

บทที่ 2

เงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ย

"อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวแปรเศรษฐกิจที่มองได้ 2 ด้านคือ ด้านหนึ่งเป็นรายได้หรือผลตอบแทนที่ผู้ออมได้รับ อีกด้านหนึ่งเป็นต้นทุนที่ผู้กู้ยืมต้องจ่าย กระนั้น การที่ผู้ออมจะเลือกลงทุนทางการเงิน ชนิดใด หรือไม่ ก็มิได้ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับเพียงอย่างเดียวเพราะค่าของเงินในอนาคตมักจะไม่แน่นอน และมันแปรไปตามภาวะเงินเฟ้อ"

ในระบบเศรษฐกิจตลาด (market economy) ซึ่งมีการใช้เงินเป็นสื่อกลางการแลกเปลี่ยนอย่างแพร่หลายนั้น อัตราดอกเบี้ยจะเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อนักลงทุน และผู้ทำการออมเป็นอย่างมาก เพราะเขาจะใช้อัตราดอกเบี้ยเป็นตัวเปรียบเทียบ เพื่อการตัดสินใจว่า เมื่อเขามีเงินเหลือจากการใช้จ่ายบริโภคตามปรกติแล้ว เขาควรจะเลือกบริโภคในปัจจุบัน โดยการซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยหรือสินค้าที่มีความจำเป็นน้อย หรือเลือกที่จะเลื่อนการใช้จ่ายออกไปในอนาคต ซึ่งถ้าเขาเลือกที่จะเลื่อนการใช้จ่ายออกไปในอนาคต เขาจะต้องตัดสินใจว่าควรนำเอาเงินออมไปลงทุนในสินทรัพย์ชนิดใด เขาจึงจะได้อัตราผลตอบแทน (rate of return) สภาพการเปลี่ยนเป็นเงินสด (liquidity) และระดับความเสี่ยง (risk) ที่น่าพอใจที่สุด

ในความเป็นจริง ผู้มีเงินออมสามารถเลือกที่จะถือสินทรัพย์ได้หลายชนิด เช่น เงินฝากออมทรัพย์ (saving deposit) เงินฝากประจำ (time deposit) พันธบัตรรัฐบาล (government bond) ตั๋วเงินคลัง (treasury bill) หุ้นสามัญ (common share) หุ้นกู้ (debenture) ให้เอกชนกู้โดยตรง (direct loan) หรือเก็บไว้เป็นเงินสด (hoarding) แต่การที่เขาจะนำเงินออมไปลงทุนในลักษณะใด ก็แล้วแต่ว่า การถือสินทรัพย์ชนิดใดจะให้ผลตอบแทนสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราเงินเฟ้อ ทั้งนี้ ภายใต้อธิบายว่า เขามีความพอใจกับความสามารถในการเปลี่ยนสินทรัพย์เป็นเงินสด (liquidity) และระดับความเสี่ยง (risk) เช่นถ้าหุ้นสามัญของบริษัท ก ให้ผลตอบแทน 20% ต่อปี หุ้นบริษัท ข ให้ผลตอบแทน 15% ต่อปี และอัตราเงินเฟ้อเท่ากับ 10% ต่อปี ผู้มีเงินออมก็อาจจะเลือกซื้อหุ้นของบริษัท ก ถ้าเขา

เห็นว่า ความเสี่ยง และความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดของหุ้นสามัญ ของสองบริษัท นั้น ไม่แตกต่างกัน ดังนั้น จะเห็นได้ว่า อัตราดอกเบี้ยที่บุคคลได้รับจากการเลือกถือสินทรัพย์ กับอัตราเงินเฟ้อจะเป็นสิ่งที่เกี่ยวข้องกันอย่างใกล้ชิด เพราะบุคคลจะเลือกถือสินทรัพย์ซึ่งจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ และถ้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนทางการเงินต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อในอนาคต เขาจะเลือกใช้จ่ายบริโภคในปัจจุบัน

2.1 อัตราดอกเบี้ยแท้จริงและอัตราดอกเบี้ยตัวเงิน

สมมติว่า บุคคลให้กู้เงินไปโดยได้รับอัตราดอกเบี้ย 10% ต่อปี แต่ในระหว่างปีระดับราคาเพิ่มขึ้น 7% ก็เท่ากับว่า อำนาจซื้อของเงินที่เขาให้กู้ไปเพิ่มขึ้นเพียง 3% เท่านั้นจากการเลือกถือสินทรัพย์ประเภท "เงินให้กู้โดยตรง" อัตราดอกเบี้ย 3% ที่เขาได้รับมาเป็นผลตอบแทน ซึ่งเป็นส่วนที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ นั่นก็คือ อัตราดอกเบี้ยแท้จริง (real interest rate) ซึ่งผู้ให้กู้ได้รับจากการให้กู้ ดังนั้น จึงเสมือนกับว่า ผู้ให้กูรายนี้ได้รับผลตอบแทนจริงๆ เพียง 3% ในช่วงที่ระดับราคาคงที่หรืออัตราเงินเฟ้อเท่ากับ 0%

ในทางปฏิบัติ บุคคลที่ทำการออมหรือลงทุนการเงิน (financial investment) จะไม่สามารถรู้ล่วงหน้าได้ว่า อัตราเงินเฟ้อในอนาคตตลอดระยะที่เขาได้รับผลตอบแทนจะเป็นเท่าไร ดังนั้น เขาจึงต้องใช้วิธีคาดคะเนเอาว่า เงินเฟ้อในอนาคตจะเป็นปีละกี่เปอร์เซ็นต์ ซึ่งอัตราเงินเฟ้อที่บุคคลคาดคะเนนี้ เรียกว่า "อัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน" หรือ expected inflation rate (p^*)

ดังนั้น ถ้าบุคคลคาดคะเนว่า อัตราเงินเฟ้อจะเท่ากับปีละ 7% และเขาให้กู้ไปโดยได้อัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (nominal rate of return) เท่ากับ 10% ต่อปี เขาก็จะได้รับอัตราผลตอบแทนแท้จริงที่คาดคะเน (expected real rate of return) เพียง 3% แต่ถ้าเขาคาดว่า อัตราเงินเฟ้อจะเท่ากับ 6% อัตราผลตอบแทนแท้จริงที่คาดคะเนจะเท่ากับ 4% แสดงว่า อัตราผลตอบแทนแท้จริงที่คาดคะเน จะแปรผันในทิศทางตรงข้ามกับอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน (p^*)

