

ลงมา เป็น  $LM_1$  (ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เกิดกับคักสภาพคล่องระดับ  $i_1$ ) กำหนดดุลยภาพใหม่ที่จุด  $b$  ณ. ระดับรายได้ของการจ้างงานเต็มที่  $(\frac{Y}{P})_f$  (17)

ภายใต้สภาพการณ์ดังกล่าวนี้ การเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมทางการเงินจะมีผลต่อกิจกรรมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจได้ ดังนั้นบทบาทของเงินอาจจะได้ว่า "money does matter" อย่างไรก็ตามสำหรับกรณีนี้ก็ยังไม่สามารถแสดงให้เห็นถึงความชัดเจนที่เกี่ยวกับบทบาทของนโยบายการเงินได้ เพราะเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินมีเพียงเล็กน้อยเท่านั้นที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ของอัตราดอกเบี้ย (ทั้งนี้เพราะส่วนใหญ่แล้วเป็นผลพลอยได้ของเวลาที่เปลี่ยนไป) แต่ถ้าจะกล่าวว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถกำหนดรูปแบบต่าง ๆ ของพันธบัตรที่จะนำออกจำหน่ายในท้องตลาดได้แล้ว ก็หมายความว่า จะกลายเป็นส่วนสำคัญต่อการกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาดด้วย ดังนั้นข้อสรุปสำหรับสภาวะการณ์การเกิดกับคักสภาพคล่องจะถือว่าเป็นปรากฏการณ์ชั่วคราวเท่านั้น สำหรับระบบเศรษฐกิจในแบบ dynamic ก็จะไม่มียุทธศาสตร์อย่างแท้จริงของอิทธิพลที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลง  $M_s$  และ  $M_d$  ที่มีต่อกิจกรรมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ

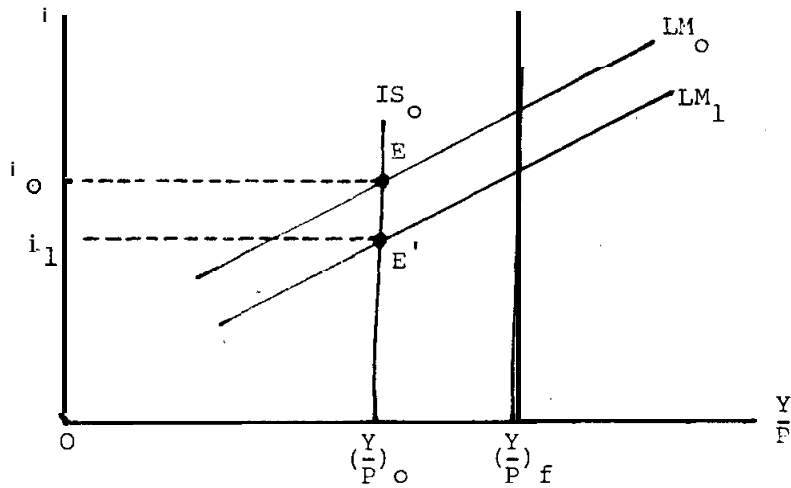
### สภาวะการณ์ของการเกิดความไม่ยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่ออัตราดอกเบี้ย

นักเศรษฐศาสตร์สำนักเคนส์หลายท่านมีความเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยมีผลที่น้อยมาก หรือไม่มีเลยต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวม ซึ่งจากการเชื่อเช่นนี้ถูกสนับสนุนด้วยข้อมูลสถิติต่าง ๆ ที่ได้มีการทดสอบจริง ๆ โดยปรากฏว่าการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยมีผลเพียงเล็กน้อยจนไม่มีความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของทั้งค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภคและการลงทุน จากสภาพการณ์ดังกล่าวเช่นนี้ ในตัวแบบของเส้น IS - LM

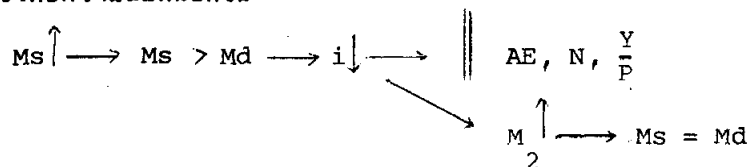
(17)

