธุรกิจ offshore นั้นจะมีผลดีคือ นอกจากจะลดข้อจำกัดของการระดมทุนของเอกชนในตลาดต่างประเทศ และทำให้ประเทศสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายในส่วนของการกู้ยืมจากต่างประเทศแล้ว ยังทำให้ประเทศสามารถหาประโยชน์จากการขยายตัวทางการค้ากับประเทศอินโดจีนซึ่งจะมีผลต่อการว่าจ้างงานและยกระดับรายได้ แต่ก็อาจมีผลกระทบต่อปริมาณเงิน หากมีการไหลเข้าจากเงินทุนต่างประเทศเป็นจำนวนมาก เนื่องจากเอกชนสามารถกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้สะดวกขึ้น อันจะมีผลต่อความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินและการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ดังนั้นเพื่อลดผลกระทบดังกล่าว จึงควรสร้างกรอบระหว่างตลาด offshore และตลาดภายในประเทศขึ้น โดยจำกัดขอบเขตและขนาดของการกู้ยืมของธุรกิจในประเทศ จาก BIBF ไว้ในระดับหนึ่ง¹

¹ สุนทรพจน์ ของ นายวิจิตร สุพินิจ ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่อง “ประเทศไทยจะเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาคได้อย่างไร” ในพิธีเปิดโครงการสัมมนาผู้บริหารธนาคารและสถาบันการเงิน รุ่นที่ 3 ณ โรงแรมอิมพีเรียล วันที่ 15 มิถุนายน – 24 กรกฎาคม 2535

ธนาคารแห่งประเทศไทย, รายงานเศรษฐกิจรายเดือน, ปีที่ 32, เล่มที่ 6, มิถุนายน 2535 หน้า 7

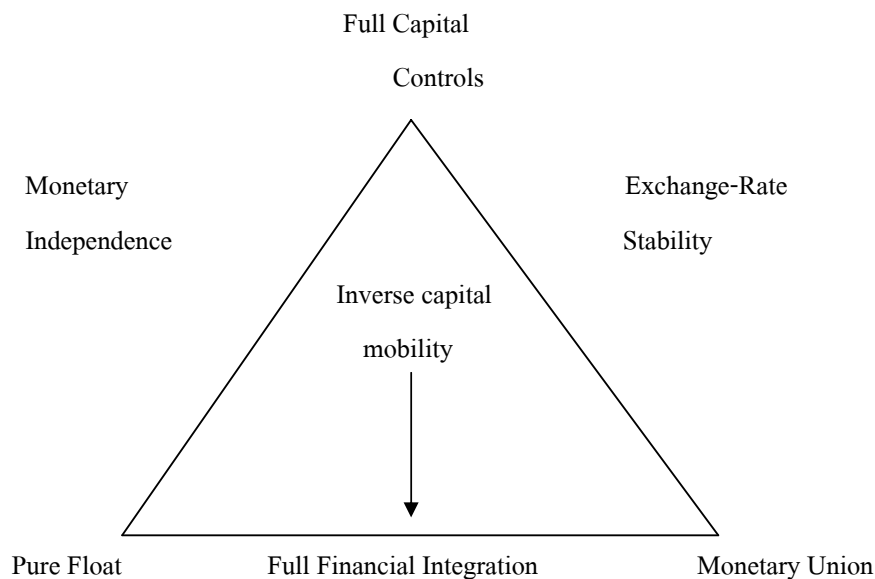
สุนทรพจน์ดังกล่าวชี้ว่า ทางการก็ทราบดีว่า การทำให้ไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงินอาจทำให้นโยบายการเงินที่ใช้อยู่ไม่มีประสิทธิผล จึงมีการคิดเรื่องการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน ดังที่ผู้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยคนเดิมกล่าวว่า

“การดำเนินงานเพื่อพัฒนาประเทศไทยให้เป็ศูนย์กลางการเงินในขั้นตอนที่หนึ่ง (funding center) ใต้นั้น ทางการจะต้องดำเนินมาตรการเพื่อสร้างเงื่อนไขที่จำเป็นหลายประการ มาตรการหนึ่ง คือ พิจารณาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีความคล่องตัวมากขึ้น เช่นเดียวกับประเทศศูนย์กลางการเงินอื่น ๆ ทั้งนี้เพื่อลดความเสี่ยงและผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นในการดำเนินนโยบายการเงิน และการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินของประเทศ”²

แต่การณ้กลับปรากฏว่ามีได้มีความพยายามใด ๆ จากธนาคารแห่งประเทศไทยในการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน ทั้ง ๆ ที่การปล่อยให้มีความ capital account liberalization ไม่อาจใช้ได้กับระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แต่ปรับได้ (Pegged Fixed Exchange Rate) ความรู้ดังกล่าวเป็นเรื่องที่รู้กันทั่วไปในทฤษฎีการเงินระหว่างประเทศ (ดู Frankel, 1999, หน้า 7) ในเรื่อง the Impossible Trinity ดังรูปที่ 2 แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยอาจคิดว่า ในทางการเมือง การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน

รูปที่ 2

The Impossible Trinity



² สุนทรพจน์ของ นายวิจิตร สุปินิจ ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่อง “ประเทศไทยจะเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาคได้อย่างไร” ในพิธีเปิดโครงการสัมมนาผู้บริหารธนาคารและสถาบันการเงิน รุ่นที่ 3 ณ โรงแรมอิมพีเรียล วันที่ 15 มิถุนายน – 24 กรกฎาคม 2535

ธนาคารแห่งประเทศไทย, รายงานเศรษฐกิจรายเดือน, ปีที่ 32, เล่มที่ 6, มิถุนายน 2535 หน้า 7-8

เปลี่ยนเป็นเรื่องที่มีความอ่อนไหวทางการเมืองมาก ความจริงแล้ว ธนาคารแห่งประเทศไทยมิใช่ไม่ตระหนักถึงการปลดปล่อยการเงินเสรีว่า อาจจะทำประเทศชาติให้สูญหายได้ อดีตผู้ว่าธนาคารชาติกล่าวไว้ก่อนเกิดวิกฤติการณ์ว่า

“ในยุคที่เสรี การแข่งขันจะมากขึ้น นอกจากการแข่งขันจะมากขึ้น ปัญหาที่เกี่ยวกับ เรื่องการระดมรายจ่าย เรื่อง ความไม่มีเสถียรภาพ มีโอกาสจะเกิดขึ้นได้ง่าย แข่งขันกันมากขึ้นก็หมายถึงว่า ไม่อยู่ภายใต้การควบคุม บางทีเกิดความเสียหายขึ้นได้เหมือนกัน เพราะทุกอย่างเป็นไปตามกลไกของตลาด ใครไม่ได้ความก็ล้มไป ปัญหาที่เกิดขึ้นได้ และความจริงถ้าอ่านศึกษาเรื่องต่าง ๆ ดู มีคนเขาเคยเตือนกันมากเหมือนกันว่า ในการที่จะทำให้ระบบเศรษฐกิจเสรีขึ้น ควรจะต้องระมัดระวัง อย่ารีบทำนัก ควรจะทำต่อเมื่อระบบเศรษฐกิจของเรามีความมั่นคงพอสมควร เพราะถ้ารีบทำก็มีตัวอย่างที่ World Bank เคยทำการศึกษาเรื่องของประเทศในลาตินอเมริกา มีหลายคนเขาทำเรื่อง deregulate อัตราดอกเบี้ย เงินปรัวรรต degurate เรื่องราคาสินค้า คนอื่นเขาทำไปเกิดปัญหาวุ่นวายกันใหญ่โต แบนก์ล้ม ธุรกิจล้ม ประชาชนเดือดร้อนและกลับต้องมาใช้การควบคุม”³

ดูเหมือนว่าอดีตผู้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยได้ตระหนักถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากการเดินตามเส้นทางของ Washington Consensus ในเรื่องการปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี อดีตผู้ว่าธนาคารชาติในสมัยที่เป็นผู้ว่าการได้ดำเนินการแผนพัฒนางานเรื่องของนโยบายการเงิน 3 ปี โดยในวันที่ 21 พฤษภาคม 2533 ที่ได้ประกาศพันธะข้อ 8 กับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ อดีตผู้ว่าการธนาคารชาติมีความเห็นว่า

“ในการเดินทางไปสู่ระบบเสรีขึ้น ต้องเป็นแบบที่ Practical หมายถึง ทำสิ่งที่จะทำได้ก่อน ที่นี้สิ่งที่ทำได้และที่ผมเห็นว่าสำคัญก็คือเรื่องปรัวรรตเงินตราต่างประเทศ เพราะเรื่องของระบบควบคุม ปรัวรรตอย่างที่เราเห็นว่า ระบบควบคุมปรัวรรตเงินของเรา ความจริงก็เสรีพอสมควร เพราะฉะนั้น ถ้าทำอะไรอีกไม่มากก็จะดีขึ้น ไม่มีปัญหาอะไร เพราะในทางปฏิบัติค่อนข้างเสรีมีการควบคุมขออนุญาตเรื่อง inflow, outflow capital ทางปฏิบัติก็อนุญาตให้เสรี เพราะฉะนั้นจึงทำเรื่องนี้ก่อน บังเอิญก่อนจะทำเรื่องนี้ ก็ขึ้นขึ้นมาได้ว่า ทำไมไม่รับมาตรา 8 เลยล่ะ เพราะคำว่า ระบบควบคุมปรัวรรตเงินตราเสรี อย่างที่รู้จักก็ โยงถึงเรื่องมาตรา 8 เพราะว่าในความหมายของคนที่ยุ่งเกี่ยวกับทางด้านเงินตราต่างประเทศก็นึกถึงว่า เสรี ทางด้านปรัวรรตก็หมายถึง เงินบาทต้องเป็นเงิน Convertible Currency ในความหมายในแง่หนึ่ง ก็หมายถึง ว่า ต้องเป็นเงินสกุลมาตรา 8 ความหมายที่ใช้กันทั่วไปถ้ารับมาตรา 8 ความจริงมาตรา 8 ก็เป็นเรื่องที่คณะ ผู้แทน IMF ก็พูดกับเรามาเรื่อย 10 กว่าปี ฉะนั้นเราเองโดยเฉพาะผมเวลาพูดกับเขาก็มักจะบอกกับเขาและ ผลัดไปเรื่อย เหตุที่ผลัดเพราะว่าเราไม่สู้แน่ใจนักเกี่ยวกับเรื่องฐานะการเงิน คือ ฐานะเงินสำรองของเรา แต่เหตุผลสำคัญก็คิดว่าในตอนนั้นถ้ารับมาตรา 8 คงต้องนำเรื่องเสนอกณะรัฐมนตรี และถ้าเสนอ คณะรัฐมนตรีก็คงวุ่นวาย เพราะหลายคนไม่สู้เข้าใจว่า หมายความว่าอะไร เพราะฉะนั้น คงจะ raise ปัญหา ออกมาว่าเป็นภาระผูกพันกับรัฐบาลอย่างนั้นอย่างนี้ ก็เป็นเหตุหนึ่งทีบอกเขายังไม่ถึงเวลา และมักจะ

³ บทสัมภาษณ์ นายชวลิต ธนะชานันท์ อดีตผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 27 มีนาคม 2535 ตีพิมพ์ในธนาคารแห่งประเทศไทย 50 ปี ธนาคารแห่งประเทศไทย : 2485 – 2535 กรุงเทพฯ. หน้า 321

บอกเพิ่มเติมว่าความจริงในทางปฏิบัติมาตรา 14 หรือมาตรา 8 ก็ไม่ได้แตกต่างกัน เพราะว่าประเทศไทยรับมาตรา 8 ในทางปฏิบัติทำไมต้องมาเร่งรัดให้เรารับมาตรา 8 ก็ผลัดเขามาเรื่อย เขาก็รับฟัง⁴

การพิจารณาบริบทของการปลดปล่อยการเงินเสรีโดยพิจารณาจากมโนทัศน์ของอดีต ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยสองท่านดังกล่าว อาจจะไม่เป็นธรรมนัก เพราะมิได้มาจากฝ่ายวิชาการโดยตรง ผู้อำนวยการฝ่ายวิชาการ ซึ่งเวลาต่อมาก็เป็นผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยหลังเกิดวิกฤติการณ์ได้เสนอแนวคิดเรื่อง Sequencing ของการปลดปล่อยทางการเงินอย่างน่าสนใจ เพื่อให้เห็นภาพความคิดของฝ่ายบริหาร ผู้เขียนจึงนำเอาเนื้อหาส่วนที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้มาทั้งหมด

“It should be pointed out that in the implementation of financial liberalization, two important issues have received careful consideration.

First, the sequencing of liberalization measures is regarded as crucial to the success of the program. Deregulation in the foreign exchange system was carried out first because the system was sufficiently ready for changes. No major adjustment by the participants involved was required since the exchange control system had earlier been relaxed in gradual stages. More importantly, the first phase of deregulation did not require legislative amendment which otherwise would have involved a lengthy process. The timing was also an important concern. At the time when major exchange control relaxation was launched, external stability was achieved to a considerable extent.

Second, gradualism has always been an approach adopted by the Thai authorities in initiating major policy changes that are expected to produce significant impacts on the financial system. As discussed in detail above, policy measures in all areas of liberalization have been taken in gradual steps, allowing time for necessary adjustments and thus avoiding major disruptions that might destabilize the whole economy. Clear evidence could be found in the context of interest rate liberalization whereby ceiling on interest rate were removed one by one until all types of interest rates eventually float. In the case of liberalization of exchange control and expansion of financial institution activities, the gradual approach has also been applied. By this mean, the liberalization process will be time-consuming, yet continuity and stability could be assured.

In conclusion, the adjustment of foreign exchange system and exchange control liberalization discussed in this paper are proved to be complementary in nature as part of the whole process of creating more flexibility in the financial system. In the future, the foreign exchange system will be made even more flexible to pave the way of the transformation of the current system into a floating

⁴ บทสัมภาษณ์ นายชวลิต ธนะชานันท์ อดีตผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 27 มีนาคม 2535 เพิ่งอ้าง, หน้า 302

exchange rate regime now that the interest rate system has been fully floated. Such transformation is expected to proceed on a gradual basis as always has been the approach for other liberalization measures⁵

เพื่อให้เห็นภาพชัดเจนยิ่งขึ้น อดีตผู้อำนวยการชาติที่มาจากสายวิชาการได้เขียนบทความ
ชี้ให้เห็นถึงมโนทัศน์ของการปลดปล่อยการเงินอย่างเสรีไว้ชัดเจนในปี 2538 โดยเฉพาะลำดับขั้นของการ
ปลดปล่อยแบบไทยดังนี้

“Financial reform in Thailand can be characterised under 3 aspects timing, sequencing
and approach.

First, the liberalization program has been implemented in the period of stable economic
and financial environment. For example, the major part of interest rate liberalization was introduced at the
time when the economy was near the trough of the business cycle in the latter half of 1992. Therefore, the
Bank of Thailand could avoid the initial credit boom and the sharp hike in real interest rate that usually
follow interest rate liberalization, as was the case in several countries. In addition, the measure was
introduced at the time when international interest rate were declining and hence the pressure for real interest
rates to increase substantially was also absent.

Second, financial reform has been accompanied by a fundamental reordering of
regulatory structure to ensure public confidence in the Thai financial system. For instance, after the
abolishing of interest rates ceilings, there was a discrepancy in the structure of bank interest rates
especially between the rates charged to prime and non-prime customers. In response to this development,
the Bank of Thailand introduced a concept of a minimum retail rate or MRR as a benchmark rate to be
adopted by all commercial banks. In term of sequencing, quite differed from other countries’ experiences
that a country should maintain capital control until the completion of its domestic liberalization process,
the process of financial reform in Thailand was undertaken across the board concurrently. External
deregulation was undertaken more or less in tandem with domestic liberalization. For instance, interest
rate ceilings were gradually removed from 1989 onwards and completely eliminated by 1992, while
exchange controls were progressively relaxed from 1990 to 1991 and 1993. Lastly, the liberalization has

⁵ Chaiyawat Wibulswasdi and Orasa Vongthieres, “Liberalization of the Foreign Exchange Market :
Thailand’s Experience”. บทความวิชาการวิเคราะห์นโยบายเศรษฐกิจ (Papers on Policy Analysis and Assessment
ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2536 หน้า 18)

(This Paper for the Conference on Liberalization of Foreign Exchange Market in Asian Countries, in
Manila, during January 14 – 16, 1993)

been carried out gradually to allow domestic business and financial institutions to adjust smoothly to the new environment”⁶

ดูเหมือนว่า นักวิชาการอาวุโสของธนาคารแห่งประเทศไทยจะมีความเชื่อมั่นอย่างสูงว่าทางราชการได้ดำเนินการปฏิรูปตลาดการเงินอย่างพอเพียงในการปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี โดยเฉพาะการยกเลิกเพดานดอกเบี้ยต่าง ๆ ยิ่งกว่านั้นยังมีความเชื่อต่อไปว่า

“As the Thai financial system has been going through the process of reform and liberalization, Thai Commercial Banks entered into more diversified banking business rather than concentrating in traditional services. Some of these new businesses, for example increasing derivatives activities would increase the risk of financial institutions. However, with the improvement in the supervision and regulation, the financial condition of these financial institutions is quite strong. In addition, the capital to risk asset ratio of commercial banks is more than adequate”⁷

ความล้มเหลวของการแก้ไขปัญหารุนาการกรุงเทพมหานครพาณิชย์การก่อนวิกฤติการณ์และการจัดการกับบริษัทเงินทุน 56 แห่งหลังเกิดวิกฤติการณ์คงจะบอกเราได้ว่า ความเชื่อของนักวิชาการในธนาคารแห่งประเทศไทยในเรื่อง Prudential Regulation เป็นภาพมาของการปฏิรูปสถาบันการเงินในประเทศไทยในช่วงทศวรรษ 1990 ถ้าเราย้อนดูวรรณกรรมของ Sequencing ซึ่งมีการสรุปไว้ในภาคผนวก A และ B ความเชื่อของฝ่ายวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยบางส่วนที่ว่าเราไม่จำเป็นต้องมีการจัดลำดับขั้นของการปฏิรูปการเงิน เพราะเราได้ทำแบบค่อยเป็นค่อยไปอย่างต่อเนื่อง (Gradualism) เป็นความเชื่อที่วางอยู่บนรากฐานของความว่างเปล่า ไม่ว่าจะเป็นนักวิชาการอย่าง Mckinnon (1991) Smith and Spooner (1990) Edwards (1987) ต่างชี้ให้เห็นอย่างเด่นชัดจากบทเรียนของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจในประเทศลาตินอเมริกาและสำหรับประเทศกำลังเปลี่ยนผ่านจากสังคมนิยมการปลดปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรีนั้นควรทำเป็นขั้นตอนสุดท้ายของการปฏิรูป แต่ความเร่งรีบของการยอมรับพันธะข้อ 8 และการเปิดวิเทศธนกิจในปี 1993 คือจุดเริ่มต้นของการก่อตัวของวิกฤติการณ์เศรษฐกิจในกลางปี 1997

วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยยังอิงอยู่กับแนวคิดแบบ Washington Consensus อย่างลึกซึ้ง ดังที่จะสังเกตได้จากจดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 1 และ 2 อย่างไรก็ตาม เราอาจมองว่าเป็นความผิดพลาดที่ไม่ใช่ครั้งแรก เพราะ IMF ได้แก้ปัญหาล่าช้าล้มเหลวอย่างสิ้นเชิงในทวีปแอฟริกามาก่อน ในกรณีของไทยความพยายามในการสร้างวินัยทางการคลังอย่างเข้มงวดเป็นความผิดพลาดอย่างมหันต์ (ดูตารางที่ 2

⁶ Chaiyawat Wibulsawasdi, “Strengthening the Domestic Financial System.” บทความวิชาการวิเคราะห์นโยบายเศรษฐกิจ (Papers on Policy Analysis and Assessment) ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2538, หน้า 1 - 2

⁷ เพิ่งอ้าง, หน้า 5

และ 3 ประกอบ) การบีบบังคับให้รัฐบาลไทยตั้งงบประมาณเกินดุลร้อยละ 1 ของ GDP เป็นเรื่องที่ถูกวิพากษ์วิจารณ์อย่างยิ่ง เพราะทำให้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจยิ่งเลวร้ายมากขึ้นไปอีก รองผู้อำนวยการใหญ่ IMF นาย Fisher (1998) เชื่อว่าการมีงบประมาณเกินดุลจะเป็นการปลดปล่อยทรัพยากรให้ครอบคลุมต้นทุนของการปรับปรุงโครงสร้างของสถาบันการเงิน ในอีกแง่หนึ่ง IMF เชื่อว่าวิถีทางเดียวในการแก้ปัญหาวิกฤติในขณะนี้คือการปิดสถาบันการเงินที่อ่อนแอ เป็นสิ่งจำเป็นอันยิ่งยวดต่อกระบวนการปรับปรุงโครงสร้างของภาคการเงินของไทยทั้งหมด แม้ว่านี้อาจพิจารณาเป็นคำแนะนำทางทฤษฎีที่ฟังดูดี แต่การทำเช่นนั้นกลับทำให้เศรษฐกิจของไทยจมปลักอยู่กับความล้มเหลวทางเศรษฐกิจ และทำให้สถาบันการเงินของไทยยังไม่อาจฟื้นตัวจนถึงปัจจุบัน สาเหตุสำคัญหลักที่ทำให้แนวทางแก้ไขปัญหาของ IMF ล้มเหลวน่าจะมาจากหลายปัจจัยที่สำคัญสามารถจำแนกได้เป็น 8 ประการ คือ

ประการแรก IMF กระโดดเข้าช่วยประเทศไทยตามการร้องขอรัฐบาลไทย สิ่งที่ IMF เสนอต่อรัฐบาลไทยในขณะนั้น เมื่อภายหลังวิกฤติการณ์ใหม่ๆ ซ้ำให้เห็นว่าต้องการสร้างเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเป้าหมายสำคัญสูงสุด โดยละทิ้งเป้าหมายเศรษฐกิจด้านอื่น ๆ ดังที่ Stiglitz (1998) ซ้ำให้เห็นความหวั่นวิตกเรื่องความไร้เสถียรภาพของค่าเงินบาททำให้ IMF ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่สูงมาก เพื่อแก้ปัญหาภาวะเงินเฟ้อ แต่การทำเช่นนี้ก่อผลเสียอย่างร้ายแรงต่อระบบเศรษฐกิจที่ไทยทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจหดตัวอย่างรุนแรงมากกว่าที่ควรจะเป็น (ดู Radelet and Sachs, 1998 a) ผลในแง่ลบที่เกิดขึ้นจากการกำหนดนโยบายอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงในตอนแรกของวิกฤติการณ์ ทำให้ธุรกิจจำนวนมากล้มละลาย ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินอื่นๆ ก็เปลี่ยนฐานะอย่างรวดเร็วจากที่ไม่มีปัญหาที่เริ่มประสบปัญหาความเดือดร้อนและภาวะการว่างงานตลอดจนเลิกจ้างโดยบริษัทต่าง ๆ ก็เกิดอย่างต่อเนื่อง กระบวนการนี้อาจชำระหนี้ของธุรกิจเอกชนทำให้ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญที่สุดเริ่มมีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้พอกพูนขึ้นเรื่อยๆ

