



วันที่ 01 กรกฎาคม พ.ศ. 2552 ปีที่ 32 ฉบับที่ 11435 โดย ตีรณ พงศ์มพัฒน์

ในช่วงระยะเศรษฐกิจหดตัว แรงกระตุ้นจากภาครัฐเป็นความหวังที่สำคัญ

ปัญหาคือการกระตุ้นทางการคลังต้องประสบข้อจำกัดเพราะการจัดเก็บภาษีในภาวะวิกฤตเป็นไปได้ยาก

ในขณะที่เงินกู้สำหรับการชดเชยการขาดดุลงบประมาณที่จำเป็นนั้น ก็จะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะและภาระดอกเบี้ยที่จะตามมา วันที่ 01
กรกฎาคม พ.ศ. 2552 ปีที่ 32 ฉบับที่ 11435 มติชนรายวัน คอลัมน์ ดุลยภาพ ดุลยพินิจ

โดย ตีรณ พงศ์มพัฒน์ในช่วงระยะเศรษฐกิจหดตัว แรงกระตุ้นจากภาครัฐเป็นความหวังที่สำคัญ

ปัญหาคือการกระตุ้นทางการคลังต้องประสบข้อจำกัดเพราะการจัดเก็บภาษีในภาวะวิกฤตเป็นไปได้ยาก

ในขณะที่เงินกู้สำหรับการชดเชยการขาดดุลงบประมาณที่จำเป็นนั้น ก็จะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะและภาระดอกเบี้ยที่จะตามมา

ทุนสำรองระหว่างประเทศจึงอาจมองกันว่ามีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะและภาระดอกเบี้ยที่จะตามมา
การกระตุ้นเศรษฐกิจหรือไม่ อย่างไร เป็นประเด็นที่น่าสนใจมาก แต่ขึ้นอยู่กับ (ก) ทุนสำรองส่วนเกินมีมากน้อยเพียงใด และ (ข)

ทุนสำรองระหว่างประเทศมีโครงสร้างและมีทางเลือกในการบริหารอย่างไรจากตัวเลขปัจจุบัน ทุนสำรองระหว่างประเทศสุทธิของไทยเท่ากับ 128,532 ล้านดอลลาร์ คิดเป็นประมาณร้อยละ 48 ของ GDP หรือประมาณ 9.7 เดือนของมูลค่าสินค้านำเข้าในช่วง 4 ไตรมาสล่าสุด ส่วนหนึ่งอยู่ที่ฝ่ายออกบัตร (ที่เรียกกันว่าคลังหลวง) และอีกส่วนหนึ่งอยู่ที่ฝ่ายการธนาคารโดยมาตรฐานที่ใช้เทียบระหว่างประเทศ เคยเชื่อว่าควรอยู่ที่ประมาณ 3 เดือนของมูลค่าสินค้านำเข้า แต่หลังจากเกิดวิกฤตการณ์ ค่าเงินในไทยและเอเชียเมื่อปี พ.ศ. 2540-2541 ตัวเลขที่เคยใช้กันนี้ถือว่าต่ำเกินไป

บางมาตรฐานมองว่าทุนสำรองระหว่างประเทศมีไว้รองรับความต้องการเงินตราต่างประเทศสำหรับสินค้านำเข้า แต่เพื่อป้องกันวิกฤตการณ์เงินทุน จึงควรมีมากกว่าหนึ่งต่างประเทศระยะสั้น อย่างไรก็ตาม

ในปัจจุบันนั้นยากที่จะใช้มาตรวัดเดียวสำหรับประเทศจำนวนมากที่มีการเปิดเสรีทางการค้าและทางการเงินที่แตกต่างกัน มาตรฐานที่ใช้มักหยวนเกินไป

จากบทความในมติชนรายวัน เราได้เริ่มวิธีการวัดขนาดของทุนสำรองระหว่างประเทศที่จำเป็นสำหรับประเทศของประเทศไทย กล่าวคือให้เท่ากับ 4.5 เดือนของมูลค่าการนำเข้าบวกด้วยส่วนที่คาดว่าจะรองรับปัญหาการไหลออกของทุนที่คาดว่าจะเกิดขึ้น ทั้งนี้ โดยเทียบเป็นสัดส่วนของขนาดเศรษฐกิจหรือ GDP (ดู ตีรณ พงศ์มพัฒน์ "นโยบายทุนสำรองระหว่างประเทศ" มติชนรายวัน 7 กุมภาพันธ์ 2550) เพื่อให้ง่าย

