

รูปที่ 1 ผลของการสั่นไหวที่เกิดจากผลกระทบของความมั่งคั่ง และช่องทางต่างๆ ของผลกระทบที่เกิดขึ้น

ตลาดเงิน (The Money Market)

เมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้นแล้วมีผลที่ทำให้สังคมมีความรู้สึกว่ามีฐานะความเป็นอยู่ดีขึ้น (better off) สมาชิกในกลุ่มก็อาจจะมีความต้องการที่จะเพิ่มสภาพคล่องให้กับตนเองมากขึ้น ซึ่งก็ทำได้โดยการเก็บกัก (hoarding) เงินในจำนวนที่เพิ่มมากขึ้นไว้ จากพฤติกรรมในลักษณะเช่นนี้ คือจำนวนเงินที่เพิ่มขึ้นมานั้นถูกดึงไปถือไว้เฉยๆ ในรูปของ idle balance ดังนั้น Wealth Effect ที่เกิดขึ้นในตลาดเงินอาจจะไม่ส่งผลกระทบเข้าไปในตลาดสินค้าและบริการ และตลาดทรัพย์สินก็ได้ ซึ่งก็จะทำให้เกิดการหยุดชะงักของการส่งออกที่ต่อเนื่องไปยังค่าใช้จ่ายที่จะเกิดขึ้น ในกรณีขั้นสุดก็อาจจะเป็นไปได้ที่คนในสังคมอาจตัดสินใจที่จะเก็บกักเงินที่เพิ่มเข้ามาหมุนเวียนทั้งหมด เช่นนี้ก็จะทำให้ไม่บังเกิดผลกระทบของ operational effect ขึ้นในระบบเศรษฐกิจเลยแม้แต่น้อย ซึ่งก็แน่นอนในสภาพการณ์เช่นที่ว่านี้ความสัมพันธ์ระหว่างความมั่งคั่งกับค่าใช้จ่ายรวมจะมีค่าเป็นศูนย์ ทั้งๆ ที่ Wealth Effect จะยังคงมีอยู่ก็ตาม

ตลาดทรัพย์สิน (The Assets Market)

พิจารณาทางด้านความต้องการ (Demand Side)

จากการที่บุคคลทั้งหลายมีความรู้สึกว่ามีฐานะความเป็นอยู่ที่ดีขึ้นกว่าเดิมอาจจะทำให้บางคนมีความต้องการที่จะถือหลักทรัพย์ (Earning Assets) เพิ่มมากขึ้น สำหรับโมเดลอย่างง่ายที่เราเคยศึกษาไปในตอนต้นๆ นั้นก็จะพบว่าทรัพย์สินทางการเงินที่เป็นตัวเลือกให้ถือแทนเงินได้นั้นมีอยู่เพียงชนิดเดียวคือ พันธบัตร ในความเป็นจริงนั้นทรัพย์สินที่เป็นตัวเลือกแทนเงินได้นั้นมีอยู่มากมาย สำหรับที่จะถูกนำมาถือไว้ในกองทรัพย์สิน (Portfolio) หนึ่งๆ ดังนั้น ผลกระทบของความมั่งคั่งในแนวทางนี้ก็จะมีผลกระทบกระเทือนต่อบรรดาทรัพย์สินต่างๆ ที่มีอยู่ในตลาดทรัพย์สิน (เหมือนกับที่ได้เคยตั้งข้อสงสัยเอาไว้ให้แล้วในเรื่องของผลกระทบอันเกิดมาจากการขาดความสมดุลของการดำรงกองทรัพย์สิน (portfolio effect) ที่ได้กล่าวไปแล้วว่า ผลกระทบทั้งสองแบบนี้ไม่แตกต่างกัน และก็เป็นผลที่เกิดขึ้นควบคู่กันในตลาด

ทรัพย์สิน ดังนั้น ทางด้านขบวนการของการเชื่อมโยงจะคล้ายคลึงกัน จะแตกต่างกันก็เพียงสาเหตุที่ทำให้เกิดผลกระทบดังกล่าว เท่านั้น โดยที่พวกนักทฤษฎีทางด้านความมั่งคั่ง (Wealth Theorists) มีความคิดเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งสุทธิโดยส่วนรวม (Aggregate net wealth) เป็นสาเหตุที่มีความสำคัญอย่างมาก ส่วนพวกนักทฤษฎีทางการจัดการกองทรัพย์สิน (Portfolio Theorists) มีความเห็นว่าสาเหตุที่สำคัญนั้น เกิดมาจากการเปลี่ยนแปลง คุณสมบัติต่างๆ (เช่น ผลได้, ความเสี่ยง, มูลค่า และปริมาณ) ของบรรดาทรัพย์สิน/หนี้สิน ที่มีอยู่ในกองทรัพย์สินนั้นๆ หรือจะหมายถึงความน่าพอใจของบรรดาทรัพย์สิน (Assets Preferences) ที่จะ เป็นสิ่งชักจูงให้เกิดการถือทรัพย์สินนั้นๆ เปลี่ยนแปลงไป) ทางด้านซัพพลายของบรรดาทรัพย์สิน/หนี้สิน (The Supply Side)

โดยลักษณะที่เช่นเดียวกับประชาชนทั่วไป บรรดาหน่วยผลิตและสถาบันการเงินต่างๆ เมื่อได้รับเข้ามาถือไว้เพิ่มมากขึ้น ต่างก็จะมีความรู้สึกว่ามีฐานะความเป็นอยู่ดีขึ้น (better off) และก็จะทำการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมต่างๆ ที่เกี่ยวกับการให้กู้ยืมและการขอกู้ยืม ยกตัวอย่างเช่น หน่วยผลิตต่างๆ จะนำเงินที่ได้รับมานั้น เป็นค่าใช้จ่ายแทนที่จะต้องไปขอกู้ยืมมาหรือออกหุ้น/พันธบัตรเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เพราะการใช้เงินที่ได้รับมานั้นปราศจากต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงซึ่งต่างกับเงินที่ขอกู้ยืมมาหรือเงินที่ได้รับมาจากการขายหุ้นหรือพันธบัตรเพิ่มมากขึ้น เหล่านี้ก็อาจทำให้จำนวนของหุ้นและพันธบัตรที่จะถูกนำออกมาจำหน่ายในตลาดลดน้อยลง ทางด้านสถาบันการเงินต่างๆ ก็เช่นเดียวกัน เมื่อได้รับเงินเข้ามาถือไว้เพิ่มมากขึ้น ก็จะทำให้ฐานะของเงินสำรองเพิ่มขึ้น และจากเงินสำรองที่เพิ่มขึ้น เหล่านี้ก็อาจถูกนำไปลงทุนในทรัพย์สินที่มีผลตอบแทนในรูปแบบต่างๆ หรือเกิดการขยายตัวของเงินฝากเพิ่มมากขึ้น

ผลกระทบทั้งสองด้านที่เกิดขึ้นจากทั้งทางด้านดีมานด์และซัพพลายในตลาดทรัพย์สินและตลาดของการกู้ยืม เงินนี้จะ เป็นตัวกำหนดที่ส่งผลกระทบที่สำคัญที่ เรียกว่า "operational effects" อันจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นในตลาดสินค้า โดยจากการที่ผู้ดำรงทรัพย์สินตัดสินใจที่จะทำการเปลี่ยนแปลงความมั่งคั่งรวม เสียใหม่ ตลาดทรัพย์สินบางประเภทจะเกิดการเสียควมสมดุลระหว่างดีมานด์และซัพพลายซึ่งมีผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่ง

