



จากหนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ วันที่ 25 ตุลาคม พ.ศ.2550 ปีที่ 31 ฉบับที่ 3943 (3143) หน้า 46 คอลัมน์ เศรษฐกิจต้องรู้ **ผมอ่านบทความของคุณผ่องเพ็ญ เรื่องวิฤตภัย ที่ตีพิมพ์ในกรุงเทพธุรกิจวันที่ 12 ต.ค.2550** ซึ่งเขียนว่า ได้พยายามชี้แจงหลักการ เหตุผลและสาระสำคัญของการแก้ไข พ.ร.บ.เงินตราในฐานะตัวแทน ธปท. ซึ่งนำเสนอประเด็นที่เป็นข้อถกเถียงกัน รวมทั้งสิ้น 5 ประเด็น และสำหรับผมนั้นไม่ติดใจประเด็นใดเลย เว้นแต่ประเด็นสุดท้าย คือ **ความเป็นห่วงเรื่องการไม่นับรวมกำไรขาดทุนที่เกิดจากการตีราคาไว้กับผลประโยชน์ประจำปี แปลว่าหากทุนสำรองที่ส่วนใหญ่เป็นเงินเหรียญสหรัฐลดค่าลง ธปท. ก็จะไม่ต่อนำเอาการเสื่อมค่าดังกล่าวไปคิดคำนวณเป็นผลขาดทุนกำไรประจำปีของ ธปท.**

ตรงนี้คุณผ่องเพ็ญอธิบายว่า การยกเว้น ธปท. ไม่ใช้การให้ double standard เพราะ "ธปท. ไม่ใช่สถาบันการเงินหรือธุรกิจทั่วไปที่สามารถดำเนินการเพื่อควบคุมหรือป้องกัน ความเสี่ยงได้อย่างเต็มที่ การนำกำไรขาดทุน จากการตีราคามารวมคำนวณเป็นเรื่องถูกต้อง แต่ธปท. ในฐานะธนาคารกลางต้องดำเนินนโยบายสาธารณะ เช่น นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ไม่สามารถบริหารจัดการสินทรัพย์โดยคำนึงถึง ผลกำไรขาดทุนได้อย่างไม่มีข้อจำกัดและไม่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากการที่ค่าเงินบาทเปลี่ยนแปลง ผลที่เกิดจากการตีราคาจึงไม่ควรไปคิดรวมกับผลการดำเนินงาน ธนาคารกลางอื่นๆ อีกหลายแห่งก็บันทึกบัญชีในลักษณะนี้เช่นกัน"

ตรงนี้ผมแปลว่า หากจะต้องเข้าไปแทรกแซง มีให้เงินบาทแข็งค่าโดยการเข้าไปซื้อดอลลาร์เป็นจำนวนมาก แต่เงินดอลลาร์ก็ยิ่งอ่อนค่าลงไปบ้างอยู่ดี ทำให้เกิดผลขาดทุนทางบัญชีเมื่อนำเงินทุนสำรองที่ดีค่าเป็นเงินบาทก็ไม่จำเป็นต้องนำไป คิดคำนวณว่าเป็นความสูญเสียเพราะเป็นการดำเนินการซึ่งเป็นประโยชน์กับประเทศ และผมก็เคยอ่านข่าวว่า ธปท. เห็นว่าไม่จำเป็นจะคิดว่าเกิดความเสียหายเพราะจำนวนเงินดอลลาร์ก็ได้เปลี่ยนแปลงลดลงแต่อย่างไร ยังมีอยู่เท่าเดิม เพียงแต่มูลค่าเมื่อตีเป็นเงินบาทลดลง และเนื่องจากประเทศไทยจะพิมพ์ธนบัตรเพิ่มขึ้นหรือลดลงเท่าไรก็ได้ ก็ไม่จำเป็นต้องคำนึงว่าทุนสำรองเมื่อเปรียบเทียบกับเงินบาทจะลดค่าหรือเพิ่มค่าอย่างไร

ตรงนี้ผมต้องขอแย้งว่า จะต้องทำความเข้าใจให้ถ่องแท้ว่าทำไมเงินบาทจึงแข็งค่าขึ้น และทำไมเงินดอลลาร์จึงอ่อนค่าลง แล้วจึงสามารถหาข้อสรุปได้ว่า การเข้าไปแทรกแซงค่าเงินบาทและ มูลค่าทุนสำรองที่ลดลงเมื่อคิดเป็นเงินบาทนั้น สะท้อนความเสียหายที่เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทย ในลักษณะใดบ้าง

