

นโยบายอัตราดอกเบี้ยเพื่อการพัฒนา

Interest Rate Policy for Economic Development

ดร. ไพโรจน์ วงศ์วิภาณนท์*

Dr. Pairoj Vongvipanond

ABSTRACT

This article offers basic theoretical framework for the foundation of interest rate policy in a country like Thailand, which is facing saving constraint and unlimited investment opportunities. The objective of interest rate policy should be to promote growth in monetary saving and conducive to financial development with emphasis on the reduction of the size of unorganized money market. The article reviews major proponents of interest rate policy and suggests the portfolio approach to interest rate policy with particular emphasis on deposit rate to increase the demand for financial assets in real term rather than excessive preoccupation with loan rate, which is currently quite low in the organized financial sector.

1. ประเด็นเกี่ยวกับนโยบายดอกเบี้ยนั้น แม้ว่าจะมีการถกเถียงกันมากในหมู่นักวิชาการ นายธนาคารเจ้าหน้าที่ทางการเงิน แต่เหตุผล และพื้นฐานทางทฤษฎี ยังไม่มีมากและสับสน อยู่มาก นักวิชาการเองจำนวนไม่น้อยขาดความ มั่นใจเกรงผลเสียที่จะเกิดจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะอย่างยิ่งจะทำให้เงินเฟ้อมากขึ้น เศรษฐกิจการลงทุนกระทบกระเทือนการล้มละลายจะมีมากขึ้น ยิ่งประชาชนที่ไม่มีความรู้ทาง เศรษฐกิจการเงิน และเคยชินกับดอกเบี้ยถูกๆ ในระบบการเงินที่เป็นทางการอยู่แล้ว ยังเห็นว่า เป็นอันตรายและไม่ควรกระทำอย่างยิ่ง ขณะนี้ สภาได้อนุมัติให้ปรับเพดานดอกเบี้ยจาก 15 % ไปแล้ว ประเด็นที่นักวิชาการควรมองก็คือ อะไรคือพื้นฐานในการกำหนดว่า อัตราดอกเบี้ย ใดที่เหมาะสมการกำหนดให้ดอกเบี้ยสูงขึ้นนั้น สูงเพียงไร แก่ไหน อัตราอะไรที่เรียกว่าสูง หรือต่ำเกินไปควรจะเทียบกับอัตราในต่างประเทศที่เจริญแล้วอย่างไร และผลกระทบจากการ เปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจส่วน

รวมนั้น จะเป็นอย่างไร ในบทความนี้ผู้เขียนมี จุดประสงค์ที่จะตอบปัญหาข้างต้นดังกล่าวเพื่อ เป็นพื้นฐานในการกำหนดนโยบายอัตราดอกเบี้ย ในอนาคตและเพื่อให้เกิดความเข้าใจอันดีของ ลักษณะและบทบาทของดอกเบี้ยสำหรับประชาชนทั่วไป และเพื่อให้เห็นว่าตามสัญญาอันขึ้น ในทางเศรษฐศาสตร์ใช้ไม่ได้เสมอไป

2. ปัญหาในการหาพื้นฐานทางทฤษฎีเพื่อกำหนดโครงสร้างดอกเบี้ย และการใช้นโยบาย ดอกเบี้ยในบ้านเรา เพื่ออำนวยความสะดวก การพัฒนาการเงินและการพัฒนาเศรษฐกิจในระยะ ยาวในขณะเดียวกันก็สามารถใช้เป็นเครื่องมือใน การแก้ปัญหาในระยะสั้นๆ เช่น เสถียรภาพทางราคา และรายได้ในบางกรณี เรื่องที่ยากกว่าใน ประเทศที่เจริญแล้ว ในสภาพเศรษฐกิจอย่าง บ้านเรานั้น ถ้าหากจะกำหนดหน้าที่บทบาทของ ดอกเบี้ยให้เหมาะสมกับสภาพและระดับความ เจริญแล้วเป็นเรื่องที่ละเอียดอ่อนพอๆ เราต้อง การสนับสนุนการลงทุนขณะเดียวกันต้องการ เพิ่มการออมทรัพย์ซึ่งมีไม่พอ เราไม่เพียงแต่

* ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ต้องการให้มีการออมทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่ต้องการให้มีการออมทรัพย์ในรูปแบบสินทรัพย์ทางการเงิน เช่นเงินฝากในธนาคารเราจะใช้ดอกเบี้ยสูงหรือต่ำอย่างไรในโครงสร้างของดอกเบี้ยทั้งดอกเบี้ยเงินกู้และดอกเบี้ยเงินฝาก และอัตราตอบแทนในสินทรัพย์ทางการเงินอื่นๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาล ดอกเบี้ยเงินฝากที่สูงย่อมทำให้ดอกเบี้ยเงินกู้ในระบบธนาคารและสถาบันการเงินสูงไปด้วย จะเป็นอุปสรรคต่อการลงทุนและการพัฒนาใหม่ เราจะเลือกความสมดุลในระดับอัตราดอกเบี้ยที่จะสนับสนุนการออมทรัพย์ และการออมทรัพย์ในสินทรัพย์ทางการเงินในขณะเดียวกันก็ส่งเสริมและเพิ่มประสิทธิภาพในการลงทุนด้วยได้อย่างไร ปัญหาที่จะต้องพิจารณาอีกก็คือถ้าเราต้องการส่งเสริมการออมทรัพย์ และการถือสินทรัพย์ทางการเงิน ระดับอัตราดอกเบี้ยนั้นมีบทบาทมากจริงหรือทางทฤษฎีและโดยเฉพาะอย่างยิ่งในความเป็นจริง การกำหนดนโยบายดอกเบี้ยในระยะยาวในบ้านเรายังลำบากขึ้นกว่าประเทศที่ร่ำรวยแล้วก็คือ ตลาดการเงินหรือเครดิตของเราไม่ได้เป็นตลาดที่ประสานกันอย่างแน่นอนเหมือนเป็นตลาดเดียว มีอัตราดอกเบี้ยที่เป็นทางการและไม่เป็นทางการที่ใกล้เคียงกัน มีการหวนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและส่งผลกระทบต่ออันและเคลื่อนย้ายสินทรัพย์ทางการเงินเร็ว แต่ตลาดเงินหรือเครดิตบ้านเราในระบบธนาคารและสถาบันการเงินกับตลาดนอกระบบในชนบทในเมืองที่ขุมกันเองจากคนกลาง พ่อค้า ญาติ มิตรสหายเจ้าของที่ดิน นายทุนนั้นมีลักษณะที่ทราบกันดีว่าต่างกันราวฟ้ากับดิน ในสภาพเช่นนี้พื้นฐานในการกำหนดนโยบายดอกเบี้ยและโครงสร้างทั่วไปจะไปตามอย่างประเทศที่เจริญแล้วไม่ได้เพราะตลาดของเรามีได้เป็นตลาดสองระบบอย่างเด่นชัดเหมือนของเรา เราเรากำหนดนโยบายดอกเบี้ยอย่างไรโดยเฉพาะเพื่อผลดีแก่ระบบเศรษฐกิจส่วนรวมในระยะยาว

3. แนวความคิดที่เคยมีการกล่าวถึงเรื่อง

นโยบายดอกเบี้ยนั้น อิทธิพลของพวก Keynesian School (เศรษฐศาสตร์ตามแนวความคิดแต่ดัดแปลงบ้างจาก Keynes) ได้มีอยู่มากมายในประเทศตะวันตก ในส่วนที่เกี่ยวกับดอกเบี้ยนั้น เนื่องจากต้องการแก้ปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำในการใช้นโยบายดอกเบี้ยค่อนข้างต่ำ เนื่องจากประเทศเหล่านั้นก็มีปัญหาในการที่คนใช้จ่ายในการบริโภครวมน้อยไป ออมทรัพย์มากเกินไปเมื่อเทียบกับโอกาสที่จะแสวงหาการลงทุน โดยเฉพาะการลงทุนที่ให้ผลกำไรสูงเนื่องจากได้มีการลงทุนในประเทศไว้มาก และมีการสะสมทุนไว้มากแล้ว ในสภาวะการเช่นนี้ดอกเบี้ยต่ำๆ ไม่ได้เป็นอุปสรรคในการออมทรัพย์ เพราะแนวโน้มการออมทรัพย์มีมากอยู่แล้วและมักเชื่อว่าขึ้นอยู่กับรายได้ ดอกเบี้ยที่ต่ำกระตุ้นการลงทุนและทำให้การใช้สัดส่วนระหว่างเครื่องจักรและแรงงานไปในทางใช้เครื่องจักรมากเพราะดอกเบี้ยต่ำ ประเทศที่ด้อยพัฒนาหรือกำลังพัฒนาจำนวนไม่น้อยรวมทั้งประเทศไทยคงได้อิทธิพลจากความคิดนี้มาบ้าง ไม่มากนักก็พอเห็นว่ดอกเบี้ยควรต่ำๆ ไว้ เพื่อไม่ให้เป็นอุปสรรคแก่การลงทุนและการพัฒนา ในระบบการเงินที่อยู่ในความควบคุมของรัฐ จะมีการควบคุมอัตราดอกเบี้ยไว้ค่อนข้างมากทำให้โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยโดยทั่วไปของประเทศที่กำลังพัฒนามักไม่ต่างกับอัตราในประเทศที่เจริญแล้วมากนัก ของไทยก็มีลักษณะเช่นนั้นเช่นมีกฎหมายแพ่งพาณิชย์มาตรา 654 กำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไว้สูงสุด 15% ก่อนมีการปรับใหม่เมื่อเร็วๆ นี้ และเพื่อผลในการพัฒนายังกำหนดอัตราดอกเบี้ยในสาขาต่างๆ ไว้ต่างกัน เช่นอุตสาหกรรมธนาคารพาณิชย์จะให้เงินเกินกว่า 12.5% ต่อบ้างไม่ได้และอัตราต่ำกว่านั้น สำหรับกิจกรรมส่งออก การเกษตรบางสาขา เป็นต้น เป็นการใช้นโยบายการควบคุมเครดิตแบบเลือกเฟ้นหรือ Selective Credit Control นั่นเอง