ประการที่สอง IMF ยืนยันอย่างหนักแน่นว่าเศรษฐกิจไทยต้องมีการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจในเกือบทุกด้าน และบางด้านนั้นมิใช่ปัญหาเร่งด่วนที่เศรษฐกิจไทยเผชิญอยู่ การดำเนินการบีบบังคับให้รัฐบาลไทยสั่งปิดสถาบันการเงินจำนวนมากขึ้นเป็นการส่งสัญญาณให้ตลาดรู้ว่า กิจการเหล่านั้นไม่มั่นคงทั้ง ๆ ที่จริง ๆ แล้ว มิใช่สถาบันการเงินทั้งหมดล้มเหลวในการดำเนินธุรกิจ แต่เมื่อ IMF ยืนยันอย่างหนักแน่นว่าจะไม่มีการอุ้มชูสถาบันการเงินที่มีปัญหา ภาวะวิตกกังวลของนักลงทุนจึงไม่อาจหลีกเลี่ยงได้

ประการที่สาม IMF มีธรรมเนียมปฏิบัติที่ไม่เป็นมิตรกับประเทศที่เข้าโครงการเงินกู้ โดยเฉพาะการไม่ยอมจ่ายเงินให้แก่โครงการที่อุ้มชูสถาบันการเงินที่ประสบปัญหา ถ้ารัฐบาลประเทศนั้น ๆ ไม่ยอมทำตามนโยบายที่ระบุในจดหมายแสดงเจตจำนง การกำหนดเงื่อนไขที่เข้มงวดเช่นนี้ถูกมองว่าเป็นการทำลายหลักการพื้นฐานของ IMF เองในฐานะที่เป็นผู้ให้กู้ยืมแหล่งสุดท้าย แต่ก็มีคำวิจารณ์ว่าแท้จริงจำนวนเงินกองทุนและความสามารถในการเป็นผู้ให้กู้ยืมแหล่งสุดท้ายนั้นไม่เพียงพอ ถ้าเกิดวิกฤติการณ์ในประเทศต่าง ๆ อีก

ประการที่สี่ IMF ไม่มีจุดยืนที่ชัดเจนในทางทฤษฎีของนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในกรณีของไทย ตามจดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 3 เป็นต้นมา IMF ยอมให้รัฐบาลไทยเปลี่ยนนโยบายการคลังจากเกินดุลมาเป็นการขาดดุลเกินร้อยละ 4 ในจดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 7 (ดูตารางที่ 3) ความไม่คงเส้นคงวาของนโยบายการคลังเช่นนี้ชี้ให้เห็นอย่างเด่นชัดว่า นโยบายที่เสนอแนะผ่านจดหมายแสดงเจตจำนงเป็นนโยบายที่มีได้ผ่านการศึกษามาเป็นอย่างดี

ประการที่ห้า สาเหตุที่ประเทศไทยเกิดวิกฤตการณ์และหลาย ๆ ประเทศก็เกิดตามส่วนสำคัญมาจากความเชื่อในแนวทางของ Washington Consensus ในเรื่องระบบ capital account convertibility นั่นคือการปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรีแบบที่ประเทศไทยดำเนินการเปิดวิเทศธนกิจขึ้นในปี 1993 การทำเช่นนี้ทำให้ประเทศไทยและประเทศเกาหลีใต้ อินโดนีเซีย ต้องจะเผชิญกับความไม่แน่นอนในตลาดการเงินระหว่างประเทศเป็นอย่างมาก เพราะไม่มีความพร้อมในการรับมือกับเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากมหาศาล แท้ที่จริง IMF ก็ไม่เคยเสนอแนะนโยบายการปฏิรูปสถาบันการเงินให้เข้มแข็งก่อนอย่างเป็นทางการเป็นรูปธรรม จึงจะให้มีการปลดปล่อยให้มีเงินทุนเคลื่อนย้ายเสรี ความล้มเหลวในการเสนอแนะนโยบายอย่างเป็นทางการเป็นรูปธรรมของการสร้างความโปร่งใสและระบบการตรวจสอบอย่างเข้มงวดในสถาบันการเงินคือสาเหตุที่ก่อตัวให้เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยได้ง่ายกว่าที่ควรจะเป็น (ดู Miller and Zhang, 1999; Turman and Stiglitz, 1998)

ประการที่หก ความไม่สำเร็จของการแก้ไขวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจเกิดขึ้นจากความสับสนระหว่างเป้าหมายกับเครื่องมือของนโยบายเศรษฐกิจ แนวทางแก้ไขปัญหของภายใต้จดหมายแสดงเจตจำนงทั้ง 8 ฉบับจะยังวนอยู่บนพื้นฐานของ Washington Consensus อย่างไม่เสื่อมคลาย ไม่ว่าจะเป็นการใช้กลไกราคาของตลาดเป็นหัวใจ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ เน้นการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม แนวทางดังกล่าวไม่น่าจะไม่สมบูรณ์และไม่อาจบรรลุเป้าหมายของการยกระดับเศรษฐกิจให้พัฒนาและมีการกระจายรายได้ประชาชาติที่เป็นธรรมได้อย่างแท้จริง (ดูตารางที่ 3 – 11 ประกอบ)

ประการที่เจ็ด แม้ว่าแนวทางการแก้ไขปัญหาวิกฤตการณ์ของไทยยังมองไม่พ้น Washington Consensus แต่สิ่งหนึ่งที่ควรกล่าวถึงและยังคงเป็นที่วิพากษ์วิจารณ์กันก็คือ การปลดปล่อยการเงินอย่างเสรีควรจะหยุดหรือมีการควบคุมแล้วหรือยัง? ดังเป็นที่ทราบกันดีว่าคณะกรรมการชั่วคราวของ IMF ยังคงสนับสนุนให้ประเทศกำลังพัฒนาเจริญรอยตามแนวคิดเรื่องการปลดปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรีต่อไป (ดู Eichengreen, 1999, หน้า 110) แม้ว่าประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมากจะพบกับภาวะวิกฤตการณ์ก็ตาม ความจริงข้อนี้เป็นที่ปรากฏแก่ชุมชนวิชาการ ถ้าประเทศไทยเผชิญปัญหาของวิกฤตการณ์ในแง่สภาพคล่อง (Liquidity) ในตอนเริ่มต้น และ IMF สามารถให้ประเทศยืมเงินได้อย่างทันที ความปั่นป่วนและวิตกกังวลเกินเหตุของนักลงทุนต่างชาติก็จักไม่รุนแรงขนาดนี้ ดังนั้นการแก้ไขให้ไทยหลุดพ้นจากวิกฤตการณ์นั้น IMF ยังไม่ได้เล็งความคิดเรื่องการปลดปล่อยให้การเงินเสรี ไม่ปรากฏว่าในจดหมายแสดงเจตจำนงของไทยจะอ้างอิงถึงเรื่อง Capital Control แม้แต่ในกรณีของชิลี ซึ่งมีแนวนโยบายเศรษฐกิจแบบ Washington Consensus อย่างแข็งขันก็ยังนำเอา Capital Control มาใช้ระดับหนึ่ง

ประการที่แปด วิฤติการณ์ครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าการเดินตาม Washington Consensus คือรากฐานของวิฤติการณ์ในแง่ที่ว่า การปลดปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเสรีทำให้พลังและเครื่องมือนโยบายการเงินของรัฐไม่อาจทำงานได้อย่างเต็มที่ เพราะจำนวนเงินทุนอันมหาศาลที่ไหลบ่าเข้ามาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นทศวรรษ 1990 ทำให้เจ้าหน้าที่ของรัฐปรับตัวไม่ทันกับความเปลี่ยนแปลงนี้ เพราะถ้าต้องให้มีการเปิดตลาดทุนเพื่อทำ Open Capital Market จำนวนเงินทุนสำรองที่ทางธนาคารชาติจะต้องนำมาใช้เพื่อปกป้องอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่แต่ปรับได้นั้นจำเป็นต้องใช้จำนวนมหาศาล ซึ่งทางการไทยย่อมมีไม่เพียงพอ แต่ส่วนที่เป็นข้อบกพร่องและเป็นบทเรียนราคาแพงสำหรับชาวไทยก็คือการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ ในขณะที่มีเงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่องเป็นระยะเวลาหลายปี เป็นการส่งสัญญาณที่ผิดให้แก่ภาคเอกชน โดยเฉพาะสถาบันการเงิน นั่นคือ การกั๊กเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศมีความเสี่ยงที่ต่ำมาก ยิ่งกว่านั้นความพยายามในการสร้างในไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงิน โดยมีได้สร้างระบบการตรวจสอบและกำกับอย่างมั่นคงแข็งแรงก็ทำให้ภาคเอกชน โดยเฉพาะสถาบันการเงินมีลักษณะการสร้าง Moral Hazard อย่างง่ายดาย ประเด็นดังกล่าวนี้ก็ยังมิได้รับการแก้ไขอย่างจริงจัง ดังปรากฏในจดหมายแสดงเจตจำนงทั้ง 8 ฉบับ ดังเช่นที่ Krugman (1998) ชี้ว่าการที่ธนาคารกลางส่งสัญญาณที่ผิดให้แก่ภาคเอกชนว่าจักไม่มีการลดค่าเงินหรือเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน อีกทั้งยังมีการสร้างความเชื่อในตนเองที่ว่าธนาคารกลางจักดูแลผู้ฝากเงินทุกคน ก็ย่อนำไปสู่ปัญหา Moral Hazard อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ (ดู Miller and Zhang, 1999)

ตอนที่ 3 จดหมายแสดงเจตจำนงระหว่าง IMF กับประเทศไทย : ไปไม่พ้น Washington Consensus หรือ ความล้มเหลวของ Washington Consensus?

ก) ไปไม่พ้น Washington Consensus

การดำเนินปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจตามแนวทาง Washington Consensus ของรัฐบาลไทย นับตั้งแต่แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมฉบับที่ 1 จนถึงปัจจุบันมิได้ดำเนินการอย่างครบถ้วน แต่ประเด็นที่น่าสนใจก็คือการเกิดวิฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 1997 มาจากการดำเนินการตาม Washington Consensus หรือเป็นเพราะดำเนินไปอย่างไม่ครบถ้วน? นี่อาจเป็นประเด็นในการวิจัยในอนาคต แต่ประเด็นที่เราสนใจในตอนนี้คือการแก้ไขวิฤติการณ์ทางเศรษฐกิจภายใต้เงื่อนไขเงินกู้จาก IMF แม้ว่าจดหมายแสดงเจตจำนงต่าง ๆ 8 ฉบับจะเกิดขึ้นในรัฐบาลไทย 2 ชุด แต่ชุดของรัฐบาลนายกรัฐมนตรีนพคุณ พลิกภัย เป็นผู้รับผิดชอบในการเจรจาและร่างจดหมายแสดงเจตจำนงเกือบทั้งหมด อย่างเป็นที่ทราบกันดีว่า จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 1 ภายใต้รัฐบาลพลเอกชวลิต ยงใจยุทธ นั้นเป็นฉบับที่รัฐบาลไทยตกอยู่ภาวะอันอับจน แต่ที่ย้ำแ่กกว่านั้นก็คือ IMF ได้เลือกนโยบายเศรษฐกิจที่ไม่เหมาะสมสำหรับแก้ไขปัญหาวิฤติการณ์ของไทย ไม่ว่าจะเป็นนักเศรษฐศาสตร์จาก Harvard เช่น Jeffrey Sach หรือนักเศรษฐศาสตร์ MIT เช่น Paul Krugman และนักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำจากค่ายธนาคารโลก Joseph Stiglitz ต่างก็ออกมาวิพากษ์วิจารณ์ IMF อย่างหนักหน่วง โดยหลักการใหญ่ของ IMF ในการแก้ไข

ข) มองให้พ้น Washington Consensus

(1) การปิดธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน

เมื่อเริ่มเกิดวิกฤติการณ์ของธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ แทนที่ธนาคารชาติจี้กริบดำเนินการอย่างฉับพลัน เพื่อมิให้ธนาคารต้องล้มละลายในภายหลัง ธนาคารชาติกลับมิได้ดำเนินการทันที การปิดธนาคารพาณิชย์ควรดำเนินการทันที ก็เพราะการปิดกิจการก่อน เป็นการป้องกันไฟแต่ต้นมิให้ลุกลามขยายใหญ่ขึ้น แม้ว่าทางการจกมีต้นทุนของการปิดธนาคารพาณิชย์ แต่เมื่อพบว่าธนาคารพาณิชย์นั้นมีหนี้สินจำนวนมากและสินทรัพย์ลดต่ำลงจนเป็นศูนย์ นั่นก็หมายความว่าไม่มีประโยชน์อันใดที่ธนาคารกลางจะอุ้มชูธนาคารพาณิชย์นั้นไว้ เพราะถ้ายังไม่ดำเนินการปิดก็เท่ากับเปิดโอกาสให้ธนาคารพาณิชย์นั้นมีหนี้ที่มีจำนวนจำกัดที่ไม่มีค่าใด ๆ เลย (limited liability) สิ่งที่เกิดขึ้นกับธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การคือการอุ้มชูธนาคารพาณิชย์ที่ไม่สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ ถ้าทางการไทยยอมรับว่าธนาคารพาณิชย์ล้มได้ วิกฤติการณ์ทางการเงินในปี 1997 อาจไม่รุนแรงอย่างที่เกิดขึ้น กฎข้อแรกของการปฏิรูปสถาบันการเงินก็คือ รีบปิดกิจการนั้น ๆ โดยไม่มีข้อยกเว้น

(2) การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

แม้ว่านี่จะเป็นส่วนหนึ่งของ Washington Consensus ที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนมากเห็นด้วยว่า การที่มีรัฐวิสาหกิจขนาดใหญ่จำนวนมาก ไม่ก่อผลดีแก่เศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งเป็นที่ทราบกันว่าเป็นการถ่ายโอนทรัพยากรจากรัฐวิสาหกิจเอกชน หรืออีกนัยหนึ่งรัฐจะใช้ Hard Budget Constraint แทนที่จะเป็น Soft Budget Constraint การแปรรูปรัฐวิสาหกิจมิใช่เป็นเพียงการโยกย้ายความเป็นเจ้าของ แต่สาระสำคัญคือทำให้ตลาดทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ดู Yarrow, 1989; Sheshinski and Felipe Lopez-Celva, 1999; Tomell, 1999) ประเด็นสำคัญของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจมิใช่เพียงแค่การเปลี่ยนมือกรรมสิทธิ์ของความเป็นเจ้าของและการจัดการ แต่หมายถึงรัฐจะต้องมุ่งมั่นให้เกิดการแข่งขันอย่างแท้จริงของภาคเอกชน และไม่ปล่อยให้เกิด Private Mafia แทนที่รัฐ เพราะพลังการแข่งขันและหลักการของการไหลเวียนของสารสนเทศทางการตลาดอย่างทั่วถึงจักเป็นหลักประกันให้แต่ละหน่วยเศรษฐกิจทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เหตุผลสำคัญว่า เพราะเหตุใด รัฐวิสาหกิจในโลกมักล้มเหลวในการดำเนินธุรกิจ ส่วนสำคัญมาจากเหตุผลที่ว่ารัฐวิสาหกิจล้มละลายไม่ได้ ในขณะที่รัฐวิสาหกิจเอกชนเมื่อดำเนินธุรกิจผิดพลาดก็จะเข้าทำนอง “ม้วนเสื่อ” แล้วเลิกกิจการไป ด้วยเหตุนี้รัฐวิสาหกิจในไทยจึงเข้าข่ายนี้โดยตรงเพราะเกือบไม่มีแห่งใดที่เคยถูกรัฐบาลไทยจัดให้เป็นธุรกิจล้มละลาย แม้ว่าจะประสบกับภาวะการขาดดุลอย่างต่อเนื่องยาวนานก็ตาม

แต่ปัญหาของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจมิได้จบลงที่การถ่ายโอนกรรมสิทธิ์ หากแต่รัฐจักต้องสร้างกระบวนการแข่งขันและสร้างความเป็นธรรมแก่ราษฎรอย่างแท้จริง

(3) การปฏิรูปภาษีอากร

การดำเนินนโยบายตาม Washington Consensus มีจุดอ่อนที่สำคัญประการหนึ่ง นั่นคือ การละลายความเสมอภาคและความเป็นธรรมของประชาชน ความเป็นธรรมไม่อาจเกิดขึ้นจากกลไกตลาด หาก

รัฐมีบทบาทอย่างสำคัญในการสร้างความเป็นธรรมขึ้นในสังคม นโยบายการปฏิรูปภาษีอากรเป็นรากฐานสำคัญ เพราะการจัดเก็บภาษีอย่างเป็นธรรมนำไปสู่การจัดสรรรายจ่ายเพื่อกลุ่มชนต่าง ๆ ที่ด้อยโอกาส ในจดหมายแสดงเจตจำนงทั้ง 8 ฉบับ เราจึงพบว่า การปฏิรูปภาษีอากรเป็นนโยบายทางเศรษฐกิจที่ถูกกลายมากที่สุด เหตุผลสำคัญก็มาจากพื้นฐานที่ว่า จะกระทบคนจำนวนมาก โดยเฉพาะการสร้างความเป็นธรรมในสังคมจะต้องมีการเก็บภาษีอากรอย่างเป็นธรรม ข้อมูลล่าสุดเท่าที่มีการศึกษาพบว่า ระบบภาษีอากรของไทยยังมีความไม่เป็นธรรมอยู่มาก แต่กำลังมีการพยายามในการแก้ไขแต่โดยรวม การปฏิรูปภาษีอากรยังเป็นประเด็นที่ถูกกลายมากที่สุด (ดู Annex 3) การเปลี่ยนแปลงภาษีการค้ามาเป็นภาษีมูลค่าเพิ่มนับว่าเป็นส่วนหนึ่งของการปฏิรูปภาษี แต่นับเนื่องได้ว่าเป็นขั้นตอนเริ่มต้นเท่านั้น เพราะภาษีที่สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจอย่างแท้จริง ควรมาจากภาษีที่เก็บโดยตรงจากผู้ประกอบการ ลูกจ้าง ณ ระดับต่างๆ และมีผู้ทรัพย์สินผู้ครอบครอง การปฏิรูปภาษีสำเร็จหรือไม่ขึ้นกับคุณภาพของรัฐเป็นสำคัญ และขึ้นกับรัฐว่ามีลักษณะเป็นแบบ Kleptocrat หรือแบบ Benign ซึ่งก็ขึ้นกับระบบพรรคการเมือง รัฐธรรมนูญ และประชาสังคมในสังคมไทยว่าจะมีความสามารถสร้างการปฏิรูปภาษีอากรอย่างแท้จริง แม้ว่าเราอาจไม่สามารถสร้างรัฐสวัสดิการได้ แต่เราก็น่าจะพยายามมุ่งเข้าไปที่สังคมที่มีสวัสดิการขั้นต่ำอย่างแท้จริง การขจัดความยากจนและความเหลื่อมล้ำในสังคมเป็นเรื่องจำเป็นที่รัฐจะต้องเข้าแทรกแซงโดยตรง มิใช่ปล่อยให้ไปตามกลไกของตลาด เพราะนี่เป็นความล้มเหลวของตลาด แท้ที่จริงในจดหมายแสดงเจตจำนงทั้ง 8 ฉบับ โดยเฉพาะฉบับที่ 7 นั้นเป็นการขัดกับหลักการของการปฏิรูปภาษีอากร เพราะรัฐประกาศลดภาษีมูลค่าเพิ่มจาก 10% เหลือเพียง 7% เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ แทนที่รัฐจะใช้โอกาสนี้ปฏิรูปโครงสร้างภาษีทั้งทางตรงให้มากขึ้น

อย่างไรก็ตามแนวทาง การปฏิรูปโครงสร้างภาษียังห่างไกลจากที่ควรจะเป็นมาก ทั้งๆ ที่มีการขอความช่วยเหลือจากธนาคารโลกให้มาช่วยปฏิรูปโครงสร้างภาษีเมื่อปี 1991 จนถึงสิ้นปี 1996 ก่อนเกิดวิกฤตการณ์ การจัดซื้อและติดตั้งอุปกรณ์คอมพิวเตอร์มูลค่าหลายพันล้านบาทประสบความล้มเหลวอย่างสิ้นเชิง ไม่มีการจัดเก็บข้อมูลและสารสนเทศอย่างเป็นระบบและระบบการประมวลผลก็ยังไม่ใช้การไม่ได้ เพราะไม่มีโปรแกรม Software คอยสนับสนุนให้ระบบทำงาน ดังนั้นโครงการเงินกู้จากธนาคารโลกก้อนใหญ่ตามปีงบประมาณ 1991 เพื่อจัดซื้อ Hardware คอมพิวเตอร์จำนวนมหาศาลจึงกลายเป็นสุสาน¹ (ดู Barbone, 1999, หน้า 27 – 28) ความล้มเหลวของความพยายามในการปฏิรูปภาษีอากรเป็นปัญหาเชิงโครงสร้างทางสถาบัน ทีมวิจัยของธนาคารโลกสรุปได้ง่ายตรงเป่าว่า ความล้มเหลวเหล่านี้มาจากอะไร

¹โครงการ Tax Computerization Project, January 1991, TH-PE-4774

CC

- Poor project preparation : Technical requirements listed in the bidding document were not based on a description of the changes in the Revenue Department's business processes that were to be supported by computerization.
- The project objectives were narrowly focused on the computer system and not specific enough. For example it only listed a few services that were to be provided by the new system.
- The project lacked performance benchmarks.

Weak project implementation and supervision :

- There was no detailed project implementation plan. The action plan listed the main project milestones, but gave no indication of how they were to be achieved. The action plan did not show the relationships and priorities between the various actions and tasks and who was responsible for them. Dates for the delivery of various outputs were repeatedly changed during supervision of the project.
- The lack of detailed implementation plan made supervision difficult. Until January 1996, the project was rated satisfactory even though it had run into problems at an early stage of implementation.

Inadequate technical specifications

- The system specifications included in the Invitation For Bids (IFB) were for the hardware, and not specific enough for the applications software component of the project.
- In 1993 the software contractor abandoned work without having delivered the software applications in accordance with the contract. Furthermore, the computer hardware that had already been delivered was of insufficient capacity and required replacing

Poor procurement process :

- There was no real bidding process for the turn-key contract. The Revenue Department wanted the software quickly, so instead of a two stage bidding process² software was provided through a two envelope process.

¹ Thailand, Tax Computerization Project, January, 1991, TH-PE-4774.

² Under a two stage bidding process, unpriced technical proposals on the basis of a conceptual design or performance specifications are first invited, subject to technical as well as commercial clarifications and amendments. These are followed by amended bidding documents and the submissions of final technical proposals and priced bids in the

Weaknesses in project management

- Despite an in-depth review by the Bank in January 1996 not much progress had been made by December 1996, the closing date of the project, and the Bank decided not to grant an extension of the loan.

