

ผลกระทบที่เกิดขึ้นกับ เป้าหมายชั้นกลางนั้น ส่วนใดที่เป็นผลกระทบมาจากมาตรการทางการเงิน และส่วนใดที่ไม่ใช่ (non-policy influences) การที่เป้าหมายชั้นกลางได้รับผลกระทบทั้งที่มาจากอิทธิพลของนโยบาย และภายนอกนโยบาย การบรรลุผลสำเร็จตาม เป้าหมายชั้นกลางก็จะได้ไม่หมายความว่า จะบรรลุผลสำเร็จของเป้าหมายชั้นสุดท้ายตามไปด้วย ดังตัวอย่างเช่น ถ้ากำหนดให้อัตราดอกเบี้ยเป็น เป้าหมายชั้นกลาง (ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยก็อาจจะเกิดขึ้นได้จากผลกระทบของทั้งปัจจัยภายใน และภายนอกนโยบาย เช่น (ผลผลิตของทุน, การคาดคะเนทางธุรกิจ, ระบบภาษี เป็นต้น) และ เป้าหมายชั้นสุดท้ายคือ การรักษาระดับราคาให้มีเสถียรภาพ ในสภาพการณ์ที่เกิดภาวะเงินเฟ้อ ถ้าเจ้าหน้าที่มีความ เชื่อว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย กับระดับราคามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามแล้ว เป้าหมายชั้นกลางก็จะ เป็นการกำหนดให้อัตราดอกเบี้ย เพิ่มสูงขึ้น มาตรการทางการเงินจึงถูกใช้ลงไปเพื่อให้อัตราดอกเบี้ย เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่กำลังดำเนินการอยู่นั้น นักธุรกิจ เกิดมีการคาดคะเน เกี่ยวกับสภาพของธุรกิจไปในทางที่เลวร้าย ผลก็คือ จะทำให้เส้นการลงทุนลดต่ำลงมา ซึ่งก็จะมีผลทำให้ดุลยภาพของอัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงมาจาก การลดต่ำลงมานี้ อาจจะลงมาต่ำกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยก่อนที่จะมีการดำเนินการทางการเงิน เช่น ในตอนก่อนที่จะมีการดำเนินการทางการเงิน เพื่อแก้ไขภาวะเงินเฟ้อ สมมติให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ระดับ 7% พอดำเนินการ เพื่อแก้ไขโดยผลักอัตราดอกเบี้ย ให้เพิ่มสูงขึ้นตาม เป้าหมายที่กำหนดสมมติว่า 10% แต่พอการคาดคะเนของบรรดานักธุรกิจ เป็นไปทางที่เลวลง การลงทุนลดน้อยลง ก็จะมีผลที่ให้อัตราดอกเบี้ยถูกผลักให้ต่ำลงมา ดุลยภาพของอัตราดอกเบี้ยจะลดลงต่ำกว่า เป้าหมายที่กำหนด หรือ เป็นไปได้ว่าอาจลดต่ำลงกว่า 7% เสียอีก แต่เนื่องจากเจ้าหน้าที่ขาดความรอบรู้ว่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่นั้น เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยอะไร ซึ่งระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นอยู่อาจจะ เพียงพออยู่แล้วที่จะ ทำให้ภาวะเงินเฟ้อหมดสิ้นไป จากความไม่ทราบของเจ้าหน้าที่ จึงทำให้เจ้าหน้าที่ค้างก็ยังไม่พยายามที่จะดำเนินการ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นตาม เป้าหมายที่กำหนด (10%)

ผลก็คือจะเป็นการไปสร้างปัญหาอื่น ๆ ให้เกิดขึ้น เช่น อาจจะทำให้ภาวะการว่างงานยิ่งมีความรุนแรงมากขึ้น ตามความเป็นจริงการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นนั้น เป็นผลมาจากอิทธิพลทั้งภายในและภายนอกนโยบาย ซึ่งจากตัวอย่างที่อธิบายได้จะให้ผลในทิศทางตรงกันข้าม (คืออิทธิพลของนโยบายหลักให้อัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่อิทธิพลภายนอกนโยบาย คือการคาดคะเนของนักธุรกิจต่าง ๆ มีผลให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง)

ดังนั้นตามความเห็นของ Saving จึงกล่าวว่า เจ้าหน้าที่ทางการเงินมีความจำเป็นอย่างยิ่ง โดยเฉพาะในสภาพดังกล่าวที่เกิดขึ้น ที่จะต้องสามารถแยกผลกระทบทั้งหลายที่เกิดขึ้นออกมาให้ได้ว่า ส่วนใดเป็นผลที่เกิดขึ้นจากการดำเนินนโยบาย (policy effect) และส่วนใดเป็นผลที่เกิดมาจากปัจจัยที่มาจากภายนอก (exogenous effect) ทั้งนี้เพราะผลที่เกิดขึ้นกับตัวแปรที่กำหนด เป็น เป้าหมาย และตรวจสอบได้นั้น เป็นผลที่เกิดขึ้นมาจากทั้งสองส่วน คือเป็นผลรวมทั้งหมดที่เกิดขึ้น (total effect) หรือสรุปก็คือว่าสิ่งที่จะมาคอยบอกคอยเตือนเจ้าหน้าที่ หรือที่เราเรียกว่า เครื่องชี้บอกล้วนจะต้องสามารถแยกผลกระทบต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นได้อย่างชัดเจน

ศาสตราจารย์ Karl Brunner และศาสตราจารย์ Allan H. Meltzer ได้ชี้แจงเหตุผลของความจำเป็นที่จะต้องมีการชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน ดังนี้ โดยที่การดำเนินนโยบายการเงินนั้น จะต้องมีการเปรียบเทียบผลกระทบที่เกิดขึ้นกับระบบเศรษฐกิจว่าจะมีมากน้อยเพียงพอนำพาให้บรรลุเป้าหมายที่ต้องการหรือไม่ เมื่อมีความต้องการที่จะวัดขนาดหรือต้องการเปรียบเทียบ สิ่งที่ต้องใช้เป็น เครื่องมือวัดก็จะต้องมีเกิดขึ้นมา เช่นเดียวกับการที่เราต้องการวัดขนาด หรือเปรียบเทียบในเรื่องอื่น ๆ เช่นถ้าเราต้องการทราบว่าอุณหภูมิวันนี้กับเมื่อวานนี้ วันใดร้อนกว่ากันและมากน้อยเท่าไร เราก็จะต้องมี เครื่องชี้บอกหรือ เครื่องวัดอุณหภูมิ นั่นก็คือ เราจะใช้เทอร์โมมิเตอร์เป็นเครื่องวัด จะมากน้อยเท่าไรก็ดูจากมาตรวัด (scale) ที่มีบอกไว้เช่นกัน เครื่องชี้บอกหรือ เครื่องวัดของการดำเนินนโยบายการเงินก็จำเป็นที่จะต้องมีการมี scale หรือระดับ (order) ที่แสดงถึงความ

รุนแรงมากน้อยของการดำเนินการ ซึ่งเครื่องชี้บอกล่าช้านี้จะสามารถทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงิน, นักเศรษฐศาสตร์ หรือแม้แต่ประชาชนทั่ว ๆ ไป ทราบได้ถึงทิศทางและขนาดของการดำเนินนโยบายการเงินที่กำลังดำเนินอยู่ และสามารถนำไปใช้เป็นประโยชน์เพื่อการตัดสินใจได้⁽¹⁸⁾

