

บทที่ ๖

สาเหตุของการมีเสถียรภาพและไม่เสถียรภาพในตลาดยุโรปคอลลาร

เมื่อพิจารณาถึงปริมาณเงินยุโรปคอลลารซึ่งยังคงค้างอยู่ในขณะนี้ ทั้งธนาคารกลางและธนาคารพาณิชย์ต่างก็รู้สึกไม่ค่อยสบายใจ เพราะจำนวนสูงกว่าจำนวนเงินสำรองระหว่างประเทศของทางการของประเทศในโลกรู้ทั้งหมด แต่สภาพคล่องระหว่างประเทศจำนวนมากเหล่านี้ก็อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารกลางแต่อย่างใด อย่างไรก็ตามสิ่งที่เกิดการหลวดยกกันมองได้ประโยชน์และขีดความสามารถของตลาดนี้ โดยเฉพาะในการทำหน้าที่เป็นสื่อกลางที่เชื่อมโยงตลาดเงินของประเทศต่าง ๆ เข้าด้วยกัน ช่วยปรับการขาด และการเกินของสภาพคล่องในประเทศต่าง ๆ ให้เข้าสู่สภาพสมดุลและช่วยให้ระคัมอัตราดอกเบี้ยในประเทศต่าง ๆ เปลี่ยนแปลงไปอย่างสอดคล้องกัน

ลักษณะของปัญหา

ประการแรก การวิเคราะห์ถึงปัญหาที่เกิดขึ้นจะจำกัดเฉพาะตลาดยุโรปคอลลารเท่านั้นไม่รวมถึงตลาดพันธบัตรยุโรป ทั้งนี้เพราะว่าถึงแม้ตลาดยุโรปคอลลารและตลาดพันธบัตรยุโรปจะเป็นแหล่งเงินทุนเหมือนกัน แต่ก็ยังเป็นแหล่งเงินทุนต่างประเทศที่มีจุดประสงค์ต่างกัน การเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศ ตามปกติไม่เกี่ยวกับการระดมเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในช่องทางที่ไปประโยชน์ที่สุด ตลาดยุโรปคอลลารโดยแท้จริงแล้วเป็นแหล่งที่รวบรวมสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์จากนานาประเทศ (ถึงแม้บริษัทเอกชนและรัฐบาลของประเทศต่าง ๆ จะฝากเงินที่เหลือไว้ และกู้เงินมาใช้เป็นทุนทำงานระยะสั้นด้วยกันก็ตาม) การเคลื่อนไหวไปมาข้ามประเทศของเงินทุนยุโรปคอลลารไม่ได้เกิดจากการขาดแคลนเงินทุนหรือจากรายได้ของเงินทุนในประเทศนั้น ๆ แต่พิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงของฐานะสภาพคล่องของแต่ละประเทศและความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ดังนั้นจึงมีความสัมพันธ์กับการดำเนินนโยบายการเงิน การคลัง ซึ่งมีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและฐานะสภาพ

คองของธนาคาร ถึงแม้ธนาคารจะใช้ส่วนหนึ่งของยุโรปคอลลาร์ สำหรับใช้ยกยืมเพื่อการค้าระหว่างประเทศ และธุรกรรมที่คล้ายคลึงกัน แต่ธุรกรรมดังกล่าวมักเป็นหน้าที่แท้จริงของตลาดที่หาได้ตลาดเติบโตจนมีขนาดใหญ่

ประการที่สอง ตลาดยุโรปคอลลาร์อาจช่วยขยายพัฒนาการบางประการที่เกิดขึ้นแล้วให้เด่นยิ่งขึ้น นั่นคือการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศ ซึ่งก็เป็นลักษณะสำคัญของตลาดเงินยุโรปคอลลาร์ โดยแท้จริงแล้ว เป็นผลของการผ่อนคลายการควบคุมการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศที่เกิดขึ้น นับตั้งแต่ปี ๒๕๑๑ - ๒๕๑๒ เมื่อประเทศสำคัญต่าง ๆ เริ่มให้เงินตราของตนกลับคืนสู่สภาพเงินตราที่แข็ง เปลี่ยนไปอีกครั้งหนึ่ง ดังนั้นการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศเป็นจำนวนมากย่อมจะคงมีขึ้นเนือง ๆ ไม่ว่าตลาดยุโรปคอลลาร์จะเกิดขึ้นหรือไม่ก็ตาม การบีบรัดหรือการขยายของสินเชื่อในประเทศที่สำคัญ ๆ เช่น สหรัฐอเมริกา จะเป็นตัวทำให้เกิดการเคลื่อนไหวในเงินทุน ไม่ว่าตลาดยุโรปคอลลาร์จะมีหรือไม่ทั้งนี้รวมทั้งการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นเพื่อการเก็งกำไรเกี่ยวกับค่าของเงินด้วย

ปัญหาจึงมีอยู่ว่าตลาดเงินยุโรปคอลลาร์ได้มีส่วนเพิ่มขีดความสามารถของการหมุนเวียนของเงินทุนระยะสั้นดังกล่าวหรือไม่ เมื่อพิจารณาปัจจัยหลายประการแล้วจะเห็นว่าเรื่องนี้เป็นความจริง ประเทศบางประเทศ เช่น ประเทศยุโรปตะวันออก มักไม่ต้องการฝากเงินทุนของตนในสหรัฐ ฯ แต่จะใช้ตลาดยุโรปคอลลาร์มากกว่า เพราะในตลาดยุโรปคอลลาร์ซึ่งเก็บความลับเกี่ยวกับผู้ลงทุน เงินทุนสามารถเคลื่อนไหวไปทุกแห่งในโลก นอกจากธนาคารหลายธนาคารอาจจะจำกัดปริมาณเงินฝากที่จะนำฝากในประเทศใดประเทศหนึ่งไว้ค่อนข้างน้อยกว่าเงินฝากในตลาดระหว่างประเทศที่มีขนาดใหญ่