ทำไมเงินบาทจึงแข็งค่า ? คำตอบของ ธปท. ในปลายปี 2549 คือมีการเก็งกำไรค่าเงินบาท ธปท. จึงสกัดกันโดยมาตรการตั้งสำรอง 30% แต่เกือบ 1 ปีผ่านไป เงินบาทก็ยังแข็งค่าขึ้นอีก 5% และ ธปท. ก็ยังต้องซื้อดอลลาร์ ทำให้มูลค่าทุนสำรองเพิ่มขึ้นประมาณ 13,000 ล้านเหรียญ ในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา แสดงว่าการเก็งกำไรเงินบาทไม่ใช่สาเหตุ ของการแข็งค่าของเงินบาท แต่มีสาเหตุมา จากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดประมาณ 600 ล้านเหรียญต่อเดือน และยังมีกำไรไหลเข้าของ เงินทุนสุทธิอีกประมาณ 600 ล้านเหรียญต่อเดือน

การเกินดุลทั้งสองสะท้อนว่ามีความต้องการขายเงินดอลลาร์เพื่อซื้อเงินบาท มากกว่าความต้องการขายเงินบาทและซื้อเงินดอลลาร์เป็นจำนวนมาก ดังนั้นกลไกตลาดเสรีก็จะกดดันให้ เงินบาทแข็งค่าขึ้นเป็นธรรมดา แต่ ธปท. ไม่ต้องการเช่นนั้นจึงต้องเป็นผู้ที่เข้ามาขายเงินบาทและซื้อเงินดอลลาร์เพื่อป้องกันมิให้เงินบาท แข็งค่าขึ้น โดยเป็นที่เข้าใจอย่างชัดเจนว่าเป็น

การกระทำเพื่อช่วยผู้ส่งออก

แต่นักเศรษฐศาสตร์โดยทั่วไปและนักเศรษฐศาสตร์ของ ธปท.เองก็ต้องยอมรับว่า สำหรับประเทศกำลังพัฒนาเช่นไทยนั้น โครงสร้างของดุลการชำระเงินที่เหมาะสมคือ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเล็กน้อย ซึ่งหักลบกลับกับการไหลเข้าของเงินทุนสุทธิทำให้ดุลชำระเงินสมดุลพอดี หรือเกินดุลสุทธิเล็กน้อย คือปีละ 1-2 พันล้านเหรียญ ไม่ใช่ปีละ 12,000-13,000 ล้านดอลลาร์ เช่นในปี 2549 และ 2550 สาเหตุที่จะต้องมียุทธศาสตร์การเงินไหลเข้าสุทธิก็เพราะประเทศกำลังพัฒนาเช่นไทยน่าจะมีช่องทางในการลงทุนมาก (ซึ่งจะช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัวได้สูงขึ้นในอนาคต) แต่มีเงินออมน้อยเกินไปจึงต้องพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศในระดับหนึ่ง ทั้งนี้ทุนต่างประเทศนั้นจะชอบหิวเทคโนโลยีและความเชี่ยวชาญเฉพาะอย่างเข้ามาในประเทศไทย ซึ่งมีความสำคัญ ในการช่วยพัฒนาประเทศอีกด้วย ทั้งนี้การไหลเข้าของทุนนั้นมักจะเป็นเม็ดเงินที่ใช้ในการนำเข้าสินค้าทุนที่จำเป็นต่อการลงทุนดังกล่าว

แต่ในสถานการณ์ปัจจุบันนั้น เราส่งออก มากกว่าการนำเข้าอยู่มากและมีเงินทุนไหลเข้ามาสมทบอีกด้วย ยิ่งทำให้เรามีเงินดอลลาร์เหลือใช้เป็นจำนวนมากและ ธปท.ก็นำเอาดอลลาร์ ส่วนเกินนั้นมาเก็บเอาไว้เป็นทุนสำรองที่เพิ่มขึ้น กว่า 25,000 ล้านดอลลาร์ ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ทุนสำรองที่เพิ่มขึ้นและนำเอาไปเก็บสำรองในปริมาณที่เกินความจำเป็นนั้นเป็นความเสี่ยงสูง ทางเศรษฐกิจเป็นอย่างดี เพราะเป็นการนำเอากำลังซื้อของประเทศไทยไปเก็บเอาไว้เฉยๆ โดยไม่ได้นำไปใช้ประโยชน์

