



# Regional Monetary and Financial Integration in East Asia

การเชื่อมตลาดเงินทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียง  
เข้าด้วยกัน

Pakorn Vichyanond  
Chalongphob Sussangkarn

ปกรณ์ วิชยานนท์  
ฉลองภพ สุสังกร์กาญจน์

Thailand Development Research Institute  
สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

## ABOUT TDRI

**T**he Thailand Development Research Institute (TDRI) was established in 1984 to conduct policy research and disseminate results to the public and private sectors. TDRI is Thailand's first policy research institute; it was conceived, created and registered as a non-profit, non-governmental foundation and is recognized as such by the Royal Thai Government. The Institute provides technical and policy analysis that supports the formulation of policies with long-term implications for sustaining social and economic development in Thailand.

The Institute's research work usually are funded by users of TDRI research, mainly various local and foreign donors. In its earliest period, the Institute was funded by the following fundamental supporters—the National Economic and Social Development Board, the Department of Technical and Economic Cooperation, the Canadian International Development Agency, and the United States Agency for International Development.

The Institute's activities are broad in scope. To meet its objectives, the Institute established six research programs and a non-program research project. Each program is staffed with highly qualified scientists and policy analysts. The six TDRI Programs are: Human Resources and Social Development, International Economic Relations, Macroeconomic Policy, Natural Resources and Environment, Science and Technology Development, and Sectoral Economics. Supporting facilities to the research programs are provided by three non-research divisions, namely the Information Services Division, the Financial Services Division, and the Administrative Services Division.

TDRI is governed by a Council of Trustees and a Board of Directors. The President, as Chief Executive of the Institute, is responsible to the Council and the Board for decisions on Institute finances, operations, and direction.

# Regional Monetary and Financial Integration in East Asia

## การเชื่อมตลาดเงินทุนใน ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ด้วยกัน

Pakorn Vichyanond

Chalongphob Sussangkarn

ปกรณ์ วิชยานนท์

ฉลองภพ สุสังกร์กาญจน์



Thailand Development Research Institute

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

January 2004

The paper is part of the Ford Foundation-funded research project entitled “East Asian Economic Cooperation Arrangements towards a New International Economic System in the 21<sup>st</sup> Century” hosted by the Institute of World Economics and Politics (IWE) in Vietnam. The authors wish to express sincere thanks to IWE in three respects: (Dr. Vo Dai Luoc) for inviting TDRI to join the above-mentioned project, (IWE) for organizing a very useful workshop in Hanoi on 27-28 November 2003, and (Dr. Le Bo Linh) for allowing TDRI to publicize the revised version of this paper.

ISBN 974-92369-4-7

Regional Monetary and Financial Integration in East Asia

(การเชื่อมตลาดเงินทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ด้วยกัน)

Pakorn Vichyanond and Chalongphob Sussangkarn

Published by

The Thailand Development Research Institute

565 Ramkhamhaeng Soi 39, Wangthonglang, Bangkok 10310 Thailand

Tel: 662 718 5460; Fax: 662 718 5461-62; Email: [publications@tdri.or.th](mailto:publications@tdri.or.th)

Website: <http://www.info.tdri.or.th>

Printed in August 2004

Printed in Thailand

Copyright © 2004

Cover design: Jiraporn Plangpraphan

ออกแบบปกโดย: จิราภรณ์ แผลงประพันธ์

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without the prior written permission of the publisher.

การเผยแพร่เอกสารนี้เป็นการให้บริการทางวิชาการ ความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารเป็นของผู้เขียน มิใช่หรือไม่จำเป็นต้องเป็นความเห็นของมูลนิธิสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย

# Contents

	Page
1. Introduction .....	1
2. Asia and Europe Compared .....	2
3. Exchange Rate Stability and Exposure .....	6
4. Netting Settlement .....	11
5. Direct Quoting and Transactions .....	18
6. Forward Market and Exchange Rate Guarantee .....	20
7. Common Currency and Currency Index .....	22
8. Recommendations on Currency Issues .....	24
9. Fund Recycling .....	29
10. Synopsis .....	34
Annex 1 An Example of a Pure Clearinghouse .....	65
Annex 2 Trade Balances Among ASEAN 5 Countries .....	75
Annex 3 Comments from the Workshop on PCH .....	77
References .....	79

---

## สารบัญ

	หน้า
1. บทนำ .....	81
2. ข้อเปรียบเทียบระหว่างทวีปเอเชียและยุโรป .....	82
3. เสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงทางด้านเงินตราต่างประเทศ .....	85
4. การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน (Netting Settlement) .....	89
5. การตั้งราคาและซื้อขายโดยตรง .....	96
6. ตลาดล่วงหน้าและการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยน .....	97
7. สกุลเงินร่วมกันและดัชนีสกุลเงิน .....	99
8. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับสกุลเงิน .....	102
9. การหมุนเวียนเงินทุน .....	106
10. บทย่อ .....	110

## List of Tables

		Page
Table 1	Size of the Economy.....	4
Table 2	Trade Openness = (Exports + Imports)/GDP = Foreign Trade/GDP, 1995-99.....	5
Table 3	Index of Capital Control and Capital Account Liberalization.....	5
Table 4	Exports of Countries in ASEAN+3.....	36
Table 5	Imports of Countries in ASEAN+3.....	36
Table 6	Reserves/Imports of Countries in ASEAN+3.....	37
Table 7	Exchange Rates of Countries in ASEAN+3.....	37
Table 8	Current Account of Countries in ASEAN+3.....	38
Table 9	Short-term External Debts.....	39
Table 10	External Debt Outstanding.....	40
Table 11	ASEAN+3's Trade Volume Classified by Destination.....	41
Table 12	Currency Composition of Thailand's Exports and Imports.....	41
Table 12 (Cont.)	Commercial Banks' Purchases and Sales of Foreign Exchange in Thailand.....	42
Table 13	Correlation of ASEAN Currencies versus U.S. Dollar.....	43
Table 14	Macroeconomic Characteristics of ASEAN+3 Countries.....	44-46
Table 15	Real GDP Growth.....	47
Table 16	Trade Destinations in 2001.....	47

## List of Figures

	Page
Figure 1 Exports/GDP .....	48
Figure 2 Imports/GDP .....	48
Figure 3 Reserves/Imports .....	49
Figure 4 Exchange Rates and Current Account Before the Crisis.....	50
Figure 5 Exchange Rates After the Crisis.....	51
Figure 6 Coefficients of Variation of Exchange Rates .....	51
Figure 7 Short-term External Debts Before the Crisis (% of Total External Debts) .....	52
Figure 8 Short-term External Debts Before the Crisis (% of Reserves) .....	52
Figure 9 External Debts/Reserves After the Crisis .....	53
Figure 10 Intra-ASEAN Trade/Total ASEAN Trade .....	53
Figure 11 Currency Profile of Thailand's Exports and Imports to ASEAN in 1998-99 .....	54
Figure 12 Exchange Rates of Baht versus Other ASEAN Currencies.....	54
Figure 13 Bilateral Payment Arrangement ALADI Model .....	55
Figure 14 Pure Clearinghouse (PCH).....	55
Figure 15 Steps within PCH.....	56
Figure 16 Participants in PCH .....	56
Figure 17 Major Features of PCH.....	57
Figure 18 Settlement Period .....	57
Figure 19 Economizing Transaction Costs via PCH .....	58
Figure 20 Government-to- Government.....	58
Figure 21 Deals between Multinationals.....	59
Figure 22 Negative Effects .....	59
Figure 23 Bilateral Pure Clearinghouse.....	60
Figure 24 Multilateral Pure Clearinghouse .....	60
Figure 25 Aggregate Current Account of ASEAN+3.....	61
Figure 26 Baht per 100 Yen (Monthly Average in 2000-2002) .....	61
Figure 27 Real GDP Growth Rates .....	62
Figure 28 Fund Recycling Routes .....	62
Figure 29 Different Maturity Orientation.....	63

Figure 30 Prerequisites for Successful Development of Intraregional Bond Markets .....	63
Figure 31 Items to be Harmonized .....	64
Figure 32 Channels at the Beginning Stage.....	64



# Regional Monetary and Financial Integration in East Asia

## 1. Introduction

1. This study intends to answer a number of questions or issues concerning East Asia (EA), as follows.

1.1 What was the trend of international trade and financial policies in EA before and after the 1997 crisis?

1.2 The extent of exchange rate stability in and foreign exchange exposure of EA countries.

1.3 What are alternative mechanisms of trade financing or payment systems? Their pluses and minuses as well as plausibility.

1.4 Common currency and currency index.

1.5 Fund recycling.

1.6 Other modes of regional financial cooperation.

2. Before investigating the above-mentioned items, it is worth reviewing the rationales behind East Asian financial cooperation. According to Sussangkarn (2002), the four principal rationales for financial cooperation among East Asian economies are:-

2.1 To prevent the recurrence of a crisis;

2.2 To better manage a crisis were one to occur;

2.3 To have greater influence in shaping the financial environment affecting the region; and

2.4 To support the economic integration of the region.

3. Though the recent trend towards globalization and liberalization has strengthened momentum of competition and growth around the world, it has also raised the degree of EA's economic vulnerability, particularly in two respects, i.e. foreign trade and exchange rate. The following sections will investigate these two aspects in detail, evaluate how EA countries should handle them, and examine whether regional financial integration can help reduce economic vulnerability.

## 2. Asia and Europe Compared

4. Various consequences of the Asian currency crisis in 1997 and the launch of the euro in 1999 induce policy-makers to wonder whether following the footsteps of EU economies would help EA countries avert all economic troubles. If not, are there any similar paths which will bring about insulation from shocks to EA economies? Before anything else, it is worth investigating experience of Europe. Regional economic integration in Europe has helped EU members achieve a number of "pluses" such as the following. First, market liberalization and the adoption of a common regulatory framework together with less transaction costs due to currency union has broadened the scope of trade and financial flows, resulting in economies of scale as well as higher efficiency. Second, the currency union has acted as a powerful catalyst for productive structural changes in the EU, particularly its financial markets. The euro has become an attractive alternative to the U.S. dollar for international bond issuance, especially in the corporate sector. Equity markets also evolve rapidly. Third, in complying with the euro guideline, member states have increasingly put into place a comprehensive set of procedures for policy co-ordination. There was a remarkable convergence of views on the need to follow prudent macroeconomic policies and implement structural reforms in the markets for goods, labor, and financial products. Fourth, elimination of exchange rate variability reduces the risks, promotes greater international trade while enhancing price stability. Meanwhile, the "minuses" of European integration seem sparse. The only

obligated common policies are monetary and exchange rate, while budgetary and structural policies largely remain under the national sovereignty of member countries. To be examined further are the similarities and differences between East Asia and Europe.

5. Each member country of both regions is not endowed with well-diversified natural resources. They thus have a strong common interest in opening up international trade and finance. Both regions have been hard hit in the nineties by severe economic, currency, and banking crises. They share the same ambition to better control the forces of economic and financial globalization, in order to create a stability-oriented economic and financial system that promotes high and sustainable growth while improving welfare. Both regions have complex models of society, which put a high price on the need to control the forces of globalization. They seek ways and means to preserve the positive features of complex economic and social models, while retaining the capacity to change in the midst of rapidly evolving circumstances.

6. Concurrently, East Asia and Europe are very different in several respects. Economic diversity is far more pronounced in East Asia, ranging from countries with highly modern economies to others that are still poor and with traditional or rural economic structures. In contrast, the European Union was a much more homogenous economic grouping. According to World Bank data, in 1999 per capita GNP of the richest (Luxembourg, \$ 38,247) was 162% higher than the poorest (Greece, \$ 14,595) members of the EU. In Asia, the difference amounted to 2,001% between the richest (Singapore, \$ 27,024) and the poorest (Cambodia, \$ 1,286). This wider gap in East Asia than in Europe prevailed both before and after the 1997 crisis (Table 1). Similarly, East Asian countries differed from each other to a larger extent than EMU countries regarding trade openness or the proportion of foreign trade in GDP (Table 2). Besides, East Asian countries were more restrictive than European countries with respect to capital controls (Table 3). Chances are thus slim that East Asian countries are ready or willing to share common

currency in the near future. Because East Asian economic systems, patterns of trade, and levels of economic development are far more diverse than those in Europe as mentioned above, it is understandable that East Asian governments largely hold different preferences with respect to the pace, extent, and direction of policy actions as well as cooperation. The next item that deserves attention is the EU experience toward regional integration as lessons to Asian policy makers.

**Table 1 Size of the Economy**

<b>Countries</b>	<b>GDP (average of 1995-99 in billion \$)</b>	<b>Per Capita GNP 1995-99 PPP-based current \$</b>	<b>Relative size of per capita GNP</b>
<b><u>Euroland (12)</u></b>			
Germany	2,243.7	22,746.5	100.0
France	1,478.6	21,789.6	95.8
Italy	1,171.4	21,461.1	94.3
Spain	585.9	16,631.0	73.1
Netherlands	397.6	22,573.5	99.2
Belgium	257.3	24,035.6	105.7
Austria	218.6	23,667.7	104.0
Greece	121.9	14,298.4	62.9
Finland	127.6	21,037.1	92.5
Portugal	110.1	14,946.8	65.7
Ireland	79.8	21,389.2	94.0
Luxembourg	18.3	36,881.2	162.1
U.K.	1,295.4	20,928.8	92.0
Sweden	243.2	21,320.0	93.7
Denmark	175.9	24,775.5	108.9
<b>Range</b>			<b>62.9-162.1</b>
<b><u>East Asia</u></b>			
Japan	4,420.8	24,685.0	100.0
China	870.1	3,147.2	12.7
Korea	442.0	14,716.0	59.6
Thailand	147.4	6,306.0	25.5
Indonesia	177.3	2,979.4	12.1
Singapore	87.5	20,082.8	81.4
Malaysia	88.3	8,015.0	32.5
Philippines	76.3	3,755.0	15.2
<b>Range</b>			<b>12.1-100.0</b>

Source: Calculated from *World Development Indicators 2001*, World Bank.

**Table 2 Trade Openness = (Exports + Imports)/GDP  
= Foreign Trade/GDP, 1995-99**

(Percent)

EMU Countries		East Asian Countries	
Austria	83.0	Japan	19.3
Belgium	142.2	China	40.1
Finland	68.1	Korea	71.7
France	46.4	Thailand	95.6
Germany	52.0	Indonesia	64.5
Ireland	147.3	Singapore	317.0
Italy	48.8	Malaysia	197.0
Luxembourg	203.0	Philippines	98.1
Netherlands	102.3		
Portugal	64.7		
Spain	52.6		
<b>Range</b>	<b>46.4-203.0</b>	<b>Range</b>	<b>19.3-317.0</b>

Source: *International Financial Statistics*, IMF, various issues *Statistical Yearbook*, 1999, United Nations.

**Table 3 Index of Capital Control and Capital Account Liberalization**

Countries	Capital Flows (Ratio to GDP)	
	1985-89	1994-98
<b>Europe</b>		
Austria	0.044	0.105
Bel-Lux	0.132	0.429
Finland	0.054	0.134
France	0.040	0.091
Germany	0.052	0.091
Ireland	0.116	0.774
Italy	0.019	0.109
Netherlands	0.109	0.239
Portugal	0.036	0.123
Spain	0.031	0.084
<b>Average</b>	<b>0.063</b>	<b>0.217</b>
<b>East Asia</b>		
Japan	0.063	0.038
China	0.014	0.060
Korea	0.017	0.047
Thailand	0.025	0.048
Indonesia	0.006	0.039
Singapore	0.150	0.288
Malaysia	0.040	0.051
Philippines	0.013	0.059
<b>Average</b>	<b>0.041</b>	<b>0.079</b>

Source: Seung-Gwan Baek and Chi-Young Song (2002) in *Currency Union in East Asia*, KIEP (2002).

7. Four major lessons are the following. First, the moves towards regional integration must be fully compatible with international or multilateral agreements. Second, extreme caution is required whenever any currencies are pegged to an external anchor. An obvious example in this regard is the pre-1997 situation, when many Asian currencies were pegged to the US dollar. Third, policy coordination is unquestionably essential. As demonstrated during the 1992-93 EMS crisis, even though European countries were ambitious to unite for the sake of stronger and stabler economic status, the monetary arrangements (in the context of increasingly liberal capital movements) were not effective, because they were not sufficiently backed by coordinated macroeconomic policies and adequate structural reforms. Fourth, a central agency must be established so as to monitor and ensure the adoption of policy measures as agreed. These policy actions cover a broad range of areas including macroeconomic policies, financial sector, foreign trade regulations, and capital movements. The main aims of these policy cooperation and monitoring are to reduce financial vulnerability and to achieve lasting macro-financial stability. Given large disparities among members of ASEAN+3, the above-mentioned four lessons imply that though gradualism may be the only path that can be resorted to, stringency is unavoidable on the adherence to common rules or agreements.

### **3. Exchange Rate Stability and Exposure**

8. Even since the beginning of the 1990's waves of globalization and financial liberalization stimulated East Asian countries' trade and capital accounts as well as their financial sectors to a large extent. As shown in Tables 4 and 5 (Figures 1 and 2), exports/GDP and imports/GDP of countries in ASEAN+3 grew without much disruption. Meanwhile, liberal capital flows helped facilitate international trade transactions and enlarged foreign exchange reserves considerably with respect to imports (Table 6, Figure 3). Unfortunately, during 1990-96 the exchange rates of countries in ASEAN+3 were firmly tied to the U.S. dollar continually (Table 7, Figure 4), so when

foreign markets did not accommodate exports while domestic investment bubbles persisted, current account deficit of ASEAN countries grew perilously (Table 8, Figure 4) before the Asian financial crisis erupted in 1997.

9. After the controlling authorities in ASEAN decided to float the exchange rates of their currencies against the U.S. dollar, massive and dynamic capital flows in the world market generated wild fluctuations of ASEAN exchange rates. As illustrated in Figure 5, the Thai baht moved from 24 baht /US\$ in June 1997 to 52 baht/US\$ in January 1998, while the Indonesian rupiah went from 2,506 rupiah/US\$ in July 1997 to 14,228 rupiah/US\$ in July 1998.

10. Technically, the extent of exchange rate volatility can be measured by coefficient of variation (CV) or the ratio of standard deviation to mean (in percent) during each interval of time. Figure 6 demonstrates that the degree of exchange rate volatility in East Asia surged ominously after the 1997 currency crisis. Earlier, all monthly CV's of Indonesia, Thailand, Korea, and Malaysia stayed well within the range of 0-1.5%. But since mid-1997 their CV's jumped to record levels: Malaysia 5.5% in January 1998, Thailand 6.1% in March 1998, Korea 16.5% in December 1997, and Indonesia 28.1% in January 1998. These record high CV's immediately suggest that East Asian transactions with foreigners must have experienced dire difficulties, since exchange rate uncertainties typically bring about not only risks but also losses. It is thus worth scrutinizing what are predominant factors which spurred exchange rate volatility to such a great extent.

11. Ordinarily, market exchange rates are determined by foreign exchange trading for items or transactions in both current account and capital account. But capital flows tend to be more volatile, thus exerting more pressure upon exchange rates, than their current account counterparts. The main reason why capital flows are highly influential on exchange rates is that their components include not only trade financing but also capital and speculative investment.

**12.** What makes capital flows fluctuate rapidly and therefore formidable is that they hinge upon not only exchange rate stability but also numerous other factors as well as a subjective degree of confidence. For instance, according to one recent survey, the following seven factors, which are hardly steady due to multifarious interpretations, strongly affect investor confidence.

12.1 Political stability

12.2 Competence of economic management team

12.3 External accounts, including trade balance, current account, and balance-of-payments

12.4 Efficiency and stability in the financial system

12.5 Foreign exchange reserves

12.6 Asset quality of financial institutions

12.7 Policy consistency or rigidity

**13.** Formats of capital flows deserve earnest attention because different types of capital flows have different degrees of mobility, thus engendering different impacts upon exchange rate fluctuations. Foreign direct investment is the least mobile, while portfolio investment and loans contain growing extent of mobility. In 1990-96, unlike China and Vietnam where foreign direct investment dominated other types of inflows, ASEAN and Korea relied heavily upon short-term debts which added a large degree of mobility to flows of funds across border. As shown in Table 9 and Figure 7, the short-term portion of external debt outstanding held by ASEAN+3 rose ominously: Malaysia's from 12% in 1990 to 27% in 1996, Thailand's from 29% to 39%, and Indonesia's from 15% to 25%, respectively. In the meantime, reserves lagged behind short-term debts, so the short-term debts/reserves ratios grew rather alarmingly (Figure 8): Malaysia's from 19% in 1990 to 40% in 1996, Thailand's from 58% to 110%, and Indonesia's from 130% to 167%, respectively.



**14.** Heavy dependence on short-term foreign capital as stated above led to high vulnerability, as debtor countries had to continually manage their economies well enough, otherwise lenders' confidence may be shaken and unwillingness to roll over maturing debts could easily trigger troubles. Actual problems emerged in 1997 when Thailand's export growth came to a halt due to weak global demand while imports remained buoyant resulting in threatening current account deficits. Domestic inflation, meanwhile, was rising, thus reducing the country's competitiveness in the world market. Unsurprisingly, lenders and speculators had growing doubts about Thailand's debt servicing capacity or creditworthiness. In addition, deteriorating positions and increasing non-performing loans (NPL) of Thai financial institutions further weakened foreign investors' confidence. Such poorer image together with large foreign exchange exposure brought about waves of capital outflows to such an extent that the Bank of Thailand found it impractical to continue defending its long held basket-peg exchange rate policy. The baht was therefore floated on July 2, 1997. This severe financial crisis did not attack only Thailand. It spread to several of Thailand's neighboring countries which also carried heavy foreign exchange net liabilities, thus demonstrating the reverberating impact of weakening confidence.

**15.** A flood of capital outflows reduced net foreign exchange liabilities or external debts/reserves ratios of ASEAN countries to a remarkable extent (Table 10, Figure 9). Nevertheless, the volumes of remaining external debt outstanding remain substantial. One clear-cut lesson from the Asian financial crisis is that holding considerable currency exposure can easily cause extreme tension because of powerful exchange risks and strong competition plus uncertainties in the present world market.

**16.** Amid such threatening atmosphere, the volume of total ASEAN+3's trade with the world amounted to a large portion (40%) of world trade (Table 11), and within such sizable trade volume of ASEAN+3, these countries traded with themselves to a growing extent (Figure 10). So, if intra-ASEAN

trade can be conducted in local currencies, that should help significantly reduce currency exposure. Less currency exposure makes foreign exchange management less formidable and settling foreign trade in local currency can help speeding up transactions, thus inviting more private participants. At this point some critics may question that such “if” is just a hypothetical statement. Nonetheless, once they examine currency profiles of trade and financial flows actually conducted among ASEAN countries, they will discover that the U.S. dollar was utilized predominantly (Table 12, Figure 11). So resorting to local currencies as a means to conduct intra-ASEAN trade is a promising possibility. Furthermore, should such route be adopted, it will immediately enhance the ability of ASEAN central banks to preserve the exchange rate stability of their currencies. That is so because at present a sizable portion of their foreign exchange reserves must be spared to cushion foreign trade financing. More uses of local currencies in intra-ASEAN trade will enlarge the central banks’ usable reserves for the sake of exchange rate policy. In short, that option will help ASEAN central banks conserve, or avoid unnecessary use of, foreign exchange.

17. Other than the two benefits mentioned above (less currency exposure and more usable reserves), more use of local currencies in intra-ASEAN trade will help decrease cross-border foreign exchange settlement via vehicle or third currencies such as U.S. dollar. That will certainly lower transaction costs to some extent, thus facilitating more intra-ASEAN trade.

18. While more local currency uses seem likely to generate many pluses, most traders in intra-ASEAN trade still prefer U.S. dollar. They are reluctant to accept other ASEAN currencies even though in the past all ASEAN exchange rates virtually moved in the same direction and proportion versus U.S. dollar so they became stable towards each other (Table 13, Figure 12). Traders’ unwillingness or lack of confidence in other ASEAN currencies is due to several factors, for example, vague perception of economic prospects and political uncertainties in other ASEAN countries.

Besides, ASEAN currencies have not yet gained worldwide credibility to such an extent that they are equally liquid or tradable as U.S. dollar, euro, and yen.

19. Although most private traders in ASEAN hesitate to accept other ASEAN currencies as a means of payments, ASEAN governments can cooperate in some payment schemes for the purpose of reducing dependence on U.S. dollar as a settlement currency.

20. A survey was conducted by Thailand Development Research Institute in June-July 2000 to find out the possibilities and practicality of using local currencies in intra-ASEAN trade. Interviewees were representatives from the Department of International Economic Relations at the Bank of Thailand, EXIM Bank of Thailand, the Thai Bankers Association, foreign exchange traders of influential commercial banks, major exporters and importers, research departments of financial institutions, Thai and foreign academics. The following will elaborate some payment schemes of using local currencies in intra-ASEAN trade. Examples of those schemes are netting and generalized barter trade.

#### **4. Netting Settlement**

21. Netting represents the process in which payments for imports and exports are netted in local currency within the country before the excess is brought to settle across border. This process certainly helps pare down the amounts that need to be paid internationally. Netting has many formats but the most well-known one is bilateral payment arrangement that Malaysia has adopted with many of her trading partner countries.

The following countries have signed bilateral payment arrangements with Malaysia.

- |                 |               |                |
|-----------------|---------------|----------------|
| 1. Iran         | 2. Venezuela  | 3. Nigeria     |
| 4. Mexico       | 5. Mozambique | 6. Romania     |
| 7. Botswana     | 8. Zimbabwe   | 9. Chile       |
| 10. Fiji        | 11. Peru      | 12. Sudan      |
| 13. Algeria     | 14. Pakistan  | 15. Seuchelles |
| 16. Tunisia     | 17. Iraq      | 18. Vietnam    |
| 19. Philippines |               |                |

**22.** Bilateral payment arrangement (BPA) is a system of settlement of financial obligations arising from trade between two countries. It typically involves four parties, i.e. importers, exporters, commercial banks, and central banks. The BPA's opted by Malaysia thus far fall into two categories: Iranian model, ALADI model. The Iranian model is based on the agreement (signed in August 1988) between the Iranian central bank (Bank Markazi Jomhuri Islami Iran) and the Malaysian central bank (Bank Negara Malaysia). Under this model, each central bank guarantees payments to exporters of the other country in the event of default by their respective importers. The ALADI model is based on the agreement (signed in August 1990) between Banco Central de Venezuela and Bank Negara Malaysia. Under this model, each central bank pays its exporters immediately, for sales of goods to the other country (Figure 13). The exporters receive payments from their central bank through designated banks in domestic currency. The central banks will settle the net amount due to each other afterward, on a periodic basis, in U.S. dollar.

**23.** The common features of the Iranian and ALADI models are the following:

(a) The two central banks designate a number of commercial banks for the purpose of issuing and negotiating letters of credit under the BPA. The arrangement continues to use the existing banking system to handle trade transactions.

(b) The central banks are directly involved in the settlements of financial obligations arising from trade. By guaranteeing or remitting payments to exporters, the BPA converts commercial risks in trade transactions into sovereign risks.

**24.** However, the ALADI model differs from the Iranian model in the following respect. The ALADI model requires each central bank to pay its own exporters the domestic currency equivalent to the export proceeds, through the designated banks. Meanwhile, the importers' central bank reimburses the exporters' central bank and subsequently claim the amount from the respective importers in the domestic currency equivalent, through their designated banks (Figure 13). Under the Iranian model, the designated banks of exporters and importers settle the trade transactions directly among themselves. Each central bank will play a role or honor its obligations only when its importers default.

**25.** The ALADI BPA apparently yields four benefits. First, some foreign exchange reserves are saved because trade flows cancel each other before cross-border fund movements are effected. Second, cost saving can also be achieved due to less conversion between domestic currencies and foreign exchange. Third, the risk of non-payment to exporters is removed. Fourth, importers have easier access to banking facilities. Nevertheless, Malaysia and her trading partners impose some restrictions upon trade financing via BPA. For instance, only products of Malaysian origin and trading partners' origin are eligible. A limited number of commercial banks are allowed to participate as designated banks in the program. And the limit for eligibility in financing is at the discretion of designated banks. Prices are typically quoted by exporters in U.S. dollar. So are net settlements between central banks at the end of the settlement period.

**26.** The latest BPA was between Malaysia and the Philippines. The Malaysia-Philippines BPA has the settlement period of 3 months and it was

claimed that along the clearing process there is no exchange risk since the spot rates are used.

27. Though the above-mentioned BPA may seem attractive, it was not mainly designed to maximize local currency use in conducting foreign trade. Instead, its primary objective is to promote trade between Malaysia and other developing countries where potential for such trade exists but there are some hindering factors such as lack of direct banking relationship, trade financing, trade information, business contact. The Malaysian BPA involves several steps of government intervention and subsidy which can hardly be acceptable by other ASEAN countries. For instance, when central banks offer credit guarantee or release trade-financing credits directly, that means the central banks bear credit risks on behalf of commercial banks and convert them into sovereign risks. Such practice not only interferes in the central banks' monetary policy but also generates moral hazard upon commercial banks as well as traders, especially when importers are charged by their central bank only after the exporters' central bank already pays its exporters. In short, the BPA does not particularly aim at using local currencies in financing international trade. The Malaysian BPA has not been popularly practiced as a means to use local currencies in trade financing principally because the central bank of Malaysia limits the number of commercial banks which can participate in the BPA, and there are several restrictions on product origin (to promote local products) before products become eligible. Besides, the information about availability of BPA is not widespread. On some occasions, BPA is utilized only when exporters in one country have doubts about payments from importers in another country. Otherwise, BPA is neglected. Nonetheless, if BPA is refined to its core, the virtue of netting will become evident.

28. Pure clearinghouse (PCH) is an intervention-free netting process through central agencies which offer no credit guarantee and bear no credit risks. This neutral stance of PCH, as elaborated below, should make it acceptable to ASEAN member countries. Figure 14 shows that PCH is

similar to BPA in that importers and exporters, via commercial banks, settle their payments in local currencies before the net amount is settled across border in U.S. dollar. However, PCH differs from BPA in four respects, as follows.

28.1 The PCH in the exporting country will remit payments to exporters' commercial banks only after it is informed by the PCH in the importing country that importers' commercial banks have already rendered funds (Figure 15).

28.2 The above item immediately implies that PCH does not bear credit risks. Neither does it offer any credit guarantee to any importers.

28.3 Since PCH assumes no credit risks, all commercial banks can participate in this netting plan. In other words, commercial banks are not screened and granted (or rejected) a privilege status as designated banks which have access to the netting like BPA. In this regard, all commercial banks hold the same status (Figure 16). And whether any commercial banks will collapse or default is the responsibility of their corresponding central bank, not PCH. This setting will also encourage market mechanism to function more efficiently. For instance, importers will examine and select only reliable commercial banks to deal with.

28.4 Central banks are excluded from this netting scheme. Otherwise, their monetary or exchange rate policies would be interfered. Commercial banks, on the other hand, are given freedom to participate in the program or not. The reason why joining the netting program should be voluntary for commercial banks is that normally commercial banks are allowed to manage their foreign exchange cash flows already. Such function is equivalent to netting at the micro level. Therefore, netting at the macro level via PCH should be accessible to commercial banks as an optional channel to square their unbalanced foreign exchange position or arrive at any desired status.

**29.** Overall, netting via PCH is not meant to interfere with the market mechanism at all. Instead, it is suggested as a means to achieve two objectives: reduce the country's dependence on foreign exchange in funding foreign trade and payments, capture benefits from pooling and matching foreign exchange positions of commercial banks or authorized dealers (Figure 17).

**30.** One important feature that PCH has to consider cautiously is the settlement period for netting between two countries. Too short a period may decrease the volume of internal netting (within each country). That lessens the major merit of this netting program even though short settlement period will help lower exchange risk and interest rate risk to some extent. On the contrary, long settlement period will definitely increase the volume of internal netting and thus minimize cross-border foreign exchange settlement as desired. However, problems on exchange risk and interest rate risk can easily emerge and become formidable. In short, there is a trade-off between the length of settlement period and exchange as well as interest rate risks (Figure 18).

**31.** Conceptually, exchange and interest rate risks should be borne by commercial banks and/or their clients, not PCH. However, such assignment may become a disincentive for commercial banks to join the netting program. Thus, a compromise may be reached on how much each party will agree to be responsible for the concerned risks or their costs of protection. Partitioning those risks or costs also depends on the structure and ownership of PCH. A joint venture may suggest division of risks or costs in the same proportion of ownership.

**32.** With regard to costs and benefits of PCH, the positive macro impact is rather unquestionable. ASEAN countries will be able to use less U.S. dollar or conserve foreign exchange in trade financing. The degree of PCH's success will be enhanced if the central authorities stipulate that exporters convert their foreign exchange earnings into local currency within a



certain period of time. Meanwhile, the functioning of PCH will not interfere with central banks' monetary policies. Besides, netting will help each country to economize on transaction costs, since a large number of commercial banks' requests for financial settlements can be concluded in a single deal between two PCH's (Figure 19). Gains to each micro unit are equally clear-cut because giving opportunities to commercial banks to pool and match their long or short foreign exchange positions in domestic markets via PCH will yield more flexibility to the banks. Moreover, instead of having to contact many end-points abroad, each commercial bank can process all deals only once through the PCH. That should help reduce commercial banks' overhead cost as remittance fees paid by commercial banks are ordinarily based on the number of transactions, not amounts of remitted funds. Once commercial banks can lower their overall transaction costs, they are definitely capable to lessen their commission fees charged upon their clients. In addition, commercial banks can curtail their costs of hedging against exchange risks. Overall, how much PCH will be able to attract the private sector and commercial banks depends on how much reduction in transaction cost that it can help achieve.

**33.** What remains uncertain from the survey is how the cost reduction will be divided between commercial banks and their customers. Commercial banks indicate that they are willing to participate in the PCH program, but the degree of their willingness depends on the degree of efficiency of how PCH is operated, despite the fact that ASEAN countries are closer to each other time-zone-wise than to Europe or the U.S. Other than its overhead and operating costs, the ways that PCH handles exchange risk, interest rate risk, and maturity mismatch certainly affect the efficiency of its operation.

**34.** Similar to the above-mentioned PCH is the Asian Clearing Union (ACU) which was established in 1975 by central banks in 8 countries comprising Bangladesh, Bhutan, India, Iran, Myanmar, Nepal, Pakistan, and Sri Lanka. The ACU represents a simple form of payment arrangement

whereby payments for intra-regional transactions are settled on a multilateral basis by the members' central banks. Its main objective is to facilitate payments among member countries for eligible transactions, thereby economizing the use of foreign exchange reserves and transfer costs. Another consequence is trade promotion among participating countries. Thus far, the ACU represents a successful mechanism as the total trade among ACU countries grew from 88 million US dollars in 1975 to 6.8 billion US dollars in 2000.