(4) การสร้างระบบกรรมสิทธิ์ให้เข้มแข็ง

ความพยายามในการแก้ไขวิกฤติการณ์ของสถาบันการเงิน ภายใต้จดหมายแสดงเจตจำนง ทั้ง 8 ฉบับ มีจุดประสงค์ที่ควรกล่าวถึง นั่นคือการสร้าง Safety Net ยังไม่เข้มแข็งอย่างที่ควรจะเป็นภาวะ วิกฤติการณ์ที่เกิดขึ้นส่งผลในแง่ลบต่อคนไทยจำนวนมาก แม้ว่าก่อนเกิดวิกฤติคุณภาพชีวิตของคนไทย โดยทั่วไปก็ไม่ได้วิเศษอะไรนัก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม East Asia โดยเฉพาะความยากจนที่ปกคลุมอยู่ ทั่วไปในหมู่ชนชาวไร่ที่ไม่มีที่ดินทำกิน คนกลุ่มนี้เป็นผู้ที่มีภาวะความยากจนมากที่สุด การกระจาย ทรัพย์สิน โดยเฉพาะการปฏิรูปที่ดินมีการกล่าวถึงมานานนับ 10 ปี แต่ยังไม่เคยปรากฏเป็นจริงในสังคมไทย นอกจากนี้เรายังขาดการสร้างระบบกรรมสิทธิ์ในมั่นคงและถาวร โดยเฉพาะระบบการออกโฉนดที่ดินและ เอกสารแสดงกรรมสิทธิ์เป็นเรื่องที่มีความสำคัญอย่างยิ่งแห่งความมั่นคงและประสิทธิภาพของระบบ เศรษฐกิจ แต่ดูเหมือนว่าการสร้างระบบ Secure Property Rights ตามแนวทางของ Washington Consensus ก็เป็นจุดอ่อนที่สุดที่รัฐบาลไทยไม่อาจสร้างได้ในรอบหนึ่งศตวรรษ ความจริงแล้วตามสำเร็จของกลุ่ม East Asia ในการพัฒนาประเทศอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะเกาหลีใต้และไต้หวันน่าจะให้บทเรียนที่ดีแก่เรา เพราะการปฏิรูปที่ดินที่ประสบผลสำเร็จของทั้งสองประเทศทำให้ทั้งสองสามารถกระโดดขึ้นเป็นประเทศ อุตสาหกรรมใหม่อย่างรวดเร็ว ความจริงข้อนี้ ย้อนกลับมาสู่คุณภาพของรัฐและลักษณะของรัฐที่ต้องการ จรรโลงและรังสรรค์ความเป็นธรรมและสร้างความมั่นคงให้แก่พลเมืองของตน การปฏิรูปที่ดินเป็น กระบวนการต่อสู้ของการแย่งชิงทรัพยากร จำเป็นอยู่เองที่รัฐจะต้องเป็นผู้นำและกำหนดกติกาให้เกิดขึ้น เพราะกลุ่มผู้เสียประโยชน์จะต้องไม่ยินยอมให้เกิดขึ้นเป็นแน่ ความไม่เป็นธรรมในเรื่องทรัพย์สินเป็น รากฐานของความไม่สงบเรียบร้อยและสวัสดิการของสังคม การกระจายทรัพย์สินและการกระจายรายได้ให้ เป็นธรรมจึงเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ ถ้าสังคมต้องการเศรษฐกิจที่ยั่งยืนและมีความเป็นธรรม การปลดปล่อย ให้ตลาดทำงานอย่างเต็มที่ภายใต้แนวคิดของ Washington Consensus ไม่อาจสร้างเศรษฐกิจที่ยั่งยืนได้ (ดู Ranis and Stewart, 2000 ; Atkinson, 1999) ความเชื่อมั่นว่ารัฐจักเป็นผู้สร้างความเป็นธรรมและแก้ไข

second stage. As opposed to two-stage bidding, in the two-envelope system, bidders are required to submit separate qualification, technical and price proposals at the same time, but which are opened sequentially in separate sessions and evaluated. The Bank no longer accepts the two envelope system.

ที่มา : Barbone, et.al (1999)

ความล้มเหลวของตลาดยังไม่ใช่เรื่องล้าสมัย ประสิทธิภาพและศักยภาพของรัฐในการสร้างระบบกรรมสิทธิ์ให้เข้มแข็งและมั่นคงเป็นเงื่อนไขที่จำเป็นต่อการพัฒนาเศรษฐกิจให้ยั่งยืน แม้ว่าเราจะยอมรับว่าอาจเกิดความล้มเหลวของรัฐหรือข้าราชการก็ตาม แต่การสร้างรัฐที่ทำเพื่อประโยชน์สุขของประชาชนส่วนมากเป็นเรื่องที่ถูกกำหนดจากกระบวนการทางการเมืองรัฐธรรมนูญและการเลือกตั้ง ซึ่งเป็นเรื่องที่ยังต้องมีการวิจัยอีกมาก

ตอนที่ 4 ข้อสังเกตส่งท้าย

การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจของไทยในช่วงทศวรรษ 1980 มีค่อนข้างน้อยตามแนวทางของ Washington Consensus โดยเฉพาะเรื่องที่สำคัญนั้น รัฐบาลไทยยังไม่ให้ความสำคัญเท่าที่ควร นั่นคือการปฏิรูปโครงสร้างภาษี การสร้างระบบกรรมสิทธิ์ให้เข้มแข็ง และการกระจายอำนาจทางการคลังสู่ท้องถิ่น แม้ว่าวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่อุบัติขึ้นเมื่อกลางปี 1997 จักเป็นผลสืบเนื่องจากการเดินตาม Washington Consensus แต่เราอาจแย้งได้ว่าวิกฤตการณ์อาจมีความรุนแรงน้อยกว่านี้ ถ้าหากรัฐบาลไทยโดยเฉพาะธนาคารกลางได้เดินตาม Sequencing path ที่เหมาะสม แต่ความรีบร้อนในการพยายามให้ไทยเป็นศูนย์กลางทางการเงิน ทำให้เศรษฐกิจไทยมีเครื่องมือทางการเงินที่ไม่เพียงพอในการป้องกันอัตราแลกเปลี่ยนของตน การปฏิรูปตามตำราแบบกระแสดั้งเดิมคือการเน้นให้ระบบกลไกราคาทำงานได้เต็มที่ นั่นคือราคาสะท้อนความหาได้ยากของทรัพยากรและการโยกย้ายการจัดสรรทรัพยากรจากรัฐสู่ภาคเอกชน แต่ส่วนที่สำคัญที่สุดและยังมีการปฏิรูปน้อยมากคือ การปฏิรูปสถาบันของไทย เพื่อให้สามารถทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและอย่างเป็นธรรม สถาบันที่มีประสิทธิภาพหมายถึงสถาบันที่เป็นกติกากองสังคมและองค์กรที่สามารถลดต้นทุนค่าธุรกรรมได้มาก และจัดพฤติกรรมแสวงหากำไรเข้าทางเศรษฐกิจ แต่การสร้างสถาบันที่มีประสิทธิภาพหมายความว่า ระบบความคิดและความเชื่อที่ขัดขวางความก้าวหน้าของสังคมจะต้องมีการเปลี่ยนแปลง การเปลี่ยนแปลงสถาบันจึงเป็นเรื่องที่ยากลำบากกว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบาย การสร้างสถาบันใหม่ที่มีประสิทธิภาพนั้นรวมถึงการทำให้สารสนเทศต่างๆ มีการไหลไปมาอย่างทั่วถึง เพื่อลดปัญหา Moral Hazard และ Adverse Selection อย่างไรก็ตามความยุ่งยากของการปฏิรูปสถาบันอีกประการหนึ่งก็คือ ปัญหาของ Free Riding ซึ่งทำให้การสร้างความร่วมมือร่วมใจในการสถาปนาสถาบันใหม่ไม่อาจเกิดขึ้นได้ สถาบันในสังคมที่ดีจักสร้างผลที่ดีต่อสังคมโดยไม่ต้องสงสัย แต่สถาบันที่ดีคือกติกากฎของสังคมจักมีการระบอบอย่างชัดเจนที่ทุกคนทราบดี กฎเกณฑ์เหล่านั้นระบุให้ทุกคนทำตามอย่างเต็มใจโดยปราศจากการใช้กำลังบังคับ ยิ่งกว่านั้นสถาบันนั้นๆ ทำให้ทุกคนคาดการณ์ได้ว่าจะมี Credibility และสามารถวางใจว่ากติกากฎนั้นใช้ได้กับทุกคนโดยไม่เลือกปฏิบัติ (ดู Nabli and Nugent, 1989)

สังคมไทยต้องการสถาบันใหม่ที่มีความโปร่งใสและมีความรับผิดชอบ แต่การจะสร้างสังคมเช่นนั้นได้จักต้องมีการปฏิรูปการเมืองและเศรษฐกิจไปพร้อมกัน การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจเป็นเพียงส่วนหนึ่งของการปฏิรูปสถาบันเท่านั้น

ความไม่พร้อมหรือความไม่รัดกุมของการสร้างสถาบันที่จำเป็นเป็นปัญหาทั่วไปในประเทศกำลังพัฒนา ประเทศไทยก็มิได้รับการยกเว้น ตัวอย่างรูปธรรมอันหนึ่งก็คือกฎหมายล้มละลาย ซึ่ง

เป็นกฎหมายที่ได้มีการแก้ไขมาเป็นระยะอันยาวนานกว่า 50 ปี กฎหมายล้มละลายที่ไทยมีอยู่นั้น มิได้มีการปรับปรุงให้ทันสมัย ทั้งๆ ที่ไทยพยายามเดินตามเส้นทางของ Washington Consensus เช่นเดียวกับกฎหมายอีกจำนวนมากที่ไทยยังต้องการพัฒนา ที่สำคัญและมีความจำเป็นอย่างมากในการปฏิรูปโครงสร้างทางสถาบันก็คือกฎหมายเกี่ยวกับการแข่งขัน เพราะสถาบันตลาดจะทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ จำเป็นที่ต้องมีรัฐที่เข้มแข็ง ซึ่งหมายถึงมีข้าราชการที่มีความสามารถและซื่อสัตย์ในการคอยกำกับให้ตลาดทำงานโดยใช้ arm's length เป็นเครื่องมือสำคัญ โครงสร้างทางสถาบันแบบเจ้าขุนมูลนายที่ไทยได้รับมรดกตกทอดจากสมัยศักดินาเป็นปัจจัยขัดขวางมิให้ระบบตลาดทำงานได้อย่างเต็มที่ เพราะภายใต้ระบบอุปถัมภ์ความสัมพันธ์แบบบุคคลจะทำให้ความสัมพันธ์แบบตลาดไม่อาจมีพลังได้อย่างเต็มที่ นี่จึงเป็น Path dependence ที่เป็นอุปสรรคอันใหญ่หลวงที่สกัดกั้นมิให้พลังของตลาดทำงานอย่างเต็มที่ ปัญหาของไทยในศตวรรษหน้ามิใช่ปฏิเสธระบบตลาด แต่ต้องทำให้ตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด โครงสร้างของสถาบันที่มีประสิทธิภาพคือสถาบันที่ต้องพยายามลด transaction costs และให้มีการไหลเวียนของสารสนเทศอย่างทั่วถึง เพราะการมีสารสนเทศที่ไม่สมมาตรระหว่าง Agent และ Principal ก่อสาเหตุหลักที่ทำให้เกิด Moral Hazard ในสถาบันการเงินของไทยในแง่ของสถาบันการเงิน การปลดปล่อยให้มีการเงินเสรี มิใช่หมายถึงการปล่อยให้ธุรกิจการเงินทำธุรกิจอย่างเสรีโดยไร้ซึ่งจรรยาบรรณ ตรงกันข้าม ธุรกิจการเงินเป็นธุรกิจที่มีความอ่อนไหวในเรื่องธรรมาภิบาลมากที่สุด การควบคุมกำกับอย่างถูกต้องจากรัฐจะเป็นกลไกสำคัญที่ทำให้ไม่เกิดวิกฤติการณ์อย่างร้ายแรงอีก (ดู Brownbridge and Kirkpatrick, 2000; Llewellyn, 1999; BIS, 2000; White, 2000)

บทเรียนในอนาคตของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจ เมื่อข้ามทศวรรษ เราเริ่มเห็นทางสว่างขึ้นบ้างว่า การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจตาม Washington Consensus ไม่ใช่แนวทางที่จะนำสังคมเศรษฐกิจไปสู่เศรษฐกิจที่ดี มีความมั่นคง มีเสถียรภาพ และประชาชนมั่งคั่งขึ้น เพราะการดำเนินนโยบายเช่นนี้ไม่อาจนำไปสู่เป้าหมายอย่างที่กล่าวถึงจึงเกิดแนวความคิดการปฏิรูปในครั้งที่ 2 ซึ่งเป็นเรื่องธรรมาภิบาลหรือธรรมาภิบาลหรือการเน้นบทบาทของรัฐใหม่ เหตุการณ์ที่ไม่มีใครคาดคิดมาก่อนในศตวรรษที่ 20 ก็คือ การล่มสลายของสหภาพรัสเซียหลังจากการล่มสลายของสังคมนิยม การแปรรูปรัฐวิสาหกิจและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเศรษฐกิจให้มาใช้กลไกราคาโดยมิได้มีการสร้างสถาบันตลาด และกรรมสิทธิ์ของเอกชนอย่างเข้มแข็ง ผลก็คือความล่มสลายของเศรษฐกิจรัสเซีย นอกจากนี้การปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจภายใต้ Washington Consensus ในทวีปลาตินอเมริกาก็ไม่อาจสร้างนวัตกรรมทางการเมืองใหม่ๆ ได้ เพราะมิได้สร้างกลไกที่หนักแน่นและแข็งแกร่งเพียงพอในการสร้างความมั่นคงทางสังคมแก่พลเมือง ความล้มเหลวในการสร้างรัฐสวัสดิการจึงเป็นผลพวงของการปฏิรูปนโยบายเศรษฐกิจแบบไร้ความเป็นธรรมเป็นที่ตั้ง ประเด็นสุดท้ายที่ควรเป็นบทเรียนในการแลไปข้างหน้าก็คือ วิกฤติการณ์การเงินในเอเชีย โดยเฉพาะประเทศไทยเป็นบทเรียนราคาแพงที่ชี้ให้เห็นว่า การปลดปล่อยการเงินเสรีโดยมิได้มีการกำกับและควบคุมสถาบันการเงินอย่างเพียงพอคือหายนะที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ เราไม่ควรเดินตามสวสวรรค์ของ Buchanan ที่รัฐมีหน้าที่เพียง “ยามเฝ้าประตู” หรือคอยทำหน้าที่ให้ Law และ Order ทำงานได้อย่างเต็มที่เท่านั้น แต่รัฐกับตลาดเป็น

ของคู่กันที่จะทำให้ทั้งสองส่วนประสานและทำงานกันอย่างสมดุล อย่างที่กล่าวไว้อย่างรัดกุมในงานของ Rodrik (2000) หน้าที่ของรัฐไทยควรพึงกระทำในอนาคตคือการทำให้สถาบันตลาดมีพลังอย่างที่ควรจะเป็น การทำให้อำนาจนั้นจะต้องสร้างสรรค์สถาบัน 5 สถาบันให้ทำงานอย่างเต็มที่ นั่นคือ ประการแรก การปกป้องและคุ้มครองกรรมสิทธิ์ให้มั่นคง ประการที่สอง การกำกับตลาดให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ โดยให้สารสนเทศมีการถ่ายเทอย่างโปร่งใสและอย่างทั่วถึง ประการที่สาม การรักษาเสถียรภาพของนโยบายเศรษฐกิจมหภาค ประการที่สี่ การสร้างความมั่นคงและหลักประกันของสังคม และประการสุดท้าย คือ ความสามารถของรัฐและตลาดในการจัดการกับความขัดแย้งในสังคม

References

- Alba, Dedro, Leonardo Hernandez and Daniela Klingebiel (1999)
“Financial Liberalization and the Capital Account : Thailand, 1988 – 1997”,
World Bank Working Paper No.2188, Mimeo.
- Atkinson, Anthony B. (1999) “Is Rising Income Inequality Inevitable ? A Critique
Of the Transatlantic Consensus” Lecture Given at WIDER, The United Nations
University, 1 November.
- Bank of International Settlement (1995 – 1999) *Annual Reports*, Bank : BIS.
- Barbone, Luca, Arindam Das-Gupta, Luc De Wulf and Anna Hanson (1999)
“Returning Tax Systems : The World Bank Record in the 1990s”,
Working Paper, No.2237, World Bank (November).
- Berg, Janine and Canu Taylor (2000) “External Liberalization, Economic Performance,
And Social Policy”, CEPA Working Paper Series I, No.12 (February), Now
School University.
- Bhagwati, Jaqdish (1998) : “The Capital Myth”, *Foreign Affairs*, Vol.77 (March-April).
- BIS (1999) “Capital Requirements and Bank Behaviour : The Impact of the Basle
Accord”, Basle Committee on Banking Supervision Working Paper No.1
(April).
- BIS (2000) “Sound Practice for Managing Liquidity in Banking Organizations”, BIS
Policy Paper, Basel (February).
- Brownbridge, Martin and Colin Kirkpatrick (2000) “Financial Regulation in Developing
Countries”, Working Paper No.12, IDPM, University of Manchester (January).

- Collier, Paul and Jan Willem Gunning (1999) "The IMF's Role in Structural Adjustment", *The Economic Journal*, Vol.109 (November) : F634 – F651.
- Demirguz-kunt, Art : and Enrica Detragiache (1998a) "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers* 45(1), pp. 81 – 109.
- _____ (1998b) "Banking Crises, Financial Liberalization in Developing Countries", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, pp.303 – 331.
- Dethier, Jean-Jacques (1999) "Governance and Economic Performance : A Survey", *SEF Discussion Papers on Development Policy*, No.5, Bonis, (April).
- Diaz Alejandro, C. (1985) "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash" *Journal of Development Economics* 19 : 1 – 24.
- Dornbusch, Rudiger (1998) "Asian Crisis : Themes", Mimeo, Cambridge, Ma : MIT.
- Duoley, Michael P. (1999) "Are Capital Inflows to Developing Countries A Vote for or Against Economic Policy Reforms ? in R. Agenor et.al (eds.) *The Asian Financial Crisis : Courses, Contagion and Consequences*, (Cambridge : Cambridge University Press).
- Edwards, Sebastian (1984) "The Order of Liberalization in Developing Countries", Princeton : Princeton Essays in International Economics, No. 156 (December).
- _____ (1986) "Sequencing and Economic Stabilisation in Developing Countries," *Finance and Development*, Vol. 24, No. 1.
- _____ (1992) "The Sequencing of Structural Adjusted and Stabilization", *ICEG Occasional Paper*, No. 34.

- Eichengreen, Barry (1999) Toward a New International Financial Architecture : A Practical Post-Asia Agenda, (Washington, DC : Institute for International Economics).
- Feldstein, Martin (1998a) "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, Vol.77 (March-April), pp.20 – 33.
- _____ (1998b) "Self-Protecting for Emerging Market Economics", NBER Working Paper No.6907, (January).
- Fisher, Stanley (1998) "The Asian Crisis : A View from the IMF", 22 January, Washington, DC : IMF.
- _____ (1999) "Reforming the International Financial System", The Economic Journal, Vol.109, (November) : F557 – F570.
- Frankel, Jeffrey A. (1999) "No Single Currency Regime is Right For All Countries or At All Times", Essays in International Finance, No.215, Princeton, N.J. : Department of Economics, Princeton University.
- Gilbert, Christopher, Andrew Powell and David Vines (19879) "Positioning the World Bank", The Economic Journal, Vol. 109 (November), pp. F598 - F633.
- Goldfajn, Lan and T. Baig (1998) "Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crisis : The Case of Asia", Mimeo, October, (Washington, DC : IMF).
- Goldstein, Martin (1998) "The Asian Financial Crisis", *International Economics Policy Briefs*, (Washington, DC : Institute for International Economics).
- Griffith Jones, S. and S. Pfaltenzeller (1998) "The East Asian Currency Crisis : A Survey of the Debate on Its Causes Possible Solutions", 18 Jure Brighton : 1 DS Sussex.

Griffith Joses, Stephony, et.al. (1998) “The East Asian Financial Crisis : A Reflection On Its Causes, Consequences and Policy Implications”, IDS Discussion Paper 367, (IDS : Sussex).

Hahm, Joon-Ho and Frederic S. Miskin (2000) “Causes of the Korean Financial Crisis : Lessons for Policy”, NBER Working Paper Series No.7483, (Cambridge, Ma : NBER).

Ito, Takatoshi (1999) “Capital Flows in Asia”, NBER Working Paper Series No.7134, (Cambridge, Ma : NBER).

Kaminsky, G. and C. Reinhart (1996) “The Twin Crisis : the Causes of Banking and Balance-of- Payments Problems”, Mimeo, (Washington, DC : Federal Reserve Board).

Krueger, Anne O. (1974) “The Political Economy of Rent-Seeking Society”, American Economic Review 64 (June) : 241 – 303.

_____ (1992) Economic Policy Reform in Developing countries (Oxford : Basil Blackwell).

_____ (1993) “Virtuous and Vicious Cycles in Economic Development”, American Economic Review 83 (May) : 351 – 355.

Krugman, Paul (1998) “What Happened to Asia” Mimeo, Cambridge, Ma : MIT.

La Porta, Rafael et. Al (1991) “The Quality of Government”, Journal of Law Economic And Organization, Vol.15, No.1, pp. 222 – 282.

Llewellyn, David (1999) “Some Lessons for Regulation from Recent Bank Crises”, Working Paper, No.11, IDPM, University of Manchester (December).

McKinnon, Ronald (1991) The Order of Economic Liberalization (Baltimore : John Hopkins University Press).

McPherson, Malcom F. (1995) "The Sequencing of Economic Reforms: Lessons from Zambia,"
HIID Discussion Paper, No. 516.

Miller, Marous and Lei Zhang (1999) "Sequencing of Capital Account Liberalization :
A Challenge to the Washington Consensus", Mimeo, University of Warwick
(July).

Mussa, Michael (1982) "Government Policy and the Adjustment Process", in Import
Competition and Response, ed. J. Bhagwati (Chicago : University of Chicago Press).

Nabli, Mustapha K. and Jeffrey B. Nugent (1989)(eds.) The New Institutional Economic
Development : Theory and Applications to Tunisia, (Amsterdam : North-Holland).

Radelet, S. and J. Sachs (1998a) "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Mimeo, March,
(Cambridge, MA : HIID).

_____ (1998b) "The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies,
Prospects", Mimeo, May, (Cambridge, MA : HIID).

_____ (1999)

Ranis, Gustav and Francis Stewart (2000) "Strategies for Success in Human
Development", QEH Working Paper Series No.532 (January).

Rodrik, Dani (1990) "Understanding Economic Policy Reform", Journal of Economic
Liberate, Vol. XXXIV (March), pp. 9 – 41.

Rodrik, Dani (2000) "Development Strategies for the Next Century",
Paper Prepared for the Conference on "Developing Economics in the 21st
Century", IDE, January 26 – 27, 2000 Chiba Japan.

Roemer, Michael (1988) "Macroeconomic Reform in Developing Countries",
Development Discussion Paper No.266, HIID (March).

Sheshinski, Fytan and Luis Felipe Lopez-Calva (1999) “Privatization and Its Benefits : Theory and Evidence”, Development Discussion Papers No.698, HIID, (April).

Stiglitz, Joseph E (1988a) “ The Private Use of Public Interests : Incentives and Institutions”, Journal of Economic perspectives, Vol.12, No.2, pp.3 – 22.

_____ (1998b) “Towards A new Paradigm for Development : Strategies, Policies, and Processes”, Given as the 1998 Prebisch Lecture at United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Geneva, October 19.

_____ (1998c) “More Instruments and Broader Goals : Moving Toward the Post-Washington Consensus”, World Institute for Development Economics Research (WIDER) Annual Lectures 2, The United Nations University, January.

Taylor, Lance (1993) “Stabilization, Adjustment and Reform”, in Lance Taylor (ed.) The Rocky Road to Reform : Adjustment, Income Distribution, and Growth in the Developing World (Cambridge, Mass : The MIT Press), pp.39 – 94.