เมื่อเรากล่าวถึงเครื่องชี้บอกหรือเครื่องวัด เราก็จะพบว่า เครื่องชี้บอกเหล่านี้ อาจจะเป็นเครื่องชี้บอกที่สามารถแสดงถึงขนาด หรือระดับที่วัดออกมาได้อย่างชัดเจนแน่นอนลงไป (obvious) ส่วนใหญ่โดยทั่วไปได้แก่ เครื่องวัดที่เป็นวิทยาศาสตร์ต่าง ๆ เช่น เทอร์โมมิเตอร์, เครื่องชั่งน้ำหนัก, เครื่องวัดความเร็ว ต่าง ๆ เป็นต้น แต่สำหรับเครื่องวัดหรือเครื่องชี้บอก บางประเภทไม่สามารถบอกได้ถึงทิศทางและขนาดได้อย่างชัดเจนแน่นอนลงไป (not be obvious) ยกตัวอย่างเช่น การย่นเนื้อบนกองไฟ การจะบอกได้ว่าเนื้อที่ย่างนี้จะสุกหรือยังนั้น เราก็อาจมีเครื่องชี้บอกหรือเครื่องวัดได้หลายแบบด้วยกัน เช่น ระยะเวลาที่ใช้ไปในการย่าง, ความร้อนจากกองไฟ, สีของเนื้อที่ย่าง หรือกลิ่นของเนื้อที่ย่าง เป็นต้น จากการที่มีเครื่องชี้บอกหลาย ๆ อย่างสามารถแสดงให้เราทราบถึงสิ่งที่เราต้องการทราบได้เช่นนี้ เราก็จะต้องตัดสินใจเลือกเครื่องชี้บอกที่เหมาะสมอย่างใดอย่างหนึ่งขึ้นมาใช้ หรือก็อาจเป็นไปได้ว่าเราจะต้องใช้เครื่องชี้บอกหลาย ๆ อย่างพร้อม ๆ กันไปประกอบการพิจารณา แต่ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นอีกเพราะเครื่องชี้บอกที่นำมาใช้พิจารณานั้น แสดงผลที่ออกมาอาจจะขัดแย้งกันก็ได้ ซึ่งก็จะทำให้เราไม่สามารถทราบได้อย่างเด่นชัดลงไปว่า ผลที่เกิดขึ้นจริง ๆ จะเป็นเช่นไร

และเราก็พบต่อไปว่าการดำเนินนโยบายการเงิน ก็เป็นเสมือนกับการย่างเนื้อ

(18)

K. Brunner and A.H. Meltzer, "The Nature of Policy Problem" in Karl Brunner (ed.), Target and Indicators of Monetary Policy, Chandler (1969).

บนกองไฟ ดังตัวอย่าง คือไม่สามารถใช้เครื่องชั่งบอกอย่างหนึ่งอย่างใด ที่จะระบุอย่างชัดเจนลงไปได้ว่ามีทิศทาง หรือขนาดของผลที่เกิดขึ้นเป็นเช่นไร? ดังนั้นปัญหาที่เกิดขึ้นกับเรื่องของเครื่องชั่งบอกของการดำเนินนโยบายการเงินก็คือ เราจะใช้เครื่องชั่งบอกอะไร เป็นสิ่งที่แสดงให้เราทราบถึงผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อระบบ เศรษฐกิจ ได้อย่างถูกต้องเหมาะสม

จากลักษณะดังกล่าวของเครื่องชั่งบอกสำหรับการดำเนินนโยบายการเงิน ทำให้มีการเสนอตัวแปรต่าง ๆ ทางการเงิน (monetary variables) เข้ามาทำหน้าที่เป็นเครื่องชั่งบอกที่จะแสดงถึงทิศทาง และขนาดของการดำเนินนโยบายการเงิน ตัวแปรเหล่านี้ ได้แก่ ตัวแปรประเภทที่เป็นอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ อันได้แก่ อัตราดอกเบี้ยระยะยาว, อัตราผลตอบแทนของหุ้น (Equity yields) เป็นต้น และตัวแปรประเภทที่เป็นมวลรวมทางการเงิน (monetary aggregates) ได้แก่ ปริมาณเงิน, ปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ประเภทต่าง ๆ , การขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศ (Domestic credit expansion) เป็นต้น ซึ่งการมีตัวแปรที่ใช้เป็นเครื่องชั่งบอกหลาย ๆ ตัวเช่นนี้ ก็มีผลทำให้เกิดความแตกต่างกันในเรื่องของความรอบรู้เกี่ยวกับทิศทาง และขนาดของการดำเนินนโยบายการเงินของกลุ่มต่าง ๆ ที่ใช้เครื่องชั่งบอกที่ไม่เหมือนกัน โดยบางกลุ่มอาจจะมองเห็นว่าทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงินอยู่ในขณะนี้ เป็นในแบบขยายตัว ส่วนอีกกลุ่มอาจจะมองเห็นไปว่าทิศทางเป็นในทางตรงข้ามคือ เป็นแบบบีบรัดทางการเงิน ความแตกต่างในเรื่องเหล่านี้จะนำไปสู่การคาดการณ์ในลักษณะที่ถูกบ้างผิดบ้าง, มากบ้างน้อยบ้าง เกี่ยวกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และก็จะ เป็นไปได้อย่างมากต่อการเป็นอุปสรรคของการดำเนินนโยบายการเงินให้บรรลุผลได้ตามที่ต้องการ

ดังนั้นความจำเป็นที่สำคัญต่อมาก็คือ การที่เราจะต้องได้ตัวแปรที่สามารถใช้เป็นเครื่องชั่งบอกผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีความถูกต้อง เหมาะสม และ เป็นที่ยอมรับของผู้คนกลุ่มต่าง ๆ วิธีการในเบื้องต้นสำหรับการคัดเลือกตัวแปรต่าง ๆ มาใช้เป็นเครื่อง

ซึ่งบอกก็คือ พิจารณาว่าตัวแปรประเภทใดมีคุณสมบัติอย่างครบถ้วนของการทำหน้าที่ เป็น เครื่องชี้บอก โดยคุณสมบัติที่สำคัญของตัวแปรที่เหมาะสมในการที่จะนำมาใช้ เป็น เครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน มีดังนี้⁽¹⁹⁾

1. จะต้องเป็นตัวแปรที่สำคัญในขบวนการส่งทอด เชื่อมโยงระหว่างการเปลี่ยนแปลงของมาตรการทางการเงิน ไปสู่การเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นกับ เป้าหมายขั้นสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงิน หรือระดับกิจกรรมของระบบ เศรษฐกิจ
2. จะต้องเป็นตัวแปรที่สามารถตรวจสอบได้โดยสะดวก, รวดเร็ว และถูกต้องแน่นอน
3. จะต้องเป็นตัวแปรที่ได้รับอิทธิพลอย่างสำคัญมาจากมาตรการทางการเงินมากที่สุด และได้รับผลกระทบจากอิทธิพลภายนอกนโยบาย (Non-policy effects) น้อยที่สุด

ต่อไปนี้ขอให้เรามาพิจารณากันก่อนว่า ตัวแปรที่จะนำมาใช้ เป็น เครื่องชี้บอกที่มีความเหมาะสมนั้น ควรที่จะเป็นตัวแปรที่อยู่ในช่วงใดของการดำเนินนโยบายการเงิน

ถ้าเราพิจารณาจากตัวแปรที่นำมากำหนดเป็น เป้าหมายขั้นสุดท้าย เช่น ระดับรายได้ประชาชาติ, ระดับราคา, ระดับการจ้างงาน เหล่านี้ เราก็คงพบว่าตัวแปรในส่วนเหล่านี้เป็น เครื่องชี้บอกที่เลว (poor indicator) ของการดำเนินนโยบายการเงิน ประการแรกก็คือ ผลที่เกิดขึ้นกับตัวแปรที่เป็น เป้าหมายขั้นสุดท้ายเหล่านี้ ไม่สามารถแสดงผลกระทบที่เกิดขึ้น ในปัจจุบันของการดำเนินนโยบายได้ การตรวจสอบต้องเสียเวลาอันยาวนาน และไม่เป็นผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการดำเนินนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียว

(19)

Thomas F. Cargill, เคยอ้างแล้ว, p. 441 .