อย่างไรก็ดี แม้บุคคลจะไม่สามารถรู้ได้ว่า อัตราเงินเฟ้อในอนาคต จะมีค่าเป็นเท่าไร แต่บุคคลที่ทำการออม หรือลงทุน ก็มักจะใช้ อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนที่คาดคะเน (expected interest rate) เป็นเครื่องมือในการตัดสินใจ แทนที่จะใช้อัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริง (actual interest rate) เพราะเขาไม่อาจรู้ถึงอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง (actual inflation rate) ในอนาคตได้ ดังนั้น ถ้ากำหนดให้ r เป็นอัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่คาดคะเน, i เป็นอัตราดอกเบี้ยตัวเงินที่กำหนดไว้ในสัญญาหรือตราสารกู้เงิน $\Delta P/P$ เป็นอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง และ $(\Delta P/P)^*$ เป็นอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน เพราะฉะนั้น จะได้ความสัมพันธ์ระหว่าง r , i และ $(\Delta P/P)^*$ เป็น

$$r = i - (\Delta P/P)^*$$

หรือ $r = i - p^*$ ($p = \Delta P/P$) (2.1)

สมการ (2.1) แสดงให้เห็นว่า อัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่คาดคะเนเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ลบด้วย อัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน นอกจากนี้ ถ้าย้ายข้างสมการ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่าง r , i และ p^* ได้เป็น

$$i = r + p^* \quad (2.2)$$

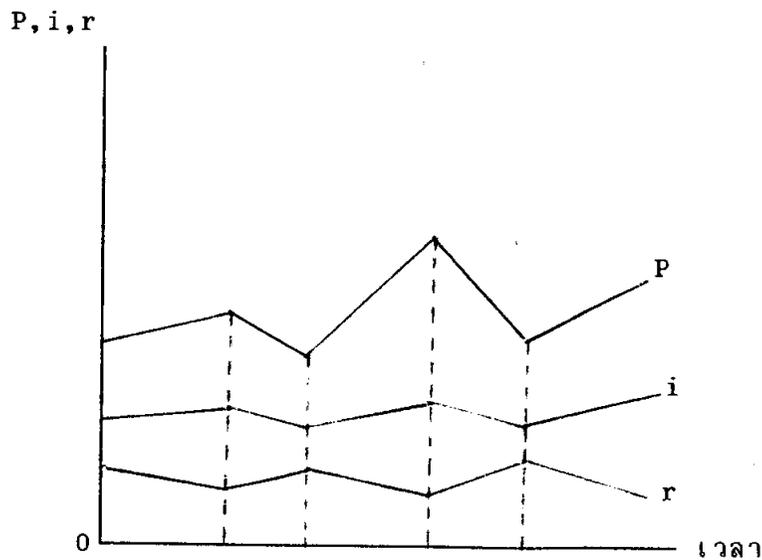
และ $p^* = i - r \quad (2.3)$

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับระดับราคา

ในระยะต้นคริสต์ศตวรรษที่ 20 กิบสัน (Gibson) นักเศรษฐศาสตร์และนักสถิติชาวอังกฤษได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและระดับราคาโดยใช้สมมติฐานว่า อัตราดอกเบี้ยกับระดับราคามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ระดับราคาจะสูงขึ้นในขณะที่อัตราดอกเบี้ยลดลง ทั้งนี้เพราะกิบสันเชื่อว่า ในขณะที่ขนาดการกลางขยายปริมาณเงิน ระดับราคาจะสูงขึ้นตามนัยของทฤษฎีปริมาณเงิน ($MV = PY$) และเมื่อปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยจะลดลง ซึ่งหมายความว่า กิบสันคาดว่าระดับราคาจะ

เพิ่มขึ้นในขณะที่อัตราดอกเบี้ยลดลง และระดับราคาจะลดลงในระยะเดียวกับที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เมื่อใดที่ระดับราคาเพิ่มขึ้นถึงจุดสูงสุด เมื่อนั้นอัตราดอกเบี้ยก็จะลดลงต่ำสุด ในทางกลับกัน ระดับราคาต่ำสุด ก็จะทำให้เกิดพร้อมกับอัตราดอกเบี้ยสูงสุดด้วยเช่นเดียวกัน

แต่เมื่อกีบสันได้สำรวจข้อมูลสถิติระดับราคาและอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นในอดีต ในรูปของอนุกรมเวลา (time series data) กลับพบความสัมพันธ์ที่ว่า ระดับราคาสูงสุดเกิดขึ้นในระยะเดียวกับที่อัตราดอกเบี้ยสูงสุดและระดับราคาต่ำสุดก็เกิดพร้อมกับอัตราดอกเบี้ยต่ำสุด ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและระดับราคาที่กีบสันพบจากข้อมูล อาจแสดงได้ดังรูปที่ 2.1



รูปที่ 2.1 แสดงข้อมูลอัตราดอกเบี้ยและระดับราคา

จากรูปที่ 2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างระดับราคา และอัตราดอกเบี้ย ที่กีบสันได้จากข้อมูลอนุกรมเวลา มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อกัน ซึ่งไม่เป็นไปตามที่กีบสันได้ตั้งสมมุติฐานไว้ ทำให้กีบสันเกิดความสงสัยว่า เหตุใดสมมุติฐานที่กำหนดไว้ว่า ระดับราคาและอัตราดอกเบี้ย

มีความสัมพันธ์กันในทางลบ จึงไม่สอดคล้องกับข้อมูลอนุกรมเวลาที่จัดเก็บมาได้ ซึ่งความขัดแย้งระหว่างสมมติฐานกับผลจากการศึกษานี้ เรียกว่า Gibson's paradox

จากข้อสงสัยเกี่ยวกับความขัดแย้งข้างต้น ได้มีนักเศรษฐศาสตร์การเงินที่มีชื่อเสียงท่านหนึ่งคือ ฟิชเชอร์ (Irving Fisher, 1867-1947) ได้อธิบายว่า การที่กบสันทพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและระดับราคาเป็นบวกนั้น ก็เนื่องจาก ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยที่กบสันทเก็บมาศึกษานั้นเป็นอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (nominal interest rate) ไม่ใช่อัตราดอกเบี้ยแท้จริง (real interest rate) โดยฟิชเชอร์ได้อธิบายเหตุผลเพิ่มเติมว่า เมื่อระบบเศรษฐกิจใช้นโยบายเพิ่มปริมาณเงินติดต่อกันเป็นเวลานาน จนกระทั่งระดับราคาเพิ่มขึ้นถึงระดับสูงสุด ประชาชนก็ยังคงคาดคะเนต่อไปว่า ภาวะเงินเฟ้อจะยิ่งรุนแรงขึ้น (p สูงขึ้น) ในระยะนี้ อัตราดอกเบี้ยตัวเงิน (i) จะสูงกว่า อัตราดอกเบี้ยแท้จริง (r)

ทั้งนี้เพราะ $p = i - r$ ดังนั้น เมื่อ $p > 0$ ก็ย่อมแสดงว่า $i > r$

นอกจากนี้ แม้ว่าการเพิ่มปริมาณเงินจะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ยิ่งลดยิ่งเร็วขึ้น เพราะการเพิ่มปริมาณเงินทำให้อัตราเงินเฟ้อขยายตัว (จากการที่การคาดคะเนเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น) ซึ่งหากอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเพิ่มขึ้น จนถึงระดับสูงสุด ระดับราคาก็จะเพิ่มขึ้นถึงระดับสูงสุดด้วยในระยะเวลาเดียวกัน ในทางตรงกันข้าม การใช้นโยบายลดปริมาณเงินและหดเครดิตเป็นเวลานานๆ ก็จะทำให้การคาดคะเนเงินเฟ้อของประชาชนรุนแรงมากขึ้นและจะส่งผลให้ระดับราคาจะลดลงถึงจุดต่ำสุด พร้อมกับอัตราดอกเบี้ยตัวเงิน ก็จะลดลงถึงระดับต่ำสุดในระยะเวลาเดียวกันด้วย