_____ (ed.) (1993) The Rocky Road for Reform (Cambridge Ma : The MIT Press).

Tornell, Aaron (1999) “Privatizing the Privatized”, Mimeo, Harvard University, (May).

Toye, John (2000) “Fiscal Crisis and Fiscal Reform in Developing Countries”, Cambridge Journal of Economics, Vol.24, pp.21 – 44.

Vanberg, Viktor V. (1999) “Markets and Regulation : On the Contrast Between Free-Market Liberalization and Constitutional Liberalization”, Constitutional Political Economy 10, pp.219 – 243.

- Villanueva Delano and Abbas Mirakhor (1990) “Strategies for Financial Reforms”,
IMF Staff Papers, Vol.37, No.3, pp.509-536.
- Weiss, John (1995) Economic Policy in Developing Countries : The Reform Agenda,
(London : Printice Hall).
- White, William R. (2000) “What have learned from Recent Financial Crises and Policy
Response?”, BIS Working Papers No.84 (January)
- Williamson, John. (1990) “What Washington Consensus Means by Policy Reform”, in John
Williamson (ed.), Latin American Adjustment : How Much Has Happened?
(Washington, DC : Institute for International Economics).
- _____ (1994) The Political Economy of Policy Reform (Washington, DC :
Institute For International Economics).
- _____ (1994) “In Search for A Manual for Technopols” , in
- _____ (1997) “The Washington Consensus Revisited”, in L.Emmerig (ed.)
Economic and Social Development into the XXI Century, (Washington, DC :
Inter-American Development Bank), pp.48 – 61.
- Williamson, John and M. Maher (1998) “A Survey of Financial Liberalization”,
Essays in International Finance, No.211, Princeton N.J. : Department of
Economic, Princeton University.
- Yarrow, George 1989) “Privatization and Economic Performance in Britain”,
Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 31 pp.303 – 344.

มาตรการทางการเงินที่สำคัญ พ.ศ. 2530-2539

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
<p>- ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ โดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 9 (ทวิ) แห่ง พรบ.การธนาคารพาณิชย์ โดยอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกิจได้เพิ่มขึ้น อาทิ ทำหน้าที่ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ ให้บริการจัดทำหรือวิเคราะห์โครงการเพื่อการลงทุนเป็นที่ปรึกษาในการซื้อกิจการรวมและควบกิจการ ให้เช่าอสังหาริมทรัพย์ที่มีได้ใช้ประโยชน์ เป็นต้น</p>	3 พ.ย.2530
<p>- ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของบริษัทเงินทุนและบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ โดยอนุญาตให้ทำหน้าที่เก็บรักษาหลักทรัพย์ แนะนำการประกันภัย และการให้เช่าอสังหาริมทรัพย์เช่นเดียวกับธนาคารพาณิชย์</p>	12 ก.พ.2531
<p>- ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารพาณิชย์ที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป</p>	1 มิ.ย.2532
<p>- กำหนดลักษณะการก่อภาระผูกพันของ บริษัทเงินทุนที่ถือว่าเป็นการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อส่วนรวม เช่น การประกันหนี้ การรับรอง รับอวัล</p>	10 ม.ค.2533
<p>- ควบคุมวงเงินที่บริษัทเงินทุนรับรองและรับอวัลตัวเงินเพื่อบุคคลใดบุคคลหนึ่ง ซึ่งเมื่อรวมกับที่บริษัทเงินทุนได้ค้ำประกัน หรือลงทุนในกิจการบุคคลนั้นแล้ว จะต้องไม่เกินร้อยละ 40 ของเงินกองทุนบริษัท</p>	
<p>- ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย เงินฝากประจำทุกประเภทของธนาคารพาณิชย์</p>	16 มี.ค.2533
<p>- ปรับปรุงข้อกำหนดการดำรงฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิของธนาคารพาณิชย์ โดยกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงฐานะสินทรัพย์ และหนี้สินสุทธิได้ไม่เกินร้อยละ 25 และ 20 ของเงินกองทุนตามลำดับ หรือ 5 ล้านดอลลาร์ สรอ. แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่ากัน</p>	9 เม.ย.2533
<p>- ประกาศรับพันธะข้อ 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ</p>	21 พ.ค.2533
<p>- ผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราชั้นที่ 1 โดยมอบหมายให้ธนาคารพาณิชย์ อนุญาตคำขอต่าง ๆ ด้านสินค้าได้ทุกกรณี จากเดิมที่ทางการยังเป็นผู้อนุญาตเองบางส่วน และขยายวงเงินค้าขอด้านเงินทุนและเงินบริการให้สูงขึ้น รวมทั้งกรณีการชำระคืนเงินทุนจากการขายหุ้น หรือเลิกกิจการ</p>	22 พ.ค.2533
<p>- ลดอัตราการค้าต่างประเทศพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์ ตามเงื่อนไขการเปิดสาขาจากเดิมที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 16 เป็นร้อยละ 9.5 ของเงินฝากทั้งสิ้น</p>	13 พ.ย.2533

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
- เปลี่ยนแปลงวิธีการคำนวณเงินสดสำรองที่ธนาคารพาณิชย์จะต้องดำรงจากเดิมที่คำนวณเฉลี่ยรายสัปดาห์โดยนับเฉพาะวันทำการ เป็นการคำนวณเฉลี่ยรายปี และให้นับรวมวันหยุดทำการในการคำนวณ	4 ม.ค.2534
- การปรับปรุงนโยบายสินเชื่อส่วนบุคคล โดยให้นับรวมสินเชื่อเพื่อการค้าส่งผลิตผลทางกสิกรรม และสินเชื่อเพื่อกิจการนิคมอุตสาหกรรมในส่วนภูมิภาคเป็นสินเชื่อส่วนบุคคล	ม.ค.2534
- ผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงิน ครั้งที่ 2 โดยมอบหมายให้ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้อนุญาตคำขอส่งออกเงินตราต่างประเทศได้ทุกกรณี ยกเว้นกรณี การซื้อเงินตราต่างประเทศ เป็นตราฟรังก์หรือเชค เพื่อเป็นค่าใช้จ่ายเดินทางที่เกินกว่า 20,000 ดอลลาร์สหรัฐ. - เปิดโอกาสให้มีการเปิดบัญชีเงินฝากที่เป็นเงินตราต่างประเทศสำหรับเงินที่ได้รับมาจากต่างประเทศ - ยกเลิกการใช้แบบแลกเปลี่ยนต่าง ๆ ในด้านสินค้าและบริการ มอบหมายให้ธนาคารพาณิชย์เป็นผู้อนุญาต - ขยายเวลาการขายเงินตราต่างประเทศ จาก 7 วัน เป็น 15 วัน	1 เม.ย.2534
- ปรับปรุงเงื่อนไขสินเชื่อท้องถิ่นตามนโยบายการเปิดสาขาของธนาคารพาณิชย์ โดยให้พิจารณาเป็นรายภาคแทนรายสาขา และเปลี่ยนวิธีการคำนวณเงินฝาก โดยไม่นับรวมเงินฝากของส่วนราชการ รัฐวิสาหกิจ และเงินฝากธนาคารพาณิชย์ในการคำนวณเงินฝาก	20 พ.ค.2534
- ขยายมูลค่าของสินทรัพย์ที่สาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศต้องดำรงจากไม่น้อยกว่า 5 ล้านบาท เป็นไม่น้อยกว่า 125 ล้านบาท และเพิ่มประเภทของหลักทรัพย์ที่ใช้ดำรงรวมทั้งเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนในการดำรงสินทรัพย์จากเดิม ให้ดำรงหลักทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจ ไม่เกินร้อยละ 40 ของสินทรัพย์ที่ต้องดำรง เป็นดำรงอสังหาริมทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจ ไม่เกินร้อยละ 20 ของสินทรัพย์ที่ต้องดำรง	23 พ.ค.2534
- ยกเลิกการดำรงเงินสดสำรอง และให้ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องแทน และให้สามารถดำรงหลักทรัพย์อื่นนอกเหนือจากหลักทรัพย์รัฐบาลไทย ซึ่งได้แก่ พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย หุ้นกู้ พันธบัตรองค์การของรัฐ และรัฐวิสาหกิจเป็นส่วนหนึ่งของสินทรัพย์	23 มิ.ย.2534
- ให้ธนาคารพาณิชย์ขยายเวลาการให้บริการด้าน ATM และสำนักงานแลกเปลี่ยนเงินตรา	2 ก.ค.2534

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
<p>นอกสถานที่เป็น 7.00-22.00 น. และสำหรับ ATM นั้น สามารถเปิดบริการนอกเหนือเวลาดังกล่าว เช่น เปิดให้บริการตลอด 24 ชั่วโมง จะต้องได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย และสถานที่ต้องเป็นสถานที่ที่มีผู้สัญจรผ่านไปมาตลอดเวลา</p> <ul style="list-style-type: none"> - ลดอัตราการดำรงพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์ ตามเงื่อนไขการเปิดสาขาจากเดิมที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 9.5 เป็นร้อยละ 8 ของเงินฝากทั้งสิ้น 13 ก.ย.2534 - ปรับปรุงอัตราภาษีเงินได้ที่เรียกเก็บจากตราสารการเงินให้อยู่ในระดับเดียวกันคือร้อยละ 15 และแก้ไขปัญหาการเก็บภาษีซ้ำซ้อน 7 พ.ย.2534 - ยกเลิกการยกเว้นภาษีดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ ส่วนของเงินได้ไม่เกิน 10,000 บาท 7 พ.ย.2534 - ขยายขอบเขตของบริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ทำกิจการเช่าซื้อแบบ leasing 13 ธ.ค.2534 - ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ของธนาคารพาณิชย์ 8 ม.ค.2535 - ลดอัตราการดำรงพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์ ตามเงื่อนไขการเปิดสาขาจากเดิมร้อยละ 8 เป็นร้อยละ 7 ของเงินฝากทั้งสิ้น 14 ก.พ.2535 - อนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมเพิ่ม 7 กองทุน โดยมีข้อกำหนดให้ผู้จัดการกองทุนต้องมีทุนจดทะเบียนไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท และต้องเป็นสถาบันการเงินตามกฎหมายว่าด้วยดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมของสถาบันการเงิน 14 ก.พ.2535 - ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ โดยอนุญาตให้ทำหน้าที่เป็นนายหน้าตัวแทนจำหน่ายหลักทรัพย์รัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ เฉพาะตราสารแห่งหนึ่งหนี้ภาครัฐบาลและรัฐวิสาหกิจให้บริการข่าวสารข้อมูล เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน 24 มี.ค.2535 - ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของบริษัทเงินทุน โดยอนุญาตให้ทำหน้าที่เป็นนายหน้าตัวแทนจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล ให้บริการข่าวสารข้อมูลเป็นที่ปรึกษาเพื่อนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 24 มี.ค.2535 - ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์ โดยอนุญาตให้ทำหน้าที่ดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์ เป็นนายทะเบียนและตัวแทนจำหน่ายเงินสำหรับหลักทรัพย์เพื่อบุคคลอื่น ให้บริการข่าวสารข้อมูล และเป็นที่ปรึกษาเพื่อนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 24 มี.ค.2535 - การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์การปฏิบัติการควบคุมการแลกเปลี่ยน โดย 1 พ.ค.2535 <ul style="list-style-type: none"> - ผ่อนผันให้ผู้ส่งออกรับชำระค่าสินค้าออก เป็นเงินบาทจากบัญชีเงินบาทของผู้มี 	

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
<p>ถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ แทนการรับชำระเป็นเงินตราต่างประเทศ</p> <ul style="list-style-type: none"> - ผ่อนผันให้ผู้ส่งออกโอนเงินค่าสินค้าออกไปชำระหนี้เงินตราต่างประเทศแก่ธนาคารพาณิชย์ หรือชำระค่าสินค้านำเข้าให้กับต่างประเทศ - ยกเว้นไม่ต้องนำเงินตราต่างประเทศค่าสินค้าออกเข้ามา ในกรณีที่ต้องจ่ายเป็นการหักกลบลบหนี้กับบุคคลในต่างประเทศ - ผ่อนผันให้ธนาคารพาณิชย์อนุญาตแทนเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินในกรณีการถอนเงินจากบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศ - ผ่อนผันให้องค์การรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจนำเข้าบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศได้โดยไม่จำกัดจำนวน - ผ่อนคลายหลักเกณฑ์ บุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ สามารถนำเงินตราต่างประเทศของตนได้ - คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปิดดำเนินการ - ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ - ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ย ตัวสัญญาใช้เงินและอัตราดอกเบี้ย เงินให้กู้ยืมของบริษัทเงินทุน และบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ - ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ โดยอนุญาตให้ทำหน้าที่ธุรกิจการจัด การออก การจัดจำหน่าย และการค้าตราสารแห่งหนึ่ง ทั้งนี้ ต้องได้รับอนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทยก่อน นอกจากนี้ ยังสามารถประกอบธุรกิจการเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้มีประกัน, ธุรกิจการเป็นผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม, ธุรกิจการเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์และธุรกิจการเป็นตัวแทนเพื่อทำหน้าที่สนับสนุนการจำหน่ายหน่วยลงทุน - อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ออกบัตรเงินฝากชนิดเปลี่ยนมือได้ - กำหนดให้บริษัทเงินทุนมีทุนจดทะเบียนและทุนซึ่งชำระแล้ว ไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท ตั้งแต่ 1 ก.ค.2536 และไม่ต่ำกว่า 150 ล้านบาท ตั้งแต่ 1 ก.ค.2537 กำหนดให้บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ มีทุนจดทะเบียนและทุนซึ่งชำระแล้ว ไม่ต่ำกว่า 50 ล้านบาท ตั้งแต่ 1 ก.ค.2536 และไม่ต่ำกว่า 75 ล้านบาท ตั้งแต่ 1 ก.ค.2537 และไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท ตั้งแต่ 1 ก.ค.2538 - ผ่อนปรนการนำเข้าหรือส่งเงินบาทของธนาคารที่ตั้งอยู่ในสาธารณรัฐสังคมนิยม 	<p>16 พ.ค.2535</p> <p>1 มิ.ย.2535</p> <p>1 มิ.ย.2535</p> <p>1 ก.ค.2535</p> <p>29 ก.ค.2535</p> <p>14 ก.ย.2535</p>

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
<p>เวียดนาม และประเทศที่มีพรมแดนติดกับประเทศไทยออกนอกประเทศ โดยธนาคารที่ตั้งอยู่ในประเทศดังกล่าว ซึ่งเปิดบัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศกับธนาคารในประเทศไทย สามารถนำเงินตราที่ถอนจากบัญชีของตน ซึ่งมีใช้เงินบาทที่ได้จากการเบิกเงินบัญชีกลับออกไปยังประเทศของตนได้ โดยไม่จำกัดจำนวน</p>	
<p>- ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ โดยอนุญาตให้ประกอบธุรกิจแทนผู้ถือหุ้นกู้ และหรือ ธุรกิจผู้ดูแลผลประโยชน์ของกองทุนรวม โดยต้องขออนุญาตธนาคารแห่งประเทศไทย</p>	18 ก.ย.2535
<p>- อนุญาตให้หุ้นกู้และพันธบัตรที่ออกโดยบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เป็นสินทรัพย์สภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์</p>	
<p>- ขยายขอบเขตการประกอบธุรกิจของบริษัทเงินทุน โดยอนุญาตให้ประกอบธุรกิจ การดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์และตราสารแห่งหนึ่ง (เพิ่มเติมจากหลักทรัพย์เป็น บัตรเงินฝาก และตราสารแห่งหนึ่ง) ธุรกิจเป็นตัวแทน เพื่อทำหน้าที่สนับสนุนการ จำหน่ายหลักทรัพย์ ธุรกิจการเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังสามารถ ประกอบธุรกิจการจัดการออก จัดจำหน่ายตราสารแห่งหนึ่ง โดยต้องได้รับอนุญาตจาก กระทรวงการคลัง และ ก.ล.ต. ก่อน</p>	15 ต.ค.2535
<p>- ให้ธนาคารพาณิชย์ขยายเวลาการให้บริการด้าน ATM ตลอด 24 ชั่วโมง อย่างไม่มี เงื่อนไข</p>	21 ต.ค.2535
<p>- ลดอัตราดำรงพันธบัตรของธนาคารพาณิชย์ตามเงื่อนไขการเปิดสาขาจากเดิมร้อยละ 7 เป็นร้อยละ 6.5 ของเงินฝากทั้งสิ้น</p>	30 ต.ค.2535
<p>- อนุญาตให้บริษัทเงินทุนออกบัตรเงินฝากชนิดเปลี่ยนมือได้</p>	25 พ.ย.2535
<p>- กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS ร้อยละ 7 สำหรับสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศร้อยละ 6.25</p>	1 ม.ค.2536
<p>- ปรับโครงสร้างสินเชื่อชนบทโดยให้นับรวมกลุ่มเป้าหมายใหม่เพิ่มขึ้น ได้แก่ สินเชื่อ เพื่ออุตสาหกรรม สินเชื่อเพื่อการเหมืองแร่ สินเชื่อเพื่อกิจการสาธารณูปโภค สินเชื่อ เพื่อกิจการสถานศึกษาและพยาบาล และสินเชื่อเพื่อจัดหาที่อยู่อาศัย</p>	ม.ค.2536
<p>- ลดอัตราการดำรงพันธบัตรรัฐบาลของธนาคารพาณิชย์ ตามเงื่อนไขการเปิดสาขาจาก เดิมร้อยละ 6.5 เป็นร้อยละ 5.5 ของเงินฝากทั้งสิ้น</p>	14 ก.พ.2536
<p>- อนุญาตให้มีการจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจ</p>	12 มี.ค.2536

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
- ผ่อนปรนการส่งหรือนำเงินตราออกนอกประเทศไปยังสาธารณรัฐสังคมนิยมเวียดนาม และประเทศที่มีพรมแดนติดต่อกับประเทศไทยไม่เกิน 250,000 บาท เท่ากันทุกประเทศ	19 มี.ค.2536
- ยกเลิกการดำรงพันธบัตรรัฐบาล	17 พ.ค.2536
- ลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานจากร้อยละ 11 หรือร้อยละ 10	1 มิ.ย.2536
- บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Thai Rating Information Service เปิดดำเนินการ	ก.ค.2536
- ให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ผู้ได้รับการส่งเสริมการลงทุนรายใหม่ในเขตส่งเสริมการลงทุนเขต 3	15 ก.ค.2536
- ก.ล.ต.อนุญาตให้จัดตั้งกองทุนรวมประเภทรับซื้อคืนหน่วยลงทุน (กองทุนเปิด)	1 ส.ค.2536
- ก.ล.ต.อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฯ และสถาบันการเงินที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น โดยเฉพาะ สามารถขอใบอนุญาตประกอบธุรกิจการค้าหลักทรัพย์ หรือการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เฉพาะที่เป็นตราสารหนี้ โดยจะต้องมีเงินกองทุนไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท มีสินทรัพย์รวมสุทธิไม่ต่ำกว่า 5,000 ล้านบาท	26 ส.ค.2536
- ลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานจากร้อยละ 10 เหลือร้อยละ 9	17 ก.ย.2536
- ให้ธนาคารพาณิชย์ประกาศอัตราดอกเบี้ย MLR และ MRR และส่วนต่างสูงสุดที่ธนาคารพาณิชย์จะใช้บวกเข้ากับอัตราดอกเบี้ย MRR เพื่อใช้เป็นอัตราอ้างอิงสำหรับเรียกเก็บจากลูกค้าอื่น	27 ต.ค.2536
- ขยายขอบเขตการลงทุนของบริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต รวมทั้งอนุญาตให้ทำธุรกิจ Leasing จัดการกองทุนรวม และจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ	20 พ.ย.2536
- ผ่อนคลายข้อกำหนดการกำกับควบคุมกิจการวิเทศธนกิจ โดยเฉพาะสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศให้ได้รับการผ่อนปรนมากกว่ากรณีทั่วไป เช่น สินทรัพย์ที่ต้องดำรงไว้ในประเทศไทย การดำรงเงินกองทุน การกำหนดอัตราส่วนการก่อภาระผูกพันต่อเงินกองทุน และการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง	
- กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่ให้สินเชื่อหรือให้กู้ยืม โดยมีหุ้นเป็นประกันให้จดทะเบียนใบหุ้นจําเป็นเป็นการชำระหนี้	19 ม.ค.2537
- อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงตราสาร CAN ที่ออกโดยบริษัทเงินทุนดำรงเป็นสินทรัพย์สภาพคล่อง โดยให้นับเป็นหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัท และให้รวมหลักทรัพย์ที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศ สำหรับหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ที่อนุญาตให้ใช้ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องให้นับรวมหลักทรัพย์ ที่เป็นสกุลเงินตราต่างประเทศที่ออกจําหน่ายทั้งในและต่างประเทศ	24 ม.ค.2537

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
<ul style="list-style-type: none"> - อนุญาตให้บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฯ ให้ใช้ CAN ที่ออกโดยบรรษัทหรือพันธบัตรองค์การรัฐ หรือรัฐวิสาหกิจที่มีกฎหมาย เฉพาะจัดตั้งที่ออกจำหน่ายในต่างประเทศดำรงเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องได้เฉพาะที่ออกเป็นสกุลเงินบาท 	24 ม.ค.2537
<ul style="list-style-type: none"> - ผ่อนคลายการปริวรรตเงินตรา (การผ่อนคลายนการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินชั้นที่ 3) <ul style="list-style-type: none"> - ผ่อนปรนการส่งหรือนำเงินตราออกนอกประเทศไปยังสาธารณรัฐสังคมนิยมเวียดนามและประเทศที่มีพรมแดนติดต่อกับไทยไม่เกิน 500,000 บาทต่อครั้ง - ยกเลิกข้อจำกัดการกู้ยืมเงินและการโอนเงินของบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ - ขยายวงเงินในการถอนเงินจากบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศออกไปลงทุนโดยตรงและให้กู้ยืมแก่บริษัทในเครือ จากเดิมปีละไม่เกิน 5 ล้านดอลลาร์ สรอ. เป็นปีละไม่เกิน 10 ล้านดอลลาร์ สรอ. - ให้ตัวแทนรับอนุญาตให้กู้ยืมเงินตราต่างประเทศแก่บุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ โดยไม่จำกัดจำนวนและอนุญาตให้นำเงินบาทที่ถอนโดยการเบิกเงินบัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ โดยเข้าบัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ โอนเข้าบัญชีเงินบาทของบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ บัญชีอื่น หรือซื้อเงินตราต่างประเทศได้ 	2 ก.พ.2537
<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์แจ้งอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (MLR และ MRR) และส่วนต่างที่จะใช้บวกเข้ากับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง พร้อมทั้งให้เปลี่ยนแปลงฐานะการคำนวณอัตราดอกเบี้ย MRR โดยใช้ต้นทุนเฉลี่ยของเงินฝากรวมทุกประเภทแทนการใช้เงินฝากประจำ 6 เดือน 	23 ก.พ.2537
<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS ร้อยละ 7.5 สำหรับสาขาธนาคารต่างประเทศร้อยละ 6.5 	1 เม.ย.2537
<ul style="list-style-type: none"> - อนุญาตให้ธุรกิจวิเทศธนกิจเปิดสาขา ในต่างจังหวัดโดยกำหนดเงื่อนไข 	4 พ.ค.2537
<ul style="list-style-type: none"> - อนุญาตให้บริษัทเงินทุนและบริษัทเครดิตฯ เปิดสำนักงานอำนวยความสะดวก ซึ่งกระทำได้เฉพาะนอกเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล สำนักงานที่จะได้ยกระดับเป็นสำนักงานสาขา ต้องเปิดบริการไม่น้อยกว่า 2 ปี และมียอดคงค้างสินเชื่อไม่ต่ำกว่า 150 ล้านบาท 	31 พ.ค.2537
<ul style="list-style-type: none"> - กำหนดอัตราส่วนสูงสุดสำหรับการลงทุนในหุ้น (ไม่นับหุ้นกู้) ของธนาคารพาณิชย์ ในอัตราร้อยละ 20 ของเงินกองทุนทั้งสิ้น 	1 มิ.ย.2537
<ul style="list-style-type: none"> - ทางการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ในต่างประเทศ เปิดสาขาและสาขาย่อยในเขตอำเภอรอบนอกโดยเสรี 	20 มิ.ย.2537

