

นโยบายการเงินยุคคิดใหม่ทำใหม่

อัมมาร สยามวาลา

อัมมาร สยามวาลา เป็นกรรมการใน บมจ. ธนาкарเอเชีย บทความนี้เป็นบทความเชิงวิชาการ และแสดงความเห็นส่วนตัวของผู้เขียน ซึ่งอาจไม่สอดคล้องกับความเห็นของธนาкар

ผลกระทบของนโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงต่อภาวะการเงินและสินเชื่อภายในประเทศ

การที่ธนาкарแห่งประเทศไทย (ธปท.) ยกอัตราดอกเบี้ยอาร์พีขึ้นมีผลกระทบโดยตรงต่อตลาดตราสาร ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว และในตลาดอินเตอร์แบงก์ ผลกระทบดังกล่าวนี้แสดงให้เห็นเป็นประจักษ์แล้วในช่วงสองสัปดาห์ที่ผ่านมา ผลตอบแทนสำหรับตั๋วเงินคลัง 3 เดือนได้เลื่อนจากอัตราร้อยละ 1.75 ในระยะก่อนที่คณะรัฐมนตรีจะปลด ม.ร.ว.จตุมงคล โสณกุลออกจากการเป็นผู้ว่าการ ธปท. มาเป็นร้อยละ 2.3 ในปัจจุบัน ผลตอบแทนสำหรับพันธบัตร 14 ปีได้เพิ่มขึ้นจากระดับใกล้เคียงร้อยละ 6 ในช่วงกลางเดือนพฤษภาคมขึ้นมาเป็นระดับร้อยละ 6.7 กว่าๆ ภายในวันสองวันหลังจากการปลดออกของผู้ว่าการฯ แต่หลังจากนั้นก็ได้นิ่มลงมาบ้าง แต่บัดนี้ก็ยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงร้อยละ 6.5 ใครได้ใครเสียจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว?

ถ้ามองแต่การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยโดยลำพังแล้ว ผู้ที่มีฐานะเป็นเจ้าของหนี้ในตลาดตราสาร (ทั้งหมด ไม่เฉพาะแต่ตลาดอาร์พี หรือตลาดอินเตอร์แบงก์) ก็น่าจะมี “รายได้” ดีขึ้น เพราะจะมีดอกเบี้ยมากขึ้น แต่ความเป็นจริงจะซับซ้อนกว่านี้ ในขั้นแรก เจ้าหนี้เหล่านี้จะขาดทุนในงบดุลก่อน เป็น Capital Loss เพราะราคาทรัพย์สินที่ตนถืออยู่นั้นจะตกลงทันทีที่ดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้น ในระยะยาว เมื่อตราสารเหล่านี้ครบกำหนดและลูกหนี้จะต้องออกตราสารมาทดแทน (ถ้าประสงค์) ตอนนั้นเท่านั้นที่เจ้าหนี้จะได้ดอกเบี้ยสูงขึ้น เพราะฉะนั้นสำหรับตราสารระยะสั้น เหล่าผู้ที่อยู่ในฐานะเป็นผู้ให้กู้ (คือผู้ซื้อตราสาร) ก็จะมีโอกาสมีรายได้ดีขึ้นเกือบจะทันทีอย่างมากก็ภายในสองสามเดือน ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงที่เห็นได้ชัดประการหนึ่งก็คือ ผู้ซื้อตราสารระยะสั้นและผู้ให้กู้ในตลาดอินเตอร์แบงก์จะมีรายได้เพิ่มขึ้น กลุ่มนี้มีธนาкарพาณิชย์ไทยเป็นตัวเล่นนำ ทางอีกด้านหนึ่ง คือผู้ขายตราสาร หรือผู้กู้ในตลาดอินเตอร์แบงก์ ที่จะต้องเสียดอกเบี้ยแพงขึ้น กลุ่มนี้ได้แก่ธนาкарพาณิชย์ต่างชาติ

ในขั้นพินัยฯ ดังกล่าวนี้อีกพอจะวินิจฉัยได้ว่า นโยบายขึ้นอัตราดอกเบี้ย ได้โอนผลประโยชน์จากธนาкарต่างชาติมายังธนาкарไทย คนของรัฐบาลหลายคน (และสื่อมวลชนบางคนก็ได้ขานรับกระแสของรัฐบาล) ได้สรุปประเด็นนี้ว่าแสดงถึงความชาญฉลาดของรัฐบาล ที่สามารถตัดหลังเหล่าธนาкарต่างชาติได้สำเร็จ และได้เสี่ยงจากกระแสนิยมอีกด้วย คนเหล่านี้กล่าวหาว่า ธนาкарต่างชาติได้ซุ่มมือเปิบจากการใช้อัตราดอกเบี้ยต่ำในตลาดอินเตอร์แบงก์เอาเงินไปปล่อยกู้ต่อ โดยไม่ต้องเหนี่ยวนำแรงเหนี่ยวนำเปิดสาขา จ้างคน มารวบรวมเงินออมจากประชาชนเหมือนธนาкарไทยทั้งหลาย ส่วนนี้มีส่วนจริงที่ปฏิเสธได้ยาก แต่รัฐบาลกำลังให้รางวัลแก่ธนาкарไทยที่ได้ลงทุนลงแรงไปจริงหรือไม่ แม้กระทั่งในระดับพินัยฯ นี้ก็เห็นได้ว่า ธนาкарไทยจะไม่มีแต่ได้อย่างเดียว แต่ต้องขาดทุนจากตราสารที่ซื้อไว้แต่เดิม โดยเฉพาะตราสารระยะยาวไปด้วย และการขาดทุนนั้นจะเกิดขึ้นทันที ก่อนที่จะมีโอกาสกอบโกยจากอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น