และจะเป็นสาเหตุที่ทำให้ปริมาณของทรัพย์สินเหล่านั้นเปลี่ยนแปลงไป, ราคาของทรัพย์สินเปลี่ยนแปลงไป (ซึ่งก็จะหมายรวมไปถึงผลได้ของทรัพย์สินนั้นด้วย) และ/หรือการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยของตลาดด้วย ผลกระทบที่เรียกว่า "operational effects" นั้นจะเข้าไปมีผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงขึ้นในตลาดสินค้าได้มากน้อยเพียงไรนั้นก็ขึ้นอยู่กับปัจจัยที่สำคัญ 3 ประการคือ

1). การสนองตอบของค่าใช้จ่ายรวม (AE) ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณทรัพย์สิน เช่น ปริมาณของเงินให้กู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย เป็นต้น

2). การสนองตอบของค่าใช้จ่ายรวม (AE) ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาซื้อขายของทรัพย์สิน (market valuation of assets) นั้นๆ เช่น ราคาซื้อขายของหุ้นและพันธบัตร เป็นต้น

3). การสนองตอบของค่าใช้จ่ายรวม (AE) ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลได้ในตลาด (market yield) หรืออัตราดอกเบี้ยในตลาด เช่น อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตร, ผลได้ในรูปของเงินปันผลที่ได้รับจากการถือหุ้น เป็นต้น

ซึ่งผลกระทบ "operational effects" นี้ก็จะมี ความเกี่ยวข้องกับปัจจัยประการที่ (1) ก็จะทำให้เกิดผลกระทบขึ้นที่เรียกว่า "availability effect" โดยจะดำเนินการผ่านตลาดของการให้กู้ยืมเงิน (loanable funds market) ซึ่งสำหรับในเรื่องนี้จะนำไปกล่าวโดยละเอียดในเรื่องของกลไกการเชื่อมโยงทางด้านสินเชื่อในส่วนต่อไปของบทนี้ "operational effects" จะมีความเกี่ยวข้องกับปัจจัยประการที่ (2) ในลักษณะที่เป็นที่รู้จักกันเป็นอย่างดีของการเกิดผลกระทบที่เรียกว่า "valuation effect" หรือ "interest-induced wealth effect" หรือ "windfall-effect" ผลกระทบเหล่านี้จะมากน้อยเท่าไรนั้นก็พิจารณาได้จากการตอบสนองของการบริโภคที่เปลี่ยนแปลงอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของราคาของทรัพย์สิน การเพิ่มสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในตลาดจะส่งผลทำให้ราคาซื้อขายของทรัพย์สินที่มีผลตอบแทนที่คงที่ลดต่ำลง (เช่น ราคาของพันธบัตร) ผู้ที่ถือทรัพย์สินเหล่านี้ก็จะสามารถคาดได้จากประสบการณ์เหล่านี้ว่าจะต้องเกิดการขาดทุนจาก

การถือทรัพย์สิน (capital loss) อย่างแน่นอน เพียงแต่ว่าลักษณะของการขาดทุนอาจจะ เป็นไป ในแบบขาดทุนโดยเปรียบเทียบ (relatively loss) หรือในแบบขาดทุนจริงๆ (absolute loss) ประการสำคัญในที่นี้ก็คือนิยามว่าจะเป็นการขาดทุนในแบบใดก็ตาม ผู้ที่ถือทรัพย์สิน เหล่านี้ไว้ก็จะประสบกับความรู้สึกว่าจะอยู่ในฐานะที่เลวลง (worse off) กว่าเดิมและก็จะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของการใช้จ่ายให้ลดน้อยลง เมื่อเป็นเช่นนี้แล้วก็จะมีความหมายว่าราคาของทรัพย์สินที่ซื้อขายกันในตลาดก็อาจ เบี่ยงเบนขึ้นลงที่มีความสำคัญประการหนึ่งต่อการกำหนดขนาดของค่าใช้จ่ายรวม

เมื่อรวมเอามูลค่าของทรัพย์สิน เข้ามา เป็นตัวกำหนดหนึ่งของค่าใช้จ่ายแล้ว ต่อไปก็จะต้องพิจารณาว่าจะมี ผลอะไรบ้างที่จะนำมาใช้อธิบายได้ว่าผู้ที่ถือทรัพย์สินจะมีพฤติกรรมตอบสนองมากน้อยอย่างไรต่อการ เปลี่ยนแปลงมูลค่าของทรัพย์สิน ซึ่งก็พบว่า ผลหรือปัจจัยสำคัญที่สามารถใช้อธิบายได้ มีดังนี้

- (1). ขนาด (magnitude) ของมูลค่าทรัพย์สินที่เปลี่ยนแปลงไป
- (2). กำไร/ขาดทุนจากการขายทรัพย์สิน (capital gain/loss) ที่เกิดขึ้นมีลักษณะ เป็นไปแบบ เปรียบเทียบ (relative) หรือแบบที่เกิดขึ้นจริงๆ (absolute)
- (3). ช่วงระยะเวลาที่จะถือทรัพย์สินนั้นๆ
- (4). ค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคที่เกิดขึ้นโดยปกติได้มาจากการนำทรัพย์สินออกขาย
- (5). การคาดคะเน เกี่ยวกับภาวะการ เปลี่ยนแปลงของมูลค่า ทรัพย์สินว่ามีลักษณะการเปลี่ยนแปลงที่เป็นไปอย่างถาวร หรือ เป็นไปอย่างชั่วคราว

เพื่อให้เกิดความชัดเจนในเรื่องนี้ ก็จะพิจารณาได้จากตัวอย่างดังนี้ ยิ่งขนาดของมูลค่าทรัพย์สินเปลี่ยนแปลงไปมากๆ กำไร/ขาดทุนที่เกิดขึ้นก็ เป็นในแบบที่เกิดขึ้นจริงๆ (absolute) ระยะเวลาของการถือทรัพย์สินเป็นช่วงสั้นๆ, ค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคก็นำมาจากการขายทรัพย์สิน และการลดลงของมูลค่าทรัพย์สินก็คาดว่าจะ เป็นไปอย่างถาวร แล้วก็จะยังมีผลให้การเชื่อมโยงระหว่างมูลค่าของทรัพย์สินกับค่าใช้จ่ายรวมมีความสัมพันธ์ที่รุนแรงมากขึ้น เท่านั้น

ผลกระทบที่เป็น "operational effects" นี้จะมีความเกี่ยวข้องกับปัจจัย
ประการที่ 3 ในหลายๆ ด้านด้วยกันคือ

ประการที่หนึ่ง ผลกระทบที่มีต่อค่าใช้จ่ายการลงทุน (I) อันเนื่องมาจากการ
เปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย หรือโดยทั่วไปที่เรียกผลกระทบนี้ว่า "Cost of Capital
Effect" สำหรับในเรื่องนี้ ศาสตราจารย์ V.Argy⁽¹⁰⁾ ได้ทำการศึกษาและสรุปถึงปัจจัย
ที่มีความสำคัญต่อค่าความยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายการลงทุนต่ออัตราดอกเบี้ยเอาไว้ว่า การลงทุน
ในระยะยาวจะมีค่าความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยที่ค่อนข้างมากกว่าการลงทุนระยะสั้น, โครง
การของการลงทุนที่นำเงินทุนส่วนใหญ่มาจากภายในหน่วยผลิตเอง (internal funds) ค่า
ใช้จ่ายการลงทุนมักจะไม่ยืดหยุ่นกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดมากนัก, หลัก
ของการทำกำไรสูงสุดที่นำมาใช้ในการประเมิน เพื่อการลงทุนก็มักจะไม่ค่อยสนใจต่อการเปลี่ยน
แปลงของอัตราดอกเบี้ยเท่าไรนัก ซึ่งต่างกับการใช้หลักแบบเก่าที่พิจารณาทางด้านการคิดส่วน
ลดของการไหลของรายได้ในแต่ละช่วงเวลา ที่ให้ความสำคัญต่อบทบาทของอัตราดอกเบี้ยที่
มากกว่า, การลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ ที่มีลักษณะ เป็นโครงการสังคมนั้นก็มักจะไม
พิจารณาความสำคัญของอัตราดอกเบี้ยมากนัก เหล่านี้ก็จะสามารถสรุปลงได้ว่าค่าใช้จ่ายของ
การลงทุนมักจะไม่เปลี่ยนแปลงไปมากนักเมื่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลง ฉะนั้นผลกระทบที่
เกิดขึ้นในประการนี้ก็อาจจะไม่ส่งผลกระทบ เชื่อมโยงที่รุนแรงมากนัก