**35.** Other formats of netting or exchange can be done by other agencies than the PCH and commercial banks. For example, generalized barter trade may take place in the form of government-to-government (G-to-G) package deal. Each deal may consist of many commodities traded together, not necessarily one commodity for another (Figure 20). Besides, in financial terms the total value of one government's package may not necessarily equal that of another government's. In such case, one government will pay the net balance to another, similar to PCH or BPA. If G-to-G deals are to be continually opted, each government probably has to establish an explicit agency to handle the trade exchange and monitor its progress or obstacles. Other than the G-to-G format, netting can be easily adopted by multinational corporations (MNC) which have branches in ASEAN member countries. For instance, the MNC which imports some items from and exports others to its subsidiaries in other ASEAN countries may net the amounts of transactions and remit only the excess across border (Figure 21). This netting is possible for many types of MNC's, e.g. manufacturing factories, trading firms. What needs to be done is to give encouragement or incentives to those MNC's to opt for netting. Examples of those incentives are tax exemptions and special access to potential customers abroad.

## **5. Direct Quoting and Transactions**

**36.** In the 1997 Asian financial crisis the explicit culprit was the dollar-pegged exchange rate policy and the dollar centered system. Two

lessons from this financial turmoil are immediately evident. First, the currency stability should not be measured in terms of U.S. dollar any more. In other words, another currency or combination of currencies ought to be adopted as a reference currency when exchange rate stability is to be measured or maintained. Second, equilibrating the country's balance of payments position is an equally important objective of exchange rate policy as stability.

**37.** The above-mentioned two lessons suggest that trading between two ASEAN countries be denominated and settled in local currencies. In addition, direct quoting and transactions between ASEAN currencies should be encouraged. These recommendations are based on the following reasons.

(a) Direct quoting and transactions would lead to the exchange rates which genuinely reflect balance-of-payments equilibrium. Otherwise, crossing exchange rates via vehicle currency such as U.S. dollar provides a channel for fluctuations of vehicle currency's exchange rate to interfere. In other words, to use an outcome from crossing may inflict extraneous disturbances on ASEAN countries' external transactions and accounts, so speculations and acute exchange rate volatility may easily arise (Figure 22).

(b) Ordinarily, there is a transaction margin between buying and selling rates of foreign exchange. One transaction via crossing is equivalent to two direct transactions, thus entailing two transaction margins. Consequently, the margin or spread arising from crossing is wider than that from direct transactions. Roughly speaking, transaction fees could be cut in half, which would definitely favor importers and exporters when direct transactions are resorted to.

**38.** Given that around 20% of ASEAN's trade is with ASEAN itself, some parties may argue that, based on the above grounds, it is time to create or encourage some means to develop direct quoting and transactions between ASEAN currencies. However, other parties, especially the monetary authorities, tend to oppose such recommendation. The opponents assert that

direct transactions would expand offshore local currency (Figure 22). And once those offshore funds flourish, they could easily generate two adverse repercussions. First, they can energize streams of perilous currency speculation which are hard to subdue in the current arena of dynamic capital movements. Second, offshore local currency can interfere, distort, or even nullify monetary policies as conducted by the pertinent authorities. In short, ASEAN currencies have not “matured” as much as U.S. dollar, euro, and yen to be traded offshore to a large extent.

## **6. Forward Market and Exchange Rate Guarantee**

**39.** One factor that can motivate more uses of local currencies in intra-ASEAN trade is a reduction of exchange rate risk. Therefore, one means to do so is via forward foreign exchange markets of ASEAN currencies. Nevertheless, to establish or encourage such markets is an arduous task due to the following impediments.

(a) Most ASEAN monetary authorities are against offshore local currencies for the reasons stated above. That obstructs direct quoting and transactions in both spot and forward markets.

(b) Rarely do any interest rates and exchange rates represent true benchmark rates which could serve as a reliable basis for calculation of appropriate premium or discount for forward exchange rates.

(c) Even if the ASEAN forward foreign exchange markets can be established, immaturity could lead to thin volume of transactions, resulting in wide swings of premium and discount which discourage traders to participate in the markets.

**40.** In the past, even after the 1997 financial turmoil, there are good correlations among the levels and variations of ASEAN exchange rates versus U.S. dollar (Table 13) to the extent that these ASEAN exchange rates are largely stable versus each other (Figure 12). For instance, between May 1998 and April 2000 the Thai baht’s levels and movements were more than

70% correlated with those of the Indonesian rupiah. Those correlations were partly due to contagion effect in the foreign exchange markets. However, traders in ASEAN countries themselves hardly believe or take these correlations for granted and rarely accept local currencies of their trading partners. Their unwillingness is a result of the absence or thinness of direct trading between ASEAN currencies. Otherwise, the hesitancy persists because, from traders' viewpoint, the correlations remain either unnoticed or unjustified.

**41.** Some parties or agencies within ASEAN may have enough faith in the above-mentioned correlations. They may therefore be willing to set up an exchange rate guarantee fund (ERGF) as a central unit offering forward covers among ASEAN currencies. This ERGF must be prudently operated so that the common funds are invested in the direction which harmonizes expected inflows and outflows of foreign exchange. The services from ERGF, if efficiently managed, can motivate more uses of ASEAN local currencies as desired.

**42.** Nonetheless, three factors may hinder the workability of ERGF. They are the following.

(a) The actual financial condition within each ASEAN member country may deviate from expectations and thus shift exchange rates away from the expected course. That is probable because it depends on each country's monetary policies which are autonomously determined.

(b) Political situation in each country differs from one another and may vary unexpectedly. Political stability or uncertainty is one crucial determinant of investor confidence which has immediate impact upon movements of funds across countries and thus fluctuations of exchange rates.

(c) Capital mobility in the world markets now involves not only gigantic amounts of funds but also extremely rapid pace, subject to both financial and political situations. Consequently, exchange rate volatility may

occur to such an extent or in such a fashion that the previous high correlations among ASEAN exchange rate levels and variations may not prevail any more.

**43.** The forward market and exchange rate guarantee fund represent “facilitators” for more uses of local currencies. Though they may not sound feasible in the short run, they hint at another facilitator, i.e. common currency or currency index.

## **7. Common Currency and Currency Index**

**44.** Some people may quote the currency euro in Europe as an example that since ASEAN countries trade with each other to a growing extent, they should be able to adopt a single currency. However, detailed investigation of each ASEAN country’s economic profile reveals that chances of common currency in ASEAN are slim because macroeconomic features of each ASEAN member differ from one another’s drastically (Table 14). For example, in 1998 per capita GDP went from U.S.\$ 483 in Indonesia to U.S.\$ 1,831 in Thailand and U.S.\$ 21,807 in Singapore. Such vast gap means contrasting costs of living and makes currency union rather impractical, as integrating currencies is equivalent to unifying commodity prices across border. Similar divergences occur on the inflation and interest rate fronts. Inflation in 1998 varied from -0.3% in Singapore to 8.1% in Thailand and 58.4% in Indonesia. Meanwhile, deposit interest rates moved from 4.6% in Singapore to 8.5% in Malaysia and 39.1% in Indonesia.

**45.** With respect to economic policies, the discretionary measures that each ASEAN country implemented diverged from each other’s remarkably in terms of timing, direction, and extent. On fiscal measures, between 1990 and 1997 the Philippines’ government cash balance swung from -37% of GDP in 1990 to 0% in 1997 while Singapore commanded continual and substantial fiscal surplus throughout averaging 13% of GDP. On the money side, different monetary policies of ASEAN members led to

different paces of credit expansion. In 1990-98 average credit growth ranged from 14% in Singapore to 33% in the Philippines. These varieties of implemented economic policies indicate that currency unification is an extremely difficult task, if possible at all. Each Asian country desires to retain its autonomy in conducting its own fiscal and monetary policies which may not be politically consonant with those of other Asian countries. Since East Asian countries have achieved vastly different levels of economic development, it is certainly uneasy to persuade them to pursue the same economic discretionary policies like Western Europe.

**46.** Although currency integration is not easily achievable, currency cooperation is a good stepping-stone. For instance, an ASEAN currency index (ACI) may be constructed to be used as a unit of settlement in the ASEAN pure clearinghouse (PCH). Since the duty of PCH is to clear net foreign exchange transactions among ASEAN member countries, it is logical to adopt ACI, instead of U.S. dollar, as a settlement unit. In other words, "internal" affairs should be handled by and denominated in "internal" unit. The components of ACI therefore consist of ASEAN currencies and the PCH authorities will announce official exchange rates between ACI and ASEAN currencies. Variations of these exchange rates are contingent upon trade imbalances among ASEAN countries, as ACI is an instrument devised to help equilibrate external positions of ASEAN countries against each other's. For instance, if Thailand experiences an intra-ASEAN balance-of-payments surplus worth  $P\%$  of GDP for  $Q$  consecutive months, or the three-month moving average of such balance-of-payments disequilibrium exceeds  $R\%$  of GDP for  $S$  months, the baht currency will appreciate against ACI by  $T\%$ . The reason for equilibrating external positions is that though exchange rate stability is widely desired to facilitate international trade and capital flows, such stability may not be sustainable if it engenders disequilibrium to such an extent that sparks detrimental currency speculation as experienced by Thailand in 1997. If sustainability is to be achieved, exchange rate should be linked with equilibrium of economic fundamentals. Nevertheless, it is well recognized that disequilibrium can often occur on the external accounts of

ASEAN countries. Consequently, the ACI, which is meant to equilibrate external positions, may fluctuate and generate some exchange risks.

**47.** ACI is not to function as another currency. It is meant to be used only by the pure clearinghouses (PCH) of ASEAN as a unit of conversion or settlement, not an asset or general medium of exchange like U.S. dollar. Therefore, even if cross rates via ACI may not correspond with cross rates via U.S. dollar, arbitrage will not emerge. The objective of ACI is to give correct market signals so that optimal resource utilization is pursued among ASEAN. Using the ACI will help ASEAN by reducing currency exposure as settlement via PCH will be insulated from external disturbances, e.g. extraneous fluctuations of U.S. dollar exchange rates.

**48.** The ACI should be constructed in a way that also reflects purchasing power parity as well as interest rate parity among ASEAN countries. Possessing such quality, it will suggest both proper production and consumption patterns in the future. Another reason for ACI is that regional integration has been widely recognized and has accumulated growing momentum worldwide, e.g. NAFTA, AFTA, APEC. ACI will therefore facilitate AFTA in financial settlements. However, uses of ACI should be restricted, especially at its first stage. For instance, ACI may function as a numeraire in the generalized barter trade or package deal of exchange stated above. As for PCH, ACI serves as a unit of credits and debits. But at the very beginning, it should be experimented as an optional unit of settlement, in addition to U.S. dollar, among PCH. Choosing the original route of option for ACI will help avoid disruption among intra-ASEAN trade and also pave the way for gradual adjustment.

## **8. Recommendations on Currency Issues**

**49.** Among all channels to encourage more uses of local currencies in ASEAN as covered above, the pure clearinghouse (see an example of PCH in the Annex 1 of this paper) is deemed more appropriate than others



because it involves neither transfer of risks nor distortion of market mechanism. But it will enable ASEAN to minimize uses of U.S. dollar or other major currencies as a medium of exchange.

**50.** The pure clearinghouse could be set up and operated by government agencies or private entities or joint efforts (Figure 23). Several parties (e.g. chamber of commerce, commercial banks, central banks) may be invited as they would share the benefits from netting or the essence of PCH mechanism. For instance, transaction costs are trimmed while more foreign exchange reserves become usable. International organizations (e.g. IMF, World Bank, ADB) represent another group of potential supporters since they ordinarily have strong interest on financial and exchange rate stability which can be strengthened by the PCH scheme. Useful advice should be tapped from foreign organizations' experts who have had long experience in dealing with similar clearinghouse to PCH such as CEDELBANK and Euroclear.

**51.** To adopt pure clearinghouses for the purpose of netting and performing cross-border settlements, an international agreement has to be reached among ASEAN members regarding the length or timing of settlement period, who will bear the brunt of consequential exchange risk and interest rate risk, which rates will be used as benchmarks in calculation, and which parties will contribute to buffer stocks so as to cushion excess payments of PCH.

**52.** As financial sectors in different ASEAN countries have achieved different stages of development, they do not fit the same recommendations on PCH. In other words, proper recommendations for each specific ASEAN member country are likely to be tailor-made, depending upon the current status and/or problems of its financial sector development. This tailor-made orientation is also applicable to the roles of central banks, since different central banks may play different roles or have different discretion in the course of economic development. In short, the PCH scheme should be

piloted by the countries which are able, willing, and ready (such as ASEAN 5), as the scheme has strong potential to generate promising benefits (cost reduction, more usable foreign exchange reserves, and exchange rate stability) from more use of local currencies and pooling of foreign exchange positions of commercial banks or authorized dealers.

**53.** In the first stage, a very short settlement period (such as one day) should be adopted in order to minimize exchange risks of all concerned parties. After all parties become adequately acquainted with the PCH system, the settlement period could be lengthened as a means to gain more netting of foreign trade transactions within each country.

**54.** Even though all the above-mentioned explanations about PCH involve only two countries (e.g. Figures 14, 15, 19, 23), the pure clearinghouse system recommended for ASEAN countries is multilateral (Figure 24 which is based on actual data in 2000 as presented in Annex 2) due to the following reasons.

(a) Netting foreign transactions of each country versus those of all other ASEAN countries via multilateral PCH will raise the frequency of offsetting. Otherwise, bilateral PCH will necessitate more time before offsetting can be achieved.

(b) The multilateral PCH system can help each country's PCH avoid liquidity problems which could easily occur if that PCH has to deal with other countries' PCHs on a bilateral basis.

(c) Since the Central PCH will clear all settlements of each country's PCH by executing only one cross border transaction in each settlement period, it will certainly entail less transaction costs than the bilateral PCH system. In other words, the summation of cross border transactions in the multilateral PCH (after netting) is always fewer than the summation of cross border transactions in the bilateral PCH (Figure 24 and Annex 2).

**55.** Although the multilateral pure clearinghouse seems to represent a promising method for regional trade settlements, the following two precautions deserve careful consideration.

(a) Financial transfers between every member country's PCH and central PCH ought to be effected within the same (one) day. In other words, these PCHs should not be allowed to make transactions by transferring funds in their accounts abroad such as those in the U.S. or Europe. This suggestion is meant to avoid time lags which could easily generate difficulties arising from exchange rate fluctuations.

(b) If some shareholders of pure clearinghouses are traders (exporters or importers), some conflict of interests may emerge because on one hand, traders ordinarily wish the PCH to maximize netting so as to raise the benefit from cost reduction. On the other hand, traders as PCH shareholders may also desire to maximize their profits from more commission charges which mean less netting or more frequent transactions. So organizers of PCH should be careful about who will be proper major shareholders of PCH.

**56.** The multilateral pure clearinghouse as suggested above is similar to the "trade account" or barter trade which has recently gained attention from some ASEAN countries, including the less advanced ones such as Vietnam, Laos, Cambodia, and Myanmar. These countries want to exchange trade items with their neighbors' since they currently possess inadequate purchasing power or foreign exchange reserves. Meanwhile, the multilateral PCH enables not only these poor or underdeveloped countries to fulfil their wish but also more advanced ASEAN members to undertake foreign trade by using local currencies.

**57.** The following diagram shows step-by-step recommendations on how the PCH system can be set up and operated. Included are new units to be established and their functions, together with the agencies which should be responsible for those suggested policy actions.

**Diagram: Pure Clearinghouse**

Steps and Functions	Responsible Agencies
<p>1. ● Investigate relevant rules and regulations concerning international trade.</p> <p>● Investigate multilateral agreements governing international finance.</p> <p>Both of these steps are meant to examine whether the PCH system will engender any inconsistency or conflict.</p>	<p>1. ASEAN Secretariat</p>
<p>2. Set up the PCH system by</p> <p>2.1 Publicize the system and its intentions to commercial banks in and out of ASEAN, central banks and ministries of finance in ASEAN, international organizations (ADB, IBRD, IMF, etc.).</p> <p>2.2 Organize the <u>central</u> PCH (which coordinates functions among various national PCH's) and its operational and administrative duties, e.g. international transfer of funds.</p> <p>2.3 Establish a <u>national</u> PCH office in each country which is <u>ready</u>. In the initial stage these offices should be administered by officials from central banks and/or local banks and/or multinational banks.</p>	<p>2.1 ASEAN Secretariat</p> <p>2.2 ASEAN Secretariat in conjunction with international organizations, e.g. ADB, IBRD, IMF, etc.</p> <p>2.3 Each country's central bank and cooperation with one another for the sake of consistency within the PCH system</p>
<p>3. Arrange a system of examining/ monitoring/appraising national PCH's and the central PCH for the sake of efficiency and impartiality.</p>	<p>3. ASEAN Secretariat and member countries' central banks</p>
<p>4. Prepare to accommodate new members from the remaining ASEAN Countries and to diversify ownership of PCH from central banks to private entities.</p>	<p>4. Central banks of ASEAN countries</p>

## 9. Fund Recycling

58. Other than the various schemes of intraregional payments aiming at reduction of currency exposure, East Asian (EA) countries should also pay attention to possible means of fund recycling within the region. If achieved, such recycling will help lessen EA's vulnerability to volatility of funds from outside the region. The primary cause of the 1997 Asian financial crisis was the abrupt reversal of enormous private capital flows to Asia (\$ 110 billion). But that does not mean that EA was going bankrupt. In fact, EA's total foreign exchange reserves at that time (the end of 1996) amounted to \$ 693 billion or more than six times the amount of reversed capital flows. But those reserves were invested outside of EA, e.g. EU and U.S. Unfortunately, those investments were recycled back to EA in the form of short-term dollar-denominated debts which brought about volatility. On the other hand, if borrowers and lenders lie in the same vicinity and tend to know each other very well, the degree of risks or debtors' vulnerability should decline. The remaining questions are whether the fund recycling within EA is possible at all, and if so, how it should be done.

59. First, Table 8 and Figure 25 demonstrate that ASEAN+3 altogether has commanded continual and growing aggregate current account surplus since 1990. In fact, the average surplus more than doubled up from US\$ 92 billion p.a. in 1994-97 or 4 years before the crisis to U.S.\$ 206 billion p.a. in 1998-2001 or 4 years after the crisis. So there are excess funds which may be recycled within EA. Second, Table 14 and Figure 5 show that annual values of EA currencies versus U.S. dollar seem to move in a consonant fashion, particularly after these exchange rates were liberalized in 1997. So values of these currencies against each other were more or less constant, as exemplified by baht versus yen in 2000-02 displayed in Figure 26. This little exchange rate volatility encourages intra-EA borrowing. Third, Table 15 and Figure 27 indicate that real economic growth rates of countries in EA were consistent with each other, i.e. rising around the same years and conversely as well or lying within the same economic cycles. This quality could easily

facilitate intra-EA borrowing. Fourth, EA is the region that is trading more with itself. The volume of intra-EA trade climbed from 30% of total EA external trade in 1997 to 35% in 2001 (Table 16). This implies that trade credits are certainly usable as one means of fund recycling. Other means are regional bonds, debentures, equity, and foreign direct investment.

**60.** However, the progress that EA has achieved on fund recycling within the region thus far takes the form of expanded swap and repurchase arrangements among EA central banks to borrow reserves from each other (e.g. Chiang Mai Initiative). Although this may represent one format of regional financial cooperation, it only deals with the end point of the process (Figure 28), i.e. how central banks can handle the circumstance after their countries' balances of payments have already encountered severe distress. The fundamental characteristics of EA as stated above, e.g. intra-EA trade, indicate that EA can pursue financial cooperation in several other routes ever since the beginning point of the process, i.e. before the problems emerge. Those routes should ameliorate the swing of economic cycles and enable EA governments to better control their economies. Besides, in order to reach effective management of the situation before problems arise, the fund recycling within EA should be undertaken not only by public agencies but also by private enterprises.

**61.** Direct channels of fund recycling (e.g. bond and equity markets) should receive special promotion from EA governments. In most EA financial sectors, bank loans heavily dominate equity and bonds. However, commercial banks principally rely upon short-term deposits (Figure 29). They are therefore not well suited to finance long-term investments on a large scale, as such financing would result in maturity mismatches in their balance sheets. Maturity mismatching easily makes banks more vulnerable to crisis or instigates volatility problems upon bank clients. Robust bond and equity markets help mitigate the maturity mismatch of commercial banks, reduce financial sector fragility, and provide long-term capital for business investment more cheaply.

**62.** To encourage regional bond markets effectively is definitely not an easy task. It involves numerous elements or dimensions which are truly meaningful to lenders and/or borrowers. The following presents some prerequisites for successful development of intraregional bond markets (Figure 30).

- (a) Stable macroeconomic environment, regarding pace of economic growth, inflation, interest rates, and exchange rates.
- (b) Healthy government bond market, providing a reliable yield curve as pricing benchmark for corporate bonds.
- (c) No restrictions on foreign investors' remittance of foreign exchange, as long as evidence of inflows or outflows can be presented.
- (d) Active and reliable local credit rating agencies, closely monitoring and evaluating creditworthiness of private as well as public enterprises in the local markets, and widely disseminating results.
- (e) Cautious surveillance and good corporate governance, including efficiency of fund usage, market discipline, transparency, accounting standards, and enforcement of the regulatory framework (especially on financial and transaction disclosure).
- (f) Complete restructuring of commercial banks and other powerful financial institutions, since they can function as a bridge between bond issuers and retail investors.

These prerequisites should help not only in strengthening investor confidence (which plays a pivotal role in all capital markets) but also in creating plus maintaining financial stability in the markets (which are often disturbed after financial liberalization is undertaken or barriers against foreign investors are lifted).

**63.** On top the above-mentioned prerequisites, EA governments should harmonize (Figure 31) their requirements on bond issuance and trading, their directions as well as priorities of fiscal/monetary/exchange rate policies. Otherwise, implementation of those discretionary policies could easily have adverse repercussions or spill-over effects on corporate bond markets. Clear-cut examples of such repercussions are crowding-out effects of colossal government borrowing for financing huge fiscal deficits and liquidity shortage as a consequence of central bankers' anti-inflationary or exchange rate policy. Conversely, issuances and trading of regional bonds could easily affect the planning and implementation of discretionary economic policies.

**64.** Since various conditions must be met before regional bond markets can be set up and function well, at the very beginning stage EA countries may resort to three channels (Figure 32). First, cross-border bonds are initially issued by sovereign authorities such as governments or state enterprises. Second, EA governments may offer guarantee to private bond issuers. Third, a special-purpose vehicle called East Asian Fund Recycling Agency (EAFRA) may be established in order to function as a private ADB. This EAFRA should help in fund recycling at the initial stage because the financial crisis has markedly weakened investor confidence to lend directly to borrowers within EA. Nevertheless, EAFRA needs close collaboration with pertinent authorities within EA member countries so as to achieve optimal allocation of borrowed funds.

**65.** On 2 June 2003 the central banks of 11 Asian economies (Australia, China, Hong Kong SAR, Indonesia, Japan, Korea, Malaysia, New Zealand, the Philippines, Singapore, and Thailand) announced the launch of the Asian Bond Fund (ABF). Approximately U.S.\$ 1 billion will be gathered from these central banks and invested in a basket of liquid U.S. dollar bonds of major Asian economies (excluding Australia, Japan, and New Zealand). The Bank for International Settlements (BIS), which has managed fixed income portfolios for central banks for many years, is given the ABF mandate.



The BIS stated that “the ABF is a significant step in fostering regional cooperation in Asia. It will facilitate the re-investment of a small portion of Asia’s reserves back into the region while at the same time aiding the development of regional capital markets.” Roughly speaking, the scheme may sound promising, as Asian countries, which altogether command a colossal share of global foreign exchange reserves, will in effect recycle their own buffer stock funds to directly assist their intraregional partner countries. However, if further details of allowable operations or restrictions of ABF are examined, readers may envision certain limitations upon potential benefits to be gained from the ABF.

**66.** The ABF’s primary functions are to tap funds from member central banks and to invest only in U.S. dollar-denominated debts issued by sovereign Asian units. This specification immediately implies the following constraints.

- (a) Central banks are the only investors.
- (b) The borrowed funds can only be used by state agencies.
- (c) U.S. dollar is the only currency that can be utilized in pertinent transactions.

**67.** Consequently, the ABF is similar to one generalized version of the previously proposed Asian Monetary Fund (AMF). Although the ABF may be viewed as a positive development of regional bond markets, funds are recycled in a fairly restricted circle and fashion, i.e. the only investors are central banks, while the only end-users are state agencies. Meanwhile, local private corporations are excluded and so are investment options which are denominated in local regional currencies. Therefore, the ABF does not serve as an ideal instrument of a well-rounded fund recycling agency (see EAFRA as stated above in item 64). So further developments of regional bond markets in East Asia should be explored, while strong attention should be paid to the roles of private investors as well as borrowers, denominating currencies, prerequisite conditions (as mentioned in item 62), and possible

repercussions or interference that intraregional bond transactions may have upon individual economies within East Asia (as mentioned in item 63).

## **10. Synopsis**

**68.** To summarize the about-mentioned analysis, ASEAN+3 or EA countries should try their best at linking their economies together, because not only do these countries lie within the same vicinity, but the degree of their interdependence in trade has grown up considerably (intra-EA trade climbing from 30% of total EA external trade in 1997 to 35% in 2001). Moreover, the region is certainly able to financially count upon itself, as ASEAN+3 altogether has commanded continual aggregate current account surplus since 1990. So ASEAN+3 earns “profits” from the international arena and these “profits” may be recycled to assist member countries which lag behind others within the region.

**69.** The interdependence in trade and aggregate current account surplus immediately suggests the EA countries should investigate what are appropriate channels to achieve smooth fund recycling and payment systems within the region. The ultimate objective of such effort is to enable the region to prevent, instead of rectify, economic or financial crisis, since past experiences have clearly demonstrated that to correct economic and financial problems typically involves numerous tasks plus parties and lengthy periods of painful adjustments before normalcy returns. It is thus worth undertaking the most effective means to efficiently integrate EA economies in such a manner that helps avert dire economic predicaments.

**70.** Countries with recurrent unbalanced positions on their external current accounts fall into one of the following categories: the one with current account surplus, the other with current account deficit. Without capital transactions and government intervention, the currency of the former will appreciate in value. If the government wishes to preserve its original exchange rate, it has to intervene by using local currency to purchase foreign

exchange. Such intervention enlarges the government's foreign exchange reserves, so this path of economic policy is sustainable. Examples of countries in this category are China and Japan, which do not need to depend on capital inflows at all. Countries in the latter category are at a clear-cut disadvantage. Without capital inflows and government intervention, their currencies are likely to depreciate. If the government intends to uphold its original exchange rate, it has to sell foreign exchange for local currency. Such intervention reduces the government's foreign exchange reserves, so this discretionary policy is unsustainable. Capital inflows or foreign borrowings by the government and/or private entities are definitely needed. Otherwise, exchange rate depreciation is inevitable. Countries in this category are plentiful in ASEAN.

71. What is distressing for countries in the second category is that capital inflow is a rather complicated issue. It has many formats ranging from long-term foreign direct investment to short-term borrowings and speculative portfolio investment. Nevertheless, they all share one common quality, i.e. they largely hinge upon the level of confidence that foreign investors have in the recipient countries. The factors that affect investor confidence are numerous, but the crucial ones are stated in (12), in which external accounts and foreign exchange reserves matter very much. Therefore, countries with recurring current account deficits and declining foreign exchange reserves will undoubtedly be decreasingly able to tap foreign funds to finance balance-of-payments deficits. Even if they can tap some funds, those funds may move out earlier than expected or scheduled. In other words, the capital accounts of countries in this category are very fragile. So the regional monetary and financial integration in East Asia by various means as elaborated above is meant to mend this fragility and strengthen lenders' confidence in borrowers' debt servicing capacity. Fund recycling via many practical channels should be attempted not only by central banks but also by private entities, as such efforts will be very helpful in buttressing the growth prospects of vulnerable economies as well as those of the healthy ones in East Asia.

**Table 4 Exports of Countries in ASEAN+3**

(Percent of GDP)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	23.43	23.12	24.29	23.17	22.74	23.48	22.07	26.09	52.77	36.26	42.68	39.56
Malaysia	65.43	68.61	67.32	69.12	76.39	80.79	76.34	77.41	99.59	106.20	109.07	99.92
Philippines	18.52	19.50	18.54	20.92	21.04	23.53	24.80	30.71	45.11	44.92	49.90	43.73
Singapore	149.11	143.15	135.66	135.01	140.24	142.57	138.55	133.10	134.46	139.79	149.80	143.00
Thailand	26.73	28.74	28.80	29.12	30.82	33.00	29.90	37.55	47.16	46.35	55.49	55.06
<b>Plus 3</b>												
China	13.45	14.74	14.83	12.64	18.93	18.29	18.38	20.22	19.03	19.64	23.07	22.96
Korea	25.20	23.89	24.21	23.74	23.59	25.47	24.98	29.09	41.67	35.75	38.12	35.86
Japan	9.25	8.85	8.75	8.06	8.02	8.10	8.52	9.49	9.49	8.98	9.64	9.26

**Table 5 Imports of Countries in ASEAN+3**

(Percent of GDP)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	18.75	19.38	19.25	17.96	18.27	20.24	19.46	21.42	33.47	21.65	26.34	24.03
Malaysia	59.69	67.82	62.00	64.58	74.27	80.91	72.52	73.90	75.34	77.58	85.70	79.04
Philippines	27.62	26.59	27.41	32.37	33.29	35.60	38.49	44.25	45.15	38.41	40.65	39.89
Singapore	153.57	143.41	139.37	139.73	138.30	141.39	136.10	131.91	116.48	126.29	137.51	127.97
Thailand	34.64	34.84	32.53	32.55	33.40	37.74	35.12	36.51	32.64	34.91	45.96	47.58
<b>Plus 3</b>												
China	11.06	12.55	13.73	14.42	17.59	15.71	16.01	15.10	14.19	16.01	19.88	20.02
Korea	26.17	26.20	24.77	23.07	24.30	26.38	27.86	29.76	28.54	28.76	34.47	32.68
Japan	6.98	6.09	5.46	4.87	5.02	5.61	6.74	7.13	6.39	6.24	7.19	7.57

**Table 6 Reserves/Imports of Countries in ASEAN+3**

(Percent)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	34.77	37.28	39.03	39.69	37.54	33.50	41.25	35.88	71.11	86.43	70.61	78.02
Malaysia	37.12	32.67	46.98	63.08	45.96	33.08	36.93	28.08	47.00	49.81	38.26	43.79
Philippines	7.57	26.94	30.33	26.57	28.21	24.15	31.46	19.99	31.25	45.23	42.97	47.17
Singapore	49.28	55.55	58.32	60.01	60.25	58.47	62.08	57.20	78.23	73.63	62.83	68.77
Thailand	48.28	53.81	58.42	62.51	62.81	58.26	60.48	48.82	80.89	81.34	58.12	60.49
<b>Plus 3</b>												
China	71.33	88.31	32.97	26.65	56.22	69.09	81.86	105.07	109.42	99.75	78.66	94.24
Korea	22.38	17.71	21.96	25.36	26.21	25.32	23.48	14.36	57.43	63.35	60.43	74.47
Japan	36.85	33.98	34.47	46.20	52.11	61.71	68.40	71.40	85.62	102.34	103.53	126.09

**Table 7 Exchange Rates of Countries in ASEAN+3**

(Local currency per U.S. dollar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	1,842.81	1,950.32	2,029.92	2,087.10	2,160.75	2,248.61	2,342.30	2,909.38	10,013.60	7,855.15	8,421.77	10,260.90
Malaysia	2.70	2.75	2.55	2.57	2.62	2.50	2.52	2.81	3.92	3.80	3.80	3.80
Philippines	24.31	27.48	25.51	27.12	26.42	25.71	26.22	29.47	40.89	39.09	44.19	50.99
Singapore	1.81	1.73	1.63	1.62	1.53	1.42	1.41	1.48	1.67	1.69	1.72	1.79
Thailand	25.59	25.52	25.40	25.32	25.15	24.92	25.34	31.36	41.36	37.81	40.11	44.43
<b>Plus 3</b>												
China	4.78	5.32	5.51	5.76	8.62	8.35	8.31	8.29	8.28	8.28	8.28	8.28
Korea	707.76	733.35	780.65	802.67	803.45	771.27	804.45	951.29	1,401.44	1,188.82	1,130.96	1,290.99
Japan	144.79	134.71	126.65	111.20	102.21	94.06	108.78	120.99	130.91	113.91	107.77	121.53

**Table 8 Current Account of Countries in ASEAN+3**

(Millions of U.S. dollars)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>	<b>-10,712</b>	<b>-12,168</b>	<b>-6,336</b>	<b>-10,265</b>	<b>-6,948</b>	<b>-15,709</b>	<b>-17,947</b>	<b>-269</b>	<b>49,747</b>	<b>60,479</b>	<b>55,956</b>	<b>48,769</b>
Indonesia	-2,988	-4,260	-2,780	-2,106	-2,792	-6,431	7,663	-4,889	4,096	5,735	7,986	6,479
Malaysia	-870	-4,183	-2,167	-2,991	-4,520	-8,644	-4,462	-5,935	9,529	12,606	8,401	7,286
Philippines	-2,695	-1,034	-1,000	-3,016	-2,950	-1,980	-3,953	-4,351	1,546	7,910	8,459	4,503
Singapore	3,122	4,880	5,915	4,211	11,400	14,900	12,823	17,927	20,334	21,750	21,797	24,274
Thailand	-7,281	-7,571	-6,303	-6,364	-8,085	-13,554	-14,692	-3,021	14,243	12,428	9,313	6,227
<b>Plus 3</b>	<b>54,072</b>	<b>73,158</b>	<b>115,032</b>	<b>121,018</b>	<b>133,296</b>	<b>104,156</b>	<b>50,122</b>	<b>123,150</b>	<b>192,533</b>	<b>152,457</b>	<b>149,642</b>	<b>115,302</b>
China	11,997	13,272	6,401	-11,609	6,908	1,618	7,243	36,963	31,472	21,115	20,518	17,405
Korea	-2,003	-8,317	-3,944	990	-3,867	-8,507	-23,006	-8,167	40,365	24,477	12,241	8,617
Japan	44,078	68,204	112,574	131,637	130,255	111,044	65,884	94,354	120,696	106,865	116,883	89,280
<b>ASEAN+3</b>	<b>43,360</b>	<b>60,990</b>	<b>108,696</b>	<b>110,753</b>	<b>126,348</b>	<b>88,447</b>	<b>32,175</b>	<b>122,881</b>	<b>242,280</b>	<b>212,936</b>	<b>205,598</b>	<b>164,071</b>

**Table 9 Short-term External Debts**

(Percent of total external debts)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	15.94	18.00	20.52	20.17	18.05	20.87	25.00	24.14	13.30	13.28	15.96	n.a.
Malaysia	12.43	12.14	18.18	26.58	20.40	21.18	27.90	31.63	19.97	14.35	11.10	n.a.
Philippines	14.48	15.24	15.92	14.01	14.50	13.95	19.85	25.82	14.89	10.84	11.88	11.55
Singapore	19.51	20.90	20.45	17.83	13.39	14.95	20.18	20.06	19.21	22.80	18.45	n.a.
Thailand	29.62	33.13	35.25	43.00	44.53	44.08	39.55	34.49	28.27	24.20	18.68	n.a.
<b>Plus 3</b>												
China	16.85	17.89	19.01	17.80	17.40	18.91	19.72	21.45	18.07	11.47	11.46	n.a.
Korea	30.89	28.19	27.00	25.85	43.65	54.32	57.50	39.27	20.23	26.66	30.10	n.a.