ประเด็นที่คนไทยทุกคนน่าจะนำไปคิดจากข้ออ้างของรัฐบาลดังกล่าวก็คือ ถ้าคำพูดของคนในรัฐบาลเป็นคำพูดที่สะท้อนความรู้สึกจริงของรัฐบาล ก็หมายความว่า รัฐบาลเห็นความสำคัญของการโอนผลประโยชน์จากนายธนาкарต่างชาติมาให้นายธนาкарไทยมากพอที่จะขับผู้ว่าการธนาкарแห่งประเทศไทยออกจากตำแหน่ง

และทำให้ตลาดการเงินปั่นป่วนไปสองสามสัปดาห์ ซึ่งก็เป็นเรื่องที่แสดงการลำดับความสำคัญของปัญหาของรัฐบาลได้อย่างน่าสนใจ และควรที่พวกเราจะจำกันไว้ให้ดี

แต่ผมคิดว่า เหล่าผู้นำทางความคิดของรัฐบาลไม่มองปัญหาต้นๆ แบบนี้หรอก อาจเป็นแต่เพียงนักประชาสัมพันธ์ที่ถูกประชาชนที่คิดว่า หลอกตาสีตาสาแค่นี้ก็คงพอ เพราะแม้กระทั่งเมื่อมองปัญหาในระดับต้นๆ แบบนี้ ก็เห็นได้ว่า คนที่ได้เสียผลประโยชน์นั้นไม่มีแต่เพียงผู้ซื้อตราสารเท่านั้น แต่มีผู้ขายตราสารเหล่านี้ด้วย ซึ่งก็มีอยู่สามกลุ่มใหญ่ๆ คือรัฐบาล กองทุนฟื้นฟูเพื่อการพัฒนาสถาบันการเงิน และบริษัทใหญ่ที่มีเครดิตดีพอที่จะนำหุ้นกู้ออกมาจำหน่ายได้ (เช่นบริษัทปูนซิเมนต์ไทย บริษัทเอไอเอส เป็นต้น) สำหรับกลุ่มที่สามนั้น ในขั้นนี้บริษัทเหล่านี้จะไม่ผลเสียแต่อย่างใด เพราะหุ้นกู้ก็จำหน่ายออกไปแล้ว คนที่ช่วยก็คงจะเป็นผู้ซื้อ ซึ่งมีทั้งธนาคารและประชาชนที่มีฐานะดีพอที่จะมาเล่นตลาดนี้ได้ ความจริงแล้ว ตลาดหุ้นกู้ของบริษัทกำลังขยายมาอย่างดี โดยที่บริษัทใหญ่ๆ เหล่านี้เริ่มอาศัยตลาดนี้ เพื่อลดหนี้ธนาคารและเพื่อลงทุนขยายกิจการ มาบัดนี้แผนของอย่างน้อยหนึ่งบริษัท (ทีเอ) ก็ต้องหยุดชะงักลง อย่างไรก็ดี

แต่สำหรับทั้งรัฐบาลและกองทุนฟื้นฟูฯ นั้นรู้สึกว่าจะไม่มีใครเป็นห่วง ทั้งๆ ที่สองฝ่ายนี้เล่นในตลาดระยะสั้นอยู่ไม่น้อย รัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทย (ซึ่งดูแลกองทุนฟื้นฟูฯ) อยากที่จะทำโทษนายธนาคารต่างประเทศขนาดที่จะยอมเนือตัวเองขนาดนี้หรือ ความจริง มันไม่ใช่เลือดเนื้อของผู้นำรัฐบาลที่กำลังถูกเชือดหอกครับ เป็นเลือดเนื้อของพวกเราเสียภาษีต่างหาก หรือถ้าจะให้ถูกกว่านั้น เป็นเลือดเนื้อของลูกหลานเราที่จะเป็นผู้เสียภาษีในอนาคต

ดังนั้น เหตุผลที่บางส่วนของรัฐบาลให้มานั้น (คือการทำโทษธนาคารต่างชาติ) ไม่น่าจะเป็นเหตุผลที่แท้จริงของรัฐบาล เพราะผู้นำของเรามีความชาญฉลาดกว่านั้นมาก ถึงขนาดได้รับการนิยมนชมชอบว่าเป็นผู้มีวิสัยทัศน์ ผมจึงคิดต่อไปว่า รัฐบาลมีแผนที่ซับซ้อนกว่านั้นจริง ๆ ผมจึงได้พยายามอ่านเกมของรัฐบาลว่า ลึกๆ แล้วเขามีอะไรที่เราควรต้องทราบ คำถามแรกที่ต้องถามคือการคำตอบและสนใจมากกว่าความอดอยากปากแห้งของนายธนาคารไทยหรือความอึดหมีพื้มของนายธนาคารต่างชาติก็คือ แล้วจะเกิดอะไรขึ้นกับดอกเบี้ยเงินฝากและดอกเบี้ยเงินกู้?