จึงได้มีการพูดถึงการนำเอาทุนสำรองส่วนหนึ่งตั้งกองทุนคล้ายๆ กับประเทศจีน ซึ่งนำทุนสำรอง 200,000 ล้านดอลลาร์ (ทุนสำรองของประเทศทั้งหมด 1.4 ล้านล้านเหรียญ) ตั้งเป็นกองทุนเพื่อนำไปลงทุน ประเดิมโดยการซื้อหุ้นกองทุน hedge fund ประมาณ 3 พันล้านเหรียญ และประสบความสำเร็จขาดทุนไปแล้วประมาณ 25% กล่าวโดยสรุปคือ หาก ธปท.แทรกแซงต่อไปเรื่อยๆ ก็จะมีทุนสำรองส่วนเกินเพิ่มขึ้นไปเรื่อยๆ และจะต้องเลือกระหว่างเก็บเงิน (อำนาจซื้อ) เอาไว้เฉยๆ หรือนำออกมาตั้งกองทุนซึ่งมีความเสี่ยงว่าจะประสบปัญหาขาดทุนได้

อีกแนวทางหนึ่ง คือ การปล่อยให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นไปตามกลไกตลาด (หากกลัวว่ากลไกตลาดจะผลักดันให้เงินบาทแข็งค่าเร็วเกินไป จะชะลอการแข็งค่าไปบ้างก็ได้) ผลก็คือการส่งออกจะขยายตัวลดลงในขณะที่การนำเข้าจะเพิ่มขึ้น ซึ่งก็ไม่น่าจะเป็นปัญหาอะไรเพราะปัญหาคือเราหาเงินดอลลาร์มาได้เป็นจำนวนมาก แต่ไม่รู้ว่าจะไปใช้ทำอะไร ซึ่งการปล่อยให้เงินบาทแข็งค่าก็เท่ากับอำนาจซื้อของคนไทยเพิ่มขึ้น ทำให้ซื้อสินค้าต่างประเทศในราคาที่ถูกลง และจะได้ประโยชน์มากหากนำเงินไปลงทุนและซื้อสินค้าทุนมาเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต แต่หากแทรกแซงค่าเงินบาทดังที่ทำอยู่ในขณะนี้ ก็เหมือนกับเก็บภาษีคนไทยและภาษีที่เก็บมาได้ (เป็นเงินดอลลาร์) ที่อยู่ในทุนสำรองก็นำมาเก็บเอาไว้เฉยๆ โดยไม่ได้ใช้ทำประโยชน์มากนัก

สาเหตุที่ต้องแทรกแซงค่าเงินบาทก็เพราะกลัวว่าการส่งออกจะลดลง ทำให้จีดีพีขยายตัวช้าลงและเกิดปัญหาการว่างงาน ฯลฯ ซึ่งเป็นปัญหาที่สำคัญ แต่แนวทางที่ดีกว่าคือการส่งเสริมให้เศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวขึ้นมาทดแทนการส่งออก ซึ่งการแข็งค่าของเงินบาทก็จะช่วยได้มาก เช่น เมื่อเงินบาทแข็งค่าก็จะทำให้ช่วงชะลอการปรับเพิ่มของราคานั้น ทำให้ประชาชนมีเม็ดเงินเหลือไปบริโภคสินค้าและบริการอื่นๆ ที่สำคัญคือการตรึงค่าเงินบาทนั้นจะส่งสัญญาณให้ผู้ประกอบการไม่คิดปรับตัว ซึ่งเป็นผลเสียต่อประเทศในระยะยาว

นอกจากนั้นแล้วนักเศรษฐศาสตร์จะเห็นพ้องต้องกันว่า การดำเนินการเพื่อผูกเงินบาทเอาไว้กับดอลลาร์นั้น หากต้องการจะทำจริงก็ควรจะทำเมื่อเศรษฐกิจสหรัฐกับเศรษฐกิจไทยอยู่ในสภาวะการณ์เดียวกัน แต่ในขณะนี้เศรษฐกิจสหรัฐขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างมากและฟองสบู่ภาคอสังหาริมทรัพย์ก็กำลังแตกสลาย แปลว่าเศรษฐกิจสหรัฐกำลังเป็นขาลงและเงินดอลลาร์จะอ่อนค่า

แต่เศรษฐกิจไทยขยายตัวต่ำและกำลังจะฟื้นตัว เราเกินดุลบัญชีเดินสะพัดและอาจมีแรงกดดันด้านเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น จึงไม่มีเหตุผลที่เงินบาทควรจะถูกนำไปผูกกับเงินดอลลาร์ เพราะเศรษฐกิจไทยกับเศรษฐกิจสหรัฐกำลังไปกันคนละทิศคนละทาง