เหตุผลสำคัญที่ดึงดูดให้เงินทุนไหลไปสู่ธนาคารในตลาดยุโรปคอลลาร์ในสถานที่ เช่น ลอนดอน มากนั้นเป็นเพราะลอนดอนไม่มีกฎเกณฑ์ต่าง ๆ มากมาย เช่น ไม่มีการจำกัดขอบเขตของอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง หรือกำหนดเงินสำรองตามกฎหมาย ด้วยเหตุนี้ธนาคารเหล่านั้นซึ่งทำหน้าที่ประเทศขายส่งจึงสามารถใช้ส่วนต่าง (margin) ที่แคบ ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ ทำให้ทั้งผู้ฝากและผู้กู้ได้รับดอกเบี้ยที่สูงสุด นอกจากนั้นการที่ตลาดยุโรปคอลลาร์

ให้ช่องทางในการหาสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์เป็นอย่างมาก ทำให้มีการขยายสาขาของธนาคารทั้งในสหรัฐ ฯ และยุโรป เพื่ออำนวยความสะดวกในเรื่องนี้ ขอบเขตของตลาดจึงได้ขยายออกไปอย่างกว้างขวาง

เนื่องจากตลาดค้าขายโรคอลลาร์เป็นตลาดแบบขายส่ง (wholesale) และเป็นตลาดที่อยู่ในนอกอาณาเขตของประเทศ ธนาคารจึงมักจะพร้อมที่จะให้อัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าที่ให้แก่ลูกค้าในประเทศของตน ดังนั้นการมีบริษัทสินเชื่อในตลาดที่สำคัญ ๆ เช่น ตลาดสหรัฐอเมริกาจะส่งผลกระทบต่อระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาดค้าขายโรคอลลาร์ และจากที่นั่นถึงตลาดการเงินของประเทศอื่น ๆ ตลาดค้าขายโรคอลลาร์จึงดึงดูดเงินทุนระยะสั้นมาจากที่ต่าง ๆ ทั่วโลก ภัยเหล่านี้ทั้งจำนวนและการเคลื่อนย้ายเงินทุนจึงมีมากขึ้น เพราะมีตลาดที่กว้างและยืดหยุ่น เช่นตลาดค้าขายโรคอลลาร์ จึงอาจจะพูดได้ว่าถึงแม้ปัญหาที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับตลาดค้าขายโรคอลลาร์จะเกิดได้เสมอ หากมีการเคลื่อนไหวอย่างอิสระของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศ แต่การมีตลาดค้าขายโรคอลลาร์จะทำให้ปัญหาเหล่านั้นมีน้ำหนักและความสำคัญขึ้นมา

ประการที่สาม เป็นการพิจารณาในแง่ของเจ้าหน้าที่ทางการเงิน ปกติเราอาจถือได้ว่าเป็นของธรรมดาที่ธนาคารพาณิชย์จะมองตลาดค้าขายโรคอลลาร์ด้วยความรู้สึกที่แตก่างออกไป กล่าวคือธนาคารพาณิชย์จะเห็นว่าตลาดค้าขายโรคอลลาร์ เป็นการขยายโอกาสในการกระทำธุรกิจออกไปเป็นอย่างมาก สำหรับนักการธนาคารพาณิชย์พวกนี้ จะพิจารณาดูตลาดค้าขายโรคอลลาร์ว่าเป็นแหล่งที่เขามองมีโอกาสขยายธุรกิจออกไปทั้งในด้านการขายได้ และเงินทุน โดยเฉพาะสำหรับธนาคารสหรัฐ ฯ ซึ่งจะมองตลาดค้าขายโรคอลลาร์ว่าเป็นแหล่งที่ไม่ถูกกักกันโดยกฎข้อบังคับ สำหรับธนาคารเหล่านี้ ตลาดค้าขายโรคอลลาร์เป็นแหล่งเงินทุนใหญ่ นอกเหนือไปจากธนาคารกลางของตน ซึ่งอาจใช้หาสภาพคล่องที่จำเป็น และในขณะเดียวกันก็เป็นแหล่งที่จะนำสภาพคล่องส่วนเกินไปลงทุนโดยได้ผลประโยชน์เป็นที่น่าพอใจ สำหรับบริษัทระหว่างประเทศ ตลาดค้าขายโรคอลลาร์ไม่ใช่เพียงอำนวยความสะดวกในด้านการกู้ยืม และการฝากเงินเท่านั้น แต่ยังเป็นแหล่งสามารถใช้หลีกเลี่ยงจากการมีบริษัทของการเงินในประเทศของตนได้