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
- ให้นโยบายพาณิชย์กั้นสำรองสำหรับสินทรัพย์ที่สงสัยว่าจะไม่มีราคาหรือเรียกคืนไม่ได้ จากร้อยละ 50 เป็นร้อยละ 75	30 มิ.ย.2537
- ในกิจการวิเทศธนกิจกั้นเงินสำรอง สำหรับสินทรัพย์ที่สงสัยว่าจะไม่มีราคาหรือเรียกคืนไม่ได้ ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ตั้งแต่สิ้นงวดการบัญชี	30 มิ.ย.2537
- กำหนดการดำรงฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิของบริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ โดยให้ดำรงฐานะสินทรัพย์และหนี้สินสุทธิไม่เกินร้อยละ 25 และ 20 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1	ภายในเดือน มิ.ย.2537
- ปรับปรุงเงื่อนไขการอนุญาตให้บริษัทเงินทุนประกอบธุรกิจ leasing โดยกำหนดให้จำนวนเงินลงทุนที่บริษัทเงินทุน ลงทุนในสินทรัพย์เพื่อการให้เช่าแบบ leasing แก่บุคคลใดบุคคลหนึ่งรวมภาระผูกพัน ไม่เกินร้อยละ 50 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1 (เดิมไม่เกินร้อยละ 50 ของเงินกองทุน) และจำนวนเงินลงทุนสูงสุดที่บริษัทเงินทุน ลงทุนในสินทรัพย์เพื่อการให้เช่าทรัพย์สินไม่เกิน 4 เท่าของเงินกองทุนชั้นที่ 1 (เดิม 4 เท่าของเงินกองทุน)	1 ก.ค.2537
- กำหนดให้บริษัทเงินทุน ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS ร้อยละ 7	1 ก.ค.2537
- กำหนด (1) อัตราส่วนการให้กู้ยืมเงินแก่ลูกหนี้รายใหญ่ของบริษัทเงินทุนรายละเอียด ไม่เกินร้อยละ 25 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1 (2) อัตราส่วนภาระผูกพันเพื่อบุคคลใดบุคคลหนึ่งรวมกันไม่เกินร้อยละ 5 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1 และ 2 ต้องไม่เกินร้อยละ 35 ของเงินกองทุน (ยกเว้นการลงทุนในหลักทรัพย์ให้กู้ยืมและก่อภาระผูกพัน โดยมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน)	1 ก.ค.2537
- กำหนดความเสี่ยงของธุรกรรมที่เกิดจาก IFCT และ EXIM ร้อยละ 20 กำหนดค่าแปลงสภาพสำหรับการค้าประกัน การชำระเงินคืนแก่ผู้ซื้อสินทรัพย์จากการประกอบธุรกรรมประเภท Securitization ร้อยละ 100	1 ก.ค.2537
- อนุญาตให้บริษัทเงินทุนจัดตั้งสำนักงานผู้แทนในต่างประเทศ โดยต้องเป็นบริษัทที่แยกการประกอบธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ออกจากกัน	10 ส.ค.2537
- สนับสนุนแยกบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ทั้งทรัพย์สิน หนี้สินและภาระผูกพัน	17 ส.ค.2537
- อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ซื้อหรือมีหุ้นในกิจการใดเกินร้อยละ 10 ของหุ้นที่จำหน่าย	ก.ย.2537

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
ได้แล้วทั้งหมดของกิจการนั้น	
- การพัฒนาระบบการชำระเงิน โดยกำหนดหลักเกณฑ์การให้บริการ โอนเงินทางอิเล็กทรอนิกส์ โดยให้ธนาคารพาณิชย์มี ATM โดยไม่ต้องขอความเห็นชอบจากธนาคารแห่งประเทศไทย	1 ก.ย.2537
- เพิ่มอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานจากร้อยละ 9 เป็นร้อยละ 9.5	7 ก.ย.2537
- ผ่อนคลายการกำกับควบคุม PIBF ให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์? ใช้กับ BIBF และเงินฝากของกิจการวเทศธนกิจสาขาต่างจังหวัด ไม่ต้องนำมาคำนวณเป็นสินเชื่อบริษัท	19 ก.ย.2537
- ออกระเบียบการซื้อขายพันธบัตรกับบริษัทเงินทุนและบริษัทหลักทรัพย์ โดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืน	31 ต.ค.2537
- หลักเกณฑ์การเปิดกิจการวเทศธนกิจสาขาต่างจังหวัด ต้องเป็นธนาคารที่ประกอบกิจการวิเทศธนกิจในไทย โดยขอยื่นเปิดไม่เกิน 2 สาขา	31 ต.ค.2537
- ปรับปรุงการดำรงฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิของธนาคารพาณิชย์ โดยให้ดำรงฐานะสินทรัพย์และหนี้สินสุทธิได้ไม่เกินร้อยละ 20 และร้อยละ 15 ของเงินกองทุน	4 พ.ย.2537
- กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงตามมาตรฐาน BIS ร้อยละ 8 สำหรับสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศร้อยละ 6.75	1 ม.ค.2538
- เพิ่มอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานจากร้อยละ 9.5 เป็นร้อยละ 10.5	3 มี.ค.2538
- ให้สาขาธนาคารต่างประเทศ และ BIBF ยื่นแผนการให้สินเชื่อแก่ภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ที่เป็นเงินบาทและเงินตราต่างประเทศ (เฉพาะ out-in) ตั้งแต่ปี 2538	31 มี.ค.2538
- ให้ธนาคารพาณิชย์ส่งรายงานการคำนวณอัตราดอกเบี้ย MRR ทุกเดือน โดยใช้ต้นทุนเงินฝากทุกประเภทย้อนหลัง 1 เดือน	มี.ค.2538
- ให้บริษัทเงินทุนและบริษัทหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์มากกว่า 20,000 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2537 ยื่นแผนการให้สินเชื่อแก่ภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ ตั้งแต่ปี 2538	มี.ค.2538
- กำหนดแนวทางในการบริหารความเสี่ยงจากธุรกรรมอนุพันธ์ โดยไม่สนับสนุนการทำสัญญา Leveraged Contracts	2 พ.ค.2538
- อนุญาตให้บริษัทเงินทุนระดมทุนโดยการออกตั๋วแลกเงินจำหน่ายในประเทศเฉพาะตั๋วแลกเงินที่เป็นสกุลเงินบาท	10 พ.ค.2538
- กำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการรับฝากเงินในลักษณะเงินฝากแบบผูกพัน (ไม่ต่ำกว่า 2 ปี)	19 พ.ค.2538
- อนุญาตให้บริษัทเครดิตฯ ประกอบธุรกิจการเป็นตัวแทนเรียกเก็บหนี้เงินกู้	23 พ.ค.2538

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
- การเป็นตัวแทนผู้รับมอบฉันทะจากลูกค้าของธนาคารพาณิชย์ในการเข้าประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นให้ถือเป็นส่วนหนึ่งของการประกอบธุรกิจดูแลและเก็บรักษาหลักทรัพย์	พ.ค.2538
- กำหนดให้สาขาธนาคารต่างประเทศ BIBF ธนาคารต่างประเทศ ยื่นแผนสินเชื่อสำหรับปี 2538	พ.ค.2538
- ธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความสำคัญต่อการปฏิบัติตามแผนสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ หากธนาคารพาณิชย์ใดให้สินเชื่อเกินกว่าเป้าหมายจะต้องนำส่วนเกินไปหักออกเป้าหมายงวดต่อไป	ก.ค.2538
- ให้ธนาคารพาณิชย์ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องสำหรับเงินฝากต่ำกว่า 1 ปีที่เป็นเงินบาทในบัญชีผู้มีถิ่นที่อยู่ในต่างประเทศไม่ต่ำกว่าร้อยละ 7	8 ส.ค.2538
- ให้บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ดำรงเงินกองทุนสภาพคล่องสุทธิ ร้อยละ 1 ของหนี้สินรวม	1 ก.ย.2538
- ให้ธนาคารพาณิชย์ปรับปรุงวิธีการคำนวณฐานะเงินตราต่างประเทศ ในส่วนที่ไม่ใช่สินเชื่อทางการค้า	21 ก.ย.2538
- ทางการได้ประกาศหลักเกณฑ์การปรับกิจการวิเทศธนกิจเป็นสาขาเต็มรูปแบบ	1 ต.ค.2538 - 31 ม.ค.2539
- ให้ธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศปรับปรุงวิธีการคำนวณฐานะเงินตราต่างประเทศในส่วนที่มีสินเชื่อทางการค้า	3 ต.ค.2538
- อนุญาตให้บริษัทเงินทุน ออกตั๋วแลกเงินหรือบัตรเงินฝากเป็นเงินตราต่างประเทศเพื่อจำหน่ายในต่างประเทศได้ แต่ต้องมีอายุไม่ต่ำกว่า 1 ปี	13 ต.ค.2538
- เพิ่มกำหนดวงเงินเบิกถอนให้กู้ยืมแก่ BIBF เพื่อการกู้ในประเทศ (out-in) จากครั้งละไม่ต่ำกว่า 500,000 ดอลลาร์ สรอ. เป็นไม่ต่ำกว่า 2 ล้านดอลลาร์ สรอ.	21 พ.ค.2538 (เลื่อนเป็น 18 ต.ค.2538)
- ให้ธนาคารพาณิชย์กันเงินสำรองสำหรับสินทรัพย์ที่สงสัยว่าจะไม่มีราคา หรือเรียกคืนไม่ได้จากร้อยละ 75 เป็นร้อยละ 100	31 ธ.ค.2538
- ให้กิจการวิเทศธนกิจกับเงินสำรองสำหรับสินทรัพย์ที่สงสัยว่าจะไม่มีราคาหรือเรียกคืนไม่ได้ จากไม่ต่ำกว่าร้อยละ 75 ตั้งแต่สิ้นงวดการบัญชี เพิ่มเป็นร้อยละ 100	31 ธ.ค.2538
- เปลี่ยนแปลงวิธีการให้กู้ยืมแก่ธนาคารพาณิชย์ โดยมีหลักทรัพย์เป็นประกัน (Loan Window) จากวิธีจำนำพันธบัตรเป็นวิธีขายพันธบัตร โดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืนโดยใช้ระเบียบใหม่ของธนาคารแห่งประเทศไทยว่าด้วยการซื้อขายพันธบัตรกับสถาบันการเงิน โดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืน พ.ศ. 2539	25 ม.ค.2539

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
- ปรับปรุงวิธีการรับซื้อคืนพันธบัตร โดยมีสัญญาว่าผู้ขายจะซื้อคืน เพื่อเป็นวงเงินสภาพคล่องระหว่างวัน (Intraday Liquidity Facilities) ในอัตราไม่เกินร้อยละ 90.0 ของราคาตราไว้ในพันธบัตร และไม่เกินสภาพคล่องระหว่างวันตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด	1 ก.พ.2539
- กำหนดให้บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเป็นเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยในอัตราร้อยละ 7.0 ของยอดเงินสกุลที่กู้ยืมหรือได้รับจากผู้มีถิ่นอยู่ในต่างประเทศ ที่มีกำหนดระยะต่ำกว่า 1 ปี	4 เม.ย.2539
- ให้อื่นคำขออนุญาตประกอบวิเทศธนกิจรอบสอง สำหรับธนาคารต่างประเทศต่อรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง พร้อมทั้งสำเนาให้ธนาคารแห่งประเทศไทย	16 เม.ย. - 16 มิ.ย.2539
- แจ้งการเปลี่ยนแปลงกฎหมายและประกาศที่เกี่ยวข้อง เพื่อขยายขอบเขตธุรกิจของบริษัทเงินทุนเกี่ยวกับปัจจัยการชำระเงินต่างประเทศและการรับฝากเงินตราต่างประเทศ	19 เม.ย.2539
- กำหนดให้สาขาของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศที่ต้องดำรงสินทรัพย์ตามมาตรา 6 สามารถดำรงสินทรัพย์ดังกล่าวในรูปของเงินตราต่างประเทศได้ เว้นแต่ เงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องฝากไว้เป็นเงินบาท	18 มิ.ย.2539
- กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์และกิจการวิเทศธนกิจ ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเป็นเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเฉลี่ยไม่ต่ำกว่าร้อยละ 7 ของยอดเงินกู้ยืมและเงินฝากระยะสั้นของผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ (non-resident) ทั้งเป็นสกุลเงินบาทและเงินต่างประเทศ	23 มิ.ย.2539
- อนุญาตให้กิจการวิเทศธนกิจทำสัญญาประกันความเสี่ยง สำหรับจำนวนเงินที่ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง	23 มิ.ย.2538
- ผ่อนปรนให้สาขาธนาคารต่างประเทศนับเงินฝากที่ต้องดำรงดังกล่าวในส่วนของกิจการวิเทศธนกิจเข้าเป็นสินทรัพย์ต่างประเทศได้	23 มิ.ย.2538
- กำหนดให้บริษัทเงินทุนและบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องเป็นเงินฝากที่ธนาคารแห่งประเทศไทยในอัตราร้อยละ 7.0 ของยอดเงินสกุลบาท และขยายไปครอบคลุมถึงเงินตราต่างประเทศ ที่กู้ยืมหรือได้รับจากผู้มีถิ่นอยู่ในประเทศที่มีกำหนดชำระต่ำกว่า 1 ปี	28 มิ.ย.2539
- ปรับปรุงวิธีคำนวณฐานะเงินตราต่างประเทศของบริษัทเงินทุน ในส่วนของเงินให้กู้ยืม	1 ก.ค.2539
- ให้อื่นคำขออนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศมีสาขาเต็มรูปแบบเพิ่มเติมต่อ	1 ก.ค.-31 ส.ค.

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง พร้อมสำเนาต่อธนาคารแห่งประเทศไทย	2539
- ผ่อนผันให้สถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อแก่ธุรกิจบางรายเต็มจำนวนแผนที่กำหนดแล้วสามารถขอทบทวนปรับปรุงเพิ่มการให้สินเชื่อแก่รายอื่น ๆ แทนได้ ภายในวงเงินเป้าหมาย สินเชื่อรวมเดิม	5 ก.ค.2539
- เห็นชอบให้ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งนำพันธบัตรที่ออก โดยกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน มาดำรงเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องได้เพิ่มเติมจากหุ้นกู้หรือพันธบัตรที่ออกโดยองค์การรัฐหรือรัฐวิสาหกิจ	9 ส.ค.2539
- อนุญาตให้บริษัทเงินทุนประกอบกิจการจัดการกองทุนส่วนบุคคล	23 ส.ค.2539
- อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ประกอบกิจการจัดการกองทุนส่วนบุคคล	27 ส.ค.2539
- อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน นับหุ้นบุริมสิทธิชนิดสะสมเงินปันผลเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 2 และกำหนดให้เงินกองทุนชั้นที่ 2 มีจำนวนสูงสุดไม่เกินเงินกองทุนชั้นที่ 1 และไม่ให้รับเงินสำรองที่กันไว้เพื่อจ่ายเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิชนิดสะสมเงินปันผลเป็นเงินกองทุน	18 ก.ย.2539
- ปรับเพิ่มอัตราส่วนการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์และภาระผูกพัน สำหรับธนาคารพาณิชย์จากอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 8 เป็นร้อยละ 8.5 และอัตราส่วนเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต่อสินทรัพย์และภาระผูกพันจากร้อยละ 5.5 เป็นร้อยละ 6.0	1 ต.ค.2539
- ปรับเพิ่มอัตราส่วนการดำรงเงินกองทุนต่อสินทรัพย์และภาระผูกพัน สำหรับธนาคารต่างประเทศจากอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 6.75 เป็นร้อยละ 7.5	1 ต.ค.2539
- ธนาคารแห่งประเทศไทยเปลี่ยนแปลงเวลาทำการซื้อขายพันธบัตรในรอบเช้าให้เร็วขึ้นจากเดิม 1 ชั่วโมง เป็นเวลา 9.30-10.30 น.	7 ต.ค.2539
- ปรับปรุงกลไกการซื้อขายพันธบัตร โดยมีสัญญาว่าจะซื้อคืนหรือขายคืน โดยเปลี่ยนมาใช้ระบบการจับคู่คำสั่งซื้อขายอย่างต่อเนื่อง (Continuous Matching) และเผยแพร่ข้อมูลภาวะตลาดซื้อคืนในลักษณะ real-time แสดงการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในประเภทอายุต่าง ๆ	7 ต.ค.2539
- ให้สาขาธนาคารต่างประเทศทุกธนาคารนับรวมหุ้นกู้ พันธบัตร หรือตราสารแสดงสิทธิในหนี้ที่ออกโดยกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงินเป็นสินทรัพย์ที่ต้องดำรงไว้ในประเทศไทยตามมาตรา 6 แห่ง พรบ.การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 แก้ไขเพิ่มเติม โดย พรบ.การธนาคารพาณิชย์ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2522	6 ธ.ค.2539
- ปรับปรุงข้อกำหนดในการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุน	12 ธ.ค.2539

มาตรการ	วันที่มีผลบังคับใช้
<p>หลักทรัพย์ และบริษัทเครดิตฯ โดยให้เพิ่มหุ้นกู้ พันธบัตร หรือตราสารแสดงสิทธิใน หนี้ ที่กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ กำประกันต้นเงินและดอกเบี้ย ซึ่งปราศจากการผูกพัน และเงินให้กู้ยืมเพื่อเรียกแก้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ เป็นสินทรัพย์สภาพคล่อง</p>	

เป้าหมายการคลัง ตาม LO11 - LO18 โดยใช้นิยาม

ของ Government Finance Statistics

	ปีงบประมาณ 2541(ร้อยละของ GDP)						ปีงบประมาณ 2542(ร้อยละของ GDP)				ปีงบประมาณ 43
	LO11	LO12	LO13	LO14	LO15	ข้อมูลจริง	LO15	LO16	LO17	LO18	
รัฐบาลกลาง											
1. ดุลการคลังตามงบประมาณ (Treasury Account)	1.2	1.2	(1.0)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(0.5)	(1.4)	(2.0)		
2. รายจ่ายจากเงินกู้ต่างประเทศ	(0.5)	(0.5)	(0.9)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(1.6)	(2.0)		
3. รายการปรับปรุงอื่นๆ	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	-	-	-		
4. ดุลการคลังรัฐบาลกลางรวม (ระบบ GFS) (1+2+3)	1.0	1.0	(1.6)	(2.4)	(2.5)	(2.3)	(1.0)	(3.0)	(4.0)	(3.0)	
รัฐบาลท้องถิ่น											
5. ดุลรัฐบาลท้องถิ่น	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
รัฐวิสาหกิจ											
6. รายได้คงเหลือ (Retained income)	2.4	2.4	3.1	3.0	3.2	3.0	2.1	2.1	2.1		
7. รายจ่ายลงทุน	(2.4)	(2.4)	(3.5)	(3.5)	(3.7)	(3.6)	(4.2)	(4.4)	(4.4)		
8. ดุลรัฐวิสาหกิจ (6-7)	-	-	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.7)	(2.0)	(2.0)	(2.0)		
9. ดุลการคลังภาครัฐรวม (ระบบ GFS) (4+5+8)	1.0	1.0	(2.0)	(2.9)	(3.0)	(2.9)	(3.0)	(5.0)	(6.0)	(5.5)	(5.0)
GDP (ปีงบประมาณ)	5,598	5,598	5,130	5,025	4,910	4,802	5,124	4,987	4,987		

ที่มา : สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง

จดหมายแสดงเจตจำนง 8 ฉบับ กับ Washington Consensus

Elements of The Washington Consensus	South Korea	Taiwan	Thailand							
			LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5	LOI6	LOI7	LOI8
1. Fiscal discipline	Yes, generally	Yes	✓ (นโยบายการคลัง เกินดุลร้อยละ 1 ของ GDP)	✓ (นโยบายการคลัง เกินดุลร้อยละ 1 ของ GDP)	✗ (ดุลการคลัง รัฐบาลกลาง ขาดดุลร้อยละ 1.6 ของ GDP)	✗ (ดุลการคลัง รัฐบาลกลาง ขาดดุลร้อยละ 2.4 ของ GDP)	✗ ปีงบประมาณ 2541 ขาดดุล ร้อยละ 2.5 ของ GDP 2542 ขาดดุลร้อยละ 1 ของ GDP	✗ (ดุลการคลัง รัฐบาลกลาง ขาดดุลร้อยละ 3 ของ GDP)	✗ (ดุลการคลัง รัฐบาลกลาง ขาดดุลร้อยละ 4 ของ GDP)	✗ (ดุลการคลัง รัฐบาลกลาง ขาดดุลร้อยละ 3 ของ GDP)
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and in frastructure	Yes	Yes	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Elements of The Washington Consensus	South Korea	Taiwan	Thailand								
			LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5	LOI6	LOI7	LOI8	
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	Yes, generally	Yes	จะดำเนินการ หากมีการ ขาดดุลการคลัง	✓ เพิ่มอัตราภาษี นำเข้ารถยนต์ เบียร์ สุรา ยาสูบ และสินค้าฟุ่มเฟือย						✓ การลดภาษี มูลค่าเพิ่มจาก 10% เหลือ 7%	✓ การลดอัตรา ภาษีศุลกากร และปรับ โครงสร้างให้ เหมาะสม
4. Unified and competitive exchange rate	Yes (except for limited time periods)	Yes	✓ ปล่อยให้ปรับ ตัวตามภาวะตลาด และจำกัดการ แทรกแซง	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Elements of The Washington Consensus	South Korea	Taiwan	Thailand								
			LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5	LOI6	LOI7	LOI8	
5. Secure property rights	Start in 1961	Yes								✓ (เริ่มปรับปรุง พรบ.การเช่า อสังหาริมทรัพย์ ที่กำหนดให้ เป็น property rights)	✓
6. Deregulation	limited	limited	✗ กำหนดเพดาน อัตราดอกเบี้ย เงินฝาก ของ สถาบันการเงิน	✗ ตรึงอัตราดอกเบี้ย ไว้ในระดับสูง	✗ จะปรับอัตรา ดอกเบี้ยตาม แรงกดดัน ของอัตรา แลกเปลี่ยน	ปรับลดอัตรา ดอกเบี้ย และ จะขึ้นและใช้ นโยบาย เข้มงวดหาก จำเป็น	ให้ความสำคัญ กับการปรับลด อัตราดอกเบี้ย และมีการ กำหนดเพดาน ดอกเบี้ยเงินฝาก ชั่วคราว	ยังคงใช้นโยบาย อัตราดอกเบี้ย ที่ยืดหยุ่น	นโยบายอัตรา ดอกเบี้ยแบบ ยืดหยุ่น	ผ่อนคลาย นโยบายการเงิน ใช้นโยบายแบบ ขยายตัว	✓