เราจะอาศัยข้อมูลเฉลี่ยของความต้องการทุนสำรองระหว่างประเทศระหว่างปี พ.ศ. 2544-2549 ซึ่งให้ค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 21.3 ของ GDP สำหรับในกรณีที่ใช้ในนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว (กล่าวคือ ความต้องการเท่ากับ 4.5 เดือนของมูลค่าการนำเข้า) เมื่อใช้ตัวเลขสัดส่วนนี้กับประมาณการของ GDP ปัจจุบัน เราจะได้ความต้องการทุนสำรองระหว่างประเทศเท่ากับ 56.8 พันล้านเหรียญสหรัฐ แต่ถ้าทางด้านการพยากรณ์เศรษฐกิจของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเต็มที่ เราจะต้องมีทุนสำรองระหว่างประเทศประมาณร้อยละ 30.4 ของ GDP (ค่าเฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ. 2544-2549) หรือเท่ากับ 81.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ เมื่อคำนึงถึงขนาดของเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันด้วย จากการคำนวณด้วยวิธีนี้ ทุนสำรองระหว่างประเทศส่วนเกิน (Excess International Reserves) น่าจะอยู่ที่ประมาณ 47.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ หากต้องการให้ทุนสำรองระหว่างประเทศมีวัตถุประสงค์หลักในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินค่าถามต่อไปคือ ในเมื่อเรามีทุนสำรองส่วนเกิน เราควรจะนำไปใช้อย่างไร ในแง่ของการบริหารทุนสำรอง ทางเลือกได้แก่ (1)

นำไปลงทุนหรือกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อแก้ไขปัญหาภัยจากภาษีที่ลดลง (2) นำไปคืนหนี้ต่างประเทศของรัฐบาลเพื่อประหยัดดอกเบี้ยจ่าย (3)

นำไปลงทุนทางการเงินเพื่อเพิ่มผลตอบแทน (4) คงไว้สำหรับความจำเป็นในอนาคต การสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยและเอเชียตะวันออก

เป็นแหล่งสำคัญในการรองรับปัญหาการขาดดุลการค้าของสหรัฐและค่าเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มอ่อนค่าตาม

ทุนสำรองที่เพิ่มขึ้นจึงเกิดจากการที่ธนาคารกลางแทรกแซงค่าเงินด้วยการซื้อสินทรัพย์ต่างประเทศเก็บไว้โดยให้ประชาชนผู้ฝากเงินรับภาระดอกเบี้ยที่ลดลง หรือให้ประชาชนผู้บริโภคภาระเงินเพื่อแทน ทุนสำรองจำนวนมากจึงมาจากการเลือกถือครองประเภทของสินทรัพย์

มิใช่ความสามารถในการออมเพื่อใช้ในยามจำเป็นกล่าวในอีกนัยหนึ่งทุนสำรองส่วนเกินจำนวนประมาณ 47.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ

จึงมีสาเหตุมาจากความฟุ้งเฟ้อของนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนและเป็นความผิดพลาดทางนโยบายที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องหาทางออก (Exit strategy)

ในเวลาที่เหมาะสมในขณะนี้ ฝ่ายออกบัตรมีทุนสำรองเงินตราประมาณ 52.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ เมื่อหักออกจากทุนสำรองระหว่างประเทศสุทธิ

จะมีสินทรัพย์ต่างประเทศจำนวน 76.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ที่ใครๆ ก็อยากขอเอามาใช้บ้าง ทางเลือก (1) และ (2)

จึงเป็นการใช้เงินสำรองส่วนเกินที่หลายคนยังได้คำถามคือ เงินสำรองส่วนเกินที่อยู่ที่ฝ่ายการธนาคารของการธนาคารแห่งประเทศไทย มีมากน้อยเพียงใด

มากพอที่จะเผื่อให้กระทรวงการคลังหรือไม่สินทรัพย์ในทุนสำรองส่วนเกินประมาณ 47.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ คงต้องอาศัยจากบัญชีของฝ่ายการธนาคาร