สำหรับประเด็นว่าทำไมเงินดอลลาร์จึงต้องอ่อนค่านั้น ก็ตอบได้ไม่ยาก คือ สหรัฐใช้จ่ายเกินตัวมาหลายปี สะท้อนจากการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดปีละ 7 แสนล้านเหรียญ แปลว่า สหรัฐจะต้องกู้ยืมเงิน และ/หรือขายสินทรัพย์ในประเทศของตนให้กับต่างชาติ หากจะใช้จ่ายเกินตัวต่อไปอีก ปัญหาคือเมื่อฟองสบู่อสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐแตกสลายลง ราคาสินทรัพย์ในสหรัฐ จึงกำลังลดลง หรือในบางกรณี เช่น อนุพันธ์ที่อาศัยหลักการค้ำประกัน เช่น CDO ก็ยังหา มูลค่าที่แท้จริงไม่ได้ ทำให้ผู้ให้กู้เริ่มขาดความมั่นใจ และเมื่อเงินกู้ไม่สามารถหาได้โดยง่ายเช่นเดิม ค่าเงินดอลลาร์ก็จึงได้ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และการปรับลดนั้นอาจมีต่อไปอีกนานเป็นปี จนกระทั่งสหรัฐขาดดุลบัญชีเดินสะพัดน้อยลงกว่าระดับปัจจุบันมาก (ไอเอ็มเอฟเคยประเมินว่า สหรัฐควรขาดดุลบัญชีเดินสะพัดประมาณ 1-2% ของจีดีพี ไม่ใช่ 5-6% ของจีดีพีเช่นปัจจุบัน) หรือการขาดดุลจะต้องลดลงประมาณ 400,000-500,000 ล้านดอลลาร์ต่อปี และเมื่อสามารถลดลงได้แล้ว เงินดอลลาร์จึงจะหยุดอ่อนค่า ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ว่าเงินดอลลาร์จะต้องอ่อนตัวลงไปกว่าระดับปัจจุบันอีก 15-20% จึงจะนิ่งได้

หากเป็นเช่นนั้นแล้ว ธปท.จะซื้อดอลลาร์ไปเก็บเอาไว้เป็นจำนวนมากทำไม เพราะเงินดอลลาร์น่าจะอ่อนตัวลงไปอีกมาก และน่าจะอ่อนตัวลงอย่างถาวร (กล่าวคือไม่มีวันแข็งค่าขึ้นอีก) จึงไม่น่าแปลกใจว่าใครๆ ก็อยากขายดอลลาร์ แต่ ธปท. (และธนาคารกลางในเอเชียหลายแห่ง) ก็ยังยอมที่จะซื้อดอลลาร์มาเก็บเอาไว้เป็นจำนวนมาก ผมจึงเห็นว่าน่าจะให้คนไทยนำเอา เงินดอลลาร์มาใช้ให้เป็นประโยชน์ ดีกว่าการเก็บดอลลาร์ที่มีแต่จะเสื่อมค่าลงเอาไว้เป็นจำนวนมาก

นอกจากนี้ คุณมองเพื่อก็คงกล่าวถึงความสำคัญของการปรับปรุงกฎหมายให้ ธปท.สามารถนำกำไรไป "ชำระหนี้กองทุนฟื้นฟู ซึ่งเป็นหนี้สินของประเทศ ไม่ใช่หนี้ของ ธปท." โดยกล่าวว่า "เมื่อ ธปท.มีรายได้เข้ามาจำนวนหนึ่งก็มีทางเลือกอยู่ 2 ทาง คือ เอาไปใช้หนี้เพื่อลดภาระดอกเบี้ย หรือเก็บเอาไว้เฉยๆ โดยยอมนำภาษีที่ควรใช้พัฒนาประเทศมาจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้แพงๆ เพียงเพื่อหวังจะให้เงินพอใช้จ่าย ส่วนผลตอบแทนจากกองมรดกที่ตั้งใจจะสะสมไว้ให้ลูกหลานก็ได้ในอัตราที่ต่ำกว่า ทางเลือกไหนจะดีกว่ากัน"

ตรงนี้ผมเข้าใจว่า หมายถึง ความสำคัญของการช่วยลดภาระกองทุนฟื้นฟู ซึ่งหาก ธปท.ไม่สามารถมีกำไรมาจ่ายหนี้เงินต้น ภาระก็จะตกเป็นของรัฐบาลที่จะต้องเก็บภาษีจากประชาชน ตรงนี้ผมเห็นด้วยว่า ภาระหนี้สินของกองทุนฟื้นฟูเป็นภาระที่ควรบริหารจัดการให้ลดลงโดยเร็ว แต่ผมเห็นว่ามีการผูกใจหัดที่ก่อให้เกิดปัญหาในปัจจุบัน ซึ่งสามารถแก้ไขได้โดยการผูกใจหัดใหม่