การลดลงของอัตราดอกเบี้ยที่เกิดกับคักสภาพคล่องไม่จำเป็นต้องลดลงมาได้อย่างเต็มที่เหมือนในรูปที่ 9 รายได้ดุลยภาพที่เพิ่มขึ้นอาจอยู่ต่ำกว่า  $(\frac{Y}{P})_f$  ก็ได้

การที่ค่าความยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่ออัตราดอกเบี้ย มีค่าเท่ากับศูนย์ เช่นนี้จะหมายความว่าเส้น IS จะมีลักษณะเป็นเส้นตั้งฉากกับแกนรายได้ (ดังรูปที่ 10) และถ้าเส้น IS นี้อยู่ในตำแหน่งที่ต่ำกว่าระดับของการจ้างงานเต็มที่แล้ว คุลยภาพทั่วไปก็จะอยู่ต่ำกว่าการจ้างงานเต็มที่ด้วย ที่จุด E ระดับรายได้  $(\frac{Y}{P})_0$  อัตราดอกเบี้ย  $i_0$



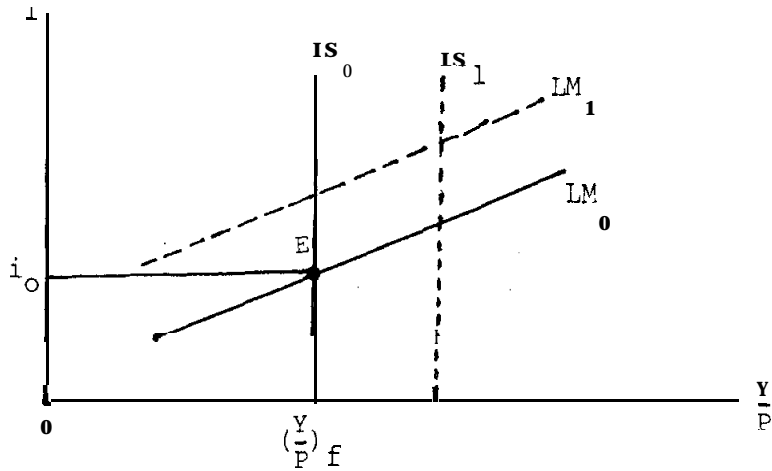
รูปที่ 10 แสดงการเพิ่มปริมาณเงินในกรณีเกิดความไม่ยืดหยุ่นของ AE ต่อ i การเพิ่มปริมาณเงินเข้าไปในระบบเศรษฐกิจ โดยหวังให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมที่แท้จริงนั้นจะใช้ไม่ได้ผลเลย ทั้งนี้เนื่องจากปริมาณเงินที่เพิ่มเข้ามานั้นถึงแม้ว่าจะมีผลต่อการลดลงของอัตราดอกเบี้ยก็ตาม แต่ผลกระทบที่ต่อเนื่องจากการลดลงของอัตราดอกเบี้ยไม่มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยจะต้องลดลงจนกระทั่งสามารถทำให้ปริมาณเงินส่วนเกินที่เพิ่มเข้ามาถูกนำมาถือไว้ทั้งหมด แสดงโดยความสัมพันธ์ดังนี้



จากรูปที่ 10 แสดงให้เห็นว่าเมื่อเพิ่มปริมาณเงินเข้าไป เส้น  $LM_0$  จะเลื่อน

ออกมาทางขวามือ เป็นเส้น  $LM_1$  กำหนดดุลยภาพใหม่ที่จุด E ระดับรายได้  $(\frac{Y}{P})_0$  เท่าเดิม อัตราดอกเบี้ยลดลงมาที่  $i_1$

บทบาทของเงินในสภาวะการณ์เช่นนี้ ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงตัวแปรเศรษฐกิจที่แท้จริงได้ เงินจึงไม่มีความสำคัญ หรือ money does not matter นโยบายการเงินจะไม่สามารถนำมาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับในสภาวะการณ์ที่เกิดกับดักสภาพคล่องแล้วผลที่ได้รับจากการดำเนินนโยบายการเงินในกรณีที่เรากำลังพิจารณานี้ให้ผลที่เลวร้ายยิ่งกว่า ยกตัวอย่างเช่น การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อขจัดภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นภายใต้สภาวะการณ์ที่เส้น IS ไม่มีความยืดหยุ่นกับอัตราดอกเบี้ย สมมติว่าเดิมดุลยภาพทั่วไปเกิดขึ้น ณ. ระดับการจ้างงานเต็มที่ ที่จุด E ในรูปที่ 11