(Percent of reserves)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	130.69	139.65	158.47	145.59	147.41	175.60	167.16	188.92	85.53	73.48	77.34	n.a.
Malaysia	19.31	18.85	20.98	25.40	24.23	30.44	40.80	71.48	32.99	19.62	15.69	n.a.
Philippines	216.12	109.24	98.46	85.04	80.26	67.89	67.85	134.97	66.65	38.27	39.59	38.63
Singapore	2.65	2.67	2.35	2.04	1.75	1.82	2.57	3.88	3.63	4.90	3.89	n.a.
Thailand	58.31	67.83	69.53	88.97	96.37	119.35	110.27	140.69	100.42	67.33	45.56	n.a.
<b>Plus 3</b>												
China	30.84	24.33	64.84	66.51	32.64	29.36	23.60	21.95	18.65	11.17	10.17	n.a.
Korea	72.85	81.55	69.49	60.21	123.13	142.49	195.41	263.62	54.07	46.92	42.06	n.a.

**Table 10 External Debt Outstanding**

(Millions of U.S. dollars)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	69,872	79,548	88,002	89,172	107,824	124,398	128,937	136,161	151,236	150,844	141,803	n.a.
Malaysia	15,328	17,080	20,018	26,149	30,336	34,343	39,673	47,228	42,409	41,902	41,797	n.a.
Philippines	30,580	32,451	33,005	35,936	39,412	37,829	40,146	45,683	48,266	53,019	50,063	52,355
Singapore	3,772	4,369	4,581	5,523	7,594	8,368	9,803	13,803	14,169	16,514	16,880	n.a.
Thailand	28,095	37,703	41,784	52,638	65,533	100,039	107,736	109,699	104,916	96,769	79,675	n.a.
<b>Plus 3</b>												
China	55,301	60,259	72,428	85,928	100,457	118,090	128,817	146,697	154,599	154,223	149,800	n.a.
Korea	34,968	39,733	44,156	47,202	72,414	85,810	115,803	136,984	139,097	130,316	134,417	n.a.

(Percent of reserves)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	820	776	772	722	817	841	669	783	643	553	485	n.a.
Malaysia	155	155	115	96	119	144	146	226	165	137	141	n.a.
Philippines	1,493	717	618	607	553	487	342	523	448	353	333	334
Singapore	14	13	11	11	13	12	13	19	19	21.5	21.1	n.a.
Thailand	197	205	197	207	216	271	279	408	355	278	244	n.a.
<b>Plus 3</b>												
China	183	136	341	374	188	155	120	102	103	97	89	n.a.
Korea	236	289	257	233	282	262	340	671	267	176	140	n.a.



**Table 11 ASEAN+3's Trade Volume Classified by Destination**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
(Millions of U.S. dollars)								
<b>ASEAN+3 with the World</b>								
Exports	271,994	347,222	357,787	354,874	278,634	327,147	421,937	385,162
Imports	371,893	456,600	471,889	469,666	392,029	462,950	608,905	557,196
Ex+Im	643,887	803,822	829,676	824,540	670,663	790,097	1,030,842	942,358
(Millions of U.S. dollars)								
<b>Total World Trade</b>								
Exports	867,210	1,029,498	1,022,959	1,080,789	1,020,593	1,099,696	1,304,395	1,191,401
Imports	763,528	948,153	996,972	980,975	774,887	877,836	1,108,748	1,011,304
Ex+Im	1,630,738	1,977,651	2,019,931	2,061,764	1,795,480	1,977,532	2,413,143	2,202,705
(Percent)								
<b>Share</b>								
Exports	31.36	33.73	34.98	32.83	27.30	29.75	32.35	32.33
Imports	48.71	48.16	47.33	47.88	50.59	52.74	54.92	55.10
Ex+Im	39.48	40.65	41.07	39.99	37.35	39.95	42.72	42.78

Source: Direction of Trade 2002, IMF.

**Table 12 Currency Composition of Thailand's Exports and Imports**

	1998				1999			
	US\$	Yen	Baht	Others	US\$	Yen	Baht	Others
(Percent)								
<b>Exports</b>								
U.S.A.	97.5	0.0	0.1	2.4	95.2	0.0	1.1	3.7
Japan	83.2	14.1	2.6	0.1	74.2	18.1	7.5	0.2
EU	89.0	0.0	0.9	10.1	83.2	0.0	1.4	15.4
ASEAN	88.3	1.3	6.5	3.9	94.1	1.5	2.7	1.7
<b>Imports</b>								
U.S.A.	89.0	0.0	0.1	10.9	85.8	0.4	0.5	13.3
Japan	65.8	32.5	1.5	0.2	54.4	41.4	2.1	2.1
EU	61.9	0.0	2.5	35.6	68.6	0.0	2.8	28.6
ASEAN	88.3	2.2	3.0	6.5	88.3	3.3	3.7	4.7

(Continued on page 42)

Source: Bank of Thailand.

**Table 12 (Cont.) Commercial Banks' Purchases and Sales of Foreign Exchange in Thailand**

(Millions of Baht)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>a. Purchases</b>						
U.S. dollar	8,044,379	13,206,671	23,626,402	24,821,336	11,217,693	6,556,295
Yen	83,367	102,193	134,709	148,844	260,952	259,119
D.M.	25,476	28,244	26,253	33,811	42,711	39,558
Pound sterling	10,896	10,183	11,444	21,826	20,894	19,659
S. dollar	11,599	11,315	11,096	16,577	14,543	12,714
H.K. dollar	11,018	11,264	10,323	14,947	12,974	9,018
M. dollar	3,419	4,714	4,778	6,692	8,934	5
Other currencies	28,520	39,593	37,839	40,451	52,319	87,612
<b>Total</b>	<b>8,218,674</b>	<b>13,414,177</b>	<b>23,862,844</b>	<b>25,104,484</b>	<b>11,631,020</b>	<b>6,983,980</b>
<b>b. Sales</b>						
U.S. dollar	7,799,008	12,830,990	23,378,849	24,951,152	11,215,030	6,417,060
Yen	188,688	224,929	229,628	251,493	291,008	354,877
D.M.	66,069	85,432	82,407	80,270	63,846	38,663
Pound sterling	22,449	24,301	29,123	41,574	27,794	21,856
S. dollar	28,446	29,294	28,682	31,846	23,937	20,445
H.K. dollar	16,851	13,712	14,222	14,593	10,085	8,388
M. dollar	28,939	17,003	13,732	14,781	8,775	31
Other currencies	76,837	77,674	80,035	88,314	83,337	100,361
<b>Total</b>	<b>8,227,287</b>	<b>13,303,335</b>	<b>23,856,678</b>	<b>25,474,023</b>	<b>11,723,812</b>	<b>6,961,681</b>

(Percent)

<b>a. Purchases</b>						
U.S. dollar	97.9	98.5	99.0	98.9	96.4	93.9
Yen	1.0	0.8	0.6	0.6	2.2	3.7
EU	0.4	0.3	0.2	0.2	0.5	0.8
Other currencies	0.7	0.5	0.3	0.3	0.8	1.6
<b>b. Sales</b>						
U.S. dollar	94.8	96.4	98.0	97.9	95.7	92.2
Yen	2.3	1.7	1.0	1.0	2.5	5.1
EU	1.1	0.8	0.5	0.5	0.8	0.9
Other currencies	1.8	1.0	0.6	0.6	1.1	1.9

Source: Bank of Thailand.

**Table 13 Correlation of ASEAN Currencies versus U.S. Dollar**

	Thailand	Malaysia	Singapore	Philippines	Indonesia
<b>Level</b>					
Thailand	1.00				
Malaysia	0.72	1.00			
Singapore	0.32	0.40	1.00		
Philippines	0.62	0.44	0.13	1.00	
Indonesia	0.77	0.73	0.26	0.34	1.00
<b>Change</b>					
Thailand	1.00				
Malaysia	0.36	1.00			
Singapore	0.67	0.42	1.00		
Philippines	0.52	0.12	0.32	1.00	
Indonesia	0.73	0.22	0.57	0.17	1.00

Period: May 1998 - April 2000

Source: ASEAN Central Banks

**Table 14 Macroeconomic Characteristics of ASEAN+3 Countries**

**Exchange Rate (per U.S. dollar)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	1,842.81	1,950.32	2,029.92	2,087.10	2,160.75	2,248.61	2,342.30	2,909.38	10,013.60	7,855.15	8,421.77	10,260.90
Malaysia	2.70	2.75	2.55	2.57	2.62	2.50	2.52	2.81	3.92	3.80	3.80	3.80
Philippines	24.31	27.48	25.51	27.12	26.42	25.71	26.22	29.47	40.89	39.09	44.19	50.99
Singapore	1.81	1.73	1.63	1.62	1.53	1.42	1.41	1.48	1.67	1.69	1.72	1.79
Thailand	25.59	25.52	25.40	25.32	25.15	24.92	25.34	31.36	41.36	37.81	40.11	44.43
<b>Plus 3</b>												
China	4.78	5.32	5.51	5.76	8.62	8.35	8.31	8.29	8.28	8.28	8.28	8.28
Korea	707.76	733.35	780.65	802.67	803.45	771.27	804.45	951.29	1,401.44	1,188.82	1,130.96	1,290.99
Japan	144.79	134.71	126.65	111.20	102.21	94.06	108.78	120.99	130.91	113.91	107.77	121.53

**Deposit Rate (%)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	17.53	23.32	19.60	14.55	12.53	16.72	17.26	20.01	39.07	25.74	12.50	15.00
Malaysia	5.90	7.18	7.97	7.04	4.94	5.93	7.09	7.78	8.51	4.12	3.36	3.23
Philippines	19.54	18.80	14.27	9.61	10.54	8.39	9.68	10.19	12.11	8.17	8.31	9.50
Singapore	4.67	4.63	2.86	2.30	3.00	3.50	3.41	3.47	4.60	1.68	1.71	1.87
Thailand	12.25	13.67	8.88	8.63	8.46	11.58	10.33	10.52	10.65	4.73	3.29	2.38
<b>Plus 3</b>												
China	8.64	7.56	7.56	10.98	10.98	10.98	7.47	5.67	3.78	2.25	2.25	n.a.
Korea	10.00	10.00	10.00	8.58	8.50	8.83	7.50	10.81	13.29	7.95	7.94	5.80
Japan	3.56	4.14	3.35	2.14	1.70	0.90	0.30	0.30	0.27	0.12	0.07	n.a.

*(Continued on page 45)*

Source: International Financial Statistics 1999, IMF.

**Table 14 (Cont.) Macroeconomic Characteristics of ASEAN+3 Countries**

**Inflation (%)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	7.8	9.4	7.5	9.7	8.5	9.4	8.0	6.7	57.6	20.5	3.7	11.5
Malaysia	2.6	4.4	4.8	3.5	3.7	3.5	3.5	2.7	5.3	2.7	1.5	1.4
Philippines	13.2	18.5	8.6	6.9	8.4	8.0	9.0	5.8	9.7	6.7	4.4	6.1
Singapore	3.5	3.4	2.3	2.3	3.1	1.7	1.4	2.0	-0.3	0.0	1.4	1.0
Thailand	5.9	5.7	4.1	3.4	5.0	5.8	5.8	5.6	8.1	0.3	1.5	1.7
<b>Plus 3</b>												
China	3.1	3.5	6.3	14.6	24.2	16.9	8.3	2.8	-0.8	-1.4	0.3	0.3
Korea	8.6	9.3	6.2	4.8	6.2	4.5	4.9	4.4	7.5	0.8	2.3	4.3
Japan	3.1	3.2	1.7	1.3	0.7	-0.1	0.1	1.7	0.7	-0.3	-0.7	-0.7

Source: International Financial Statistics 1999 (for data 1990-98) and World Economic Outlook May 2000 (for data 1999), IMF.

**Per Capita GDP (U.S. dollars)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	637.5	706.6	754.1	842.3	927.7	1,037.9	1,155.3	1,079.4	466.9	681.2	728.1	677.5
Malaysia	2,432.3	2,648.8	3,106.7	3,420.0	3,703.7	4,297.7	4,763.8	4,624.6	3,254.1	3,485.2	3,871.1	3,890.8
Philippines	718.9	711.6	810.8	811.7	933.9	1,055.0	1,152.3	1,117.4	870.2	1,018.8	979.2	926.2
Singapore	12,142.1	13,645.1	15,190.9	17,369.8	20,416.6	23,538.0	24,782.2	24,927.7	20,976.7	20,921.3	22,456.3	20,737.9
Thailand	1,528.3	1,736.5	1,945.4	2,155.0	2,457.5	2,828.6	3,032.4	2,490.0	1,828.9	1,989.9	1,962.1	1,824.8
<b>Plus 3</b>												
China	331.5	341.6	396.3	500.5	448.2	574.0	666.8	726.1	768.1	782.4	846.5	902.0
Korea	5,892.8	6,818.3	7,194.0	7,823.4	9,017.1	10,850.7	11,423.0	10,360.6	6,829.2	8,665.6	9,763.5	8,917.8
Japan	24,717.1	28,100.5	30,561.3	35,049.7	38,441.4	42,175.3	37,339.2	34,213.0	31,172.6	35,479.4	37,560.6	32,522.4

(Continued on page 46)

Source: Key Indicators 1998 (for data from 1990-97), ADB and International Financial Statistics 1999 (for data 1998), IMF.

**Table 14 (Cont.) Macroeconomic Characteristics of ASEAN+3 Countries**

**Government Cash Balance (% of GDP)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	0.38	0.39	-0.39	0.61	0.94	2.22	1.16	-0.67	-2.95	-1.14	n.a.	n.a.
Malaysia	-2.89	-1.95	-0.82	0.21	2.26	0.84	0.72	2.35	-1.77	-3.15	n.a.	n.a.
Philippines	-3.46	-2.12	-1.18	-1.48	1.07	0.58	0.29	0.06	-1.87	-3.75	-4.12	-4.04
Singapore	9.77	10.26	11.93	13.95	12.27	13.48	14.71	9.70	16.83	10.41	11.32	-0.30
Thailand	4.90	4.01	2.54	1.76	2.79	3.22	0.94	-0.32	-2.79	-3.33	-2.20	-2.41
<b>Plus 3</b>												
China	-0.80	-1.12	-1.00	-0.85	-1.23	-0.99	-0.78	-0.78	-1.15	-2.13	-2.79	-2.58
Korea	-0.68	-1.61	-0.48	0.61	0.30	0.27	0.10	-1.27	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Source: Key Indicators 1998 (for data from 1990-97), ADB and International Financial Statistics 1999 (for data 1998), IMF.

**Domestic Credit Growth (% p.a.)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	58	19	14	21	23	22	23	26	54	21	26	n.a.
Malaysia	21	17	7	12	13	29	29	26	0	0	7	n.a.
Philippines	31	-3	18	133	21	31	39	29	-2	2	9	n.a.
Singapore	12	14	5	12	13	17	17	20	18	-1	5	n.a.
Thailand	28	17	21	26	29	24	16	17	-1	-12	-11	n.a.
<b>Plus 3</b>												
China	24	20	22	46	21	24	25	20	20	12	11	n.a.
Korea	25	22	12	13	19	15	19	23	12	17	16	n.a.
Japan	8	5	6	4	4	4	4	3	2	5	-1	n.a.

Source: Key Indicators 1998 (for data from 1990-97), ADB and International Financial Statistics 1999 (for data 1998), IMF.

**Table 15 Real GDP Growth**

(Percent)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>ASEAN 5</b>												
Indonesia	7.2	7.0	6.5	6.5	7.5	8.2	7.8	4.7	-13.1	0.8	4.8	3.4
Malaysia	9.0	9.5	8.9	9.9	9.2	9.8	10.0	7.3	-7.4	5.8	8.5	0.6
Philippines	3.0	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.7	5.8	5.2	-0.6	3.4	4.0	3.4
Singapore	9.0	7.1	6.5	12.7	11.4	8.0	7.7	8.5	-0.1	6.9	10.3	-2.0
Thailand	11.2	8.6	8.1	8.3	9.0	9.2	5.9	-1.4	-10.5	4.4	4.6	1.8
<b>Plus 3</b>												
China	3.8	9.2	14.2	13.5	12.7	10.5	9.6	8.8	7.8	7.1	8.0	n.a.
Korea	9.0	9.2	5.4	5.5	8.3	8.9	6.7	5.0	-6.7	10.9	9.3	3.0
Japan	4.8	3.0	0.9	0.5	1.0	1.6	3.3	1.9	-1.1	0.8	1.5	0.1

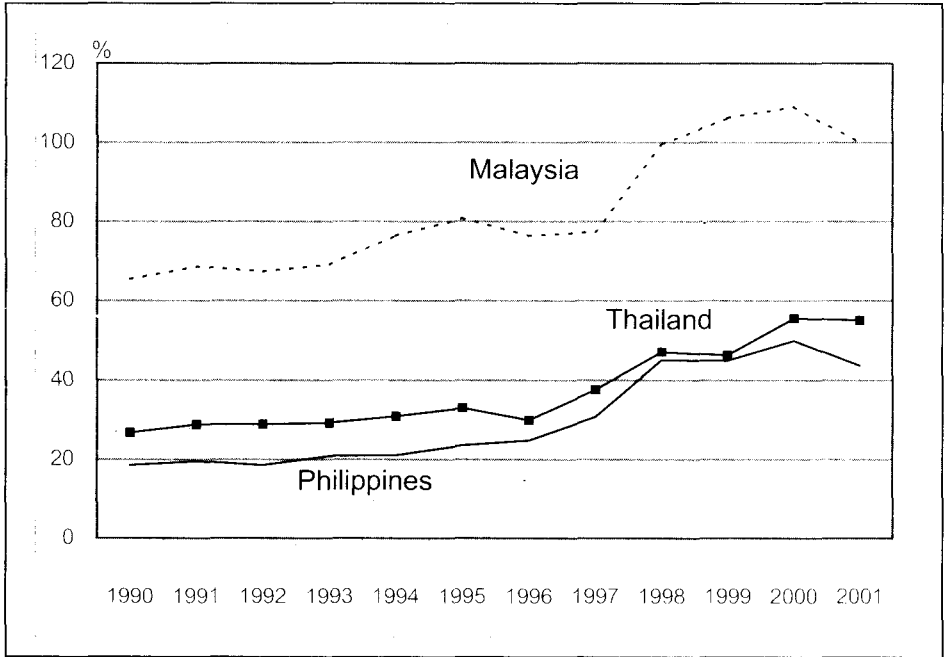
**Table 16 Trade Destinations in 2001**

to/from	EA's Exports		EA's Imports		Trade balance	
	mIn US\$	% share	mIn US\$	% share	mIn US\$	% of GDP
EA	385,162	32	380,203	38	4,959	0.08
US	277,145	23	158,303	16	118,842	1.91
Euro	185,650	16	145,704	14	39,946	0.64
Other	343,444	29	327,094	32	16,350	0.26
<b>Total</b>	<b>1,191,401</b>	<b>100</b>	<b>1,011,304</b>	<b>100</b>	<b>180,097</b>	<b>2.89</b>

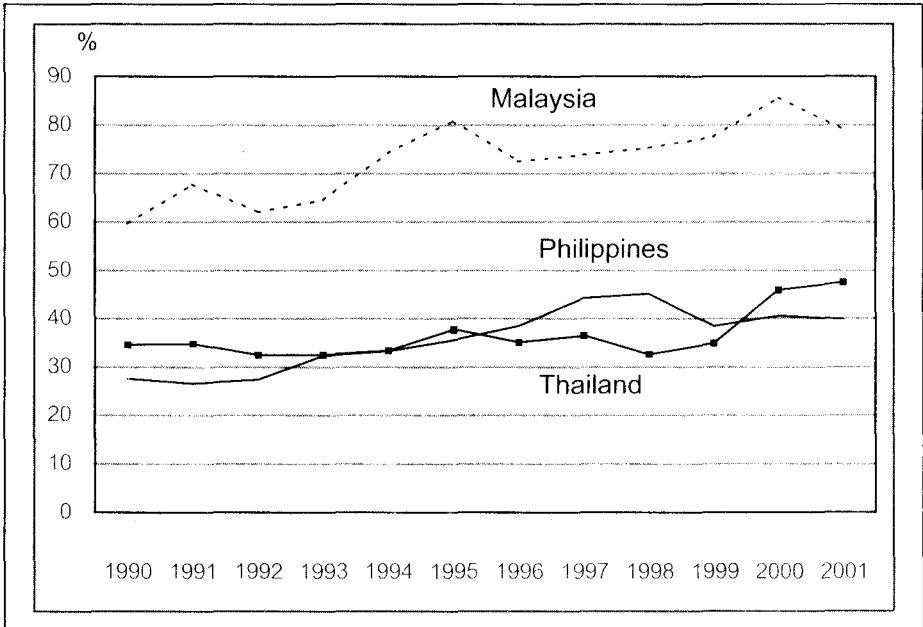
EA = Thailand, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, South Korea, China, and Japan.

Source: Direction of Trade, International Monetary Fund, 2002.

**Figure 1**  
**Exports/GDP**

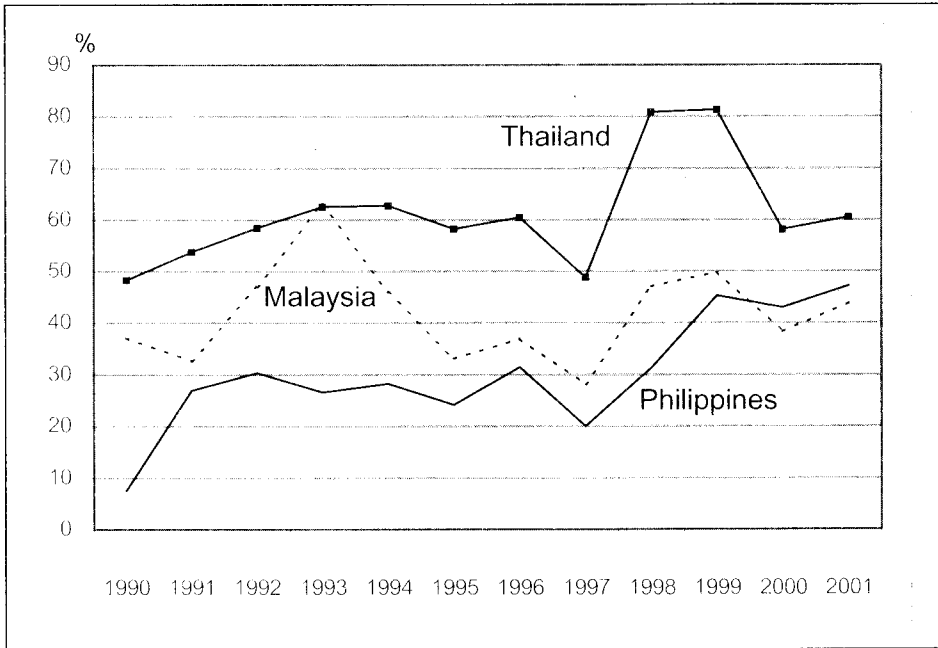


**Figure 2**  
**Imports/GDP**

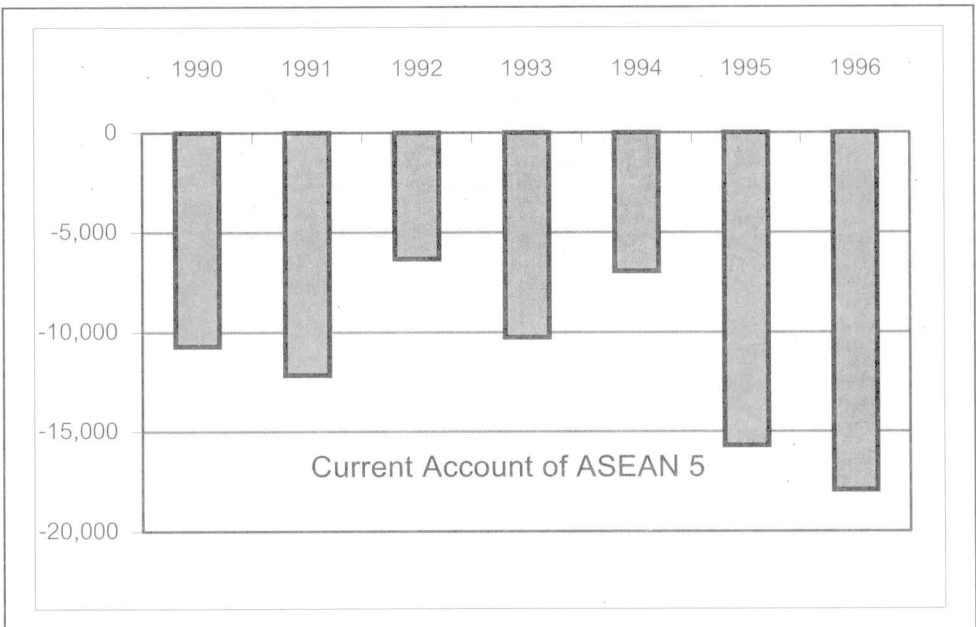
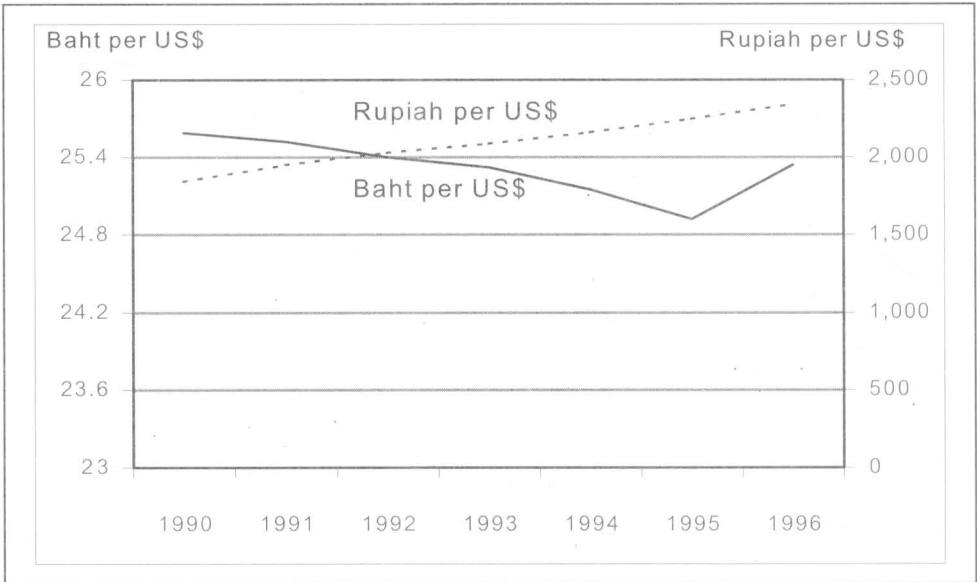




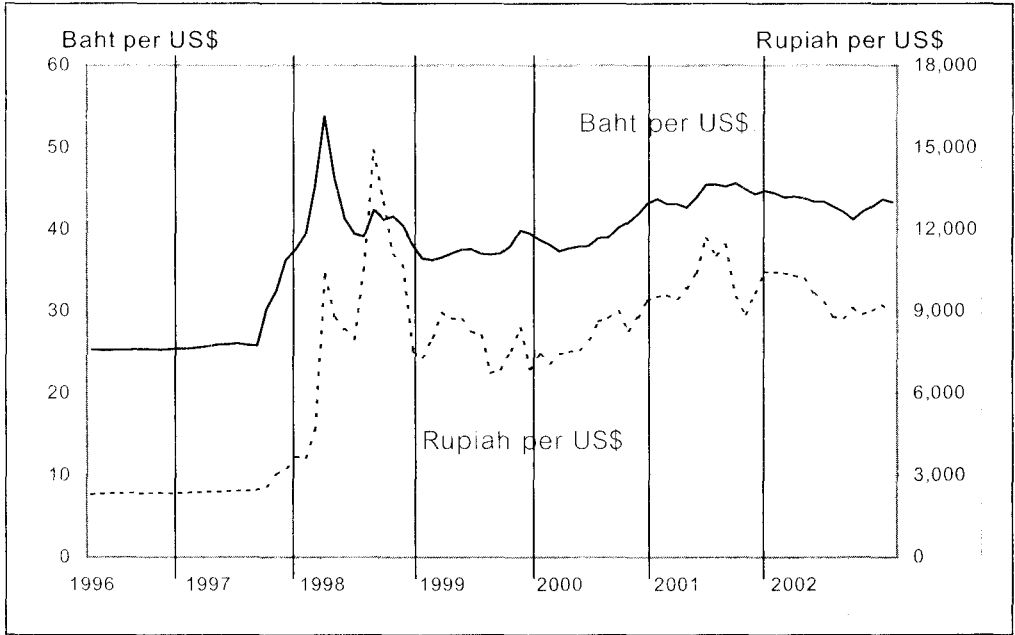
**Figure 3**  
**Reserves/Imports**



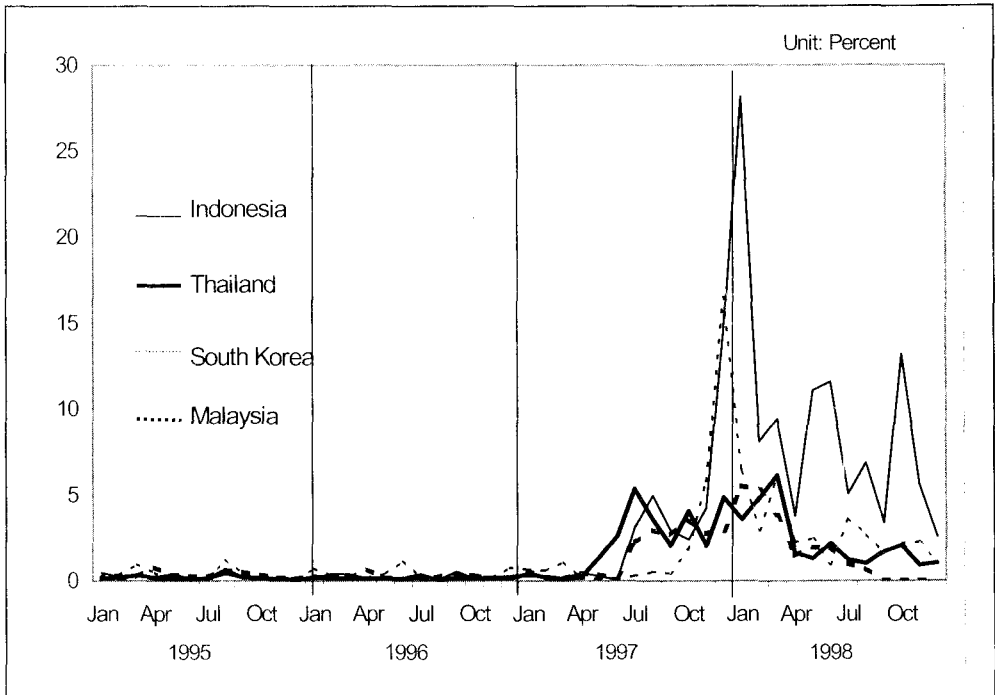
**Figure 4**  
**Exchange Rates and Current Account Before the Crisis**



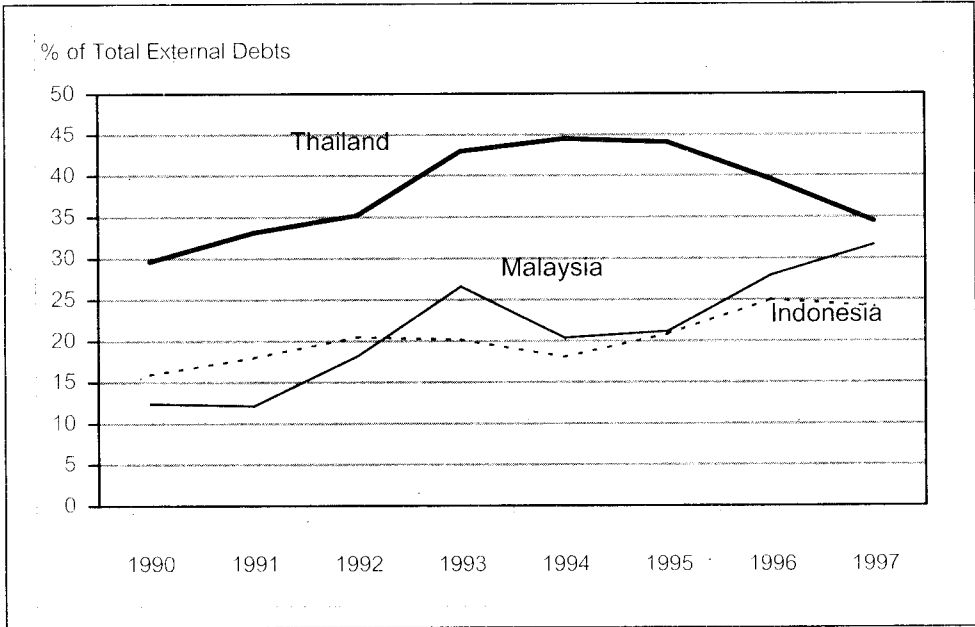
**Figure 5**  
**Exchange Rates After the Crisis**



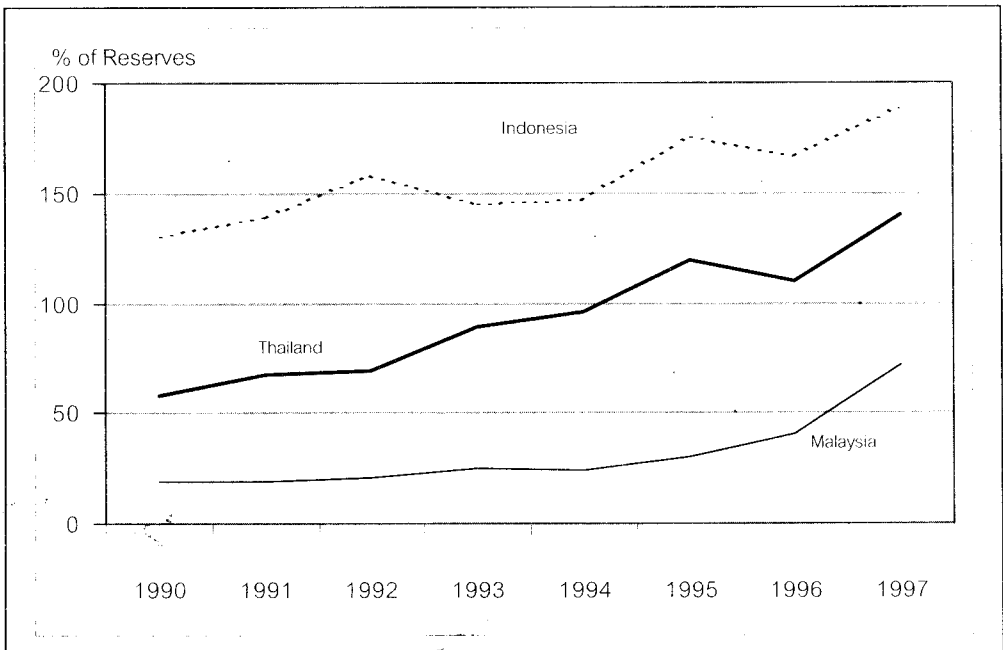
**Figure 6**  
**Coefficients of Variation of Exchange Rates**