2.3 เงินเพื่อที่คาดคะเนและอัตราการหมุนเวียนของเงิน

$$\text{จากสมการ} \quad V = P Y / M$$

เนื่องจาก $M/P = m$ ดังนั้น $P/M = 1/m$ และถ้าพิจารณาจากด้านอุปสงค์ ก็จะได้ว่า $P/M_d = 1/m_d$ ซึ่งเมื่อนำไปแทนค่าในสมการ $V = P Y / M$ จะได้เป็น

$$V = Y/m_u \quad (2.4)$$

สมการ (2.4) แสดงให้เห็นว่า เมื่ออุปทานเงิน (M_S) เท่ากับ อุปสงค์เงิน (M_u) และ Y มีค่าคงที่ ดังนั้น อัตราการหมุนเวียนเงิน (V) จะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอุปสงค์ต่อการถือเงินที่แท้จริง (m_u) และเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราดอกเบี้ยเงิน (i) โดยอาจพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ได้ดังนี้ คือ

- 1) ถ้า Y คงที่ m_u จะสูงขึ้นเมื่อ V ลดลง
- 2) การที่ m_u สูงขึ้นโดยที่ M_S และ M_u ไม่เปลี่ยนแปลงก็แสดงว่า P ลดลง ทั้งนี้ เพราะ m_u กับ i มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม แต่ P กับ i มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน ดังนั้น m_u กับ P จะมีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม
- 3) จากข้อ 1) และ ข้อ 2) ข้างต้น สรุปได้ว่า P กับ V มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน
- 4) จากข้อ 2) กับข้อ 3) ก็จะได้ว่า V กับ i มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน
- 5) เนื่องจากระดับราคา (P) อัตราเงินเฟ้อ (p) และอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน (p^*) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน ดังนั้น อัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเน (p^*) กับอัตราการหมุนเวียนเงิน (V) ก็จะมีสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน นั่นคือ เมื่อการคาดคะเนเงินเฟ้อสูงขึ้นก็จะทำให้ความโน้มเอียงในการใช้จ่ายซื้อสินค้าสูงขึ้น และการหมุนเวียนเงินจะสูงขึ้นด้วย

ในภาวะเศรษฐกิจที่ไม่มีภาวะเงินเฟ้อ หรือเงินฝืด อัตราดอกเบี้ยแท้จริงจะมีลักษณะผันผวนขึ้นลงอยู่เสมอตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินในระยะสั้น แต่การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยแท้จริงจะอยู่ในขอบเขตอันหนึ่ง โดยในระยะยาวจะอยู่ระหว่าง 2-5% ต่อปี นั่นคือ จะสูงขึ้นหรือลดลงไม่เกิน 5% จากอัตราปกติในขณะนั้น แต่ถ้าเป็นช่วงที่เกิดเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยจะเคลื่อนไหวสูงขึ้นหรือลดลงมากกว่า 5% ทั้งนี้เพราะเมื่อเกิดเงินเฟ้อ ประชาชนจะมีการคาดคะเนเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยแท้จริงจึงเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยตัวเงินเปลี่ยนแปลงไปพร้อมกับการคาดคะเนเงินเฟ้อ (ตามสมการ $i = r + p^*$) นอกจากนี้ การที่ประชาชนคาดคะเนเงินเฟ้อ (p^*) ในระดับสูง จะมีผลให้ m_u

ลดลง อัตราการหมุนเวียนเงิน(V)เร็วขึ้น ประชาชนจะรีบใช้จ่ายเงินออกไปอย่างรวดเร็ว ก่อนที่อำนาจซื้อของมันจะลดลง ในทางตรงกันข้าม ถ้าประชาชนคาดว่าเงินเฟ้อ(p^*) จะลดลง m_u จะสูงขึ้น และการหมุนเวียนของเงิน(V) ก็จะช้าลง

ในกรณีที่ตลาดการเงิน(financial market) ซึ่งประกอบด้วย ตลาดเงิน(money market)และตลาดทุน(capital market)รวมกัน อยู่ในภาวะปกติ ค่าเสียโอกาสของการถือเงินไว้เฉยๆ ในรูปของ hoardings ก็จะทำกับ อัตราดอกเบี้ยตัวเงิน อย่างไรก็ตาม การที่รัฐบาลเข้าไปยุ่งเกี่ยวกับตลาดเงินโดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยตัวเงินที่สูงขึ้นในขณะที่ตลาดการเงินมีการคาดคะเนเงินเฟ้อในอัตราสูงนั้น อาจส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยแท้จริงเป็นลบ ซึ่งบุคคลอาจเลี่ยงการลงทุนทางการเงินซึ่งได้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงเป็นลบ โดยนำเงินไปซื้อสินค้าบริโภคในปัจจุบันก็ได้ กรณีเช่นนี้ก็ยังสามารถเกิดขึ้นได้ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยตัวเงินลดลง จนทำให้อัตราดอกเบี้ยแท้จริงต่ำมากแม้อัตราเงินเฟ้อจะไม่สูงก็ตาม ซึ่งบุคคลอาจรู้สึกไม่คุ้มที่จะนำเงินไปฝากธนาคาร จึงอาจนำเงินไปใช้จ่ายอย่างอื่น เช่น ซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยต่างๆ หรือนำไปซื้อบ้านและที่ดินแทน

ตัวอย่างเช่น ถ้าประชาชนคาดว่าเงินจำนวน 100 บาท สามารถซื้อสินค้าในปัจจุบันได้ 5 หน่วย แต่ในเดือนต่อไปจะซื้อได้น้อยกว่า 5 หน่วย เขาก็เลือกที่จะซื้อสินค้าในปัจจุบัน โดยมีข้อแม้ว่า อัตราการเพิ่มของระดับราคาจะต้องสูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินจากการถือสินทรัพย์ลงทุน ซึ่งแสดงว่า ประชาชนไม่ได้คำนึงถึงอัตราดอกเบี้ย(อัตราผลตอบแทนจากการถือสินทรัพย์)ที่ทางการกำหนดไว้เสมอไป ในกรณีนี้ อุปสงค์ต่อการถือเงินจะขึ้นอยู่กับ การคาดคะเนเงินเฟ้อและการออม(ที่มีผลตอบแทน)ก็จะเปลี่ยนรูปมาเป็นการถือเงินไว้เฉยๆ โดยไม่ได้ผลตอบแทน แทนที่จะถูกนำไปใช้เพื่อการลงทุนทางการเงิน