ประการที่สอง ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อ
ค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภค (C) ซึ่งผลกระทบดังกล่าวนี้สามารถแยกพิจารณาออกเป็นสอง
ลักษณะดังนี้ คือ

- 1). ผลทางรายได้ (Income Effect)
- 2). ผลทางการทดแทน (Substitution Effect)

(10) V.Argy, "The Import of Monetary Policy on Expenditure with
Particular Reference to the U.K." I.M.F. Staff Papers, June 1969

- ผลทางรายได้ เป็นผลกระทบที่เน้นถึงความจริงที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของขนาดรายได้ที่ได้รับจากบรรดาทรัพย์สินต่างๆ ที่ถืออยู่ พิจารณาได้จากกรณีของหน่วยผลิตต่างๆ มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้น หรือการที่สถาบันการเงินบางประเภทลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้จำนวนลดลง เหล่านี้ก็จะทำให้ทั้งผู้ที่ถือหุ้นของหน่วยผลิต และผู้ขอกู้ยืมเงินได้รับผลประโยชน์หรือมองได้ว่ามีฐานะทางรายได้ที่ดีขึ้นกว่าเดิม ในทางตรงข้ามทางด้านหน่วยผลิตและสถาบันการเงิน (โดยเฉพาะผู้ที่ฝากเงินกับสถาบันการเงินนี้)⁽¹¹⁾ ก็จะมีฐานะทางการเงินที่เลวลง ซึ่งถ้าผู้ที่ได้รับประโยชน์ได้ประโยชน์ในขนาดเดียวกับผู้เสียประโยชน์ไปแล้ว ก็จะทำให้ฐานะทางด้านรายได้ของส่วนรวมไม่เปลี่ยนแปลงแต่ประการใด ดังนั้น ผลกระทบที่เกิดขึ้นโดยสุทธิที่ข้อกล่าวอ้างจะรวมก็จะชดเชยกันไปหมดพอดี หรือผลกระทบที่เกิดขึ้น เป็นศูนย์ อย่างไรก็ตามผลทางรายได้นี้อาจจะส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมก็ได้ โดยผ่านผลกระทบของการกระจาย (distribution effect) อีกทอดหนึ่ง หรือหมายความว่าค่าของความไม่เอียงเพื่อการบริโภคเพิ่ม (MPC) ของทั้งฝ่ายที่ได้รับประโยชน์กับฝ่ายเสียประโยชน์มีค่าไม่เท่ากัน

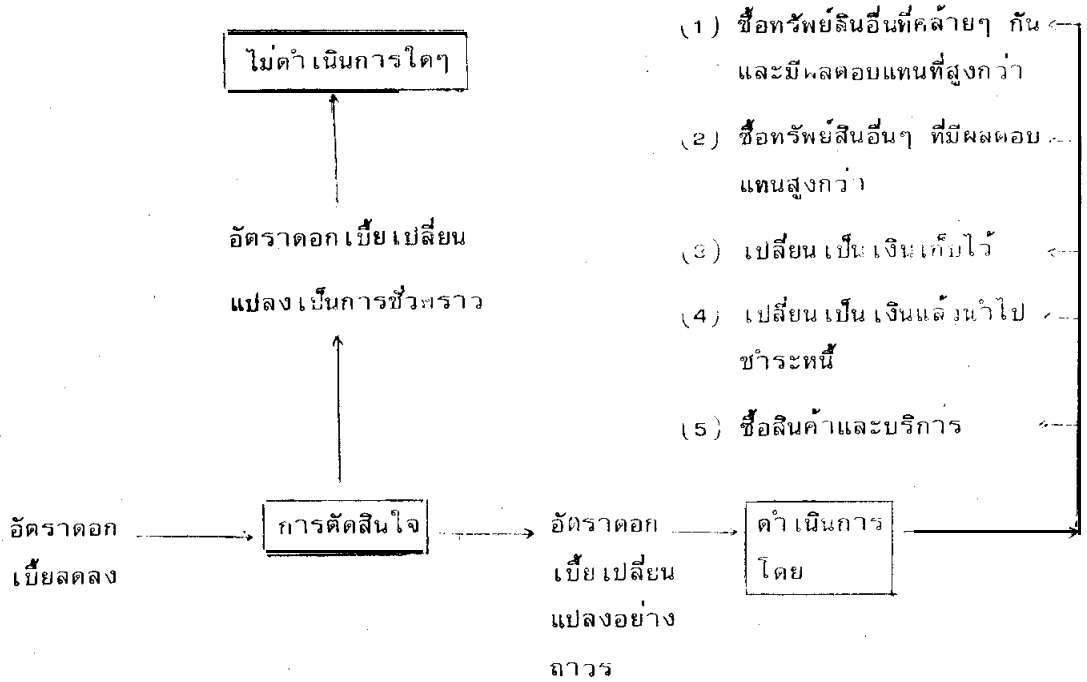
- ผลทางการทดแทน ให้ความสำคัญกับความจริงที่ว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงไป จะมีผลทำให้ทรัพย์สินบางประเภทเพิ่มควม น่าจะถือมากขึ้น บางประเภทลดความน่าเชื่อถือลง หรือหมายความว่าอัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินต่างๆ ได้เปลี่ยนไปจากเดิม เช่น สมมุติว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลลดต่ำลง ทั้งนี้เพราะเกิดความต้องการซื้อพันธบัตรส่วนเกินเกิดขึ้น ผู้ที่ถือพันธบัตรประเภทนี้จะเปลี่ยนไปถือทรัพย์สินชนิดอื่นแทน เช่น บางคนก็อาจขายพันธบัตรเหล่านี้ไป แล้วนำเงินที่ได้ไปซื้อสินค้าและบริการ ส่วนพวกที่เคยตั้งใจจะซื้อพันธบัตรรัฐบาลก็อาจจะนำไปซื้อสินค้าและบริการแทนก็ได้ (โดยที่พวกเขาเหล่านี้จะมีความรู้สึกที่ซื้อสินค้าและบริการที่ซื้อมานั้น ให้ผลตอบแทนหน่วยสุดท้ายที่สูงกว่า

(11) ทั้งนี้เพราะ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินที่ให้ผู้ยืมลดลงนั้น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากก็จะลดลงตามไปด้วย

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่เป็นอยู่ในขณะนั้น) ดังนั้น การโยกย้าย (Switching out) จากการถือพันธบัตรไปเป็นการบริโภคสินค้าและบริการ และ/หรือการนำเงินทุนที่มีอยู่ไปซื้อสินค้าและบริการแทนการซื้อพันธบัตรนั้น ก็จะทำให้ผลทางการทดแทนที่เกิดขึ้นมีผลกระทบเชื่อมโยงเข้าไปสู่การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังที่ได้กล่าวมานี้ก็อาจจะลดความสำคัญลงไปได้เป็นอย่างมากได้จากเหตุผลที่กล่าวขึ้นมา ลบล้างดังต่อไปนี้ เป็นไปได้เช่นกันว่าผู้ที่ถือทรัพย์สิน (Wealth-holder) เหล่านี้อาจที่จะเปลี่ยนจากการถือทรัพย์สินมาเป็นการถือเงินแทนก็ได้⁽¹²⁾ ซึ่งเมื่อเป็นเช่นนี้การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมก็จะเป็นไปโดยไม่มีการเปลี่ยนแปลงและยิ่งไปกว่านั้นก็ไม่ใช่ว่าเพียงแต่เงินเท่านั้นที่คนเราจะหันไปถือแทนพันธบัตร ในสภาพความเป็นจริงแล้วมีทรัพย์สินต่างๆ อีกมากมายที่จะให้เลือกรับแทนได้ โดยในขั้นต้นที่น่าจะเป็นไปได้มากนั้นก็คือ คนเราจะหันไปถือทรัพย์สินที่มีลักษณะคล้ายๆ กับพันธบัตรและให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเข้ามาแทนก่อน