ผลร้ายต่อเสถียรภาพระหว่างประเทศ

ปัญหาและอันตรายของตลาดยุโรปอาจจะพิจารณาได้จากประเด็นต่อไปนี้

๑. ความเสี่ยงจากการล่มของตลาดในกรณีที่มีภัยพิบัติร้ายสุดทายไม่สามารถชำระหนี้ได้หรือเมื่อมีความยุ่งยากในการโอนเงิน
๒. ปัญหาเกี่ยวกับการขยายเงินเพื่อระหว่างประเทศ อันเนื่องมาจากการขยายตัวของสินเชื่อโดยมิได้คำนึงการควบคุมในตลาดยุโรป
๓. ปัญหาในการใช้ตลาดยุโรปในการแก้ปัญหาการชำระเงินขาดดุล ทำให้เกิดความล่าช้าในการปรับดุลการชำระเงิน
๔. ปัญหาความกดดันที่เกิดขึ้นกับเงินตราสำรอง โดยการไหลของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศอย่างมากและอย่างรวดเร็ว ซึ่งมีผลทำให้วิกฤตการณ์เกี่ยวกับเงินตราที่ความรุนแรงขึ้นเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะการ finance การไหลออกของเงินทุน
๕. ความล้มเหลวของนโยบายการเงินเนื่องจากตลาดยุโรปทำหน้าที่เป็นแหล่งสภาพคล่องของธนาคารพาณิชย์นอกเหนือจากธนาคารกลาง
๖. การโอนบางส่วนของตลาดการเงินสหรัฐ ฯ ไปสู่ต่างประเทศเพื่อหลีกเลี่ยงการควบคุมของกฎเกณฑ์ของทางการสหรัฐ ฯ

ความเสี่ยงจากการล่มของตลาด

ในระบบการสินเชื่อในแต่ละประเทศเกือบทั้งหมด ธนาคารและสถาบันการเงินต่าง ๆ จะอยู่ภายใต้กฎข้อบังคับของทางการที่ละเอียดและเข้มงวด และจะอยู่ภายใต้การกำกับและตรวจสอบของทางการอย่างตลอดเวลา และเพื่อประกันสภาพคล่องของระบบนี้ ธนาคารกลางจะทำหน้าที่เป็นผู้ให้ภัยพิบัติร้ายสุดทาย แต่ระบบเช่นนี้ไม่มีอยู่ในตลาดยุโรป อย่างน้อยที่สุดที่ศูนย์กลางของตลาด คือ ลอนดอน กฎเกณฑ์ที่เหมือนจะมีอยู่ประการเดียวในตลาดยุโรปก็คือการดำเนินงานทางการเงินทางธนาคาร การแยกออกจากระบบสินเชื่อภายในประเทศ ซึ่งใช้ปอนด์สเตอร์ลิง ใ้มากที่สุดเท่าที่จะกระทำได้ การที่ลอนดอนได้กลายเป็นศูนย์กลางของตลาดยุโรป มิใช่เป็นเพราะเคยเป็นศูนย์กลางทางการเงินระหว่างประเทศมาแต่ก่อนแต่เพียงอย่างเดียว แต่เป็นเพราะว่าอังกฤษถือว่า การดำเนินงาน

ของธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ใช่เงินปอนด์สเตอร์ลิงเป็นหลัก เป็นการดำเนินงานของตลาดที่อยู่นอกอาณาเขตของประเทศ และไม่มีขอบเขตทางภูมิศาสตร์

ความเสี่ยงอาจจะเกิดขึ้นในกรณีธนาคารเอายูโรดอลลาร์ ระยะสั้นไปหักยืมเป็นเงินทุนระยะปานกลาง หรือเป็นการหักยืมที่บริหารแน่นอนถึงวัตถุประสงค์ในการใช้เงินขั้นสุดท้าย หรือในบางครั้งในการหักยืมที่กระทำต่อ ๆ ไปนั้นจะมีการนำไปแลกเปลี่ยนเป็นเงินตราสกุลอื่น ๆ ภายใต้อาณัติตามการเรียงเป็นปัจจัยอื่น ๆ คอยช่วยผ่อนคลายนโยบาย เช่นผู้กระทำธุรกิจในตลาดยูโรดอลลาร์ส่วนใหญ่เป็นธนาคารหรือบริษัทที่มีฐานะเศรษฐกิจสูง และส่วนใหญ่ของเงินฝากยูโรดอลลาร์ทั้งหมดอยู่กับสาขาของธนาคารสหรัฐ ฯ ใหญ่ ๆ ที่ตั้งอยู่ในยุโรป จึงทำให้ไม่มีปัญหาเกี่ยวกับสภาพคล่องที่เป็นดอลลาร์ สรอ. สำหรับปัญหาเกี่ยวกับการโอนเงินระหว่างประเทศนั้น วิกฤติการณ์ครั้งสำคัญเกี่ยวกับเงินตราต่างประเทศของฝรั่งเศสในปี ๒๕๑๑ - ๒๕๑๒ นี้ได้ทำให้เกิดปัญหาเกี่ยวกับเสถียรภาพในการเรียกเก็บหนี้สินระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศกับธนาคารฝรั่งเศส ดังนั้นความเสี่ยงในเรื่องนี้จึงมีน้อยอยู่อาจจะไม่น่ากลัวนัก ส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับนโยบายของธนาคารกลาง ในกรณีที่เกิดปัญหาในการโอนเงินและเกิดวิกฤติการณ์อื่น ๆ ขึ้น

ปัญหาที่น่ากลัวที่อาจจะเกิดขึ้นได้ และมีผลกระทบกระเทือนคุณภาพทางการเงินระหว่างประเทศ ก็คือการขาดความเชื่อถือในดอลลาร์ สรอ. โดยทั่วไป การที่เงินฝากยูโรดอลลาร์เกือบทั้งหมดเป็นดอลลาร์ สรอ. การแลกเปลี่ยนเงินที่ออกจากดอลลาร์ สรอ. เป็นจำนวนมาก จะทำให้ตลาดยูโรดอลลาร์พลอยกระเทือนจนคลั่งได้