รูปที่ 11 แสดงการใช้นโยบายการเงินเพื่อแก้ไขภาวะเงินเฟ้อเมื่อเส้น IS เป็นเส้นตั้งฉาก

และด้วยเหตุผลใดก็ตามค่าใช้จ่ายรวมอิสระของระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งมีผลทำให้เส้น IS เลื่อนออกไปทางขวามือของระดับรายได้การจ้างงานเต็มที่ เป็นเส้น  $IS_1^{(18)}$  เกิดเป็นความต้องการซื้อส่วนเกิน ( $AD > AS$ ) ระดับราคาสินค้าจะเพิ่มสูงขึ้น

(18)

เส้น  $IS_1$  นี้แสดงดุลยภาพของตลาดสินค้าและบริการในรูปที่เป็นตัวเงิน (money term)

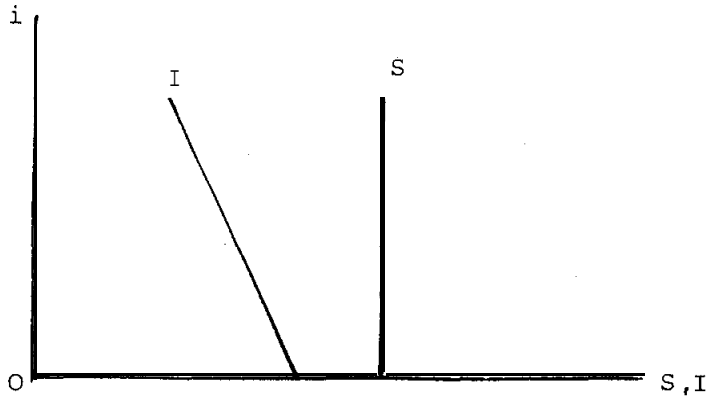
เราจะพบว่าวิธีการที่ใช้แก้ไขภาวะเงินเฟ้อ 2 แบบดังที่ได้กล่าวไปแล้ว<sup>(19)</sup> คือปล่อยให้ปรับตัวแก้ไขตามกลไกของมันเอง และวิธีการลดปริมาณเงินลง จะไม่สามารถนำมาใช้แก้ไขภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นในลักษณะเช่นนี้ได้ คือการเลื่อนกลับมาทางซ้ายมือของเส้น LM จะไม่สามารถจัดความต้องการซื้อส่วนเกินที่เกิดขึ้นได้หมดไป ทั้งนี้เพราะการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะไม่สามารถลดทอนค่าใช้จ่ายรวมที่เกินอยู่ได้ มีทางเดียวเท่านั้นที่จะแก้ไขได้ ก็คือการลดลงของค่าใช้จ่ายรวมอิสระ หรือการเลื่อนกลับมาทางซ้ายของเส้น IS จนกระทั่งเป็นเส้น  $IS_0$  ตามเดิม เช่นนั้นนโยบายการเงินก็จะสูญเสียพลังอำนาจที่จะนำมาใช้เป็นเครื่องมือต่อต้านภาวะเงินเฟ้อและภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในกรณีที่ค่าใช้จ่ายรวมไม่มีความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ย โดยการเปลี่ยนแปลงของทั้ง  $M_s$  และ  $M_d$  จะไม่มีผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่แท้จริง, ค่าใช้จ่ายรวมที่เป็นตัวเงินและระดับราคา