อีกประการหนึ่งนี้อาจทำให้ค่าใช้จ่ายรวมไม่เปลี่ยนแปลงก็คือ การที่ผู้ถือพันธบัตรนั้นยังคงถือพันธบัตรเอาไว้ต่อไป ทั้งนี้ก็อาจจะเป็นเพราะความเชื่อที่ว่าอัตราผลตอบแทนที่ลดต่ำลงนั้น เป็นภาวะที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราวเท่านั้น ในอนาคตต่อไปอัตราผลตอบแทนนี้จะกลับเพิ่มขึ้นตามเดิม เพื่อความเข้าใจในเรื่องนี้อย่างชัดเจนก็จะแสดงให้เห็นถึงการปฏิบัติต่างๆ ที่เป็นไปได้ของบุคคลอื่นเนื่องมาจากการที่อัตราผลตอบแทนของทรัพย์สินที่ถืออยู่เกิดลดลงไป (หรือเพิ่มขึ้น) ตามรูปที่ 2 นี้

(12) ซึ่งก็จะเป็นไปตามคำอธิบายของทฤษฎี "Liquidity preference" ที่ว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง การถือเงินจะเพิ่มขึ้นมาแทนที่ไปจนกว่าผลตอบแทนที่ได้รับจากพันธบัตรจะเพิ่มขึ้นมาอีกครั้งหนึ่ง



รูปที่ 2 แสดงถึงผลของการทดแทนที่เกิดขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไป

ตลาดสินค้า (The goods market)

จะพบได้ว่าบุคคลต่างๆ ไปจะเกิดความรู้สึกว่าฐานะความเป็นอยู่ดีขึ้นกว่าเดิม จากจำนวนเงินที่ได้รับเพิ่มขึ้นมาเหล่านั้น (จาก capital gain) ที่เกิดขึ้นก็อาจเป็นผลให้เกิดการตัดสินใจเพิ่มค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคขึ้น พฤติกรรมเหล่านี้เป็นผลที่เกิดขึ้นมาจากการดำเนินการในลักษณะที่เรียกว่า "Induced wealth effect" ที่เกิดขึ้นโดยทั่วไปแล้วก็จะหมายถึงผลกระทบที่เรียกว่า "Real balance effect"⁽¹³⁾ การที่ผลกระทบของความมั่งคั่งได้ดำเนินการผ่านตลาดสินค้าโดยค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคเพิ่มขึ้นเมื่อจำนวนเงินที่ได้รับเพิ่มมากขึ้น ซึ่งลักษณะเช่นนี้ก็จะมีความหมายว่าเราจะต้องเปลี่ยนแปลงการเขียน

(13) D.Patinkin, Money, Interest and Prices, Harper & Row, 1967

ฟังก์ชันของการบริโภคเสียใหม่ โดยแทนที่จะเป็น $\frac{C}{P} = f\left(\frac{Y}{P}\right)$ ในแบบเดิมที่เคยใช้มาคือ ค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคที่แท้จริงถูกกำหนดมาจากรายได้ที่แท้จริง เปลี่ยนมาเป็น $\frac{C}{P} = f\left(\frac{Y}{P}, \frac{M}{P}\right)$ โดย $\frac{M}{P}$ ก็คือปริมาณเงินที่แท้จริงทั้งหมดของระบบเศรษฐกิจ

ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน, ปริมาณสินเชื่อที่มีให้กู้ยืมและค่าใช้จ่ายรวม

(Money Stock, Credit Availability and Aggregate Expenditure)

ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับปริมาณสินเชื่อที่มีให้กู้ยืม

จากรายงานที่เรียกว่า "The Radcliffe Report"⁽¹⁴⁾ โดยคณะทำงานสำรวจภาวะเศรษฐกิจการเงินในประเทศอังกฤษ ได้เน้นให้เห็นอย่างชัดเจนว่าประเด็นสำคัญของการดำเนินนโยบายการเงินนั้น จะต้องมุ่งตรงไปยังเรื่องของ "สภาพคล่องโดยส่วนรวมของระบบเศรษฐกิจ" แทนที่จะเพียงให้ความสำคัญกับปริมาณเงินหมุนเวียนอย่างที่เคยถือปฏิบัติกันมา โดยข้อเสนอแนะจากรายงานฉบับนี้เป็นการพิจารณาที่สำคัญต่อบทบาทของผลกระทบที่เกิดจากปริมาณสินเชื่อที่มีให้กู้ยืม (The Availability of Credit) เมื่อพฤติกรรมการตัดสินใจในการใช้จ่ายโดยส่วนรวมของระบบเศรษฐกิจ สิ่งหนึ่งที่รายงานฉบับนี้ได้ตั้งข้อสังเกตไว้ก็คือ จากการสำรวจได้พบว่าสภาพของตลาดสินเชื่อโดยทั่วไปเฉพาะอย่างยิ่งทางด้านการให้กู้ยืมของธนาคารพาณิชย์อยู่ในลักษณะที่ไม่สมบูรณ์ ซึ่งก็ทำให้ความสำคัญสำหรับการพิจารณาควรที่จะไปอยู่ทางด้านซัพพลายของตลาดการกู้ยืม อันได้แก่ เรื่องที่เกี่ยวกับ ความพอใจของผู้ให้กู้ (lenders' preferences) และความอ่อนตัวของอัตราดอกเบี้ยที่มีต่อปริมาณเงินทุนที่มีให้กู้ยืม เหตุผลสำคัญที่อยู่เบื้องหลังของความเชื่อดังกล่าวนี้อีกก็คือ สภาพที่ผู้กู้ยังไม่สามารถกู้ยืมเงินตามจำนวนที่ต้องการ ซึ่งก็ทำให้อัตราดอกเบี้ยไม่มีอิทธิพลมากนักต่อการกำหนดขนาดของความต้องการเงินกู้ หรือความต้องการกู้เงินไม่ค่อยยืดหยุ่นมากนักต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย และก็นั่นเองว่าอย่างไรเสียก็ต้องมีความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าทางด้านซัพพลายของ

(14) Lord Radcliffe, Report of The Committee on the Working of The Monetary System, HMSO Cmd. 827, 1959 .