ในบางครั้งก็มีการเสนอแนะว่าความเสี่ยงและอันตรายที่โลกกล่าวแล้ว อาจจะลดลงได้โดยความร่วมมือกันกำกับและตรวจสอบ โดยกลุ่มธนาคารกลางที่สำคัญ โดยกระทำผ่าน BIS การแลกเปลี่ยนความนึกเห็นกันระหว่างผู้เชี่ยวชาญของธนาคารกลางต่าง ๆ แสดงให้เห็นว่าโอกาสดังกล่าวเกือบจะไม่มีเลยในทางปฏิบัติ การกำกับและตรวจสอบตลาดยูโรดอลลาร์จะสามารถกระทำได้โดยผ่านธนาคารกลางที่มีพันธกิจในตลาด ซึ่งธนาคารยุโรปนั้น ๆ ดำเนินการอยู่เท่านั้น หรือโดยผ่านธนาคารกลางของแต่ละประเทศ โดยการควบคุมการเข้าถึงตลาดยูโรดอลลาร์ โดยธนาคารและบริษัทของประเทศตน

หากพิจารณาเห็นว่า การควบคุมตลาดยุโรปคอลลาทำให้ขึ้นเป็นสิ่งจำเป็น ความรับผิดชอบส่วนใหญ่จะตกอยู่กับสหรัฐ ฯ เพราะคอลลา ฝรั่ง เป็นเงินที่ตลาดใช้เป็นส่วนใหญ่และกับอังกฤษซึ่งเป็นประเทศที่ส่วนใหญ่ของตลาดตั้งอยู่

บางครั้ง โดยเฉพาะในระยะสั้น ธนาคารกลางบางแห่งได้ช่วยตลาดยุโรปคอลลาด้วยการระบายสภาพคล่องระยะสั้นเข้าสู่ตลาดโดยตรงหรือโดยผ่าน BIS เพื่อช่วยผ่อนคลายภาวะตึงตัวที่เกิดขึ้นอย่างชั่วคราว

การเป็นต้นเหตุของภาวะเงินเฟ้อ

นักการธนาคารและผู้สังเกตการณ์เป็นจำนวนมากพากันสงสัยว่าตลาดยุโรปคอลลาเป็นแหล่งกระตุ้นให้เกิดภาวะเงินเฟ้อและทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ทั้งนี้เพราะตลาดยุโรปคอลลาทำให้เกิดขยายตัวมากเกินไป

ประการแรก การที่ตลาดยุโรปคอลลาได้ดึงดูดเงินสดที่อาจไม่ได้ไหลมาจากทั่วโลก และมีความยืดหยุ่นตัวในการนำเงินไปใช้ลงทุนมาก ทำให้การหมุนเวียนของเงินเป็นไปอย่างรวดเร็วยิ่งขึ้นหรืออาจกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า ความมีการขยายเครดิตเพิ่มขึ้น โดยใ้ฐานะทางการเงินเทาเดิม

ประการที่สอง เมื่อธนาคารพาณิชย์ของประเทศใดประเทศหนึ่งฝากเงินสำรองส่วนหนึ่งไว้ในตลาดยุโรปคอลลา ก็ยังคงนับเงินส่วนนั้นเป็นสภาพคล่องของตน ในขณะที่ธนาคารในอีกประเทศหนึ่งขอยืมเงินจำนวนเดียวกันจากตลาดยุโรปคอลลา และนับเงินจำนวนนั้นว่าเป็นเงินสดสำรองของตนที่เพิ่มขึ้น การกระทำดังกล่าวนี้มีผลให้เกิดการขยายตัวทางการเงินซึ่งอาจเกิดขึ้นจากการกู้ยืมเงินโดยตรงระหว่างธนาคารของประเทศต่าง ๆ ได้เช่นเดียวกัน โดยไม่ต้องผ่านตลาดยุโรปคอลลา อย่างไรก็ตาม การขยายตัวทางการเงินในกรณีแรกอาจมีมากกว่าเพราะเงินฝากในตลาดยุโรปคอลลาที่มีสภาพคล่องสูงกว่า

ประการที่สาม ตลาดยุโรปคอลลาอาจสร้างสินเชื่อบริษัท เช่นเดียวกับในระบบการธนาคารในประเทศ นักวิชาการมีความเห็นว่าตลาดยุโรปคอลลาสามารถสร้างเงินฝากแบบหลายชั้น (multiple

creation of credit) ใกล้เคียงกับที่ระบบการธนาคาร ในประเทศกระทำอยู่แล้ว

ในอีกด้านหนึ่ง ถ้ามีการ โอนเงินยูโรดอลลาร์ เป็นจำนวนมากกลับสู่สหรัฐ ฯ ซึ่งการกระทำเช่นนี้จะมีผลทำให้ประเทศที่สูญเสียยูโรดอลลาร์อาจเกิดปัญหาการหดตัวทางการเงิน โดยในขณะที่เกี่ยวกับฐานะทางการเงินในสหรัฐ ฯ กลับไม่ขยายตัว ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับว่าเงินทุนนั้นมาจากไหน และการชดเชยการไหลออกของเงินทุนกระทำอย่างไร

โดยสรุปแล้ว ตลาดยูโรดอลลาร์จะช่วยเพิ่มการขยายตัวทางการเงินของการเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศ แต่หากทางการต้องการควบคุมการขยายตัวดังกล่าวทางการเงินที่อ่านภาพที่ดี จะดำเนินการตามหนทางใด