4. แนวความคิดที่ตรงกันข้ามกับนโยบายดอกเบี้ยต่ำสำหรับประเทศที่กำลังพัฒนานั้นก็

เศรษฐศาสตร์รางวัลโนเบล Gunnar Myrdal ได้เคยกล่าวไว้ใน Asian Drama (Vol III PP 2087-2906) ว่าประเทศที่กำลังพัฒนานั้นขาดแคลนทุนและเครื่องจักร การสะสมทุนน้อย ดอกเบี้ยซึ่งเป็นผลตอบแทนของทุนและปัจจัยการผลิตมีน้อยน่าจะสูงกว่าที่เป็นอยู่ และควรที่จะสูงกว่าประเทศที่เจริญแล้วด้วยซ้ำไป แต่รัฐบาลใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำทำให้การควบคุมโดยวิธีต่างๆ ตามมามากขึ้นในตลาดเครดิตของทาง การในขณะที่การให้สินเชื่อในตลาดมีน้อยอัตรา ดอกเบี้ยสูงลิ่ว เงินทุนที่ขาดแคลนต้องได้รับการแบ่งสนับสนุน ทำให้ระบบเศรษฐกิจมีการ ออมน้อยไป ทำให้รูปแบบของการลงทุนไปใน รูปที่ใช้ปัจจัยการผลิตที่ขาดแคลนมากไป แต่ กลับใช้แรงงานที่มีย่อยเหลือเฟืออยู่ทั้งในภาค เอกชนและรัฐบาล ในภาครัฐบาลนั้นการเลือก ระหว่างโครงการและการลงทุนตลอดจนการวางแผนที่ใช้อัตราดอกเบี้ยของทางการที่ต่งไว้นั้น ทำให้มีการใช้แรงงานน้อย ไม่สนับสนุนการใช้ แรงงานส่วนเกิน และไม่ก่อให้เกิดรูปแบบใน การพัฒนาที่ดินในระยะยาวเลย รัฐควรเพิ่มอัตรา ดอกเบี้ยให้สูงขึ้น และกำจัดการควบคุมในการ จัดสรรทรัพยากร ที่ไม่จำเป็นโดยการใช้ดอกเบี้ย

5. แนวความคิดข้างต้นของ Myrdal ที่เสนอให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และสูงกว่าในประเทศที่พัฒนาแล้วนั้นเพื่อให้การจัดสรรทรัพยากร บัณฑิตการผลิตระหว่างทุนกับแรงงานให้ดีขึ้น และเนื่องจากทุนเป็นปัจจัยที่ขาดแคลน ผล ตอบแทนของทุนหน่วยสุดท้ายที่นักเศรษฐศาสตร์ เรียกว่า marginal productivity of capital ควรจะสูงมากและสูงกว่าประเทศที่เจริญแล้ว ดอกเบี้ยในประเทศที่กำลังพัฒนาน่าจะสูงตาม ไปด้วยถ้าการจัดสรรทรัพยากรจะมีประสิทธิภาพ ความคิดดังกล่าวนี้โดยเหตุและผล และข้อเท็จจริงแล้วยังไม่เด่นชัด มีสองประเด็นที่จะต้อง พิจารณา คือ ประเด็นแรก จริงหรือไม่ที่ประเทศ ที่ขาดแคลนทุนนั้นจะต้องมีผลตอบแทนของทุน หน่วยสุดท้าย หรือ marginal productivity of

capital ที่สูงเสมอจะต้องสูงกว่าประเทศที่เจริญ แล้วซึ่งมีทุนเหลือเฟือ ประเด็นที่สองการที่ดอก เบี้ยแพงนั้นจะสามารถเปลี่ยนสัดส่วนปัจจัยการ ผลิตจากการใช้ทุนเครื่องจักรมาก มาใช้แรงงาน ให้มากขึ้น ในประเด็นแรกนั้น การที่ประเทศ ใดประเทศหนึ่งมีผลตอบแทนของการลงทุน มี ได้หมายความว่า ประสิทธิภาพของทุนหน่วยสุดท้าย จะต้องสูงเสมอ เพราะอัตราผลตอบแทน ของทุนนั้นของปริมาณและคุณภาพของที่ดิน และรวม capital gain และ losses ด้วยซึ่ง ในกรณีนี้คุณภาพของแรงงานและเทคโนโลยีอาจ ทำให้ประเทศที่กำลังพัฒนาแม้ว่าจะมีทุนเครื่อง จักรน้อย มีอัตราผลตอบแทนการลงทุนไม่สูงไป กว่าประเทศที่เจริญแล้วก็ได้ อัตราดอกเบี้ยนั้น ถ้าหากถือเป็นราคาของเงินทุนหรือเครดิตก็ ไม่ ควรจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของการลงทุน โดยเฉลี่ยทั้งระบบเศรษฐกิจตามเหตุผลข้างต้นนี้ แล้ว เราจะให้หลักเกณฑ์ให้อัตราดอกเบี้ยใน บ้านเราสูงกว่าประเทศที่เจริญแล้วโดยเหตุผลที่ ว่าเราขาดแคลนทุนไม่ได้เพราะอัตราผลตอบแทน ของทุนอาจต่ำกว่าได้ จากข้อมูลนานาชาติซึ่ง ละเอียดยาวเกินไปที่จะนำมากล่าวในที่นี้ก็พอ สรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนของการลงทุนใน ภาคอุตสาหกรรมไม่ได้ต่างกันมากนักระหว่าง ประเทศเช่น ญี่ปุ่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมัน และประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศ เท่าที่ข้อมูลพอหาได้ ปัญหาใหญ่ที่สุดในการ กำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยโดยใช้พื้นฐานทฤษฎี ข้างต้นนั้นยุ่งยากในการหาอัตราผลตอบแทนการ ลงทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักทั้งระบบเศรษฐกิจซึ่งต่าง กับอัตราผลตอบแทนบางสาขาบางโครงการใน อุตสาหกรรม ในทางปฏิบัติไม่สามารถทำให้ถูกต้องได้เท่าใดนักเป็นเรื่องของพวกเขาหอคอยาง้าง เสียมากกว่า ในประเด็นที่สองนั้น เราก็มองไม่แน่ใจ เช่นเดียวกันว่า ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นแล้วจะมี การใช้แรงงานเพิ่มขึ้นมากกว่าการใช้เครื่องจักร โดยเฉพาะในเศรษฐกิจแบบของไทยนั้น เป็น เศรษฐกิจการค้าระหว่างประเทศที่เปิดโดยเสรี

และได้ผสมผสานกับกระบวนการค้าในระบบทุนนิยมของโลก มีการลงทุนจากต่างประเทศจำนวนมาก ลักษณะการพัฒนาอุตสาหกรรมนั้นเป็นรูปแบบที่ต้องใช้เทคโนโลยีที่ทำได้แล้วจากประเทศที่เจริญแล้ว เทคโนโลยีดังกล่าวเมื่อสร้างมาแล้วก็มีลักษณะที่ต้องใช้แรงงานจำนวนมากก่อนข้างตายตัว เป็นสัดส่วนที่คงที่ แรงงานหรือค่าจ้างและดอกเบี้ยจึงมักไม่กระทบเท่าใดในการเปลี่ยนสัดส่วนระหว่างเครื่องจักรและแรงงาน เพราะฉะนั้นการกำหนดนโยบายดอกเบี้ยที่เหมาะสมโดยคำนึงถึงผลที่จะมีต่อบัณฑิตการผลิตจึงอาจจะไม่สำคัญนักสำหรับบ้านเรา

6. ถ้ามองทั้งระบบเศรษฐกิจแล้วแม้ว่าจะมีปัญหายุ่งยากในการวัดอัตราผลตอบแทนของการลงทุน แต่หลักเกณฑ์โดยทั่วไปที่ว่าอัตราดอกเบี้ยมองข้ามต้นทุนของเงินก็จะไม่สูงกว่าผลตอบแทนของการลงทุนก็ใช้ได้ แต่ในระบบเศรษฐกิจไทยนั้นระดับความเจริญของภาคเมืองหรือภาคอุตสาหกรรมนั้นแตกต่างกับความเจริญในภาคชนบทหรือเกษตรกรรมมาก อัตราการตอบแทนของการลงทุนในภาคเมืองหรืออุตสาหกรรมสูงกว่าในภาคชนบท เมื่อมองทั้งระบบคราวนี้ลองมามองตลาดการเงินหรือเครดิตความแตกต่างในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดที่เป็นทางการซึ่งให้สินเชื่อแก่ภาคเมืองในกิจการอุตสาหกรรมและบริหาร การค้า การบริโภคเป็นส่วนใหญ่แล้ว กับตลาดการเงินที่ไม่เป็นทางการในชนบทและภาคเกษตรกรรมนั้นมามาก มีผู้คาดคะเนว่าระดับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในภาคที่ไม่เป็นทางการนั้นสูงกว่าภาคที่เป็นทางการถึง 2-4 เท่าตัว และถ้าเราเรียกภาคที่ไม่เป็นทางการนี้รวมการให้สินเชื่อในภาคชนบทซึ่งรวมทั้งสถาบันการเงินที่อยู่ในความควบคุมโดยกฎต่างๆของรัฐ ตลอดจนสินเชื่อที่ไม่ผ่านสถาบันการเงินด้วยเป็นไปได้อาจประมาณสินเชื่อจากแหล่งที่ไม่ใช่สถาบันการเงินมีมากกว่า จะมีมากกว่าแค่ไหนยังไม่เป็นที่ทราบกันได้แน่ชัด เป็นที่ทราบกันดีว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในภาคที่ไม่เป็นทางการและ