และถ้าเราพิจารณาตัวแปรที่อยู่ทางด้านส่วนแรกของขบวนการ เช่นพิจารณาจากผลโดยตรงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ก็จะมีแนวโน้มเป็นเครื่องชี้บอกที่เร็ว เช่นเดียวกัน ถึงแม้ว่าตัวแปรเหล่านี้จะมีความใกล้ชิด และโดยตรงจากการควบคุมของเจ้าหน้าที่ทางการเงินก็ตาม แต่ก็อาจไม่สามารถบอกสิ่งที่เป็นประโยชน์ได้มากนักแก่เจ้าหน้าที่ทางการเงิน โดยเฉพาะในตอนกลางและตอนสุดท้ายของขบวนการส่งทอดที่เกิดขึ้น และบางครั้งยังอาจให้ข้อมูลที่ผิดพลาดแก่เจ้าหน้าที่อีกด้วย ยกตัวอย่างเช่น ถ้าเราใช้ขนาดของหลักทรัพย์รัฐบาลที่อยู่ในกองทรัพย์สินของธนาคารกลาง เป็นตัวแปรที่จะใช้ เป็นเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน เราก็จะพบว่า เป็นเครื่องชี้บอกที่เร็ว ถึงแม้ว่าจะ เป็นตัวแปรที่มีความผูกพันอย่างใกล้ชิดกับมาตรการทางการเงิน ที่ใช้โดยเฉพาะอย่างยิ่งมาตรการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล แต่จากลักษณะของการใช้มาตรการซื้อขายหลักทรัพย์โดยทั่วไป มักจะให้เป็นมาตรการ เพื่อป้องกันแก้ไขผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ (defensive open market operations) ⁽²⁰⁾ ซึ่งก็จะทำให้ขนาดของหลักทรัพย์รัฐบาลที่เปลี่ยนแปลงไปไม่สามารถบอกได้ถึงความสัมพันธ์ที่แน่นอนลงไปแก่เจ้าหน้าที่ทางการเงิน ผลก็คือตัวแปรที่อยู่ในตอนส่วนต้น ๆ ของขบวนการนั้น ไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกที่ดีได้

ดังนั้นตัวแปรในส่วนกลางของขบวนการส่งทอด จึงถูกพิจารณาให้นำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน ประเภทของตัวแปรที่ถูกพิจารณานำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงินที่สำคัญ 2 ประเภท คือ อัตราดอกเบี้ยและมวลรวมทางการเงิน (monetary aggregates) โดยนักเศรษฐศาสตร์ที่สำคัญ 2 กลุ่มยังคงมีความเห็นที่ขัดแย้งกันอยู่ในการที่จะนำเอาประเภทของตัวแปรมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงิน โดยสำนัก

(20)

เช่น เพื่อป้องกันไม่ให้เป้าหมายของเงินสำรอง เบี่ยงเบนไปจากที่กำหนดไว้ ธนาคารกลางจะดำเนินมาตรการซื้อขายหลักทรัพย์ในขนาดที่เพียงพอจะชดเชยให้เงินสำรองเข้าสู่เป้าหมายที่ต้องการ

เคนส์ (Keynesians) พิจารณาตัวแปรประเภทอัตราดอกเบี้ย ส่วนสำนักการเงินนิยม (monetarists) พิจารณาตัวแปรประเภทมวลรวมทางการเงิน เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงิน และจากการแสดงออกของอัตราดอกเบี้ย และมวลรวมทางการเงินต่าง ๆ เหล่านี้มักจะให้ความเข้าใจหรือสัญญาณที่ขัดแย้งกันอยู่เสมอ ดังนั้นพวกสำนักเคนส์ และสำนักการเงินนิยมจึงมีความคิดเห็นที่ขัดแย้งกันอยู่เสมอ ๆ ในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับทำที่ อันหมายถึงทิศทางและขนาดของนโยบายการเงินที่กำลังดำเนินอยู่ คำถามที่สำคัญในขณะนี้ก็คือ ฝ่ายใด เป็นฝ่ายที่ได้รับสัญญาณที่ถูกต้อง

โดยที่ถ้าเครื่องชี้บอกทางการเงินนี้จริง ๆ แล้วถูกใช้เพื่อแสดงถึงท่าทีของการดำเนินนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวแล้ว ก็จะมีผลถึงการแสดงถึงผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงิน โดยไม่เกี่ยวข้องกับผลกระทบอื่น ๆ ซึ่งในกรณีเช่นนี้นั้นจะพบว่าทั้งอัตราดอกเบี้ย และมวลรวมทางการเงิน (ปริมาณเงิน เงินสำรองธนาคาร) จะไม่มีคุณสมบัติที่สมบูรณ์สำหรับหน้าที่ดังกล่าว ทั้งนี้เพราะว่าตัวแปรทั้งสองประเภทนี้ได้รับอิทธิพลทั้งที่มาจาก การดำเนินมาตรการของธนาคารกลาง และจากปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ดังตัวอย่างเช่น ปริมาณเงินจะเห็นได้ว่าเป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดขึ้นมาจากพฤติกรรมของธนาคารกลางส่วนหนึ่ง พฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์อีกส่วนหนึ่ง และพฤติกรรมของประชาชนโดยทั่วไปอีกส่วนหนึ่งด้วย ส่วนตัวแปรประเภทอัตราดอกเบี้ยก็เช่นเดียวกัน ส่วนหนึ่งได้รับอิทธิพลมาจากการดำเนินมาตรการของธนาคารกลาง แต่อีกส่วนหนึ่งก็ได้รับอิทธิพลอย่างสำคัญมาจากพฤติกรรมของการขอกู้ และการให้กู้ของประชาชน และหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ อีกด้วย

อัตราดอกเบี้ยในฐานะที่ถูกนำมาใช้เป็น เครื่องชี้บอกทางการเงิน

นักเศรษฐศาสตร์การเงินสำนักเคนส์ได้แสดงความคิดเห็นไว้ว่า ตัวแปรที่มีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้เป็น เครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงินนั้น ก็คือประเภทต่าง ๆ ของอัตราดอกเบี้ยอันอาจจะได้แก่ federal funds rate (อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น

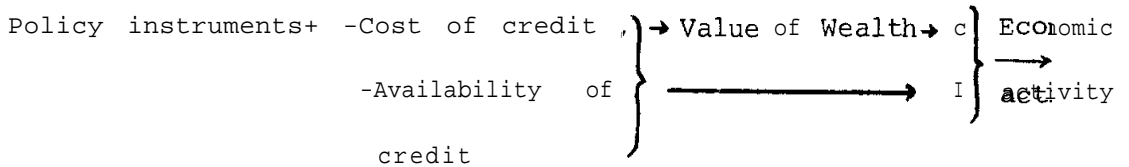
ระหว่างธนาคาร), Treasury bill rate (อัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลัง), long term bond rate (อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาว) และอัตราดอกเบี้ยชนิดอื่น ๆ เป็นต้น โดยเหตุผลที่กล่าวอ้างในเรื่องนี้คือ

ประการที่หนึ่ง ข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยนั้นมียุ่อย่างมากมาย ครบถ้วน ซึ่งธนาคารกลางสามารถที่จะตรวจสอบได้ตลอดเวลา เช่นจากส่วนงานของธนาคารกลางที่ดำเนินการในเรื่องของการซื้อขายหลักทรัพย์ (open market operation) เจ้าหน้าที่ทางการเงินก็สามารถรับทราบข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยได้อย่างครบถ้วนในเวลาเพียงไม่กี่นาทีเท่านั้น ตั้งแต่อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่มีการซื้อขายและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมประเภทต่าง ๆ ที่มีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิด กับอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายโดยธนาคารกลาง จากคุณลักษณะที่เป็นข้อมูลที่สามารถตรวจสอบได้อย่างสะดวกรวดเร็ว เช่นนี้ จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยมีความเหมาะสมที่จะถูกนำมาใช้ เป็น เครื่องชี้บอก ของการดำเนินนโยบายการเงิน

ประการที่สอง ในแง่ทางทฤษฎีของสำนักเคนส์ได้พิจารณาเห็นว่า อัตราดอกเบี้ยนี้อยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารกลาง โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน ซึ่งในเชิงปฏิบัติในลักษณะ เช่นนี้ ธนาคารกลางก็มีความจำเป็นเพียงแต่ทำการซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ในตลาดเท่านั้น ก็จะสามารถที่จะลดหรือเพิ่มผลได้ของหลักทรัพย์เหล่านั้น

ประการที่สาม จากทฤษฎีการเงินของสำนักเคนส์พิจารณาว่า อัตราดอกเบี้ยเป็นหัวใจสำคัญของกลไกการส่งทอด (transmission mechanism) นั่นก็คือผลกระทบที่มาจากภาคการเงินจะส่งผลผ่านอัตราดอกเบี้ยมายังภาคการผลิต (real sector) โดยอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่า ให้ค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยสูงทำให้ค่าใช้จ่ายลดลง ซึ่งก็สามารถนำเอาเหตุผลเช่นนี้มาพิจารณาได้ว่า นโยบายการเงินที่จะมีลักษณะบีบรัดมากขึ้น หรือขยายตัวมากขึ้น จะสามารถเฝ้าดูได้จากอัตราดอกเบี้ยที่กำลังเพิ่มขึ้นหรือลดลง