เงินทุนที่มีให้กู้ยืม

ตราบิตที่ผู้กู้ยังหยังไม่สามารถกู้ยืมเงินทุนได้ตามจำนวนที่ต้องการได้แล้ว บังคับสำคัญที่จะเป็นตัวกำหนดในเรื่องนี้ก็จะไม่ใช่ต้นทุนของสินเชื่อ แต่จะเป็นเรื่องของปริมาณสินเชื่อที่จะมีให้กู้ยืม (Availability of Credit) จากเหตุผลเช่นนี้ก็ทำให้นักเศรษฐศาสตร์ที่มีความคิดเห็นคล้ายตามในเรื่องนี้ (Post-Radcliffe) ก็มุ่งประเด็นความสนใจไปที่ทางด้านสภาพของตลาดการให้กู้ยืมเป็นสำคัญ ซึ่งก็จะทำให้มีความเชื่อต่อไปที่ว่า การเปลี่ยนแปลงความพอใจของผู้ให้กู้ยืมจะมีผลกระทบต่อปริมาณ^{ที่}จะให้กู้ยืม และก็จะส่งผลกระทบต่อไปถึงการเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมของระบบเศรษฐกิจในที่สุด

ศาสตราจารย์ D.P.Tucker⁽¹⁵⁾ ได้สรุปความสำคัญของธนาคารพาณิชย์ที่มีต่อขบวนการส่งทอดไปยังภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงไว้ว่า "เนื่องจากการที่ธนาคารพาณิชย์อยู่ในระหว่างกลางของขบวนการเชื่อมโยงที่ส่งทอดผลกระทบจากการดำเนินนโยบายการเงินไปยังการเปลี่ยนแปลงของระดับผลผลิตและการจ้างงาน ดังนั้น ความไม่สมบูรณ์ที่เกิดขึ้นกับตลาดการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ก็จะส่งผลให้บังเกิดเป็นข้อจำกัดต่อการดำเนินมาตรการทางการเงิน"⁽¹⁶⁾

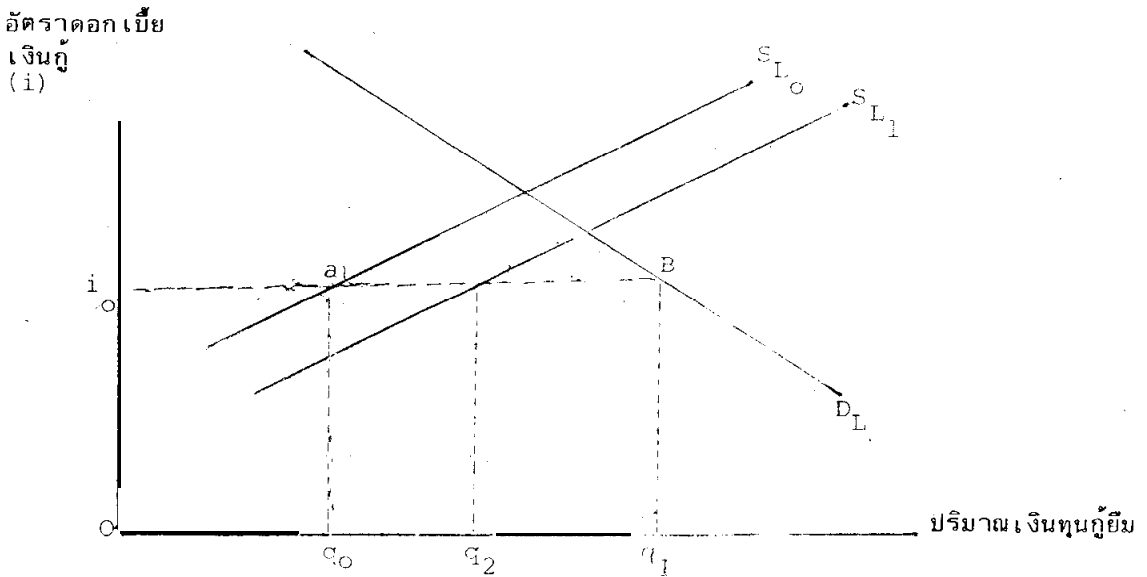
ตลาดการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ทั้งนี้เนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมนั้นมีลักษณะ เป็นอัตราที่ถูกกำหนดขึ้นจากการควบคุมหรือที่เรียกว่าเป็นแบบ "Administered Prices"⁽¹⁷⁾ ดังนั้น จึงมีผลที่ทำให้การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์นี้ไม่สามารถเป็นไปตามสภาวะที่แท้จริงของตลาดการ

(15) D.P.Tucker, "Credit Rationing, Interest Rate Lags and Monetary Policy Speed", Quarterly Journal of Economics, February 1968 .

(16) D.P.Tucker, เพิ่งอ้าง, หน้า 55 .

(17) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในอดีตเคยเป็นอัตราที่ถูกอยู่กับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Bark Rate) ในปัจจุบันบรรดาประเทศต่างๆ มีกฎหมายที่กำหนดมิให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารสูงกว่าระดับที่กำหนดไว้ เช่น Regulation Q ในประเทศสหรัฐอเมริกา

กู้ยืมได้ หรือก็คือเกิดความล่าช้าของการปรับตัว (Time Lag) สำหรับในบางประเทศ เช่น ประเทศอังกฤษ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะสามารถขึ้นลงได้อย่างอิสระก็ตาม การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยก็ยังคงต้องเสียเวลาอยู่ระยะหนึ่ง ต่อไปถ้าเรายังคงอยู่บนข้อสมมุติฐานที่ว่าความต้องการเงินกู้จากธนาคารมีมากกว่าปริมาณเงินที่จะให้กู้ยืม และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ก็ยังมีลักษณะที่ถูกกำหนดไว้ (Stickiness) จากสภาพดังกล่าวก็ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีความจำเป็นที่จะต้องทำการแบ่งสรรการให้กู้ยืมกับผู้มาขอกู้ ซึ่งผู้กู้บางรายอาจถูกปฏิเสธการขอกู้โดยสิ้นเชิง บางรายก็อาจได้รับเงินกู้ยืมแต่ไม่ครบ ตามจำนวนตามต้องการ การพิจารณาตามแนวรายงานของ Radcliffe สามารถแสดงให้เห็นได้ง่ายขึ้นจากรูปที่ 3 ดังนี้



รูปที่ 3 แสดงการแบ่งสรรเงินให้กู้ และการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินหมุนเวียน

จากรูปที่ 3 ถ้าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากธนาคารถูกกำหนดไว้ ณ ระดับ i_0 ซึ่งเป็นอัตราที่ต่ำกว่าจะสามารถทำให้ความต้องการเงินกู้ได้รับการสนองตอบไปทั้งหมด ดังนั้นจะทำให้เกิดปริมาณความต้องการเงินกู้ส่วนเกินเท่ากับช่วง $a-b$ หรือ q_0, q_1 และตารางใดที่ (1). อัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากธนาคารยังคงอยู่ ณ ระดับ i_0

(2). เส้นความต้องการเงินกู้ยืมจากธนาคารยังไม่มี การเปลี่ยนแปลง
 และ (3). เส้นซัพพลายของปริมาณเงินให้กู้ยืมยังไม่มี การเปลี่ยนแปลงแล้ว ความ
 ต้องการกู้ยืมเงินส่วนเกินก็จะยังคงเกิดขึ้นอยู่ และ เหล่าธนาคารทั้งหลายก็จะถูกบังคับให้ต้อง
 ทำการแบ่งสรรปริมาณสินเชื่อกับผู้กู้จำนวน OQ_0 ให้กู้ยืมแก่ผู้กู้

ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับปริมาณของเงินกู้ยืมที่ธนาคารพาณิชย์จะมี
 ให้กู้ยืมได้นั้น สามารถที่จะแสดงให้เห็นอย่างง่ายชัดเจนได้จากตัวแบบของตลาดเงินทุนที่มี
 ให้กู้ยืม (The Loanable Funds Markets) โดยจะพิจารณาผลกระทบที่เกิดขึ้นกับปริมาณ
 สินเชื่อกับธนาคารพาณิชย์จะมีให้กู้ยืม จากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินหมุนเวียน โดยผ่านการที่
 เจ้าหน้าที่ทางการเงินทำการซื้อพันธบัตรรัฐบาลคืนจากภาคเอกชน (Private Portfolios)
 ซึ่งจากการดำเนินการดังกล่าวจะมีผลกระทบต่อปริมาณสินเชื่อกับธนาคารพาณิชย์ที่จะปล่อยให้
 กู้ยืมได้ใน 2 ลักษณะวิธีคือ