ในสภาพที่เศรษฐกิจเป็นปกติ (ไม่ใช่ในปัจจุบัน) ดอกเบี้ยที่กระพือขึ้นในตลาดตราสารก็จะส่งผลทันทีมายังดอกเบี้ยเงินกู้และดอกเบี้ยเงินฝากของเหล่าธนาคารทั้งหลาย เพราะธนาคารทั้งหลายต้องจัดการเคลื่อนย้ายสินทรัพย์ของตนเพื่อให้เกิดรายได้ที่สูงที่สุด ขณะเดียวกัน ต้องพยายามระดมอมทรัพย์จากประชาชนเพื่อปล่อยกู้ต่อ หรือซื้อตราสารมาเพื่อเอากำไรจากส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยที่จ่ายออกและดอกเบี้ยที่จะได้รับ การมีดอกเบี้ยสูงขึ้นไม่ว่าในตลาดใดก็ตามก็ย่อมส่งผลกระทบต่อตลาดอื่น ๆ รวมทั้งตลาดสินเชื่อในทิศทางเดียวกันไปหมด และถ้าดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นไม่ว่าจะตรงจุดใดก็ตาม ก็พยายามทำให้ธนาคารอยากแสวงหาเงินเข้ามามากขึ้น วิธีหนึ่งที่จะได้เงินมาก็คือการให้ดอกเบี้ยเงินฝากที่เพิ่มขึ้น

แต่ในปัจจุบัน สถานการณ์หาได้เป็นปกติไม่ สมมุติฐานอย่างหนึ่งที่อาจมีได้ก็คือ ผลกระทบจะน้อยหรือไม่มีเลย ทั้งนี้เพราะสิ่งที่เรียกกันว่า “กับดักสภาพคล่อง” กับดักสภาพคล่องที่มีอยู่ในประเทศไทยในขณะนี้ไม่เหมือนกับที่เรียนกันมาในตำรา เพราะจะไม่ปรากฏในตลาดตราสาร แต่เป็นปรากฏการณ์เฉพาะกับสถาบันการเงิน และในตลาดสินเชื่อที่ปล่อยโดยสถาบันการเงินเหล่านี้เท่านั้น ในสภาพปกติดอกเบี้ยในตลาดตราสาร และในตลาดสินเชื่อจะขึ้นลงด้วยกันดังที่กล่าวมาแล้ว แต่ในสภาพปัจจุบันที่มีกับดักสภาพคล่องในสถาบันการเงิน พันเพื่งที่เชื่อมสองตลาดจะไม่ทำงาน หรือทำงานอย่างหนึ่งๆ ดอกเบี้ยในสองตลาดจึงค่อนข้างจะหลุดลอยออกจากกัน ขณะนี้ แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดตราสารจะสูงขึ้นทั้งแถบ (คือทั้งระยะสั้นและระยะยาว) แต่อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารนั้นจะนิ่งอยู่ ธนาคารไม่มีเหตุผลใดๆ ที่จะเปลี่ยนอัตราเหล่านี้ จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ก็ไม่รู้ว่า

เอาเงินไปทำอะไร ขณะนี้เงินก็เต็มธนาคารอยู่แล้ว ได้มาก็ไม่ทราบว่าจะไปต่องไว้ที่ไหน ครั้นจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ก็ในเมื่อธนาคารบ่นเข้าบ่นเย็นว่าอยากให้กู้มากขึ้น แต่หาลูกค้าดี ๆ ไม่ได้ การยกอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ให้สูงขึ้นจะไม่ช่วยให้มีการกู้เงินมากขึ้นแน่ ตรงกันข้าม ถ้าตลาดตราสารมีผลตอบแทนดีขึ้น ก็มีทางเป็นไปได้สูงที่เหล่าธนาคารจะหันมาหาผลตอบแทนจากตลาดตราสารมากขึ้น โดยจะไม่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้

ผลสรุปจากสมมุติฐานกับดักสภาพคล่องอาจมีข้อยกเว้นบ้าง อาทิเช่นในตลาดสินเชื่อเพื่อซื้อบ้าน ในช่วงสองสามปีที่ผ่านมา ธนาคารทั้งหลายได้พบว่า การให้กู้กับประชาชนเพื่อให้ซื้อบ้านที่อยู่อาศัยนั้นเป็นธุรกิจที่ให้การได้ผลตอบแทน และรวมกันแล้วมีความเสี่ยงน้อย อาจจะน้อยกว่าการให้กู้กับเจ้าแก้อาเสียนายห้างทั้งหลายเสียอีก (แปลกแต่จริง) จึงได้กรูกันเข้ามาแข่งกันปล่อยกู้ในตลาดดังกล่าว ตลาดนี้เป็นการให้กู้ระยะยาว และในที่สุด อาจเป็นสิ่งที่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในตลาดตราสารเร็วที่สุด แต่อย่างไรก็ตาม การให้กู้ในตลาดนี้ยังอิงอยู่กับอัตราดอกเบี้ย MLR อยู่ ซึ่งผมคาดว่าจะยังไม่ขึ้น อย่างน้อยก็ในระยะสั้นนี้ ผมคิดว่าธนาคารคงจะรอให้ฝุ่นในตลาดตราสารหยุดตกลงเสียก่อน ก่อนที่จะดำเนินการอย่างหนึ่งอย่างใด และผมเข้าใจว่า เจตนารมณ์ของทางการก็คือให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและดอกเบี้ยเงินกู้อยู่ในสภาพนิ่งไปก่อน และเจตนารมณ์ดังกล่าวนี้ก็มีການรับจากประธานกรรมการบริหาร ธนาคารกรุงเทพฯ (นายโสมสิทธิ์ ปิ่นเปี่ยมรัชฎ์) ซึ่งให้สัมภาษณ์ว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากหรือเงินกู้ของธนาคารแต่อย่างใด