ผลของตลาดยูโรดอลลาร์ต่อการชำระหนี้

ตลาดยูโรดอลลาร์เป็นแหล่งที่รวมเงินทุนระหว่างประเทศขนาดใหญ่ ที่กระทำโดยเอกชน ผลการดำเนินงานของตลาดยูโรดอลลาร์ต่างประเทศของและประเทศอาจจะเป็นไปได้ทั้ง ๒ ทาง ในทางแรกตลาดยูโรดอลลาร์อาจจะเป็นแหล่งของเงินสำรองระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้น สำหรับนำไปใช้ผ่อนคลายความกดดันที่เกิดจากปัญหาการชำระหนี้ของประเทศ ในอีกทางหนึ่ง ตลาดยูโรดอลลาร์ จะช่วยเพิ่มความกดดันต่อฐานะเงินตราต่างประเทศของประเทศที่มีปัญหาอัตราแลกเปลี่ยน เพราะตลาดนี้จะช่วยอำนวยความสะดวกการโยกย้ายเงินตราต่างประเทศในลักษณะที่ขาดเสถียรภาพ ปัญหาที่ว่าแหล่งรวมเงินสำรองที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวเป็นของใครหรือในนั้น ขึ้นอยู่กับลักษณะที่แต่ละประเทศได้ประโยชน์จากตลาดนี้

ในปี ๒๕๒๖ เมื่อการชำระหนี้ของอิตาลีขาดดุลอิตาลีได้กู้เงินจากตลาดยูโรดอลลาร์ถึง ๑ พันล้านดอลลาร์ สรอ. โดยผ่านธนาคารพาณิชย์อิตาลี เพื่อชดเชยการขาดดุลดังกล่าววิธีนี้ช่วยป้องกันมิให้การขาดดุลปรากฏอย่างเห็นได้ชัดในฐานะเงินสำรองระหว่างประเทศของอิตาลี และป้องกันมิให้เกิดการหดตัวในสภาพคล่องของระบบธนาคารของอิตาลี แต่เมื่อทางการเลิกใช้ตลาดยูโรดอลลาร์แล้วจึงปรากฏว่า สภาพคล่องของระบบการธนาคารเริ่มหดตัว จนมีผลต่อเศรษฐกิจเพราะทำให้เกิดความ

สมมูลภายในและภายนอกในเศรษฐกิจของประเทศมากขึ้น

ในปี ๒๕๖๒ สหรัฐ ฯ ได้ใช้เงินยูโรดอลลาร์เป็นจำนวนถึง ๘ พันล้านดอลลาร์ สรอ. เพื่อชดเชยการขาดดุลที่เกิดขึ้นในกิจการชำระเงินพื้นฐาน ทำให้สหรัฐ ฯ มีกิจการชำระเงินเมื่อนี้รวม การชำระเงินของทางการ (Official Settlement Basic) เกินคู่ถึง ๒.๗ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๖๒ แต่มีครุรวมขาดดุลเป็นประวัติการถึง ๗.๒ พันล้านดอลลาร์ สรอ. การกู้เงินถึง ก้าวเป็นเครื่องมือที่ทำให้ดอลลาร์ สรอ. ในตลาดแลกเปลี่ยนต่างประเทศซึ่งตลอดปี ๒๕๖๒ อยางไร ก็ตามมีปัญหาว่าการกระทำดังกล่าวเป็นผลดีอย่างแท้จริงหรือไม่ เพราะเป็นการบีบบังคับฐานะกิจการชำระ เงินที่แท้จริงของสหรัฐ ฯ และสหรัฐ ฯ มีภาระ มีหนี้สินระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศเพิ่มขึ้นเป็น จำนวนมาก และในที่สุดเมื่อทางการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่จะทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง เงินทุน ระยะสั้นดังกล่าวก็จะไหลจากสหรัฐ ฯ ไปสู่ตลาดยุโรปดอลลาร์ จะทำให้กิจการชำระเงินของสหรัฐ ฯ ตกอยู่ในสภาพที่เขวลงไปอีก อยางไรก็ตามมีสิ่ง เกิดการให้ความเห็นในกรณีที่มีตลาดยุโรปดอลลาร์ และในสถานการณ์เช่นเดียวกัน การไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้นไปยังสหรัฐ ฯ คงจะเกิดขึ้นอย่าง หล็ก เลี้ยงไม่ได้ แต่จำนวนอาจน้อยกว่า

ปัญหาที่ถกเถียงกันอีกประการหนึ่งก็คือ จะดีว่าตลาดยุโรปดอลลาร์เป็นแหล่งเงินสำรองที่ เพิ่มขึ้นอยางถาวรหรือไม่ เพราะเคยมีข้อเสนอแนะในอดีตรัฐบาลยุโรปดอลลาร์ได้ขยายตัวขึ้นอย่าง มากมายจนทำให้ประเทศอุตสาหกรรมอาจไม่จำเป็นต้องหาเงินสำรองเพิ่มขึ้น แต่ตลาดยุโรปดอลลาร์จะ เป็นแหล่งเงินสำรองที่พึ่งพาไม่ได้เสมอ เพราะยกเว้นในบางประเทศที่ธนาคารกลางมีอำนาจเต็มที่ใน การควบคุมฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ ทางการจะไม่สมควรจะแน่ใจได้เลยว่าจะ สามารถหาเงินสำรองจากตลาดยุโรปดอลลาร์ได้หรือไม่และเท่าใด ภัยเหตุนี้ประเทศต่าง ๆ จึงจะไม่ สามารถพึ่งพาดอลลาร์ในลักษณะเดียวกับที่ใช้เงินสำรองของตนเอง หรือสินเชื่อบริษัทของทางการ ชนิดที่มีเงินโอนไป นอกจากนั้นประสพการณ์ยังได้แสดงว่า การขยายตัวของตลาดยุโรปดอลลาร์นอกจาก จะไม่ช่วยผ่อนคลายความต้องการเงินสำรองของทางการแล้ว ยังกลับทำให้ความต้องการเงินสำรอง ของทางการเพิ่มขึ้นอีก