ไม่ผ่านสถาบันการเงินนั้นสูงมาก นายยูทัน วัย (IMF Staff Paper 1957-1958) คำนวนจาก 22 ประเทศด้อยพัฒนานานมาแล้วโดยรวมทั้งสถาบันการเงินที่ให้แก่ภาคชนบทมีอัตราดอกเบี้ยถ่วงน้ำหนักแล้วเฉลี่ยประมาณ 24-36% ถ้าหากสถาบันการเงินออกแล้วคงต้องสูงกว่ามากถึง 100 ในบางกรณี แน่่อนที่เดียวว่าการกำหนดนโยบายโครงสร้างและอัตราดอกเบี้ยโดยยึดอัตราที่เป็นอยู่ในภาคชนบทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินย่อมเป็นสิ่งที่ไม่ควรกระทำเพราะอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่สูงมากมหาศาลในภาคนี้ไม่สูงเพราะอัตราผลตอบแทนของการลงทุนสูงแต่อย่างใด หรืออัตราที่สูงนี้ไม่ได้สะท้อนถึงการทำงานของอุปสงค์และอุปทานแบบตลาดแข่งขันเสรีอย่างใด อัตราดอกเบี้ยในภาคนี้ที่สูงนั้น เพราะองค์ประกอบต่างๆ อันได้แก่ความเสี่ยงซึ่งมีค่อนข้างสูง การผูกขาดในอุปทานของสินเชื่อ ทำให้มีกำไรเกินปกติมากในกรณีที่เงินกู้มาจากสถาบันการเงิน ต้นทุนค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการเงินกู้มักจะสูง นอกจากนั้นแล้วอุปสงค์ในสินเชื่อมีลักษณะที่เป็นฤดูกาล ทำให้ค่าเสียโอกาสของผู้ให้กู้สูงรวมความแล้วอัตราดอกเบี้ยสูงในภาคที่ไม่เป็นทางการและที่ไม่ใช่สถาบันการเงินเป็นเพราะความด้อยพัฒนาในระดับการพัฒนาเศรษฐกิจทั่วไปนั่นเอง ผลกระทบทั่วไปที่ต่ำและความไม่แน่นอนในผลผลิตทางภาคเกษตรกรรมที่ต้องพึ่งดินฟ้าอากาศเป็นส่วนใหญ่ ผู้กู้ที่เป็นชาวนาเป็นส่วนใหญ่มักจะมีที่ดินที่สามารถใช้ในการค้าประกันเงินกู้แต่จะขายทอดตลาดทำได้ไม่สะดวกและสภาพคล่องโดยทั่วไปไม่ดี การผูกขาดทั้งในด้านเงินกู้และการซื้อผลผลิตทางเกษตรจากชาวนามักจะทำให้ชาวนาผู้ที่ไม่ม้อำนาจต่อรองปัจจัยต่างๆ เหล่านี้มีส่วนทวีความเสี่ยงหรือ Risk Premium และกำไรจากการผูกขาดอยู่ในองค์ประกอบของการกำหนดดอกเบี้ยในตลาดที่ไม่เป็นทางการในชนบทมากที่สุดเท่าที่อัตราการตอบแทนจากการลงทุนทั้งระบบของเอกชนในภาคนี้ในสายตาของผู้ให้กู้มักจะ ต่ำนโยบาย

ดอกเบี้ยที่ต้องสำหรับภาคที่ไม่เป็นทางการ
ในชนบทจึงควรลดอัตราดอกเบี้ยโดยส่วนรวม
ในภาคนี้จากแหล่งที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน โดย
การขยายตัวของสถาบันการเงินเข้าไปในท้องถิ่น
ต่างๆ เพื่อเพิ่มอุปทานเงินกู้และลดการผูกขาด
ในสินเชื่อ โดยการพัฒนาภาคชนบทโดยการลง
ทุนของรัฐเพื่อลดความเสี่ยงและเพิ่มผลิตภาพ
อัตราดอกเบี้ยในภาคนี้ก็จะต้องลดลงในที่สุด จะ
เห็นได้ว่าการกำหนดนโยบายดอกเบี้ยในส่วน
รวมให้ถูกต้องในบ้านเรานั้นทำยากกว่าประเทศ
ที่เจริญแล้วมาก เพราะถ้าดอกเบี้ยในภาคเมือง
อุตสาหกรรมและตลาดสินเชื่อที่อยู่ในความควบคุม
ของทางการมีอัตราต่ำเกินไปเพราะถูกควบคุม
อัตราเงินกู้ต่ำเกินไปก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก
ในระบบธนาคารและสถาบันการเงิน
ต่ำตามไปด้วยและถ้าต่ำเกินไปโดยเฉพาะผลตอบแทนที่แท้จริงเมื่อหักด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้วความ
ต้องการที่จะถือทรัพย์สินทางการเงินก็จะน้อย
เมื่อเทียบกับความต้องการในการถือสินทรัพย์
ทางวัตถุในภาวะเงินเฟ้อ ปรากฏการณ์เช่นนี้ได้
แสดงออกมาแล้วในสองสามปีที่ผ่านมาโดยดูจาก
อัตราการขยายตัวของเงินฝาก ถ้าเป็นเช่นนั้นการ
พัฒนาทางการเงินก็จะมั่วสับสนและเป็นไปไม่ได้
เต็มที่ เพราะผลตอบแทนของสินทรัพย์ทาง
การเงินไม่ดีในขณะเดียวกันการที่จะลดอัตราดอกเบี้ย
และความไม่สมบูรณ์ต่างๆ ในภาคชนบท
จากที่ไม่ใช่สถาบันการเงินนั้นจำเป็นที่จะต้องมีการ
พัฒนาทางการเงินทั้งระบบในอัตราการขยาย
ตัวที่สูงเข้าไปสร้างอุปทานเครดิตและแข่งขันใน
ภาคนี้ นโยบายโครงสร้างดอกเบี้ยในสภาพเช่น
นี้ควรพยายามลดอัตราดอกเบี้ยในภาคที่ไม่เป็น
ทางการในที่สุดและเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในภาคที่
เป็นทางการ โดยเร่งการพัฒนาทางการเงิน

7. ถึงตรงนี้ประเด็นที่จะต้องถามต่อไปคือนโยบายดอกเบี้ยมีความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดเงิน
ต่อการออมทรัพย์โดยทั่วไปและการสร้าง
อุปสงค์ในสินทรัพย์ทางการเงินมากจริงหรือ จาก
ประสบการณ์ของประเทศต่างๆ ที่กำลังพัฒนา

และพัฒนามาแล้วนั้น การพัฒนาทางการเงิน
บางครั้งก็เป็นฝ่ายตามการเติบโตและการขยาย
ตัวทางเศรษฐกิจหรือของสินค้าบริการ บางครั้ง
ก็เป็นฝ่ายนำบางทีก็เป็นทั้งตามและทั้งนำผสม
กันไปแยกกันไม่ออก ส่วนอัตราดอกเบี้ยจะมีผล
ต่อการออมทรัพย์มากน้อยแค่ไหนนั้น ในทาง
ทฤษฎีเป็นไปได้ทั้งบวกและลบ การทดสอบจากข้อ
มูลที่ได้มีผู้กระทำไว้มากมายยังสรุปไม่ได้แน่
นอนในเรื่องของอัตราดอกเบี้ยกับการออมทรัพย์
ที่วัดจากบัญชีรายได้ประชาชาติ สาเหตุหนึ่งก็
เป็นเพราะในประเทศที่กำลังพัฒนาดอกเบี้ยมัก
ไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงเพราะถูกควบคุมใน
ตลาดทางการ ในกรณีความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก
ที่มีต่อการออมทรัพย์หรือออมทรัพย์ทางการเงินโดยเฉพาะ
การถือเงินฝากในระบบธนาคาร เนื่องจากระบบธนาคารเป็นสถาบันการเงินที่
สำคัญที่สุดนั้น ประสบการณ์ในหลายประเทศที่
เน้นนโยบายดอกเบี้ยเงินฝากสูงโดยเฉพาะใน
สภาวะการณ์ที่เงินเฟ้อติดต่อกันเป็นเวลาลหลายปี
เช่นเกาหลีใต้ปลายทศวรรษ 1950 และต้น
ทศวรรษ 1970 ได้หวนในทศวรรษที่ 1950 และ
ในอินโดนีเซียในทศวรรษ 1960 ได้แสดงให้เห็น
ว่านโยบายดอกเบี้ยที่เน้นดอกเบี้ยเงินฝากและก
สูงในสถาบันการเงินที่เป็นทางการได้มีบทบาทที่
สำคัญยิ่งในการชักจูงเงินเพื่อช่วยเร่งการพัฒนา
การเงินช่วยให้การรวมทุนและการจัดสรรทรัพยากร
มีประสิทธิภาพมากขึ้น อัตราการเจริญเติบโต
ก็ได้สูงขึ้นตามมา การออมทรัพย์ในบัญชี
รายได้ประชาชาติสูงขึ้นการออมทรัพย์โดยการ
ฝากเงินในระบบธนาคารก็ขยายตัวอย่างผิดปกติ
ประสบการณ์ในประเทศที่ได้อธิบายให้เห็นด้วยว่า ใน
ภาวะเงินเฟ้อระดับกลางๆ และรุนแรง อัตรา
ดอกเบี้ยเงินฝากที่เพิ่มขึ้นจะมีผลมากน้อยแค่ไหน
ขึ้นอยู่กับขนาดการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยด้วย
ดอกเบี้ยเงินฝากนั้นถ้าเปลี่ยนแปลง
เพียงเล็กน้อย 1-2% นั้น มีผลในการเพิ่มการถือ

สินทรัพย์ทางการเงินน้อย แต่ถ้าหากเป็นการเพิ่มที่เดียวมากขึ้นและเพิ่มในอัตราที่ทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่เป็นตัวเงินสูงกว่าหรืออย่างน้อยก็ใกล้เคียงกับอัตราเงินเพื่อแล้วอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจะมีบทบาทเป็นอย่างมากทั้งในด้านการรักษาเสถียรภาพของราคาและการพัฒนาเศรษฐกิจ ในปี ค.ศ. 1962 เมื่อเกาหลีได้มีการปฏิรูประบบการเงินในประเทศในขณะที่ยังเริ่มเพื่อในอัตราดอกเบี้ย 30% ต่อปีหรือกว่านั้น เกาหลีได้เพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกว่าเท่าตัวจากอัตราเดิมสูงกว่า 10% เล็กลงมาบน 2.5% ต่อเดือน หรือ 30% ต่อปี สำหรับเงินฝากประจำอัตราเงินเพื่อให้ได้ลดลงมากหลังจากนั้นในขณะที่เงินฝากในระบบธนาคารได้ขยายตัวกว่าเท่าตัวภายในระยะเวลาไม่ถึง 6 เดือน การออมทรัพย์มองจากบัญชีรายได้ประชาชาติได้ขยายตัวอย่างมากมาย

8. เท่าที่ได้กล่าวมาทั้งหมดนี้ พอจะให้แนวทางการหาพื้นฐานและขอบข่ายของทฤษฎีในการกำหนดนโยบายและโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยได้บ้างแล้ว ข้อแรกที่สำคัญก็คือประเทศที่ขาดแคลนทุนนั้นไม่จำเป็นที่จะต้องม้อัตราดอกเบี้ยสูงเสมอไป เพราะขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนของการลงทุนทั้งระบบเศรษฐกิจ ซึ่งอาจจะต่ำหรือสูงกว่าประเทศที่เจริญแล้วก็ได้ เพราะอัตราผลตอบแทนของการลงทุนขึ้นอยู่กับคุณภาพของแรงงาน absorptive capacity เทคโนโลยี ทดดินและรวม capital gain และ loss ด้วย และการใช้นโยบายดอกเบี้ยสูงอาจไม่มีผลในการเปลี่ยนส่วนสัดของปัจจัยการผลิตเท่าใด ในระบบเศรษฐกิจที่ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนการลงทุนมีมากในสาขาและกิจกรรมต่างๆ เพราะให้เทคโนโลยีต่างระดับกัน สัดส่วนปัจจัยการผลิตต่างกันและตลาดเงินทุนที่จะใช้เป็นแหล่งเงินกู้ก็ใช้อัตราดอกเบี้ยแตกต่างกันมาก ในสภาพตลาดเงินทุนสองระดับความเจริญ จะใช้อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ไม่เป็นทางการโดยไม่ผ่านสถาบันการเงินในการกำหนด

ระดับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทั่วไปไม่ได้ เพราะอัตราในตลาดนั้นอาจรวม risk premium และถ้ามีการผูกขาดไว้สูงเกินไป นโยบายดอกเบี้ยที่ต่ำสุดในระยะยาวต้องอยู่ในระดับที่สถาบันการเงินจะขยายเข้าไปในตลาดที่ไม่เป็นทางการและลดขนาดของมันด้วยการใช้นโยบายดอกเบี้ยเงินฝากที่สนับสนุนการพัฒนาทางการเงินเมื่อเป็นเช่นนั้น Framework ในการวิเคราะห์นโยบายดอกเบี้ยในบ้านเราที่เป็นอยู่นั้นจะต้องตั้งอยู่ในสมมติฐานที่ว่าอุปสงค์ของการลงทุนโดยส่วนรวมมิได้เป็นอุปสรรคในการพัฒนา เพราะปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เช่น infrastructure และอุตสาหกรรมภายในประเทศได้พัฒนามาบ้างพอสมควรแล้ว โดยมี absorptive capacity พอประมาณ อุปสงค์สำหรับการลงทุนจะต้องได้รับการตอบสนองจากการออมทรัพย์ในประเทศและต่างประเทศ การที่ต้องพึ่งพาการออมทรัพย์จากต่างประเทศมากก็คือการที่เราขาดดุลด้านการค้าบริการนั่นเอง ถ้าเราได้มีการออมทรัพย์ภายในประเทศและมีการออมทรัพย์โดยส่วนรวมมากขึ้นนั้นจะทำให้เราสามารถทดแทนการออมทรัพย์จากต่างประเทศได้บ้างโดยการนำเข้าด้วยการเปลี่ยนโครงสร้างการผลิตเคลื่อนย้ายทรัพยากรที่เหลือจากการบริโภคที่ลดน้อยลงไปผลิต ในอุตสาหกรรมหรือกิจกรรมที่ใช้วัตถุดิบและปัจจัยการผลิตโดยเฉพาะทรัพยากรมนุษย์มากขึ้นได้ ในสภาพการณ์ที่เป็นอยู่ในขณะนี้การที่จะปิด resource gap นั้น สามารถทำได้โดยการเพิ่มการออมทรัพย์ภายในประเทศ บทบาทของนโยบายดอกเบี้ยในแง่นี้จะเน้นการเพิ่มของอุปทานของเงินออมทางการเงินและประสิทธิภาพของการใช้เงินออมทั้งระบบมากกว่านโยบายดอกเบี้ยที่เน้นอุปสงค์ของการลงทุน ยกเว้นเสียแต่ว่ามีการใช้อัตราดอกเบี้ยเลือกเฟ้นสำหรับกิจกรรมบางสาขาที่ต้องการสนับสนุนอัตราออมทรัพย์ภายในประเทศนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการที่สำคัญคือ อัตราการขยายตัวของรายได้ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ควบคุมไม่ค่อย

ได้ แต่อัตราดอกเบี้ยตัวเงินที่จะมีผลต่อปริมาณ และประสิทธิภาพทางการใช้เงินออมนั้นเจ้าหน้าที่ทางการเงินมีอำนาจควบคุมเปลี่ยนแปลงอยู่แล้ว และในบ้านเราระบบธนาคารพาณิชย์ได้มีบทบาทมหาศาลในด้านการระดมเงินออมในรูปสินทรัพย์ทางการเงินจะเห็นได้ว่า คราวเรือนถ้อยสินทรัพย์ทางการเงินถึง 80-90% ในรูปเงินฝากธนาคาร การใช้นโยบายดอกเบี้ยเพื่อมีผลต่ออุปทานของเงินออมในประเทศ จึงเหมือนกับการทักล่าวว่าใช้นโยบายดอกเบี้ยเพื่อให้ครัวเรือนถ้อยสินทรัพย์หรือออมทรัพย์ทางการเงินในรูปเงินฝากในอดีตได้มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากไว้สูงสุดตามกฎหมายนั้นใน Frame Work ทักล่าวมานี้ก็หมายความว่าระบบเศรษฐกิจทั้งระบบมีความต้องการในสินเชื่อกว่าอุปทาน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดเป็นทางการเงินต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดโดยอุปสงค์อุปทานของเงินทุน มีการปันส่วน (Credit rationing) โดยวิธีการต่างๆที่ไม่ใช่บรรทัดฐานทางราคาหรือดอกเบี้ยอุปสงค์ส่วนเกินส่วนหนึ่งไม่สามารถได้รับการตอบสนองทำให้การลงทุนมีน้อยกว่าที่ควรเป็นเพราะอัตราดอกเบี้ยต่ำเกินไปทำให้การลงทุนจริงๆ มีเพียงแค่อุปทานของเงินออมซึ่งน้อยกว่าอุปสงค์ของเงินออม ณ ระดับดุลยภาพภาวะเงินตั้งที่เป็นอยู่ตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 2521 และต่อเนื่องมาจนถึงปี พ.ศ. 2522 และคงจะมีต่อไปจนกว่าจะได้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง เหมาะสมจนอุปทานของเครดิตและอุปสงค์ของเครดิตอยู่ในดุลยภาพอีกครั้ง ในการถกเถียงถึงภาวะเงินตั้งตัวที่เป็นอยู่ตลอดปี พ.ศ. 2522 จนถึงปัจจุบัน คนส่วนใหญ่โดยเฉพาะฝ่ายธนาคารมักขอให้ปรับเพดานดอกเบี้ยเงินกู้ต่ำเดี๋ย โดยคงมีเหตุผลที่ว่าจะได้นำเงินกู้เข้ามาจากต่างประเทศได้ มาให้กู้ต่อภายในประเทศ เพราะอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในต่างประเทศได้ขึ้นไปเกือบทั่วโลก (จนมีผู้เรียกว่าเป็นสงครามดอกเบี้ย) แม้แต่ในสหรัฐอเมริกาตลาดยุโรปดอลลาร์ตลาดเอเชียดอลลาร์ ใน

อังกฤษเองก็ได้ใช้นโยบาย เงินตั้งอย่างแรงโดยรัฐบาลประกาศอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดถึง 17% แล้วเมื่อเดือนพฤศจิกายน 2522 จึงอยู่การนำเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำนั้นไม่ใช่เรื่องเสียหายอะไร เพราะหมายถึงการที่เราได้ซื้อของผ่อนส่งในอัตราดอกเบี้ยที่ถูก แต่การที่อุปทานของสภาพคล่องมีน้อยไปนั้นมิได้มีสาเหตุมาจากแหล่งเงินกู้ภายนอกอย่างเดียว อัตราการขยายตัวของเงินฝากในระบบธนาคารก็ได้ลดลงอย่างมากโดยได้กล่าวมาแล้ว การนำเงินทุนเข้ามาในระยะสั้น โดยผ่านระบบธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินนั้นส่วนใหญ่เป็นพวก Trade credit จากการนำสินค้าเข้า ซึ่งมีระยะจ่ายหนี้กันค่อนข้างสั้นมากเช่น 3-6 เดือนเป็นการช่วยปัญหาสภาพคล่องของประเทศและดุลย์ชำระเงินในระยะสั้นเท่านั้น สิ่งที่เราต้องการมากกว่าคือการลงทุนโดยตรงและการเคลื่อนย้ายเงินทุนในระยะยาวที่จะมีผลต่อการเปลี่ยนโครงสร้างการผลิต หรือการลงทุนในระยะยาวที่จะช่วยเพิ่มผลผลิต โดยเฉพาะในภาคเกษตรกรรม อีกอย่างหนึ่งปัญหาการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศกับบ้านเรานั้นต้องคำนึงการพัฒนาโครงสร้างและการพัฒนาทางการเงินด้วย มิฉะนั้นเราก็เห็นแต่ความเจริญของตลาดการเงินเป็นทางการที่ให้สินเชื่อกาเมืองและอุตสาหกรรมการค้าระหว่างประเทศการบริโภคเท่านั้น ส่วนภาคเกษตรกรรมก็ยังต้องพึ่งตลาดที่ไม่เป็นทางการอยู่และก็มีตลาดเงินทุนอยู่ตลอดเวลา เพราะฉะนั้นจะหวังพึ่งแหล่งเงินกู้จากต่างประเทศระยะสั้นตลอดเวลาไม่ได้

ด้วย Frame work ที่กล่าวมานี้เราอาจกล่าวได้ว่า วิธีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมนั้น จะต้องเน้นอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ทางการเงินที่จะกระตุ้นอุปทานของสินทรัพย์ทางการเงินเพื่อการพัฒนาการเงินทั้งระบบ ไม่ใช่เฉพาะแค่ระบบที่อยู่ในความควบคุมของทางการ และมองดอกเบี้ยเป็นปรากฏการณ์ทางการเงิน หรือต้นทุนเงินกู้หรือราคาของสินทรัพย์

ทางการเงิน การกำหนดนโยบายระดับอัตราดอกเบี้ย โดยทั่วไปจะต้องเน้นสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น เงินฝากพันธบัตร หุ้น ซึ่งคนอาจถือใน Portfolio หรือจากงบดุลของผู้ออมทรัพย์ นอกเหนือจากสินทรัพย์อื่น ๆ เช่น สินค้าคงทน การลงทุน การบริโภค ที่ดิน ทองคำ ดอกเบี้ยซึ่งเป็นเสมือนอัตราผลตอบแทนที่ได้จากการถือสินทรัพย์ในรูปแบบต่างๆ โดยถือว่าหน่วยเศรษฐกิจเปรียบเทียบผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่างๆ ตั้งแต่เงิน เงินฝากประจำ พันธบัตร หุ้น สินค้าบริโภค สินค้าลงทุน ที่ดิน ทองคำ จนกระทั่งผลตอบแทนหน่วยสุดท้ายเท่ากันนโยบายดอกเบี้ยจึงจำเป็นต้องมองจาก Portfolio approach ในการถือสินทรัพย์ของหน่วยเศรษฐกิจ ถ้าหากเรามองจาก Portfolio approach แล้วนโยบายดอกเบี้ยจะต้องเน้นผลตอบแทนที่มีต่อสินทรัพย์หรือการออมทรัพย์ทางการเงิน ซึ่งในระดับการพัฒนาการเงินอย่างบ้านเราก็คือดอกเบี้ยเงินฝากของระบบธนาคารและสถาบันการเงินอื่น ๆ เป็นสำคัญ ดอกเบี้ยเงินฝากจึงเป็นตัวแปรที่สำคัญมากกว่าดอกเบี้ยเงินกู้ซึ่งอาจจะต้องเปลี่ยนตามด้วยตรงกันข้าม ในสถานการณ์ภาวะเงินตึงตัวแล้วและปัจจุบัน การถกเถียงมักจะพูดถึง แต่การปรับเพดานดอกเบี้ย 15% ในประเทศเพื่อจะให้ได้สามารถกู้เงินจากต่างประเทศโดยธนาคารพาณิชย์ได้มากขึ้นเท่านั้น ดูเหมือนจะมีแต่ธนาคารแห่งประเทศไทยที่ได้ให้ความสำคัญกับการระดมเงินออมภายในประเทศโดยเน้นดอกเบี้ยเงินฝากพอสมควร แต่ยังมีได้ดำเนินการมาตรการที่หว่านหางจระเข้ต่างๆ ที่เน้นอยู่เสมอว่าปี 2522 นี้ อัตราเงินเฟ้ออย่างต่ำ 12% มาตรการที่ได้ดำเนินไปแล้วในตอนแรกพยายามกดเงินเฟ้อ ดอกเบี้ยเงินฝากแต่ก็ยกเลิกไป และเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประมาณ 1% ซึ่งยังไม่ได้แก้ปัญหามาไฉน