Elements of The Washington Consensus	South Korea	Taiwan	Thailand								
			LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5	LOI6	LOI7	LOI8	
7. Trade liberalization	limited until 1980s	limited until 1980s	✓	ขึ้นภาษีนำเข้า สินค้าฟุ่มเฟือยและ ค่าธรรมเนียมพิเศษ เล็กน้อย ชั่วคราว	✓	✓	✓	✓	✓	✓	ลดอัตราภาษี ศุลกากรหลาย รายการ และ ปรับโครงสร้าง ให้เหมาะสม
8. Privatization	No Government established many public enterprises during 1950s และ 1960s	No Government established many public enterprises during 1950s and 1960s	กำหนดเป็น เป้าหมายระยะ ปานกลาง	วางแผนงาน เบื้องต้น	จะเร่งดำเนิน การแปรรูป	ขกร่างแผน ดำเนินงาน เป็นรูปธรรม	คณะรัฐมนตรี อนุมัติแผนแม่ บทฯ และ ดำเนินการแล้ว ในบางราย	คณะรัฐมนตรี อนุมัติพรบ. ทุนรัฐวิสาหกิจ	คณะรัฐมนตรี อนุมัติแผน แปรรูปในหลาย สาขารัฐสภา เป็นชอบ พรบ.	กำลังดำเนิน การแปรรูป	

Elements of The Washington Consensus	South Korea	Taiwan	Thailand							
			LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5	LOI6	LOI7	LOI8
9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)	DFI heavily restricted	DFI subject to government control			✓ จะเสนอแก้ไข กฎหมาย การถือครอง เงินตราและ ปรับปรุง กฎหมายว่า ด้วยการ ประกอบธุรกิจ ของคนต่าง ด้าว	✓ เสนอร่าง แก้ไข ประกาศคณะ ปฏิวัติฉบับที่ 281	✓ ปรับปรุง ประกาศ คณะปฏิวัติ 281 และพ้องคลา กฎเกณฑ์การถือ ครองและเช่า อสังหาริมทรัพย์	✓ ปรับปรุง กฎหมาย	✓ ปรับปรุง กฎหมาย	✓ วุฒิสภาเห็น ชอบร่าง กฎหมาย

Elements of The Washington Consensus	South Korea	Taiwan	Thailand							
			LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5	LOI6	LOI7	LOI8
10. Financial liberalization	limited until the 1990s	limited until the 1980s	✓ จะยกเลิกการ ควบคุมการกู้ยืม และให้กู้ยืม	✓ จะยกเลิกข้อจำกัด การซื้อขาย และ กู้ยืม การขาย ตราสารหนี้ และ หลักทรัพย์เงินบาท	✓ ยกเลิก มาตรการ แบ่งแยกตลาด เงินตราและ ให้ ซื้อขายได้ตาม ปกติ	✓	✓	✓	✓	✓

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 1 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 1
1. Fiscal discipline	<p>☆ การรักษาวินัยทางการคลังเพื่อช่วยลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และเพื่อรองรับรายจ่ายอันอาจเกิดขึ้นจากการฟื้นฟูภาคการเงิน โดยรัฐบาลจะปรับปรุงฐานะการคลังจากที่ขาดดุลร้อยละ 1.6 ของ GDP ในปีงบประมาณ 2540 เป็นเกินดุลร้อยละ 1 ของ GDP ในปีงบประมาณ 2541 เพื่อรองรับรายจ่ายด้านดอกเบี้ยที่อาจเกิดขึ้นจากการปรับโครงสร้างระบบการเงิน</p> <p>☆ มาตรการ</p> <ul style="list-style-type: none"> - ควบคุมรายจ่ายทางการคลัง โดยการตัดงบประมาณรายจ่าย การควบคุมอัตราเบิกจ่าย การควบคุมการใช้งบผูกพัน เป็นต้น - ปรับปรุงรายได้ให้เพิ่มขึ้น โดยการขึ้นอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มจากร้อยละ 7 เป็นร้อยละ 10 เมื่อ 16 สิงหาคม 2540
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ รัฐบาลจะดูแลรายได้ที่แท้จริงของคนจนในเมือง และลดความยากจนในระยะปานกลางลงด้วย มาตรการดังนี้</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) กำหนดเป้าหมายในการจัดหาบริการสังคมให้ชัดเจนแก่ผู้ที่ยากจนทั้งในเมืองและชนบท (2) ขยายการศึกษาภาคบังคับให้ถึงระดับมัธยม เพื่อเพิ่มพูนความรู้ให้แก่ผู้ใช้แรงงาน (3) ดูแลให้มีการจัดสรรงบประมาณรายจ่ายด้านสาธารณสุขและการศึกษาที่สำคัญ <p>☆ ในการจัดทำแผนด้านการคลัง ได้พยายามลดผลกระทบทางลบของการตัดรายจ่ายต่อการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ และการกระจายรายได้ของประชาชน โดยควบคุมให้มีการจัดสรรงบประมาณไปสู่ภาคเศรษฐกิจสำคัญอย่างเพียงพอ เช่น การศึกษา การสาธารณสุข และการลงทุนในโครงการพื้นฐานที่จำเป็นเท่านั้น</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 1
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	☆ จะมีการปฏิรูปโครงสร้างเพื่อเป็นการขยายฐานภาษีและปรับปรุงการจัดเก็บภาษี หากค่าใช้จ่ายในการปรับโครงสร้างภาคการเงินสูงกว่าที่คาดไว้ หรือมีการขาดดุลการคลัง
4. Unified and competitive exchange	☆ ในระยะสั้น นโยบายการเงินจะเน้นการสร้างเสถียรภาพในตลาดเงินตราต่างประเทศ โดยทางการจะปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนปรับตัวตามภาวะตลาด และจะจำกัดการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนเพียงเพื่อมิให้ความผันผวนมากเกินไปเท่านั้น
5. Secure property rights	☆ ยังอ่อนแอ
6. Deregulation	☆ การสร้างความเชื่อมั่นในระบบการเงินของประเทศ เพื่อป้องกันมิให้สถาบันการเงินดำเนินการที่เสี่ยงมากเกินไป ทางการจะกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เพดานการกู้ยืม ดูแลขยายสินเชื่อ และเพิ่มประสิทธิภาพการตรวจสอบดำเนินงานอย่างใกล้ชิด
7. Trade liberalizaitonal	☆ ทำไปแล้ว
8. Privatization	☆ มีเป้าหมายระยะปานกลางในโครงการร่วมทุนและการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในสาขาพลังงาน การขนส่ง และโทรคมนาคม และในปี 2541 มีแผนจะดำเนินการแปรรูปสายการบินแห่งชาติและเพิ่มบทบาทของเอกชนในสาขาไฟฟ้า โทรคมนาคม และก๊าซ โดยจะมีการปรับปรุงกฎระเบียบต่าง ๆ รวมถึงกฎหมายร่วมทุน
9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)	☆ ทำไปแล้ว

Elements of Washington Consensus	LOI 1
10. Financial liberalization	<p>☆ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะลดการระดมเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าในรูปแบบ Swap และ Forward (off shore) อย่างชัดเจนในปีหน้า ส่วนการดำเนินธุรกรรม Swap ในประเทศ (onshore) ยังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเป็นแหล่งเงินกู้บาทที่สำคัญ สำหรับธนาคารพาณิชย์ทั้งในและต่างประเทศจนกว่า เครื่องมือเพื่อแทรกแซงทางการเงินอื่น ๆ จะมีมากขึ้น</p> <p>☆ เพื่อสนับสนุนการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศให้เป็นไปตามปกติ ทางการตั้งใจจะยกเลิกการควบคุมการกู้ยืมและให้กู้ยืมเงินบาทของชาวต่างชาติ และการขายตราสารหนี้และหุ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งเงินบาท เมื่อค่าเงินบาทมีเสถียรภาพมากขึ้น</p>

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 2 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 2
1. Fiscal discipline	<p>☆ ตั้งใจที่จะรักษาการเกินดุลฐานะการคลังภาครัฐบาลตามที่ตกลงไว้เดิมคือ ร้อยละ 1 ของ GDP ในปี 2540/41 เพื่อให้มั่นใจว่าจะมีรายได้เพียงพอที่จะรองรับการใช้จ่ายในการปรับโครงสร้างภาคการเงิน โดยมีมาตรการตัดลดวงเงินรายจ่ายงบประมาณ และเพิ่มรายได้โดยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าฟุ่มเฟือย และค่าธรรมเนียมพิเศษเล็กน้อยเป็นการชั่วคราว</p>
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ ทิศทางการยืนยันที่จะรักษาฐานะการเงินของภาครัฐวิสาหกิจให้สมดุล ได้มีการทบทวนโครงการลงทุนของรัฐวิสาหกิจ และตัดรายจ่ายลงทุนที่มีความสำคัญในระดับต่ำลง โครงการลงทุนที่ถูกตัดงบประมาณมาก ได้แก่ โครงการสาธารณูปโภคและสาธารณูปการ อาทิ ไฟฟ้า ประปา และโทรศัพท์</p> <p>☆ ทิศทางการมุ่งเน้นที่จะเร่งดำเนินการลดผลกระทบด้านสังคม คาดว่าธนาคารพัฒนาเอเชียจะให้การสนับสนุน และด้วยความช่วยเหลือจากธนาคารโลก ทิศทางการจะสามารถขยายการให้บริการทางสังคมได้เพิ่มขึ้น โดยคาดว่าจะเริ่มดำเนินการได้ในปีที่ 2 ของแผนฟื้นฟูฯ</p>
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	<p>☆ เพื่อขยายฐานภาษีและเพิ่มรายได้ภาษี ได้ปรับเพิ่มอัตราภาษีหลายประเภท เช่น ภาษีเบียร์ สุรา ยาสูบ ภาษีนำเข้ารถยนต์ และสินค้าฟุ่มเฟือย ภาษียานยนต์และอื่น ๆ</p>
4. Unified and competitive exchange	<p>☆ นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว</p>
5. Secure property rights	<p>☆ ยังอ่อนแอ</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 2
6. Deregulation	<p>☆ ทางการจะรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภทระยะเวลาข้ามคืนให้อยู่ในช่วงอัตราร้อยละ 15-20 ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2540 ถึงมีนาคม 2541 และอาจดูแลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอยู่สูงกว่าช่วงที่กำหนด หากมีความจำเป็นโดยเฉพาะในช่วงที่สถานการณ์ในตลาดเงินตราต่างประเทศเกิดความไม่แน่นอน เพื่อช่วยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพ (นโยบายดอกเบี้ยในลักษณะยึดหยุ่น) (นโยบายการเงินเข้มงวด)</p>
7. Trade liberalization	<p>☆ การขึ้นภาษีสินค้านำเข้าฟุ่มเฟือย และค่าธรรมเนียมพิเศษเล็กน้อยเป็นการชั่วคราว ซึ่งสอดคล้องกับพันธผูกพันที่มีต่อ WTO และตกลงจะยกเลิกการขึ้นค่าธรรมเนียมนำเข้าดังกล่าวไม่เกินปลายปี 2542</p>
8. Privatization	<p>☆ ทางการได้ดำเนินการวางแผนงานเบื้องต้นในการเพิ่มบทบาทของภาคเอกชนในสาขาพลังงาน สาธารณูปโภค การสื่อสาร และการขนส่ง</p> <p>☆ รัฐวิสาหกิจที่ได้ดำเนินการแปรรูปเป็นบริษัทจำกัดแล้ว แต่รัฐบาลยังเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่อยู่ จะถูกแปรรูปก่อนรัฐวิสาหกิจอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งทางการจะลดสัดส่วนการถือหุ้นในสายการบินแห่งชาติ (ปัจจุบันร้อยละ 93) และบริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (ปัจจุบันร้อยละ 80) ให้เหลือต่ำกว่าร้อยละ 50 ภายในกลางปี 2541 ถ้าภาวะตลาดเอื้ออำนวย</p> <p>☆ คาดว่าจะสามารถเสนอให้รัฐสภาพิจารณา กฎหมายที่จำเป็นในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ยังไม่ได้แปรรูปเป็นบริษัทจำกัด ภายในมิถุนายน 2541</p>
9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)	<p>☆ การเปิดเสรีให้ต่างชาติเข้ามาลงทุนในสถาบันการเงินได้ โดยทางการได้ประกาศให้ต่างชาติเข้าถือหุ้นข้างมากในสถาบันการเงินไทยได้เป็นเวลา 10 ปี โดยหลังจาก 10 ปีแล้ว ผู้ถือหุ้นจะไม่ถูกบังคับให้ขายหุ้นที่มีอยู่ แต่จะไม่สามารถซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้ トラบเท่าที่สัดส่วนการถือหุ้นยังเกินกว่าร้อยละ 49 ช่วยให้การปฏิรูปสถาบันการเงินประสบผลสำเร็จ</p>
10. Financial liberalization	<p>☆ ทางการมีความตั้งใจที่จะยกเลิกข้อจำกัดในการซื้อขาย และกู้ยืมเงินบาทโดยชาวต่างประเทศ ตลอดจนข้อจำกัดในการขายตราสารหนี้ และหลักทรัพย์เงินบาท</p>

จดหมายเหตุเจตจำนงฉบับที่ 3 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 3
1. Fiscal discipline	<p>☆ ฐานะการคลังของรัฐบาลกลาง <i>ขาดดุลร้อยละ 2 ของ GDP</i> เทียบกับเกินดุลร้อยละ 1 ในแผนฟื้นฟูฯ เดิม แต่ยังไม่มีความจำเป็นที่จะดำเนินการชดเชยการขาดดุลการคลังทั้งจำนวน การดำเนินมาตรการการคลังเพิ่มเติมเพื่อเร่งการปรับตัวดังกล่าว อาจซ้ำเติมภาวะเศรษฐกิจถดถอย และทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจช้ากว่าที่ควร ทางทางอาจจะดำเนินการมาตรการเพิ่มเติมเพื่อแสดงความมุ่งมั่นในการรักษาวินัยของการคลังซึ่งเพิ่มรายได้ให้เข้ารัฐ เพื่อนำไปใช้ในโครงการบรรเทาผลกระทบต่อสังคม และส่งผลให้ฐานะการคลังกลับมาเกินดุลเล็กน้อย เมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว</p>
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ การตัดโครงการลงทุนที่มีความสำคัญต่ำ และเพิ่มค่าใช้จ่ายในโครงการบรรเทาผลกระทบของวิกฤตการณ์เศรษฐกิจต่อสังคม เช่น</p> <ul style="list-style-type: none"> - ปรับปรุงและเพิ่มเงินอุดหนุนสำหรับการประกันสุขภาพ ภายใต้โครงการงานสวัสดิการประชาชน ด้านการรักษาพยาบาลสำหรับผู้มีรายได้น้อย และผู้ที่สังคมควรช่วยเหลือ โครงการประกันสุขภาพด้วยความสมัครใจ การบริการสาธารณสุขขององค์กรพัฒนาเอกชน - เพิ่มทุนการศึกษาและเงินกู้เพื่อการศึกษา - จัดสรรงบประมาณเพิ่มสำหรับโครงการสาธารณสุขเพื่อผู้มีรายได้น้อย และส่งเจ้าหน้าที่สาธารณสุขออกสู่พื้นที่ชนบท <p align="center">ฯลฯ</p>
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	<p>☆ ยังไม่ปฏิรูปอย่างจริงจัง</p>
4. Unified and competitive exchange	<p>☆ สร้างเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 3
5. Secure property rights	☆ ย้งอ่อนแอ
6. Deregulation	<p>☆ ทางกาที่ตั้งใจที่จะเพิ่มความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน โดย</p> <ul style="list-style-type: none"> - เมื่อมีแรงกดดันด้านอัตราแลกเปลี่ยน → ทางกาจะปรับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนขึ้น - เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนมีเสถียรภาพและเคลื่อนไหวในช่วงเหมาะสม → ทางกาจะปรับอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนลง <p>(ไม่กำหนดช่วงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรประเภทข้ามคืน สำหรับในช่วงเดือนต่อ ๆ ไป)</p>
7. Trade liberalization	☆ ทำไปมากแล้ว
8. Privatization	<p>☆ ทางกามีความตั้งใจที่จะเร่งแปรรูปรัฐวิสาหกิจ โดยภายใน 30 มกราคม 2541 และด้วยความช่วยเหลือจากธนาคารโลก ทางกาจะจัดตั้งสำนักงานเลขานุการการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ เสนอการปฏิรูปกฎหมาย (รวมถึงร่าง พรบ.ทุนรัฐวิสาหกิจ) และพัฒนากรอบกฎหมาย (โดยเฉพาะเกี่ยวกับสาธารณูปโภค)</p> <p>☆ โครงการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในระยะสั้น ประกอบด้วยมาตรการสำคัญดังนี้</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. ด้านการขนส่ง ทางกาตั้งใจที่จะแปรรูปบริษัทการบินไทย จำกัด ในปี 2541 2. ด้านพลังงาน ทางกาจะเร่งแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และส่งเสริมการแข่งขัน โดยส่งเสริมให้เอกชนอิสระผลิตกระแสไฟฟ้า เพื่อให้มีการแข่งขัน 3. ด้านน้ำมัน มีแผนจะขายหุ้นในบริษัทบางจากปิโตรเลียม และขายหุ้นบางส่วนในบริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) โดยมีเป้าหมายที่จะแปรรูปการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทยภายในสิ้น ปี 2542

Elements of Washington Consensus	LOI 3
<p>9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)</p>	<p>4. ด้านการสื่อสาร จะแก้ไข พรบ.องค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2497 และ พรบ.การสื่อสารแห่งประเทศไทย พ.ศ. 2519 ภายใน 2541 เพื่อเตรียมมาแปรรูปเป็นบริษัทจำกัด และแปรรูปรัฐวิสาหกิจภายในสิ้นปี 2542</p> <p>☆ ท่างการจะเสนอแก้กฎหมายเพื่ออนุญาตให้มีการถือครองเงินตราอย่างเสรีขึ้น เพื่อส่งเสริมการลงทุนจากต่างประเทศ และการไหลเข้าของเงินทุน</p> <p>☆ ปรับปรุงกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว</p>
<p>10. Financial liberalization</p>	<p>☆ ธนาคารแห่งประเทศไทยมีการลดการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน โดยได้ประกาศยกเลิกมาตรการแบ่งแยกตลาดเงินตราต่างประเทศ และให้สถาบันการเงินสามารถซื้อขายเงินตราต่างประเทศในทันทีกับผู้มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศได้ตามปกติ ตั้งแต่วันที่ 30 มกราคม 2541 เป็นต้นไป</p>

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 4 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 4
1. Fiscal discipline	<p>☆ เป้าหมายฐานะการคลังภาครัฐโดยรวมในปีงบประมาณ 2540/41</p> <p>คือ ขาดดุลงบประมาณ 3 ของ GDP จะช่วยชดเชยสภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ</p> <p>☆ ทางการเห็นควรที่จะเร่งการใช้จ่ายในโครงการบรรเทาผลกระทบต่อสังคมให้เร็วกว่าเดิม เพื่อบรรเทาภาระของผู้ถูกเลิกจ้าง โดยใช้เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ</p>
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ เสริมสร้างศักยภาพของโครงการบรรเทาผลกระทบทางสังคม</p> <p>☆ เพิ่มโครงการสาธารณูปโภคที่มีเป้าหมายชัดเจน โดยการจัดสรรงบประมาณสำหรับปี 2540/41 เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.5 ของ GDP เพื่อดำเนินงานภายใต้โครงการนี้</p> <p>☆ ขยายขอบเขตและเสริมสร้างตามแผนงานรองรับด้านสังคม ทั้งด้านการจ้างงาน การศึกษา การฝึกอบรม การสาธารณสุข ฯลฯ โดยได้รับเงินสนับสนุนจากธนาคารโลก</p>
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	<p>☆ ยังไม่ปฏิรูปอย่างจริงจัง</p>
4. Unified and competitive exchange	<p>☆ รักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเป็นวัตถุประสงค์หลักของนโยบายการเงิน</p>
5. Secure property rights	<p>☆ ยังอ่อนแอ</p>
6. Deregulation	<p>☆ ทางการปรับลดอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนประเภท 1 วัน ให้ตอบสนองความต้องการสภาพคล่องของภาคเอกชนได้ดีขึ้น และหากมีแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น ทางการจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยและดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดตามความจำเป็น</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 4
7. Trade liberalization	☆ ทำไปมากแล้ว
8. Privatization	☆ มีการยกร่างแผนดำเนินงานเป็นรูปธรรมสำหรับโครงการปรับโครงสร้างและการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ตามที่ได้เสนอในบันทึกนโยบายเศรษฐกิจ เมื่อเดือนกุมภาพันธ์
9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)	☆ เปิดเสรีและลดข้อจำกัดการลงทุนจากต่างประเทศในภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ เพื่อเพิ่มแหล่งเงินทุน สำหรับกระบวนการปรับโครงสร้างนี้ของภาคเอกชน โดยรัฐบาลเสนอร่างแก้ไขประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ว่าด้วยการกำหนดหลักเกณฑ์การประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว และกฎหมายอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเข้าสู่การพิจารณาของรัฐสภา ในช่วงครึ่งหลังของปี
10. Financial liberalization	☆ ทำไปมากแล้ว

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 5 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 5
<p>1. Fiscal discipline</p>	<p>☆ นโยบายขาดดุลการคลัง <i>เป้าหมายขาดดุลร้อยละ 3</i> ของ GDP เพื่อชดเชยสถานะถดถอยทางเศรษฐกิจที่เกิดจากการหดตัวของอุปสงค์ในประเทศ เน้นการสนับสนุนการใช้จ่ายในประเทศ โดยพิจารณาเพิ่มรายจ่ายของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจอย่างระมัดระวัง เพื่อให้เกิดประโยชน์ต่อภาคเศรษฐกิจจริงและบรรเทาผลกระทบทางสังคมให้มากที่สุด</p>
<p>2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure</p>	<p>☆ การเร่งการใช้จ่ายในโครงการลงทุนของรัฐวิสาหกิจที่ได้ปรับปรุงใหม่เป็นโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐาน ที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อแก้ไขข้อจำกัดต่างๆ และสนับสนุนการจ้างงานทั้งในเมืองและชนบท</p> <p>☆ จากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ รัฐบาลได้ปรับเป้าหมายแผนรองรับผลกระทบด้านสังคม โดยมีแผนงานที่ได้รับการจัดสรรงบประมาณปี 2541/42 คือ</p> <p>แผนงานหลัก - ขยายวงเงินโครงการกู้เพื่อการศึกษา</p> <ul style="list-style-type: none"> - คงไว้ชื่อโครงการภาครัฐที่ก่อให้เกิดการจ้างงาน <p>เช่น โครงสร้างพื้นฐาน</p> <ul style="list-style-type: none"> - ขยายความช่วยเหลือรักษาพยาบาลแบบให้เปล่า และปรับปรุงบริการด้านสาธารณสุขในชนบทให้ครอบคลุมผู้รับบริการเพิ่มขึ้น - ขยายโครงการสินเชื่อรายย่อยให้แก่ผู้ว่างงานที่ประสงค์จะประกอบกิจการของตนเอง <p>แผนงานรอง - ปรับปรุงขยายโครงการลงทุนของรัฐวิสาหกิจ โดยเน้นโครงการทางด้านโครงสร้างพื้นฐานทั้งในเขตชนบทและเมือง</p> <ul style="list-style-type: none"> - ขยายเวลาการรับสิทธิประโยชน์ด้านการรักษาพยาบาลทุพพลภาพ ตาย และการคลอดบุตร ให้แก่คนว่างงาน ซึ่งเป็นผู้ประกันตนในกองทุนประกันสังคม - พรบ.คุ้มครองแรงงานฉบับใหม่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 19 สิงหาคม ซึ่งกำหนดให้นายจ้างจ่ายเงินชดเชยการจ้างแก่ลูกจ้างที่ทำงานมานาน (มากกว่า 6 ปีขึ้นไป) และมีกองทุนสงเคราะห์ลูกจ้าง เพื่อช่วยผู้