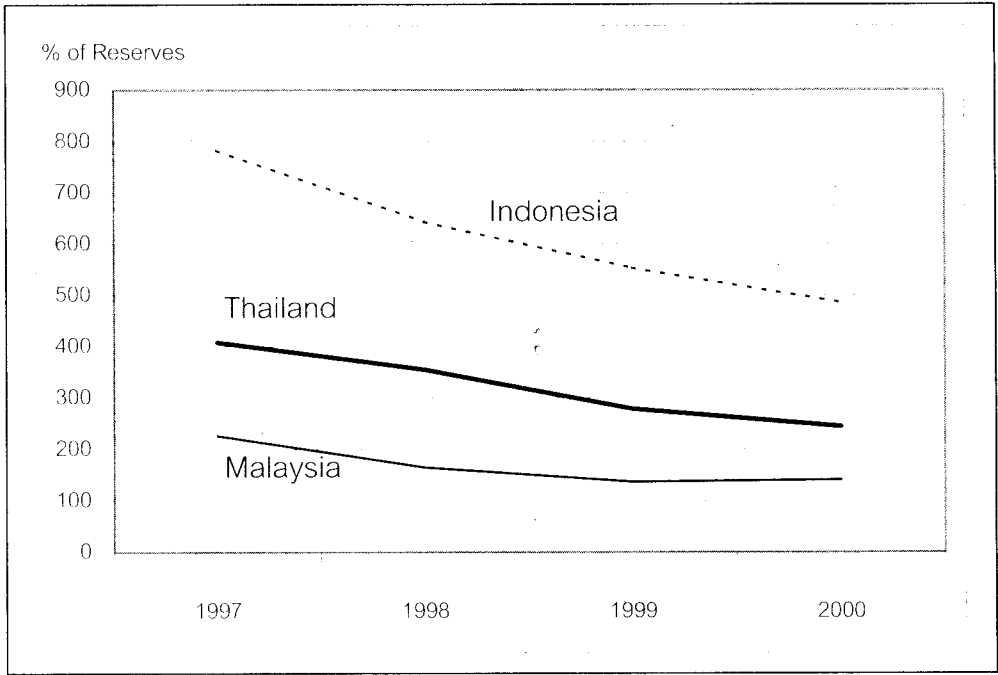
**Figure 7**  
**Short-term External Debts Before the Crisis**  
**(% of Total External Debts)**



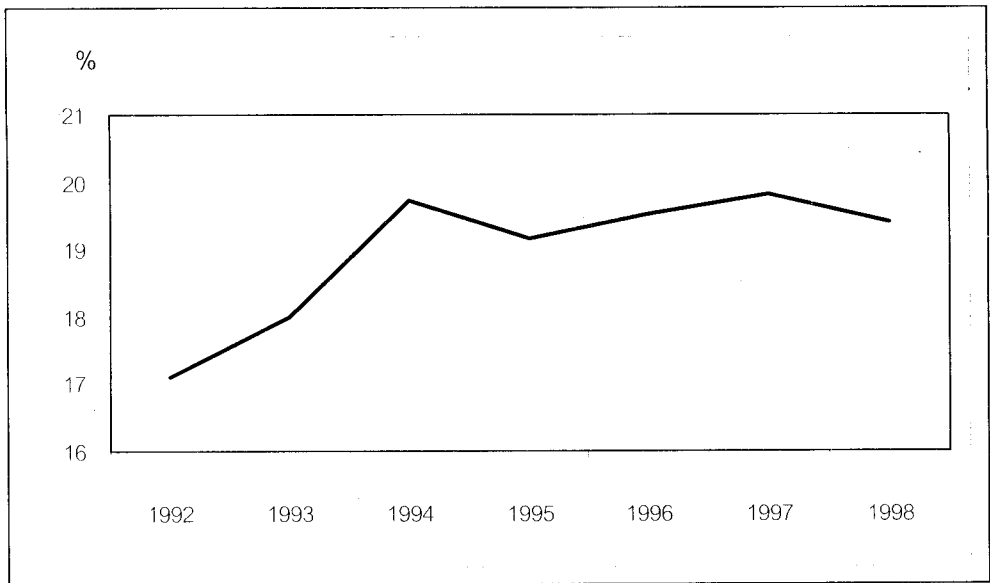
**Figure 8**  
**Short-term External Debts Before the Crisis**  
**(% of Reserves)**



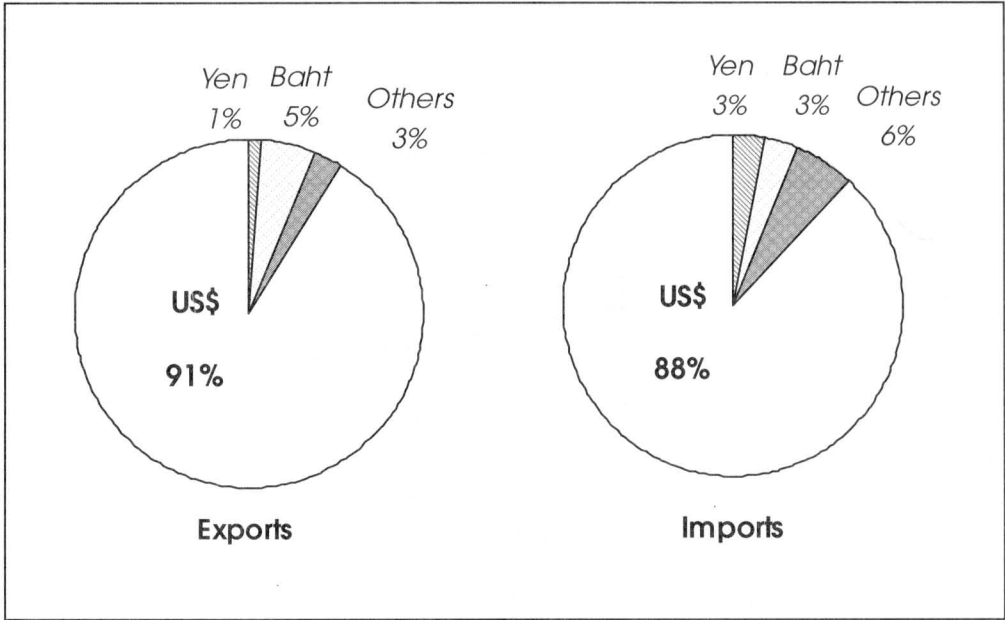
**Figure 9**  
**External Debts/Reserves After the Crisis**



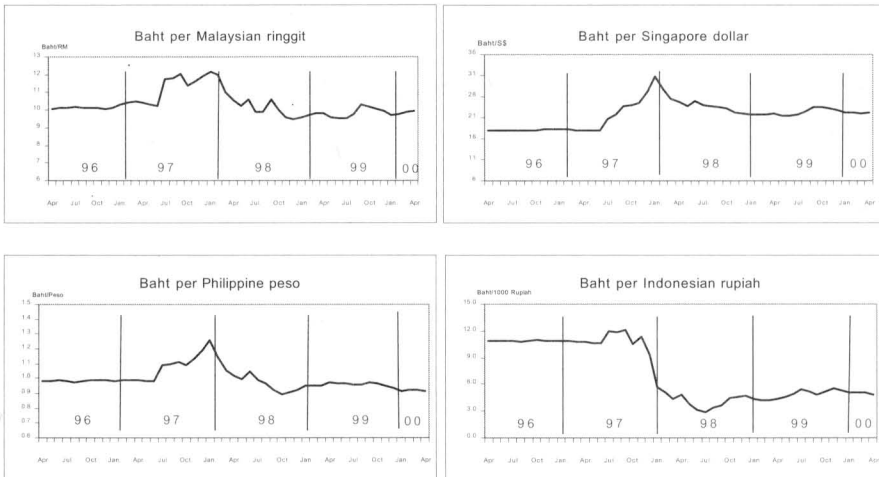
**Figure 10**  
**Intra-ASEAN Trade/Total ASEAN Trade**



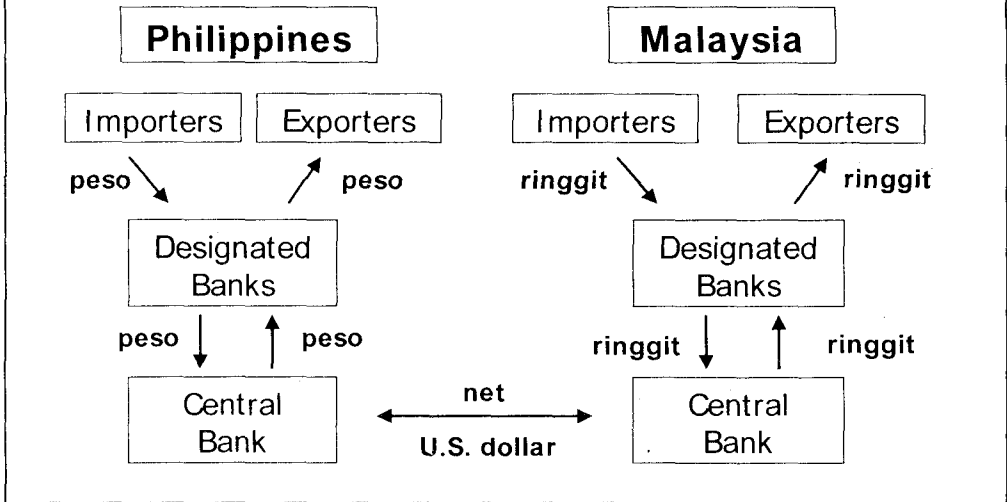
**Figure 11**  
**Currency Profile of Thailand's Exports and Imports to ASEAN**  
**in 1998-99**



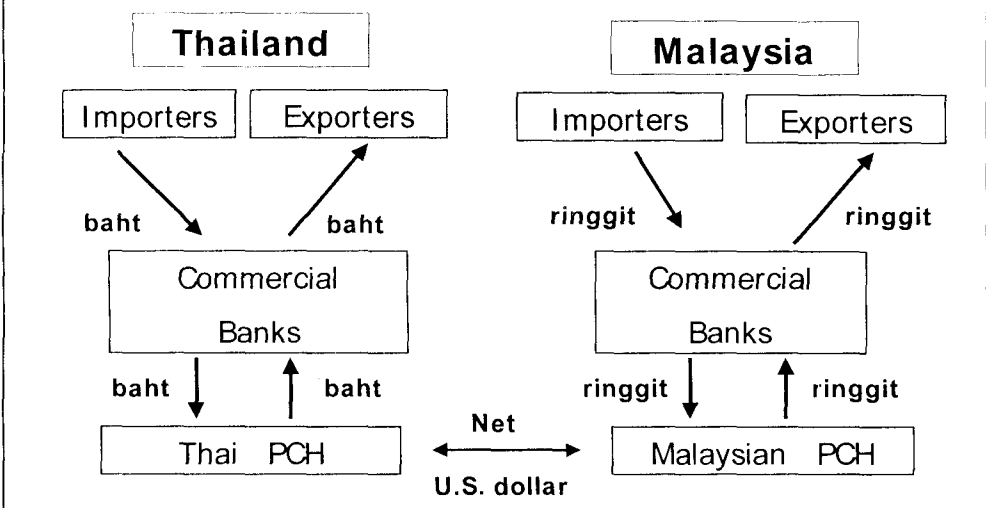
**Figure 12**  
**Exchange Rates of Baht versus Other ASEAN Currencies**



**Figure 13**  
**Bilateral Payment Arrangement**  
**ALADI Model**

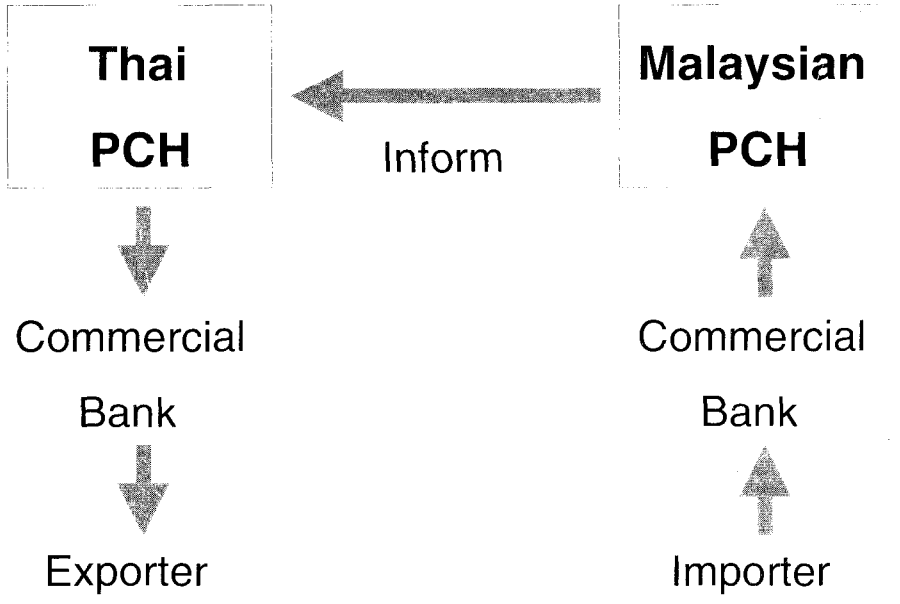


**Figure 14**  
**Pure Clearinghouse (PCH)**



**Figure 15**

**Steps within PCH**



**Figure 16**

**Participants in PCH**

All commercial banks are allowed.

No central banks are involved.



Figure 17

## Major Features of PCH

No Market Interference

**Pure Clearinghouse**

Reduce FX  
Financing

Pooling and matching  
FX positions

Figure 18

## Settlement Period

Short

Long

Less  
netting

Lower  
XR, IR  
risks

More  
netting

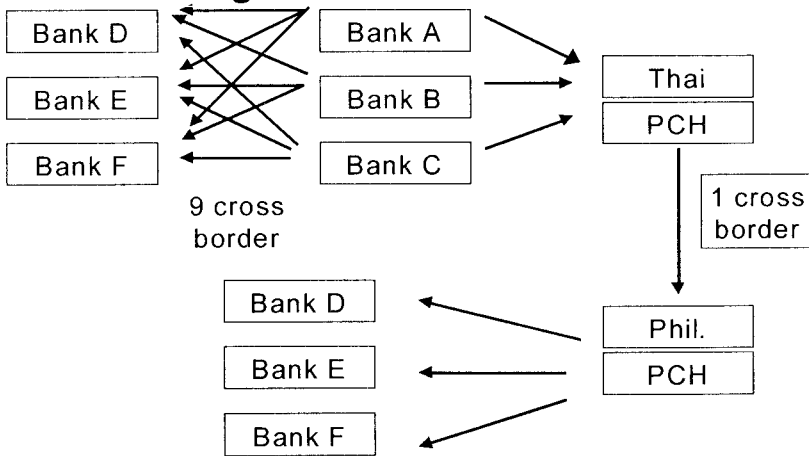
Higher  
XR, IR  
risks

Trade-off

Trade-off

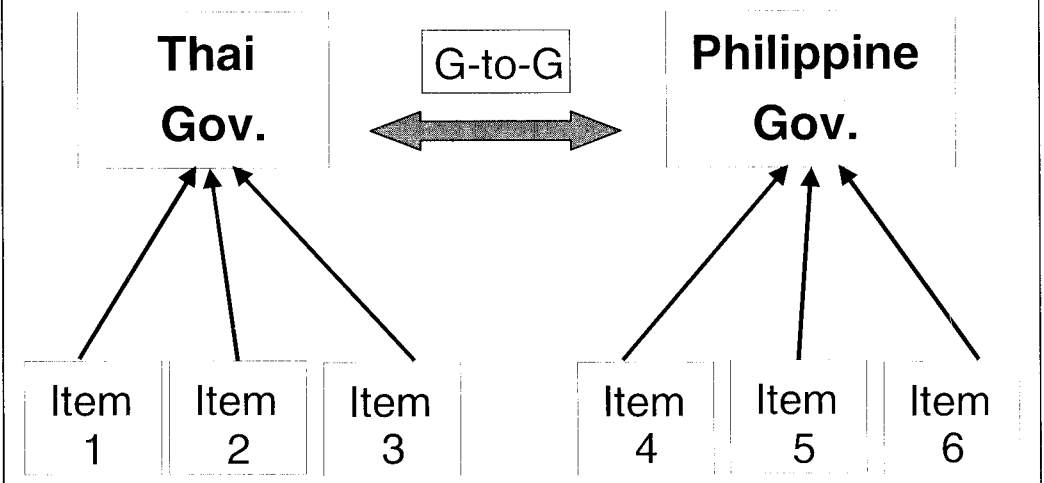
**Figure 19**

**Economizing Transaction Costs via PCH**



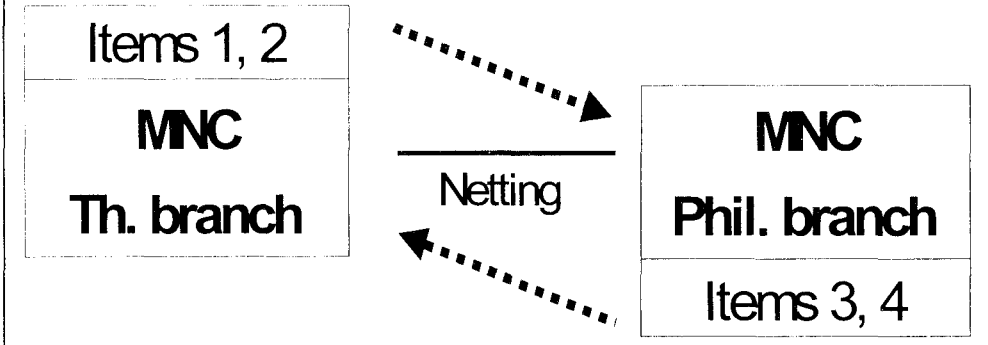
**Figure 20**

**Government-to-Government**



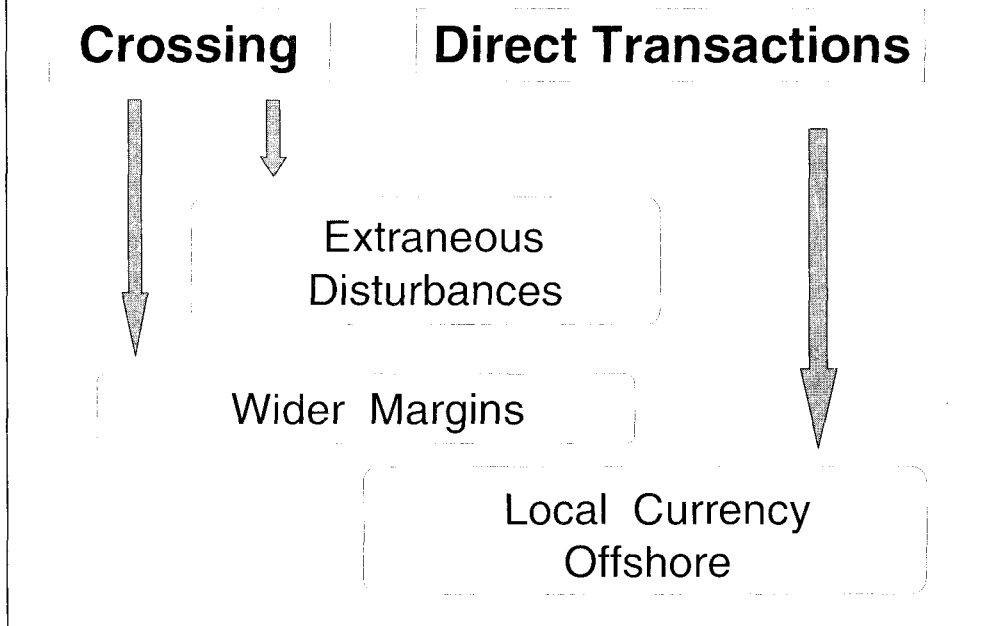
**Figure 21**

**Deals between Multinationals**

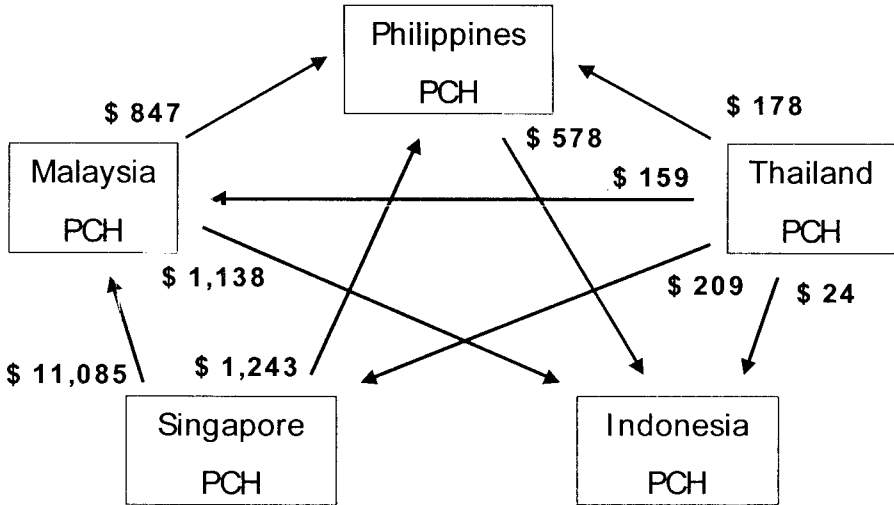


**Figure 22**

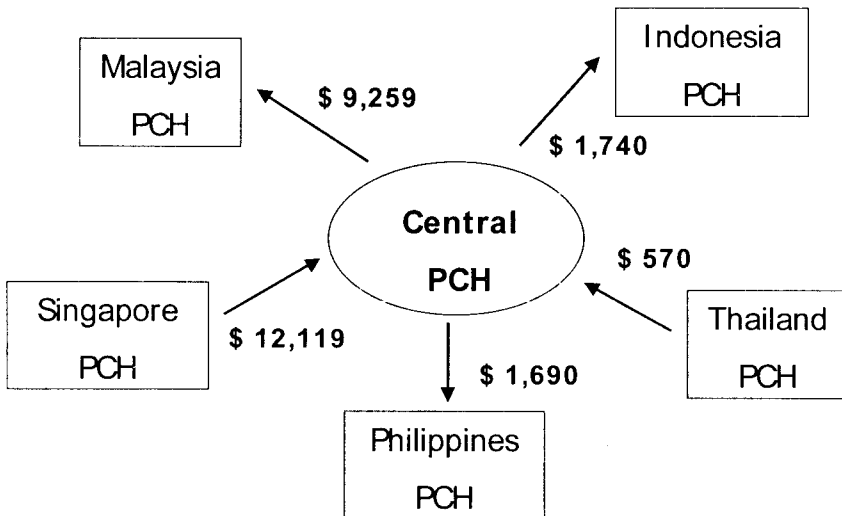
**Negative Effects**



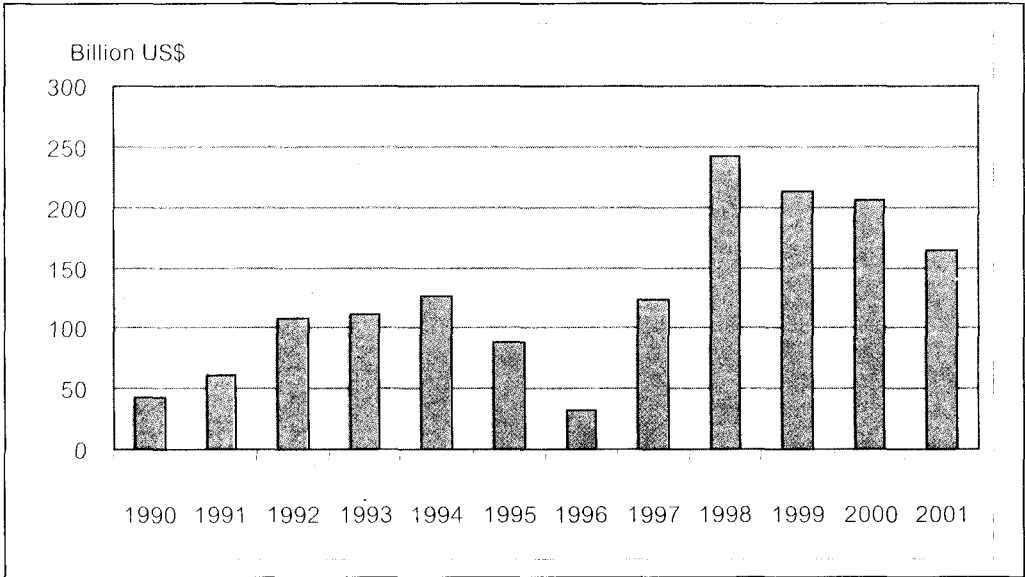
**Figure 23**  
**Bilateral Pure Clearinghouse**



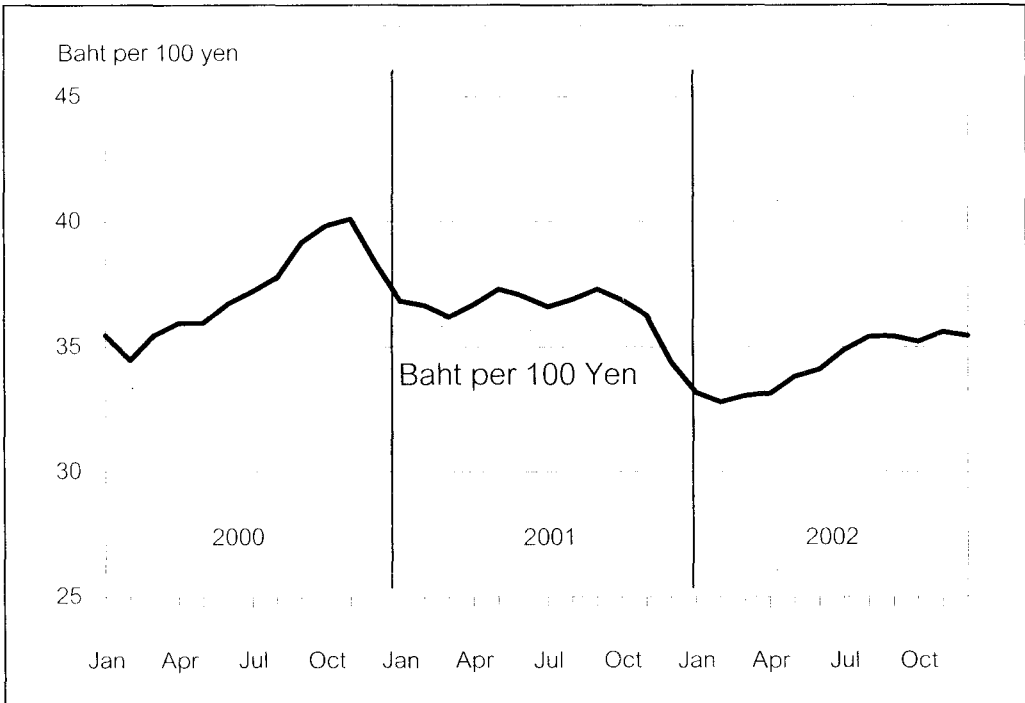
**Figure 24**  
**Multilateral Pure Clearinghouse**



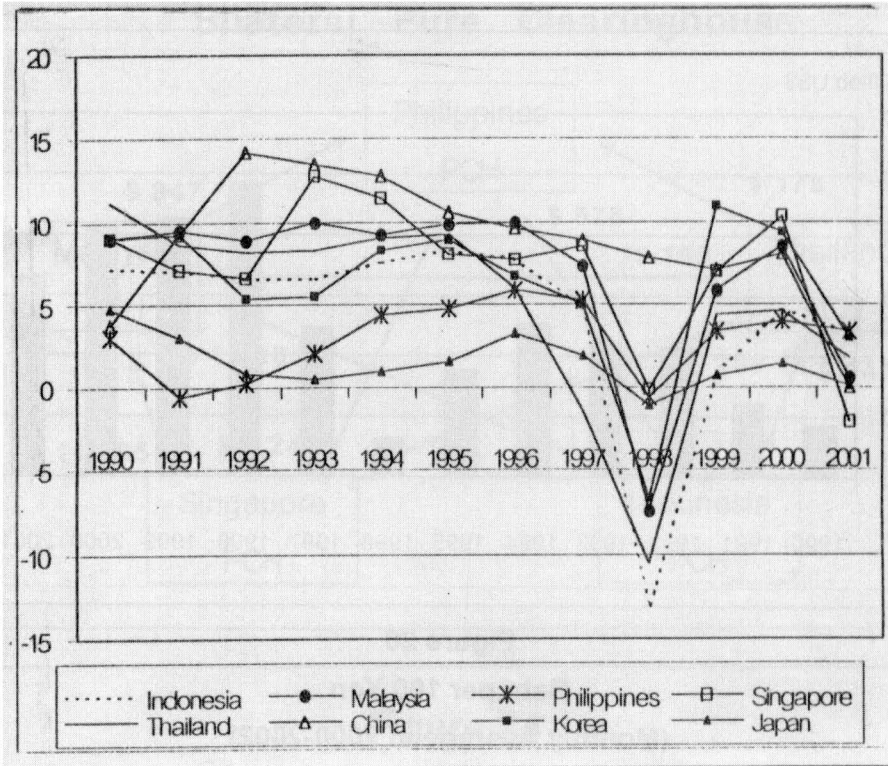
**Figure 25**  
**Aggregate Current Account of ASEAN+3**



**Figure 26**  
**Baht per 100 Yen**  
**(Monthly Average in 2000-2002)**

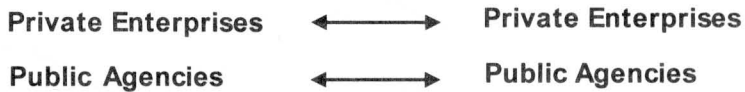


**Figure 27**  
**Real GDP Growth Rates**



**Figure 28**  
**Fund Recycling Routes**

**Beginning Points**



**Intermediary Points**



**End Points**



## **Figure 29**

### **Different Maturity Orientation**

**Bank Loans      →      Short-Term**

**Bonds and Equity      →      Long-Term**

## **Figure 30**

### **Prerequisites for Successful Development of Intraregional Bond Markets**

- **Stable macroeconomic environment**
- **Healthy government bond market**
- **No exchange controls**
- **Active and reliable local credit rating agencies**
- **Cautious surveillance and good corporate governance**
- **Complete restructuring of financial institutions**

## **Figure 31**

### **Items to be Harmonized**

- **Requirements on bond issuance and trading**
- **Directions and priorities of fiscal/monetary/exchange rate policies**

## **Figure 32**

### **Channels at the Beginning Stage**

1. **Cross-border bonds issued by sovereign authorities**
2. **Government guarantee offered to private bond issuers**
3. **East Asian Fund Recycling Agency to function as a private ADB**



## **Annex 1**

### **An Example of a Pure Clearinghouse**

Details of the recommended pure clearinghouse (PCH) scheme are presented below. It will not only describe the working mechanism but also give a numerical example of PCH between Thailand and Indonesia.

In this hypothetical case, no trade credit is present while other assumptions and figures are shown in Table 1. Chart 1 demonstrates a typical trade settlement ordinarily handled by commercial banks. Each scenario involves 2 days of trade transactions, thus allowing for possible appreciation or depreciation of baht in the second day. On day 1, Thai export worth \$80 and import worth \$100 are processed through Thai bank A and Thai bank B respectively, resulting in total fund transfer of \$180 in 2 cross-border transactions and a trade deficit of Thailand worth \$20. Local Thai banks (A and B) are assumed to charge their clients (traders) 0.25% commission on transferred amounts as transaction cost. As for the commission that their correspondent banks (Citibank and Chase) charge local banks, although actual charges are based upon the number of transactions and not the amounts involved, for the sake of simplicity these correspondent banks are hereby assumed to charge local banks 0.20% commission on cross-border transferred amounts. A similar event is to occur on day 2 with total fund transfer of \$90 in 2 cross-border transactions and a trade surplus of Thailand worth \$10. Altogether, total fund transfers amount to \$270 in 4 cross-border transactions with commission charges calculated in cases whereby the baht appreciates to 38 baht/US\$ or depreciates to 42 baht/US\$ in the second day (see Tables 2 and 3).

Under the PCH scheme, the PCH clears trade transactions within each country first and remits only the trade imbalance across country afterwards. The duration of settlement by PCH can be either short or long as desired. In the case of daily settlement as displayed in Chart 2, PCH (Thai)

sends \$20 to PCH (Indo) on day 1 and receives \$10 from PCH (Indo) on day 2. Altogether, total fund transfers amount to \$30 in 2 cross-border transactions. These are far less than the ordinary settlement, resulting in saving of transaction costs. Moreover, cross-border commission fee is expected to fall from 0.20% to 0.17% because PCH (Thailand) is a joint venture among several Thai commercial banks, so they can share the cost of aggregate PCH cross-border transactions. Besides, PCH (Thailand) and PCH (Indonesia) could also cooperate upon cost sharing (Table 7). Consequently, the lower cross-border transaction fee (from 0.20% to 0.17%) enables commercial banks in each country to reduce their commission charged upon traders from 0.25% to 0.23%. Overall, the PCH scheme helps curtail the transaction costs of both commercial banks and traders as shown in Tables 3, 5 and 6.

Chart 3 shows the case whereby the duration of netting via PCH is lengthened to 2 days, as many may argue that total trade transactions between Thailand and Indonesia within 1 day may not be large enough to such an extent that netting will yield any benefit. In the case of two-day settlement, the PCH scheme necessitates a buffer stock which cushions receipts from importers and payments to exports a day before the PCH settles the accumulated net balance. Chart 3 and Table 2 represent the likely case that when the duration of PCH settlement is lengthened, the amount after netting is smaller. So the PCH will not only remit less funds across border but also entail fewer cross-border transactions. Therefore, transaction costs are lowered benefiting all parties involved. However, longer duration of PCH settlement tends to require more buffer stock, especially in countries which enjoy continual trade surplus.

At this point, it should also be mentioned the PCH generates macro benefits as well, since less foreign exchange will be needed to fund international trade transactions, thus buttressing the country's foreign exchange reserves which represent an essential ingredient to preserve stability in the flexible exchange rate system.

The saving of transaction costs as a result of PCH will occur in both Thailand and Indonesia no matter how the baht exchange rate moves as shown in Tables 5 and 6. And the requirement of buffer stock (Table 4) will not create any difficulty because PCHs in different countries can cooperate with one another in sharing excess liquidity (received from importers) with liquidity shortage (because of payments to exporters). Besides, since commercial banks are primary shareholders of PCH, they can easily support the buffer stock, or even resort to buffer stock as one channel of lending at the time of liquidity glut.

The above hypothetical case is expected to demonstrate the benefits of PCH in both micro (pooling and netting foreign exchange positions of commercial banks before undertaking cross-country transactions, thus lowering transaction costs) and macro (reducing the need of foreign exchange for trade financing, thus strengthening the country's reserves) context. In short, these gains from PCH are derived from pooling and reducing international financial transactions when conducting inter-country transactions. The above model is also workable in the situation where international financial intermediaries charge a flat fee (\$10-15) per transaction, instead of a percentage of the amounts involved as assumed above.