#### สภาวะการณ์ที่เกิดความไม่สอดคล้องกันระหว่างเงินออมกับเงินลงทุน

ในระบบของสำนักเคนส์นั้นมีความเชื่อที่ว่า อัตราดอกเบี้ยไม่ใช่กลไกสำคัญที่จะปรับทำให้เงินออม (S) เท่ากับเงินลงทุน (I) ได้ตลอดเวลาเหมือนอย่างทฤษฎีของกลุ่มสำนักคลาสสิกได้ว่าไว้ ดังนั้น ณ. ระดับของอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ก็อาจจะทำให้เกิดความไม่สอดคล้องกันระหว่าง S กับ I ก็เป็นไปได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับระบบเศรษฐกิจที่มีโอกาสของการทำกำไรจากการลงทุนในระดับต่ำ ประกอบกับการที่ผู้คนในสังคมก็ยังตระหนักไม่ค่อยใช้จ่ายเพื่อบริโภคมากนัก เช่นนี้ก็จะทำให้เกิดความไม่สอดคล้องกันระหว่าง S กับ I ดังรูปที่ 12

(19)

ขอให้ทบทวนบทบาทของเงินในกรณี Cost of Capital effect strong ในบทเดียวกันนี้

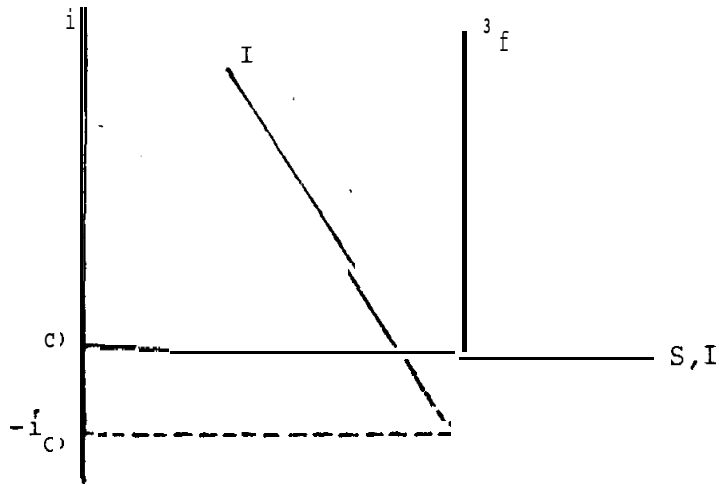


รูปที่ 12 แสดงความไม่สอดคล้องของเงินออมกับเงินลงทุน

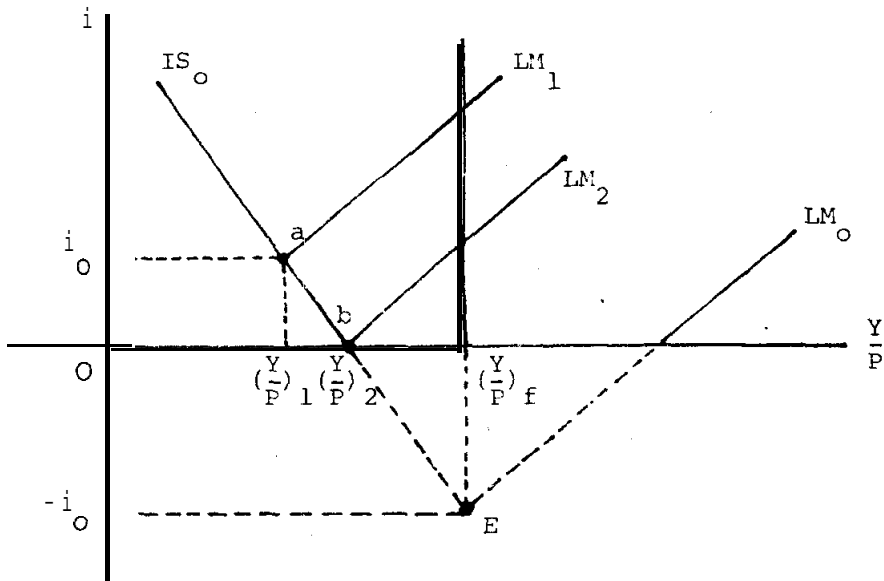
จากรูปที่ 12 เส้น I มีความสัมพันธ์ผกผันกับอัตราดอกเบี้ย ในกรณีนี้จะมีลักษณะค่อนข้างชัน และมีขนาดของการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ ส่วนเส้น S โดยข้อสมมุติว่าขนาดของ S ถูกกำหนดมาจากรายได้ ดังนั้นเส้น S จะไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยระดับต่าง ๆ และเส้น S นี้อยู่ภายใต้ขนาดของรายได้ระดับหนึ่งจะเห็นได้ว่า ทั้งเส้น S และเส้น I จะไม่ตัดกัน คือ  $S > I$  ก็จะเป็นการแสดงว่าเกิดปริมาณสินค้าส่วนเกินตลอดเวลา