9. ถ้าหากเราใช้ Portfolio approach ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยและโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาการเงินทั้งระบบจะเพิ่มอุปทาน

ของสินทรัพย์ทางการเงินและเครดิตแล้ว เนื่องจากในสภาวะเงินเฟ้อผลตอบแทนในการถือสินทรัพย์ทางการเงินไม่ว่าประเภทใดก็คือ อัตราที่เพิ่มขึ้นของระดับราคา เพราะฉะนั้นนโยบายดอกเบี้ยที่ถูกต้องจะต้องให้สินทรัพย์ทางการเงินโดยเฉพาะเงินฝากประจำประเภทต่างๆ เพราะมีขนาดใหญ่มากในบ้านเรามีอัตราผลตอบแทนเป็นบวกเมื่อเทียบกับอัตราเงินเฟ้อแล้วเสมอเพราะฉะนั้นประเด็นสำคัญคือ เป็นการยากที่จะกำหนดได้ถูกต้องว่าอัตราดอกเบี้ยสูงหรือต่ำเกินไปสูงแค่ไหนถึงจะไม่กระทบกระเทือนต่อการลงทุน อัตราไหนที่ถือว่าสูง อัตราเงินกู้ที่ยังไม่ปรับตัวระดับราคาแล้ว เพราะฉะนั้นถ้ามองจาก Portfolio approach คือเปรียบเทียบผลตอบแทนหรือ yield ของสินทรัพย์ต่างๆ แล้วนโยบายดอกเบี้ยที่เหมาะสมทั้งในระยะสั้นและระยะยาวคือ นโยบายดอกเบี้ยที่คล่องตัว ยืดหยุ่นได้ทั้งทางขึ้นและทางลงแล้ว แต่การเปลี่ยนแปลงของระดับราคา ที่ว่ายืดหยุ่นได้ ก็ตรงกับภาษาอังกฤษว่า flexible นั่นเอง ซึ่งมีได้หมายความว่า จะต้องให้เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาเมื่อระดับราคาเปลี่ยนแปลงหรือให้ลอยตัวโดยตลาดกำหนดกันเองในตลาดเสรี เจ้าหน้าที่ทางการเงิน เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถกำหนดเองได้เป็นครั้งคราวแล้วแต่สถานการณ์ ปัญหาสำคัญของนโยบายดอกเบี้ยในบ้านเรามีได้ขึ้นอยู่กับ การที่จะให้อัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินกู้ลอยตัวหรือไม่ลอยตัวขึ้นอยู่กับ การปรับอัตราดอกเบี้ยของเงินฝากและเงินกู้ให้สมจริงในภาวะเงินเฟ้อ เพื่อให้มันทั้งเสถียรภาพทางราคาที่ดีขึ้น ในขณะเดียวกันให้มีการใช้ทรัพยากรที่ออมได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยผ่านระบบการเงินในระบบ เพื่อให้มีการพัฒนาทางการเงินเกื้อกูลการพัฒนา การเศรษฐกิจ และจะต้องเน้นการสร้างอุปทานของเครดิต ซึ่งมีน้อยกว่าอุปสงค์เสมอโดยเฉพาะในปัจจุบัน

ถ้าเราใช้แนว Portfolio approach ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมแล้วจะทำให้

เราเข้าใจว่าคนทั่วไปมักจะสับสนเสมอเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยตัวเงินที่ยังไม่ปรับอัตราเงินเพื่อ (nominal rate) ว่าสูงเกินไปบ้าง ในเวลาที่เกิดเงินเฟ้อ คือคนทั่วไปยังถูกลวงด้วยความคิดที่เงินตัวเงินคือ money illusion อยู่เสมอในสภาวะที่เกิดเงินเฟ้อเช่น บัตแล้วช่วงกลางกันว่าสูงถึง 15-20% และปี 2523 นี้ก็คาดว่าจะไม่ต่ำกว่าบัตแล้ว อัตราดอกเบี้ยที่เงินตัวเงินยังไม่ปรับระดับราคานั้นอาจจะสูงเมื่อเทียบกับอดีตเมื่อก่อนปีพ.ศ. 2516 คือ ก่อนยุคน้ำมันแพง แต่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเมื่อปรับระดับราคาแล้วไม่สูงเลยทั้งดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝาก อาจติดลบเสียด้วยซ้ำไปตั้งแต่ปี พ.ศ. 2515 เป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน การที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากถูกควบคุมมาโดยตลอดในภาวะที่เงินเฟ้อเพิ่มในอัตราเฉลี่ยสูงกว่า 10% มาตลอด ผู้ออมทรัพย์โดยถือสินทรัพย์ทางการเงินเหมือนถูกเก็บภาษีมาโดยตลอด และผู้กู้โดยทั่วไปในตลาดการเงินในระบบก็เปรียบเสมือนได้เงินอุดหนุนตลอดเวลา ในสถานการณ์เช่นนี้ ผลักออกมาแล้วคืออุปทานหรือความสามารถในการให้สินเชื่อของระบบการเงินลดลงไปมาก

10. อัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของเงินฝากสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นจริงหรือ ผู้เขียนได้เคยศึกษาโดยวิธีการทางเศรษฐมิติเกี่ยวกับผลของดอกเบี้ยเงินฝากต่ออุปสงค์ของสินทรัพย์ทางการเงินและออมทรัพย์ (Pakistan Development Review vol. 14, 16, 1975, 1977) จากประเทศต่างๆ 6 ประเทศในเอเชียคือไทย เกาหลีใต้ มาเลเซีย สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ และได้หวั่น ปรากฏว่าอัตราดอกเบี้ยหลังจากหักอัตราเงินเฟ้อแล้วมีบทบาทสำคัญโดยนัยทางสถิติต่ออุปสงค์สินทรัพย์ทางการเงิน ประสิทธิภาพของประเทศอื่นๆ เช่น เกาหลีใต้ หวั่นที่ดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยเงินฝากยังช่วยให้การออมทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นและเป็นยาวนานวิเศษในการช่วยลดภาวะเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่เป็นตัวเงินนั้นไม่จำเป็นต้องสูงเสมอไป

มาเลเซีย สิงคโปร์ ได้ใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างต่ำแต่การถือสินทรัพย์ทางการเงินในระบบการเงินก็มีมาก เพราะอัตราเงินเฟ้อต่ำมาก ก่อนปี พ.ศ. 2516 ของไทยก็เช่นกัน ทศวรรษ 1960 นั้น อัตราเงินฝากขยายตัวอย่างรวดเร็ว เนื่องจากรายได้เพิ่มขึ้นระดับราคาก็เสถียรภาพเฉลี่ยปีละ 2-3% อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 1 ปีก็ราว 6-7% ผลตอบแทนในการถือสินทรัพย์ทางการเงินที่แท้จริงคือหักด้วยอัตราเงินเฟ้อจึงเป็นบวกเสมอ เพราะฉะนั้นอัตราการขยายตัวของเงินฝากออมทรัพย์และประจำในธนาคารพาณิชย์ระหว่างปี พ.ศ. 2505-2519 จึงมีอัตราการขยายตัวระหว่าง 25-30% ต่อปี ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยเพิ่มขึ้นไม่เกิน 5% ต่อปี อัตราการขยายตัวของเงินฝากจริงๆ เมื่อลบด้วยระดับราคาแล้วจึงสูงเกือบ 20% โดยเฉลี่ย เมื่อเทียบกับอัตราการขยายตัวตั้งแต่ปี 2516 เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อรุนแรง อัตราการขยายตัวของระดับราคาแล้วต่ำกว่า 10% ต่อปี โดยเฉพาะปี 2522 ซึ่งเพิ่งผ่านไปนั้นคาดกันว่าขยายตัวในอัตราเพียง 15% เศษๆ เพราะฉะนั้นเมื่อปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้ว อัตราการขยายตัวของเงินฝากที่แท้จริงติดลบ ปี 2523 นี้ถ้าหากยังไม่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากให้สูงขึ้นอัตราเงินเฟ้อแล้วแนวโน้มก็คงจะอยู่ต่อไป

โดยทั่วไปแม้ว่าผลของดอกเบี้ยจะมีต่อการออมทรัพย์รวมยังไม่แน่นอนแต่เมื่อหน่วยเศรษฐกิจได้ตัดสินใจออมทรัพย์แล้ว การที่หน่วยเศรษฐกิจจะตัดสินใจถือทรัพย์อะไรใน Portfolio นั้น อัตราผลตอบแทนเช่นระดับราคาอัตราดอกเบี้ยมีส่วนสำคัญมาก ดังตัวอย่างจากประสบการณ์ของประเทศเกาหลีใต้และไต้หวันของไทยเรานั้นแม้จะไม่ได้ทดสอบทางสถิติจะเห็นได้ว่าการขยายตัวของ Finance company อย่างน้อยจนถึงก่อนการถอนใบอนุญาตบริษัทราชาเงินทุน ซึ่งนำมาซึ่งความขาดความไว้วางใจในบริษัทการเงิน อย่างรวดเร็วตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 60 นั้น มีผลมาจากอัตราดอกเบี้ย