สองย่อหน้าที่ผ่านมานั้น เปรอะไปด้วย คำว่า “สมมุติฐาน” “อาจจะ” “ผมคิดว่า” และ “ผมเข้าใจว่า” เพื่อแสดงให้เห็นชัดว่า ทั้งหมดที่กล่าวไปนั้น ล้วนแต่เป็นการคาดการณ์ของคน ๆ หนึ่ง ที่มีอาจล่วงรู้ความคิดของเหล่าผู้นำของประเทศเรา และไม่ชาญฉลาดพอที่จะหยั่งถึงเจตนารมณ์ที่แท้จริงของท่านได้ เท่าที่เขียนมานี้ ก็จากการสังเกตพฤติกรรมในตลาดเท่าที่ผ่านมา

ขอย้อนกลับมายังตลาดตราสารระยะสั้นใหม่ คือตลาดอาร์พีและตลาดอินเตอร์แบงก์ เราได้วิเคราะห์ตลาดดังกล่าวโดยยังไม่ได้คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงในพฤติกรรมของผู้ที่เล่นอยู่ในตลาดนี้ กล่าวคือ ถึงแม้ว่า ได้มีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยตามที่ ธปท. ได้ประกาศไปแล้ว แต่ธนาคารพาณิชย์ไทยยังเป็นกลุ่มแบงก์เงินออมของประชาชนมาให้ธนาคารต่างชาติกู้ ในปริมาณเท่าเดิม เพียงแต่คิดอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเท่านั้น แต่ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นในพฤติกรรมของธนาคารสองประเภทนี้แล้ว ผลที่ตามมาจะเป็นอย่างไร

ผมคิดว่า (ประโยคนี้อีกแล้ว!) ผลที่รัฐบาลหวังก็คือ เมื่อได้ดอกเบี้ยสูงแล้ว ธนาคารพาณิชย์ไทยจะนำเอาเงินมาป้อนตลาดอาร์พีมากขึ้น แต่ธนาคารต่างชาติจะขอกู้จากตลาดอินเตอร์แบงก์น้อยลง ผมจะอธิบายข้างหน้าว่าทำไมจึงมีเหตุผลที่จะคาดเช่นนั้น แต่ในตอนนี้ ขอให้ท่านผู้อ่านเชื่อผมไปพลางก่อนว่า ปฏาการดังกล่าวจะเกิดขึ้นจริง ถ้าเช่นนั้น ผลที่ตามมาจะเป็นอย่างไร คำตอบก็คือ ตลาดจะขาดสมดุลขึ้น และเมื่อ ธปท. ประกาศตรึงอัตราดอกเบี้ยในตลาดอาร์พีไว้ที่ระดับใหม่นี้แล้ว ธปท. ก็ต้องขยายตราสาร (หรือกู้) ตามนั้น เมื่อ ธปท. เป็นผู้ขายตราสารในตลาดอาร์พี ธปท. ก็จะได้เงินมาแลกกับสินทรัพย์ ซึ่งก็ย่อมทำให้ ธปท. มีเงินสดอยู่ในบัญชีมากขึ้น ธปท. จะเอาเงินที่ได้มานั้นไปทำอะไร? ขอทั้งคำถามนี้เป็นปริศนาไว้ก่อน ผมจะกลับมาตอบคำถามนี้ในช่วงท้ายของบทความนี้ หลังจากที่ได้วิเคราะห์ตลาดเงินตราระหว่างประเทศแล้ว

ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและตลาดเงินตราต่างประเทศ

จุดประสงค์หลักของผู้ว่าการ ธปท. ท่านใหม่คือ ความต้องการมิให้เงินทุนของไทยไหลออกมากนัก แม้กระทั่งเพื่อจ่ายหนี้ที่มีอยู่ (จะจ่ายก็ไม่ห้าม แต่ขอร้องว่าอย่าให้เร็วเกินไป) เรื่องนี้มีใช่เป็นการคาดเดาของผม แต่มาจากคำให้สัมภาษณ์แก่สื่อมวลชนในวันที่ 4 มิถุนายน ท่านได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์ดังกล่าวเป็นเรื่องแรกในการให้สัมภาษณ์ครั้งนั้น แสดงว่าเรื่องนี้มีความสำคัญในระดับต้น ๆ เลยทีเดียว