**Table 2 Total Fund Transfer**

	Thailand						Indonesia					
	Ordinary Settlement		Settlement via PCH				Ordinary Settlement		Settlement via PCH			
			1-day		2-day				1-day		2-day	
	\$	Baht	\$	Baht	\$	Baht	\$	Rupiah	\$	Rupiah	\$	Rupiah
Baht appreciate	270	10,620	30	1,180	10	380	270	2,700,000	30	300,000	10	100,000
Baht depreciate	270	10,980	30	1,220	10	420	270	2,700,000	30	300,000	10	100,000

**Table 3 Commission Charges Collected from Each Party in 2 days**

(Thai in baht, Indo in rupiah)

	Thai Traders			Indo Traders			Thai bank A			Thai bank B			Indo bank K			Indo bank L		
	Ordinary case	via PCH		Ordinary case	via PCH		Ordinary case	via PCH		Ordinary case	via PCH		Ordinary case	via PCH		Ordinary case	via PCH	
		1-day	2-day		1-day	2-day		1-day	2-day		1-day	2-day		1-day	2-day		1-day	2-day
	Baht appreciate	26.55	24,426	24,426	6,750	6,210	6,210	10.2	8.67	8.67	11.04	9,384	9,384	2,800	2,380	2,380	2,600	2,210
Baht depreciate	27.45	25,254	25,254	6,750	6,210	6,210	10.6	9.01	9.01	11.36	9,656	9,656	2,800	2,380	2,380	2,600	2,210	2,210

**Table 4 Buffer Stock for 2-day Settlement via PCH**

(Thai in baht, Indo in rupiah)

		Thailand			Indonesia		
		Inflows	Outflows	Net	Inflows	Outflows	Net
Baht appreciate	Day 1	4,000	3,200	800	800,000	1,000,000	-200,000
	Day 2	1,520	1,900	-380	500,000	400,000	100,000
	Total	5,520	5,100	420	1,300,000	1,400,000	-100,000
Baht depreciate	Day 1	4,000	3,200	800	800,000	1,000,000	-200,000
	Day 2	1,680	2,100	-420	500,000	400,000	100,000
	Total	5,680	5,300	380	1,300,000	1,400,000	-100,000

**Table 5 Saving Derived from PCH (Thailand)**

(baht)

Thailand	Appreciate			Depreciate		
	Commission fees		Saving	Commission fees		Saving
	Base	PCH		Base	PCH	
Traders	26.55	24.426	2.124	27.45	25.254	2.196
Thai Bank A	10.2	8.67	1.53	10.6	9.01	1.59
Thai Bank B	11.04	9.384	1.656	11.36	9.656	1.704

**Table 6 Saving Derived from PCH (Indonesia)**

(Rupiah)

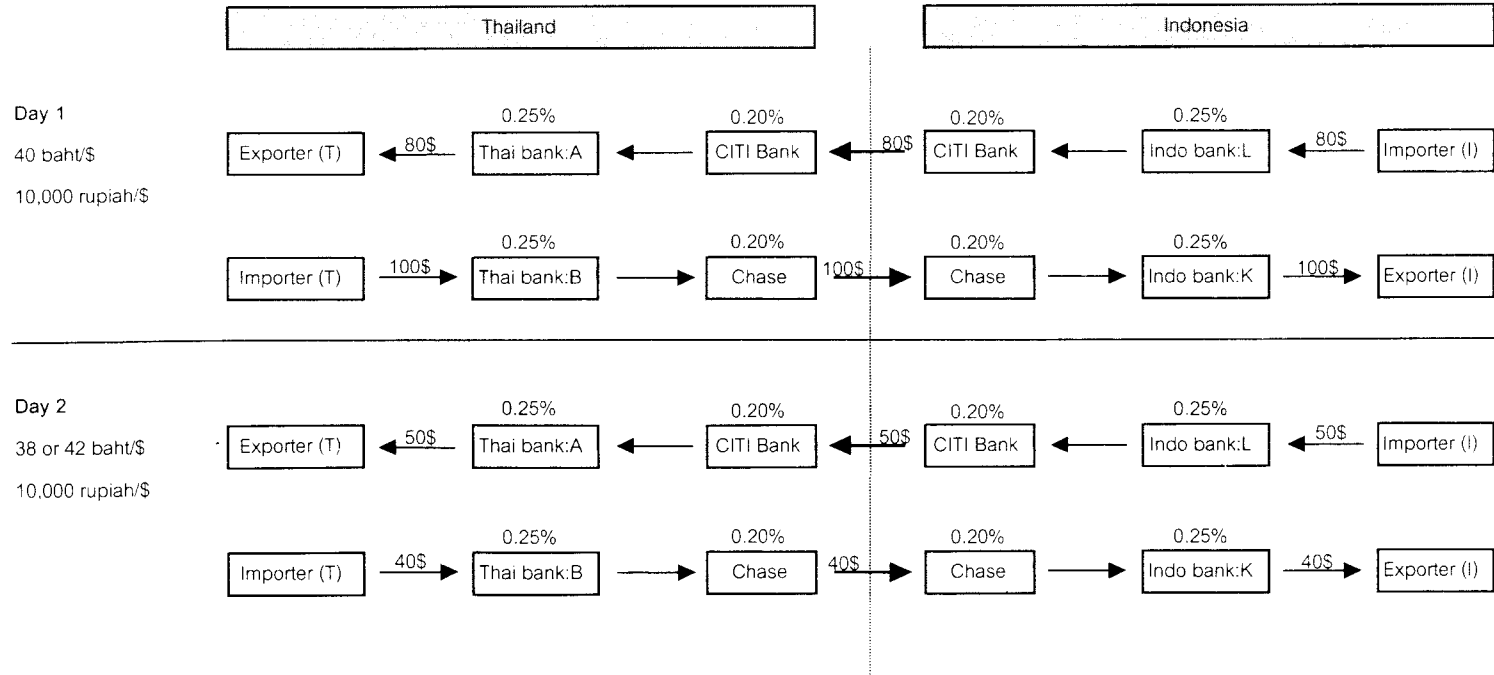
Indonesia	Appreciate			Depreciate		
	Commission fees		Saving	Commission fees		Saving
	Base	PCH		Base	PCH	
Traders	6,750	6,210	540	6,750	6,210	540
Indo Bank K	2,800	2,380	420	2,800	2,380	420
Indo Bank L	2,600	2,210	390	2,600	2,210	390

**Table 7 Commission Charged upon Each PCH**

Commission fees	PCH (T)		PCH (I)	
	1 day	2 days	1 day	2 days
Baht appreciate	0.885	0.285	225	75
Baht depreciate	0.915	0.315	225	75

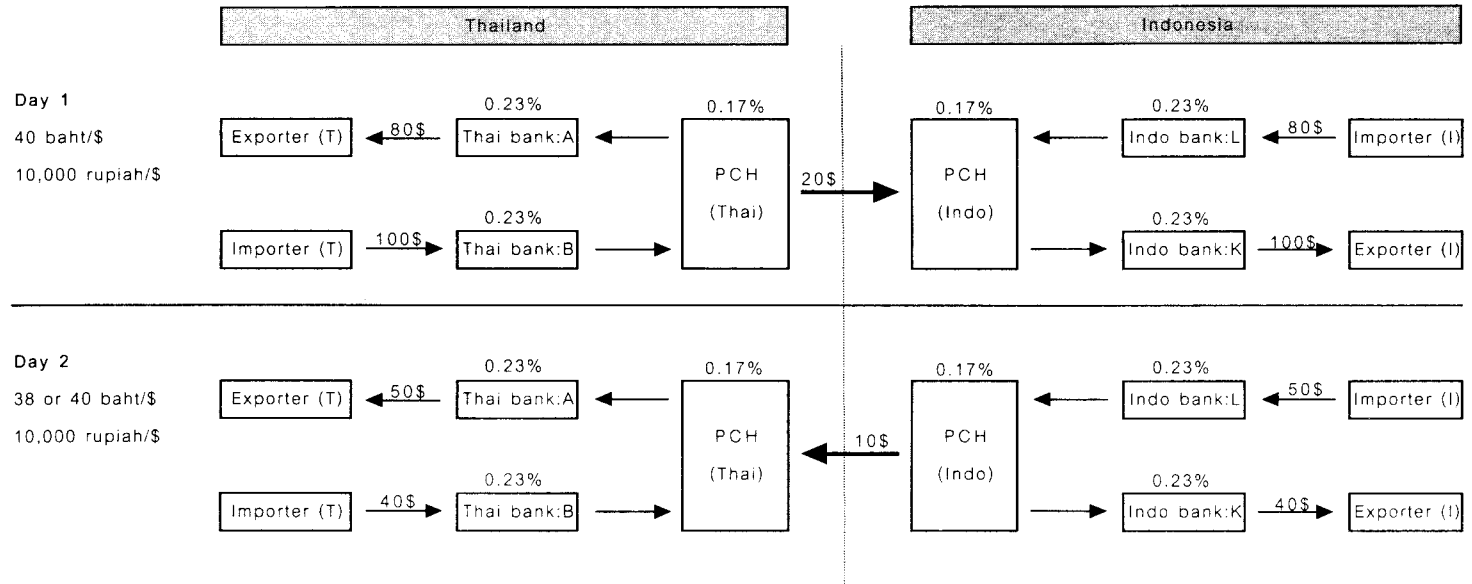
# Chart 1

## Ordinary Settlement via Commercial Banks



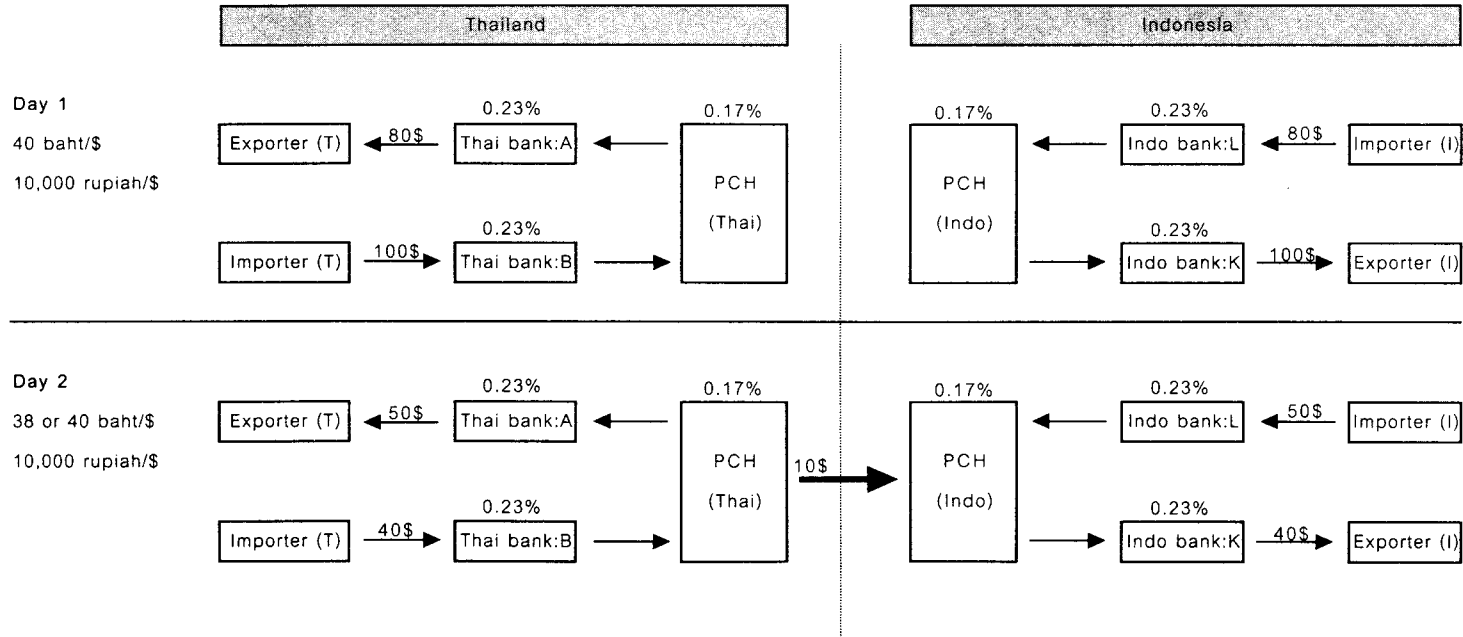
## Chart 2

### Daily Settlement via PCH





**Chart 3**  
**Two-day Settlement via PCH**



## Annex 2

### Trade Balances Among ASEAN 5 Countries

		Partners						
		1997	Thailand	Malaysia	Indonesia	Philippines	Singapore	Sum
H o s t s	Thailand	0	74	-17	317	3,667	4,041	
	Malaysia	-74	0	-599	109	9,521	8,957	
	Indonesia	17	599	0	646	n.a.	1,262	
	Philippines	-317	-109	-646	0	-304	-1,376	
	Singapore	-3,667	-9,521	n.a.	304	0	-12,884	

		Partners						
		1998	Thailand	Malaysia	Indonesia	Philippines	Singapore	Sum
H o s t s	Thailand	0	61	-55	223	2,466	2,695	
	Malaysia	-61	0	-850	-403	7,789	6,475	
	Indonesia	55	850	0	593	n.a.	1,498	
	Philippines	-223	403	-593	0	570	157	
	Singapore	-2,466	-7,789	n.a.	-570	0	-10,825	

		Partners						
		1999	Thailand	Malaysia	Indonesia	Philippines	Singapore	Sum
H o s t s	Thailand	0	-174	-164	9	1,415	1,086	
	Malaysia	174	0	-1,151	-656	8,127	6,494	
	Indonesia	164	1,151	0	650	n.a.	1,965	
	Philippines	-9	656	-650	0	1,194	1,191	
	Singapore	-1,415	-8,127	n.a.	-1,194	0	-10,736	

		Partners						
		2000	Thailand	Malaysia	Indonesia	Philippines	Singapore	Sum
H o s t s	Thailand	0	-159	-24	-178	-209	-570	
	Malaysia	159	0	-1,138	-847	11,085	9,259	
	Indonesia	24	1,138	0	578	n.a.	1,740	
	Philippines	178	847	-578	0	1,243	1,690	
	Singapore	209	-11,085	n.a.	-1,243	0	-12,119	

Source: Direction of Trade 2000, IMF.

### **Annex 3**

#### **Comments from the Workshop on PCH**

The following are comments from the Workshop on “The Pure Clearinghouse (PCH) Scheme: Promoting the Use of ASEAN Currencies in Intra-regional Trade and Business Transactions” sponsored by UNDP and held in Bangkok, Thailand on 20-21 November 2001. Participants included central bankers, commercial bankers, exporters, importers, and representatives of chambers of commerce in ASEAN member countries.

1. The financial sectors in different ASEAN countries have achieved different stages of development. So the PCH scheme is unlikely to be applicable to all ASEAN countries. Its usage should be “tailor-made” in accordance with the prevailing status of each country’s financial sector.

2. Central banks of different countries apparently play different roles. Therefore, the adoption of PCH should be “tailor-made” as well, depending upon the policy of each ASEAN member on the role of its central bank.

3. If exchange risks are to be handled easily and efficiently, the frequency of netting should be increased as much as possible. In the first stage of PCH, one-day settlement period is the most attractive.

4. The establishment of PCH should be undertaken as a pilot project with ASEANSEC acting as a center and coordinating agency. This PCH should be pursued by ASEAN-6 in a multi-track fashion which hinges upon each country’s readiness. Several parties in ASEAN (central banks commercial banks, chambers of commerce) have strong interest in setting up PCH because they can obtain various benefits from the netting process (e.g. cost reduction, more usable foreign exchange reserves). International financial organizations (IMF, IBRD, ADB) will have interest as well since they favor financial stability, especially with respect to exchange rates. Useful

advice should be tapped from foreign organizations' experts who have had long experience in dealing with similar clearinghouse to PCH such as CEDELBANK and Euroclear.

5. If the Bilateral Payment Arrangement (BPA) is compared with PCH, even though they may seem similar, the BPA have numerous shortcomings such as the following. BPA involves steps of government intervention and subsidy, e.g. specification of eligible items, credit guarantee, trade-financing credits extended by central banks, limit on the number of commercial banks which can participate, generating moral hazard upon commercial banks as well as traders.

6. PCH should take the following precautions.
- (a) Time lag is definitely meaningful in international transfers of funds. So those transfers should not be carried out via New York accounts or offices. Instead, they should be completed in one or the same day in ASEAN countries. And the Central PCH office of multilateral interaction and settlement must be located only in the ASEAN area.
  - (b) Some multinational commercial banks have already undertaken internal netting within themselves.
  - (c) If some shareholders of pure clearinghouses are traders (exporters or importers), some conflict of interests may emerge because on one hand, traders ordinarily wish the PCH to maximize netting so as to achieve cost reduction. On the other hand, traders as PCH shareholders may also desire to maximize their profits from more commission charges which mean less netting or more frequent transactions. So organizers of the PCH system should be careful about who will be proper major shareholders of PCH.

## References

- ADB (2002): "Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia (Summary Report)." Asian Development Bank, Manila, May.
- Bryant, Ralph C. (2001): "Cross-Border Financial Interdependence: Helpful and Hazardous." *Brookings Review*, Vol.19, No.4, Fall, p.6-9.
- Chui, Michael, Richard Morris and Georges Pineau (2002): "The European Experience with Monetary and Exchange Rate Co-operation: Potential Lessons for Asia?" European Central Bank, April.
- Fabella, Raul (2002): "Monetary Cooperation in East Asia: A Survey." ERD Working Paper No.13, Asian Development Bank, Manila, May.
- Henning, C. Randall (2002): *East Asian Financial Cooperation*. Institute for International Economics, Washington, D.C., September.
- KIEP (2002): *Currency Union in East Asia*. Korea Institute for International Economic Policy, November.
- Madhur, Srinivasa (2002): "Costs and Benefits of A Common Currency for ASEAN." ERD Working Paper No.12, Asian Development Bank, Manila, May.
- Park, Yung Chul and Yunjong Wang (2002): "Can East Asia Emulate European Economic Integration?" KIEP Discussion Paper 02-09, Korea Institute for International Economic Policy, Seoul, November.
- Rana, Pradumna B. (2002): "Monetary and Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond." ERD Working Paper Series No.6, Asian Development Bank, Manila, February.

- REMU (2002): *Bond Market Development in East Asia: Issues and Challenges*. Asian Development Bank, Manila, May.
- Rhee, S. Ghon (2000): "Regionalized Bond Markets: Are the Region's Markets Ready?" Paper presented at the Asian Development Forum on Strengthening Regional Financial Architecture, Singapore, June 7-8.
- Sussangkarn, Chalongphob (2002): "East Asian Financial Cooperation: An Assessment of the Rationales." Paper presented at a Conference on East Asian Cooperation, organized by the Institute of Asia Pacific Studies and the Center for APEC & East Asian Cooperation, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 22-23 August.
- Vichyanond, Pakorn (1999): "Measures for Stabilization of Currencies in East Asia and Establishment of a Regional Monetary System." Paper presented at the Institute for International Monetary Affairs, Tokyo, 23 March.
- Vichyanond, Pakorn (1999): Country Paper presented at the Asian Institute of Development Communication conference on "A Common Currency for East Asia: Dream or Reality?" Penang, Malaysia, 5 August.
- Vichyanond, Pakorn, Chayodom Sabhasri and Yos Vajragupta (2002): "Policy Recommendations on the Use of ASEAN Currencies for Trade Settlements and Regional Business Transactions." Report prepared for the ASEAN Secretariat, Thailand Development Research Institute, Bangkok, January.

# การเชื่อมตลาดเงินทุนใน ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ด้วยกัน

## 1. บทนำ

1. งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งหวังที่จะหาคำตอบให้แก่คำถามหรือข้อข้องใจหลายประการเกี่ยวกับภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียง (EA) ดังเช่นต่อไปนี้

1.1 แนวโน้มของการค้าระหว่างประเทศและนโยบายเงินทุนใน EA เป็นอย่างไรในช่วงก่อนและหลังภาวะวิกฤติในปี 2540

1.2 เสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงทางด้านเงินตราต่างประเทศของประเทศใน EA มีมากน้อยเพียงไร

1.3 ทางเลือกของกลไกการจัดเงินทุนให้แก่การค้าหรือชำระเงินระหว่างประเทศมีอะไรบ้าง รวมถึงความเป็นไปได้และข้อดีข้อเสียของกลไกเหล่านั้น

1.4 สกูลเงินร่วมกันและดัชนีสกูลเงิน

1.5 การหมุนเวียนเงินทุนภายในภูมิภาค

1.6 ช่องทางอื่นๆ ของความร่วมมือทางการเงินภายในภูมิภาค

2. ก่อนที่จะเจาะลึกลงไปในหัวข้อที่กล่าวข้างต้น เราควรทบทวนเหตุผลเบื้องต้นของความร่วมมือทางการเงินภายใน EA ตามผลการศึกษาของ ดร.ฉลองภพ สุสังกร์กาญจน์ (2002) เหตุผลหลัก 4 ประการของความร่วมมือทางการเงินระหว่างประเทศใน EA มีดังนี้

2.1 เพื่อป้องกันมิให้เกิดภาวะวิกฤติอีกครั้ง

2.2 เพื่อต่อสู้หรือบริหารภาวะวิกฤติได้ดีกว่าเดิมหากเกิดขึ้นอีก

2.3 เพื่อมีอิทธิพลมากขึ้นต่อสภาวะแวดล้อมทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อภูมิภาค

2.4 เพื่อสนับสนุนการรวมตัวทางเศรษฐกิจภายในภูมิภาค

3. ถึงแม้ว่าไม่นานมานี้แนวโน้มของโลกาภิวัตน์และการเปิดเสรีจะช่วยเพิ่มแรงแข่งขันและการขยายตัวของเศรษฐกิจทั่วโลก แต่แนวโน้มนี้ก็เพิ่มความเปราะบางให้แก่เศรษฐกิจของ EA เช่นกันโดยเฉพาะใน 2 แ่งมุม ได้แก่ การค้าระหว่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยน บทต่อไปนี้จะศึกษาใน 2 แ่งมุมนี้อย่างละเอียด ประเมินดูว่าประเทศใน EA ควรบริหารมันอย่างไร และตรวจสอบดูว่าการเชื่อมภูมิภาคเข้าด้วยกันในแง่การเงินจะช่วยลดความเปราะบางทางเศรษฐกิจนี้ลงได้บ้างไหม

## 2. ข้อเปรียบเทียบระหว่างทวีปเอเชียและยุโรป

4. ผลลัพธ์ของวิกฤติการณ์ทางการเงินของเอเชียในปี 2540 และการเริ่มใช้สกุลเงินยูโรในปี 2542 กระตุ้นให้ผู้วางนโยบายไตร่ตรองว่าการเดินตามแนวทางปฏิบัติของประเทศในยุโรป จะช่วยให้ประเทศใน EA หลีกเลียงปัญหาหรือความลำบากทางเศรษฐกิจทุกประเภทได้หรือไม่ หากคำตอบคือไม่ จะมีช่องทางที่คล้ายคลึงกันซึ่งสามารถทำหน้าที่เป็นฉนวนป้องกันอันตรายให้แก่เศรษฐกิจของ EA ใหม่ ก่อนอื่น เราควรศึกษาถึงประสบการณ์ของยุโรป การเชื่อมโยงเศรษฐกิจของทวีปยุโรปได้ช่วยให้ประเทศสมาชิกของเขตยูโร (EU) ประสบความสำเร็จในหลายแง่มุมดังเช่นต่อไปนี้ ประการแรก การเปิดเสรีกลไกตลาดและการใช้แนวทางการควบคุมอันเดียวกันพร้อมทั้งต้นทุนที่ต่ำลงอันเนื่องมาจากการร่วมใช้เงินสกุลเดียวกันได้ขยายขอบเขตของการค้าและการลงทุน ทำให้เกิดการประหยัดเพราะขนาดที่ใหญ่ขึ้นและประสิทธิภาพที่สูงขึ้น ประการที่สอง การเชื่อมสกุลเงินเข้าด้วยกันได้ทำหน้าที่เป็นตัวกระตุ้นที่มีอิทธิพลมากต่อการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างให้มีประสิทธิผลดีขึ้นโดยเฉพาะในตลาดเงินทุน สกุลเงินยูโรได้กลายเป็นทางเลือกที่น่าสนใจทดแทนดอลลาร์ สรอ. ในการออกพันธบัตรระหว่างประเทศโดยเฉพาะที่ออกโดยบริษัทเอกชน ตลาดทุนก็มีวิวัฒนาการอย่างรวดเร็วเช่นกัน ประการที่สาม ในการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของยูโร ประเทศสมาชิกได้ตัดสินใจเลือกใช้ขั้นต้นตอนการประสานงานระหว่างประเทศอย่างครบถ้วนมากขึ้น นำแปลกใจที่ประเทศสมาชิกหลายประเทศมีความเห็นสอดคล้องกันเกี่ยวกับความจำเป็นที่จะต้องใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่รอบคอบและปฏิรูปโครงสร้างพื้นฐานของตลาดสินค้า แรงงาน และการเงิน ประการที่สี่ การกำจัดความแปรปรวนของอัตราแลกเปลี่ยนช่วยลดความเสี่ยง สนับสนุนให้มีการค้าระหว่างประเทศมากขึ้น พร้อมทั้งช่วยยืดอายุของเสถียรภาพของราคาด้วย ในขณะที่เดียวกัน ข้อลบของการเชื่อมโยงเศรษฐกิจในยุโรป



ดูจะมีน้อย เพราะแม้ว่าประเทศสมาชิกจะต้องใช้นโยบายการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนร่วมกัน แต่ประเทศสมาชิกก็มีอิสรภาพของตนเองเกี่ยวกับการเลือกใช้นโยบายการคลังและโครงสร้างพื้นฐาน สิ่งที่จะศึกษาต่อไปนี่คือ ความคล้ายคลึงและความแตกต่างระหว่างภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และยุโรป

5. ประเทศสมาชิกแต่ละประเทศในทั้งสองภูมิภาคไม่มีทรัพยากรธรรมชาติที่พร้อม ประเทศเหล่านั้นจึงสนใจเป็นอันมากที่จะเปิดการค้าและการเงินระหว่างประเทศ ทั้งสองภูมิภาคได้ประสบปัญหาอย่างรุนแรงอันเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ สกุลเงิน และการธนาคาร ในช่วงทศวรรษ 2533-42 ทั้งสองภูมิภาคจึงปรารถนาที่จะควบคุมแรงผลักดันจากโลกาภิวัตน์ทางด้านเศรษฐกิจและการเงินให้ได้มากขึ้น ทั้งนี้เพื่อที่จะสร้างระบบเศรษฐกิจและการเงินที่มีเสถียรภาพซึ่งจะไปหนุนหลังการเติบโตทางเศรษฐกิจที่รวดเร็วและยั่งยืนในขณะที่ปรับปรุงสวัสดิการไปด้วย ทั้งสองภูมิภาคมีโครงสร้างทางสังคมที่ค่อนข้างซับซ้อนจึงทำให้การต่อสู้กับพลังจากโลกาภิวัตน์นั้นค่อนข้างลำบากหรือมีราคาสูง ประเทศเหล่านั้นหาช่องทางที่จะรักษาข้อดีของระบบเศรษฐกิจและสังคมที่ซับซ้อนโดยพยายามที่จะรักษาความสามารถในการปรับตัวท่ามกลางสถานการณ์ที่มีวิวัฒนาการค่อนข้างรวดเร็ว

6. ในขณะเดียวกันภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ต่างก็ต่างกันมากในหลายแง่มุม ความหลากหลายทางเศรษฐกิจของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้นั้นมีมากกว่า ประกอบด้วยประเทศที่มีสภาพเศรษฐกิจที่ทันสมัยมากๆ ไปจนถึงประเทศที่ยังยากจนแร้นแค้นอยู่กับโครงสร้างเศรษฐกิจดั้งเดิมหรือชนบท ในทางตรงกันข้าม EU เป็นกลุ่มประเทศที่มีฐานะใกล้เคียงกันในแทบทุกแง่มุมตามสถิติจากธนาคารโลก ในปี 2542 รายได้ประชาชาติต่อหัวของประเทศที่รวยที่สุด (ลักเซมเบิร์ก 38,247 ดอลลาร์ สรอ.) อยู่ในระดับ 162% สูงกว่าของประเทศที่จนที่สุด (กรีซ 14,595 ดอลลาร์ สรอ.) แต่ในเอเชีย ส่วนต่างระหว่างประเทศที่รวยที่สุด (สิงคโปร์ 27,024 ดอลลาร์ สรอ.) และที่จนที่สุด (เขมร 1,286 ดอลลาร์ สรอ.) นั้นสูงถึงระดับ 2,001% ส่วนต่างของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กว้างกว่าของยุโรปมากๆ นี้เกิดขึ้นทั้งก่อนและหลังภาวะวิกฤติในปี 2540 (ตารางที่ 1) ในทำนองเดียวกัน ประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ด้วยตนเองแตกต่างจากกันมากกว่าประเทศในยุโรปในแง่การเปิดประเทศหรือสัดส่วนการค้ากับต่างประเทศต่อรายได้ประชาชาติ (ตารางที่ 2) นอกจากนั้นประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ยังเข้มงวดกับมาตรการควบคุมปริวรรตเงินตรากว่าประเทศในยุโรปอีกด้วย (ตารางที่ 3) โอกาสจึงดูว่าจะน้อยที่ประเทศในเอเชีย

ตะวันออกพร้อมหรือยินดีที่จะใช้เงินสกุลเดียวกันในอนาคตอันใกล้ เนื่องจากระบบเศรษฐกิจแบบแผนการค้า และระดับการพัฒนาในภูมิภาคเอเชียตะวันออกมีความแตกต่างหรือห่างกันภายในภูมิภาคด้วยกันเองกว่าของยุโรปเป็นอันมาก จึงไม่น่าแปลกใจที่รัฐบาลของประเทศในเอเชียตะวันออกนิยมนโยบายที่แตกต่างกันทั้งในแง่ความเร็ว ขนาด และทิศทางของมาตรการรัฐและความร่วมมือระหว่างประเทศ หัวข้อที่จะให้ความสนใจต่อไปนี้เป็น ประสพการณ์ของ EU เกี่ยวกับการเชื่อมเศรษฐกิจในภูมิภาคเพื่อเป็นบทเรียนแก่ผู้วางนโยบายสำหรับเอเชียตะวันออก

7. บทเรียนที่สำคัญ 4 ประการคือ **ประการแรก** การเปลี่ยนแปลงในแง่การเชื่อมโยงเศรษฐกิจในภูมิภาคจะต้องสอดคล้องกับข้อตกลงระหว่างชาติหรือพหุภาคี **ประการที่สอง** ทุกฝ่ายต้องระมัดระวังเป็นที่สุดเมื่อผูกค่าเงินสกุลใดสกุลหนึ่งกับสกุลหลักนอกภูมิภาค ตัวอย่างที่ชัดเจนในแง่นี้คือสถานการณ์ก่อนปี 2540 เมื่อหลายสกุลเงินของเอเชียถูกผูกไว้กับค่าเงินดอลลาร์ สรอ. **ประการที่สาม** ความร่วมมือกันทางด้านนโยบายเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่ง ตามที่เห็นได้จากภาวะวิกฤติของยุโรปในปี 2535-36 แม้ประเทศในยุโรปต้องการที่จะรวมตัวกันเพื่อมีฐานะทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็งและมีเสถียรภาพมากขึ้น แต่ข้อตกลงทางการเงิน (ในแง่ที่ว่าการโยกย้ายเงินทุนกระทำได้ดีเสรีมากขึ้น) ไม่ประสบผลสำเร็จ เพราะข้อตกลงเหล่านั้นไม่ได้รับการหนุนหลังจากนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่สอดคล้องกันและการปฏิรูปโครงสร้างพื้นฐานที่เพียงพอ **ประการที่สี่** ต้องมีการจัดตั้งหน่วยงานกลางเพื่อติดตามและกำกับดูแลให้มีการนำมาตรการตามที่ตกลงกันไว้ก่อนหน้านั้นออกใช้ มาตรการเหล่านี้รวมถึงหลายด้าน เช่น นโยบายเศรษฐกิจมหภาค ภาคการเงิน กฎเกณฑ์การค้ากับต่างประเทศ และการโยกย้ายเงินทุน จุดประสงค์หลักของการมีนโยบายร่วมมือกันพร้อมทั้งติดตามสถานการณ์คือ เพื่อลดความเปราะบางทางการเงินและเพื่อให้ได้มาซึ่งเสถียรภาพทางการเงินมหภาคที่ยั่งยืน ในเมื่อประเทศสมาชิกของ ASEAN+3 มีข้อแตกต่างกันมากดังที่กล่าวข้างต้น บทเรียนทั้งสี่ประการนี้สื่อความหมายว่าแม้การค่อยเป็นค่อยไปจะเป็นช่องทางเดียวที่จะเลือกใช้ได้ แต่ผู้เกี่ยวข้องยังคงต้องเข้มงวดเกี่ยวกับการปฏิบัติตามกฎหรือข้อตกลงร่วมกัน

### 3. เสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงทางด้านเงินตราต่างประเทศ

8. ตั้งแต่จุดเริ่มต้นของทศวรรษที่ 2533 กระแสเคลื่อนโลกาภิวัตน์และการเปิดเสรีทางการเงินได้กระตุ้นบัญชีการค้าและเงินทุนของประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ออกเป็นอันมากรวมถึงภาคการเงินด้วย ตามที่แสดงในตารางที่ 4 และ 5 (ภาพที่ 1 และ 2) สัดส่วนการส่งออก/ผลผลิตประชาชาติและการนำเข้า/ผลผลิตประชาชาติของประเทศใน ASEAN+3 เพิ่มสูงขึ้นอย่างไม่เคยผันผวน ในขณะเดียวกัน การโยกย้ายเงินทุนก็ช่วยเอื้ออำนวยแก่การค้าขายระหว่างประเทศพร้อมทั้งเพิ่มระดับทุนสำรองเงินตราต่างประเทศเป็นอันมากเมื่อเทียบกับการนำเข้า (ตารางที่ 6 ภาพที่ 3) แต่โชคร้ายคือระหว่างปี 2533-39 อัตราแลกเปลี่ยนของเงินใน ASEAN+3 ถูกผูกไว้กับดอลลาร์ สรอ. อย่างเหนียวแน่นและต่อเนื่อง ดังนั้นเมื่อตลาดต่างประเทศไม่เอื้ออำนวยแก่สินค้าออกในขณะที่การลงทุนภายในประเทศแบบพึ่งตนเองก็ยังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศใน ASEAN+3 จึงขยายตัวอย่างอันตราย (ตารางที่ 8 ภาพที่ 4) ก่อนที่ภาวะวิกฤติทางการเงินของเอเชียจะปะทุขึ้นในปี 2540