การที่ประชาชนคาดว่าภาวะเงินเฟ้อรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ จะเป็นสาเหตุหนึ่งทำให้อัตราการหมุนเวียนของเงินหรือความถี่ของการใช้เงินยิ่งเร็วขึ้น จากปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกา ในระหว่างปีค.ศ. 1964-74 พบว่า ในระยะนั้น อัตราการเพิ่มของปริมาณเงิน($\Delta M/M$) เท่ากับ 5.9% ต่อปี รายได้แท้จริงเพิ่มขึ้น($\Delta Y/Y$) ในอัตรา 3.5% ต่อปี

และอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ย ($\Delta P/P$) เท่ากับ 5.2% ต่อปี ซึ่งแสดงว่า อัตราเงินเฟ้อมากกว่าผลต่างระหว่างอัตราการเพิ่มของปริมาณเงินและอัตราการเพิ่มของรายได้แท้จริง หรือ $\Delta P/P > \Delta M/M - \Delta Y/Y$ ที่เป็นเช่นนี้ ก็เนื่องจากว่า เงินเฟ้อในอัตรา 5.2% ต่อปีนั้นมิได้เป็นผลมาจากการเพิ่มของปริมาณเงินเพียงอย่างเดียว แต่จะเป็นผลมาจากการคาดคะเนเงินเฟ้อในอัตราสูงด้วยที่ทำให้การหมุนเวียนเงินเร็วขึ้น นั่นคือ อัตราการหมุนเวียนของเงินในขณะนั้นเพิ่มขึ้นถึง 2.8% จึงสรุปได้ว่า การคาดคะเนเงินเฟ้อในอัตราสูงมีผลต่อการหมุนเวียนของเงิน และส่งผลกระทบต่อให้อัตราเงินเฟ้อยิ่งสูงขึ้นไปอีก ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองที่ตั้งตัวอย่างที่ยกมานั้น สามารถอธิบายได้โดยใช้สมการ difference form ดังนี้

$$\begin{aligned}
 \Delta M/M + \Delta V/V &= \Delta P/P + \Delta Y/Y \\
 \text{จะได้} \quad \Delta V/V &= \Delta P/P + \Delta Y/Y - \Delta M/M \\
 &= 5.2 + 3.5 - 5.9 \\
 &= 2.8 \%
 \end{aligned}$$

2.4 นโยบายกำหนดอัตราดอกเบี้ยต่ำ (Low Interest Rate Policy)

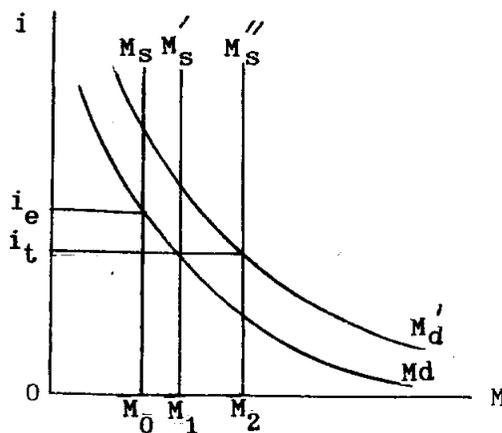
ขณะที่ระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะซบเซา ความต้องการลงทุนมีน้อย หรือบรรยากาศการลงทุนไม่จูงใจผู้ประกอบการ ธนาคารกลางใช้นโยบายการเงินแบบ easy money หรือให้ปริมาณเงินขยายตัว ทั้งนี้เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งนโยบายที่รัฐบาลมุ่งดำเนินการเพื่อส่งเสริมการลงทุนนี้ อาจใช้เครื่องมือทางการเงินทั้งที่เป็น quantitative และ qualitative ซึ่งเครื่องมือที่เป็น quantitative หรือเครื่องมือด้านปริมาณซึ่งรู้จักกันทั่วไปได้แก่ (1) การซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลในตลาดการเงิน (open market operation) (2) การลดอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย (legal reserve requirement) (3) การลดอัตราปรับช่วงซื้อลดตั๋วเงิน (rediscount rate) และมาตรการเฉพาะด้านอย่างอื่นอีก เช่น การลดวงเงินคาวน เป็นต้น ส่วนเครื่องมือที่เป็น qualitative ซึ่งได้แก่ การเจรจาขอร้องให้ช่วยเหลือยืมเชื่อมากขึ้น หรือลดเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อ เป็นต้น

แม้ว่านโยบายการเงินจะเป็นการดำเนินงานของธนาคารกลาง แต่สำหรับประเทศที่ธนาคารกลางถูกก้าวร้าวจากนักการเมือง ก็อาจทำให้ มาตรการการเงินที่ออกมาใช้ มีเป้าหมายทางการเมืองแฝงเร้นอยู่ด้วยก็ได้ หรือบางทีก็อาจเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของกลุ่มผลประโยชน์เพียงบางกลุ่ม

อย่างไรก็ดี ในแต่ละระดับการคาดคะเนเงินเพื่อ ถ้าธนาคารกลางใช้นโยบายการเงินที่เหมาะสมพอที่จะทำให้ อัตราการเงินเพื่อที่เกิดขึ้นจริงเท่ากับอัตราเงินเพื่อที่คาดคะเนแล้ว อัตราดอกเบี้ยก็อาจลดลงมาไ้ระดับหนึ่งซึ่งในที่นี้จะเรียกว่า "อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ" แต่ผลระยะสั้นของการเพิ่มปริมาณเงิน จะทำให้ อัตราดอกเบี้ยตัวเงินลดลงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพนี้ ดังนั้น จากการเพิ่มปริมาณเงินอย่างรวดเร็วและเพียงพอ ก็จะมีผลให้ระบบเศรษฐกิจบรรลุถึงอัตราดอกเบี้ยต่ำที่เป็นเป้าหมายได้ แต่ว่าการเพิ่มปริมาณเงิน จะมากน้อยเพียงใดก็ขึ้นอยู่กับ ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำที่เป็นเป้าหมายกับอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพซึ่งเกิดขึ้นในขณะนั้นว่า มีมากน้อยเพียงใดในช่วงที่มีการเพิ่มปริมาณเงิน ซึ่งหากประชาชนคาดคะเนว่า เงินเพื่อจะรุนแรงขึ้น อุปสงค์ต่อการถือเงินแท้จริงลดลง และจะรีบใช้จ่ายเงินก่อนที่อำนาจซื้อของมันจะลดลง อัตราดอกเบี้ยตัวเงินดุลยภาพจะเพิ่มขึ้น และแตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำที่เป็นเป้าหมายมากขึ้น เพราะฉะนั้น การบรรลุอัตราดอกเบี้ยต่ำที่เป็นเป้าหมาย จะเป็นไปได้ต่อเมื่อธนาคารกลางต้องเพิ่มปริมาณเงินมากขึ้นทุกที และอัตราดอกเบี้ยขึ้นต่ำที่เป็นเป้าหมาย จะเกิดขึ้นเพียงระยะสั้นๆ เท่านั้น ทั้งนี้เพราะ ในระยะยาว การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยตัวเงินจะหักล้างผลของการเพิ่มปริมาณเงินจนหมด และทำให้ อัตราดอกเบี้ยตัวเงินเพิ่มขึ้น แทนที่จะลดลง