การไหลออกของเงินทุนนั้นมีได้หลายรูปแบบ ทั้งที่เป็นการไหลออกโดยถูกกฎหมายหรือโดยผิดกฎหมาย ส่วนที่ผิดกฎหมาย (เช่นการส่งโดยระบบโพยกัน) นั้น มาตรการดักเบียดตลาดอินเตอร์แบงก์จะไม่ส่งผลเท่าใดนัก ตัวที่อ่อนไหวที่สุดต่อตลาดอินเตอร์แบงก์ก็คือการโยกย้ายเงินของสถาบันการเงินต่างๆ และเนื่องจากสถาบันการเงินเป็นตัวละครหลักที่ “เล่น” อยู่และเป็นตัวเชื่อมตลาดตราสาร (และอินเตอร์แบงก์) และตลาดเงินตราต่างประเทศ เราจึงต้องทำความเข้าใจตลาดเงินตราต่างประเทศให้ดีเสียก่อน

บริการหนึ่งที่สถาบันการเงินให้กับลูกค้าของตนในขณะนี้ก็คือ การซื้อหรือขายเงินดอลลาร์ทั้งในปัจจุบันและล่วงหน้า ตัวที่เกี่ยวพันกับอัตราดอกเบี้ยนั้นก็คือนักการเงินดอลลาร์ล่วงหน้า ทั้งนี้เพราะเหล่านักธุรกิจทั้งหลายในประเทศไทยส่วนหนึ่งต้องการกันความเสี่ยง (hedge) จากการขาดทุนอันอาจเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะในยุคหลังจากที่ค่าเงินบาทลอยตัว ปกติแล้วผู้นำเข้ามักจะพยายามซื้อดอลลาร์ล่วงหน้า ส่วนผู้ส่งออกจะพยายามขายดอลลาร์ล่วงหน้า ถ้ามีแต่ผู้นำเข้าและส่งออกแล้วและถ้าสถานการณ์เป็นสถานการณ์ปกติ ตลาดล่วงหน้าก็จะมีการซื้อขายดอลลาร์พอๆ กัน ธนาคารพาณิชย์ก็สามารถจับแพะชนแกะระหว่างนักธุรกิจสองกลุ่มนี้ได้ แต่สถานการณ์ในประเทศไทยไม่เคยสมดุลกัน และระยะหลังๆ นี้ไม่สมดุลมากขึ้น เพราะสาเหตุสองประการ

- นอกจากผู้นำเข้าและผู้ส่งออกแล้ว ก็ยังมีผู้ที่กู้ยืมเงินดอลลาร์ พวกนี้จะต้องการซื้อเงินดอลลาร์ล่วงหน้า
- ผู้ส่งออกบางคนอาจไม่ผ่านตลาดของธนาคารพาณิชย์ อาจประสงค์จะฝากเงินไว้ต่างประเทศ ก็นำดอกเบี้ยเงินดอลลาร์แทน

ด้วยเหตุนี้ ข้อมูลจากธนาคารชาติจึงชี้ให้เห็นว่า ความไม่สมดุลดังกล่าวนี้ได้เพิ่มขึ้นมาโดยตลอดในระยะเวลาหลังจากค่าเงินบาทลอยตัว โดยเฉพาะในปีที่แล้วและปีนี้ ได้เพิ่มจาก 9,000 ล้านดอลลาร์ในเดือนมกราคม 2543 จนเป็น 12,700 ล้านดอลลาร์ในเดือนเมษายน 2544 (ตัวเลขล่าสุด) โดยนักธุรกิจจะซื้อมากกว่าขาย หมายความว่า คู่ค้าของพ่อค้าเหล่านั้นคือระบบธนาคารจะต้องขายมากกว่าซื้อ

หากธนาคารขายล่วงหน้ามากกว่าซื้อ ก็หมายความว่า ธนาคารต้องเสี่ยงกับการที่ราคาเงินดอลลาร์จะแพงขึ้น (= เงินบาทอ่อนลง) ในอนาคต ในเรื่องนี้ ธปท.ได้กำหนดไว้แล้วว่า ธนาคารไม่มีหน้าที่และไม่มีสิทธิ์ที่จะแบกรับความเสี่ยง (exposure) อันเกิดจากการไหวตัวในอัตราแลกเปลี่ยนเกินกว่าร้อยละ 20 ของเงินกองทุนของตน ด้วยเหตุนี้ ธนาคารต่างๆ ก็จำต้องซื้อเงินดอลลาร์ในตลาดสปีดเทคเก็บเอาไว้ ดังนั้นเงินที่ธนาคารไทยนำไปฝากเป็นเงินดอลลาร์จึงได้สูงขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 14,400 ล้านดอลลาร์ในเดือนเมษายน 2544

อาจมีผู้สงสัยว่า เพราะเหตุใดธนาคารในประเทศไทยถึงไม่เสี่ยงการซื้อเงินดอลลาร์มาเก็บไว้ โดยหันไปทำสัญญาซื้อขายเงินดอลลาร์ล่วงหน้าจากต่างประเทศแทน แต่ผู้ที่ขายเงินดอลลาร์ให้กับธนาคารไทยนั้น จำต้องคำนึงถึงอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทในต่างประเทศ (off-shore baht) ซึ่งจะอยู่ในระดับที่สูงกว่าในประเทศ บางครั้งจะสูงค่อนข้างมาก ทั้งนี้ เพราะ ธปท. ได้มีนโยบายกีดกันการไหลออกของเงินบาทไปต่างประเทศอย่างเข้มงวด และนับวันก็จะเข้มงวดขึ้นทุกวัน เพราะเป็นมาตรการที่สำคัญประการหนึ่งที่จะป้องกันมิให้เงินบาทถูกโจมตีจากข้างนอกเหมือนในปี 2540