กองทุนฟื้นฟูได้รับความเสียหายจากการ เข้าไปแทรกแซงเพื่อพยุงระบบการเงินในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ คิดเป็นมูลค่า 1.4 ล้านล้านบาท ซึ่ง ธปท.และกระทรวงการคลังตกลงแบ่งรับภาระดังกล่าว โดยให้คลังเป็นผู้จ่ายดอกเบี้ยจากการ ออกพันธบัตรเพื่อชดเชยความเสียหาย และให้ ธปท.นำเอากำไรมาคืนคลังเพื่อลดหนี้เงินต้น (1.4 ล้านล้านบาท) ลงไปเรื่อยๆ ใน 20-30 ปีข้างหน้า ซึ่งคำนวณออกมาว่า ภาระดอกเบี้ยกับภาระเงินต้นจะมีมูลค่าเกือบเท่ากัน แต่ปัญหา เกิดขึ้นเมื่อ ธปท.ไม่สามารถทำกำไรได้ (เพราะขาดทุนจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ที่เป็นดอลลาร์ที่เกิดจากการเข้าไปแทรกแซงค่าเงินบาท) จึงไม่ได้ส่งเงินไปลดเงินต้นมา 2-3 ปีแล้ว ทำให้ภาระการจ่ายดอกเบี้ยตกอยู่กับคลัง ดังนั้นจึงคิดว่าทางออกคือจะต้องหาทางให้ ธปท.นำเงินมาผอนเงินต้น

ประเด็นหลักมีอยู่ว่า ความเสียหายของกองทุนฟื้นฟูนี้ไม่ควรให้ ธปท.พิมพ์พันธบัตรขึ้นมาย่อยหนี้ เพราะจะทำให้เกิดเงินเฟ้อ แต่ก็ไม่จำเป็นจะต้องผูกพันภาระในส่วนของ ธปท.เอาไว้กับกำไรของ ธปท.เช่นกัน ทั้งนี้เนื่องจากสิ่งที่สำคัญ คือ การรักษาวินัยทางการเงิน มิให้เงินเฟ้อสูงเกินกว่าเป้าหมาย แต่ ธปท.สามารถกำหนดให้ชัดเจนได้ว่าจะนำส่งเงินให้คลัง (พิมพ์เงิน) เพื่อลดหนี้กองทุนฟื้นฟูปีละ 50,000 ล้านบาท トラบได้ที่เงินเฟ้อไม่สูง เกินกว่า 2.5% ต่อปี อันนี้เป็นตัวอย่างที่ผมยกขึ้นมา ซึ่งจะตรงกับหลักการควบคุมเงินเฟ้อและไม่ต้องไปผูกเอาไว้กับผลกำไรของ ธปท.แต่อย่างใด

บางคนอาจมองว่า ข้อเสนอเช่นนี้จะเสี่ยงต่อการขาดวินัยทางการเงิน ซึ่งผมยอมรับว่าจะต้อง ตั้งเงื่อนไขที่รัดกุม อย่างไรก็ตามสิ่งที่ ธปท.ได้ ดำเนินการเมื่อเร็ว ๆ นี้ดูจะเสี่ยงมากกว่า กล่าวคือ ธปท.รับซื้อพันธบัตรจากกองทุนฟื้นฟูมูลค่า 50,000 ล้านบาท โดยอ้างว่าหากกองทุนฟื้นฟู จะต้องขายพันธบัตรในตลาด โดยไม่ได้มีรัฐบาล ค้ำประกันในเวลาที่เหมาะสม ก็จะทำให้ต้นทุนของกองทุนฟื้นฟูสูงขึ้นอย่างมาก แต่การที่ ธปท.ซื้อพันธบัตรกองทุนฟื้นฟูก็เหมือนกับการพิมพ์เงินให้กับกองทุนฟื้นฟู (monetizing debt) เว้นแต่ว่า ธปท. จะต้องขายพันธบัตรของ ธปท. เองออกมาเพื่ออุดหนุนสภาพคล่องกลับคืน ซึ่งก็เป็นการเพิ่มภาระทางการเงินให้กับ ธปท.นั่นเอง ที่สำคัญคือการที่ ธปท.ยินยอมที่จะซื้อพันธบัตรกองทุนฟื้นฟู แสดงให้เห็นว่ามีกลไกอื่นๆ ที่ ธปท.จะช่วยลดภาระกองทุนฟื้นฟูได้ โดย ไม่ต้องมีผลกำไร แต่ไม่ว่าจะใช้กลไกใดก็จะต้องระมัดระวังมิให้กระทบต่อวินัยทางการเงินและไม่เกี่ยวข้องกับการกำไรหรือขาดทุนของ ธปท.ครับ