แม้กระนั้น ถ้าการใช้นโยบายเพิ่มปริมาณเงิน เพื่อลดอัตราดอกเบี้ยลงมา เป็นสิ่งที่กระทำกันอย่างต่อเนื่องตลอดเวลาแล้ว อัตราดอกเบี้ยต่ำที่เป็นเป้าหมาย ก็ย่อมจะเกิดขึ้นได้ แต่จะเป็นเช่นนั้นได้ก็ต่อเมื่อ จะต้องเพิ่มปริมาณเงินในอัตราที่เพิ่มขึ้นทุกที (runaway money supply) และอัตราการเพิ่มของระดับราคา จะขยายตัวรุนแรงมากขึ้นด้วยคือ จะเป็นเงินเพื่อแบบ runaway inflation

แต่ภาวะเงินเฟ้อแบบ runaway inflation จะเกิดขึ้นได้ อย่างรวดเร็วและรุนแรงเพียงใดนั้นก็ขึ้นอยู่กับว่า อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้เป็นเป้าหมายต่ำเพียงใด ระยะเวลาที่ใช้ในนโยบายนี้ นานเพียงใด และชนิดของเงินกู้ ซึ่งได้กำหนดไว้ในนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นอย่างไร เช่น ถ้าธนาคารกลางใช้มาตรการการซื้อพันธบัตรรัฐบาล ก็จะทำให้ระบบธนาคารพาณิชย์สามารถขยายเงินฝาก (ปล่อยสินเชื่อ) ได้อย่างมากมาย ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจก็จะเพิ่มได้มากตามไปด้วย และก็จะไปมีผลทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อได้ง่าย ง่ายอย่างไรก็ดี การใช้ในนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำ โดยการเพิ่มปริมาณเงิน อาจไม่ทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อก็ได้ ถ้าในขณะนั้น อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำมาก จนไม่จูงใจให้คนลงทุนทางการเงิน เช่น ในระยะเศรษฐกิจตกต่ำทั่วโลกช่วงต้นคริสต์ทศวรรษที่ 1930 ซึ่งเป็นช่วงที่ระดับอัตราดอกเบี้ยต่ำไม่ทำให้เกิดเงินเฟ้อ เพราะเมื่อเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจ ประชาชนกลับไม่ค่อยใช้จ่ายเพิ่มขึ้นมากนักเนื่องจากความโน้มเอียงในการบริโภค (MPC) อยู่ในระดับต่ำมาก ซึ่งผลของนโยบายการใช้อัตราดอกเบี้ยต่ำอาจจะพิจารณาได้โดยใช้กราฟได้ดังรูปที่ 2.2



รูปที่ 2.2 การใช้ในนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำ

จากรูปที่ 2.2 อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพ i_e ถูกกำหนดจาก เส้นอุปทานเงิน (M_s) และเส้นอุปสงค์ต่อเงิน (M'_d) ณ ระดับปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจ เท่ากับ M_0 ต่อมา เมื่อ

ธนาคารกลางต้องการลดอัตราดอกเบี้ยลงมา เพื่อกระตุ้นการลงทุน จึงกำหนดอัตราดอกเบี้ยต่ำที่เป็นเป้าหมาย (target interest rate) ไว้ที่ระดับ i_t ซึ่งก็จะต้องเพิ่มปริมาณเงินจาก M_0 เป็น M_1 เส้นอุปทานเงินจะขยับไปทางขวามือเป็นเส้น M_S' อัตราดอกเบี้ยจะลดลงจาก i_e เป็น i_t ระบบเศรษฐกิจสามารถบรรลุถึงอัตราดอกเบี้ยต่ำที่เป็นเป้าหมายได้

ผลที่เกิดขึ้นตามมาคือ เมื่อปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น แรงกดดันเงินเพื่อ (inflationary pressure) จะเพิ่มขึ้น อุปสงค์ต่อการถือเงินที่เป็นตัวเงิน จะขยับไปทางขวามือตามการคาดคะเนเงินเพื่อที่สูงขึ้น และการที่อุปสงค์ต่อการถือเงินซึ่งเป็นตัวเงินสูงขึ้นก็เพราะว่า เมื่อเงินเพิ่มมีแนวโน้มสูงขึ้น ประชาชนจะถือเงินไว้เพื่อการใช้จ่ายมากขึ้นเนื่องจากราคาสินค้าสูงขึ้น เว้นแต่ประชาชนจะเปลี่ยนแปลงอุปนิสัยในการใช้จ่าย ซึ่งเป็นไปไม่ได้ในระยะสั้น

การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเพื่อทำให้อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพขยับสูงขึ้นจาก i_t และในที่สุดจะปรับตัวกลับไปอยู่ที่อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพเดิม (i_e) ได้ ซึ่งจะเห็นได้จากเส้น M_S' ตัดกับเส้น M_d' อย่างไรก็ตาม หากธนาคารกลางยังต้องการที่จะให้ อัตราดอกเบี้ยระดับต่ำซึ่งเป็นเป้าหมายยังคงบรรลุผลตลอดไป ก็จะต้องใช้นโยบายเพิ่มปริมาณเงินต่อไปอีก โดยต้องเพิ่มปริมาณเงินจาก M_1 เป็น M_2 ตามเส้นอุปทานเงินเส้นใหม่ (M_S'') สามารถบรรลุอัตราดอกเบี้ยต่ำ i_t ที่เป็นเป้าหมายได้ แต่ก็ก็จะเกิดผลตามมาเช่นเดียวกับการเพิ่มปริมาณเงินในครั้งแรกคือ อัตราเงินเพื่อจะขยับสูงขึ้น ส่งผลให้อุปสงค์ต่อการถือเงินที่เป็นตัวเงิน (M_d) สูงขึ้น เส้น M_d ใหม่ ขยับสูงขึ้นไปทางขวามือเป็น M_d'' และตัดกับอุปทานเงินเส้นใหม่ M_S'' อัตราดอกเบี้ยปรับไปสู่ดุลยภาพเดิมที่ i_e อีกครั้ง

การปรับตัวของ M_d ตามการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเพื่อดังกล่าวข้างต้น ทำให้เป้าหมายของอัตราดอกเบี้ยต่ำ (i_t) อยู่ได้ไม่นาน เพราะอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินจะปรับตัวไปสูงขึ้นตามภาวะเงินเพื่อที่สูงขึ้น (จากการเพิ่มอุปทานเงิน) ซึ่งหากธนาคารกลางต้องการจะรักษาระดับ i_t ไว้ตลอดไป ธนาคารกลางจะต้องเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจอยู่เป็นระลอกๆ และขนาดของปริมาณเงินที่ใส่เข้าไปก็ต้องเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากฐานของ

อุปทานเงินที่ใหญ่ขึ้นนั่นเอง แต่การเพิ่มอุปทานเงินในลักษณะดังกล่าว ย่อมส่งผลให้อัตราเงินเพื่อขยายขนาดใหญ่ขึ้นในลักษณะเดียวกันด้วย นั่นคือ ถ้าธนาคารกลางต้องเพิ่มปริมาณเงินในขนาดที่ใหญ่ขึ้นเรื่อยๆ หรือเพิ่มแบบ runaway money supply ก็จะทำให้เงินเพื่อขยายตัวในแบบ runaway inflation ด้วยเช่นเดียวกัน ดังนั้น หากใช้มาตรการนั้นนานๆ ประเทศก็อาจจะเกิดภาวะเงินเฟ้อรุนแรง(hyperinflation) ได้

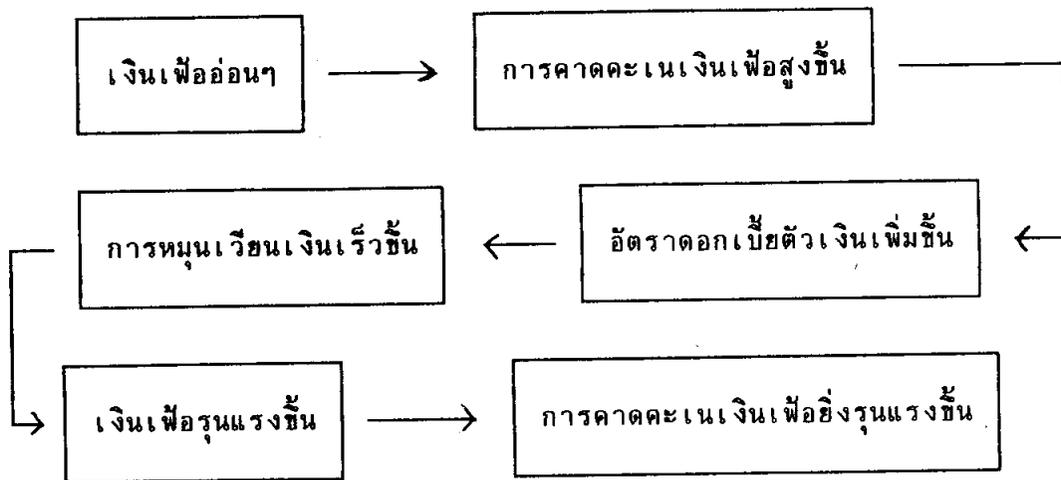
แต่การกำหนดอัตราดอกเบี้ยต่ำอาจไม่มีอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจมากนักก็ได้ถ้าหากการเพิ่มปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจไปมีผลให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจใหม่ๆ ขึ้น การลงทุนภาคการผลิตแท้จริง(real sector) เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อภาวะเงินเฟ้อมากนัก แต่ก็เป็นไปได้ยาก โดยเฉพาะในวิถีชีวิตเศรษฐกิจแบบปัจจุบันซึ่งตลาดการเงินมีส่วนธุรกรรมการเก็งกำไรในระดับสูง เช่น การเก็งกำไรใน ตลาดหุ้น ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน และตลาดซื้อขายล่วงหน้า(forwards) ต่างๆ ทั้งนี้เพราะ ถ้าลดอัตราดอกเบี้ยลงมาแล้ว ผู้ยอมเห็นว้อตราผลตอบแทนไม่จูงใจ ก็อาจจะหันไปลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงซึ่งเป็นประเภทการเก็งกำไรมากขึ้น เช่น ซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เพราะฉะนั้น ถ้าการซื้อขายหุ้นเปลี่ยนมือ แบบเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ มีมากขึ้นเท่าไร ก็จะทำให้ธุรกรรมที่ไม่ใช่ภาคการผลิตแท้จริง เพิ่มขึ้นมากขึ้นเท่านั้น แต่ผลกระทบจากธุรกรรมดังกล่าวจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และมีผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นได้ในที่สุด ซึ่งนับว่าเป็นอันตรายอย่างยิ่งต่อระบบเศรษฐกิจ

2.5 ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นเอง (Self-Generating Inflation)

ในบางภาวะการณ์ ภาวะเงินเฟ้ออาจเกิดขึ้นได้โดยที่ไม่มีสาเหตุอย่างอื่น แต่จะเกิดมาจากการมีภาวะเงินเฟ้ออ่อนๆ (mild inflation) ซึ่งอยู่ในระดับราว 2-3% ต่อปีและเงินเฟ้ออย่างอ่อนนี้ จะไปกระตุ้นให้การคาดคะเนเงินเฟ้อ(p^*)สูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยตัวเงิน(i)สูงขึ้น อัตราการหมุนเวียนเงิน(V)เร็วขึ้น ส่งผลให้ภาวะเงินเฟ้อ(p)ขยายตัวรุนแรงขึ้น และก็จะวนกลับไปทำให้การคาดคะเนเงินเฟ้อ(p^*) ยิ่งรุนแรงมากขึ้นอีกระลอก

จากกระบวนการเกิดเงินเฟ้อขึ้นโดยตัวของมันเองดังกล่าวนี้ แม้ว่าธนาคารกลางจะ

ใช้นโยบายควบคุมให้ การขยายตัวของปริมาณเงิน เท่ากับ อัตราการขยายตัวของรายได้ตัวเงินก็ตาม แต่ภาวะเงินเฟ้ออ่อนๆ ที่เกิดขึ้นจากการขยายตัวของปริมาณธุรกรรม ก็จะทำให้เงินเพื่อขยายตัวมากขึ้นจนกลายเป็นเงินเพื่อที่เกิดขึ้นเองได้ ซึ่งถ้าหากกระบวนการดังกล่าววนเวียนเกิดขึ้นซ้ำหลายรอบ ก็อาจจะนำไปสู่ "ภาวะเงินเฟ้อแบบรวดเร็ว" หรือ (runaway inflation) ได้ ทั้งนี้เนื่องมาจาก อิทธิพลของปัจจัยเสริมที่สำคัญคือ การคาดคะเนเงินเฟ้อที่สูงขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งกระบวนการเกิดเงินเฟ้อโดยตัวของมันเอง อาจแสดงให้เห็นชัดเจนได้ โดยใช้แผนภูมิอธิบาย ดังรูปที่ 2.3



รูปที่ 2.3 ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นเองเงินเฟ้อ

อย่างไรก็ตาม ภาวะเงินฝืดก็อาจเกิดขึ้นได้ โดยกระบวนการในลักษณะเดียวกัน แต่รายได้เงื่อนไขที่ตรงข้ามกัน นั่นคือ ภาวะเงินฝืดอาจเกิดขึ้นได้เองโดยเริ่มจากภาวะเงินฝืดอย่างอ่อนๆ (mild deflation) หลังจากนั้นก็จะมีการคาดคะเนเงินฝืด (p^*) เพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (i) ลดลง การหมุนเวียนเงิน (V) ช้าลง ภาวะเงินฝืดจะรุนแรงขึ้น และส่งผลกระทบต่อวนรอบไปยังการคาดคะเนเงินเฟ้อได้อีกครั้ง ซึ่งถ้ากระบวนการเงินฝืดที่เกิดขึ้นเองนี้ เกิดขึ้นซ้ำๆ หลายรอบ ก็อาจจะทำให้เกิด runaway deflation ได้เช่นเดียวกับที่เกิด runaway inflation