สรุปได้ว่า ธนาคารไทยต้องถือเงินดอลลาร์ไว้ในมือ เพื่อกีดกันความเสี่ยงจากสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของตนทำไว้กับลูกค้าของตน เงินดอลลาร์ที่ธนาคารถืออยู่นี้มีลักษณะ เป็นเงินสำรองระหว่างประเทศที่ภาคเอกชนจ้างให้ธนาคารพาณิชย์ถือไว้ เพื่อความปลอดภัยของตัวเอง คู่ขนานไปกับเงินสำรองระหว่างประเทศของทางการ

และเป็นกันชนให้นักธุรกิจที่เลือกที่จะลดความเสี่ยงของตนอันเกิดจากความไม่มีเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนได้

ธนาคารพาณิชย์คิดค่าจ้างเก็บเงินสำรองให้กับนักธุรกิจอย่างไร เรื่องนี้มีสูตรสำเร็จง่าย ๆ ให้ สมมุติว่า นักธุรกิจต้องการทำสัญญาจองอัตราแลกเปลี่ยนสามเดือนข้างหน้า ธนาคารจะต้องเอาเงินบาทไปซื้อเงินดอลลาร์และเก็บเงินนั้นไว้เพื่อส่งมอบหลังจากสามเดือน เงินบาทที่ต้องใช้ไปนั้นก็มีต้นทุนดอกเบี้ย ซึ่งสำหรับธนาคารก็คืออัตราดอกเบี้ยเงินบาทในตลาดอินเตอร์แบงก์ แต่ขณะเดียวกันเมื่อธนาคารได้รายได้จากการที่มีเงินดอลลาร์มาเก็บไว้ ซึ่งมักจะเก็บไว้ที่สิงคโปร์ ดังนั้นก็จำเป็นต้องใช้อัตราดอกเบี้ยเงินดอลลาร์ในตลาดสิงคโปร์ (SIBOR) มาคำนวณ นอกจากนี้ธนาคารอาจคิดค่าใช้จ่ายและกำไรอีกเล็กน้อย เพราะฉะนั้น ณ วันใดวันหนึ่ง ราคาที่ธนาคารจะกำหนดให้ลูกค้าสำหรับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า จะเป็นไปตามสมการดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} & \text{ราคาเงินดอลลาร์ที่จะส่งมอบในอีกสามเดือน} - \text{ราคาเงินดอลลาร์ที่ส่งมอบทันที} \\ &= 0.25 \times (\text{อัตราดอกเบี้ยเงินบาทในตลาดอินเตอร์แบงก์ไทย} - \text{อัตรา} \\ & \text{ดอกเบี้ยสำหรับเงินดอลลาร์ในสิงคโปร์ หรือ SIBOR}) \times \text{ราคาเงิน} \\ & \text{ดอลลาร์ในปัจจุบัน} + \text{ค่าใช้จ่ายและกำไรของธนาคาร} \end{aligned}$$

ในสมการดังกล่าวมีตัวคูณเท่ากับ 0.25 คูณซึ่งก็คือ 3/12 ปีนั่นเอง

ผมได้เขียนสมการในรูปแบบนี้ เพราะเหตุว่าในตลาดโดยทั่วไป เขาจะให้ราคาเป็นผลต่างอย่างข้างบนนี้ โดยปกติผลต่างดังกล่าวจะมีมูลค่าไม่กี่สตางค์ โดยปกติจะเป็นบวก เพราะเหตุว่าอัตราดอกเบี้ยเงินบาทมักจะสูงกว่า อัตราดอกเบี้ยเงินดอลลาร์ แต่ในระยะเกือบหนึ่งปีที่ผ่านมาผลต่างที่ให้ข้างต้นนี้เป็นติดลบ เพราะดอกเบี้ยเงินบาทมีอัตราต่ำกว่า แต่ไม่ว่าจะเป็นบวกหรือลบก็ตาม ตัวเลขดังกล่าวจะออกมาน้อยมาก สำหรับสัญญาซื้อเงินดอลลาร์สามเดือนในวันที่ 8 มิถุนายน ผู้ซื้อจะซื้อได้ในราคา -2 สตางค์ ถ้าขายล่วงหน้าจะได้ -8 สตางค์ หมายความว่าอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อถึงกำหนดสัญญา จะเท่ากับราคาเงินดอลลาร์ส่งมอบในวันเดียวกัน (สป็อต) คือวันที่ 8 มิถุนายน ลบด้วย 2 สตางค์ถ้าเป็นผู้ซื้อ (ผู้นำเข้า) หรือ ลบ 8 สตางค์ถ้าเป็นผู้ขาย (ผู้ส่งออก)