เงินฝากของธนาคารเงินเหล่านี้ให้สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำธนาคารพาณิชย์ ธนาคารเงินในระหว่างปี พ.ศ. 2513-2520 มีอัตราการขยายตัวของเงินฝากจากครัวเรือนถึงเฉลี่ยประมาณ 90.3% ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์มีอัตราขยายตัวเพียงประมาณ 20% เท่านั้น คงไม่มีใครปฏิเสธได้ว่าครัวเรือนไทยไม่ห่วงไหวกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงิน หลังจากได้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและอัตราร้อยยี่สิบขึ้น 1% เมื่อปลายปีแล้วค่าล่าสุดที่ได้จากธนาคารแห่งประเทศไทยคือเงินฝากในกรุงเทพมหานครระหว่างเดือนตุลาคม-ธันวาคม 2522 ได้เพิ่มขึ้นถึงราว 4000 ล้านบาท ในขณะที่เงินฝากระหว่างเดือนเมษายน-กันยายน ในปีเดียวกันไม่ได้เพิ่มขึ้นเลย เงินฝากเพิ่มขึ้น 4000 ล้านบาทยังไม่รู้แน่มาจากเพราะการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยหรือสาเหตุอื่นและมาจากการเพิ่มขึ้นของการออมทรัพย์เท่าใด คงเป็นไปได้ว่าส่วนหนึ่งคงมาจากตลาดนอกระบบและธนาคารเงิน ผู้เขียนเชื่อว่าในสภาวะการปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำของธนาคารได้เพิ่มไปถึง 12-14% ต่อปีแล้ว ปัญหาต่างๆที่เกิดขึ้นในปีที่แล้วจะต้องดูกัน ส่วนผลของอัตราดอกเบี้ยนั้นจะมีต่ออุปสงค์ของเงินฝากแค่ไหนย่อมขึ้นอยู่กับว่าอัตราดอกเบี้ยนั้นเปลี่ยนแปลงมากหรือไม่ ในกรณีที่ภาวะเงินเฟ้อได้สงบนิ่งและติดต่อกันเป็นเวลานานปี และมีอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่เป็นตัวเงินอยู่มาก การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพียงเล็กน้อยเช่น 1-2% จะไม่ได้ผลในการกระตุ้นการออมทรัพย์ทางการเงินฝากโดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกลับอัตราเงินเฟ้อยังติดลบอยู่ในกรณีเช่นนี้การเปลี่ยนแปลงที่จะให้ได้ผลทั้งในการลดอัตราเงินเฟ้อและเพิ่มอุปทานการออมทางการเงินจะต้องเปลี่ยนก่อนข้างมากการเปลี่ยนแปลงไปในลักษณะที่ค่อนข้างมากของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากนอกจากจะจำเป็นในแง่ของผลตอบแทนแล้ว ยังมีผลทางจิตวิทยาอีก หน่วยเศรษฐกิจ

ก็จะตีความไว้ว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินหรือรัฐบาลกำลังดำเนินมาตรการเพื่อลดเงินเฟ้ออย่างแน่นอนมีผลทางด้านระดับราคาเหมือนกับการลดปริมาณเงินอย่างรุนแรงหน่วยเศรษฐกิจจะเปลี่ยนความคาดหวังเกี่ยวกับระดับราคาในอนาคต หรือมี Price Expectation ที่คาดกันว่าระดับราคาในอนาคตจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง

11. ในระยะที่มีการถดถอยกันมากเกี่ยวกับนโยบายการเงินอัตราดอกเบี้ยโดยการปรับเพดานดอกเบี้ยสูงสุด 15% นั้น ได้เกิดความไม่มั่นใจและความกลัวถึงผลร้ายของการที่ดอกเบี้ยสูงขึ้นในหมู่นักวิชาการ ประชาชน และนักการเมือง ถ้าจากการให้สัมภาษณ์ของนักการเมืองบางท่านจริงอยู่นโยบายดอกเบี้ยที่มีการกล่าวถึงมากมามีอคติที่เน้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มากกว่าเงินฝาก ทำให้คนจำนวนไม่น้อยเกรงผลของการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สูงขึ้นจะมีต่อภาวะเงินเฟ้อ เพราะต้นทุนเงินกู้แพงขึ้น จะทำให้การลงทุนและอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจลดลงตามไปด้วย ธุรกิจจำนวนไม่น้อยอาจล้มละลาย นักวิชาการบางท่านเน้นว่าการเพิ่มดอกเบี้ยเงินฝากจะไม่ได้แก้ปัญหาอะไรแต่ยังช่วยคนรวยที่มีเงินฝากมากเป็นการทำให้การกระจายรายได้เลวลงไปอีก ผู้ที่ยังคิดเช่นนั้นยังขาดความเข้าใจเกี่ยวกับหน้าที่และบทบาทของดอกเบี้ยถ้าหากไม่วิเคราะห์นโยบายดอกเบี้ยโดยมีรากฐานทาง Portfolio approach คือเปรียบเทียบผลตอบแทนทางตัวเงินของสินทรัพย์ทุกชนิด เพราะฉะนั้นอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงเช่นอัตราดอกเบี้ยเงินเทียบกับผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์ทางวัตถุ เช่น สินค้าบริโภคที่คงทน สินค้าประเภทโดยตรงเท่ากับการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาเพราะฉะนั้นนโยบายอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจริง ๆ แล้วไม่ได้สูงขึ้นเป็นเพียงแต่ปรับตามภาวะเงินเฟ้อ เพื่อให้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ทางการเงินเช่น เงินฝากธนาคารมีอัตราผลตอบแทนเท่ากันหรือสูงกว่าสินทรัพย์

ประเภทอื่นๆ จึงเป็นการปรับโครงสร้างของดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนทั้งหมดให้สอดคล้องกับเงินฝาก (ผลตอบแทนสำหรับผู้ออมทรัพย์โดยการถือสินทรัพย์ทางการเงิน) เงินกู้ (ต้นทุนของแหล่งที่มาของเงิน) และสินทรัพย์ทางวัตถุซึ่งได้อัตราผลตอบแทนจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น เพราะมูลค่าของสินทรัพย์ทางวัตถุย่อมสูงตามไปในสัดส่วนเดียวกันกับอัตราเงินเฟ้อในสถานะที่อัตราเงินเฟ้อเริ่มเพิ่ การตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ยังทำให้อัตราเงินเฟ้อยังมีมากขึ้นแทนที่จะลดลง เพราะถ้าตรึงอัตราเงินกู้ไว้ อัตราเงินกู้ที่แท้จริงเมื่อหักด้วยอัตราเงินเฟ้อแล้วต่ำมาก ความต้องการในสินเชื่อเพื่อไปลงทุนในอะไรก็ได้ เช่น กักตุนเงินสดสินค้าไว้เพราะระดับราคามีแต่สูงขึ้น ย่อมจะต้องมีมาก ในอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่แท้จริงต่ำลง ผู้กู้ไม่จำเป็นต้องใช้ทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้ให้กู้เช่น ธนาคารพาณิชย์เองก็ไม่ประสงค์จะให้กู้ในโครงการระยะยาว ๆ เพราะอัตราเงินเฟ้อในอนาคตยังทำนายไม่ได้แน่นอน แต่แนวโน้มที่สูงขึ้นในขณะเดียวกัน อัตราผลตอบแทนของเงินฝากที่ถูกตรึงไว้ในภาวะเงินเฟ้อเป็นเวลานานก็จะลดอุปทานของเครดิต หรือลดอุปสงค์ในการถือสินทรัพย์ทางการเงิน อันนั้นก็ทำให้ภาวะเงินเฟ้อเลวลงอีกเพราะถ้าหน่วยเศรษฐกิจออมทรัพย์แล้วถือสินทรัพย์ทางการเงินภายในประเทศ (ถ้าไหลออกนอกประเทศก็มีผลในการลดอุปทานของเครดิตเช่นกัน) ก็คงถือทรัพย์สินทางวัตถุ ทำให้ระดับราคาสูงขึ้น เงินออมที่ไม่ได้ระดมผ่านสถาบันการเงิน มีแนวโน้มที่จะลดประสิทธิภาพในการใช้เงินออมด้วย ในสถานการณ์เช่นระบบเศรษฐกิจขาดดุลยภาพทางการเงิน เงินจะเพื่อกมากขึ้นความต้องการในสินเชื่อมีมากกว่าอุปทานของสินเชื่อ การปันส่วนสินเชื่อหรือ Credit Tationing เกิดขึ้นเล็กน้อยๆ สาขาเกษตรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง การให้กู้เพื่อการเกษตรซึ่งมักจะมีระยะยาว มักจะถูกปฏิเสธไม่ได้รับสินเชื่อในสถานการณ์เช่นนี้ สถานการณ์เช่นนี้เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาทางการ

เงินในระยะยาวอย่างมากเพราะมีแต่ทำให้สถาบันการเงินนอกระบบเติบโตและมีกิจกรรมค่อนข้างสูง ตรงกันข้ามถ้าหากมีการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากให้สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อแล้วและปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ตามไปด้วย เงินฝากในธนาคารและสถาบันการเงินจะเพิ่มขึ้นจะมีผลในการลดอัตราเงินเฟ้อทันทีและค่อนข้างรวดเร็ว เงินฝากที่จะเพิ่มขึ้นนั้นมาจากส่วนหนึ่งในตลาดนอกระบบ และอาจมีแนวโน้มให้คนออมทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วยนอกจากจะถือสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นถ้าได้รับผลตอบแทนเท่ากันหรือสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งให้ผลตอบแทนแก่สินทรัพย์ทางวัตถุ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้เช่นนี้จึงทำให้ระบบการเงินเข้าสู่ดุลยภาพของอุปสงค์และอุปทานของสินเชื่อ นอกจากนี้ยังทำให้การใช้ทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่สูงขึ้นจะช่วยให้ออกเบยทำหน้าที่ปันส่วนโครงการลงทุนต่าง ๆ ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วย อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่สูงขึ้นจะช่วยลดความต้องการในการใช้จ่ายลงทุนที่ในขณะเดียวกัน เพิ่มความสามารถในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน ในกรณีที่สถาบันการเงินมีประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรได้ดีกว่าสถาบันนอกระบบ ประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรก็จะดีขึ้นความคิดที่ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้แพงขึ้นคนจะลงทุนน้อยลงก็คงจะหมดไปเพราะอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นในขณะที่อุปสงค์ในสินเชื่อยังมากกว่าอุปทานมากดังที่ปรากฏในปี พ.ศ. 2522 และปัจจุบัน จะสังเกตเห็นได้ว่าในปี พ.ศ. 2522 และปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ตลาดในระบบได้ขึ้นไปมากจนติดเพดาน 15% ความต้องการในสินเชื่อยังได้ลดลงไปเลย อันที่จริงแล้วอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดที่ทางการควบคุมไม่ได้มันก็ได้สูงกว่าเพดาน 15% มานานแล้วและบทแล้วนี้ก็ยังสูงมากขึ้น นักธุรกิจทั้งหลายมักให้สัมภาษณ์เสมอว่าอัตราดอกเบี้ยที่แพงขึ้นนั้นไม่ได้