เราจะสมมุติว่าระดับรายได้คือ  $Y$  ณ. ระดับของการจ้างงานเต็มที  $(\frac{Y}{P})_f$  ขนาดของเงินออมที่ถูกกำหนด  $S_f$  จะมีขนาดที่เท่ากับ  $I$  ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่มีค่าคิดลบ  $(-i)$  โดยที่ ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่มีค่าเป็นบวก  $S_f > I$  ทุกระดับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งก็จะหมายความว่า จะเกิดความไม่พอเพียงของความต้องการซื้อในระบบเศรษฐกิจตลอดเวลา

ดังรูปที่ 13  $S_f = I$  ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ย  $-i_0$  หรือแสดงว่าดุลยภาพในตลาดสินค้าและบริการ ณ. ระดับการจ้างงานเต็มทีจะเกิดขึ้น ณ. อัตราดอกเบี้ยที่มีค่าคิดลบ



รูปที่ 13 แสดงความไม่สอดคล้องกันของ  $S$  ณ. ระดับการจ้างงานเต็มที่กับ  $I$ . จากความไม่สอดคล้องกันระหว่าง  $S_f$  กับ  $I$  ในตัวแบบของเส้น IS-LM แสดงได้ดังนี้



รูปที่ 14 แสดงการเพิ่มปริมาณเงินในกรณีเกิดความไม่สอดคล้องกันของ  $S_f$  กับ  $I$  ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่มีค่าเป็นบวก

จากรูปที่ 14 คุณลักษณะของตลาดสินค้าและบริการ ณ ระดับรายได้การจ้างงานเต็มที่จะอยู่ ณ ระดับอัตราดอกเบี้ย  $-i_0$  (ที่จุด E)

ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ ที่มีค่าเป็นบวกนั้น จะถูกกำหนดมาจากการแลกเปลี่ยนทดแทนกัน (trade-off) ระหว่างการเสียสละสภาพคล่องหรือความสดวกสบายจากการถือเงิน กับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการถือเงินเอาไว้เฉย ๆ ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เกิดกับตักสภาพคล่องที่  $i_1$  (ในรูปที่ 14) ในระยะสั้น ๆ แล้วจะกำหนดระดับของผลผลิตเท่ากับ  $(\frac{Y}{P})_1$  และในระยะยาวออกไปหลังจากการคาดการณ์ต่อระดับอัตราดอกเบี้ยในอนาคตลดต่ำลงตลอดจนการดำเนินนโยบายการเงินในแบบขยาย ก็จะมีผลต่อการลดลงของอัตราดอกเบี้ยสมมุติว่าลดลงต่ำถึงศูนย์ (ซึ่งก็หมายความว่าต้นทุนจากการถือเงินจะลดต่ำลงจนหมดไปเป็นศูนย์ การลดลงของอัตราดอกเบี้ยก็จะหยุดเพียงแค่นี้ ถ้าจะไม่มี การ trade-off ต่อไปอีกแล้ว) ระดับผลผลิตจะเพิ่มได้ถึงระดับที่มากที่สุดเท่าที่จะมากได้คือ ณ. ระดับ  $(\frac{Y}{P})_2$  ซึ่งก็ยังเป็นระดับที่อยู่ต่ำกว่า  $(\frac{Y}{P})_f$  หรือหมายความว่า การเพิ่มปริมาณเงิน หรือการกระทำใด ๆ ต่อความต้องการถือเงินจะไม่สามารถลดระดับอัตราดอกเบี้ยให้ลงมาต่ำติดลบต่อลงมาได้ ก็เท่ากับกลไกการเชื่อมโยงสู่ภาคการใช้จ่าย, ผลผลิตและการจ้างงานก็จะหยุดชงักแต่เพียงเท่านั้น ดังนั้นในสภาวะที่คุณลักษณะของตลาดสินค้าและบริการอยู่ ณ. อัตราดอกเบี้ยที่ติดลบ บทบาทของเงินจะไม่มี ความสำคัญ (money does not matter) จากรูป การเพิ่มปริมาณเงินภายหลังจากที่เส้น LM คือ  $LM_2$  แล้วประสิทธิภาพของนโยบายการเงินจะหมดไปอย่างสิ้นเชิง (ตราบไคที่นโยบายการเงินยังไม่สามารถเลื่อนเส้น IS ออกไปทางขวามือ)