แหล่งของการเก็งกำไรและการไหลอย่างขาดเสถียรภาพของเงินทุนระยะสั้น

เป็นที่แน่นอนว่าเมื่อปริมาณเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศขยายตัวขึ้น การเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศในลักษณะที่ขาดเสถียรภาพย่อมมีทั้งการเคลื่อนไหวเพื่อหาประโยชน์ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย และการเคลื่อนไหวเพื่อเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อเดือนพฤษภาคม ๒๕๑๒ เมื่อเกิดวิกฤติการณ์เกี่ยวกับมาร์คเยอรมัน เงินทุนระยะสั้นได้ไหลเข้าเยอรมันเป็นจำนวนมากกว่า ๕ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ภายในเวลาเพียง ๑๐ วัน เพื่อแลกเปลี่ยนไปเป็นมาร์คเยอรมัน ส่วนใหญ่ของเงินจำนวนนี้ตกมาจากตลาดยุโรปดอลลาร์ การเก็งกำไรโดยอาศัยตลาดยุโรปดอลลาร์จึงกล่าวนี้ ในขณะที่เกี่ยวกันทำให้เกิดความกดดันต่อเงินตราที่อ่อนแอด้วย จากประสบการณ์ของฝรั่งเศสในปี ๒๕๑๑ จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่า การที่เงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศเคลื่อนไหวโยกย้ายอย่างรวดเร็วทุกประเทศจึงควรถือว่าหนี้สินระยะสั้นส่วนใหญ่ของธนาคารพาณิชย์ของตน จำเป็นต้องมีเงินสำรองระหว่างประเทศของทางการหนุนหลังอยู่

ดังนั้นไม่ว่าบทบาทของตลาดยุโรปดอลลาร์จะเป็นอย่างไรในแง่ของประสบการณ์ข้างต้น แต่ก็มีปรากฏว่าทางการมีความต้องการเงินสำรองเพิ่มขึ้น ทั้งมิใช่เป็นเพราะมาตรการค่าและการชำระหนี้ระหว่างประเทศตามปกติขยายตัวขึ้นแต่เพียงอย่างเดียว แต่เป็นเพราะทางการมีความจำเป็นต้องมีเงินสำรองให้พอใช้ป้องกันตัวเอง ในยามที่เกิดการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นเป็นจำนวนมากเท่านั้น

การรบกวนกันนโยบายการเงินของประเทศ

ในทำนองเดียวกันผลที่ตามมาของการชำระหนี้และเงินสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งอาจจะขึ้นอยู่กับโอกาส ตลาดยุโรปดอลลาร์อาจมีส่วนช่วยเหลือและรบกวนหรือบ่อนทำลายการดำเนินนโยบายการเงินภายในประเทศ ภาวะความเข้มงวดทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงในตลาดยุโรปดอลลาร์ในปี ๒๕๑๒ เป็นประโยชน์หาเจ้าหนี้การเงินของสวีตเป็นอย่างมาก การที่ตลาดยุโรปดอลลาร์ที่อ่อนแอสามารถดึงดูดเงินทุนส่วนเกินธนาคารสวีตได้รับจากการไหลเข้ามาของเงินทุนเพื่อเก็งกำไร ก็ช่วยป้องกันความกดดันจากเงินฟลอปในสวีตได้ เป็นที่แน่นอนว่าสภาพคล่องของธนาคาร

สวิตซีมีใ้ถูกกึ่งไปลงทุนในตลาดลอนดอน เพื่อได้กำไรราคาดอกเบี้ยที่สูงกว่าแล้ว นโยบายของสวิตซีในการ
 กำกักเศรษฐกิจสำหรับเศรษฐกิจภายในประเทศในชั้นนี้ คงไม่มีโอกาสประสบความสำเร็จเลย ในอีกด้านหนึ่ง
 สถานการณ์เช่นเดียวกันในตลาดยุโรปก็คล้ายๆ กัน ทำให้เกิดปัญหาในบางประเทศ เช่นประเทศเบลเยียม
 ทั้งนี้เพราะประเทศเหล่านี้เห็นว่า ตลาดยุโรปก็คล้ายๆ กันไม่เพียงแต่คง คุกเอาเงินสำรองของทางการของ
 ตนไปเท่านั้น แต่ยังบังคับให้ทางการต้องเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อแข่งขันด้วยจนทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ย
 ในประเทศของตนไม่เหมาะสมกับนโยบายภายในประเทศ

ในบางกรณีผลการทำงานยุโรปก็คล้ายๆ กัน การเงินภายในประเทศ ก็เกิดขึ้นจากช่วย
 ทำให้เกิดเสถียรภาพ เป็นทำให้เกิดการขาดเสถียรภาพภายในระยะไม่กี่เดือน ดังเช่นในช่วง ก่อนแรก
 ๆ ของปี ๒๕๒๒ ธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ได้ประกาศออกมาว่า การไหลเข้าของยุโรปก็คล้ายๆ กันช่วย
 ผ่อนคลายปัญหาความตึงตัวในระบบธนาคารพาณิชย์สหรัฐ ฯ และช่วยให้คุณสามารถดำเนินการกำ
 กักทางการเงินได้ดีกว่าที่จะสามารถกระทำได้ อย่างไรก็ตาม ภายในกลางปี ๒๕๒๒ ก็เป็นที่ชัดเจนว่า
 การไหลเข้าของยุโรปก็คล้ายๆ กันกลับกลายเป็นช่องทางที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถหลีกเลี่ยงนโยบาย
 กำกักเศรษฐกิจของรัฐบาล