เป็นอุปสรรคแต่อย่างใด ปัญหาเกิดขึ้นเพราะหาเงินกู้ไม่ได้ นักธุรกิจเหล่านี้ทราบดีว่าในอัตราเงินเพื่อในปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่แท้จริงของเขามิได้สูงเลย โฆษกคณะกรรมการการคลัง การธนาคารและสถาบันการเงินของสภาผู้แทนราษฎรก็ได้ให้สัมภาษณ์เมื่อเร็ว ๆ นี้แล้วว่าจากการซักถามตัวแทนบริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนยอมรับว่า ถึงแม้กฎหมายในปัจจุบันจะกำหนดดอกเบี้ยเกินร้อยละ 15% ต่อปีก็ตาม แต่บริษัทเงินทุนก็เรียกเก็บจากลูกค้าในอัตราร้อยละ 18-22% ต่อปีอยู่แล้ว (สยามรัฐ รายวัน 27 ธันวาคม 2522) อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินที่สูงขึ้นนี้ ได้ลดความต้องการในสินเชื่อและการลงเลย แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดในระบบได้ปรับตัวสูงขึ้นจนคิดเพดาน 15% ปัญหาในปัจจุบันและอนาคตจึงเป็นปัญหาในการสร้างอุปทานของสินเชื่อภายในประเทศโดยการเข้ามาตราการทางราคาคือดอกเบี้ยให้เหมาะสมเพื่อเพิ่มอุปสงค์ในสินทรัพย์ทางการเงิน ช่องว่างของ Resource gap นี้ก็จะหมดไป ในระยะยาวถ้าได้มีการใช้นโยบายดอกเบี้ยที่จะเพิ่มอุปสงค์สินทรัพย์ทางการเงินให้ทันกับความต้องการแล้ว ความสำคัญของตลาดการเงินนอกกรอบก็จะลดลงเพราะตลาดการเงินในระบบสามารถเพิ่มอุปทานได้เร็วกว่า หน่วยเศรษฐกิจและภาคเศรษฐกิจโดยส่วนรวมจะมีโอกาสให้สินเชื่อมากขึ้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แม้จะสูงขึ้นในตลาดที่เป็นทางการแต่ทั้งระบบอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงเพราะตลาดการเงินในระบบสามารถตอบสนองความต้องการของสินเชื่อทั้งระบบได้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่เป็นสถาบันเงินสามารถให้อำนาจในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงแต่อาจมีผลต่อการพัฒนาในระยะยาว แทนที่จะให้แค่กิจกรรมธรรมดาแก่ผู้กู้ที่รู้จักกันดีหรือมีหลักทรัพย์ค้ำประกันดี ในขณะที่เดียวกันเจ้าหน้าที่ทางการเงินก็ยังสามารถใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยแบบเลือกเฟ้นหรือ Selective credit policy เพื่อสนับสนุนกิจกรรมที่ถือว่าเป็นหัวใจในการพัฒนาและให้ประโยชน์ทางสังคม

คมสูงโดยใช้อัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกันได้ทราบได้ทันทีว่า ผลของการใช้อัตราดอกเบี้ยถูกในสาขานั้นๆ ได้ใช้เงินทุนเพื่อผลในการพัฒนาอย่างแท้จริงในทางปฏิบัติ Selective Credit Policy ยังไม่ได้บรรลุจุดมุ่งหมายที่ตั้งไว้ ประการสุดท้ายการใช้นโยบายดอกเบี้ยที่มีความคล่องตัวเพื่อการพัฒนาทางการเงินในระยะยาวหมายความว่าภาครัฐบาลควรมีสันนิษฐานทางการเงิน เช่น พันธบัตรรัฐบาล ตัวเงินคลังที่ให้ผลตอบแทนสูงเท่ากับในภาคเอกชนด้วย การใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำเพื่อลดต้นทุนเงินกู้ในภาครัฐบาลโดยวิธีบังคับให้สถาบันการเงินถือพันธบัตรรัฐบาลในอัตราผลตอบแทนที่ต่ำทำให้โครงสร้างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากต่ำไปด้วย ไม่สนับสนุนการพัฒนาทางการเงิน เงินทุนที่รัฐบาลระดมมาก็มิได้นำมาใช้ในโครงการที่มีประสิทธิภาพสูงสุดเสมอไป

12. ประเด็นหนึ่งที่จะควรพิจารณาอีกคือการจะมีการลอยตัวของอัตราดอกเบี้ยคือให้ตลาดทำงานโดยเสรีกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมของมันเองหรือไม่ แน่นนอนวิธีที่ง่ายที่สุดในขณะนี้เงินเพื่อและอุปสงค์ในสินเชื่อมีมากในขณะที่อุปทานและความสามารถในการขยายสินเชื่อในระบบธนาคารมีน้อยลงนั่นก็คือ ให้ราคาคืออัตราดอกเบี้ยเป็นตัวทำการให้ตลาดกำหนดอัตราดอกเบี้ยนั้นก็ได้เหมือนกันอยู่แล้วในการกึ่งระยะสั้น ๆ ของในตลาดการเงินระยะสั้น เช่น การกึ่งระหว่างธนาคาร การกึ่งโดยออกตราสารการพาณิชย์ระยะสั้นๆ ต่างๆ อัตราดอกเบี้ยที่ได้กำหนดนั้นผันแปรไปตามปริมาณและสถานะการของสภาพคล่องโดยทั่วไป ตราบใดที่อัตราดอกเบี้ยยังไม่สูงกว่ากฎหมายกำหนดไว้ 15% เมื่อมีการปรับเพดานดอกเบี้ยเงินกู้ให้สูงขึ้นเป็น 18% หลังจากสภาอนุมติเปลี่ยนแปลงประมวลกฎหมายแพ่งพาณิชย์มาตรา 645 แล้วนั้น การที่จะให้อัตราดอกเบี้ยเงินลอยตัวภายในเพดาน 18% นั้นอาจไม่ก่อให้เกิดปัญหาที่ตามมามากในสถานะการเงินปัจจุบันแต่การกำหนดระดับอัตรา

ดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารและสถาบันการเงิน ต้องกระทำด้วยความเหมาะสมเช่นกำหนดอัตรา ดอกเบี้ยเงินฝากขั้นต่ำแล้วให้มีการแข่งขันกันอย่างเสรี การให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากลอยตัวอย่างเสรีนั้น ถ้าทำให้เกิดการแข่งขันกันอย่างเสรีก็จะเป็นผลดีจริง ๆ แล้วธนาคารและสถาบันการเงินคงลดการใช้จ่ายใหม่เพื่อยทางด้านที่ไม่ใช่การแข่งขันทางราคาสูง ผู้ฝากเงินมีทางเลือกผลประโยชน์เพิ่มขึ้นจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่สูงขึ้นเพราะเงินออมทางด้านการเงินระบบเศรษฐกิจเป็นตัวขาดแคลนแต่ถ้ามีการแข่งขันกันทางเงินฝากจริง ๆ แล้วแนวโน้มคงเป็นไปได้ที่ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินจะให้ปล่อยกู้ในกิจกรรมที่มีความเสี่ยงสูงมากขึ้นไปในสายตาของผู้ฝากเงินควรที่จะต้องมีการนำการประกันเงินฝากที่ใช้ในต่างประเทศควบคุมกันไปด้วยโดยการให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวนั้นมิขัดขวางลดต้นทุนในการบริหารและตลาดเป็นตัวกำหนดระดับอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในดุลยภาพตามอุปสงค์อุปทานได้ดีกว่า การที่จะให้ได้มาซึ่งการทำงานของตลาดที่ดีเพื่ออัตราดอกเบี้ยจะได้ลอยตัวได้โดยเสรีนั้น เราต้องมีระบบการเงินที่ค่อนข้างใหม่ทั้งตลาดเงินตลาดทุน ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่พัฒนาแบบประเทศที่เจริญแล้ว อัตราดอกเบี้ยจึงเปลี่ยนแปลงและมีความสัมพันธ์กันในตลาดต่าง ๆ ค่อนข้างรวดเร็ว สิ่งที่เป็นเงื่อนไขในบ้านเรายังมีไม่พอในขณะนี้ ตลาดซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลยังไม่พัฒนาไปเท่าที่ควรในด้านปริมาณและการเปลี่ยนแปลงของราคา พันธบัตรรัฐบาลมีลักษณะที่สถาบันการเงินโดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ ธนาคารออมสิน ต้องถือไว้โดยจำยอมเพื่อตอบสนองความต้องการในเงินกู้ของภาครัฐบาล เพราะฉะนั้นตามทฤษฎีนั้นถ้าอัตราดอกเบี้ยถูกกำหนดโดยตลาดซึ่งได้รวมข้อมูลเกี่ยวกับการคาดคะเนเกี่ยวกับอัตราเงินเพื่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน ภาวะสภาพคล่อง ต้น

ทุนที่เกี่ยวข้องการดำเนินธุรกิจทางการเงินก็เป็นสิ่งที่ดีแต่ในประเทศเรา (แม้แต่ประเทศที่พัฒนาแล้วก็ตาม) ถ้าหากสถาบันการเงินยังไม่มีการพัฒนาไปมากขณะเดียวกันก็ยังมีภาระจุกตัวสูงมาก การจะให้อัตราดอกเบี้ยกำหนดกันเองโดยตลาดนั้น อาจลงเอยโดยสถาบันการเงินรวมตัวกันกำหนดเองและเพื่อผลประโยชน์ของกลุ่มการเงินผลที่ออกมาอาจเป็นไปได้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากถูกกำหนดต่ำไป ทำให้แตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากมีมากเกินไปจนทำให้สถาบันการเงินมีกำไรเกินควร ความไม่สมดุลในตลาดการเงินก็ยังมีต่อไปคืออุปทานถูกกดและน้อยกว่าอุปสงค์ในสินเชื่อ อย่างไรก็ตามสำหรับนโยบายอัตราดอกเบี้ยในบ้านเรา ประเด็นสำคัญไม่ใช่อยู่ที่จะให้ดอกเบี้ยลอยตัวหรือไม่ลอยตัว หัวใจของปัญหาคือการให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่เป็นทางการมีความคล่องตัวในภาวะเงินเพื่อคล่องตัวในทางขึ้นและลงที่จะทำให้มีการเพิ่มอุปทานของเครดิต อุปสงค์ของสินทรัพย์ทางการเงินเพื่อทำให้มีการพัฒนาทางการเงินในระยะยาว และให้สถาบันการเงินได้มีบทบาทในการระดมเงินออม และใช้ทรัพยากรของเงินออมอย่างมีประสิทธิภาพเต็มที่ การที่จะให้อัตราดอกเบี้ยมีความคล่องตัวนั้น เจ้าหน้าที่ทางการเงินเช่นธนาคารแห่งประเทศไทย และกระทรวงการคลังสามารถแทรกแซงได้โดยไม่จำเป็นต้องให้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวโดยเสรี

13. อัตราดอกเบี้ยที่มีความคล่องตัวสูงขึ้นทั้งในอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และเงินกู้ในภาวะเงินตึงและเพื่อ จะมีผลต่อการกระจายรายได้ทางใด นี่เป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ประชาชนและนักวิชาการจำนวนไม่น้อยยังสับสนกันมากสาเหตุที่ยังสับสนมาจากความเข้าใจผิดข้อหนึ่ง อีกข้อหนึ่งก็คือข้อมูลซึ่งนักวิชาการยังไม่พอเลยต่างก็ได้แต่สันนิษฐานกันไปเท่านั้นประเด็นนี้สามารถจะยุติได้ถ้ารู้ว่าใครคือผู้และผู้ฝาก ซึ่งจะต้องดูจากการกระจายขนาดหรือ

size distribution นั้นเอง ของผู้ฝากเงินและผู้กู้ประเด็นต่อไปคือจะจำแนกอย่างไรว่าใครคือจน คนรวย คนชนกลาง จะโดยรายได้หรือโดยทรัพย์สินที่เขาอยู่ หรือทั้งสองอย่าง ในบันทึกกลับของธนาคารชาติเรื่องมาตรการระดมเงินออม ข้อเสนอแนะของธนาคารแห่งประเทศไทย ลงวันที่ 22 สิงหาคม พ.ศ. 2522 และลงพิมพ์ในประชาชาติธุรกิจนั้นให้ข้อมูลที่สนับสนุนการยกเลิกเก็บภาษีดอกเบี้ยเงินฝากไว้เล็กน้อย เพราะยังไม่สามารถให้ข้อมูลของการกระจุกตัวของเงินฝากในธนาคารได้ โดยอ้างว่าการยกเลิกภาษีดอกเบี้ยเงินฝากก็เพื่อเป็นแรงจูงใจผู้ออมที่ธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นผู้ฝากรายย่อยซึ่งมีจำนวนถึง 2.6 ล้านบัญชี หรือ 93% ของจำนวนบัญชีเงินฝากประจำทางธนาคารพาณิชย์ บัญชีเงินฝากรายย่อยนี้เป็นบัญชีเงินฝากต่ำกว่าบัญชีละ 100,000 บาท แต่บันทึกกลับของธนาคารชาติมิได้ให้ข้อมูลเกี่ยวกับการกระจุกตัวว่าบัญชีที่มีอยู่ 2.6 ล้านบัญชี บัญชีแต่ละบัญชีต่ำกว่า 100,000 บาท นั้นคิดเป็นร้อยละเท่าไรของเงินฝากทั้งหมดเกือบ 200,000 ล้านบาท หรืออีก 7% ของบัญชีที่สูงกว่า 100,000 บาทนั้น คิดเป็นสัดส่วนเท่าใด ข้อมูลที่มียูนิจิงไม่เป็นประโยชน์ในการศึกษาถึงผลของนโยบายดอกเบี้ยต่อการกระจายรายได้ อย่างไรก็ตามแม้จะไม่มีข้อมูล เราน่าจะพอสันนิษฐานได้ว่า ผู้ที่ฝากเงินในระบบธนาคาร และสถาบันการเงินน่าจะเป็นผู้ที่โดยส่วนใหญ่ไม่มีโอกาสหลีกเลี่ยงภาระของเงินเพื่อได้มากเนื่องจากเงินฝากที่มีอยู่คงมีไม่มากพอที่จะไปถือสินทรัพย์ทางวัตถุ เช่น โรงงานที่ดิน หรือเป็นนายทุนประกอบการลงทุนเสียเงิน ซึ่งไม่ต้องแบกภาระเงินเพื่อเลย ผู้ฝากเหล่านี้น่าจะมาจากผู้ฝากรายย่อยที่ไม่มีสินทรัพย์ทางวัตถุมากพอที่จะขอกู้จากธนาคารได้ในภาวะเงินเฟ้อที่ผ่านมา กลุ่มผู้ฝากรายย่อยซึ่งจัดได้ว่าอยู่ในกลุ่มคนจนบ้าง คนชนกลางเป็นส่วนใหญ่แน่นอนต้องแบกภาระเงินเฟ้อมากที่สุดเพราะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่เป็นตัวเงินมิได้มีการเปลี่ยนแปลงตามอัตราค่าเงินของเงินเพื่อเลย ในขณะเดียวกัน

กลุ่มนี้ก็ยังมิใช่ผู้กู้รายใหญ่ของธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินที่จะได้เปรียบจากการถือตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่เป็นตัวเงินถูกต้องไว้โดยสุทธิ กลุ่มผู้ฝากเงินซึ่งคงจัดว่าเป็นคนชนกลาง ๆ ในด้านรายได้และการมีสินทรัพย์ในครอบครองคงเป็นฝ่ายเสียเปรียบจากการถือตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ในตลาดในระบบดอกเบี้ยควบคุมไว้ ในขณะเดียวกัน ผู้ที่จากสถาบันการเงินโดยเฉพาะรายใหญ่ ๆ นั้นคงมีสินทรัพย์ทางวัตถุ ซึ่งสามารถหลีกเลี่ยงภาระของเงินเพื่อได้ดีคงไม่ฝากเงินไว้ในธนาคารจำนวนมาก ๆ ที่ให้อัตราดอกเบี้ยแท้จริงเมื่อหักอัตราเงินเฟ้อแล้วเกือบศูนย์หรือติดลบเป็นแน่พวกรู้ว่าค่าสินทรัพย์ใหญ่ ๆ เหล่านี้คงเป็นผู้ที่สุทธินมากกว่าผู้ฝากเงินสุทธิในระบบธนาคาร ความสามารถในการกู้ของผู้ที่เหล่านี้น่าจะไม่ใช้เป็นเพราะว่ามีโครงการดีบดื้อไรมากมาย แต่สามารถกู้ได้เพราะมีสินทรัพย์ทางวัตถุ เช่น ธุรกิจโรงงานที่ดิน ซึ่งสามารถเอามาค้ำประกันเงินกู้ได้ เวลาอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกควบคุมไว้ต่ำเกินไป เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อติดต่อกันหลายปี ผู้ที่เหล่านี้น่าจะได้เปรียบในด้านการกระจายรายได้เพราะสามารถได้ผลตอบแทนจากการลงทุนค่อนข้างสูงอยู่แล้ว ยังโชคดีที่ได้กู้ในอัตราดอกเบี้ยที่ค่อนข้างต่ำมาก โดยเฉพาะเมื่อปรับอัตราเงินเฟ้อแล้วในกรณีเช่นนี้ผู้ฝากเงิน ผู้ออมทรัพย์ในตลาดการเงินในระบบเหมือนให้เงินอุดหนุนแก่ผู้ลงทุน ผู้ให้กู้ พ่อค้า ผู้ประกอบการทั้งหลายรวมทั้งมีโอกาสได้สินเชื่จากระบบการเงินในระบบในอัตราดอกเบี้ยต่ำ เพราะฉะนั้นคงไม่เป็นการกล่าวเกินความจริงสำหรับตลาดการเงินในระหว่างผู้ให้กู้สุทธิคือคนชนกลาง และคนจนและผู้กู้ยืมสุทธิคือคนรวยในภาวะเงินเฟ้อผู้กู้ยืมสุทธิซึ่งเป็นคนรายนั่นก็ได้เปรียบจากภาวะเงินเฟ้ออยู่แล้วเพราะมีหน้าที่เป็นตัวเงินคงที่ และยังมสินทรัพย์ทางวัตถุซึ่งมีมูลค่าปรับไปตามระดับราคา แล้วยังได้กู้จากตลาดในระบบในอัตราดอกเบี้ยต่ำด้วยแล้ว คนรวยจึงได้เปรียบทั้งชน

ทั้งนี้ ถ้าหากปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ให้สูงขึ้นให้สมจริงกับภาวะเงินเฟ้อแล้ว นอกจากจะช่วยในด้านเสถียรภาพในระยะสั้น พัฒนาการเงินในระยะยาวแล้วยังน่าจะช่วยการกระจายรายได้ให้ดีขึ้นด้วย เพราะผู้กู้เป็นชนรวยแต่ผู้ฝากหรือผู้ให้กู้เป็นคนชั้นกลางและคนจน ข้อเท็จจริงจะเป็นอย่างไรต้องศึกษากันอีกที เมื่อมองมุมลึบมกว่านั้น นอกจากนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยน่าจะได้พิจารณาให้ดอกเบี้ยแก่ธนาคารพาณิชย์สำหรับเงินสดสำรองธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงไว้ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย เมื่อมีการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากแก่ประชาชนสูงขึ้นมากกว่านั้นและไม่ให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารสูงจนเกินไป เป็นการช่วยธนาคารพาณิชย์ที่อาจจะเจอปัญหาต้นทุนสูงขึ้นไปในตัวด้วย

14. สรุป บทความนี้ได้พิจารณาและวิเคราะห์การเงินที่ผ่านมาในรอบปี พ.ศ. 2522

จนถึงปัจจุบันโดยเน้นความสำคัญของนโยบายอัตราดอกเบี้ยเท่าที่ได้มีการถกเถียงกันในบรรดาผู้สนใจ นายธนาคารและนักวิชาการผู้เขียนได้วางแนวทางการวิเคราะห์นโยบายดอกเบี้ยที่เหมาะสมไว้ว่า อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมจะมพื้นฐานมาจากการที่ประเทศเราขาดแคลนทุนอย่างเฉียดไม่พอ การวางนโยบายอัตราดอกเบี้ยควรใช้ Portfolio Approach ที่เน้นผลตอบแทนของสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ใน Portfolio ของหน่วยเศรษฐกิจ นโยบายอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมจะต้องให้ความสำคัญกับผลของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อการพัฒนาการเงินทั้งระบบ โดยเน้นผลที่จะมีต่ออุปทานของสินเชื่อ อุปสงค์ที่มีต่อการถือสินทรัพย์ทางการเงินมากกว่าผลที่จะมีต่ออุปสงค์ของสินเชื่อหรืออุปสงค์ในการลงทุน ความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากจึงมีมากกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้