กรณีที่สาม : บทบาทของเงินภายนอกและเงินภายใน (outside and inside money) ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจส่วนรวม โดยผ่านช่องทางการทำงานของผลกระทบที่เกิดจากความมั่งคั่ง (wealth effects)

บทบาทของเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจส่วนรวมในสองกรณีแรกคือ ทั้งในกรณีของผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการที่ Cost of Capital effects รุนแรง (strong) และไม่มีแรงกระทบ (weak) นั้น เป็นการวิเคราะห์โดยเห็นช่องทางของการทำงานผ่านกลไกการส่งทอดทางด้าน การปรับตัวของการจัดการกองทรัพย์สิน (portfolio balance) ที่เรียกโดยทั่วไปว่า "Cost of capital" ไปจนกระทั่งมีผลกระทบถึงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรเศรษฐกิจส่วนรวม ทั้งที่เป็นตัวแปรการเงินและตัวแปรที่แท้จริง ยังมีอีกกรณีหนึ่งที่สำคัญในเรื่องบทบาทของเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจส่วนรวมในแนวคิดของสำนักเคนส์ก็คือ ผลที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินต่อพฤติกรรมที่แท้จริงของกิจกรรมต่าง ๆ ของระบบเศรษฐกิจ โดยผ่านกลไกการส่งทอดของผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่ง (Wealth-transmission mechanism) ในเรื่องนี้มีความคิดเห็นของบรรดานักเศรษฐศาสตร์ที่ยังคงแตกต่างกันอยู่ในเรื่องบทบาทของเงินที่เป็นเงินภายนอก (outside money) และเงินภายใน (inside money) บางกลุ่มอันได้แก่ Gurley, Shaw และ Patinkin เชื่อว่าเฉพาะเงินภายนอกเท่านั้นที่จะมีบทบาทอย่างสำคัญต่อโลกการทำงานจากผลกระทบของความมั่งคั่ง (operationally significant wealth effect) ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวม (AE)<sup>(20)</sup> แต่นักเศรษฐศาสตร์บางกลุ่มได้แก่ Pesek และ Saving ก็มีความ

(20)

ภายใต้ข้อสมมุติว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินไม่ได้เกิดจากการดำเนินมาตรการซื้อหลักทรัพย์คืนจากภาคเอกชน เพราะการกระทำเช่นนี้จะไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของความมั่งคั่งสุทธิภายในระบบเศรษฐกิจ (ให้บททวนความสับสนอันนี้ได้จากบทที่เกี่ยวกับความสับสนของเงินกับความมั่งคั่ง ที่ได้ศึกษาผ่านไปแล้ว)