9. หลังจากที่หน่วยงานกลางของประเทศใน ASEAN+3 ตัดสินใจปล่อยลอยตัวค่าเงินของตนออกจากดอลลาร์ สรอ. เงินทุนจำนวนมากที่หมุนเวียนอย่างคล่องตัวในตลาดโลกทำให้อัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินใน ASEAN ผันผวนเป็นอันมาก ดังที่แสดงในภาพที่ 5 ค่าเงินบาทแปรผันจาก 24 บาท/ดอลลาร์ สรอ. ในเดือนมิถุนายน 2540 ไปถึง 52 บาท/ดอลลาร์ สรอ. ในเดือนมกราคม 2541 ในขณะที่ค่าเงินรูเปียอินโดนีเซียเคลื่อนไหวจาก 2,506 รูเปีย/ดอลลาร์ สรอ. ในเดือนกรกฎาคม 2540 ไปถึง 14,228 รูเปีย/ดอลลาร์ สรอ. ในเดือนกรกฎาคม 2541

10. ในแง่เทคนิคแล้ว เราสามารถวัดปริมาณความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนได้ด้วย coefficient of variation (CV) หรืออัตราส่วนของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ต่อค่าเฉลี่ย (mean) เป็นร้อยละสำหรับแต่ละช่วงเวลา ภาพที่ 6 แสดงว่าความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้อาจพุ่งขึ้นอย่างน่าตื่นตระหนกหลังจากภาวะวิกฤติทางการเงินในปี 2540 ก่อนหน้านั้น ค่า CV รายเดือนของประเทศอินโดนีเซีย ไทย เกาหลี และมาเลเซียอยู่ภายในช่วง 0-1.5% เสมอมา แต่หลังจากกลางปี 2540 ค่า CV ของประเทศเหล่านั้นพุ่งสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ กล่าวคือ มาเลเซีย 5.5% ในเดือนมกราคม 2541 ไทย 6.1% ในเดือน

มีนาคม 2541 เกาหลี 16.5% ในเดือนธันวาคม 2540 และอินโดนีเซีย 28.1% ในเดือนมกราคม 2541 ค่า CV ที่สูงเป็นประวัติการณ์เช่นนี้ชี้แนะว่าการค้าขายของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้กับต่างชาติ ต้องประสบความลำบากอย่างรุนแรงมาก เพราะความไม่แน่นอนของอัตราแลกเปลี่ยนนำมาทั้ง ความเสี่ยงและส่วนขาดทุน ดังนั้นจึงควรพิจารณาอย่างถี่ถ้วนว่าอะไรคือปัจจัยสำคัญที่กระตุ้น ให้อัตราแลกเปลี่ยนผันผวนมากถึงขนาดนั้น

11. โดยปกติ อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดจะเป็นผลมาจากการซื้อขายเงินตราต่างประเทศ สำหรับรายการทั้งในบัญชีเดินสะพัดและบัญชีเงินทุน แต่การไหลของเงินทุนมักจะผันผวนมากกว่า จึงก่อให้เกิดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนมากกว่ารายการในบัญชีเดินสะพัด สาเหตุหลัก ที่การไหลของเงินทุนมีอิทธิพลอย่างรุนแรงต่ออัตราแลกเปลี่ยนคือ องค์ประกอบของเงินทุนนั้นมี ทั้งเพื่อเกื้อหนุนการค้าระหว่างประเทศและเพื่อการลงทุนพร้อมทั้งเก็งกำไร

12. สิ่งที่ทำให้กระแสเงินทุนผันผวนอย่างรวดเร็วและน่าสะพรึงกลัวนั้นเป็นเพราะกระแส เงินทุนมิได้ขึ้นอยู่กับเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนแต่อย่างเดียว ปัจจัยอื่นๆ อีกหลายตัวรวม ถึงความมากน้อยของความเชื่อมั่นก็มีอิทธิพลต่อการหมุนเวียนของเงินทุนเช่นกัน ตัวอย่างเช่น ตามผลการสำรวจเมื่อไม่นานมานี้ปัจจัย 7 ตัว (ซึ่งไม่ค่อยคงที่หรืออยู่ตัวแล้วแต่การตีความหมาย) ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนเป็นอันมาก

12.1 เสถียรภาพทางการเมือง

12.2 ความสามารถของทีมบริหารงานเศรษฐกิจ

12.3 บัญชีกับต่างประเทศรวมถึงดุลการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัด และดุลการชำระเงิน

12.4 ประสิทธิภาพและเสถียรภาพในระบบการเงิน

12.5 ปริมาณทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ

12.6 คุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน

12.7 ความสอดคล้องหรือเหนียวแน่นของนโยบาย

13. รูปแบบของเงินทุนก็ควรได้รับความสนใจเช่นกันเพราะเงินทุนในรูปแบบที่ต่างกัน มักมีความคล่องตัวในการเคลื่อนไหวต่างกัน จึงส่งผลกระทบต่อความผันผวนของอัตรา แลกเปลี่ยน เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศคล่องตัวน้อยที่สุดในขณะที่เงินลงทุนในตลาด

หลักทรัพย์และเงินให้กู้มีความคล่องตัวมากขึ้นตามลำดับ ในช่วงปี 2533-39 ASEAN และ  
เกาหลีเข้าพึ่งหนี้ระยะสั้นเป็นอันมาก ซึ่งเพิ่มความคล่องตัวให้แก่การโยกย้ายเงินทุนข้าม  
ประเทศ ต่างจากจีนและเวียดนามซึ่งพึ่งเงินลงทุนโดยตรงมากกว่าเงินประเภทอื่น ตามที่แสดง  
ในตารางที่ 9 และภาพที่ 7 สัดส่วนหนี้ต่างประเทศที่มีอายุสั้นของ ASEAN+3 พุ่งสูงขึ้นอย่างน่า  
ตกใจ: ของมาเลเซียจาก 12% ในปี 2533 เป็น 27% ในปี 2539 ของไทยจาก 29% เป็น 39%  
และของอินโดนีเซียจาก 15% เป็น 25% ระหว่างช่วงเวลาเดียวกัน ในระหว่างนี้ทุนสำรอง  
เงินตราต่างประเทศวิ่งตามหนี้ต่างประเทศระยะสั้นไม่ทัน อัตราส่วนหนี้คงค้างระยะสั้นต่อ  
ทุนสำรองจึงพุ่งขึ้นอย่างน่าตกใจเช่นกัน (ภาพที่ 8): ของมาเลเซียจาก 19% ในปี 2533 เป็น  
40% ในปี 2539 ของไทยจาก 58% เป็น 110% และของอินโดนีเซียจาก 130% เป็น 167%  
ระหว่างช่วงเวลาเดียวกัน

14. การเข้าพึ่งเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศเป็นอันมากตามที่กล่าวข้างต้นทำให้  
ความเปราะบางสูงขึ้น เพราะประเทศลูกหนี้จำเป็นต้องบริหารภาวะเศรษฐกิจของตนให้ดีพออยู่  
อย่างต่อเนื่อง มิเช่นนั้นแล้วความเชื่อมั่นของเจ้าหนี้อาจสั่นคลอนและความไม่เต็มใจที่จะ  
ต่ออายุหนี้ อาจก่อความลำบากแก่ลูกหนี้ได้ง่าย ปัญหาที่แท้จริงได้เกิดขึ้นในปี 2540 เมื่อตลาด  
ส่งออกของไทยชะงักงันเนื่องมาจากอุปสงค์ในตลาดโลกอ่อนตัวลง ในขณะนั้นการนำเข้าของ  
ไทยก็ยังขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ทำให้ส่วนขาดดุลเดินสะพัดเพิ่มขึ้นอย่างน่าวิตก ในเวลาเดียวกัน  
อัตราเงินเฟ้อก็เพิ่มขึ้นจึงลดความสามารถของไทยในการแข่งขันกับตลาดโลก จึงไม่น่าแปลกใจ  
ที่ทั้งเจ้าหนี้และนักเก็งกำไรเริ่มข้องใจในความสามารถของไทยในการรับภาระหนี้ต่างประเทศ  
อีกนัยหนึ่งคือความน่าเชื่อถือทางเครดิตของไทยเริ่มสั่นคลอน นอกจากนั้น ฐานะที่เสื่อมลงของ  
สถาบันการเงินไทยพร้อมทั้งระดับสินเชื่อที่ไม่สร้างรายได้ (NPL) ที่สูงขึ้นทำให้ความเชื่อมั่นของ  
นักลงทุนต่างประเทศลดน้อยลงด้วย ภาพพจน์ที่แย่งพร้อมทั้งภาระหนี้ต่างประเทศเป็นจำนวน  
มากทำให้เงินทุนไหลออกเป็นอันมากจนธนาคารแห่งประเทศไทยเห็นว่าไม่สามารถรักษาระบบ  
อัตราแลกเปลี่ยนที่เกาะติดอยู่กับตะกร้าเงินดังเช่นเดิมต่อไปได้ ค่าเงินบาทจึงถูกประกาศให้ลอย  
ตัวตั้งแต่วันที่ 2 กรกฎาคม 2540 วิกฤติการณ์ทางการเงินที่รุนแรงนี้มีได้โจมตีไทยอยู่แต่เพียง  
ประเทศเดียว ภาวะเช่นเดียวกันได้แพร่กระจายไปยังหลายประเทศเพื่อนบ้านของไทยที่ถือหนี้  
ต่างประเทศสุทธิอยู่เป็นอันมาก จึงแสดงให้เห็นถึงผลสะท้อนกลับของความเชื่อมั่นที่อ่อนตัวลง

15. กระแสเงินทุนที่ไหลออกได้ลดฐานหนี้สินต่างประเทศหรืออัตราส่วนหนี้ต่างประเทศต่อทุนสำรองของประเทศ ASEAN ลงมาก (ตารางที่ 10 ภาพที่ 9) อย่างไรก็ตามปริมาณหนี้ต่างประเทศคงค้างยังสูงอยู่ บทเรียนที่ชัดเจนจากภาวะวิกฤติทางเศรษฐกิจของเอเชียในครั้งนี่คือการถือความเสี่ยงทางด้านเงินตราต่างประเทศมากสามารถก่อแรงกดดันที่รุนแรงได้เนื่องมาจากอิทธิพลของความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและการแข่งขันที่รุนแรงพร้อมทั้งความไม่แน่นอนในตลาดโลกในปัจจุบัน

16. ท่ามกลางบรรยากาศที่น่าสะพึงกลัวเช่นนั้นปริมาณการค้าที่ ASEAN+3 ค้าขายกับตลาดโลกสูงถึง 40% ของปริมาณการค้าของโลก (ตารางที่ 11) และภายในยอดการค้าของ ASEAN+3 ที่สูงเช่นนั้น ประเทศเหล่านี้ค้ากันเองเป็นจำนวนที่เพิ่มขึ้นด้วย (ภาพที่ 10) ดังนั้นหากการค้าภายใน ASEAN ด้วยกันเองนี้สามารถใช้เงินสกุลท้องถิ่นได้ ก็น่าจะเป็นช่องทางหนึ่งที่จะช่วยลดความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนลงได้มาก การลดความเสี่ยงนี้จะช่วยให้การบริหารเงินตราต่างประเทศกระทำได้ง่ายขึ้นและการค้ากับต่างประเทศก็จะรวดเร็วขึ้น (จึงควรตั้งจุดใจพ้อค่าเอกชนมารายขึ้น) ณ จุดนี้บางท่านอาจเห็นว่าคำว่า “หาก” เป็นเพียงข้อสมมุติเท่านั้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างสกุลเงินของธุรกรรมการค้าและการเงินที่กระทำกันจริงในหมู่ประเทศ ASEAN แล้ว จะเห็นได้ว่าใช้ดอลลาร์ สรอ. กันเป็นส่วนใหญ่ (ตารางที่ 12 ภาพที่ 12) ดังนั้นการเข้าพึ่งเงินสกุลท้องถิ่นเป็นเครื่องมือในการทำธุรกรรมระหว่าง ASEAN ด้วยกันเองจึงเป็นช่องทางที่น่าเป็นไปได้มาก นอกจากนั้นหากเลือกใช้ช่องทางนั้น ธนาคารกลางของ ASEAN จะมีความสามารถมากขึ้นทันทีในการรักษาเสถียรภาพอัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินของตน ทั้งนี้เป็นเพราะในปัจจุบันธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้บางส่วนของทุนสำรองเงินตราต่างประเทศของตนเป็นกันชนหนุนหลังการค้าระหว่างประเทศ การใช้เงินสกุลท้องถิ่นมากขึ้นในการค้าขายภายใน ASEAN ด้วยกันเองจะช่วยเพิ่มปริมาณทุนสำรองเงินตราต่างประเทศให้แก่ธนาคารกลางเพื่อใช้ในการดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน กล่าวโดยย่อคือ ช่องทางนั้นจะช่วยธนาคารกลางประหยัดเงินตราต่างประเทศหรือหลีกเลี่ยงการใช้อย่างไม่จำเป็น

17. นอกเหนือจากผลประโยชน์ 2 ประการที่กล่าวข้างต้น (ลดความเสี่ยงทางด้านเงินตราต่างประเทศและทุนสำรองเงินตราต่างประเทศที่ใช้ได้มากขึ้น) การใช้สกุลเงินท้องถิ่นในการค้าภายใน ASEAN ด้วยกันเองจะช่วยลดข้อตกลงข้ามประเทศผ่านสกุลเงินที่สามเช่น

ดอลลาร์ สรอ. นั้นจะลดต้นทุนการซื้อขายสินค้าลงได้อย่างแน่นอนจึงจะช่วยสนับสนุนการค้าภายใน ASEAN มากขึ้น

18. แม้การใช้สกุลเงินท้องถิ่นมากขึ้นจะให้ผลดีหลายประการแต่ผู้ค้าที่ค้าขายภายใน ASEAN ก็ยังนิยมดอลลาร์ สรอ. และสิ่งที่จะรับเงินสกุล ASEAN อื่นๆ แม้ว่าในอดีตอัตราแลกเปลี่ยนของเงิน ASEAN ทุกสกุลเคลื่อนไหวในทิศทางและสัดส่วนเดียวกันเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ดังนั้นเงินสกุล ASEAN เหล่านี้จึงมีเสถียรภาพซึ่งกันและกัน (ตารางที่ 13 ภาพที่ 12) การที่ผู้ค้าไม่เต็มใจหรือขาดความเชื่อมั่นภายในสกุลเงิน ASEAN อื่นๆ เป็นเพราะหลายปัจจัย เช่น ภาพพจน์ที่คลุมเครือเกี่ยวกับเศรษฐกิจในอนาคตและความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศ ASEAN อื่นๆ นอกจากนี้ สกุลเงินของประเทศ ASEAN ก็ยังไม่ได้รับความน่าเชื่อถือมากเท่ากับเงินดอลลาร์ สรอ. ยูโร และเยน

19. แม้ผู้ค้าเอกชนส่วนใหญ่ใน ASEAN สิ่งที่จะยอมรับสกุลเงิน ASEAN อื่นๆ ในฐานะเครื่องมือชำระหนี้ รัฐบาลของกลุ่มประเทศ ASEAN สามารถร่วมมือกันในระบบการชำระเงินบางระบบเพื่อลดการใช้ดอลลาร์ สรอ. เป็นสกุลเงินของข้อตกลงระหว่างประเทศ

20. เมื่อเดือนมิถุนายน-กรกฎาคม 2543 สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (TDRI) ได้ทำการสำรวจช่องทางและความเป็นไปได้ของการใช้เงินสกุลท้องถิ่นในการค้าภายในกลุ่ม ASEAN โดยไปสัมภาษณ์ผู้แทนจากธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้า สมาคมธนาคารไทย นักค้าเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ ผู้ส่งออกและผู้นำเข้ารายสำคัญ ฝ่ายวิชาการของสถาบันการเงิน นักวิชาการไทยและต่างประเทศ สิ่งที่จะกล่าวถึงต่อไปนี้จะแสดงถึงระบบการชำระเงินบางระบบที่ใช้เงินสกุลท้องถิ่นสำหรับการค้าขายภายใน ASEAN ด้วยตัวเอง ตัวอย่างของระบบเหล่านี้ได้แก่ การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน (netting) และการค้าแบบแลกเปลี่ยน (generalized barter trade)

#### 4. การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน (Netting Settlement)

21. การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อนคือขบวนการที่นำมูลค่าสินค้าเข้าและสินค้าออกมาหักกันในเงินสกุลท้องถิ่นภายในประเทศก่อนที่จะนำยอดสุทธิมาจ่ายข้ามประเทศกัน ขบวนการนี้จะช่วยลดปริมาณเงินที่ต้องนำมาจ่ายข้ามประเทศอย่างแน่นอน การหักบัญชีสุทธิ

ภายในประเทศก่อนมีหลายรูปแบบแต่ที่แพร่หลายมากที่สุดคือ ข้อตกลงการชำระเงินแบบทวิภาคี (bilateral payment arrangement) ที่มาเลเซียได้ใช้กับหลายประเทศคู่ค้า เช่นประเทศต่อไปนี้

- |                |                |              |
|----------------|----------------|--------------|
| 1. อิหร่าน     | 2. เวเนซุเอล่า | 3. ไนจีเรีย  |
| 4. เม็กซิโก    | 5. โมแซมบีก    | 6. โรมานี    |
| 7. บอซวาน่า    | 8. ซิมบับเว    | 9. ซิลี      |
| 10. ฟิจิ       | 11. เปรู       | 12. ชูดาน    |
| 13. อัลจีเรีย  | 14. ปากีสถาน   | 15. ซีเชลส์  |
| 16. ทูนิเซีย   | 17. อิรัก      | 18. เวียดนาม |
| 19. ฟิลิปปินส์ |                |              |

22. ข้อตกลงการชำระเงินแบบทวิภาคี (BPA) คือระบบของการปฏิบัติตามข้อผูกพันทางการเงินที่เกิดจากการซื้อขายสินค้าระหว่าง 2 ประเทศ โดยปกติ BPA เกี่ยวข้องกับ 4 ฝ่าย ได้แก่ ผู้นำเข้า ผู้ส่งออก ธนาคารพาณิชย์ และธนาคารกลาง BPA ที่มาเลเซียเลือกใช้มี 2 รูปแบบ คือ แบบอิหร่านและแบบ ALADI แบบอิหร่านยึดถือตามข้อตกลงระหว่างธนาคารกลางของอิหร่าน (Bank Markazi Jomhuri) และธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) ที่เซ็นสัญญากันในเดือนสิงหาคม 2531 ในรูปแบบนี้แต่ละธนาคารกลางค้าประกันการชำระเงินต่อผู้ส่งออกของประเทศคู่ค้าในกรณีที่ผู้นำเข้าผิดสัญญา ส่วนรูปแบบ ALADI ทำตามข้อตกลงระหว่างธนาคารกลางของเวเนซุเอล่าและธนาคารกลางของมาเลเซีย ในรูปแบบนี้แต่ละธนาคารกลางชำระเงินแก่ผู้ส่งออกของตนทันทีสำหรับการขายสินค้าแก่ประเทศคู่สัญญา (ภาพที่ 13) ผู้ส่งออกได้รับเงินในสกุลท้องถิ่นจากธนาคารกลางผ่านธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุมัติ จากนั้นธนาคารกลางของทั้งสองประเทศก็มาตกลงชำระจำนวนที่เหลือจากการหักสุทธิโดยจ่ายในสกุลเงินดอลลาร์ สรอ.

23. คุณสมบัติที่รูปแบบอิหร่านและรูปแบบ ALADI มีเหมือนกัน คือ

(ก) ธนาคารกลางของทั้งสองประเทศกำหนดเจาะจงลงไปว่าธนาคารพาณิชย์ใดจะเข้าร่วมในการออกและต่อรองหนังสือสินเชื่อภายใต้ระบบ BPA ได้ ข้อตกลงนี้ยังใช้ระบบธนาคารพาณิชย์ที่มีอยู่เป็นเครื่องมือจัดการข้อตกลงทางการค้า



(ข) ธนาคารกลางเข้าเกี่ยวข้องโดยตรงกับการปฏิบัติตามข้อผูกพันทางการเงินที่เกิดจากการค้า BPA เปลี่ยนความเสี่ยงของการค้าจากในเชิงพาณิชย์มาเป็นในเชิงประเทศชาติโดยการที่ธนาคารกลางเข้าค้าประกันหรือส่งมอบเงินให้แก่ผู้ส่งออก

24. อย่างไรก็ตาม รูปแบบ ALADI ต่างจากรูปแบบอู่ร้านในแง่ต่อไปนี รูปแบบ ALADI บังคับให้ธนาคารกลางของแต่ละประเทศชำระเงินท้องถิ่นสู่ผู้ส่งออก (ผ่านธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุมัติ) เท่ากับมูลค่าสินค้าส่งออก ในขณะที่เดียวกันธนาคารกลางของผู้นำเข้าก็ชดเชยสู่ธนาคารกลางของผู้ส่งออกและจากนั้นก็ไปเรียกเก็บเงินจำนวนดังกล่าวคืน (ผ่านธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุมัติ) ในเงินสกุลท้องถิ่นจากผู้นำเข้า ส่วนในรูปแบบอู่ร้านธนาคารพาณิชย์ (ที่ได้รับอนุมัติของทางฝ่ายผู้ส่งออกและผู้นำเข้า) ปฏิบัติตามข้อตกลงเกี่ยวกับการซื้อขายโดยตรง ธนาคารกลางของแต่ละฝ่ายจะมีบทบาทก็ต่อเมื่อผู้นำเข้าทางฝ่ายตนมีดุลสัญญา

25. ALADI BPA ก่อให้เกิดข้อดี 4 ประการ **ประการแรก** ธนาคารกลางประหยัดทุนสำรองเงินตราต่างประเทศได้บ้าง เพราะมูลค่าสินค้าเข้าและออกกลบล้างกันบางส่วนก่อนที่จะมีการส่งเงินทุนข้ามชาติกัน **ประการที่สอง** สาเหตุอีกประการหนึ่งที่ช่วยลดต้นทุนคือมีการแลกเปลี่ยนเงินตราน้อยลงระหว่างสกุลเงินท้องถิ่นกับเงินตราต่างประเทศ **ประการที่สาม** ผู้นำเข้าสามารถเข้าถึงบริการทางการเงินของธนาคารพาณิชย์ได้ง่ายขึ้น อย่างไรก็ตาม มาเลเซียและประเทศคู่ค้าก็วางข้อจำกัดบางประการเกี่ยวกับการชำระค่าสินค้าผ่าน BPA ตัวอย่างเช่น สินค้าที่มีสิทธิ์จะต้องมีถิ่นกำเนิดจากมาเลเซียและประเทศคู่ค้าเท่านั้น ธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับการอนุมัติให้เข้าร่วมโครงการมีจำนวนจำกัด และขอบเขตของการเข้ารับเงินทุนเกื้อหนุนการค้าขึ้นกับวิจารณ์ญาณของธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับการอนุมัติ ตามปกติราคาจะถูกตั้งโดยผู้ส่งออกในสกุลดอลลาร์ สรอ. การชำระเงินสุทธิระหว่างธนาคารกลางเมื่อสิ้นงวดบัญชีก็เช่นกัน

26. ระบบ BPA ล่าสุดคือระหว่างมาเลเซียและฟิลิปปินส์ ข้อตกลงฉบับนี้มีมิงวดบัญชียาว 3 เดือน และหลายฝ่ายอ้างว่าระหว่างขั้นตอนการชำระบัญชีไม่มีความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนเพราะใช้อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดทันที

27. แม้ระบบ BPA ที่กล่าวถึงข้างต้นอาจดูน่าสนใจ แต่ระบบนี้ก็มิได้ถูกออกแบบมาเพื่อใช้เงินสกุลท้องถิ่นให้มากที่สุดในการค้ากับต่างประเทศ จุดประสงค์หลักคือสนับสนุนการค้าระหว่างมาเลเซียและประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ที่มีศักยภาพจะค้าขายด้วยแต่ก็มีอุปสรรคบางประการ เช่น ขาดสัมพันธไมตรีผ่านทางธนาคารพาณิชย์โดยตรง เงินทุนที่ใช้เกื้อหนุนการค้า

ข่าวสารทางการค้า และการติดต่อทางธุรกิจ ใน BPA ของมาเลเซียมีหลายขั้นตอนที่รัฐเข้าไปแทรกแซงและอุดหนุน ซึ่งคงไม่เป็นที่ยอมรับโดยประเทศ ASEAN อื่นๆ ตัวอย่างเช่น เมื่อธนาคารกลางเสนอการค้าประกันสินเชื่อหรือปล่อยสินเชื่อเพื่อเกื้อหนุนสินค้าโดยตรง นั้นหมายถึงว่าธนาคารกลางเข้าไปรับผิดชอบต่อความเสี่ยงของสินเชื่อแทนธนาคารพาณิชย์และเปลี่ยนความเสี่ยงนั้นมาเป็นความเสี่ยงของชาติ การปฏิบัติเช่นนี้นั้นนอกจากจะรบกวนนโยบายการเงินของธนาคารกลางแล้ว ยังก่อผลเสียต่อจรรยาบรรณของธนาคารพาณิชย์และพ่อค้าด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อผู้นำเข้าถูกเรียกเก็บเงินโดยธนาคารกลางของพวกเขาต่อเมื่อธนาคารกลางของผู้ส่งออกได้ชำระเงินให้แก่ผู้ส่งออกไปแล้ว โดยสรุป BPA มิได้มีจุดประสงค์หลักที่จะใช้เงินสกุลท้องถิ่นเข้าหนุนการค้าระหว่างประเทศ ระบบ BPA ของมาเลเซียมิได้ถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายเพื่อเพิ่มบทบาทของสกุลเงินท้องถิ่นในการเกื้อหนุนการค้าระหว่างประเทศ เพราะธนาคารกลางของมาเลเซียจำกัดจำนวนธนาคารพาณิชย์ที่สามารถเข้าร่วมโครงการด้วยและมีข้อจำกัดเกี่ยวกับแหล่งกำเนิดของสินค้าที่จะนำมาใช้ใน BPA ได้ด้วย (เพื่ออุดหนุนสินค้าท้องถิ่น) นอกจากนี้ ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการใช้หรือเข้าถึง BPA ก็ไม่เป็นที่แพร่หลาย ในบางโอกาสมีการใช้ BPA เฉพาะในกรณีที่ผู้ส่งออกของประเทศหนึ่งไม่ไว้วางใจในการชำระเงินจากผู้นำเข้าของอีกประเทศหนึ่ง มิเช่นนั้นแล้วหลายฝ่ายจะมองข้าม BPA ไป อย่างไรก็ตาม ถ้าพิจารณาชัดเกล้า BPA ลงไปถึงแก่นหลักของมันแล้ว จะเห็นได้ถึงผลดีของระบบการหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน (netting)

28. สำนักหักบัญชีที่แท้จริง Pure Clearinghouse (PCH) คือ ขบวนการหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน (netting) ที่ไม่มีการแทรกแซง ขบวนการนี้กระทำผ่านหน่วยงานกลางซึ่งไม่เสนอการค้าประกันทางสินเชื่อและไม่รับผิดชอบต่อความเสี่ยงของสินเชื่อ ความเป็นกลางของ PCH (ตามที่จะแสดงข้างล่างนี้) คงเป็นที่น่ายอมรับของประเทศสมาชิก ASEAN ภาพที่ 14 แสดงว่า PCH คล้ายกับ BPA ในแง่ที่ผู้นำเข้าและผู้ส่งออกตกลงชำระเงิน (ผ่านธนาคารพาณิชย์) ในเงินสกุลท้องถิ่นก่อนที่จะจำนวนสุทธิจะถูกชำระข้ามประเทศโดยเงินดอลลาร์ สรอ. อย่างไรก็ตาม PCH ต่างจาก BPA ใน 4 ด้าน ดังนี้

28.1 PCH ในประเทศที่ส่งออกจะส่งเงินแก่ธนาคารพาณิชย์ของผู้ส่งออกต่อเมื่อได้รับแจ้งจาก PCH ในประเทศที่นำเข้าแล้วว่าธนาคารพาณิชย์ของผู้นำเข้าได้ส่งมอบเงินเรียบร้อยแล้ว (ภาพที่ 15)

28.2 หัวข้อที่กล่าวข้างต้นชี้ให้เห็นทันทีว่า PCH มิได้เข้ารับผิดชอบต่อความเสี่ยงทางสินเชื่อ และ PCH ก็มิได้เสนอการค้ำประกันสินเชื่อแก่ผู้นำเข้ารายใด

28.3 เนื่องจาก PCH มิได้เข้ารับผิดชอบต่อความเสี่ยงทางสินเชื่อ ทุกธนาคารพาณิชย์สามารถเข้าร่วมในแผนการหักบัญชีสุทธินี้ อีกนัยหนึ่ง ธนาคารพาณิชย์มิได้ถูกกลั่นกรองและรับมอบ (หรือถูกปฏิเสธ) สิทธิพิเศษดังเช่นธนาคารพาณิชย์ที่สามารถเข้าถึงขบวนการ BPA ได้ ในแง่นี้ทุกธนาคารพาณิชย์มีฐานะเท่าเทียมกัน (ภาพที่ 16) และธนาคารพาณิชย์ใดจะล้มละลายหรือผิดสัญญาอันเป็นความรับผิดชอบของธนาคารกลางในประเทศนั้น มิใช่ PCH การหักบัญชีสุทธินี้จะช่วยกระตุ้นกลไกตลาดให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ตัวอย่างเช่น ผู้นำเข้าจะตรวจสอบและเลือกเฉพาะธนาคารพาณิชย์ที่วางใจได้เท่านั้นเพื่อทำธุรกิจด้วย

28.4 ธนาคารกลางถูกแยกออกจากแผนการหักบัญชีสุทธินี้ มิเช่นนั้นนโยบายการเงินหรืออัตราแลกเปลี่ยนอาจถูกรบกวนได้ ในทางตรงกันข้าม ธนาคารพาณิชย์ได้รับอิสรภาพว่าจะเข้าร่วมโครงการหรือไม่ เหตุผลที่อนุญาตให้การเข้าร่วมโครงการหักบัญชีสุทธิขึ้นอยู่กับความสมัครใจของธนาคารพาณิชย์เป็นเพราะตามปกติธนาคารพาณิชย์ก็ได้รับอนุญาตให้บริหารกระแสเงินตราต่างประเทศของตนอยู่แล้ว หน้าที่นั้นก็เท่าเทียมกับการหักบัญชีสุทธิในระดับจุลภาค ดังนั้นควรเปิดการหักบัญชีสุทธิในระดับมหภาคผ่าน PCH ให้เป็นทางเลือกหนึ่งแก่ธนาคารพาณิชย์ที่จะถ่วงดุลฐานะเงินตราต่างประเทศที่ไม่สมดุลของตน หรือปรับฐานะเงินตราต่างประเทศให้เป็นไปในทิศทางที่ธนาคารพาณิชย์ต้องการ

29. โดยรวมแล้ว การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศผ่าน PCH มิได้มีเป้าหมายที่จะแทรกแซงกลไกตลาดเลย ข้อเสนอระบบนี้มีจุดประสงค์ 2 ประการ: ลดความจำเป็นที่ประเทศต้องพึ่งพาเงินตราต่างประเทศในการเกื้อหนุนการค้าและชำระเงินกับต่างประเทศ รวบรวมผลประโยชน์จากการแบ่งปัน (pooling) และจับคู่ (matching) ฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์หรือผู้รับอนุญาตให้ซื้อขายเงินตราต่างประเทศ (ภาพที่ 17)

30. ลักษณะเด่นประการหนึ่งที่ PCH ต้องพิจารณาอย่างรอบคอบคือ ความยาวของงวดบัญชี (settlement period) สำหรับการหักบัญชีสุทธิตะหว่างสองประเทศ งวดบัญชีที่สั้นเกินไปอาจลดปริมาณการหักบัญชีสุทธิภายในประเทศแต่ละประเทศ นั้นย่อมลดข้อดีของระบบหักบัญชีสุทธิภายในประเทศ แม้ว่างวดบัญชีที่สั้นจะช่วยลดความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยลงบ้างก็ตาม ในทางตรงกันข้าม งวดบัญชีที่ยาวจะช่วยเพิ่มปริมาณการหัก

บัญชีสุทธิภายในประเทศอย่างแน่นอน จึงช่วยลดปริมาณการชำระเงินข้ามประเทศตามที่ต้องการ แต่ปัญหาเกี่ยวกับความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยสามารถเกิดขึ้นได้ง่ายและยากที่จะแก้ไข โดยสรุป มีข้อแลกเปลี่ยน (trade-off) ระหว่างความยาวของงวดบัญชีและความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนพร้อมทั้งอัตราดอกเบี้ย (ภาพที่ 18)

31. ตามทฤษฎีแล้วผู้รับความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยควรจะเป็นธนาคารพาณิชย์และ/หรือลูกค้า แต่หากกำหนดลงไปเช่นนั้นอาจไม่จูงใจให้ธนาคารพาณิชย์มาเข้าร่วมโครงการหักบัญชีสุทธิภายในประเทศ ดังนั้นน่าจะหาช่องทางอะลุ่มอล่วยว่าแต่ละฝ่ายจะรับผิดชอบต่อความเสี่ยงเท่าใดหรือต้นทุนของการป้องกันความเสี่ยง การแบ่งความเสี่ยงหรือต้นทุนขึ้นอยู่กับโครงสร้างและความเป็นเจ้าของของ PCH ด้วย การปฏิบัติงานร่วมกันอาจชี้แนะถึงการแบ่งความเสี่ยงหรือต้นทุนตามสัดส่วนของความเป็นเจ้าของ

32. สำหรับต้นทุนและผลประโยชน์ของ PCH นั้น ผลบวกในแง่มหาภาคไม่ค่อยน่าเคลงใจ ประเทศ ASEAN จะสามารถใช้เงินดอลลาร์ สรอ. น้อยลงหรือประหยัดเงินตราต่างประเทศได้ในขณะที่เกื้อหนุนการค้าระหว่างประเทศ ความสำเร็จของ PCH จะมากขึ้นหากหน่วยงานกลางกำหนดให้ผู้ส่งออกแลกเปลี่ยนรายได้เงินตราต่างประเทศเป็นเงินท้องถิ่นภายในกำหนดเวลาหนึ่ง ในขณะที่เดียวกันการทำงานของ PCH จะไม่รบกวนนโยบายการเงินของธนาคารกลาง นอกจากนั้นการหักบัญชีสุทธิภายในประเทศ (netting) จะช่วยให้แต่ละประเทศประหยัดค่าธรรมเนียมจัดส่งเงิน (transaction costs) เพราะ PCH ของ 2 ประเทศจะสามารถรวบรวมยอดค้าของเงินของธนาคารพาณิชย์จำนวนหลายค้าของลงเป็นการจัดส่งเงินเพียงครั้งเดียวได้ (ภาพที่ 19) ผลดีต่อแต่ละหน่วยงานย่อยก็เห็นได้ชัดเจนเช่นกัน เพราะเมื่อเปิดโอกาสให้ธนาคารพาณิชย์สามารถแบ่งปันและจับคู่ฐานะเงินตราต่างประเทศระหว่างกันภายในตลาดท้องถิ่นผ่าน PCH ธนาคารพาณิชย์ก็มีความคล่องตัวมากขึ้น นอกจากนั้น แทนที่แต่ละธนาคารพาณิชย์จะต้องพยายามติดต่อกับหลายหน่วยงานต่างประเทศ ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งก็สามารถรวบรวมการซื้อขายทั้งสินโดยติดต่อกับ PCH เพียงแห่งเดียว นั่นจะช่วยลดต้นทุนแก่ธนาคารพาณิชย์ด้วยเพราะตามปกติค่าธรรมเนียมในการส่งเงินที่ธนาคารพาณิชย์ต้องจ่ายนั้นขึ้นอยู่กับจำนวนครั้งของการส่งเงินมิใช่จำนวนเงินที่ส่ง เมื่อธนาคารพาณิชย์สามารถลดต้นทุนในการจัดส่งเงินของตนได้ก็ย่อมสามารถลดค่าธรรมเนียมที่จะเรียกเก็บจากลูกค้าได้แน่นอน นอกเหนือจากนั้นธนาคารพาณิชย์จะสามารถลดต้นทุนในการป้องกันความเสี่ยงทางด้านอัตรา