จะเห็นได้ว่า ตัวแปรตัวหนึ่งในสมการนี้ คืออัตราดอกเบี้ยในตลาดอินเตอร์แบงก์ไทย ตัวนี้คือตัวที่ทางการไทยได้ยกให้สูงขึ้นประมาณร้อยละ 1 การขึ้นอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจะทำให้ผลต่างนี้เพิ่มขึ้น $0.25 \times 0.01 \times 45 = 0.11$ บาท หรือ 11 สตางค์

สมการที่ให้มานี้สามารถอธิบายแต่เพียงผลต่างระหว่างราคาเงินดอลลาร์ในอนาคต กับราคาในปัจจุบันเท่านั้น ถ้าฟังสมการนี้ไม่สามารถนำมาพยากรณ์ได้ว่า ถ้าขึ้นอัตราดอกเบี้ย (ด้านขวาของสมการ) แล้ว ราคาเงินดอลลาร์ในด้านซ้ายตัวไหนจะขึ้น (หรือลง) มากน้อยเพียงใด ระดับราคาเงินดอลลาร์จะขึ้นหรือลงนั้นย่อมขึ้นอยู่กับพฤติกรรมของเหล่านักธุรกิจและของธนาคาร จากการที่ ธปท. ได้ทำให้ต้นทุนในการกันความเสี่ยงเพิ่มขึ้นโดยเพิ่มอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ มองจากมุมของนักธุรกิจที่ประสงค์จะกันความเสี่ยง อันเป็นตัวสร้างอุปสงค์สำหรับเงินดอลลาร์ล่วงหน้า การเพิ่มต้นทุนในการกันความเสี่ยงจะมีผลที่จะทำให้ความต้องการกันความเสี่ยงนั้นน้อยลง และเมื่อนักธุรกิจต้องการกันความเสี่ยงน้อยลง ธนาคารพาณิชย์ก็ไม่จำเป็นต้องไปซื้อเงินดอลลาร์มากองไว้ และถึงแม้ธนาคารจะอยากกองเอาไว้ก็ตาม ก็จะทำไม่ได้ เพราะฝืนกฎของ ธปท. ดังนั้น การไหลออกของเงินทุนไปต่างประเทศตามทางสายนี้ก็อาจจะลดลง และถ้าการไหลออกของเงินทุนเหล่านี้นลดลง ค่าเงินบาทก็จะสูงขึ้นทันที

จะด้วยเหตุผลนี้ หรือจะเป็นเพราะสัญญาณที่ออกไปยังตลาดจากนโยบายขึ้นดอกเบี้ย ผลของนโยบายแสดงให้เห็นเป็นประจักษ์ทันทีในสัปดาห์ที่ผ่านมา เพราะเมื่อ ธปท. ประกาศทำนโยบายการเงินใหม่ เงินบาทก็มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นอยู่ตลอดเวลา เตือนร้อนมาอย่าง ธปท. ที่ต้องเข้ามาแทรกแซงเพื่อให้อ่อนลงใหม่อีก ในการแทรกแซงนี้ ธปท. จะใช้เงินบาทไปซื้อเงินดอลลาร์มาเก็บไว้ เพื่อทำให้ดอลลาร์แพงขึ้น เงินที่ซื้อดอลลาร์นี้มาจากไหน? ตรงนี้ที่เราได้คำตอบต่อปริศนาที่ทิ้งไว้ในส่วนแรกของบทความนี้ ธปท. จะนำเอาเงินที่ได้จากการแทรกแซงในตลาดอาร์พมาซื้อเงินดอลลาร์ ทำให้เงินสำรองทางการสูงขึ้น สอดกับเจตนารมณ์ของท่านผู้ว่าฯ คนใหม่ แต่ขณะเดียวกันสิ่งที่อาจเกิดขึ้นก็คือเงินสำรองของภาคเอกชนจะลดลง

ทำเรื่องนี้ไปทำไม?

ผมต้องขออภัยท่านผู้อ่านที่ได้เขียนบทวิเคราะห์ที่ยกย่อน ไม่รู้จะตรงไปตรงมา สำหรับผู้ที่เริ่มหลงทางกับบทวิเคราะห์ข้างต้นนี้ ผมได้สรุปผลต่อตัวแปรและต่อพฤติกรรมของฝ่ายต่างๆ ของการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยให้เห็นในตารางที่ 1

ตารางที่ 1

ผลกระทบของการขึ้นอัตราดอกเบี้ยอาร์พี

ตัวแปร	ผล
อัตราดอกเบี้ยในตลาดตราสาร	เพิ่มขึ้น
อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก	ไม่มีผล
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้	ไม่มี/ถ้ามีก็จำกัด
กำไรของธนาคารไทย	ลดลง (capital loss)
กำไรของธนาคารต่างประเทศ	ลดลง
ภาระขาดทุนของกองทุนฟื้นฟูฯ	เพิ่มขึ้น
ค่าเงินบาท	แข็งขึ้น ถ้า ธปท. ไม่แทรกแซง
เงินทุนสำรองทางการ	มากขึ้นหาก ธปท. แทรกแซง ไม่ให้ค่าเงินบาทสูงขึ้น
การกันความเสี่ยงของนักธุรกิจและเงินฝากที่เป็นดอลลาร์ของธนาคารพาณิชย์	ลดลง