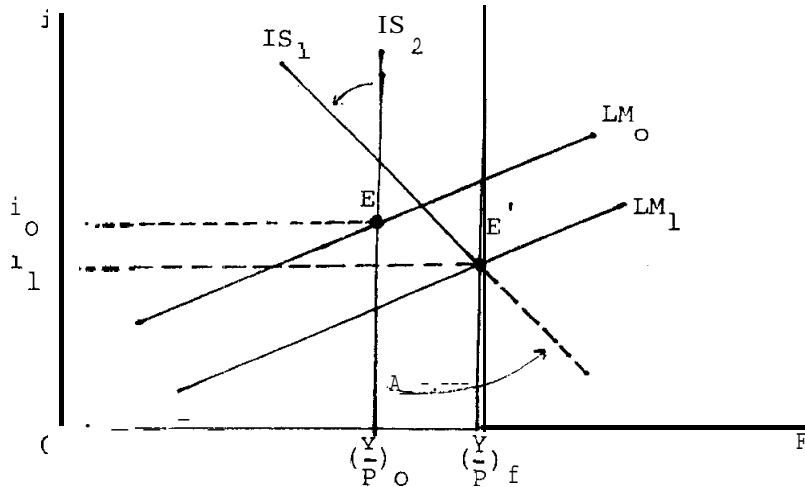
เห็นไปว่าความแตกต่างของเงินประเภทภายนอกและภายในนั้น ไม่ได้มีผลที่จะทำให้เกิดความแตกต่างในเรื่องของความสามารถที่จะทำให้เกิดแรงกระตุ้นของการส่งออกไปยังภาคการใช้จ่ายที่แท้จริง โดยผ่านกลไกการทำงานของผลกระทบของความมั่งคั่ง การวิเคราะห์ในขั้นแรกของเราจะไม่ขอเข้าข้างความคิดเห็นของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งโดยเฉพาะ ทั้งนี้เพื่อไม่ให้เกิดข้อผิดพลาดที่อาจจะเกิดขึ้นได้จากการวิเคราะห์บทบาทของเงินโดยผ่านกลไกการทำงานที่เป็นไปได้จากผลกระทบของความมั่งคั่งต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวม โดยการวิเคราะห์จะอยู่ภายใต้ข้อสมมุติว่าไม่มีการแบ่งประเภทของเงิน จะเป็นความหมายของเงินทั่ว ๆ ไปที่เราใช้ในการวิเคราะห์กรณีต่าง ๆ ที่ผ่านมา

ผลกระทบของความมั่งคั่งที่เข้ามาเกี่ยวข้องกับการขยายตัวของปริมาณเงิน (เงินภายนอกและ/หรือเงินภายใน) ที่จะนำมาใช้วิเคราะห์มีอยู่ 2 แบบด้วยกัน แบบที่หนึ่งผลกระทบของความมั่งคั่งที่เรียกว่า "real balance effect" และแบบที่สองคือ "interest-induced wealth effect"

ในแบบของ "interest-induced wealth effect" หรือที่เรียกว่า Keynes Windfall effect เป็นผลกระทบที่มีต่อค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นมาจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหรือราคาของบรรดาหลักทรัพย์ทางการเงินประเภทต่าง ๆ (เช่นพันธบัตร เป็นต้น) และการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ผลกระทบของความมั่งคั่งในแบบนี้จะสามารถส่งทอดผลกระทบอันเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน และ/หรือ  $\Delta Md$ ) ผ่านเข้าไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงได้ ถึงแม้จะเป็นบางสภาวะเศรษฐกิจที่กลไกการทำงานทางด้าน Cost of Capital effect จะไม่สามารถ สภาพะการณที่ว่าก็คือกรณีที่เกิดความไม่ยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่อระบบ (inelastic IS schedule) และกรณีที่เกิดความไม่สอดคล้องกันระหว่าง

ที่เกิดความไม่ยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่ออัตราดอกเบี้ย คือ

เมื่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายลงทุน แต่ถ้าผลกระทบของ wind fall effect รุนแรงมาก ๆ แล้ว การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยก็อาจจะมีผลต่อขนาดของเงินออมให้เปลี่ยนแปลงไปได้<sup>(21)</sup> ผลที่เกิดขึ้นก็คือจะทำให้เส้น IS กระทบขึ้นหรือมีความลาดของเส้น IS เกิดขึ้น (เดิมเป็นเส้นตั้งฉาก) จากรูปที่ 15 ดังนี้



รูปที่ 15 แสดงผลกระทบของ windfall effect ในกรณีเส้น IS เป็นเส้นตั้งฉาก

จากรูปที่ 15 เดิมดุลยภาพของระบบเศรษฐกิจเกิดขึ้นที่จุด E คือจุดตัดของเส้น  $IS_0$  ตัดกับเส้น  $LM_0$  การเพิ่มปริมาณเงินมีผลต่อการเลื่อนของเส้น  $LM_0$  ออกไปทางขวาเป็นเส้น  $LM_1$  และจาก windfall effect ที่เกิดขึ้น การลดลงของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลทำให้ขนาดของเงินออมเปลี่ยนไป เส้น  $IS_0$  จะกระทบไปเป็นเส้น  $IS_1$  โดยสมมุติว่าเพียงพอที่จะทำให้ดุลยภาพทั่วไปกำหนดขึ้นที่จุด E' คือเส้น  $LM_1$  ตัดกับเส้น  $IS_1$  ระดับรายได้เพิ่มขึ้นมาอยู่