แลกเปลี่ยนอีกด้วย โดยรวมแล้ว PCH จะเป็นที่น่าสนใจแก่ภาคเอกชนและธนาคารพาณิชย์หรือไม่ก็ขึ้นอยู่กับว่า PCH จะช่วยลดต้นทุนของการจัดส่งเงิน (transaction costs) ลงได้เท่าใด

33. ประเด็นที่ยังหาข้อสรุปจากการสำรวจไม่ได้คือการลดต้นทุนนี้จะแบ่งออกให้แก่ธนาคารพาณิชย์และลูกค้าอย่างไร ธนาคารพาณิชย์ระบุว่าเต็มใจเข้าร่วมโครงการ PCH แต่ความเต็มใจนี้จะมากน้อยเพียงไรขึ้นอยู่กับว่า PCH จะปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพเพียงไร ทั้งนี้แม้ว่าประเทศใน ASEAN จะอยู่ในโซนเวลาที่ใกล้เคียงกันมากกว่ายุโรปหรือสหรัฐอเมริกา นอกเหนือจากต้นทุนของการปฏิบัติงานทั่วไป (overhead and operating costs) แล้ว กลยุทธ์ที่ PCH ใช้ในการบริหารความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และส่วนต่างของอายุชำระคืน (maturity mismatch) ก็จะมีผลกระทบต่อประสิทธิภาพของการปฏิบัติงานของ PCH อย่างแน่นอน

34. หน่วยงานที่คล้ายคลึงกับ PCH ที่กล่าวข้างต้นได้แก่ Asian Clearing Union (ACU) ซึ่งจัดตั้งขึ้นในปี 2518 โดยธนาคารกลางของ 8 ประเทศ คือ บังกลาเทศ ภูฏาน อินเดีย อิหร่าน พม่า เนปาล ปากีสถาน และลังกา ACU เป็นระบบการชำระเงินแบบง่าย ๆ ที่การชำระเงินภายในภูมิภาคจะถูกจัดการแบบพหุภาคีโดยธนาคารกลางของประเทศสมาชิก จุดประสงค์หลักคือเพื่ออำนวยความสะดวกแก่การชำระเงินระหว่างประเทศสมาชิกสำหรับรายการที่มีสิทธิ์ ดังนั้นจึงช่วยประหยัดการใช้ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศและต้นทุนการโอนเงิน ผลอีกประการหนึ่งคือ ช่วยสนับสนุนการค้าภายในหมู่ประเทศสมาชิก เท่าที่ผ่านมา ACU เป็นกลไกที่ประสบความสำเร็จเพราะปริมาณการค้าระหว่างประเทศสมาชิกได้เพิ่มขึ้นจาก 88 ล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2518 ไปถึง 6.8 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2543

35. รูปแบบอื่นๆ ของการหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน (netting) หรือการแลกเปลี่ยน ก็สามารถทำได้โดยหน่วยงานอื่นๆ นอกเหนือจาก PCH และธนาคารพาณิชย์ ตัวอย่างเช่น การค้าแบบแลกเปลี่ยนสินค้าโดยทั่วไป (generalized barter trade) อาจทำได้ในรูปรัฐบาลต่อรัฐบาล (G-to-G) โดยข้อตกลงแต่ละข้ออาจประกอบด้วยสินค้าหลายชิ้นที่นำมาค้าขายรวมกัน มิใช่แยกเป็นการแลกเปลี่ยนสินค้าต่อสินค้า นอกจากนั้น ในแง่จำนวนเงิน มูลค่าทั้งสิ้นของกลุ่มสินค้าจากรัฐบาลประเทศหนึ่งอาจไม่จำเป็นต้องเท่ากับของกลุ่มสินค้าจากรัฐบาลอีกประเทศหนึ่ง ในกรณีนั้นรัฐบาลประเทศหนึ่งก็ชำระเฉพาะส่วนต่างของมูลค่าค้าขายกับ PCH หรือ BPA หากจะเลือกใช้กลไก G-to-G แบบสม่ำเสมอ แต่ละรัฐบาลคงต้องจัดตั้งหน่วยงาน

พิเศษขึ้นเพื่อจัดการการแลกเปลี่ยนและติดตามความคืบหน้าหรืออุปสรรค นอกเหนือจากรูปแบบ G-to-G แล้ว การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก็สามารถทำได้โดยบริษัทนานาชาติ (MNC) ซึ่งมีสาขาอยู่ในหลายประเทศสมาชิกของ ASEAN ตัวอย่างเช่น MNC ที่นำเข้าสินค้าบางรายการและส่งออกสินค้าบางรายการสู่ประเทศ ASEAN อื่นๆ ก็อาจนำมูลค่าทั้งสองประเภทมาหักสุทธิกันก่อนและส่งเงินเฉพาะส่วนต่างไปยังอีกประเทศหนึ่ง (ภาพที่ 21) การหักบัญชีสุทธินี้เป็นไปได้สำหรับหลายประเภทของ MNC เช่น บริษัทอุตสาหกรรม บริษัทการค้า สิ่งที่ต้องทำคือให้แรงจูงใจหรือสนับสนุนให้ MNC เหล่านั้นเลือกใช้การหักบัญชีสุทธิ ตัวอย่างของแรงจูงใจนี้ได้แก่ การยกเว้นภาษีและสิทธิพิเศษที่จะเข้าถึงลูกค้าที่เป็นไปได้ในต่างประเทศ

## 5. การตั้งราคาและซื้อขายโดยตรง

36. ในวิกฤติการณ์ทางการเงินของเอเชียปี 2540 นั้น สาเหตุที่ชัดเจนของปัญหาคือนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ผูกติดกับค่าดอลลาร์ สรอ. และระบบที่ยึดเงินดอลลาร์ สรอ. เป็นศูนย์กลาง เราเห็น 2 บทเรียนได้ชัดจากภาวะวิกฤติทางการเงินครั้งนี้ **ประการแรก** เสถียรภาพของสกุลเงินไม่ควรวัดโดยเทียบกับดอลลาร์ สรอ. อีกต่อไป อีกนัยหนึ่งคือควรใช้สกุลเงินอื่นหรือกลุ่มของสกุลเงินเป็นเกณฑ์ในการวัดหรือรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน **ประการที่สอง** การหาจุดสมดุลสำหรับดุลการชำระเงินของประเทศก็เป็นเป้าหมายที่สำคัญไม่แพ้เสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนในการวางนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน

37. บทเรียนที่กล่าวข้างต้นชี้แนะว่าการค้าขายระหว่าง 2 ประเทศใน ASEAN ควรตกลงและชำระเงินในสกุลท้องถิ่น นอกจากนั้น ควรสนับสนุนการตั้งราคาและซื้อขายโดยตรงระหว่างสกุลเงินของ ASEAN ด้วยกันเอง ข้อเสนอแนะเหล่านี้มีรากฐานจากเหตุผลต่อไปนี้

(ก) การตั้งราคาและซื้อขายโดยตรงจะนำไปสู่อัตราแลกเปลี่ยนที่สะท้อนถึงจุดสมดุลของดุลการชำระเงิน มิเช่นนั้นการไปคำนวณอัตราแลกเปลี่ยนผ่าน (crossing) สกุลเงินตัวกลาง เช่น ดอลลาร์ สรอ. จะเปิดช่องทางให้ความผันผวนของสกุลเงินตัวกลางเข้ามาแทรกซ้อนหรือรบกวน อีกนัยหนึ่ง การใช้ผลของการคำนวณผ่านสกุลเงินตัวกลางอาจส่งสิ่งก่อกวนจากภายนอกเข้าสู่ดุลการค้าภายใน ASEAN ได้ ดังนั้นการเก็งกำไรและความผันผวนอย่างรุนแรงของอัตราแลกเปลี่ยนจึงอาจเกิดขึ้นได้ง่าย (ภาพที่ 22)

(ข) โดยปกติแล้วจะมีส่วนต่าง (transaction margin) อยู่ 1 ช่วงระหว่างอัตราซื้อและอัตราขายของเงินตราต่างประเทศ การซื้อขายผ่านสกุลเงินตัวกลางหรือ crossing จึงเท่าเทียมกับการซื้อขายโดยตรง 2 รอบ จึงทำให้เกิดส่วนต่าง 2 ช่วง ดังนั้นผลของ crossing จึงทำให้ส่วนต่างหรือ margin นั้นกว้างกว่าการซื้อขายโดยตรง กล่าวโดยคร่าวๆ หากมีการซื้อขายเงินตราต่างประเทศโดยตรง (คือไม่ผ่านสกุลเงินตัวกลาง) ค่าธรรมเนียมในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศจะลดลงครึ่งหนึ่ง ซึ่งจะเป็นประโยชน์แก่ทั้งผู้นำเข้าและผู้ส่งออก

38. เนื่องจากประมาณ 20% ของการค้าของ ASEAN นั้นเป็นการค้ากับ ASEAN ด้วยกันเอง บางฝ่ายจึงออกความเห็นว่าเป็น (ตามเหตุผลที่กล่าวข้างต้น) ถึงเวลาแล้วที่จะสร้างหรือสนับสนุนช่องทางให้มีการตั้งราคาและซื้อขายเงินของ ASEAN โดยตรง อย่างไรก็ตามบางฝ่าย (โดยเฉพาะผู้ควบคุมนโยบายการเงิน) ก็ไม่เห็นด้วยกับข้อเสนอแนะ โดยอ้างว่าการซื้อขายโดยตรงจะเป็นช่องทางให้เงินสกุลท้องถิ่นไปหมุนเวียนในต่างประเทศ (offshore local currency) และเมื่อเงินเหล่านั้นมีจำนวนมากขึ้นก็สามารถก่อผลเสียได้สองประการอย่างชัดเจน **ประการแรก** เงิน offshore สามารถเพิ่มความรุนแรงให้แก่การเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนที่อันตรายและยากที่จะปราบปรามในยุคที่เงินทุนเคลื่อนไหวทั่วโลกอย่างรวดเร็วดังเช่นปัจจุบัน **ประการที่สอง** offshore local currency อาจก่อความไม่สงบ หรือลดความมั่นคงของนโยบายการเงินที่ดำเนินการโดยหน่วยงานของประเทศเจ้าของสกุลเงิน โดยสรุป สกุลเงินของ ASEAN ยังไม่ “เติบโต” พอหรือเท่าเทียมกับดอลลาร์ สรอ. ยูโร และเยนที่จะไปถูกซื้อขายเป็นจำนวนมากนอกประเทศเจ้าของสกุลเงิน

## 6. ตลาดล่วงหน้าและการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยน

39. ปัจจัยหนึ่งที่สามารถกระตุ้นให้มีการใช้เงินสกุลท้องถิ่นกันมากขึ้นในการค้าขายภายใน ASEAN คือการลดความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นช่องทางหนึ่งที่จะช่วยนำปัจจัยนั้นมาคือตลาดล่วงหน้าสำหรับสกุลเงินของ ASEAN อย่างไรก็ตาม การจัดตั้งหรือสนับสนุนตลาดดังกล่าวเป็นงานที่ลำบากมากเพราะอุปสรรคต่อไปนี้

(ก) ผู้ควบคุมนโยบายการเงินส่วนใหญ่ใน ASEAN ไม่เห็นด้วยกับ offshore local currencies เพราะเหตุผลที่กล่าวข้างต้น ข้อข้อจูงใจจึงเป็นอุปสรรคแก่การตั้งราคาและซื้อขายโดยตรงทั้งในตลาดทันทีและตลาดล่วงหน้า

(ข) ทั้งอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนของ ASEAN ไม่ค่อยแสดงถึงมาตรฐานที่แท้จริงของตลาด จึงยากที่จะนำอัตราเหล่านี้มาคำนวณค่าธรรมเนียมหรือราคาที่ถูกต้องสำหรับตลาดล่วงหน้า

(ค) แม้จะสามารถก่อตั้งตลาดล่วงหน้าขึ้นมาได้ให้แก่ ASEAN การขาดประสิทธิภาพก็อาจนำไปสู่การซื้อขายที่เบาบางและทำให้ค่าธรรมเนียม premium และ discount แกว่งตัวเป็นอันมาก ซึ่งจะทำให้พ่อค้าสังเลที่จะเข้าร่วมซื้อขายเงินตราต่างประเทศในตลาดล่วงหน้า

40. ในอดีต (แม้กระทั่งหลังจากภาวะวิกฤติปี 2540) ราคาและความผันผวนของค่าเงิน ASEAN ต่อดอลลาร์ สรอ. (ตารางที่ 13) มีความสัมพันธ์ข้ามสกุลกันเป็นอันมากจนดูเหมือนกับว่าสกุลเงิน ASEAN เหล่านี้มีเสถียรภาพซึ่งกันและกัน (ภาพที่ 12) ตัวอย่างเช่น ระหว่างเดือน พฤษภาคม 2541 และเมษายน 2543 ค่าและความเคลื่อนไหวของเงินบาทสัมพันธ์กับของเงินรูเปียอินโดนีเซียกว่า 70% บางส่วนของความสัมพันธ์เหล่านี้สืบเนื่องมาจาก “โรคติดต่อกัน” ในตลาดเงินตราต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม นักค้าเงินในประเทศ ASEAN ยังไม่ค่อยเชื่อมั่นในความสัมพันธ์เหล่านี้และไม่ค่อยยอมรับสกุลเงินของประเทศคู่ค้าใน ASEAN ความไม่เต็มใจเหล่านี้เป็นผลมาจากการขาดตลาดหรือความบางของตลาดที่ซื้อขายสกุลเงินของ ASEAN โดยตรง หากไม่เช่นนั้นความลังเลเป็นเพราะผู้ค้าไม่ได้สังเกตเห็นความสัมพันธ์หรือเห็นว่าความสัมพันธ์นั้นไม่มีเหตุผลเบื้องหลัง

41. บางฝ่ายหรือหน่วยงานภายใน ASEAN อาจเชื่อมั่นในความสัมพันธ์ที่กล่าวข้างต้น องค์การเหล่านี้จึงอาจเต็มใจที่จะจัดตั้งกองทุนประกันอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate guarantee fund, ERGF) ขึ้นเป็นหน่วยงานกลางที่เสถียรอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าสำหรับสกุลเงิน ASEAN กองทุน ERGF จะต้องปฏิบัติงานอย่างรอบคอบโดยนำเงินทุนที่มาร่วมกันนั้นไปลงทุนในรูปแบบที่สอดคล้องกับการไหลเข้าออกของเงินตราต่างประเทศที่คาดในอนาคต หากบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ บริการจาก ERGF น่าจะสามารถกระตุ้นให้มีการใช้สกุลเงินท้องถิ่นของ ASEAN ได้มากขึ้นตามที่ต้องการ

42. อย่างไรก็ตาม ปัจจัย 3 ประการต่อไปนี้อาจก่อกำเนิดปัญหาแก่การทำงานของ ERGF



(ก) สภาวะทางการเงินที่แท้จริงในแต่ละประเทศสมาชิกของ ASEAN อาจเบี่ยงเบนไปจากที่คาด จึงอาจผลักดันอัตราแลกเปลี่ยนห่างจากที่คาดไว้ นั่นก็เป็นไปได้เพราะขึ้นอยู่กับนโยบายการเงินของแต่ละประเทศซึ่งถูกกำหนดขึ้นอย่างอิสระ

(ข) สถานการณ์ทางการเมืองในแต่ละประเทศแตกต่างกันออกไปและอาจแปรผันอย่างเกินคาด เสถียรภาพหรือความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นปัจจัยสำคัญอันหนึ่งที่กำหนดความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราการเคลื่อนไหวของเงินทุนข้ามประเทศ พร้อมทั้งการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

(ค) การเคลื่อนตัวของเงินทุนในตลาดโลกปัจจุบันมิได้เกี่ยวข้องกับเงินจำนวนมากเท่านั้น แต่เกี่ยวข้องกับความเร็วเป็นอันมากด้วย ความเกี่ยวข้องนั้นขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของตลาดเงินทุนและการเมือง ดังนั้นความมากน้อยหรือทิศทางของความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนของ ASEAN ในอดีตอาจไม่เกิดขึ้นอีก

43. ตลาดล่วงหน้าและกองทุนค้ำประกันอัตราแลกเปลี่ยนนับเป็นปัจจัยที่ช่วยหนุนหลังการใช้เงินสกุลท้องถิ่นมากขึ้น แม้ 2 ปัจจัยนี้อาจจะฟังดูลำบากที่จะนำออกใช้ในอีกไม่นานนี้ แต่ทั้งสองก็ชี้แนะถึงปัจจัยหนุนหลังอีกอันหนึ่งได้แก่ สกุลเงินร่วมกันหรือดัชนีสกุลเงิน

## 7. สกุลเงินร่วมกันและดัชนีสกุลเงิน

44. บางคนอาจอ้างถึงสกุลเงินยูโรในยุโรปเป็นตัวอย่างว่าในเมื่อประเทศ ASEAN ค้าขายด้วยกันเองเป็นจำนวนมากขึ้นๆ ประเทศเหล่านี้ควรจะสามารถใช้สกุลเงินเดียวกันได้ แต่การศึกษาอย่างละเอียดถึงโครงสร้างทางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศใน ASEAN ชี้ให้เห็นว่าโอกาสที่ ASEAN จะใช้เงินสกุลเดียวกันนั้นมีน้อยมาก เพราะลักษณะทางเศรษฐกิจมหภาคของแต่ละประเทศสมาชิก ASEAN ต่างจากของประเทศสมาชิก ASEAN รายอื่นเป็นอันมาก (ตารางที่ 14) ตัวอย่างเช่น ในปี 2541 รายได้ประชาชาติต่อหัวของอินโดนีเซียอยู่ในระดับ 483 ดอลลาร์สหรัฐ. ของไทยอยู่ในระดับ 1,831 ดอลลาร์สหรัฐ. และของสิงคโปร์อยู่ในระดับ 21,807 ดอลลาร์สหรัฐ. ความแตกต่างกันมากเช่นนี้หมายถึงค่าครองชีพที่ต่างกันมากและทำให้ไม่สามารถเข้าใช้เงินสกุลเดียวกันได้ เพราะการเชื่อมสกุลเงินย่อมหมายความว่าทุกประเทศสมาชิกต้องใช้ราคาเดียวกันสำหรับสินค้าประเภทเดียวกัน ความแตกต่างเป็นอันมากเกิดขึ้นในแง่อัตราเงินเฟ้อและ

อัตราดอกเบี้ยเช่นกัน อัตราเงินเฟ้อในปี 2541 อยู่ในระดับ  $-0.3\%$  ภายในสิงคโปร์  $8.1\%$  ภายในไทย และ  $58.4\%$  ภายในอินโดนีเซีย ในขณะที่เดียวกัน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของสิงคโปร์อยู่ที่  $4.6\%$  ของมาเลเซียอยู่ที่  $8.5\%$  และของอินโดนีเซียอยู่ที่  $39.1\%$

45. ในแนงนโยบายเศรษฐกิจ มาตรการที่แต่ละประเทศ ASEAN ใช้นั้นแตกต่างกันไปจากของประเทศอื่นๆ ใน ASEAN ด้วยกันเป็นอันมากทั้งในด้านเวลา ทิศทาง และขนาด ทางด้านการคลัง ระหว่างปี 2533 ถึง 2540 ดุลเงินสดของรัฐบาลฟิลิปปินส์แกว่งจาก  $-37\%$  ของ GDP ในปี 2533 ไปถึง  $0\%$  ในปี 2540 ในขณะที่ของรัฐบาลสิงคโปร์เกินดุลอย่างต่อเนื่องเป็นอันมากโดยเฉลี่ย  $13\%$  ของ GDP ทางด้านการเงิน นโยบายการเงินที่แตกต่างกันของประเทศสมาชิก ASEAN ทำให้สินเชื่อยาวตัวในอัตราที่ต่างกัน ในช่วงปี 2533-41 อัตราการเติบโตของสินเชื่อยาวอยู่ในระดับ  $14\%$  ในสิงคโปร์และ  $33\%$  ในฟิลิปปินส์ ความแตกต่างของมาตรการเศรษฐกิจเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่าการที่จะใช้สกุลเงินร่วมกันนั้นเป็นงานที่ยากมากๆ (หากกระทำได้) แต่ละประเทศในเอเชียต้องการเป็นตัวของตัวเองในการดำเนินมาตรการการเงินและการคลังซึ่งอาจไม่สอดคล้องทางการเมืองกับของประเทศอื่นในเอเชีย เนื่องจากประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ประสบความสำเร็จต่างกันในการพัฒนาเศรษฐกิจ จึงไม่ง่ายที่จะชักจูงให้ประเทศเหล่านั้นตกลงใจดำเนินมาตรการเศรษฐกิจเดียวกันดังเช่นที่ยุโรปตะวันตกได้ทำมาแล้ว

46. แม้ว่าการเชื่อมสกุลเงินจะกระทำได้ยาก แต่ความร่วมมือทางด้านสกุลเงินก็เป็นจุดเริ่มต้นที่ดีได้ขั้นหนึ่ง ตัวอย่างเช่น ดัชนีสกุลเงินของ ASEAN (ASEAN currency index, ACI) อาจถูกสร้างขึ้นเพื่อใช้เป็นหน่วยของการชำระเงินใน PCH ของ ASEAN เนื่องจากหน้าที่ของ PCH คือการหักบัญชีเงินตราต่างประเทศระหว่างกลุ่มประเทศสมาชิก ASEAN ดังนั้นจึงมีเหตุผลที่จะใช้ ACI แทนดอลลาร์ สรอ. เป็นหน่วยของการชำระเงิน อีกนัยหนึ่ง เรื่องราว "ภายใน" ของ ASEAN ควรที่จะถูกจัดการและวัดโดยใช้หน่วย "ภายใน" ของ ASEAN องค์ประกอบของ ACI จึงประกอบด้วยสกุลเงินของ ASEAN และผู้บริหาร PCH จะประกาศอัตราแลกเปลี่ยนระหว่าง ACI กับสกุลเงินของ ASEAN อัตราแลกเปลี่ยนเหล่านี้จะแปรเปลี่ยนไปขึ้นอยู่กับความไม่สมดุลทางการค้าระหว่างประเทศ ASEAN และเป็นเพราะ ACI เป็นเครื่องมือที่คิดค้นขึ้นเพื่อหาจุดสมดุลของบัญชีระหว่างประเทศใน ASEAN ซึ่งกันและกัน ตัวอย่างเช่น ถ้าไทยประสบกับส่วนเกินดุลบัญชีการชำระเงินในหมู่ประเทศ ASEAN ด้วยกันเป็นมูลค่า  $P\%$  ของ GDP เป็นเวลา  $Q$  เดือนต่อเนื่องกัน หรือมูลค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 3 เดือนของ

ความไม่สมดุลในดุลการชำระเงินนั้นเกิน R% ของ GDP เป็นเวลา S เดือน ค่าเงินบาทจะเพิ่มขึ้น T% เมื่อเทียบกับ ACI สาเหตุที่ถือเอาดุลยภาพของดุลการชำระเงินเป็นหลัก เนื่องมาจากว่า แม้เสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนมักเป็นที่นิยมเพื่อช่วยเอื้ออำนวยแก่การค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ แต่เสถียรภาพนั้นอาจไม่ยั่งยืนหากเสถียรภาพนั้นก่อความไม่สมดุลถึงขนาดที่ไปกระตุ้นการเก็งกำไรค่าเงินที่อันตรายดังเช่นที่ไทยประสบในปี 2540 ถ้าจะให้เสถียรภาพนั้นยั่งยืน อัตราแลกเปลี่ยนควรจะเกี่ยวโยงกับดุลยภาพของพื้นฐานทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามเป็นที่ทราบกันดีว่าการขาดดุลยภาพสามารถเกิดขึ้นบ่อยครั้งกับดุลบัญชีต่างประเทศของประเทศ ASEAN ดังนั้น ACI (ซึ่งสร้างขึ้นมาเพื่อผลิตดุลยภาพให้แก่ดุลบัญชีต่างประเทศ) อาจผันแปรและก่อความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนบ้าง

47. ACI มิได้สร้างขึ้นเพื่อทำหน้าที่เหมือนเงินสกุลหนึ่ง แต่ ACI ถูกสร้างขึ้นมาเพื่อใช้เป็นหน่วยของการชำระเงินใน PCH ของ ASEAN เท่านั้น (ไม่ได้ใช้เพื่อแสดงว่าเป็นสินทรัพย์หรือสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนเหมือนกับดอลลาร์ สรอ.) ดังนั้นแม้ cross rates ผ่าน ACI อาจไม่สอดคล้องกับ cross rates ผ่านดอลลาร์ สรอ. แต่การซื้อขายเพื่อทำกำไรจะไม่เกิดขึ้น จุดหมายของ ACI คือเพื่อให้สัญญาณที่ถูกต้องแก่ตลาดจะได้มีการใช้ทรัพยากรอย่างเหมาะสมใน ASEAN การใช้ ACI จะช่วย ASEAN โดยลดความเสี่ยงทางด้านสกุลเงินเพราะการชำระเงินผ่าน PCH จะได้รับฉนวนคุ้มกันสิ่งก่อควนจากภายนอก เช่น การแปรผันของค่าเงินดอลลาร์ สรอ.

48. ACI ควรถูกสร้างขึ้นมาด้วยวิธีที่แสดงถึงความแตกต่างทางด้านอำนาจการซื้อ (purchasing power parity) และทางด้านอัตราดอกเบี้ย (interest rate parity) ภายในกลุ่มประเทศ ASEAN หากมีคุณสมบัติดังกล่าว ACI ก็จะช่วยชี้แนะแผนการผลิตและบริโภคที่ถูกต้องในอนาคต อีกเหตุผลหนึ่งของ ACI คือการเชื่อมโยงของเศรษฐกิจในภูมิภาคได้เป็นที่ยอมรับและปฏิบัติกันอย่างกว้างขวางแล้ว เช่น NAFTA, AFTA, APEC ดังนั้น ACI จึงควรช่วยเกื้อหนุนการชำระเงินใน AFTA อย่างไรก็ตาม การใช้ ACI ควรถูกจำกัดไว้โดยเฉพาะในระยะแรก ตัวอย่างเช่น ACI อาจทำหน้าที่เป็นหน่วยของการค้าแบบแลกเปลี่ยนสินค้าโดยทั่วไปหรือข้อตกลงแลกเปลี่ยนสินค้าที่กล่าวข้างต้น สำหรับ PCH นั้นก็อาจใช้ ACI เป็นหน่วยของการชำระเงินสั้น แต่ในระยะแรก PCH ควรทดลองใช้ ACI เป็นทางเลือกหนึ่งของหน่วยการชำระเงิน

นอกเหนือจากดอลลาร์ สรอ. การอนุญาตให้ ACI เป็นทางเลือกนี้จะช่วยเล็งความสมดุลทางการค้าภายในกลุ่ม ASEAN และเป็นการกรุยทางให้มีการปรับตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป

## 8. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับสกุลเงิน

49. ในบรรดาช่องทางทั้งหมดที่จะช่วยสนับสนุนให้ใช้เงินสกุลท้องถิ่นใน ASEAN ตามที่กล่าวข้างต้น PCH ดูจะเหมาะสมกว่าช่องทางอื่นเพราะ PCH ไม่เกี่ยวข้องกับการโยกย้ายความเสี่ยงหรือบิดเบือนกลไกตลาด แต่ PCH จะช่วยให้ ASEAN ลดการใช้ดอลลาร์ สรอ. หรือสกุลเงินหลักอื่นๆ เป็นหน่วยของการแลกเปลี่ยนสินค้าและบริการ

50. Pure Clearinghouse (PCH) นี้ควรจัดตั้งและบริหารงานโดยหน่วยงานของรัฐและ/หรือเอกชน (ภาพที่ 23) ทั้งนี้อาจเชิญหลายฝ่าย (เช่น หอการค้า ธนาคารพาณิชย์ ธนาคารกลาง) เข้ามาร่วมด้วยเพราะหน่วยงานเหล่านี้จะร่วมรับผลดีจากการหักบัญชีภายในประเทศก่อน (netting) อันเป็นหัวใจของกลไก PCH ตัวอย่างเช่น ต้นทุนค่าส่งเงินจะลดลงขณะที่ธนาคารกลางสามารถใช้ทุนสำรองได้มากขึ้น องค์การระหว่างประเทศ (เช่น IMF, World Bank, ADB) ก็อาจเป็นผู้หนุนหลังอีกกลุ่มหนึ่งได้เพราะองค์การเหล่านี้ให้ความสำคัญแก่เสถียรภาพทางการเงินและอัตราแลกเปลี่ยนเป็นอันมาก (ซึ่งกลไก PCH จะช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งให้ได้) ทั้งนี้ควรขอคำแนะนำจากผู้เชี่ยวชาญขององค์กรในต่างประเทศที่มีประสบการณ์ยาวนานกับศูนย์หักบัญชีที่คล้ายกับ PCH เช่น CEDELBANK และ Euroclear

51. หากจะใช้ PCH ทำการหักบัญชีและชำระเฉพาะส่วนต่างข้ามประเทศ ก็ต้องผลักดันให้มีข้อตกลงระหว่างประเทศสมาชิก ASEAN เกี่ยวกับช่วงเวลาของการชำระเงิน ใครจะเป็นผู้รับภาระความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย ควรใช้อัตราใดเป็นมาตรฐานในการคำนวณ และใครจะเป็นผู้หนุนหลังกองทุนของ PCH เพื่อรองรับรายจ่ายส่วนเกินในบางโอกาส

52. เนื่องจากภาคการเงินของแต่ละประเทศสมาชิก ASEAN ได้ประสบความสำเร็จในการพัฒนาต่างจากของประเทศสมาชิกรายอื่นๆ ประเทศเหล่านี้จึงไม่เหมาะสมกับข้อเสนอแนะอันเดียวกัน อีกนัยหนึ่งคือ ข้อเสนอแนะที่เหมาะสมสำหรับแต่ละประเทศสมาชิกควรร่างขึ้นเป็นกรณีๆ ไป ขึ้นกับสถานะและ/หรือปัญหาของการพัฒนาภาคการเงินของประเทศนั้นๆ การร่าง

ข้อเสนอแนะเป็นรายกรณีๆ นี้ก็ควรใช้กับบทบาทของธนาคารกลางเช่นกัน เพราะธนาคารกลางของประเทศต่างก็มักมีบทบาทหรืออำนาจต่างกันในการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยสรุป ควรบุกเบิกระบบ PCH ให้แก่ประเทศที่สามารถ เต็มใจ และพร้อมที่จะใช้ (เช่น ASEAN 5) เพราะระบบนี้มีศักยภาพสูงที่จะก่อผลประโยชน์ (เช่น ลดต้นทุน เพิ่มสัดส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศที่นำออกใช้ได้ และเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน) ได้จากการใช้เงินสกุลท้องถิ่นมากขึ้น และการแบ่งปันฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์หรือผู้ได้รับอนุญาตให้ค้าเงินตราต่างประเทศ

53. ในระยะแรก ควรใช้ช่วงเวลาตัดบัญชี (settlement period) ที่สั้นมาก (เช่น 1 วันทำการ) เพื่อลดความเสี่ยงแก่ทุกฝ่ายให้เหลือน้อยที่สุด หลังจากที่ทุกฝ่ายคุ้นเคยกับระบบ PCH อย่างเพียงพอแล้ว จึงค่อยยืดช่วงเวลาตัดบัญชีออกไปเพื่อให้มีการหักบัญชีสุทธิสินค้าเข้าและออกภายในประเทศ (netting) มากขึ้นสำหรับแต่ละประเทศ

54. แม้ว่าคำอธิบายข้างต้นทั้งสิ้นที่เกี่ยวกับ PCH เกี่ยวข้องกับแค่ 2 ประเทศ (ตัวอย่างเช่น ภาพที่ 14, 15, 19, 23) ระบบ pure clearinghouse ที่แนะนำสำหรับประเทศใน ASEAN นั้นเป็นแบบพหุภาคี (ภาพที่ 24 ซึ่งใช้ตัวเลขที่แท้จริงของปี 2543 ตามที่เสนอในภาคผนวกที่ 2) เพราะเหตุผลต่อไปนี้

(ก) การหักสุทธิบัญชีการค้ากับต่างประเทศของแต่ละประเทศกับบัญชีของประเทศ ASEAN อื่นๆ ทั้งสิ้นผ่าน PCH แบบพหุภาคีจะเพิ่มประสิทธิภาพของการชดเชย (offsetting) หากมีเช่นนั้น PCH แบบทวิภาคีจะต้องครอบคลุมช่วงเวลาที่นานขึ้นก่อนที่จะได้รับการชดเชยที่ต้องการ

(ข) ระบบ PCH แบบพหุภาคีสามารถช่วย PCH ของแต่ละประเทศให้หลีกเลี่ยงปัญหาสภาพคล่อง ซึ่งอาจเกิดขึ้นได้ง่ายหาก PCH นั้นต้องทำธุรกิจกับ PCH ของประเทศอื่นๆ แบบทวิภาคี

(ค) เนื่องจากศูนย์กลาง PCH จะสรุปการชำระเงินทั้งสิ้นของ PCH ของแต่ละประเทศโดยโอนเงินข้ามชาติเพียงครั้งเดียวในแต่ละงวดบัญชี ระบบนี้ก็จะก่อต้นทุนค่าส่งเงินน้อยกว่าระบบ PCH แบบทวิภาคี อีกนัยหนึ่ง ผลรวมของการซื้อขายข้ามชาติในระบบ PCH

แบบพหุภาคี (หลังจากหักบัญชีภายในประเทศแล้ว) จะน้อยกว่าผลรวมของการซื้อขายข้ามชาติในระบบ PCH แบบทวิภาคี (ภาพที่ 24 และภาคผนวกที่ 2)

55. แม้ระบบ PCH แบบพหุภาคีจะดูเป็นวิธีการที่มีศักยภาพดีสำหรับการชำระเงินค่าสินค้าในภูมิภาค ก็ควรระมัดระวังเกี่ยวกับข้อเตือนใจ 2 ข้อต่อไปนี้