การที่ภาวะเงินเฟ้อ หรือเงินฝืด สามารถเกิดขึ้นได้เอง นับว่าเป็นอันตรายมากต่อระบบเศรษฐกิจที่อยู่ในระบบมาตรฐานกระดาษ (paper standard) ซึ่งไม่มีทองคำหนุนหลังเงินตราเป็นอย่างมาก ทั้งนี้เพราะ หากเงินกระดาษที่ใช้มีทองคำหนุนหลังอยู่ ก็จะไม่มีการเกิดภาวะเงินเฟ้อแบบรวดเร็วเนื่องจากว่า ถ้าระดับราคาสินค้าและบริการเพิ่มขึ้น ราคาทองคำจะลดลงเมื่อเทียบกับราคาสินค้าอื่น การใช้ทองคำในรูปสินค้าจะเพิ่มขึ้น ทองคำส่วนที่ใช้เป็นเงินตราจะลดลง ทำให้ปริมาณเงินลดลง ระดับราคาจะลดลง การคาดคะเนเงินเพื่อลดลง และภาวะเงินเฟ้อบรรเทาลง

ในทางตรงข้าม เมื่อเกิดเงินฝืด ระดับราคามีแนวโน้มลดลง ราคาทองคำจะสูงขึ้นเมื่อเทียบกับราคาสินค้าอื่น ทำให้มีการนำเอาทองคำไปเปลี่ยนเป็นเงินตรามากขึ้น ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจจะเพิ่มขึ้น การคาดคะเนเงินเพื่อจะเพิ่มขึ้น หรือก็คือ การคาดคะเนเงินฝืดลดลง ระดับราคาจะมีแนวโน้มกลับเพิ่มขึ้น

กระบวนการเกิดภาวะเงินเฟ้อขึ้นเอง จะส่งผลให้ภาวะเงินเฟ้อมีความรุนแรง หรือรวดเร็วเพียงใด ก็ขึ้นอยู่กับปัจจัยกำหนดที่สำคัญ 2 ประการคือ

1) ความเร็วของการคาดคะเนเงินเพื่อที่จะไล่ตามภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริง นั่นคือ ถ้าการคาดคะเนเงินเฟ้อของประชาชนปรับตัวตามภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงอย่างช้าๆ แล้วภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นโดยตัวของมันเอง ก็จะเป็นไปอย่างช้าๆ และมีความรุนแรงน้อย

2) การตอบสนองของการหมุนเวียนเงินซึ่งมีต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตัวเงิน ถ้าการหมุนเวียนของเงินไหลตัวตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยตัวเงินเร็วมาก การเกิดภาวะเงินเฟ้อโดยตัวของมันเองก็จะรวดเร็วและรุนแรงมากด้วย

เงื่อนไขสองประการดังกล่าวข้างต้นทำให้รู้ได้ว่า ถ้าการคาดคะเนเงินเฟ้อของประชาชน ปรับตัวตามภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงช้ามาก และ/หรือการหมุนเวียนเงินไหลตัวตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยช้ามากแล้ว ภาวะเงินเฟ้อโดยตัวของมันเองจะไม่เกิดขึ้น

2.6 ภาพลวงตาเกี่ยวกับสมดุลเงินสดที่แท้จริง (The Real Cash Balance Mirage)

คำว่า cash balance ซึ่งในที่นี้ จะเรียกว่า "สมดุลเงินสด" นั้นหมายถึง ปริมาณเงิน ณ ดุลยภาพ ดังนั้น จึงมีลักษณะเป็นได้ทั้งอุปสงค์เงิน และอุปทานเงิน ในเวลาเดียวกัน เพราะค่าของมันเท่ากันเนื่องจากเป็นค่าที่วัดจาก actual demand ซึ่งจะเท่ากับ actual supply เสมอ หรือกล่าวอย่างง่ายคือ สมดุลเงินสด ก็คือ ปริมาณอุปสงค์ต่อเงินซึ่งเท่ากับปริมาณอุปทานเงิน ณ ดุลยภาพของตลาดเงิน

ในขณะที่ระบบเศรษฐกิจเกิดภาวะเงินเฟ้อ ประชาชนมักจะเกิดภาพลวงตาในค่าของเงินที่อยู่ในมือของเขา คือ เขาจะคิดว่าค่าของเงินหรืออำนาจซื้อในมือ (purchasing power) ของเขาลดลงจากเดิม ก็เนื่องจากเขาได้รับรายได้ตัวเงิน (nominal income) น้อยเกินไป แทนที่จะคิดว่า ค่าของเงินในมือลดลง เพราะระดับราคาสินค้าและบริการสูงขึ้น และเขายังอาจจะเข้าใจ (ผิด) ว่า การที่รายได้ตัวเงินเพิ่มขึ้นจะทำให้รายได้ที่แท้จริงเพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้น การที่ระบบเศรษฐกิจเพิ่มปริมาณเงินน้อยเกินไป จึงเข้าใจว่า สมดุลเงินสดที่แท้จริง (ซึ่งหมายถึง ปริมาณเงินที่เป็นตัวเงินซึ่งได้รับค่าตามดัชนีราคาแล้วหรือเรียกว่า real cash balance) ลดลงจากเดิม และก็จะมีความเชื่ออีกว่า ผู้กำหนดนโยบายการเงินควรจะทำให้ปริมาณเงินที่เป็นตัวเงิน (nominal money supply) เพิ่มขึ้นในอัตราเดียวกันกับรายได้ที่เป็นตัวเงิน (nominal income) ทั้งนี้เพื่อที่ว่า ค่าที่แท้จริงของสมดุลเงินสดที่ประชาชนถืออยู่ในมือจะได้ปรับเพิ่มขึ้นจนมาอยู่ในระดับเดียวกับก่อนที่จะเกิดภาวะเงินเฟ้อ

ภาพลวงตาเกี่ยวกับสมดุลเงินสดที่แท้จริงยังมาจากความเชื่อที่ว่า ภาวะเงินเฟ้อเกิดจากการขยายตัวของปริมาณเงินในอัตราสูง ทั้งๆ ที่ปริมาณอุปทานเงินอาจเพิ่มขึ้น พร้อมกับที่รายได้ที่แท้จริงสูงขึ้นและอัตราการผลิตเงินลดลงก็ได้ โดยทั่วไป ประชาชนมักคิดว่าอุปสงค์ต่อการถือเงินที่แท้จริง (m_1) จะลดลงเมื่อการคาดคะเนเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ในกรณีที่เงินเฟ้อเกิดจากการขยายตัวของปริมาณเงินมากเกินไป ค่าที่แท้จริงของเงินที่ประชาชนถือไว้ในมือจะลดลง ระดับราคาซึ่งสูงขึ้นจากการเพิ่มของปริมาณเงินจะยิ่งสูงขึ้นไปอีกเมื่อการหมุนเวียนของเงินสูงขึ้นและอุปสงค์ต่อการถือเงินที่แท้จริงลดลง ซึ่งอุปสงค์ต่อการ