แต่การขายพันธบัตรรัฐบาลดูดซับสภาพคล่องกลับหลังจากมีการแทรกแซงค่าเงินบาททำให้ธนาคารแห่งประเทศไทยมีภาระหนี้ส่วนนี้ด้วยธนาคารแห่งประเทศไทยจึงควรจะต้องอธิบายให้ทราบว่าทุนสำรองของฝ่ายการธนาคารที่ปลอดภัยจริง มีเท่าใดอย่างไรก็ตาม ถ้าหากทุนสำรองส่วนเกินที่พอจัดสรรได้มีจำนวนมากพอ

ธนาคารแห่งประเทศไทยคงประสงค์ที่จะใช้รองรับภาระของตนก่อน ในแง่ของการบริหารการเงินของประเทศ ถ้ารัฐบาลเลือกทางเลือก (1)

รัฐบาลต้องไม่ใช้ทุนสำรองระหว่างประเทศซื้อสินค้าภายในประเทศ เพราะจะทำให้ค่าเงินบาทแข็งขึ้นอย่างรุนแรง

แต่ถ้าใช้ซื้อสินค้าต่างประเทศก็จะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยตรงถ้าเดินทางเลือก (2) ค่าเงินบาทจะได้รับผลกระทบน้อย

แต่เงินกู้ต่างประเทศของรัฐบาลเป็นเงินกู้เงื่อนไขผ่อนปรนอยู่แล้ว

การประหยัดส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยจึงค่อนข้างต่ำและกระทรวงการคลังสามารถแบกรับภาระส่วนนี้ได้โดยง่ายอยู่แล้ว

เนื่องจากในปัจจุบันหนี้ต่างประเทศของภาครัฐบาลมีเพียง 1.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ เท่านั้นทางเลือก (3) และ (4)

เป็นทางเลือกที่เหลือน้อยและเป็นการบริหารทางการเงินมากกว่าการใช้เงินทุนเพื่อซื้อสินค้าและบริการการบริหารทางการเงินเป็นการพิจารณาทั้งผลตอบแทนและความเสี่ยงที่สูงหรือต่ำตามกัน

การลงทุนทางการเงินไม่ใช่สิ่งแปลกแต่ต้องระมัดระวังว่าสินทรัพย์ประเภทใดที่มีความเสี่ยงสูงเกินระดับที่การเงินภาครัฐควรยอมรับได้การจัดตั้งกองทุน Sovereign Wealth Fund

เป็นรูปแบบการจัดการที่มีวัตถุประสงค์แตกต่างจากเดิมที่ประสงค์ให้เงินทุนสำรองในการรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนเพราะมุ่งแสวงหาผลตอบแทนระยะยาว กองทุนลักษณะนี้มีการดำเนินงานแยกออกจากทุนสำรองระหว่างประเทศและลงทุนในสินทรัพย์ที่หลากหลายกว่ามากทั้งสินทรัพย์ทางการเงิน

กองทุนน้ำมันและอสังหาริมทรัพย์ มีหลายประเทศให้ความสนใจโดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่มีทรัพยากรธรรมชาติมากเช่นประเทศในตะวันออกกลางและนอร์เวย์ ภายหลัง สิงคโปร์ เกาหลีใต้ จีนและรัสเซียได้จัดตั้งกองทุนประเภทนี้ วิกฤตซับไพรม์ทำให้กองทุนเหล่านี้เข้าไปลงทุนในสถาบันการเงินที่มีปัญหาเช่น UBS, Citigroup, Morgan Stanley และ Merrill Lynch และต้องขาดทุนอย่างมากตามไปด้วย โดยเฉพาะ การลงทุนในช่วงวิกฤตทำให้ขาดทุนเฉลี่ยมากถึง 65.7%

กล่าวเฉพาะกองทุนของเอเชีย ได้แก่ Temasek, GIC-Singapore, China Investment Corp และ Korea Investment Corp มีการขาดทุนเฉลี่ย 73.2% หรือมากถึง 30,312.05 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ณ 27 มีนาคม 2009 ดู Barbary and Chin, "Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis," Monitor Group, May

2009)ทางการไทยอาจยังไม่เหมาะที่จะลงทุนด้วยกลไกนี้จนกว่ากฎเกณฑ์เกี่ยวกับความโปร่งใสจะเป็นที่ชัดเจนและมั่นใจได้

โดยธนาคารแห่งประเทศไทยอาจเพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงไม่สูงเท่าแต่กระทำได้อยู่แล้วตามกฎหมาย เช่นลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่มีระยะยาวกองทุน SWF ควรมาจากการออมที่แท้จริงเช่นมาจากการเกินดุลงบประมาณของภาครัฐในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น