(ก) การโอนเงินระหว่าง PCH ของทุกประเทศกับศูนย์กลาง PCH ควรกระทำภายในวันเดียวกัน อีกนัยหนึ่ง ไม่ควรอนุญาตให้ PCH เหล่านั้นชำระเงินโดยโอนเงินในบัญชีของเขาในต่างประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกาหรือยุโรป จุดประสงค์ของข้อเสนอนี้คือเพื่อหลีกเลี่ยงความล่าช้าซึ่งสามารถก่อบัญหาได้ง่ายอันเนื่องมาจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน

(ข) หากผู้ถือหุ้นบางรายใน PCH เป็นผู้ค้า (นำเข้าหรือส่งออก) ความขัดแย้งของผลประโยชน์ (conflict of interests) อาจเกิดขึ้นได้ เพราะจากมุมมองหนึ่ง ผู้ค้าต้องการให้ PCH หักบัญชีภายในประเทศสุทธิ (netting) ให้มากที่สุดเพื่อเพิ่มผลประโยชน์จากการลดต้นทุน แต่จากอีกมุมมองหนึ่ง ผู้ค้า (ในฐานะของผู้ถือหุ้น PCH) อาจต้องการเพิ่มกำไรเช่นกันจากค่าธรรมเนียม ซึ่งหมายความว่าหักสุทธิน้อยลงหรือซื้อขายกับต่างชาติบ่อยขึ้น ดังนั้นผู้ก่อตั้ง PCH ต้องระมัดระวังให้ดีว่าใครควรจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ PCH

56. ระบบ PCH แบบพหุภาคีที่เสนอข้างต้นคล้ายคลึงกับ “trade account” หรือการแลกเปลี่ยนสินค้าที่เคยได้รับความนิยมจากบางประเทศใน ASEAN เมื่อไม่นานนี้ รวมถึงประเทศที่ด้อยพัฒนาบางประเทศ เช่น เวียดนาม ลาว เขมร และพม่า ประเทศเหล่านี้ต้องการแลกเปลี่ยนสินค้าของเขากับของประเทศเพื่อนบ้าน เพราะเขายังมีทุนสำรองเงินตราต่างประเทศหรือพลังซื้อไม่พอ ในขณะเดียวกัน ระบบ PCH แบบพหุภาคีจะช่วยไม่ใช่เฉพาะประเทศด้อยพัฒนาเท่านั้นแต่จะช่วยประเทศ ASEAN ที่ก้าวหน้าด้วยให้สามารถซื้อขายกับต่างประเทศได้โดยใช้เงินสกุลท้องถิ่น

57. แผนภาพต่อไปนี้จะแสดงข้อแนะนำเป็นขั้นตอนว่าระบบ PCH จะก่อตั้งขึ้นและปฏิบัติการได้อย่างไร รวมอยู่ในแผนภาพนี้ด้วย คือ หน่วยงานใหม่และหน้าที่ พร้อมทั้งองค์กรที่จะรับผิดชอบเกี่ยวกับมาตรการที่เสนอแนะ

แผนภาพ Pure Clearinghouse

ขั้นตอนและหน้าที่	หน่วยงานที่รับผิดชอบ
<p>1. ● สอบถามถึงกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ</p> <p>● สอบถามข้อตกลงระหว่างประเทศที่ควบคุมระบบการเงินระหว่างประเทศ</p> <p>จุดหมายของ 2 ขั้นตอนนี้คือ เพื่อพิจารณาว่าระบบ PCH จะก่อความขัดแย้งหรือไม่สอดคล้องหรือไม่</p>	<p>1. เลขาธิการของ ASEAN</p>
<p>2. จัดตั้งระบบ PCH โดย</p> <p>2.1 กระจายข่าวเรื่องระบบและจุดประสงค์แก่ธนาคารพาณิชย์ทั้งในและนอก ASEAN องค์การระหว่างประเทศ (ADB, IBRD, IMF, etc.)</p> <p>2.2 จัดตั้งศูนย์กลาง PCH (ซึ่งประสานงานระหว่าง PCH ระดับชาติ) และวางระเบียบเกี่ยวกับการปฏิบัติการ/บริหารงาน เช่น การโอนเงินระหว่างชาติ</p> <p>2.3 จัดตั้ง PCH ระดับชาติ ในแต่ละประเทศที่พร้อมในขั้นนี้ผู้บริหารสำนักงานเหล่านี้ควรเป็นเจ้าหน้าที่จากธนาคารกลางและ/หรือธนาคารพาณิชย์และ/หรือธนาคารนานาชาติ</p>	<p>2.1 เลขาธิการของ ASEAN</p> <p>2.2 เลขาธิการของ ASEAN พร้อมๆ ไปกับองค์การระหว่างประเทศ เช่น ADB, IBRD, IMF, etc.</p> <p>2.3 ธนาคารกลางของแต่ละประเทศและความร่วมมือซึ่งกันและกันเพื่อความสอดคล้องภายในระบบ PCH</p>
<p>3. จัดระบบตรวจสอบ/ติดตาม/ประเมินผล PCH ระดับชาติและศูนย์กลาง PCH เพื่อประสิทธิภาพและความเป็นธรรม</p>	<p>3. เลขาธิการของ ASEAN และธนาคารกลางของประเทศสมาชิก</p>
<p>4. เตรียมรับสมาชิกใหม่จากประเทศสมาชิก ASEAN ที่เหลือและกระจายหุ้นของ PCH จากธนาคารกลางไปสู่หน่วยงานเอกชน</p>	<p>4. ธนาคารกลางของประเทศ ASEAN</p>

## 9. การหมุนเวียนเงินทุน

58. นอกเหนือจากแผนการชำระเงินภายในภูมิภาคหลายแผนที่มีจุดหมายลดความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน ประเทศในแถบเอเชียตะวันออก (EA) ควรให้ความสนใจแก่ช่องทางการหมุนเวียนเงินทุนภายในภูมิภาคด้วย หากกระทำได้ การหมุนเวียนเงินทุนนั้นก็จะเป็นลดความเปราะบางของ EA ที่อาจโดนผลกระทบจากความผันผวนของเงินทุนนอกภูมิภาค สาเหตุหลักของวิกฤตการณ์การเงินในปี 2540 เนื่องมาจากการถอนเงินทุนออกจากเอเชียกลับคืนไปโดยภาคเอกชนเป็นจำนวนมาก (110 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ.) แต่นั่นไม่ได้หมายความว่า EA จะล้มละลาย ที่จริงแล้วทุนสำรองเงินตราต่างประเทศของ EA ในขณะนั้น (ปลายปี 2539) สูงถึง 673 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. หรือมากกว่า 6 เท่าของเงินทุนที่ถูกถอนคืนไป แต่ทุนสำรองเหล่านั้นถูกนำไปลงทุนนอก EA เช่น ในยุโรปและสหรัฐอเมริกา โชคไม่ดีที่เงินลงทุนเหล่านั้นถูกหมุนเวียนกลับมา EA ในรูปสินเชื่อบริหารหนี้ในสกุลดอลลาร์ สหรัฐ. ซึ่งก่อความผันผวน ในทางตรงกันข้าม หากผู้กู้และผู้ให้กู้อยู่ในเขตหรือภูมิภาคเดียวกันและมีแนวโน้มที่จะรู้จักกันดี ความเสี่ยงหรือเปราะบางของลูกหนี้ก็จะน้อยลง คำถามที่เหลือคือการหมุนเวียนเงินทุนภายใน EA นั้นกระทำได้อหรือไม่ และหากได้ควรกระทำอย่างไร

59. **ประการแรก** ตารางที่ 8 และภาพที่ 25 แสดงว่าประเทศ ASEAN+3 รวมกันทั้งกลุ่มมีบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลและเพิ่มขึ้นมาตลอดตั้งแต่ปี 2533 ที่จริงแล้ว ส่วนเกินดุลนี้โดยเฉลี่ยได้เพิ่มขึ้นมากกว่า 2 เท่าตัว จาก 92 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ต่อปีในช่วงปี 2537-2540 (หรือ 4 ปี ก่อนวิกฤตการณ์) เป็น 206 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ต่อปีในช่วงปี 2541-2544 (หรือ 4 ปีหลังวิกฤตการณ์) ดังนั้น คำตอบแรกคือมีเงินทุนส่วนเกินซึ่งอาจหมุนเวียนให้อยู่ภายใน EA ได้ **ประการที่สอง** ตารางที่ 14 และภาพที่ 5 แสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยของเงินใน EA ต่อดอลลาร์สหรัฐ. จะเคลื่อนไหวสอดคล้องซึ่งกันและกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หลังจากอัตราแลกเปลี่ยนเหล่านี้ถูกปล่อยเสรีในปี 2540 ดังนั้น ค่าของเงิน EA เหล่านี้อยู่ในระดับคงตัวเมื่อเทียบกับเงิน EA ด้วยตัวเอง ตามที่เห็นได้จากบาทต่อเยนในช่วงปี 2543-2545 ที่แสดงในภาพที่ 26 การที่เงินของ EA ผันผวนน้อยเมื่อเทียบกับเงิน EA ด้วยตัวเองนี้สนับสนุนการกักเงินภายในภูมิภาคด้วยตัวเองโดยตรง **ประการที่สาม** ตารางที่ 15 และภาพที่ 27 ชี้ให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างแท้จริงของประเทศใน EA สอดคล้องซึ่งกันและกัน (นั่นคือเพิ่มขึ้นในปีเดียวกัน ลดลงในปีเดียวกัน หรืออยู่ในวงจรเศรษฐกิจเดียวกัน) คุณสมบัตินี้จะช่วยหนุนหลังการ



หมุนเวียนเงินทุนภายในภูมิภาค **ประการที่สี่** EA เป็นภูมิภาคที่ซื้อขายสินค้ากับตนเองมากขึ้น ปริมาณการค้าภายในภูมิภาค EA ด้วยกันเองเพิ่มจาก 30% ของการค้าทั้งสิ้นของ EA ในปี 2540 ไปถึงระดับ 35% ในปี 2544 (ตารางที่ 16) ลักษณะเช่นนี้ชี้ให้เห็นชัดว่าสินค้าเชื่อทางการค้าสามารถนำมาใช้เป็นเครื่องมือหนึ่งที่จะช่วยหมุนเวียนเงินทุน เครื่องมืออื่นๆ ได้แก่ พันธบัตรในภูมิภาค หนี้กู้ หนี้ทุน และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

60. อย่างไรก็ตาม ความคืบหน้าที่ EA ได้ประสบจนถึงปัจจุบันเกี่ยวกับการหมุนเวียนเงินทุนภายในภูมิภาคอยู่ในรูปสัญญาแลกเปลี่ยน (swap) และซื้อคืน (repurchase arrangements) ในหมู่ธนาคารกลางของ EA ที่จะกั๊ยมทุนสำรองของอีกประเทศสมาชิก EA (เช่น ตามสัญญา Chiang Mai Initiative) แม้สัญญานี้อาจเป็นช่องทางหนึ่งของการประสานงานทางการเงินในภูมิภาค แต่ก็ยังเป็นเพียงบทบาท ณ จุดสิ้นสุดของขบวนการ (ภาพที่ 28) นั่นคือ ธนาคารกลางจะสามารถรับมือกับสถานการณ์ได้อย่างไรหลังจากที่ดุลการชำระเงินของประเทศได้ประสบภาวะวิกฤติแล้ว คุณลักษณะพื้นฐานของ EA ตามที่กล่าวข้างต้น (เช่น การค้าภายในกลุ่ม EA) ชี้ให้เห็นว่า EA สามารถดำเนินมาตรการประสานงานทางการเงินในหลายช่องทางอื่นๆ ได้ตั้งแต่จุดเริ่มต้นของขบวนการ (นั่นคือ ก่อนที่ปัญหาจะเกิด) ช่องทางเหล่านี้มักจะบรรเทาความรุนแรงของวงจรเศรษฐกิจและช่วยให้รัฐบาลของ EA สามารถควบคุมเศรษฐกิจของประเทศตนได้ดีขึ้น นอกจากนี้หากจะให้สามารถบริหารสถานการณ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพก่อนที่ปัญหาจะเกิดขึ้น หน่วยงานของทั้งรัฐและเอกชนควรเป็นผู้ดำเนินการหมุนเวียนเงินทุนภายใน EA

61. ช่องทางการหมุนเวียนเงินทุนโดยตรง (เช่น ตลาดพันธบัตรและตลาดหุ้น) ควรได้รับการสนับสนุนเป็นพิเศษจากรัฐบาลของ EA ในภาคการเงินส่วนใหญ่ของ EA สินค้าจากธนาคารพาณิชย์มีอิทธิพลมากกว่าหุ้นและพันธบัตร อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์มักพึ่งเงินฝากระยะสั้นเป็นหลัก (ภาพที่ 29) หน่วยงานเหล่านี้จึงไม่เหมาะที่จะเข้าเกื้อหนุนการลงทุนระยะยาวเป็นจำนวนมาก เพราะการกระทำดังกล่าวจะก่อความไม่สมดุลทางด้านกำหนดชำระคืน (maturity mismatch) ในบัญชีของธนาคาร ความไม่สมดุลนี้ทำให้ธนาคารประสบภาวะวิกฤติได้ง่ายหรืออาจจุดชนวนให้ลูกค้าธนาคารประสบปัญหาเงินผันผวนได้เช่นกัน ตลาดพันธบัตรและตลาดหุ้นที่หนักแน่นจะช่วยผ่อนคลาปัญหา maturity mismatch ของธนาคาร

พาณิชย์ ลดความเปราะบางของภาคการเงิน และป้อนเงินทุนระยะยาวที่ถูกกลงให้แก่การลงทุนของธุรกิจ

62. การส่งเสริมตลาดพันธบัตรในภูมิภาคอย่างมีประสิทธิภาพนั้นเป็นงานที่ไม่ง่ายอย่างแน่นอน งานนั้นเกี่ยวข้องกับหลายปัจจัยหรือมิติที่มีความหมายแก่ผู้ให้กู้และ/หรือผู้กู้ รายการต่อไปนี้เป็นคุณลักษณะเบื้องต้นหากจะพัฒนาตลาดพันธบัตรภายในภูมิภาคให้สำเร็จ (ภาพที่ 30)

- (ก) สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีเสถียรภาพในแง่อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย และอัตราแลกเปลี่ยน
- (ข) ตลาดพันธบัตรรัฐบาลที่เข้มแข็งจะช่วยชี้แนะระดับผลตอบแทนที่วางใจได้เป็นมาตรฐานสำหรับพันธบัตรที่ออกโดยบริษัทเอกชน
- (ค) ไม่มีข้อจำกัดกับการส่งเงินตราต่างประเทศเข้าออกโดยนักลงทุนต่างชาติ หากสามารถเสนอหลักฐานของการส่งเงินดังกล่าว
- (ง) สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือทางเครดิตของท้องถิ่นที่คล่องตัวและเชื่อถือได้ ติดตามและประเมินความน่าเชื่อถือของทั้งหน่วยงานรัฐและเอกชนในตลาดท้องถิ่นอย่างใกล้ชิดและเผยแพร่ผลงานอย่างกว้างขวาง
- (จ) การดูแลอย่างระมัดระวังและบรรษัทภิบาลที่ดี รวมถึงประสิทธิภาพของการใช้เงิน วินัยทางการตลาด (ความโปร่งใส) มาตรฐานทางบัญชี และการบังคับใช้กรอบกฎเกณฑ์ควบคุม (โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับการเปิดเผยรายการค้าขายและการเงิน)
- (ฉ) การปรับโครงสร้างที่ครบถ้วนของธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินที่มีอิทธิพลอื่นๆ เนื่องจากหน่วยงานเหล่านี้สามารถทำหน้าที่เป็นสะพานเชื่อมระหว่างผู้ออกพันธบัตรกับผู้ลงทุนรายย่อย

คุณลักษณะเบื้องต้นเหล่านี้ควรช่วยทั้งเพิ่มความมั่นใจของนักลงทุน (ซึ่งมีบทบาทสำคัญมากในทุกตลาดทุน) และก่อพร้อมทั้งรักษาเสถียรภาพทางการเงินในตลาด (ซึ่งถูกก่อกรวนบ่อยครั้งหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินหรือยกเลิกข้อจำกัดกับนักลงทุนต่างชาติ)

63. นอกเหนือจากคุณลักษณะเบื้องต้นที่กล่าวแล้ว รัฐบาลของประเทศ EA ควรปรับข้อบังคับให้สอดคล้องกัน (ภาพที่ 31) เกี่ยวกับการออกและซื้อขายพันธบัตร ทิศทางและอันดับความสำคัญของนโยบายการคลัง/การเงิน/อัตราแลกเปลี่ยน มิเช่นนั้น การดำเนินมาตรการอิสระเหล่านั้นอาจส่งผลกระทบต่อตลาดพันธบัตรเอกชนได้ ตัวอย่างของผลกระทบที่เห็นได้ชัด คือ crowding-out effects หรือการแย่งแย่งลูกค้าที่เกิดขึ้นเมื่อรัฐเข้ากู้เงินเป็นอันมากเพื่อเกื้อหนุนขนาดดุลการคลังขนาดใหญ่และการขาดสภาพคล่องอันเนื่องมาจากนโยบายต่อต้านเงินเพื่อหรืออัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารกลาง ในทางกลับกัน การออกและซื้อขายพันธบัตรในภูมิภาคก็อาจกระทบต่อการวางแผนและดำเนินมาตรการอิสระของรัฐได้ง่ายเช่นกัน

64. เนื่องจากมีเงื่อนไขหลายประการก่อนที่ตลาดพันธบัตรในภูมิภาคจะก่อตั้งขึ้นและทำหน้าที่ได้ดี ในขั้นต้นประเทศใน EA อาจหันเข้าหา 3 ช่องทาง (ภาพที่ 32) **ประการแรก** ผู้ออกพันธบัตรข้ามชาติคือหน่วยงานกลางเช่นรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ **ประการที่สอง** รัฐบาลของ EA อาจเข้าค้าประกันเอกชนที่ออกพันธบัตร **ประการที่สาม** หน่วยงานพิเศษชื่อ East Asia Fund Recycling Agency (EAFRA) อาจถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อทำหน้าที่คล้ายกับธนาคารพัฒนาเอเชีย (ADB) แต่สำหรับให้บริการแก่เอกชน EAFRA นี้ควรช่วยหมุนเวียนเงินทุนในระยะแรก เพราะวิกฤติการณ์ทางการเงินได้ลดความเชื่อมั่นของนักลงทุนลงเป็นอันมากที่จะให้กู้โดยตรงแก่ผู้ขอกู้ภายใน EA อย่างไรก็ตาม EAFRA ก็ต้องการความร่วมมืออย่างใกล้ชิดจากหน่วยงานทางการที่เกี่ยวข้องภายในประเทศสมาชิก EA เพื่อที่จะสามารถทำการจัดสรรเงินทุนที่กู้มาได้เหมาะสม

65. ในวันที่ 2 มิถุนายน 2546 ธนาคารกลางของ 11 ประเทศในเอเชีย (ได้แก่ออสเตรเลีย จีน ฮังกัอง อินโดนีเซีย ญี่ปุ่น เกาหลี มาเลเซีย นิวซีแลนด์ ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และไทย) ได้ประกาศการริเริ่ม “กองทุนพันธบัตรเอเชีย” หรือ Asian Bond Fund (ABF) เป็นเงินทุนประมาณ 1 พันล้านดอลลาร์ สรอ. จะถูกระดมจากธนาคารกลางเหล่านี้และนำไปลงทุนในตะกร้าพันธบัตรดอลลาร์ สรอ. ที่ออกโดยเศรษฐกิจหลักของเอเชีย (ยกเว้น ออสเตรเลีย ญี่ปุ่น และนิวซีแลนด์) องค์การ Bank for International Settlements (BIS) ซึ่งได้บริหารเงินทุนของธนาคารกลางหลายชาติมานานแล้ว ได้รับมอบหมายให้ดูแล ABF ทั้งนี้ BIS ได้ประกาศว่า ABF นับเป็นความคืบหน้าครั้งสำคัญในการสนับสนุนความร่วมมือในภูมิภาคเอเชีย องค์การนี้

จะช่วยดูแลการลงทุนส่วนย่อยของทุนสำรองของเอเชียให้กลับมาสู่ภูมิภาคในขณะเดียวกันก็จะช่วยพัฒนาตลาดทุนของภูมิภาคโดยคร่าวๆ แผนงานอาจดูน่าสนใจเพราะประเทศในเอเชีย (ซึ่งควบคุมเงินตราต่างประเทศของตลาดโลกเป็นอันมาก) จะสามารถหมุนเวียนเงินทุนสำรองของตนกลับมาช่วยประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาคเดียวกัน อย่างไรก็ตาม หากพิจารณารายละเอียดเกี่ยวกับกฎเกณฑ์หรือข้อจำกัดในการปฏิบัติงานของ ABF แล้ว ผู้อ่านอาจเห็นว่าผลประโยชน์ที่จะได้จาก ABF มีขีดจำกัด

66. หน้าที่หลักของ ABF คือการระดมเงินจากธนาคารกลางและนำไปลงทุนในตราสารหนี้สกุลดอลลาร์ สรอ. ที่ออกโดยหน่วยงานระดับชาติของเอเชียเท่านั้น การระบุดังนี้สื่อความหมายถึงข้อจำกัดต่อไปนี้

- (ก) ผู้ลงทุนต้องเป็นธนาคารกลางเท่านั้น
- (ข) เงินกู้ต้องนำไปใช้โดยหน่วยงานของรัฐเท่านั้น
- (ค) เงินดอลลาร์ สรอ. เป็นเงินสกุลเดียวเท่านั้นที่จะใช้ใช้ในการซื้อขายหรือกู้ยืม

67. ดังนั้น ABF จึงคล้ายกับรูปแบบทั่วไปอันหนึ่งขององค์กรที่เคยเสนอได้แก่ Asian Monetary Fund (AMF) แม้บางคนอาจเห็นว่า ABF เป็นความคืบหน้าของการพัฒนาตลาดพันธบัตรในภูมิภาค แต่เงินทุนที่ระดมได้นั้นจะต้องไปหมุนอยู่ในขอบเขตจำกัด เช่น ธนาคารกลางเท่านั้นจะลงทุนได้ ในขณะเดียวกันผู้กู้จะต้องเป็นหน่วยงานของรัฐเท่านั้น บริษัทเอกชนในท้องถิ่นไม่ได้รับอนุญาตให้เกี่ยวข้องและสกุลเงินท้องถิ่นก็เช่นกัน ดังนั้น ABF ไม่ทำหน้าที่เป็นเครื่องมือที่สมบูรณ์แบบสำหรับหน่วยงานที่จะหมุนเวียนเงินทุน (ดู EAFRA ดังที่กล่าวในข้อ 64) ดังนั้น ควรสำรวจช่องทางอื่นๆ ไปอีกเพื่อพัฒนาตลาดทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออก โดยให้ความสนใจเป็นพิเศษแก่บทบาทของเอกชนในฐานะผู้ลงทุนและผู้กู้ สกุลเงินที่เกี่ยวข้องจะเชื่อมโยงล่วงหน้า (ตามที่กล่าวในข้อ 62) และผลกระทบที่การซื้อขายพันธบัตรระหว่างประเทศในภูมิภาคอาจมีต่อเศรษฐกิจของแต่ละประเทศในเอเชียตะวันออก (ตามที่กล่าวในข้อ 63)

## 10. บทย่อ

68. บทวิเคราะห์ที่กล่าวข้างต้นอาจสรุปได้ดังนี้ ประเทศใน ASEAN+3 หรือ EA ควรพยายามอย่างเต็มที่ที่จะเชื่อมเศรษฐกิจของประเทศเหล่านั้นเข้าด้วยกัน ไม่ใช่แต่เฉพาะเหตุผลที่

ว่าเศรษฐกิจเหล่านี้อยู่ในแถบเดียวกัน แต่เป็นเพราะการค้าระหว่างประเทศพึ่งพิงซึ่งกันและกันมากขึ้น (การค้าภายในหมู่ EA ได้เพิ่มจาก 30% ของการค้าทั้งสิ้นของ EA ในปี 2540 ขึ้นเป็น 35% ในปี 2544) นอกจากนี้ ภูมิภาค EA สามารถพึ่งตนเองได้ทางด้านเงินทุน เพราะประเทศใน ASEAN+3 โดยรวมมีดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลเสมอมาตั้งแต่ปี 2533 ดังนั้น ASEAN+3 ได้ "ทำไร" จากเวทีนานาชาติ จึงอาจหุมน "ทำไร" เหล่านี้ไปช่วยประเทศสมาชิกที่ยังล้าหลังประเทศอื่นภายในภูมิภาคอยู่

69. การพึ่งพิงทางการค้าซึ่งกันและกันและผลรวมของดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลชี้แนะทันทีว่าประเทศใน EA ควรสืบหาช่องทางที่เหมาะสมเพื่อจะได้หุมนเงินภายในภูมิภาคให้สำเร็จ เป้าหมายของความพยายามดังกล่าว คือ เพื่อช่วยให้ภูมิภาคสามารถหลีกเลี่ยง (แทนที่จะต้องไปแก้ไข) วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจหรือการเงิน เพราะประสบการณ์ในอดีตได้แสดงให้เห็นชัดว่า การแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจและการเงินเกี่ยวข้องกับงานและหน่วยงานเป็นอันมาก และการปรับตัวอย่างเจ็บปวดก็กินเวลายาวนานกว่าจะเข้าสู่ภาวะปกติ ดังนั้น จึงสมควรหาช่องทางที่มีประสิทธิภาพเพื่อเชื่อมเศรษฐกิจของภูมิภาค EA เข้าด้วยกันโดยวิธีที่ช่วยลดความเสี่ยงความยากลำบากทางเศรษฐกิจ

70. ประเทศที่มีดุลบัญชีต่างประเทศไม่สมดุลมี 2 ประเภท ได้แก่ประเทศที่เกินดุลบัญชีเดินสะพัด และประเทศที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หากไม่มีธุรกรรมเงินทุนและการแทรกแซงจากรัฐ สกุลเงินของประเทศในประเภทแรกจะมีค่าเพิ่มขึ้น ถ้ารัฐต้องการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนเดิม รัฐจะต้องใช้เงินท้องถิ่นซื้อเงินตราต่างประเทศ การแทรกแซงเช่นนั้นจะเพิ่มทุนสำรองเงินตราต่างประเทศของรัฐ ดังนั้นนโยบายเศรษฐกิจในแง่นี้จะยั่งยืน ตัวอย่างของประเทศประเภทนี้ คือ จีนและญี่ปุ่น ซึ่งไม่ต้องพึ่งการนำเข้าเงินทุนเลย ประเทศในประเภทที่สองอยู่ในฐานะที่เสียเปรียบอย่างเด่นชัด หากไม่มีเงินทุนไหลเข้าและการแทรกแซงของรัฐ สกุลเงินของประเทศเหล่านี้จะอ่อนค่าลง หากรัฐตั้งใจที่จะรักษาอัตราแลกเปลี่ยนเดิม รัฐจะต้องใช้เงินตราต่างประเทศซื้อเงินท้องถิ่น การแทรกแซงเช่นนั้นจึงไม่ยั่งยืน รัฐและ/หรือหน่วยงานเอกชนต้องนำเข้าหรือกู้เงินจากต่างประเทศแน่นอน หากมีเช่นนั้นก็จะเสี่ยงการลดค่าเงินสกุลท้องถิ่นไม่ได้ ประเทศในประเภทนี้มีหลายประเทศใน ASEAN

71. สิ่งที่น่าหนักใจสำหรับประเทศในประเภทที่สอง คือ เงินทุนนำเข้าเป็นเรื่องที่ยุ้งยากลำบาก เพราะเงินทุนเหล่านี้มีหลายรูปแบบตั้งแต่เงินลงทุนโดยตรงระยะยาวไปจนถึงเงินกู้ระยะ

สิ้นและเงินแก๊งกำไร อย่างไรก็ตาม เงินเหล่านี้มีลักษณะหนึ่งร่วมกันคือ ขึ้นกับความมั่นใจที่นักลงทุนต่างชาติมีในประเทศผู้รับ ปัจจัยที่กระทบความมั่นใจของนักลงทุนมีมาก แต่ที่สำคัญคือ ดุลบัญชีต่างประเทศ และทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ ตามที่ระบุในข้อ 12 ดังนั้นประเทศที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดบ่อยครั้งและมีทุนสำรองลดลงจะสามารถระดมเงินทุนจากต่างประเทศได้น้อยลง (เพื่อนำมาเกื้อหนุนส่วนขาดดุลการชำระเงิน) แม้ประเทศเหล่านี้จะระดมเงินได้บ้าง แต่เงินเหล่านั้นก็อาจไหลออกเร็วเกินคาดหรือก่อนกำหนดเวลาชำระคืน อีกนัยหนึ่งคือดุลเงินทุนของประเทศประเภทนี้ค่อนข้างเปราะบาง ดังนั้นการเชื่อมตลาดเงินทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเข้าด้วยกันจึงมีเป้าหมายที่จะแก้ไขความเปราะบางอันนี้และเสริมสร้างความมั่นใจของเจ้าหน้าที่ที่มีความสามารถของผู้กู้ในการรับภาระหนี้ การหมุนเวียนเงินทุนผ่านหลายช่องทางควรทดลองกระทำโดยมิใช่แต่เพียงธนาคารกลางเท่านั้นแต่โดยหน่วยงานเอกชนด้วย เพราะความพยายามเช่นนั้นจะช่วยสร้างความแข็งแกร่งให้แก่ศักยภาพการเจริญเติบโตของทั้งเศรษฐกิจที่อ่อนแอและเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งในภูมิภาคเอเชียตะวันออก

Code: BM6

Title: Regional Monetary and Financial Integration in East Asia การเชื่อมตลาดเงินทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงเข้าด้วยกัน

Price: 200 Baht (US\$6)

Dr. Pakorn Vichyanond is Research Director in TDRI's Macroeconomic Policy Program. Following his highschool graduation, he won a King of Thailand's scholarship which supported his undergraduate studies at Williams College, Massachusetts, U.S.A. At Williams he majored in economics and mathematics. His subsequent Ph.D. in economics from Harvard University was sponsored by fellowships from the Bank of Thailand and the Ford Foundation. Before joining TDRI, he worked with research teams at the Bank of Thailand, the World Bank, and private consulting firms.

## ปกรณ์ วิชาชนนท์

ผู้เขียนเป็นผู้อำนวยการวิจัย ด้านตลาดเงินตลาดทุน ประจำฝ่ายนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย เคยได้รับทุนเล่าเรียนหลวง ทุนธนาคารแห่งประเทศไทย และทุนมูลนิธิฟอร์ด สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีในสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์และคณิตศาสตร์จากวิลเลียมส์คอลเลจ ระดับปริญญาโทและเอกในสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์จากมหาวิทยาลัยฮาร์เวิร์ด ประเทศสหรัฐอเมริกา เคยทำงานที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารโลก และบริษัทที่ปรึกษาธุรกิจเอกชน

## Chalongphob Sussangkarn

Dr. Chalongphob Sussangkarn is President of TDRI. He received his B.A. and Ph.D. in economics from University of Cambridge, U.K. His earlier experiences include economist at the World Bank and lecturer in economics at the University of California, Berkeley.

## ฉลองภพ สู้สังกร์กาญจน์

ดร. ฉลองภพ สู้สังกร์กาญจน์ ดำรงตำแหน่งประธานสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีและเอกในสาขาเศรษฐศาสตร์จากมหาวิทยาลัยเคมบริดจ์ ประเทศอังกฤษ เคยทำงานเป็นเศรษฐกิจประจำธนาคารโลก และอาจารย์ในสาขาเศรษฐศาสตร์ ณ มหาวิทยาลัยแคลิฟอร์เนีย เบิร์คลีย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา

**M**odern information technology and advanced production techniques have stimulated strong competition in international trade around the world. Some countries in the same region such as North America decided to reduce their exchange rate volatility as well as trade barriers in order to encourage intraregional trade transactions. Countries in Western Europe went further by unifying their currencies as well as economic policies so as to facilitate closer trade relations. Other countries formulated a large number of Free Trade Agreements (FTA) even across regions. Given that East Asia commands sizable shares of global natural resources and GDP, it is increasingly frustrated and anxious to know what are optimal strategies to cope with growing competition and unification.

This study attempts to investigate basic economic profiles of East Asian countries and examine their prominent characteristics. It then scrutinizes various methods of regional monetary and financial integration which may be adopted as a means to deal successfully with robust external pressures. Examples of these methods are netting settlement, fund recycling, direct quoting and transactions, forward market and exchange rate guarantee, common currency and currency index.

## การเชื่อมตลาดเงินทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ด้วยกัน

**เทคโนโลยี** ที่ทันสมัยเกี่ยวกับการสื่อสารข้อมูลสารสนเทศและเทคนิคการผลิต ที่ก้าวหน้าได้กระตุ้นการแข่งขันในการค้าระหว่างประเทศทั่วโลก เป็นอันมาก บางประเทศในภูมิภาคเดียวกัน เช่น ประเทศในอเมริกาเหนือได้ทำข้อตกลงที่จะลดทั้งความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและข้อจำกัดทางการค้า เพื่อสนับสนุนการค้าขายภายในภูมิภาค ประเทศในยุโรปตะวันตกก้าวไกลไปกว่านั้นโดยรวมสกุลเงินเข้าเป็นสกุลเดียวกันพร้อมทั้งดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในแนวเดียวกัน เพื่อที่จะเอื้ออำนวยแก่ความสัมพันธ์ทางการค้าที่ใกล้ชิดขึ้น ประเทศอื่นๆ แม้จะอยู่ต่างภูมิภาคกันก็ได้จัดทำข้อตกลงเพื่อเปิดเสรีทางการค้าแบบทวีภาคี (FTA) ขึ้นหลายฉบับ เนื่องจากภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีส่วนแบ่งขนาดใหญ่ทั้งในทรัพยากรธรรมชาติและผลผลิตประชาชาติของโลก ประเทศในภูมิภาคนี้จึงวิตกกังวลมากขึ้นเรื่อยๆ และต้องการทราบว่ากลยุทธ์ใดจะเหมาะสมที่สุดซึ่งจะทำให้สามารถต่อสู้กับการแข่งขันและการรวมตัวกันที่รุนแรงมากขึ้นตามที่กล่าวข้างต้นได้

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาโครงสร้างพื้นฐานเศรษฐกิจของประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และวิเคราะห์ถึงคุณลักษณะเฉพาะที่สำคัญ หลังจากนั้นก็จะเจาะลึกลงไปถึงหลายช่องทางหรือกลยุทธ์ที่จะเชื่อมตลาดเงินทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ด้วยกัน ซึ่งหากนำมาใช้แล้วอาจจะช่วยให้ภูมิภาคนี้สามารถต่อสู้กับแรงกดดันจากภายนอกได้สำเร็จ ตัวอย่างของช่องทางหรือกลยุทธ์ที่กล่าวถึงข้างต้น ได้แก่ การหักบัญชีสุทธิภายในประเทศก่อน การหมุนเวียนเงินทุน การตั้งราคาและซื้อขายโดยตรง ตลาดล่วงหน้าและการค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินร่วมกันและดัชนีสกุลเงิน