Elements of Washington Consensus	LOI 5
<p>3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate</p> <p>4. Unified and competitive exchange rates</p> <p>5. Secure property rights</p> <p>6. Deregulation</p> <p>7. Trade liberalization</p> <p>8. Privatization</p>	<p>ถูกเลิกจ้าง ซึ่งนายจ้างเดิมถูกประกาศล้มละลาย และไม่สามารถจ่ายค่าชดเชยเลิกจ้างได้</p> <p>- เร่งการเบิกจ่ายภายใต้โครงการลงทุนทางด้านสังคมในโครงการฝึกอบรมแรงงาน โครงการสร้างงานขนาดเล็กในชนบท ให้ทุนการศึกษาในระดับประถมศึกษาและมัธยมศึกษา ขยายการบริการด้านสาธารณสุขสำหรับผู้ที่ไม่ได้รับการคุ้มครองโดยกองทุนประกันสังคม</p> <p>- การจัดตั้งระบบบำนาญกรณีชราภาพ</p> <p>☆ ยังไม่ปฏิรูปอย่างจริงจัง</p> <p>☆ มุ่งรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว</p> <p>☆ ยังอ่อนแอ</p> <p>☆ ทางการจะยังคงรักษา กรอบนโยบายอัตราดอกเบี้ยแบบยึดหยุ่นไว้ และทางการจะให้ความสำคัญมากขึ้นกับการเพิ่มสภาพคล่อง และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากในธนาคาร โดยเห็นว่ามีความจำเป็น ต้องมีการกำหนดเพดานสำหรับดอกเบี้ยเงินฝากเป็นการชั่วคราว</p> <p>☆ ทำไปมากแล้ว</p> <p>☆ มีมาตรการการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ดังนี้</p> <p>1. จัดตั้งสำนักงานรัฐวิสาหกิจและหลักทรัพย์ของรัฐในกระทรวงการคลัง เพื่อทำหน้าที่ประสานงานและสนับสนุนงานแปรรูป งานเพิ่มบทบาทภาคเอกชนในสาธารณูปโภคและสาธารณูปการ และกำกับดูแลรัฐวิสาหกิจ</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 5
<p>9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)</p>	<p>2. ปรับปรุงโครงสร้างคณะกรรมการตาม พรบ.ทุน และคณะกรรมการกำกับนโยบายด้านรัฐวิสาหกิจ เพื่อให้มีขบวนการพิจารณาอนุมัติแผนงานแปรรูปอย่างมีประสิทธิภาพ</p> <p>3. ครม.อนุมัติแผนแม่บทการปรับโครงสร้างภาครัฐวิสาหกิจ โดยกำหนดกลยุทธ์การดำเนินงาน หลักการขององค์กรกำกับดูแล และแผนงานในการลดสัดส่วนการเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจ</p> <p>4. การปรับปรุงกฎหมายเพื่อให้สามารถดำเนินการแปรรูปได้ เช่น พรบ.ทุนให้อำนาจในการแปลงทุนเป็นหุ้น และแปลงรัฐวิสาหกิจเป็นบริษัทจำกัด การแก้ไข พรบ.การเดินอากาศ พ.ศ. 2479 เพื่อให้สามารถขายหุ้นส่วนใหญ่ในบริษัท การบินไทยจำกัด (มหาชน) ให้กับนักลงทุนไทยและต่างชาติ ฯลฯ</p> <p>5. กำหนดตารางเวลาในการจัดทำกรอบการกำกับดูแลผู้ประกอบการภาคเอกชน การแปลงรัฐวิสาหกิจเป็นบริษัทจำกัด และการแปรรูปรัฐวิสาหกิจบางแห่ง และข้อเสนอกลยุทธ์การแปรรูปรัฐวิสาหกิจแต่ละแห่ง</p> <p>6. การแปรรูปรัฐวิสาหกิจรายแห่ง ที่ดำเนินการแล้ว เช่น</p> <ul style="list-style-type: none"> - สาขาพลังงาน :- การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทยขายหุ้นบริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) <li style="padding-left: 40px;">:- การปิโตรเลียมแห่งประเทศไทยขายหุ้นบริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) - สาขาอื่น ๆ :- ครม.อนุมัติการขาย/ยุบเลิกองค์การทอผ้า องค์การเบตเตอร์ องค์การส่งเสริมอาหารสำเร็จรูป และองค์การส่งเสริมอุตสาหกรรมห้องเย็น <p>☆ ทิศทางการสนับสนุนการไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ โดย</p> <p>1. การอนุญาตให้ชาวต่างชาติดำเนินธุรกิจ โดยปรับปรุงประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 281 ว่าด้วยการกำหนดหลักเกณฑ์ประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว เป็น พรบ.การประกอบธุรกิจของคนต่างด้าวที่มีความเปิดกว้างและทันสมัยมากกว่าเดิม เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพิ่มความโปร่งใส</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 5
10. Financial liberalization	<p>ในเงื่อนไขการห้ามประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ และเพื่อให้สอดคล้องกับข้อตกลงระหว่างประเทศ</p> <p>2. การผ่อนคลายกฎเกณฑ์ในการถือครองและเช่าอสังหาริมทรัพย์ของชาวต่างชาติ โดย แก้ไข พรบ.ที่ดิน พรบ.อาคารชุด และบทบัญญัติการเช่า ภายใต้กฎหมายแห่งและพาณิชย์</p> <p>☆ ทำไปมากแล้ว</p>

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 6 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 6
1. Fiscal discipline	<p>☆ ปรับนโยบายการคลังให้กระตุ้น<i>การใช้จ่ายในประเทศให้มากขึ้น</i> โดยมีเป้าหมาย<i>เพิ่มการขาดดุลภาครัฐ</i> ในปีงบประมาณ 2541/42 เป็นร้อยละ 3 ของ GDP เนื่องจากการชะลอตัวอย่างต่อเนื่องของภาคต่างประเทศและการใช้จ่ายของภาคเอกชนในประเทศ โดยเพิ่มรายจ่ายจริง และเพิ่มรายจ่ายด้านการบรรเทาผลกระทบต่อสังคม การลงทุนในโครงการขั้นพื้นฐาน การลงทุนของรัฐวิสาหกิจ และเร่งดำเนินการต่าง ๆ ของรัฐ โดยใช้<i>เงินกู้จากต่างประเทศ</i>เพื่อการดังกล่าว</p>
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ ดำเนินมาตรการเพิ่มเติมเพื่อบรรเทาผลกระทบทางสังคม โดยผ่านโครงการ<i>ใช้จ่ายที่ได้วางแผนและตั้งเป้าหมายไว้</i>อย่างระมัดระวัง และหลีกเลี่ยงการอุดหนุนการจ้างงาน โดยไม่มีการปรับปรุงกฎหมายเกี่ยวกับการทำงาน ซึ่งจะมีผลบิดเบือนตลาดแรงงาน มีมาตรการ เช่น</p> <ul style="list-style-type: none"> - การขยายโครงการลงทุนสาธารณสุขปโภคพื้นฐานในชนบท - การจัดสรรงบประมาณให้แก่โครงการ<i>เงินกู้ยืมเพื่อการศึกษา</i>ในระดับมัธยมศึกษาเพิ่มขึ้น (ได้รับเงินสนับสนุนจากธนาคารพัฒนาเอเชีย) และขยายโครงการอาหารกลางวัน
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	<p>☆ ยังไม่ปฏิรูปอย่างจริงจัง</p>
4. Unified and competitive exchange rates	<p>☆ นโยบายการเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ภายใต้ระบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว</p>
5. Secure property rights	<p>☆ ยังอ่อนแอ</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 6
6. Deregulation	<p>☆ ทางการยังคงยืนยันที่จะดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยที่ยืดหยุ่นเพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินอยู่ที่ร้อยละ 4-6 ต่อปี</p>
7. Trade liberalization	<p>☆ มาตรการในการเปิดตลาดหรือแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้มีการแข่งขันเพิ่มขึ้นเป็นไปตามหลักการค้าเสรีที่ทางการยึดมั่น และสอดคล้องกับพันธกรณีภายใต้องค์การการค้าโลก (WTO) และเขตการค้าเสรีอาเซียน</p>
8. Privatization	<p>☆ แผนการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจของรัฐบาลมีความคืบหน้า โดยได้กำหนดขั้นตอนสำคัญๆ ไว้ในแผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจ และที่สำคัญที่สุดคือ การพิจารณาปรับปรุงระเบียบกฎหมายเพื่อกำกับให้มีการแข่งขันเพิ่มขึ้นในภาคสำคัญๆ เช่น โทรคมนาคม และพลังงาน</p> <p>☆ คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติ พรบ.ทุนรัฐวิสาหกิจ และรัฐบาลกำลังดำเนินการติดตามให้ออกเป็นกฎหมาย</p>
9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)	<p>☆ รัฐบาลยังคงยึดมั่นในการดำเนินมาตรการปรับปรุงกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว ซึ่งรวมถึงกฎหมายที่เกี่ยวข้องเพื่อผ่อนปรนข้อจำกัดในการถือครองกรรมสิทธิ์ที่ดิน และสิ่งปลูกสร้างของชาวต่างประเทศ</p>
10. Financial liberalization	<p>☆ ทำไปมากแล้ว</p>

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 7 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 7
1. Fiscal discipline	<p>☆ เร่งดำเนินการลดภาษีและดำเนินการลดภาษี เพื่อกระตุ้นการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจ โดยมีเป้าหมายการขาดดุลของรัฐบาลกลางเพิ่มเป็นร้อยละ 4 ของ GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จากมาตรการรายจ่ายเพิ่มเติมตามโครงการมิยาซาวา การดำเนินการดังกล่าวใช้เงินกู้จากต่างประเทศ โดย</p> <ul style="list-style-type: none"> - เร่งดำเนินการลดภาษีและเพิ่มเสริมสร้างความแข็งแกร่งของโครงการบรรเทาผลกระทบทางสังคม และเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายภายในประเทศ - มาตรการลดภาษี เพื่อช่วยเพิ่มอุปสงค์ของบริโภคและภาคธุรกิจ
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ มาตรการบรรเทาผลกระทบทางสังคม ได้ขยายขอบข่ายการช่วยเหลือให้กว้างขึ้น ครอบคลุมการช่วยเหลือด้านประกันสังคมทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน การจ้างงานชั่วคราวทั้งในระดับแรงงานที่มีฝีมือและไม่มีฝีมือ ตลอดจนการเพิ่มเงินทุนสำหรับโครงการจัดหาแหล่งน้ำและชลประทาน</p>
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	<p>☆ มีการปรับลดอัตราภาษีในวันที่ 30 มีนาคม 2542 โดย การลดภาษีมูลค่าเพิ่มจาก 10% ลงเหลือ 7%</p>
4. Unified and competitive exchange rates	<p>☆ อัตราแลกเปลี่ยนที่มีเสถียรภาพภายใต้กรอบการดำเนินงานแบบกลไกตลาด</p>
5. Secure property rights	<p>☆ ทางกรริเริ่มปรับปรุง พรบ.การเช่าอสังหาริมทรัพย์ที่กำหนดให้เป็นทรัพย์สินสิทธิ</p>
6. Deregulation	<p>☆ ทางกรมุ่งมั่นในการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่ยืดหยุ่น ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลงสู่ระดับต่ำกว่าช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 7
<p>7. Trade liberalization</p> <p>8. Privatization</p> <p>9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)</p> <p>10. Financial liberalization</p>	<p>☆ ทำไปมากแล้ว</p> <p>☆ หลังจากคณะรัฐมนตรีได้ให้ความเห็นชอบแผนแม่บทการแปรรูปรัฐวิสาหกิจเมื่อเดือนกันยายน 2541 แผนการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจหลายสาขาได้รับการอนุมัติแล้ว ได้แก่ สาขาพลังงาน</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) การให้เอกชนเข้าร่วมทุนในโรงไฟฟ้าราชบุรี ภายในสิ้นปี 2542 2) การกระจายหุ้นในส่วนของรัฐบาลถืออยู่ของบริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) ซึ่งจะเริ่มประมาณกลางปี 2542 3) การปรับปรุงโครงสร้างอุตสาหกรรมก๊าซธรรมชาติ <p>สาขาคมนาคม</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) มีการเตรียมการจัดทำหนังสือชี้ชวนเพื่อขายประมูลหุ้นของบริษัทการบินไทย จำกัด (มหาชน) ในกลางปี 2542 2) มีการคัดเลือกที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อแปลงการทำอากาศยานแห่งประเทศไทยเป็นบริษัทจำกัด <p>การประปา</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) มีการศึกษาถึงการกำหนดกรอบระเบียบข้อบังคับและโครงสร้างค่าธรรมเนียมการใช้น้ำประปา เพื่อเพิ่มบทบาทภาคเอกชนในการประปานครหลวง การประปาภูมิภาค และองค์การจัดการน้ำเสีย <p>☆ รัฐสภาเห็นชอบใน พรบ.ทุนรัฐวิสาหกิจ ซึ่งเอื้ออำนวยต่อการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ</p> <p>☆ การเปิดเสรีการลงทุนทั้งในประเทศและจากต่างประเทศในภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ รวมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับผลกระทบรุนแรงจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ</p> <p>ทางการได้ริเริ่มปรับปรุงกฎหมาย ดังต่อไปนี้</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) พรบ.การประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว 2) พรบ.แก้ไขเพิ่มเติมประมวลกฎหมายที่ดิน 3) พรบ.การเช่าอสังหาริมทรัพย์ที่กำหนดให้เป็นทรัพย์สิน 4) พรบ.อาคารชุด (ได้รับความเห็นชอบแล้ว) <p>☆ ทำไปมากแล้ว</p>

จดหมายแสดงเจตจำนงฉบับที่ 8 กับ Washington Consensus

Elements of Washington Consensus	LOI 8
1. Fiscal discipline	<p>☆ ยังคงดำเนินนโยบายงบประมาณขาดดุลปีงบประมาณ 2543 เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยกำหนดเป้าหมายฐานะการคลังของภาครัฐโดยรวมให้ขาดดุลร้อยละ 5 ของ GDP</p> <p>☆ หากการเบิกจ่ายงบประมาณเป็นไปตามเป้าหมาย แต่รายได้ของรัฐบาลเพิ่มขึ้นเนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ รายได้ในส่วนที่เพิ่มจะเก็บไว้เพื่อลดการขาดดุล ช่วยสร้างความแข็งแกร่งของฐานะการคลังได้ก่อนกำหนดที่วางไว้ในระยะปานกลาง</p>
2. Redirection of public expenditure priorities toward health, education and infrastructure	<p>☆ ดำเนินมาตรการการกระจายเพื่อบรรเทาผลกระทบทางสังคมอย่างต่อเนื่อง</p>
3. Tax reform, including the broadening of the tax base and cutting marginal tax rate	<p>☆ การลดอัตราภาษีศุลกากรหลายรายการและการปรับโครงสร้างอัตราภาษีศุลกากรให้เหมาะสม และสอดคล้องกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค</p>
4. Unified and competitive exchange rates	<p>☆ การรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ภายใต้การดำเนินงานของกลไกตลาด</p>
5. Secure property rights	<p>☆ ยังอ่อนแอ</p>
6. Deregulation	<p>☆ รัฐบาลผ่อนคลายนโยบายการเงิน โดยดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวจนทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 10 ปี และโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยโดยรวมได้ปรับลดลง โดยกลไกตลาดจะยังคงเป็นตัวกำหนดแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากต่อไป</p>

Elements of Washington Consensus	LOI 8
7. Trade liberalization	<ul style="list-style-type: none"> ☆ การลดอัตราภาษีศุลกากรหลายรายการในเดือนสิงหาคม 2542 มีจุดมุ่งหมายเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตในระยะปานกลาง ☆ อัตราภาษีเกือบทุกรายที่ถูกปรับเพิ่มในช่วงแรกของโครงการเงินกู้ฯ จะถูปรับลดลง และรายการอื่นๆ จะถูกปรับลงภายในสิ้นปี ☆ รัฐบาลจะดำเนินการปรับโครงสร้างอัตราภาษีศุลกากรให้เหมาะสม ซึ่งรวมถึงการปรับลดอัตราภาษีศุลกากรอย่างมากเพื่อสอดคล้องกับข้อผูกพันภายใต้เขตการค้าเสรีอาเซียน (AFTA) และปรับให้สอดคล้องกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคในระยะปานกลาง
8. Privatization	<ul style="list-style-type: none"> ☆ กำลังทำอย่างจริงจัง
9. Elimination of barriers to direct foreign investment (DFI)	<ul style="list-style-type: none"> ☆ วุฒิสภาผ่านความเห็นชอบในร่างกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเสรีการลงทุนจากต่างประเทศ และอยู่ระหว่างการพิจารณาประเด็นที่วุฒิสภาแก้ไข
10. Financial liberalization	<ul style="list-style-type: none"> ☆ ดำเนินการอย่างต่อเนื่อง

Annex A

Hypothesized Sequences

The literature contains numerous examples of sequences of policy reforms which various authors suggest that developing countries must follow to ensure that the order of economic reform is “right”, “correct”, or “optimal”. This annex summaries four author’s views of what the sequences should be.

a. R. McKinnon *The Order of Economic Liberalization Financial Control in the Transition to a Market Economy* (1991)

While McKinnon’s book deals with economies in transition, its theme could be broadly applied to African countries as well. Many of these economies are in transition from systems based on pervasive State control and intervention to more market-oriented economies.

McKinnon’s introductory chapter is an excellent summary of how he sees the order in which reform has to be undertaken. He makes the following points:

- “fiscal control should precede financial liberalization” (p. 4).
- successful reform requires revenue reform.
- “Until a full-fledged internal revenue service for collecting taxes from the private sector is put in place, many industrial assets and most natural resources must remain government-owned as revenue sources for the public treasury.” (p. 5).
- “Second in the order of liberalization is the opening of the domestic capital market so that depositors receive, and borrowers pay, substantial real (inflation-adjusted) interest rates.” (p. 6).

- this second step should be done only after the fiscal system is under control.

Moreover, the pace of financial liberalization has to be geared to the success achieved in stabilising the economy.

- the government has to move vigorously to “harden the system of money and credit” (p.6), especially on the “deposit side” (p. 7).

- the “credit side” of the banking sector should only be decentralised “cautiously” and the flow of credit is circumscribed “for many years”.

- the government must “move quickly” to establish a system of commercial law and enforceable contracts (p. 7).

- “After the *successful) liberalization of domestic trade and finance, there is an appropriate pace for the liberalization of the foreign exchanges. In the balance of international payments, transacting on current account is best liberalized much faster than international capital flows...” (pp. 7-8).

- the unification of the exchange rate “...should precede the elimination of centralised controls over who can export and who can import” (p. 8).

- trade liberalization is achieved by shifting from quantitative restrictions to tariffs and the deliberate reduction in the cascading of implicit tariffs (pp. 8-9).

- “Free foreign exchange convertibility on capital account is normally the *last* stage in the optimal order of economic liberalization” (p. 10. Emphasis in original).

b. L. Smith and N. Spooner “The Sequencing of Structural Adjustment Policy Instruments in the Agricultural Sector” (1990).

This paper develops a number of rules for sequencing. Page 6 states that stabilisation has to precede supply-side measures. This, however, is qualified on page 8 when the authors note that “certain structural policies” are essential to stabilisation. They cite a long passage from Williamson (1987) on page 11 about the order in which trade should be liberalised. Since this passage neatly summaries what many believe is a key sequence, I shall repeat it.

First, liberalise imports of critical inputs especially needed for tradable production. *Second*, devalue to the point needed to gain and maintain a competitive exchange rate. *Third*, borrow anything that may be needed to restore full capacity operation of the economy as soon as possible. *Fourth*, advertise your intention to liberalise imports as circumstances permit, in order to ward off investments in uneconomic import competing industries. *Fifth*, once the economy is operating at full capacity, use payments improvements to liberalise imports across the board. When you have finished with liberalising imports, start thinking about liberalising the capital account or appreciating the currency.”

Citing Edward (1987), Smith and Spooner add their weight to the view that the final step is liberalization of the capital account.

In Figure 2 (page 16), there is a step-wise scheme of how economic reform should proceed. The steps are:

1. Decontrol essential imports of inputs.
2. Devalue to maintain (a) competitive exchange rate.
3. (Provide) foreign exchange for critical infrastructure.
4. Reform (the) domestic financial market and start reforms in factor markets.

5. Liberalise (the) agricultural sector.
6. Remove price controls in industry.
7. Trade liberalization.
8. Liberalise capital markets.

c. The European Commission Study on “The Design of Economic Reforms in the Context of Political Liberalization – Findings and Conclusions from the Case Studies” (1994) has a section on the “Implementation or Sequencing of Reforms”. It concluded that:

- “There is broad theoretical consensus on how to sequence economic reforms. In many cases practice does not seem to follow this suggested sequence ...
- Reforms should be phased to maximise short-term supply response and minimise budgetary disruptions.”

d. The recent CDR (1995) paper contained a section which focused on problems in the design of reform programs due to sequencing errors. The paper gave five areas where the sequencing of reform had been incorrect. It noted (p. 67):

The sequencing of adjustment reforms has been problematic in at least five respects: increases in producer prices before removal of major bottlenecks in infrastructure; liberalisation of financial markets and increases in real rates of interest before necessary changes in the real economy, in particular some kind of parastatal reform; liberalisation of foreign trade without effective export promotion policies and incentives; deregulation of national markets without measures to promote an effective and

competitive private sector; and introduction of cost recovery in public services before measures to ensure availability of inputs and effective services in a transitional period.

By implication, the “right” or “optimal” sequence which, presumably, would have avoided the problems would have been to reverse their sequencing. The report continues:

These sequencing problems reflect an exaggerated faith in immediate and strong supply response from the private sector. A related design error concerns the assumption that institutions can be changed overnight.

Overview More examples could be cited, particularly from the “Southern Cone” experience. Nonetheless, the above examples clearly provide the essence of the arguments.

ที่มา : McPherson, Malcolm F. (1995) “*The Sequencing of Economic Reforms : Lessons from Zambia*”, HIID, & Discussion Paper No.516, Sept.

Annex B

Historical Background of Sequencing

Many economists have been attracted to the idea that desired social and economic outcomes occur in well-structured phases. A common conclusion has been that moving an economy onto (or returning it to) some desired time path requires an ordered series of policy and/or institutional changes.