และใช้ส่วนที่เกินในบัญชีเงินคงคลังไปลงทุนที่มุ่งหาผลตอบแทนได้ (Aggressive investments) ทุนสำรองระหว่างประเทศส่วนเกินที่มาจากการแทรกแซงค่าเงินบาท

โดยหลักการแล้วควรส่งกลับไปให้ผู้แบกรับภาระเมื่อถึงเวลาที่เหมาะสมที่ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องยอมให้ค่าเงินบาทแข็งขึ้น

อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นและมีอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำเนื่องจากยังไม่ถึงโอกาสนั้น ทางเลือกจึงควรเป็นการสะสมในทองคำสำหรับความจำเป็นในอนาคต

และลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสกุลเงินที่มีแนวโน้มแข็งค่าในระยะยาว

ประเทศที่เงินตรามีแนวโน้มแข็งค่าในระยะยาวจะเป็นประเทศที่อุดมสมบูรณ์ในทรัพยากรธรรมชาติ เช่น นอร์เวย์ และแคนาดา

มีดุลการค้าเกินดุลในระยะยาวหรือสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศมากเกินความต้องการแล้วเช่น จีน ส่วนสิทธิพิเศษถอนเงิน (SDRs) ของ IMF

ก็จะมีค่าสำคัญมากขึ้นจากการปฏิรูประบบการเงินโลก ทางออกที่เหมาะสมในขณะนี้ได้แก่ การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยบริหารทุนสำรองส่วนเกินจำนวนประมาณ 45 พันล้านเหรียญสหรัฐ เพื่อความจำเป็นในอนาคตและการเพิ่มผลตอบแทนระยะยาว ยกตัวอย่างเช่น (ก) ลงทุนในทองคำประมาณ 10 พันล้านเหรียญสหรัฐ

แล้วอาจนำเข้าบัญชีของฝ่ายออกบัตรเช่นบัญชีเงินสำรองพิเศษซึ่งช่วยเพิ่มความมั่นคงในอนาคตและยากแก่การนำออกมาใช้

ขนาดของทองคำจำนวนนี้จะส่งผลให้ทุนสำรองระหว่างประเทศมีสัดส่วนของทองคำเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 2 เป็นร้อยละ 10 ซึ่งต่ำกว่าประเทศพัฒนาแล้วไม่มากนัก (ข)

ลงทุนในโควตาและ SDRs ของ IMF ซึ่งยังมีสัดส่วนต่ำในปัจจุบัน และ (ค)

ลงทุนในพันธบัตรระยะยาวของรัฐบาลต่างประเทศตามความเหมาะสมของอัตราผลตอบแทนและแนวโน้มค่าเงินในระยะยาว

ทางออกนี้จะให้ประโยชน์ต่อไทยมากกว่าการลงทุนในสินทรัพย์สหรัฐเพื่อช่วยพยุงค่าเงินดอลลาร์อย่างที่ดีเนินมา

และไม่สร้างปัญหาความยุ่งยากเหมือนการตัดทุนสำรองออกไปใช้ในโครงการรายจ่ายขนาดใหญ่ของรัฐที่มีนโยบายการเงินและผลประโยชน์เฉพาะกลุ่มสูงตาราง

การประมาณทุนสำรองระหว่างประเทศส่วนเกิน (2552) (หน่วย : ล้านดอลลาร์สหรัฐ)ทุนสำรองระหว่างประเทศสุทธิ 128,497.0ทุนสำรองเงินตรา (ฝ่ายออกบัตร)

52,437.7อัตราแลกเปลี่ยน (บาท : เหรียญสหรัฐ) 34.1030ความต้องการทุนสำรองระหว่างประเทศ (ก) ถ้าใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว 56,849.1 (ข)

ถ้าใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ 81,136.8 ทุนสำรองระหว่างประเทศส่วนเกิน 47,395.2หมายเหตุ - ข้อมูลทุนสำรองระหว่างประเทศ และอัตราแลกเปลี่ยน

เป็นตัวเลข ณ 19 มิถุนายน 2552 ส่วนข้อมูลทุนสำรองเงินตรา เป็นตัวเลข ณ 11 มิถุนายน 2552หน้า

6http://www.matichon.co.th/matichon/view_news.php?newsid=01act01010752§ionid=0130&day=2009-07-01