จากตัวแบบทาง เศรษฐมิติที่จัดทำขึ้นโดยธนาคารกลาง และสถาบัน เพื่อ เทคโนโลยี แห่งรัฐแมซซาชูเซต (Federal Reserve-MIT econometric model) เป็นหลักฐานที่ นำมาใช้สนับสนุนได้อย่างดียิ่ง เกี่ยวกับขบวนการส่งทอดในทฤษฎีการเงินของเคนส์ โดยตัว แบบนี้วางอยู่บนพื้นฐานของทฤษฎีการเงินของสำนัก เคนส์ ซึ่งมีขบวนการส่งทอดผลของการ ดำเนินนโยบายการเงินไปยังกิจกรรมทาง เศรษฐกิจดังต่อไปนี้⁽²¹⁾



การเปลี่ยนแปลงการดำเนินมาตรการทางการเงิน จะทำให้เกิดการ เปลี่ยนแปลงของต้นทุนและปริมาณของสินเชื่อ การเปลี่ยนแปลงของต้นทุนของสินเชื่อ หรืออัตราดอกเบี้ย จะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงมูลค่าของหุ้นและพันธบัตร ซึ่งนำไปสู่การ เปลี่ยนแปลงมูลค่าของ ความมั่งคั่ง การเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่ง จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในค่าใช้จ่ายเพื่อ การบริโภค และการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนของการกู้ยืม ก็จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน ส่วนต่าง ๆ ของค่าใช้จ่ายรวมทั้งไหวตัวไปตามการเปลี่ยนแปลงของต้นทุน และปริมาณของสินเชื่อ

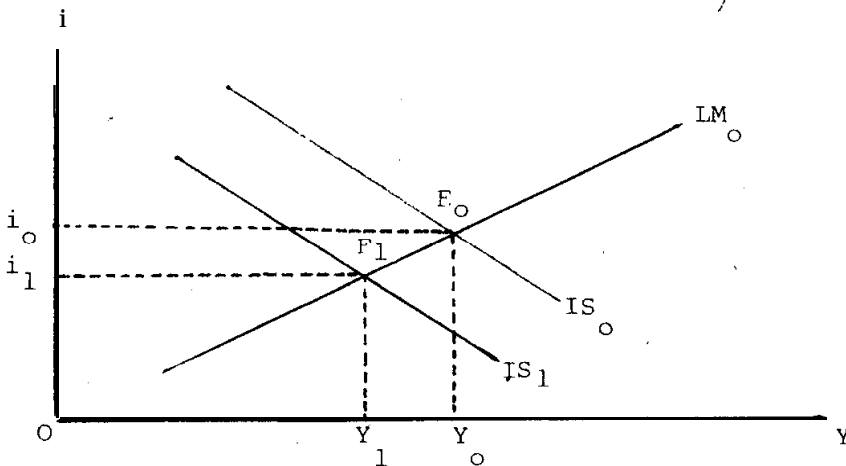
ประการที่สี่ จากการศึกษาที่ธนาคารกลางมีจุดมุ่งหมายที่เก่าแก่ซึ่งได้แก่จะรักษา สภาพการณ์ต่าง ๆ ในตลาดการเงิน โดยสภาพการณ์ต่าง ๆ ตามที่กล่าวก็หมายความว่า ธนาคารกลางจะใช้มาตรการต่าง ๆ ที่มีเพื่อลดการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยโดยเฉพาะอย่างยิ่ง อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ธนาคารกลางและสถาบันการเงินต่าง ๆ จะมีความรู้สึกว่าการ ผันผวนอย่างรวดเร็วของอัตราดอกเบี้ยนั้น จะเข้ามาแทรกแซงและมีผลกระทบต่อ การไหลของเงินออมและเงินลงทุน และก็จะนำไปสู่การผันผวนของการเก็งกำไรในอัตราดอกเบี้ย

(21) Thomas F. Cargill, เคยอ้างแล้ว, p. 444

ข้อวิจารณ์ของการนำอัตราดอกเบี้ยมาเป็นเครื่องชั่งออกทางการเงิน

ถึงแม้ว่าความรอบรู้เกี่ยวกับข้อมูลของอัตราดอกเบี้ย จะสามารถตรวจสอบได้อย่างทันทีก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์สำนักทฤษฎีปริมาณเงินสมัยใหม่ได้กล่าวโต้แย้งต่อเหตุผลอื่น ๆ ของพวกสำนักเคนส์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องของกลไกการส่งทอดของการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งมีเหตุผลที่เชื่อว่าการดำเนินนโยบายการเงินจะมีผลโดยตรงต่อภาคการผลิต ดำเนินการผ่านปริมาณเงินและความต้องการถือเงิน ซึ่งถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยจะมีการปรับตัวก็ตาม นักเศรษฐศาสตร์การเงินนิยมก็กล่าวว่า ไม่มีผลอย่างสำคัญในขบวนการเชื่อมโยงที่เกิดขึ้น ในเรื่องดังกล่าวนี้ก็ได้ชี้ให้เห็นถึงเหตุผลที่สำคัญ ถึงความไม่เหมาะสมของการที่จะนำอัตราดอกเบี้ยมาเป็นเครื่องชั่งออกของการดำเนินนโยบายการเงิน

ประการที่หนึ่ง การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ไม่ได้ถูกกำหนดมาจากทางด้านนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียว เพื่อเข้าใจได้อย่างง่าย ๆ และชัดเจนถึงข้อโต้แย้งนี้สามารถพิจารณาได้จากรูปที่ 1 ดังนี้



ในรูปที่ 1. นี้แสดงถึงเส้น IS-LM ในทฤษฎีของสำนักเคนส์แบบดั้งเดิม (traditional keynesian theory) โดยเริ่มต้นจากเส้น IS₀ และเส้น LM₀ ตัดกันที่ E₀ กำหนดดุลยภาพทั่วไปของระบบเศรษฐกิจ ณ ระดับรายได้ Y₀ และอัตราดอกเบี้ย i₀

ต่อมาสมมติว่าค่าใช้จ่ายอิสระของระบบเศรษฐกิจเกิดลดลง ซึ่งก็จะมีผลต่อการเลื่อนของเส้น IS ไปทางซ้ายมือ เป็นเส้น IS_1 ระบบเศรษฐกิจจะอยู่ในสภาวะที่ถดถอย (recessions) และจะได้ดุลยภาพระดับใหม่ η รายได้เท่ากับ Y_1 อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ i_1 ในที่นี้จะเห็นว่าเส้น LM ซึ่งมีผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน ยังคงเป็นเส้นเดิมอยู่คือ LM_0 จึงเป็นเหตุผลที่พวกการเงินนิยมกล่าวว่า การใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงินนั้น จะไม่เป็นการถูกต้องเสมอไป และอาจทำให้เกิดความเข้าใจผิดได้ดังเช่นในกรณีข้างต้นที่กล่าวมา อัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลงมาทั้งที่นโยบายการเงินที่แสดงโดยเส้น LM ยังไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลง ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไปคงเป็นเพียงส่วนเดียวเท่านั้นที่ได้รับอิทธิพลจากธนาคารกลาง นอกจากนั้นยังได้รับอิทธิพลอย่างสำคัญมาจากการตัดสินใจของกู้ยืมและให้กู้ยืมของบุคคล และสถาบันต่าง ๆ ในภาคเอกชน