ถ้าปัญหาคงกลาวนั้นเกิดขึ้นได้ในภาวะการเงินภายในประเทศของสหรัฐ ฯ ซึ่งมีตลาดเกร
 ติภายในประเทศที่มีขนาดใหญ่มากเมื่อเทียบกับการเคลื่อนไหวของยุโรปประเทศเล็ก ๆ ในยุ
 โรป คงประสบปัญหามากกว่า โดยเฉพาะปัญหาที่ว่า ธนาคารกลางจะสามารถควบคุมฐานะสภาพคล่องของ
 ธนาคารพาณิชย์ รวมทั้งปริมาณเงินในประเทศได้หรือไม่ และเพียงใด หากมีแหล่งสภาพคล่องระหว่าง
 ประเทศในตลาดยุโรปก็อยู่ใกล้ ๆ

จากประสบการณ์ที่เกี่ยวกับตลาดยุโรปในบางแห่งเห็นว่า การ
 เปลี่ยนแปลงในฐานะเงินตราต่างประเทศสุทธิของธนาคารของตน เป็นปัจจัยสำคัญทำให้เกิดการเปลี่ยน
 แปลงของฐานะสภาพคล่องภายในประเทศ ธนาคารกลางบางแห่งซึ่งถูกหมายกำหนดให้ความคุมสภาพ
 คล่องในประเทศถึงกับออกกฎเกณฑ์เพื่อควบคุมฐานะเงินตราต่างประเทศระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์
 การกระทำดังนี้ได้เริ่มขึ้นในอิตาลี และต่อไปยังเนเธอร์แลนด์ เบลเยียม และฝรั่งเศส ในเยอรมัน

ระหว่างที่มีเงินทุนระยะสั้นไหลเข้าไปในกิจการในภาคของบารักเฮอธมันน์เป็นจำนวนมากในปี ๑๙๒๒ รัฐ-
บาลเยอรมันได้แก้ปัญหาด้วยการกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ชำระอัตราส่วนเงินฝากในอัตราร้อยละ ๑๐๐
สำหรับเงินฝากที่เป็นเงินตราต่างประเทศ

การควบคุมเงินกู้ระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศและการกีดกันของธนาคารพาณิชย์ อาจ
ไม่เป็นการพอเพียงสำหรับการแก้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างนโยบายการเงินในประเทศ และการไหล
ของเงินทุนระยะสั้นระหว่างประเทศ ทั้งนี้เพราะยังมีช่องทางของการไหลดังกล่าวผ่านสถาบันที่มีใช้
ธนาคาร ในเยอรมันขณะที่การกำหนดอัตราส่วนเงินสำรองช่วยคลอการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น
จนเหลืออันน้อยมาก แต่เงินทุนจากต่างประเทศก็ยังคงไหลเข้าสู่วิษัทในเยอรมัน และสาขาของวิษัทต่าง
ประเทศในเยอรมันในอัตราส่วนที่สูงขึ้น

การที่นโยบายการเงินในประเทศถูกการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ
กัดอำนาจของมัน อาจไม่สามารถถือได้ว่าเป็นเพราะตลาดยุโรปคดลลารเท เพียงอย่างเดียว ส่วนใหญ่แล้ว
เป็นผลของเสรีภาพในการเคลื่อนไหวของเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งได้รับการสนับสนุนโดยปริมาณ
เงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งได้รับการสนับสนุนโดยปริมาณเงินทุนที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก โดยที่ยอมรับ
ความจริงว่าจะไม่สามารถควบคุมภาวะการเงินในประเทศได้อย่างเต็มที่ ในตลาดยุโรปคดลลาร ธนาคาร
กลางในยุโรปจึงต้องปรับตัวให้เข้ากับสถานการณ์เช่นนี้ ซึ่งก็ในที่สุดก็ทำให้ได้ภาวะธนาคารกลางใน
ยุโรปตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของธนาคารกลางและธนาคารพาณิชย์สหรัฐ ฯ

การโอนมาส่วนของ ระบบการเงินของสหรัฐ ฯ ไปยังต่างประเทศ

การไหลของเงินทุนระหว่างประเทศซึ่งมีผลกระทบกระเทือนนโยบายการเงินในประเทศ
โดยเฉพาะในยุโรป เมื่อมองอย่างผิวเผินแล้วอาจจะไม่ใช่เรื่องสำคัญนักสำหรับประเทศที่ใหญ่ ๆ เช่น
สหรัฐอเมริกาก็ตาม ธนาคารกลางสหรัฐ ฯ ถ้าดูว่าปัญหาดังกล่าวมิใช่เป็นเรื่องเล็กน้อยสำหรับ
สหรัฐ ฯ ทั่วโลกก็ยังมีการควบคุมและจำกัดการลงทุนในต่างประเทศของธนาคารและวิษัทสหรัฐ ฯ

ในแต่ละปีสถาบันที่มีใช้ธนาคารในสหรัฐ ฯ ให้นำเงินไปลงทุนเป็นจำนวนมากในตลาดยุโรป

คอลลาจเพราะได้ผลประโยชน์สูงกว่า และธนาคารพาณิชย์สหรัฐฯ ๗ ก็ได้ถอนเงินดังกล่าวกลับสู่สหรัฐฯ ๗
จึงเป็นไปไ้ตามส่วนสำคัญของ ระบบการเงินและการธนาคารสหรัฐฯ ๗ ใ้ย้ายไปอยู่ในตลาดหลักทรัพย์คอลลาจ
เพื่อที่จะหลบหนีจากมาตรการควบคุมอัตราดอกเบี้ยและการกำหนดอัตราส่วนเงินฝากสำรอง เพื่อที่จะหา
ผลประโยชน์ที่สูงกว่า