ประการที่หนึ่ง เกิดจากผลกระทบทางรายได้ (Income Effect) คือจาก
 การที่ปริมาณเงินสำรองของระบบธนาคารเพิ่มสูงขึ้น อันเป็นผลมาจากมาตรการซื้อพันธบัตร
 รัฐบาลคืนไป ซึ่งก็ทำให้ระบบธนาคารเกิดปริมาณเงินสำรองส่วนเกิน และเพิ่มความสามารถ
 แก่ระบบธนาคารในการขยายการถือทรัพย์สินต่างๆ ให้เพิ่มมากขึ้น. ซึ่งหมายรวมถึงการปล่อย
 กู้ยืมด้วย

ประการที่สอง เกิดจากผลกระทบทางการทดแทน (Substitution
 Effect) คือการดำเนินการซื้อพันธบัตรรัฐบาลนั้นจะมีผลทำให้ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลลด
 ต่ำลง ผลได้จากพันธบัตรรัฐบาลที่ระบบธนาคารได้รับโดยเปรียบเทียบแล้วจะอยู่ในระดับต่ำ
 กว่าอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารได้รับจากการให้กู้ยืม ผลทางการทดแทนจะชักจูงให้ธนาคาร
 เปลี่ยนจากการถือพันธบัตรรัฐบาลมาเป็นการปล่อยเงินให้กู้ยืม

ซึ่งผลกระทบที่เกิดขึ้นทั้งสองประการนี้จะทำให้เกิดการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินให้
 กู้ยืมของธนาคาร จากรูปที่ 1 เส้นซัพพลายของเงินทุนที่จะให้กู้ยืมจะเลื่อนออกไปทางขวา

คือเส้นจาก SL_0 เป็น SL_1 ปริมาณของเงินให้กู้ยืมที่เพิ่มขึ้นจะมีขนาดเท่ากับ q_0 q_2 ดังนั้น ก็จะเป็นการแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินจะสามารถช่วยจัดความต้องการของเงินกู้ส่วนเกินได้บ้างบางส่วน

สิ่งที่เราได้พิจารณาไปแล้วก็เป็นความเป็นไปได้ของขบวนการเชื่อมโยงที่เกิดขึ้นระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน และขนาดของเงินกู้ยืมจากธนาคาร (Bank Credit) จากสิ่งเหล่านี้ เรายังไม่สามารถสรุปออกได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินจะไปมีผลที่ทำให้ปริมาณสินเชื่อทั้งหมด (Total Credit) ของระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย ทั้งนี้เพราะปริมาณเงินกู้ยืมจากธนาคารนั้น เป็นเพียงส่วนประกอบหนึ่งของปริมาณเงินกู้ยืมทั้งหมดของระบบเศรษฐกิจเท่านั้น และที่สำคัญก็คือปริมาณเงินกู้ยืมทั้งหมด หรือสินเชื่อทั้งหมดเป็นตัวกำหนดหนึ่งในฟังก์ชันของค่าใช้จ่ายรวม ดังนั้น เราก็จะต้องมาพิจารณาถึงความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างสินเชื่อของธนาคารกับปริมาณสินเชื่อทั้งหมดของระบบเศรษฐกิจ โดยเราจะตั้งสมมุติฐานต่างๆ ที่เกี่ยวกับพฤติกรรมของปริมาณสินเชื่อในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ (Non - Commercial Bank Credit) ที่จะมีให้กู้ยืมในขณะที่สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้น อันเนื่องมาจากการเพิ่มสูงขึ้นของปริมาณเงิน ซึ่งก็จะมีอยู่ 3 แนวทางด้วยกันที่จะนำมาพิจารณา

ประการที่หนึ่ง ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่าสินเชื่อในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ไม่มีความเกี่ยวข้องกับสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น เมื่อสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้น สินเชื่อโดยส่วนรวมทั้งหมดก็จะเพิ่มสูงขึ้นด้วย

ประการที่สอง ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่าสินเชื่อทั้งสองประเภทคือสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ กับที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์มีลักษณะที่ใช้ประกอบกัน (Complementary) ดังนั้น การที่สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้นก็จะมีผลให้สินเชื่อโดยส่วนรวมเพิ่มสูงขึ้นด้วย ซึ่งเหตุการณ์เช่นนี้สามารถเกิดขึ้นได้ เช่น ในช่วงที่เงินฝากของธนาคารพาณิชย์กำลังขยายตัว จะพบว่าส่วนหนึ่งของเงินฝากที่ถูกสร้างขึ้นมานี้จะไหลเข้าไปสู่สถาบันการเงินที่รับฝากเงิน

ในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ ซึ่งสถาบันการเงินเหล่านี้ก็จะสามารถขยายการให้กู้ยืมได้เช่นเดียวกัน

ประการที่สาม ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่า สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์มีลักษณะ เป็นทรัพย์สินที่ทดแทนกันได้ (Substitute) ดังนั้น เมื่ออย่างหนึ่งเพิ่มขึ้นอีกอย่างหนึ่งจะต้องลดน้อยลง เมื่อเป็นเช่นนี้การที่สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์เพิ่มสูงขึ้น แล้วสินเชื่อในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ลดน้อยลง ก็อาจที่จะทำให้ปริมาณสินเชื่อโดยส่วนรวมทั้งหมดเพิ่มขึ้นบ้าง หรือลดลง หรือไม่เปลี่ยนแปลง ซึ่งสิ่งเหล่านี้อาจจะเกิดขึ้นก็ได้ ทั้งนี้ เพราะโดยเปรียบเทียบแล้วความพอใจที่มีต่อสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์จะมากกว่าสินเชื่อในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ โดยเหตุผลที่ว่าค่าใช้จ่ายของสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์จะถูกกว่าสินเชื่อในส่วนอื่นๆ⁽¹⁸⁾ ซึ่งในสภาวะเช่นนี้การเพิ่มสูงขึ้นของปริมาณสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ (Supply of Commercial Bank Credit) จะมีผลที่ทำให้ความต้องการสินเชื่อในส่วนที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์ลดน้อยลง (Demand for Non-Commercial Bank Credit) ซึ่งผลกระทบโดยสุทธิที่เกิดขึ้นก็จะชดเชยกันไป ความสมบูรณ์ชัดเจนในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินและปริมาณสินเชื่อโดยส่วนรวมของระบบเศรษฐกิจจะเป็นอย่างไรนั้นก็จะ เป็นสิ่งที่ต้องพิจารณาจากข้อมูลและสภาพความเป็นจริงของเศรษฐกิจนั้นๆ

ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณสินเชื่อที่มีให้กู้ยืมกับค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ
(Credit Availability and Aggregate Expenditure)

ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่กำหนดให้การเพิ่มสูงขึ้นของปริมาณเงินมีผลที่ทำให้ปริมาณสินเชื่อโดยส่วนรวมของระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นแล้ว ขบวนการส่งขอผลกระทบจะส่งผ่านผลกระทบจากการเพิ่มปริมาณเงินไปมีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวม

(18) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ทุกประเภทโดยทั่วไปแล้วจะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากสถาบันการเงินประเภทอื่นๆ

(Operationally Significant) ผู้ที่กู้ยืมเงินไปนั้นจะไม่นำเงินที่กู้ยืมเหล่านี้มาเก็บกักไว้เฉยๆ (hoarding) หรือนำเอาไปซื้อทรัพย์สินทางการเงินต่างๆ แต่จะนำเงินที่ได้มาเหล่านี้มาทำการใช้จ่ายซื้อผลผลิตในรูปแบบต่างๆ⁽¹⁹⁾ โดยผลกระทบที่ส่งผ่านกลไกการส่งทอดทางด้านสินเชื่อและไปมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจนี้ จะเรียกว่า "Availability Effect"

ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงิน, การคาดการณ์และค่าใช้จ่ายรวม