ประการที่สอง เป็นข้อโต้แย้งที่มาจากพวกการเงินนิยมที่ชี้ให้เห็นถึงข้อผิดพลาดโดยธรรมชาติที่ได้นำอัตราดอกเบี้ยมาเป็นเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน คือ เรื่องที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของการคาดคะเนระดับราคา (price expectations) ซึ่งตามทัศนะนี้ เราจะต้องแบ่งส่วนของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (nominal rate) ในท้องตลาดออกเป็นสองส่วน คือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และอัตราการเปลี่ยนแปลง หรืออัตราเงินเพื่อที่คาดว่าจะเกิดขึ้น ดังนั้นถ้าให้ i คืออัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน r คืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและ p_E คืออัตราการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาที่จะเกิดขึ้น เช่นนี้

$$i = r + p_E$$

เหตุผลอย่างง่าย ๆ ที่ใช้อธิบายว่าเพราะเหตุใด จึงรวมอัตราของการคาดคะเนของระดับราคาเข้ามาเป็นตัวกำหนดของอัตราดอกเบี้ย เช่น ถ้านักศึกษาให้กู้ยืมไป 100 บาท ระยะเวลา 1 ปี ดอกเบี้ยร้อยละ 5 ซึ่งพอสิ้นปีนักศึกษาจะได้รับเงิน 105 บาท แต่ถ้าในระยะเวลาที่ให้กู้ยืมนั้น ระดับราคาได้เพิ่มขึ้นจากเดิมร้อยละ 5 ก็จะทำให้เงินที่

นักศึกษาได้รับคืนมา 105 บาท จะมีอำนาจซื้อได้เพียง 100 บาท เท่ากับที่นักศึกษาให้ยืมไป ในตอนต้นปี อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในกรณีนี้จะมีค่าเท่ากับ 0 คือนักศึกษาไม่ได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงเพิ่มขึ้นจากการให้ยืมนี้เลย ในกรณีที่ทั้งผู้ให้ยืมและผู้ขอยืม ตระหนักดีถึงเรื่องที่เกี่ยวข้องกับเรื่องต่าง ๆ เหล่านี้ อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินจะถูกปรับให้เพิ่มสูงขึ้นในช่วงระยะของเงินเพื่อ โดยนำเอาอัตราเงินเพื่อเข้ามาพิจารณาด้วย จากการที่ค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภค และการลงทุนจะเปลี่ยนแปลงอย่างใดนั้น ก็ขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ดังนั้นในช่วงที่เกิดเงินเพื่ออัตราดอกเบี้ยตลาดที่เป็นตัวเงินก็จะมีแนวโน้มสูงขึ้น ผู้ที่ใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องชั่งอาก็อาจจะพิจารณาว่า นโยบายการเงินที่ดำเนินในขณะนั้นมาเป็นแบบบีบรัดซึ่งจริง ๆ แล้วนโยบายการเงินในขณะนั้นอาจเป็นไปในแบบขยายก็ได้ เช่นอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน 18% อาจจะถูกมองว่านโยบายการเงินเป็นแบบบีบรัด แต่จริง ๆ แล้วอาจจะได้รับผลมาจากการคาดคะเนระดับของเงินเพื่อในอัตราสูง ๆ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอาจจะอยู่เพียงระดับ 3-5% เท่านั้น และจากการที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่สามารถทราบได้อย่างแน่นอนว่า อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะเป็นเท่าไร ทั้งนี้เพราะว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงนั้น ขึ้นอยู่กับการคาดคะเนที่เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของระดับราคา ซึ่งแปรเปลี่ยนแตกต่างกันไปในแต่ละบุคคล และก็เปลี่ยนไปตามกาลเวลาอีกด้วย ก็ทำให้การใช้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน เป็นเครื่องชั่งอก มีความผิดพลาดอยู่ตลอดเวลาและการจะใช้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เป็นเครื่องชั่งอก ก็ทำไม่ได้เพราะไม่สามารถตรวจสอบได้ถึงข้อมูลที่ถูกต้องได้

ประการที่สาม ศาสตราจารย์มิลตัน ฟรีดแมน ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินกับอัตราดอกเบี้ยไว้ในลักษณะที่แตกต่างไปจากแนวความคิดของพวกสำนักเคนส์ โดยฟรีดแมนว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้โดยพิจารณาแยกอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงว่ามีความแตกต่างกันออกจากกันเสียก่อน เมื่อปริมาณเงินเพิ่มขึ้น ผลกระทบเริ่มแรกที่เกิดขึ้นจะทำให้ทั้งอัตรา

ดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินและที่แท้จริงลดลง (ซึ่งสำนักเคนส์เรียกผลกระทบที่เกิดขึ้นนี้ว่า Liquidity effect) อย่างไรก็ตามอีกระยะหนึ่งอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินก็จะกลับเป็นเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้เป็นไปตามขบวนการปรับตัวที่นักศึกษาได้ศึกษามาแล้วในเรื่องของทฤษฎีการเงินของนักทฤษฎีปริมาณเงินสมัยใหม่ เหล่านี้ก็แสดงว่าการใช้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเป็นเครื่องขับเคลื่อนนั้น ไม่สามารถระบุได้อย่างแน่ชัดลงไปได้ถึงทิศทางที่ถูกต้องของการดำเนินนโยบายการเงิน

ประการที่สี่ ศาสตราจารย์โทมัส เซฟริง (T. Saving) ได้กล่าวถึงความเหมาะสมของการนำอัตราดอกเบี้ยมาใช้เป็นเครื่องขับเคลื่อนทางการเงิน โดยให้เหตุผลว่าจากการที่อัตราดอกเบี้ยไม่สามารถแยกผลกระทบที่เกิดขึ้นได้อย่างชัดเจนว่า ผลกระทบส่วนใดเป็นผลกระทบที่มาจาก การดำเนินนโยบาย (policy effect) และส่วนใดเป็นผลกระทบที่มาจากภายนอก (exogenous effect) เช่นนี้ จึงทำให้การติดตามผลของการดำเนินนโยบายการเงินไม่ได้ผลเท่าที่ควร หรือบางครั้งอาจยิ่งซ้ำเติมสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจให้ยิ่งเลวร้ายเพิ่มมากขึ้นไปอีก ดังตัวอย่างเช่น ถ้าสมมุติว่าเจ้าหน้าที่การเงินมีความเชื่อว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม การใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวกลางเพื่อนำไปสู่การมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ก็จะไปในลักษณะดังนี้ คือเพิ่มอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้นในช่วงที่ค่าใช้จ่ายรวมอยู่ในระดับสูง ๆ และลดอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงที่ค่าใช้จ่ายรวมอยู่ในระดับต่ำ ๆ แต่ในช่วงที่ยังไม่ได้มีการดำเนินนโยบายแต่อย่างใดนั้น อัตราดอกเบี้ยโดยปกติก็จะมีการเปลี่ยนแปลงไปตามการเคลื่อนไหวของวัฏจักรธุรกิจอยู่แล้ว คือในช่วงที่ค่าใช้จ่ายรวมกำลังเพิ่มขึ้น หรือเศรษฐกิจกำลังรุ่งเรืองนั้น อัตราดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นด้วย และในช่วงที่ค่าใช้จ่ายรวมกำลังลดลง หรือเศรษฐกิจกำลังถดถอย อัตราดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มลดลงด้วย เช่นนี้แล้ว ถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินยังคงเชื่อมั่นที่จะใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องขับเคลื่อนแล้ว ก็จะต้องประสบกับความผิดพลาดจากสัญญาณที่ได้รับมาก ทั้งนี้เพราะข้อมูลของอัตราดอกเบี้ยที่ตรวจสอบได้มานั้น เป็นผลรวม

กันระหว่างผลกระทบของนโยบาย และผลกระทบจากภายนอก คือ ในช่วงวัฏจักรธุรกิจที่รุ่งเรืองนั้น อัตราดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มสูงโดยตัวของมันเองอย่างอิสระ โดยที่ไม่เกี่ยวข้องกับนโยบายที่ได้จัดทำลงไป (จากข้อสมมุติที่กล่าวแล้วในข้างต้น นโยบายที่จัดทำในช่วงเศรษฐกิจรุ่งเรืองนี้ก็คือ เพิ่มอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้น เพื่อทำให้เกิดเสถียรภาพ) ซึ่งผลของนโยบายที่จัดทำลงไปจริง ๆ อาจทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงก็ได้ แต่ผลกระทบจากภายนอกที่มีต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นอาจจะรุนแรงมากกว่า จนทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยจริง ๆ ที่เกิดขึ้นหรือที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินตรวจสอบได้เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเจ้าหน้าที่ทางการเงินก็จะเกิดการเข้าใจผิดว่านโยบายที่ได้ดำเนินการลงไปแล้วนั้น เป็นไปอย่างถูกต้องทั้ง ๆ ที่จริง ๆ แล้วไม่ถูกต้อง (22)