เป็นที่แน่นอนว่า ตลาดหลักทรัพย์คอลลาจมีส่วนทำให้คอลลาจ สรอ. มีบทบาทขั้นพื้นฐานเป็นเงิน
ตราระหว่างประเทศที่ใช้ในการค้าและเป็นเงินตราสกุลหลักในการแลกเปลี่ยนเงินตรา และยังได้เพิ่ม
ผลกระทบต่อกระเทือนของนโยบายการเงินของอเมริกาในพัฒนาการทางการเงินและทางนโยบายของ
ประเทศอื่น ๆ อีกด้วย แต่สิ่งทีสหรัฐฯ ๗ ได้รับเป็นการตอบแทนก็คือ ทางการณ์ไม่สามารถควบคุมนโยบาย
การเงินของคนใ้โดยบางเต็มที่ เพราะมีช่อง ทางหลีกเลี่ยง ในต่างประเทศได้ ประสิทธิภาพเช่นนี้ เป็นสิ่ง
ที่ประเทศเล็กอื่น ๆ ต้องเผชิญเป็นเวลานานมาแล้ว

โดยสรุปแล้ว ตลาดหลักทรัพย์คอลลาจนำาซึ่งประโยชน์หลายประการ โดยเฉพาะทำให้เกิด
ตลาดเงินตราระหว่างประเทศที่มีขนาดใหญ่และยืดหยุ่นมาก ผลักส่วนใหญ่ได้แก่โอกาสที่กว้างขวางขึ้น
ในแง่ของธนาคารพาณิชย์ เพราะตลาดหลักทรัพย์คอลลาจเป็นตลาดเงินขนาดใหญ่ซึ่งธนาคารพาณิชย์ไม่มีภายใน
อาณาเขตของประเทศตน อย่างไรก็ตามในแง่ของเสถียรภาพความมั่นคงของระบบการเงินระ-
หว่างประเทศแล้ว ผลเสียอาจจะมีมากกว่าผลดี การที่ตลาดหลักทรัพย์คอลลาจช่วยทำหน้าที่ปรับฐานะสภาพ
คล่อง และอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในประเทศต่าง ๆ ให้สอดคล้องกันนั้น ไม่ควรถือว่าเป็นสิ่งที่เป็นประ-
โยชน์ในแง่ของทางการ เพราะเป็นที่ยอมรับกันอยู่แล้วว่า นโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจภายใน
ในประเทศและนโยบายปรับดุลการชำระเงินที่ขาดดุลจำเป็นในวง ไซ้นโยบายที่เกี่ยวกับสภาพคล่อง ใน
ประเทศ และอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกันในทุกประเทศและมักจะขัดกัน

ดังนั้นสภาพคล่อง ระหว่างประเทศจำนวนมากที่ขาดนี้ ซึ่งอาจจะเคลื่อนไหวไปมาระหว่าง
ประเทศต่าง ๆ ได้อย่างรวดเร็ว ในกรณีส่วนมากมักกระทบหรือแทรกแซงนโยบายรักษาเสถียรภาพ
ของเศรษฐกิจภายในและภายนอก นอกจากนั้นการเคลื่อนไหวของเงินทุนระยะสั้นมักมีผลในทางที่ขาด
เสถียรภาพดุลการชำระเงิน เพราะการเคลื่อนไหวของเงินทุนเหล่านี้ขึ้นอยู่กับเหตุจริงของดุลการ

ชำระเงิน จึงไม่ทำให้เกิดการปรับตัวโดยอัตโนมัติ และอาจช่วยทำให้การเก็บกำไรในทางของเงินที่อาจ
มีอยู่เพียงเล็กน้อยขยายตัวมากขึ้น ค่ายเหล็กกล้าของโรคอลลาร์จึงทำให้การจัดการทางการเงินยุ่งยาก
และซับซ้อนขึ้นมากจน ทั้งภายในและภายนอกประเทศ

สิ่งที่น่าสนใจประการหนึ่งก็คือ ตลาดยุโรปจะเป็นแหล่งที่ทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อขึ้น
ทั่วโลก เพราะถึงแม้เงินสตกจากทั่วโลกมารวมไว้ อย่างไรก็ตามตลาดธนาคารกลางก็มีอำนาจควบคุม
ภาวะเงินเฟ้อถึงกว่านี้ได้ ทั้งนี้หากทุกประเทศร่วมกันดำเนินมาตรการในทิศทางที่สอดคล้องกัน

เมื่อเทียบกับปัญหาต่าง ๆ ที่กล่าวข้างต้น อันตรายที่อาจเกิดจากการล่มของตลาดอื่นเนื่อง
มาจากการความเสี่ยงในการให้กู้ยืมตามปกติ หรือที่เกิดจากปฏิกริยาลูกโซ่ จากวิกฤติการณ์ทางการเงิน
ระหว่างประเทศ ดูเหมือนจะมีความสำคัญมาก จากการที่เงินทุนระยะสั้นเป็นจำนวนมากมารวมอยู่
ในตลาดเงินระหว่างประเทศเช่นนี้ การจะต้องได้รับการกำกับและควบคุมในระดับโลก ซึ่งก็ยังไม่
มีที่ท้าวจะทำได้ในขณะนี้ ทั้งนี้ธนาคารกลางแต่ละแห่งก็จะต้องต่อสู้กับปัญหาต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นด้วยตนเอง.