ผู้ว่า ธปท. มีวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนที่ได้แถลงไว้ คือต้องการเพิ่มหรือรักษาเงินทุนสำรองทางการ และจากบทวิเคราะห์นี้ก็แสดงให้เห็นว่า การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนั้นเป็นวิธีที่จะบรรลุวัตถุประสงค์นี้ได้จริง แต่คำถามที่หลายคนมีอยู่ก็คือ ทำไมถึงต้องเพิ่มเงินทุนสำรองทางการ โดยการลดเงินทุนสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่นักธุรกิจเอกชนจ้างให้เก็บไว้ให้? ผมไม่สามารถตอบแทนท่านผู้ว่าฯ ได้ แต่ผมคิดว่า เวลานี้มีอยู่สองแนวทางหลักๆ เกี่ยวกับความเสี่ยงและวิธีป้องกันความเสี่ยงในด้านการเงินระหว่างประเทศ

แนวทางแรกคือ ยอมรับในระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว เพราะเห็นว่า การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่เกินไปในสภาพเศรษฐกิจโลกที่ผันแปรอย่างรวดเร็ว นั้นสร้างอันตรายมากกว่าประโยชน์ ดังที่ได้เห็นมาแล้วในอดีต โดยเฉพาะในปี 2540 ยิ่งถ้าให้ค่าเงินบาทตรึงอยู่กับดอลลาร์ท่ามกลางตลาดเงินตราของโลกซึ่งผันผวนอยู่ตลอดเวลา อันตรายจะยิ่งแรงขึ้น ดังนั้น จึงควรให้พ่อค้า นักธุรกิจ ปรับตัวเข้ากับระบบนั้น และวิธีการที่จะช่วยให้

เขาปรับตัวเองได้ ก็ด้วยการเปิดโอกาสให้เขาจ้างให้ธนาคารพาณิชย์ถือเงินดอลลาร์ไว้แทน เหมือนอย่างที่ยังเป็นอยู่ ถ้าใช้วิธีนี้ ทางเราก็จำเป็นทุนสำรองระหว่างประเทศพอประมาณ เพียงเพื่อป้องกันมิให้อัตราแลกเปลี่ยนแปรปรวนมากเกินไป

แนวทางที่สอง (ซึ่งเข้าใจว่าเป็นแนวทางของผู้ว่าการ ธปท. คนปัจจุบัน) เริ่มจากข้อสังเกตว่า การขาดเสถียรภาพในอัตราแลกเปลี่ยนนั้นเป็นต้นทุนสูงสำหรับนักธุรกิจ และสำหรับเศรษฐกิจ เพราะฉะนั้นรัฐบาลจำเป็นต้องเข้าไปแทรกแซงในตลาดเงินตราอยู่ตลอดเวลา และเพื่อที่จะแทรกแซงได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทางเราจะต้องมีเงินทุนสำรองให้เพียงพอ ส่วนการกันความเสี่ยงที่เอกชนทำกันอยู่นั้น บัดนี้ยังไม่มีมาตรการใด ๆ ที่จะขัดขวางแต่เห็นได้ชัดจากคำให้สัมภาษณ์ของผู้ว่าฯ คนปัจจุบันว่า ท่านเป็นห่วง มิใช่ว่า การทำเช่นนั้นเป็นของไม่ดีในตัวของมันเอง นักธุรกิจย่อมต้องเอาตัวรอด สิ่งที่ท่านอาจเป็นห่วงก็คือ หากนักธุรกิจพากันปกป้องตัวเองจากความเสี่ยงพร้อม ๆ กัน หรือเร่งจ่ายหนี้คืนพร้อม ๆ กัน เศรษฐกิจโดยรวมก็就会有ความผันแปรมากขึ้น ซึ่งจะเป็นผลเสียต่อทุกคน

แต่หาก ธปท. วิตกในเรื่องนี้จริง และจะทำหน้าที่ถือเงินสำรองไว้เองทั้งหมด ไม่อยากให้นักธุรกิจกันความเสี่ยงของตนโดยจ้างให้ธนาคารเก็บเงินดอลลาร์ไว้แทน หรือไม่อยากแม้กระทั่งให้เขาจ่ายหนี้ล่วงหน้า ก็เป็นหน้าที่ของ ธปท. ที่จะให้คำมั่นสัญญากับเขาในลักษณะที่ชวนให้เขาเชื่อได้ว่า อัตราแลกเปลี่ยนจะไม่ผันแปรแต่อย่างใด มิฉะนั้น การเล่นเกมอัตราดอกเบี้ยจะมีผลที่ค่อนข้างจำกัดหรืออาจไม่มีเลย

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า ตรรกะจากแนวความคิดที่สองนี้ นำไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่คงที่หรือค่อนข้างจะคงที่อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เผลอ ๆ จะเป็นอัตราแลกเปลี่ยนที่ผูกกับดอลลาร์ด้วยซ้ำไป

ส่วนสังคมควรจะคล้อยตามกับแนวนโยบายที่จะกลับไปกำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่หรือไม่นั้น เป็นปัญหาใหญ่ที่จะต้องถกเถียงกันอีกมาก