ประการสุดท้าย จากการใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นเครื่องชี้บอก โดยให้เหตุผลว่าธนาคารกลางมีวัตถุประสงค์ที่จะดำเนินการใด ๆ ในอันที่จะรักษาสถานะภาพต่าง ๆ ของตลาดการเงินเอาไว้ ปรากฏว่ามีข้อโต้แย้งในเรื่องนี้หลายประการด้วยกัน

- (1) เป็นจุดมุ่งหมายที่เข้าไปแทรกแซงกลไกการทำงานของอัตราดอกเบี้ยในระบบ เศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยในฐานะที่เป็นราคาของเงินทุนที่จะเป็นตัวจัดสรรเงินทุนที่มีอยู่ไปใช้เพื่อการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพ
 - (2) ความพยายามที่จะรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยให้มีเสถียรภาพนั้น จะยิ่งเป็นการทำให้ปริมาณเงินมีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งปริมาณเงินนับได้ว่าคุณค่าอย่างยิ่งต่อการกำหนดระดับของกิจกรรมทาง เศรษฐกิจ
 - (3) การรักษาเสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลาง เป็นการมุ่งให้ความสนใจเพียงภาคเศรษฐกิจเดียวเท่านั้น ของระบบ เศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งทำให้ขาดความสมบูรณ์ของการที่จะพิจารณาผลกระทบที่มาจากภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ
- (22)

Thomas R. Saving, Monetary-Policy Targets and Indicators
"Journal of Political Economy, Augu st, 1967, pp. 187-217.

ปริมาณเงินในฐานะที่ถูกใช้ เป็น เครื่องชี้บอกทางการเงิน (Money Supply Indicators)

นักทฤษฎีปริมาณเงินสมัยใหม่ให้ความเห็นไว้ว่า ตัวแปรที่มีความเหมาะสมต่อการนำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงินนั้น ก็คือปริมาณเงินหรือถ้าจะกล่าวให้ถูกต้องจริง ๆ ก็คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน (rate of change in the money supply) ไม่ว่าจะ เป็นปริมาณเงินในความหมายแบบใดก็ได้ M_1 , M_2 หรือความหมายในแบบที่กว้างขึ้นไปอีก สิ่งที่สำคัญก็คือจะต้องอยู่ในรูปของอัตรา (rate) ของการเปลี่ยนแปลง เปอร์เซนต์ของการเพิ่มขึ้นโดยปกติทั่วไปจะคิดระยะเวลา 1 ปี สำหรับบุคคลที่มีแนวความคิดที่สอดคล้องกับพวกนักการเงินนิยมก็จะพบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน เป็น เครื่องชี้บอกที่เหมาะสมของการดำเนินนโยบายการเงิน โดยหลักทั่วไปแล้ว สภาพทางการเงินที่คล่องตัว (ease) หรือบีบรัด (tightness) นั้นขึ้นอยู่กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินเมื่อคิดเปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของความต้องการถือเงิน (โดยที่แยกผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินที่มีต่อความต้องการถือเงินออกไปแล้ว) ซึ่งถ้าเราแยกผลกระทบของการดำเนินนโยบายการเงินออกไปแล้ว จากข้อมูลของสภาพความเป็นจริงพบว่า ความต้องการถือเงินจะมีเสถียรภาพที่สูงมาก ดังนั้นโดยทั่วไปแล้วก็เป็น การเพียงพอที่เราจะพิจารณาเฉพาะในส่วนของปริมาณเงินอย่างเดียว

เหตุผลโดยทั่วไปที่พวกนักการเงินนิยมใช้สนับสนุนการให้ปริมาณเงิน เป็น เครื่องชี้บอกทางการเงิน

ประการที่หนึ่ง จากการยอมรับว่าปริมาณเงิน เป็นตัวแปรที่ธนาคารกลางสามารถที่จะควบคุมได้อย่างใกล้ชิด .

ประการที่สอง จากทฤษฎีการเงินของพวกนักทฤษฎีปริมาณเงินสมัยใหม่ จะพบว่าปริมาณเงินเป็นทรัพย์สินทางการเงินที่มีความสำคัญมากที่สุด โดยการเปลี่ยนแปลงอัตรา

เพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับรายได้ ระดับการจ้างงานและระดับราคา ซึ่งทำให้สามารถใช้เป็น เครื่องชี้บ่งที่แสดงให้เห็นถึงท่าทีที่กำลังดำเนินอยู่ของนโยบายการเงิน

ข้อโต้แย้งต่าง ๆ ของการนำเอาปริมาณเงินมาใช้ เป็น เครื่องชี้บ่งทางการเงิน โดยเฉพาะข้อโต้แย้งที่มาจากนัก เศรษฐศาสตร์สำนัก เคนส์ที่ปฏิเสธว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินไม่ใช่ เครื่องชี้บ่งทางการเงินที่ดีที่สุด ทั้งโดยให้เหตุผลไว้ดังนี้

ประการที่หนึ่ง ข้อมูลของปริมาณเงินที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถจะตรวจสอบได้นั้น จะต้องใช้ระยะเวลาหนึ่งจึงจะสามารถได้รับมา ไม่สามารถตรวจสอบได้อย่างทันทีทันใด ประมวลว่าอย่างไรเร็วที่สุดก็ต้องใช้ระยะเวลาประมาณหนึ่งสัปดาห์ แต่ทั้งนี้ก็ต้องขึ้นอยู่กับข้อมูลต่าง ๆ ของระบบธนาคารที่มีอยู่ และก็เป็นตัวเลขที่ยังไม่ถูกต้องแน่นอนเท่าไรนัก ตัวเลขที่สมบูรณ์แน่นอนที่จะมีให้ตรวจสอบได้นั้น จะต้องเสียเวลามากกว่านั้นขึ้นไปอีก

ประการที่สอง ธนาคารกลางไม่สามารถควบคุมปริมาณเงินได้อย่างแท้จริงอย่างน้อยที่สุดในระยะเวลานั้น ๆ เช่น รายเดือนหรือรายไตรมาสก็ตาม ซึ่งก็จะทำให้ขาดคุณสมบัติที่สำคัญของการ เป็น เครื่องชี้บ่งทางการเงินที่ดีไป ถึงแม้ว่าในระยะยาวออกไปประมาณ 6 เดือน เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะสามารถควบคุมเงินโดยเฉลี่ยได้ค่อนข้างแน่นอนก็ตาม ดังนั้นในระยะสั้น ๆ ปัจจัยจากภายนอกจะส่งผลกระทบต่อปริมาณเงิน เช่น อัตราส่วนของการถือเงินสดของประชาชน (currency holding ratio) อัตราส่วนการดำรงเงินสำรองส่วนเกินของระบบธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น ซึ่งอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกเหล่านี้ก็จะมีผลกระทบต่อค่า money multiplier (k) และมีผลต่อปริมาณเงินส่วนรวมในที่สุด ดังนั้นในกรณีที่ปริมาณเงินเป็นตัวแปรที่กำหนดมาจากภายใน (endogenous money) เมื่อไรแล้วปริมาณเงินก็อาจจะเปลี่ยนแปลงไปโดยที่นโยบายการเงินที่จัดทำลงไปยังไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลง

ประการที่สาม พวกกลุ่มสำนัก เคนส์ปฏิเสธอย่างชัดเจนว่า ปริมาณเงินโดยตัว

ของมันเองแล้วไม่ได้เป็นหัวใจของการเชื่อมโยง ในขบวนการส่งทอดของการดำเนินนโยบายการเงิน โดยพวกสำนักเคนส์กล่าวว่า ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงิน เป็นผลทางอ้อมโดยผ่าน cost of capital, wealth และ credit rationing effects ซึ่งไม่ใช่ผลโดยตรงต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง ดัง^{เช่น}ในทฤษฎีการเงินของพวกการเงินนิยม ดังนั้นปริมาณเงินจึงไม่ควรที่จะถูกนำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงิน

ประการที่สี่ มีข้อโต้แย้งอย่างมากที่มุ่งในประเด็นเรื่องความมีเสถียรภาพของความต้องการถือเงิน โดยกล่าวว่ายิ่งความต้องการถือเงิน และอัตราการหมุนเวียนของเงิน ยิ่งขาดเสถียรภาพมากเท่าใด ก็จะทำให้การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินที่นำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกยังใช้ไม่ได้มากยิ่งขึ้นเท่านั้น ดังที่กลุ่มคณะทำงานของ Radcliffe ซึ่งได้เน้นความสำคัญของสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร (non-bank financial intermediaries) ในการสร้างและส่งทอดสินเชื่อต่าง ๆ ซึ่งอาจจะมีผลเป็นไปได้อันนโยบายการเงินที่ต้องการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินจะถูกชดเชยหรือหักล้าง (offset) จากผลดำเนินการของสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร เหล่านี้ (n.b.f.i) โดยการทำให้อัตราการหมุนเวียนของเงินเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามก็ได้

ประการสุดท้าย ปัญหาที่เกิดขึ้นประการหนึ่งของการใช้ปริมาณเงินหรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน เป็นเครื่องชี้บอก ก็คือ เรื่องของการที่จะเลือกใช้ความหมายของปริมาณเงินในแบบใดจึงจะมีความเหมาะสมมากที่สุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งการตัดสินใจว่าจะรวมหรือไม่รวมเงินฝากประจำ (time deposit) เข้าในความหมายของเงินที่จะใช้ โดยเรื่องนี้ เจมส์ โอบีน ได้กล่าวว่าถ้าไม่พิจารณาถึงการเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินที่สามารถแทนเงินได้อย่างใกล้ชิด ก็จะได้สะท้อนให้เห็นถึงทรัพย์สินที่แท้จริงของธนาคาร ซึ่งเหล่านี้ นับว่ามีความสำคัญต่อกิจกรรมของระบบเศรษฐกิจ และถ้าความหมายของเงินที่ใช้รวมเงินฝากประจำไว้ด้วยแล้ว ก็จะได้ตัวเลขที่เป็นส่วนรวมที่แสดงว่าเงินแต่ละหน่วยที่มีการโยกย้ายกันระหว่างประเภทของเงินฝากต่าง ๆ จะไม่มีความสำคัญแต่ประการใด

ปริมาณเงินสำรองของธนาคารในฐานะที่เลือกใช้ เป็น เครื่องชี้บอกทางการเงิน

(Bank Reserve Indicators)

ตัวแปรประเภทที่เป็นมวลรวมทางการเงิน (monetary aggregates) อีกตัวแปรหนึ่งที่ถูกเสนอให้นำมาใช้ เป็น เครื่องชี้บอกผลของการดำเนินนโยบายการเงินก็คือ ปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ โดยเหตุผลที่ว่าปริมาณเงินสำรองของธนาคารมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิด และได้รับผลกระทบอย่างสำคัญจากการดำเนินมาตรการทางการเงิน รวมทั้งเป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกน้อยกว่าตัวแปรชนิดอื่น ๆ (23) การแสดงออกของความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินสำรองกับทิศทาง และขนาดของการดำเนินนโยบายการเงินจะเป็นไปได้ดังนี้ ถ้าปริมาณเงินสำรองของธนาคาร (จะพิจารณาเป็นอัตราการขยายตัว) กำลังเพิ่มสูงขึ้นกว่าที่เคยเป็นมา ก็จะบอกได้ว่าแนวทางของการดำเนินนโยบายการเงินเป็นไปในแบบขยาย (ease policy) หรือบีบรัดน้อยลง (less tight) แต่ถ้าเป็นไปในทางตรงกันข้ามคือ อัตราการขยายตัวของปริมาณเงินสำรองลดน้อยลง ก็จะบอกได้ว่านโยบายการเงินเป็นไปในแบบบีบรัด (tight policy) หรือขยายตัวน้อยลง (less easy)

ถึงแม้ว่าปริมาณเงินสำรองของธนาคารที่นำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงิน จะมียู่มากมายหลายชนิดด้วยกัน แต่ประเภทที่มีความสำคัญมากที่สุดก็คือ ปริมาณเงินสำรองอิสระ (free reserves) ซึ่งโดยความหมายแล้วเงินสำรองอิสระนี้ ก็คือผลค้างที่เกิดขึ้นระหว่างเงินสำรองส่วนเกิน (excess reserves) กับเงินสำรองที่ธนาคารกู้ยืมมา (borrowed reserves) หรือ

(23)

- Michael W. Keran, "Selecting a Monetary Indication-Evidence from the United States and Other Developed Countries," Federal Reserves Bank of St. Louis Review, September 1970, pp. 8-19.
- Allan H. Meltzer, George Horwich, Patric H. Heudershott, "The Appropriate Indicators of Monetary Policy," in Saving and Residential Financial 1969 Conference proceedings, United States States Saving and loan Deague, 1969, pp. 10-67.

Free Reserve = Excess Reserve - Borrowed Reserve

จากความคิด โดยพื้นฐานที่อยู่เบื้องหลังของการยอมรับ เงินสำรองอิสระ เป็น เครื่องชี้บอกทาง การเงินก็ เพราะว่า เป็นข้อมูลที่สรุปผลออกมาของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับปริมาณความต้องการขอยืม เงินจากธนาคาร เปรียบเทียบกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับความสามารถของธนาคารที่จะให้กู้ยืมกับความ ต้องการเหล่านั้น และเป็นประเภทของเงินสำรองที่ได้รับผลกระทบไม่ว่าจะดำเนินมาตรการ ทางการเงินในแบบใดก็ตาม (การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล, การให้กู้ยืมเงินแก่ธนาคารพาณิชย์ และการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนเงินสดสำรองตามกฎหมาย (24)

อย่างไรก็ตาม ก็มีข้อโต้แย้งที่เกี่ยวข้องกับการใช้ปริมาณเงินสำรองอิสระ เป็น เครื่อง ชี้บอกทางการเงิน ประการหนึ่งก็คือ มูลค่าของเงินสำรองอิสระ เป็นมูลค่าที่เกิดจากส่วนผสม ของมูลค่าเงินสำรอง 2 ประเภท คือ เงินสำรองส่วนเกินและเงินสำรองที่กู้ยืมจากธนาคาร กลาง ดังนั้นมูลค่าของเงินสำรองอิสระหนึ่ง ๆ อาจเกิดขึ้นได้จากส่วนผสมทั้งสองที่แตกต่างกัน ก็ได้ เช่น เงินสำรองอิสระ 500 ล้านบาท อาจจะเกิดขึ้นมาจากปริมาณเงินสำรองส่วนเกิน 1,000 ล้านบาท หักด้วยเงินสำรองที่กู้ยืมมาจากธนาคารกลาง 500 ล้านบาท หรืออาจจะ เกิดจากส่วนผสมอื่น ๆ เช่น เงินสำรองส่วนเกิน 500 ล้านบาท หักด้วยเงินสำรองที่กู้ยืมมา จากธนาคารกลาง 0 บาท เป็นต้น เช่นนี้มูลค่าของเงินสำรองอิสระที่เกิดขึ้นก็อาจทำให้เกิด ความเข้าใจผิดถึงผลกระทบโดยแท้จริงที่เกิดขึ้นกับระบบเศรษฐกิจก็ได้ ดังนี้เพราะผลกระทบ ทางด้านขยายตัว (expansionary effect) ของเงินสำรองส่วนเกิน 1 หน่วย ไม่จำเป็น ที่จะต้องมีค่าเท่ากับผลกระทบทางการหดตัว (contractive effect) ของเงินสำรอง ที่กู้ยืมมาจากธนาคารกลาง 1 หน่วย

ประการที่สอง ซึ่งถือเป็นข้อโต้แย้งที่มีความสำคัญก็คือ ได้มีการตั้งข้อสมมุติ

(24)

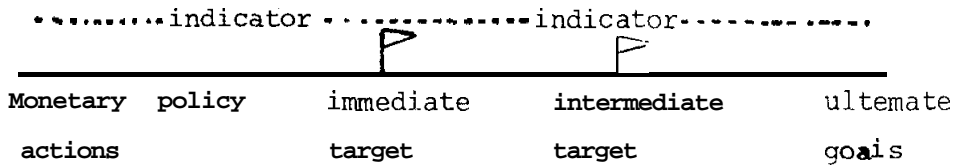
Dudly G. Lockett, Money and Banking, McGraw-Sill, Inc. 1976, p. 542.