(Money Supply, Expectations and Aggregate Expenditure)

ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับการคาดการณ์

เราสามารถแยกประเภทของการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินออกได้เป็น 2 ประเภทคือ การคาดการณ์ที่เกี่ยวกับระดับราคา (price expectations) และความเชื่อมั่นทางด้านธุรกิจ (Business Confidence)

การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินกับการคาดการณ์ของระดับราคา

กลไกการส่งทอดทางด้านราคาค่าการณของระดับราคา เป็นสิ่งที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินกับทัศนคติของคนในสังคมที่มีต่อการเคลื่อนไหวของระดับราคาในอนาคต (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของอัตราดอกเบี้ยของระดับราคา) สังคมอาจจะมีความเชื่อที่วางอยู่บนพื้นฐานจากประสบการณ์ในอดีตว่า การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินจะนำมาสู่การเพิ่มขึ้นของระดับราคา ดังนั้น เมื่ออัตราการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินเป็นไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้น ก็จะมีผลทำให้การคาดการณ์ในเรื่องระดับราคาจะเป็นไปในทางที่สูงขึ้นด้วย W.J. Gibson⁽²⁰⁾ มีความเชื่อที่ต่างออกไปว่า การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินไม่แน่ว่าจะมีความ

(19) โดยปกติแล้วสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไม่มีสินเชื่อเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์

(20) W.J. Gibson, "Price Expectation Effect on Interest Rates", Journal of Finance, Sep. 1970.

สำคัญที่เกี่ยวกับการคาดการณ์ของระดับราคา เขาชี้แจงให้เห็นว่าในทางปฏิบัติจริงๆ แล้ว พฤติกรรมต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับระดับราคาที่เป็นอยู่เมื่อเปรียบเทียบกับระดับราคาที่ผ่านมาจะมี ความสัมพันธ์ต่อการคาดการณ์ของระดับราคามากกว่าที่จะเป็น เรื่องของการ เปลี่ยนแปลงอัตราการ เพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน ทั้งนี้ก็เป็นเพราะว่าเขาไม่สามารถที่จะแสดงความสัมพันธ์ที่เป็น ระบบได้แน่นอนระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินที่เป็นอยู่กับการคาดการณ์ของระดับ ราคาที่จะเกิดขึ้น เขาจึงมีความรู้สึกที่ว่ากลไกการส่งทอดทางด้านนี้หมดความหมายไป ยกเว้น กรณีเดียวคือ ในช่วงที่อยู่ในภาวะเงินเฟ้อที่รุนแรง (Hyperinflation) ความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเกิดขึ้นอย่างเห็นได้ชัดเจน Gibson ยังได้อธิบายต่อไปอีกว่า การคาดการณ์ของ ระดับราคาจะยังคงเป็นไปเช่นนั้นเรื่อยไปตราบใดที่อัตราการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินยังไม่ เปลี่ยนแปลง เช่น ถ้าปริมาณเงินเพิ่มขึ้น 10% และการคาดการณ์ของระดับราคาเพิ่มสูงขึ้น 5% ประชาชนก็จะยังคงคาดการณ์ว่าการเพิ่มราคาจะยังคงเท่ากับ 5% ตราบใดที่การเพิ่มขึ้น ของปริมาณเงินยังคงเป็น 10% เท่าเดิม แต่ถ้าปริมาณเงินเพิ่มขึ้นมากกว่า 10% เมื่อไรการ คาดการณ์ของระดับราคาก็จะเพิ่มสูงเกินกว่า 5%

การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับความเชื่อมั่นทางธุรกิจ

เป็นเรื่องยากมากที่จะทราบได้ว่านักธุรกิจมีความรู้สึกอย่างไรต่อการได้รับ ทราบว่าปริมาณเงินได้ถูกทำให้เพิ่มขึ้น ดังนั้น ในที่นี้ก็จะ เป็นเพียงการตั้งข้อสังเกตบางประการ เท่านั้น การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินอาจจะถูกมองในลักษณะที่ว่าเป็นการทำให้เงินที่จะมีใช้ สำหรับการลงทุนก็จะมีเพิ่มมากขึ้นไปด้วย (หมายความว่าธนาคารก็จะยินดีให้กู้ยืมได้มาก ขึ้นหรือไม่เรียกเงินที่ให้กู้ยืมกลับคืนไป) หรือมองว่าเงินที่จะขอกู้ยืมจะมีราคาถูกลงจากการ มองการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในลักษณะต่างๆ เหล่านี้ก็อาจทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินมีความ เชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมทาง เศรษฐกิจจะต้องเพิ่มสูงขึ้น ยิ่งกว่านั้นหน่วยธุรกิจต่างๆ ก็อาจจะคาด การณ์ว่ายิ่งประชาชนมีเงินที่จะใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้นก็จะเป็นการทำให้เกิดการขยายตัวของความ ต้องการซื้อในสินค้าและบริการต่างๆ ในระดับสูง และเพื่อที่จะสนองตอบต่อการขยายตัวดัง

กล่าวหาความต้องการที่จะใช้จ่ายลงทุนในสินค้าทุนต่างๆ ก็จะต้องเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม ถ้าระบบเศรษฐกิจอยู่ในช่วงที่มีความต้องการซื้อสูงอยู่แล้ว การขยายตัวของปริมาณเงินก็อาจจะแสดงให้เห็นถึงธุรกิจจะมีระดับวงตัวเกี่ยวกับการดำเนินการของรัฐที่จะลดทอนความต้องการซื้อในระดับสูงที่เกิดขึ้น เช่น การดำเนินนโยบายการคลังที่เป็นแบบหดตัว (Fiscal Contraction) เช่นนี้ก็จะทำให้ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นทางธุรกิจของการเพิ่มปริมาณเงินดำเนินไปในแนวทางที่แตกต่างไปจากที่ได้กล่าวมา

ความสัมพันธ์ระหว่างการคาดการณ์ของระดับราคากับค่าใช้จ่าย

ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภค (Consumption) ถ้าระดับราคาถูกคาดการณ์ว่าจะมีอัตราค่าเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในอนาคต ก็แสดงว่าราคาของสินค้าและบริการในวันนี้จะถูกกว่าราคาในอนาคต เหล่านี้ก็จะทำให้เกิดการขยายตัวของค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคเพิ่มมากขึ้น

ต่อค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุน (Investment) ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นแก่ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนนั้น เป็นการยากกำหนดได้แน่นอนลงไป นักเศรษฐศาสตร์โดยส่วนใหญ่แล้วเชื่อว่า ผลกระทบที่เกิดขึ้นจะมีเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้เพราะว่าถึงแม้ว่าราคาของสินค้าทุนต่างๆ ที่จะนำมาใช้ในการผลิตจะมีราคาสูงขึ้นในอนาคตก็ห้าม แต่ในขณะเดียวกับราคาของผลผลิตที่ผลิตได้จาก เครื่องจักร เครื่องมือเหล่านี้ก็มีราคาสูงด้วยเช่นกัน ดังนั้น ในแง่ของการพิจารณาทางด้านประสิทธิภาพของทุนหน่วยสุดท้าย (MEI) จึงพบว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมเท่าไรนัก

ความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นทางธุรกิจกับค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ

ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการคาดการณ์ที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมั่นทางธุรกิจที่เป็นไปในทางที่ดีขึ้น (Opprovement) หรือเป็นไปในทางที่เลวลง (Deterioration) นั้นจะมีต่อการตัดสินใจที่จะใช้จ่ายเพื่อการลงทุน ซึ่งก็จะเป็นการเปลี่ยนแปลง (Shift) เส้การลงทุนออกไปทางขวาหรือหรือซ้ายมือ