ถือเงินที่แท้จริงอาจปรับตัวสูงขึ้นมาเท่ากับระดับเดิมได้อีก แต่จะเป็นเพียงชั่วคราวระยะเวลานั้นเท่านั้น ทั้งนี้เนื่องจากการเพิ่มปริมาณเงินในตอนแรกจะยังไม่ทำให้ระดับราคาเพิ่มขึ้นในทันที เพราะระดับราคามีความล่าช้าในการปรับตัว

เมื่อพิจารณา ณ จุดดุลยภาพของอุปทานเงิน (M_S) และอุปสงค์เงิน (M_D) จะเห็นว่าการที่ M_S เพิ่มขึ้น จะทำให้ M_D เพิ่มขึ้นด้วย เพราะเมื่อระดับราคาคงที่ หรือ $P = 1$ M_S จะเท่ากับ M_D และ m_d ที่จุดดุลยภาพเดิมเสมอ แต่หากเมื่อใด P เพิ่มขึ้น โดยที่ M_S คงที่ M_S ก็จะไม่เท่ากับ m_d อีกต่อไป เพราะ $M_S = Pm_d$ ดังนั้น m_d จึงลดลง ขณะที่ P สูงขึ้น ซึ่งการที่จะทำให้ m_d เพิ่มขึ้น ก็จะต้องเพิ่มอุปทานเงิน (M_S) อย่างต่อเนื่อง ซึ่งก็จะมีผลให้ M_S/P หรือก็คือ อุปสงค์ต่อการถือเงินที่แท้จริง (m_d) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องด้วย เพราะฉะนั้นเราจึงไม่อาจหาจุดสิ้นสุดของผลกระทบซึ่งเกิดขึ้นจากการเพิ่มของปริมาณเงินอย่างต่อเนื่องที่มีต่อระดับราคาได้อย่างถูกต้อง แต่อาจรู้ได้ว่าในที่สุดแล้ว ระบบเศรษฐกิจก็จะเกิดภาวะเงินเฟ้อที่ขยายตัวมากขึ้นเรื่อยๆ หรือเป็นแบบ runaway inflation

อย่างไรก็ดี ในช่วงเวลาที่เกิดเงินเฟ้อ บุคคลมักจะถือเงินสดที่แท้จริง (m_d) ไว้ไม่น้อยกว่ากรณีที่ไม่เกิดภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งแม้ว่า จะมีการเพิ่มปริมาณเงินอยู่ตลอดเวลาก็ตาม แต่ก็จะทำให้ m_d เพิ่มขึ้นได้เพียงชั่วคราวระยะสั้นเวลาเท่านั้น เพราะหลังจากที่ระดับราคาปรับตัวสูงขึ้น (เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น) m_d จะลดลงอีก (P สูงขึ้น \rightarrow m_d ลดลง) ซึ่งอาจเปรียบเทียบได้ว่า เป้าหมายของการปรับสมดุลเงินสดที่แท้จริง ให้อยู่ในระดับเดียวกับก่อนที่จะเกิดเงินเฟ้อ จะถอยหลังไปสองก้าว ขณะที่การเพิ่มปริมาณเงินจะสามารถทำให้บรรลุเป้าหมายที่ต้องการได้เพียงก้าวเดียวเท่านั้น แม้กระนั้น วิธีการทำให้สมดุลเงินสดที่แท้จริง (m_d) ที่ประชาชนถือไว้สูงขึ้นโดยไม่ทำให้เกิดเงินเฟ้อที่ขยายตัวแบบรวดเร็ว (runaway inflation) ก็อาจทำได้ โดยชะลอการขยายตัวของปริมาณเงินให้ช้าลงเพียงพอที่จะทำให้การคาดคะเนเงินเฟ้อลดลง

2.7 สรุป

ในระบบเศรษฐกิจที่มีภาวะเงินเฟ้อหรือเงินฝืด จะทำให้บุคคลมีการคาดคะเนภาวะระดับ

ราคาสินค้าและบริการอยู่ตลอดเวลา ซึ่งการคาดคะเนระดับราคา จะมีผลต่อการเลือกถือสินทรัพย์ของบุคคล ทั้งนี้เป็นเพราะบุคคล จะเปรียบเทียบระหว่าง อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (nominal interest rate) กับ อัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่คาดคะเน (expected real interest rate) ของการถือสินทรัพย์แต่ละชนิดว่า การถือสินทรัพย์ชนิดใด จะให้ผลตอบแทน(อัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่คาดคะเน)สูงสุด ก็จะเลือกถือสินทรัพย์ชนิดนั้น แต่ทั้งนี้ยังจะต้องพิจารณาปัจจัยอื่น เช่น ความเสี่ยง และความสามารถในการเปลี่ยนเป็นเงินสดของสินทรัพย์นั้นประกอบด้วย

ระดับราคามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน แต่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

การคาดคะเนเงินเพื่อ(price expectation)มีผลกระทบต่ออุปสงค์ต่อการถือเงิน เพราะทำให้อัตราการหมุนเวียนของเงินสูงขึ้น และทำให้อัตราเงินเฟ้อรุนแรงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะลดลง ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินเพิ่มไม่ทันกับอัตราเงินเฟ้อ

การกำหนดมาตรการเพื่อกระตุ้นการลงทุนโดยใช้ low interest rate policy เพื่อทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง และการลงทุนภาคเอกชนสูงขึ้นนั้น มาตรการนี้แม้จะได้ผลแต่ก็จะเป็นเฉพาะในระยะสั้นเท่านั้น และถ้าใช้มาตรการชนิดนี้อย่างต่อเนื่องแล้ว ก็อาจจะทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นแบบรวดเร็ว หรือ runaway inflation ได้ ซึ่งจะเป็นอันตรายต่อระบบเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก เพราะ runaway inflation อาจจะมีรุนแรงขึ้นจนกลายเป็นเงินเฟ้อรุนแรง หรือ hyperinflation ได้ในที่สุด

ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นเอง หรือ self-generating inflation เป็นเงินเฟ้อที่มาจากภาวะเงินเฟ้ออ่อนๆ หรือ mild inflation ซึ่งเป็นเสมือนเชื้อหรือสาเหตุ แล้วส่งผลให้การคาดคะเนภาวะเงินเฟ้อขยายตัว อัตราดอกเบี้ยตัวเงินสูงขึ้น อัตราการหมุนเวียนเงินเร็วขึ้น ภาวะเงินเฟ้อจะรุนแรงขึ้น