โดยปริยาย (implicit assumption) ไว้ว่าพฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์เองที่มีต่อความต้องการดำรงเงินสำรองไว้นั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลง หรือหมายความว่าพฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์ไม่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงมูลค่าเงินสำรองอิสระ ซึ่งจากสภาพความเป็นจริง พฤติกรรมของธนาคารพาณิชย์เกี่ยวกับการดำรงเงินสำรองมีการเปลี่ยนแปลงตามปัจจัยต่าง ๆ มากมาย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด, การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนลดของธนาคารกลาง เป็นต้น ซึ่งก็จะทำให้ความต้องการของธนาคารที่จะดำรงเงินสำรองไว้นั้น สามารถที่จะเปลี่ยนแปลงไปได้ตลอดเวลา นั่นก็คือ มูลค่าของเงินสำรองอิสระนี้ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลของการดำเนินมาตรการทางการเงินที่แท้จริงได้อย่างถูกต้องเสมอไป

นอกจากตัวแปรดังที่กล่าวมาแล้ว ยังมีตัวแปรอื่น ๆ อีกที่ถูกเสนอให้ใช้เป็นเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน ได้แก่ ราคาซื้อขายของหุ้น, อัตราผลตอบแทนของหุ้น, ปริมาณเงินที่คิดคำนวณเฉพาะปัจจัยภายในประเทศ, ฐานของเงิน เป็นต้น ความสัมพันธ์ของตัวแปรเหล่านี้จะสามารถนำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกผลของการดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างไรนั้น จะไม่ขอกล่าวไว้ในที่นี้ เป็นสิ่งที่นักศึกษาจะต้องแสวงหาความรู้ในส่วนนี้ด้วยตนเองต่อไป

จากการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อคัดเลือกตัวแปรที่จะนำมาใช้เป็นเครื่องชี้บอกทางการเงินที่เหมาะสม โดยยึดหลักเกณฑ์ที่ว่าจะต้องเป็นตัวแปรที่ได้รับผลกระทบอย่างสำคัญจากมาตรการทางการเงินที่ใช้ และขณะเดียวกันต้องได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกน้อยที่สุด ผลที่ได้รับออกมาปรากฏว่า ตัวแปรประเภทมวลรวมทางการเงิน (monetary aggregates) มีคุณลักษณะที่ดีกว่าตัวแปรประเภทอัตราดอกเบี้ย และในตัวแปรประเภทมวลรวมทางการเงินนั้น ปริมาณเงินสำรองของธนาคารก็มีความเหมาะสมมากกว่าปริมาณเงิน ดังนั้นจากการศึกษาดังกล่าวนี้ ก็เป็นการสนับสนุนให้ใช้ปริมาณเงินสำรองของธนาคาร เป็นเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงินสำรองในประเทศสหรัฐอเมริกา

จากเรื่องของการกำหนดเป้าหมายขั้นต้น, เป้าหมายชั้นกลาง และ เครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงินดังที่ได้กล่าวมาแล้วทั้งหมด โดยผิวเผินแล้วอาจทำให้เกิดความสับสนขึ้นได้ ทั้งนี้อาจจะ เป็นเพราะตัวแปรการเงินที่ใช้เป็นตัว เลือกเพื่อทำหน้าที่เป็นเป้าหมายขั้นต้น, เป้าหมายชั้นกลางและ เครื่องชี้บอกนั้น เป็นตัวแปรที่อยู่ในกลุ่มเดียวกัน (คือทั้งที่เป็น monetary aggregates และ interest rates) ดังนั้นบางกรณีเราอาจจะพบว่าตัวแปรตัวเดียวกัน เช่น ปริมาณเงิน อาจจะทำหน้าที่ได้อย่างเหมาะสมทั้งการเป็นเป้าหมายชั้นกลาง และ เครื่องชี้บอก พร้อม ๆ กันไปก็ได้ การเข้าใจแนวคิดของการทำหน้าที่ในแต่ละอย่างนั้น จะทำให้ความสับสนดังกล่าวหมดไป และขอสรุปความสัมพันธ์ที่ได้กล่าวมาทั้งหมด ตามรูปที่ 2 และ 3 ดังนี้



รูปที่ 2 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายขั้นต้น, เป้าหมายชั้นกลาง, เครื่องชี้บอก และ เป้าหมายขั้นสุดท้าย

1. กิจกรรมทางเศรษฐกิจ

- (ก) รายได้ประชาชาติ
- (ข) ระดับราคา
- (ค) การจ้างงาน
- (ง) ดุลการชำระเงิน
- (จ) อื่น ๆ

2. การตรวจสอบสภาพกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและนำมาเปรียบเทียบกับเป้าหมายต่าง ๆ ที่ต้องการ

3. ธนาคารกลางดำเนินมาตรการทางการเงินต่าง ๆ เพื่อควบคุมแนวทางของกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้เป็นไปตามที่ต้องการ

4. ผลของการดำเนินมาตรการทางการเงินที่ใช้จะกระทบโดยตรงต่อเป้าหมายขั้นต้น และผลที่เกิดขึ้นเหล่านี้จะทำให้ธนาคารกลางได้รับทราบถึงผลของการดำเนินมาตรการนั้น ๆ

5. ขณะเดียวกันนั้นตัวแปรที่เป็นเครื่องชี้บอกก็จะได้รับผลกระทบที่เกิดจากมาตรการเหล่านั้นด้วย ซึ่งธนาคารกลางก็สามารถใช้เป็นเครื่องพิจารณาได้ถึงแนวทางของการดำเนินนโยบายการเงินได้ว่าจะมีความถูกต้องและความรุนแรงเพียงพอหรือไม่

6. ผลจากการบรรลุเป้าหมายขั้นต้นก็จะมีผลกระทบต่อเป้าหมายชั้นกลาง เพื่อส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ไปยังเป้าหมายที่ต้องการ

7. เป้าหมายขั้นสุดท้ายที่เกิดขึ้นต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ต้องการ

รูปที่ 3 แสดงถึงโครงสร้างความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินนโยบายการเงิน

หนังสืออ้างอิง

- Alan R. Holmes and Paul Meek, "Open Market Operations and The Monetary and Credit Aggregates-1971", Federal Reserve Bank of New York Monthly Review, April 1972.
- Allan H. Meltzer, George Horwich, Patric H. Hendershott, "The Appropriate Indicators of Monetary Policy", in Saving and Residential Financial 1969 Conference Proceedings, United States Saving and loan league, 1969.
- D.G. Pierce and D.M. Shaw, Monetary Economics theories, Evidence, and Policy, Butterworth & Co. Ltd, 1974.
- Dudley G. Lockett, Money and Banking, McGraw-Hill, Inc. 1976.
- Dennis R. Starleaf and James A. Stephenson, "A Suggested Solution to the Monetary-Policy Indicator Problem : The Monetary Full Employment Interest Rates," Journal of Finance, September 1969.
- Dwayne Wrightman, An Introduction to Monetary-Theory and Policy, The Free Press, (New York), 1971.
- E. Gelald Corriqna, "Income Stabilization and Short-run Variability in Money" , Federal Reserve Bank of New York Monthly Review, April 1973.
- Jack M. Guttentag, "The Strategy of Open Market Operations," Quaeterly Journal of Economics, February 1966.
- K. Brunner and A.H. Meltzer, "The Nature of Policy Problem," in Karl Branner (ed.), Target and Indicators of Monetary Policy, Chandler, 1965.

- Michael W. Keran, "Selecting a Monetary Indicator-Evidence from the United States and Other Developed Countries," Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September 1970.
- Richard G. Davis, "Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate objectives", Federal Reserve Bank of New York Monthly Review, July 1973.
- Thomas D. Simpson, Money, Banking And Economic Analysis, Prentice-Hall, Inc. 1981.
- Thomas F. Cargrill, Money, The Financial System, and Monetary Policy, Prentice-Hall, Inc. 1979.
- Thomas R. Saving, "Target and Indicators of Monetary Policy", American Economic Review, 1967.
- .