บทสรุป

ถึงในขณะนี้เราก็ต้องยอมรับแล้วว่ากลไกการส่งทอดที่สามประเภทต่อไปนี้มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องซึ่งกันและกันคือ

(1). The Portfolio transmission mechanism

(2). The Wealth transmission mechanism ที่ดำเนินการผ่านตลาด
หลักทรัพย์

(3). The Credit transmission mechanism

ซึ่งเมื่อเป็นเช่นนี้เราก็สามารถที่จะนำขบวนการส่งทอดต่างๆ เหล่านี้มาใช้อธิบายร่วมกันไปเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงกระทบกระเทือนของตลาดหลักทรัพย์ทางการเงิน (เป็นแรงกระตุ้นที่เกิดขึ้นต่อการจัดการกองทรัพย์สินและความมั่งคั่ง) ที่มีมูลค่าของทรัพย์สิน, ผลได้ของทรัพย์สินและปริมาณของเงินทุนที่มีให้กู้ยืมหรือ Loanable funds ด้วยเหตุนี้เองที่ W.L. Smith ได้ชี้แจงให้เห็นว่าคนส่วนใหญ่แล้วเห็นด้วยกับหลักการของการปรับตัวต่อการจัดการกองทรัพย์สิน (portfolio adjustment) ให้เป็นขบวนการหลักของการส่งทอดผลจากการดำเนินนโยบายทั้งการเงินและการคลังไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง⁽²¹⁾ ซึ่งก็ทำให้ไม่มีข้อแตกต่างกันอย่างไรสำหรับกลไกการส่งทอดทางการเงินที่สำคัญเหล่านี้ไม่ว่าจะเป็น "Cost of Capital Effect" หรือ "Valuation Effect" หรือ "Availability Effect" หรืออาจจะกล่าวได้ว่าเป็นกลไกการส่งทอดผลกระทบทางการเงินที่เป็นที่ยอมรับกันโดยจะดำเนินการผ่านการเสียความสมดุลย์ของทรัพย์สิน (Asset Imbalances) และก็มีผลสืบเนื่องให้เกิดการปรับตัวต่อไป แต่สำหรับในกรณียกเว้นอันนี้ได้แก่

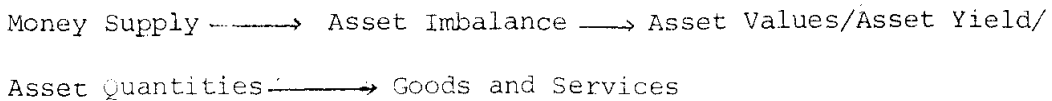
(1). The Wealth transmission mechanism ที่ดำเนินการผ่านตลาดสินค้าโดยตรง

(2). The Expectations transmission mechanism

(21)

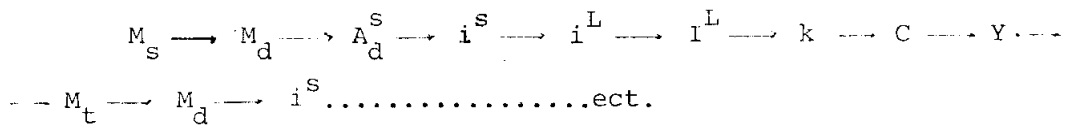
W.J. Gibson, เพิ่งอ้าง

โดยเราจะพบได้ว่าในกรณีของ (1) นั้นยังมีความไม่ชัดเจนที่เกี่ยวเนื่องกับการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งสุทธิ ดังนั้น เมื่อยังไม่มีหลักฐานที่จะมายืนยันได้แน่นอน เราก็ยังไม่สามารถเชื่อมั่นได้ถึงความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นนี้ได้ ในส่วนที่เกี่ยวกับ (2) Gibson ได้อธิบายไว้แล้วว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับการคาดการณ์ของระดับราคานั้นมีผลน้อยมาก และการเชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินต่อความเชื่อมั่นของธุรกิจนั้นก็คงเป็นไปได้หลายแบบด้วยกัน ดังนั้น เราก็จะยอมรับที่จะใช้ขบวนการของกลไกการส่งทอดผลกระทบทางการเงินในลักษณะดังต่อไปนี้



ขบวนการปรับตัวทางด้านการจัดการกองทรัพย์สินจะทำงานผ่านการเปลี่ยนแปลงปริมาณและชีพหลายของทรัพย์สินทางการเงิน และนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผลได้และมูลค่าของทรัพย์สิน โดยการทำงานของผลกระทบทางด้าน "Income Effect", "Substitution Effect", "Cost of Capital Effect" และ "Valuation Effect" ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวม และ/หรือ การเชื่อมโยงจากการสมดุลย์ของตลาดทรัพย์สิน โดยผ่านการทำงานของ "Availability Effect" ที่มีต่อค่าใช้จ่ายรวม

จากขบวนการของกลไกการส่งทอดดังกล่าว เรายอมรับโดยทั่วไปและสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการสร้างตัวแบบที่เกี่ยวข้องกับส่วนของภาคการเงินในตัวแบบของระบบเศรษฐกิจโดยส่วนรวม เช่น เป็นกลไกการส่งทอดที่ถูกบรรจุอยู่ใน Federal Reserve Board Massachusetts Institute of Technology model ของระบบเศรษฐกิจประเทศสหรัฐอเมริกา ดังนี้



การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินหมุนเวียน (ความต้องการถือเงินคงเดิม) จะทำให้เกิดปริมาณเงินส่วนเกิน และความต้องการส่วนเกินแก่หลักทรัพย์ระยะสั้น ($A^S d$) ภายใต้สภาพความต้องการส่วนเกินนี้ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นลดลง (i^S) การลดลงของ i^S จะทำให้เกิดการเชื่อมโยงของการเสียความสมดุลของการจัดการกองทรัพย์สินและการปรับตัวก็จะดำเนินต่อไปตลอดโครงสร้างของหลักทรัพย์ทุกประเภทระยะเวลาการไถ่ถอนหรือ term interest rate ซึ่งก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (i^L) ลดต่ำลงด้วย การลดลงของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะมีผลต่อการลงทุนระยะยาว (I^L) โดยเฉพาะอย่างยิ่งกิจการก่อสร้าง กิจการทางด้านนี้จะขยายตัวออก การดำเนินงานตามกลไกของส่วคูณก็จะทำให้ระดับรายได้, ความต้องการถือเงิน เพื่อจับจ่ายใช้สอยและความต้องการถือเงินเพิ่มสูงขึ้น .

หนังสืออ้างอิง

- D.G. Pierce & D.M. Shaw, "Monetary Economics : Theories, Evidence and Policy", Batterworths & Co (Publishers) Ltd. 1974.
- D.P. Tucker, Credit Rationing, Interest Rate Lag and Monetary Policy Speed", Quarterly Journal of Economics, Feb 1968.
- Don Patinkin, Money, Interest and Prices, Harper & Row, 1967.
- John G. Gurley and Edward S. Shaw, Money in a Theory of Finance, Brookings Institute, Allen and Unwin, 1960.
- James Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, Feb. 1969.
- Lord Radcliffe, Report of The Conmitter on the Working of The Monetary System, 1959.
- Milton Friedman and Devid Meiselman, The Relative Stability of Monetary Velocity and The Expenditure Multiplier in the U.S. 1897-1958", Stabilization Policies, Prentice-Mall, Englewood Cliffs, 1964.
- Milton Friedman and Anna Schwartz, "Money and Business Cycles", Review of Economics and Statistics, Feb. 1963.
- V. Argy, The Inport of Monetary Policy on Expenditure with Particular Reference to the U.K." I.M.F Staff paper, June 1969.
- W.J. Gibson, "Price Expectation Effect on Interest Rates"; Journal of Finance, Sep. 197C.
- W.L. Smith, "Current Issues in Monetary Economics", Journal of Economic Literature, Vol.3, Seb. 1970.