Economic reforms are designed to move an economy from imbalance and instability to a stable, sustainable growth path. It is not surprising, therefore, that economists would seek to derive a least cost and/or least-time transition path. Some detailed research has attempted to demonstrate that there are (or ought to be) sequences of policy reforms, variously described as “optimal”, “sub-optimal”, “appropriate”, “right” or “correct”, which move economies along this transition path.

The intellectual background for this work is exceedingly rich. The following review is illustrative.

An early example of an approach which implies a specific sequence of policy actions is Say’s Law that “supply creates its own demand”. Keynes’ “theory of effective demand”, reverses the causality so that “(effective) demand creates its own supply.” The policy implications of Keynesian theory have been debated and refined for more than half a century. This debate has not changed the essence of Keynesian policy namely that the direction taken by any economy which is operating at less than full employment can be modified by measures which change the level of effective demand. Considered at the broadest macro-economic level, this is a sequencing argument.

Perhaps the first attempt by economists to establish general patterns or phases through which economies evolved to some desired final state were the “stages” theories of development. This approach created widespread interest but it was ultimately undermined by the results of Kuznets’ monumental work on the structure of modern economic growth.

The stages approach was partially responsible for the appeal of “planned” development in the post-WWII era. Proponents of planning argued that if development proceeded through well-defined stages, the public sector, acting in the “national interest”, had an obligation to accelerate the process. The apparent success of the centrally planned economies suggested that planning could rapidly raise countries to higher standards of social and economic development. The availability of increasingly powerful programming techniques seemed to provide the means by which planned development could be achieved.

Sequencing was implied in other ways. According to the theory of the “big-push”, the multi-dimensional structural barriers to growth could be overcome with a major effort across the whole economy. Other economists identified various “poverty traps” which undermined growth. To escape these cycles/traps, economists advocated the need for a “minimum critical effort”, which was typically seen to involve a major increase in investment. But, for investment to rise, there had to be systematic means of reducing population pressure, raising savings, and improving productivity.

Some observers argued that a “big push” demanded too much administrative capacity and too many resources. Emphasis began to shift to the promotion of “leading sectors”. This approach, which built on the idea of “forward” and “backward” linkages, was an extension of the notion of comparative advantage. If countries were to develop, policy makers had to encourage sectors and sub-sectors which were growing rapidly. Over time, growth would spread throughout the economy via sectoral income, employment, and product linkages. Some economists then noted that the linkages could have negative as well as positive effects. The implication was that policies designed to promote growth (including sequences of policies) would have to take account of potentially adverse spin-offs.

Other work was also relevant. In order to understand the empirical structures of different economies, econometricians devised many new approaches to solving systems of equations. There was considerable debate about the relationships among variables within these systems. A key question was the degree of simultaneity involved. One view was that economies could be organised and understood as sequential systems. This led to the “causal chain” theory which treats economic processes as a series of distinct and well-ordered steps.

The theory of “optimal economic policy” was an attempt to derive a fully consistent set of policy options based on the known structure of the economy and policy-makers’ preferences. A policy model consisted of a set of structural relations and identities linking policy variables, i.e., the “instruments”, which could be controlled to the “targets”, which policymakers wished to influence. Economic policy was “optimal” when the (sequence of) changes in the instruments yielded the desired increments in the targets.

The theory of “optimal economic growth” was an implicit policy model. It assumed that a properly regulated (or planned) society would wish to maximise its consumption (or some other index of welfare) over time. The solution of the model yielded the time-path of the instruments needed to optimally raise the rate of savings and investment so as to achieve the consumption (or welfare) goals.

All of these approaches have been widely debated. The stages idea faded; the “leading sector” approach became one of several strategies of promoting growth; there was no clear agreement on

how to determine the “minimum” effort which was “critical” for growth, optimising models proved to be too restrictive as a guide to practical policies, and due to “bureaucratic failures” planning lost its appeal.

Research began to shift from stages and phases to the identification of “patterns of economic growth”. The objective was to determine the “normal” pattern which selected groups of economies experience as their per capita incomes increased over time. This work helped to identify the types of policies and institutional changes which countries have used to enhance their growth performance.

Taken together, these various threads in the economics literature provide a rich intellectual tradition for the idea that policy reforms should (or ought to) be “optimally” sequenced. Yet, few proponents of policy sequencing have drawn on this literature. The typical starting point for discussions of sequencing is the presumption that there is a broadly applicable set of measures, which if taken in the “optimal” sequence, will minimise the time taken and/or costs associated with economic reform.

This point is illustrated by the set of studies related to the “Southern Cone Syndrome” which first highlighted the problem of sequencing. This syndrome became evident following Chile and Argentina’s attempts at adjustment during the 1970’s and 1980’s. The view taken was that many problems associated with structural reform -- capital flight, financial stress, “de-industrialisation”, currency appreciation -- resulted from pit-falls in the design of the respective adjustment programmes. It was believed that these problems could have been contained, or their impact substantially reduced, *if* the appropriate sequencing of reforms had been agreed in advance.

Much subsequent mis-interpretation and confusion about the sequencing of policies could have been avoided if this had been treated as an hypothesis, which required testing, rather than a fact !

ที่มา : McPherson, Malcolm F. (1995)

Annex C

Thailand : Summary of the Tax System

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
<u>CENTRAL GOVERNMENT</u>			
1. Taxes on income and profits			
1.1 Taxes on income and profits (revenue Code Act of 1938, last amended in 1999)	a. Companies and partners on profits are taxed based on the rising principle.	a. Taxable net profits are determined after business expenses and depreciation allowances, ranging from 5% to 20% of original cost for most types of assets. For the purpose of encouraging investment, an initial depreciation of 40% of cost value for machinery and accessories is allowed. The depreciation may take up in the whole residual value at the final year. Net losses may be carried forward to five consecutive years. No allowance for carrying back losses to previous years. 50% of intercorporate dividends are exempt. For holding companies and companies listed in SET, dividends are completely exempted, provided the shares are held 3 months prior to and after thereceipt of dividends.	a. General 30%. For BIBFs: 10%.

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates										
	<p>b. Companies incorporated abroad are also subject to a withholding tax on income from Thailand in the form of dividends, property rights, rentals, interest, and fees for certain services.</p> <p>c. Foreign companies in the transportation sector.</p> <p>d. Nonprofit foundations and associations</p>	<p>b. Withholding tax is calculated on gross income.</p>	<p>b. Withholding tax is 15% except on dividends which are taxed at 10%, same as interest paid to the financial institutions in the treaty countries.</p> <p>c. 3% on passenger and freight transport.</p> <p>d. A tax of 10% is levied on gross revenue before deduction of any expenses. The computation of gross revenue does not include registration or subscription fees or any money or property received by way of donation of gift.</p>										
<p>1.2.1 Wages and salaries (Revenue Code Act of 1938, amended in 1997)</p>	<p>Residents are subject to tax on income Non-Residents are subject to tax only on income from sources within Thailand. All tax payers file income tax return.</p>	<p>The following types of income are exempted: superannuation and insurance policies, gifts and bequests; proceeds from sales of movable property acquired through inheritance or for a purpose other than</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th data-bbox="1503 1081 1703 1101">Net income bracket</th> <th data-bbox="1822 1081 1913 1101">Tax Rate</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="1503 1133 1661 1153">0 - B50,000</td> <td data-bbox="1875 1133 1913 1153">0%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="1503 1190 1675 1209">50,001 - B100,000</td> <td data-bbox="1875 1190 1913 1209">5%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="1503 1247 1703 1266">B100,001 - B500,000</td> <td data-bbox="1875 1247 1913 1266">10%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="1503 1304 1717 1323">B500,001 - B1,000,000</td> <td data-bbox="1875 1304 1913 1323">20%</td> </tr> </tbody> </table>	Net income bracket	Tax Rate	0 - B50,000	0%	50,001 - B100,000	5%	B100,001 - B500,000	10%	B500,001 - B1,000,000	20%
Net income bracket	Tax Rate												
0 - B50,000	0%												
50,001 - B100,000	5%												
B100,001 - B500,000	10%												
B500,001 - B1,000,000	20%												

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates	
		profit; income received from companies operating	B1,000,001 - B4,000,000	30%
		under the Promotion of Investment act: prizes, awards, and lotter winnings; workers' compensation, insurance claims, medical benefits;	over B4,000,000	37%
		income from rice farming; profits received from business already subject to individual income tax.	<u>Net income bracket</u> <u>Tax Rate</u>	
		Tax Allowances:	<u>Gross income (for minimum tax)</u>	
		Personal allowance B30,000	B60,000 or more	0.5%
		Spouse allowance B30,000		
		Child allowance B15,000		
		(per child, not exceeding B45,000 per family)		
		Education allowance B2,000 (per child)		
		Contributions to life insurance		
		Provident fund		
		Mortgage interest		
		Social Security		
		Charitable contributions up to 10% of taxable income		

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
1.2.2 Business income	Tax on employment and business income is imposed at progressive rates on net income (after deductions and allowances). But it cannot be less than the minimum tax on gross income.	Rental income: 40% of gross income or actual expenses Lawyer, doctors, etc.:40% of or actual expenses All other business income: 40% - 85% of gross income or actual expenses Exemptions are given on:	Same as above.
1.2.3 Interest income		a. Demand deposits with Government Savings Bank and saving deposits with cooperatives and the Bank for Agriculture and Agricultural Cooperatives. b. Savings deposit with any banks in Thailand not exceeding B20,000. c. Two-year contractual saving deposits which are not exceeding B600,000 Tax on dividends or share of profit receiving from domestic companies and mutual funds when the income earner does not claim a tax refund or tax credit.	Final withholding tax at a rate of 15%

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
<p>1.2.4. Tax on income from the sale of real estate</p>	<p>Tax on income from sale or transfer of immovable property, other than exempt.</p>		<p>With holding tax at the rate of 10%. Full imputation system with personal income tax according go formals : (Dividends paid out)* (Corporate income tax rate) (1-Corporate income tax rate) Final withholding tax of a graduated rate structure with a maximum of 20% of sale price after deductions granted in accordance with the nature of the transfer and years of ownership.</p>
<p>2. Social Security Contributions None</p>			
<p>3. Employers' Payroll or Manpower Taxes None</p>			
<p>4. Taxes on property 4.1 Real estate transfer tax (Land Code Act of 1954), amended in 1973)</p>	<p>Transfer (whether by sale, or succession at death) or real estate is taxed on the basis of the assessed value of the property.</p>		<p>2% of the assessed value; 0.5% if the transfer is made to parents, spouses, or children.</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
<p>5. Taxes on goods and services</p> <p>5.1 Value-Added Tax (Reventure Code Act of 1938, amended in 1991)</p>	<p>VAT replaced Business Tax on January 1, 1992. Ad Valorem tax on goods and services.</p>	<p>Exports are zero-rated</p> <p>Exemptions include :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Business with annual turnover not more than B1,200,000 - Agricultural products and related inputs e.g., fertilizer, animal feed, medicine and chemicals - Newspaper magazines, texbooks - Education - Arts and crafts - Medical practices, auditing, legal practices and other professional services - Hospitals - Research or technical services - Library, muscum, zoo - Labor contract - Sports (non-professional) - Acting, performance - Demestic transport - International transport (excluding air and sea transport) 	<p>- General rate : 10% (temporarity reduced from 10% to 7% for a period of 2 years effective from April 1, 1999 to March 31, 2001).</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
5.2 Specific business tax	<p>Specific business tax is imposed in lieu of VAT on the following businesses :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Banks - Finance companies - Life insurance companies - Pawn shops - Other business with similar operations as commercial banking - Sales or real estate - Stock exchange transactions 	<p>Following businesses are exempted :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bank of Thailand, Government Saving Bank, Government Housing Bank, BAAC, - International Finance Corporation of Thailand - Saving Cooperatives - Provident Fund - National Housing Authority - Stock Exchange 	<ul style="list-style-type: none"> - Banking and financial institutions <ul style="list-style-type: none"> = interest 3% earning = profit 3% - Life insurance <ul style="list-style-type: none"> = interest 2.5% = premiums 3% - Pawnshops 2.5% - Sales of properties 3% - Sale of Commercial real estate
<p>5.3 Selective excises on goods</p> <p>(Liquor Act of 1950, Tobacco Act of 1996, Playing Cards Act of 1943, and Excise Tax Act of 1984)</p>	<p>Excises are levied on selected locally produced and imported goods, petroleum products, cigarettes, alcoholic beverages, non-alcoholic beverages, playing cards, electrical appliances, automobiles, crystal wares, yacht, perfumes, wool carpets, motor cycle, batteries, marble,</p>	<p>Diplomatic sales and sales fuel to ships and international airlines are exempted.</p> <p>Tax is refunded when an excisable item is exported.</p> <p>Reduced tax rate for recycle batteries from 10% to 5%</p> <p>Marble is exempted.</p>	<p>Specific rates. Most excisable goods are subject to specific or ad valorem rates, whichever is higher.</p> <p>1. Petroleum and petroleum products</p> <p>1.1 Gasoline</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Unleaded gasoline 3.6850 baht/litre b) Other gasoline 4.6850 baht/litre

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
	<p>horse racing course, and golf.</p> <p>The value of domestic goods is based on ex-factory price plus excise duty but sometimes the value is based on the price which Director General has published in the Royal Gazette from time to time.</p> <p>In the case of imported goods the value is based on CIF price plus import duty and excise duty.</p>		<p>1.2 Kerosene 3.055 baht/litre</p> <p>1.3 Fuel for jet aircraft</p> <p>a) used directly in jet aircraft 1% or 0.20 baht/litre</p> <p>b) used for others 23% or 3 baht/litre</p> <p>1.4 Diesel</p> <p>a) Diesel (sulfuric acid over 0.25%) 2.4050 baht/litre</p> <p>b) Diesel (sulfuric acid over 0.25%) 2.3050 baht/litre</p> <p>1.5 Liquefied Petroleum 2.17 baht/kg.</p> <p>1.6 Natural Gas Liquid (NGL) 36% or 3.15 baht/litre</p> <p>1.7 Fuel oil 5%</p> <p>1.8 Petroleum product 12%</p> <p>1.9 Hydrocarbon solvent 30%</p> <p>2. Spirits</p> <p>2.1 Fermented spirits</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
			<p>of pure alcohol</p> <p>c) Other fermented liquors 25% or 100 baht/ litre of pure alcohol</p> <p>2.2 Distilled spirits</p> <p>a) Whiskey 35% or 150 baht/litre of pure alcohol</p> <p>b) Brandy 25% pr 150 baht/litre of pure alcohol</p> <p>c) Other Spirits 35% pr 150 baht/litre or pure alcohol</p> <p>3. Tobacco</p> <p>3.1 Shredded Tobacco 0.1% or 0.01 baht/10 gramme</p> <p>3.2 Tobacco</p> <p>a) Cigarettes 71.5%</p> <p>b) Cigar 10% or 0.50 baht/gramme</p> <p>c) Other Rolled Tobacco 0.1% or 0.02 baht/ gramme</p> <p>d) Blended Shredded Tobacco 10% or 0.50 baht/gramme</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
			<p>4.1 Soda water 25% or 0.77 baht/440 c.c.</p> <p>4.2 Soft drink 20% or 0.37 baht/440 c.c.</p> <p>4.3 Unfermented Vegetable, or fruit juices : exempt if juice content is met by the Department Regulation</p> <p>5. Electrical appliance</p> <p>5.1 Air conditioners (capacity not over 72,000 BTU/hour) 15%</p> <p>6. Automobile</p> <p>6.1 Passenger cars with the engine</p> <p>a) not over 2,400 c.c. 37.5%</p> <p>b) between 2,401 - 3,000 c.c. or having the power not over 220 H.P. 43%</p> <p>c) over 3,000 c.c. or having the power over 220 H.P. 50%</p> <p>6.2 Off-Road Passenger Vehicle (OPV) 32%</p> <p>6.3 Public transport cars seated not more than 10 person</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
			6.4 Pick-up 5% 7. Lead crystals 15% 8. Yachts 50% 9. Perfumes 15% 10. Wool carpets 20% 11. Motor cycle 3% 12. Batteries 12.1 Batteries 10% 12.2 recycle 5% 13. Marble : Exempt 14. Cards 14.1 Poker cards 30 baht/100cards 14.2 Other 20 baht/100cards 15. Service Places 15.1 Horse racing courses (from ticket fee for the horse-racing spectators and gain from horse-racing) 20% 15.2 Folf (from member fee and green fee) 20%

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
6 Taxes on international trade and transactions	of the following fiscal monopolies : the Thai Tobacco Monopoly, the State Lottery, and the production of playing cards by the Excise Department.		Finance and individual monopolies.
6.1 Import duties (Customs Tariff Act of 1935, amended in 1987)	Ad valorem (on c.i.f. value) and/or specific duties are imposed on imports, classified according to the Harmonized System. In additions, special duties are levied on certain commodities.	Exemption is granted to personnel of United Nations Organizations and of accredited diplomatic missions. Companies operating under the promotion of Investment Act (#1301) are exempted on machinery, parts, accessories based on the Promotional zone and also there are other exemptions by granting the exemption on the import duty for machinery of those 61 promoted activities that the board	The current tariff structure is undergoing a reform aiming to lower tariff barriers and reduce number of rates to 6 basic rates and 3 special rates as follows : - Special policy goods: 0% - Raw material: 1% - Primary goods and machinery: 5% - Intermediate goods: 10% - Finished goods: 20% - Highly protected goods: 30% - 60% - Passenger cars: 80%

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
		<p>re-exported. Also, they are granted reduction of up to 90 percent of the duty on raw materials for not more than one year. Re-exports of goods that have been imported within the preceding two years and have not undergone change in character of form are exempted.</p> <p>Companies operating under the Petroleum act, and industrial Authority of Thailand Act (bonded warehouses and export processing zones) are exempted. Crude oil, fertilizers, fish and fish products, jewelry, munitions of war, are zero rated. Duties on inputs used in the production of exports are refunded.</p>	

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
<p>6.2 Export taxes (Customs Tariff Act of 1935, amended in 1987)</p>	<p>Ad valorem or specific duties on exports.</p>	<p>Because of exporting promotion, most export taxes are exempted, except raw hides, and raw silk.</p>	<p>- Raw hides: B4-5/kg. - Raw silk: B100/kg.</p>
<p>7. Other taxes 7.1 Stamp duties (Revenue Code Act of 1938. Amended in 1973)</p>	<p>Stamp duties are imposed on documents (government forms, legal contracts, and other instruments), on an ad valorem basis or per transaction.</p>		<p>Rates range from B1.0 per B1,000 (on lease of property, contractor's services, insurance policy, transfer of securities. Arbitrator's award to B100 (on articles of association of a limited company).</p>
<p><u>LOCAL GOVERNMENTS:</u></p>			
<p>1. Municipality (Municipal Income Act of 1954), 2. Provincial Administrative Organization Act of 1997), 3. Tambon Council and Tambon Administrative Organization. (Tambon Council and Tambon Administration Organization Act of 1994), and 4. The</p>			

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
<p>Special cities which are Bangkok Metropolitan Administration and City of Pataya (Bangkok Metropolitan Administration Act of 1985 and City of Pataya Administration Act of 1980)</p>			
<p>4. Taxes on property</p>			
<p>4.1 Real estate taxes</p>			
<p>4.1.1 House and rent tax (House and Land Tax Act of 1932)</p>	<p>The house and rent tax is levied annually on buildings rented or used for other commercial purposes. The tax is allocated to all levels of local government.</p>	<p>Owner-occupied dwellings are exempted. also exempted are buildings used by government agencies, public hospitals,</p>	<p>12.5% of annual rent</p>
<p>4.1.2 Land development tax (Land Development Act of 1965)</p>	<p>The land development tax is levied annually on the value of unimproved land not subject to the house and rent tax. The tax is allocated to all levels of local government.</p>	<p>Land occupied by owner or used for annual crops is fully or partially exempted A person who owns land in several provinces is allowed exemption only on</p>	<p>34 different rates ranging from B0.50 per rai with an assessed value of under B200 to B70 per rai with as assessed value or over B30,000 and B25 per rai for each additional</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
<p>4.1.3 Real estate transfer tax (For Tambon Administration Organization)</p>	<p>Transfer (whether by sale, gift, or succession at death) of real estate is taxed on the basis of the assessed value of the property.</p>	<p>land in one province, although his land holdings are taxed separately in each province. Land owned by government agencies, public hospitals, schools, public utilities, and religions organizations are also exempted.</p>	<p>B10,000 (one rai is equivalent to 0.16 hectare). 2% of the assessed value; 0.5% if the transfer is made to parents, spouses, or children.</p>
<p>5. Taxes on goods and services 5.1 Vat surcharge</p>	<p>Surcharge on the VAT imposed by the Central Government (see A.5.1). The Surcharge is collected by Revenue Department and allocated to all levels of local government</p>		<p>10% of the total VAT. (Temporary VAT rate of 7% is omclusive of the local surcharge of 0.7%) 5% of the total VAT collection in all of the provincial jurisdictions except for Bangkok</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
5.2 Specific Business Tax Surcharge	Surcharge on specific business tax imposed by the Central Government. The surcharge is collected by the Revenue Department and allocated to all levels of local government.		10% of the specific business tax
5.3 Surcharge on selected excises	Surcharge on selected excises imposed by the Central Government (See A.5.3). The surcharge is collected by the Excise Department and allocated to local governments.		10% of excise tax.
1. Alcoholic and non-alcoholic beverages			
2. Petroleum and petroleum products			
3. Electrical appliances			
4. Crystals			
5. Automobiles			
6. Yachts			
7. Horse Racing Courses			
5.4 Profits of fiscal monopolies	None		
5.5 Taxes on specific services	None		

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
5.6 Taxes on use of goods and property, and permission to perform activities			
5.6.1 Licenses and fees	<p>- Slaughtering, positing signboards, and various other activities, are subject to taxes and license fees, which are allocated to all levels of local government.</p> <p>- Bird nest, ground water, fishery, forestry, petroleum and mineral resources (For Tambon Administration Organization)</p>		Multiple
5.6.2 Motor vehicle tax (Motor Vehicle Act of 1979 Inland Transport Act of 1979)	<p>Motor vehicle (passenger cars, motorcycles and special vehicles; buses and tracks) are subject to an annual tax. The tax is collected by the Central Government (Inland Transport Department) and allocated to Bangkok Metropolitan Authority (BMA) for the amount collected in BMA area. The amount collected in other provinces are allocated to</p>	<p>Automobiles belongin to government departments and local authorities are exempted. Tractors used in agiculture, ambulances and automobiles belonging to Red Cross are also exempted.</p>	<p>For passenger cars carrying 7 passengers or less, the tax is based on cylinder capacity.</p> <p>B1.50 per cc for the portion between 600 cc - 1,800 cc.</p> <p>B4.00 per cc for the portion over 1,800 cc.</p> <p>For passenger cars carrying more than 7 passengers,</p>

Thailand : Summary of the Tax System (continued)

Tax	Nature of Tax	Exemptions and Deduction	Rates
	<p>the local government in the following proportions: 25% to provinces; 50% to municipalities; and 25% to municipalities upgraded from sanitary districts.</p>		<p>the fee is based on weight ranging from B150 to B3,600.</p> <p>For Motorcycles, the fee is B100 per unit.</p> <p>For passenger cars registered for more than 5 years, the fee is reduced at a rate of 10% increments per year, e.g., 10% reduction is given on the 6th year, 20% reduction on the 7th year to 50% reduction after the 9th year.</p>

Source : IMF (2000) Thailand : Statistical

Appendix , February 2000

IMF Staff Country Report No.00120