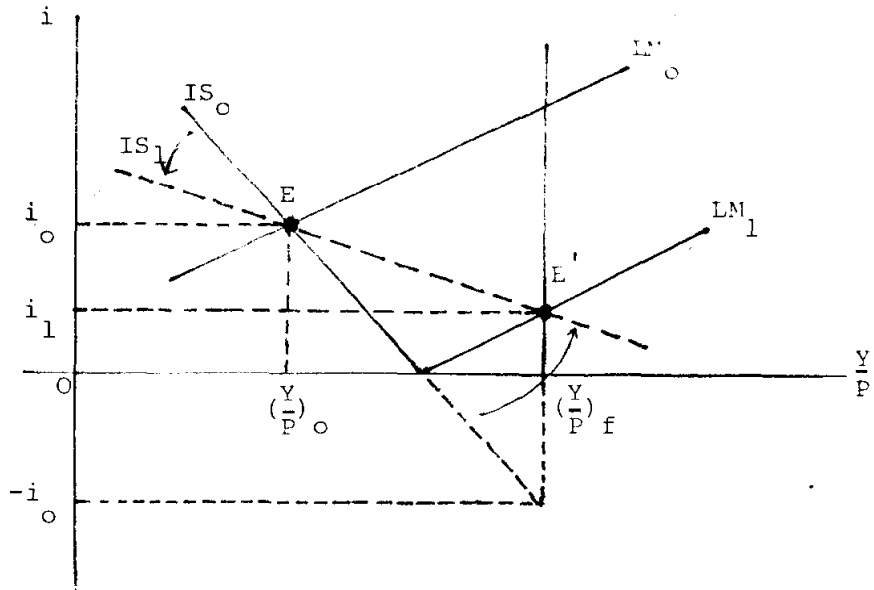
(21)

เช่นการที่ราคาของพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้น ผู้ถือพันธบัตรอยู่จะมีความรู้สึกที่ดีขึ้นจากฐานะของความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้น พฤติกรรมหรือแนวโน้ม เพื่อบริโภคจะเพิ่มขึ้นกว่า เดิมอาจเป็นได้ทั้งค่า MPC สูงขึ้น หรือในทางตรงข้ามค่า MPS ลดลง

ณ. ระดับของการจ้างงานเต็มที่  $(\frac{Y}{P})_F$  หรือจะหมายความว่าบทบาทของเงินที่ผ่านกลไกการทำงานจากผลกระทบของความมั่งคั่งในแบบ windfall effect ภายใต้สภาวะการณ์ที่เกิดความไม่ยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่ออัตราดอกเบี้ยนั้น เงินมีความสำคัญ (money does matter) คือสามารถทำให้กิจกรรมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป ดังความสัมพันธ์ดังนี้

$$Ms \uparrow \longrightarrow \text{Net Wealth} \uparrow \longrightarrow i \downarrow \longrightarrow \text{windfall effect} \longrightarrow AE \uparrow \longrightarrow N \uparrow \longrightarrow \frac{Y}{P} \uparrow$$

ในสภาวะการณ์ที่เกิดความไม่สอดคล้องของเงินออมกับเงินลงทุน จะพบได้ว่าผลของ windfall effect ที่เกิดขึ้นจะสามารถจัดความไม่สอดคล้องดังกล่าวได้โดยการทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนโดยตรง อาจจะพิจารณาได้ว่าบรรดาหน่วยผลิตทั้งหลาย (ก็เหมือนกับบุคคลทั่ว ๆ ไป) ที่ถือพันธบัตรอยู่จะเกิดความรู้สึกทางด้านจิตใจว่ามีฐานะความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น (better off) อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากมูลค่าของทรัพย์สินสินสิทธิในบัญชีงบดุลเพิ่มสูงขึ้น (อันเนื่องมาจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่ถืออยู่ลดต่ำลง) ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะมีผลที่จะทำให้บรรดาหน่วยผลิตเหล่านี้ต้องการที่จะขยายการลงทุนออกไปอีกจากเงินทุนที่เป็นของหน่วยผลิต (internal sources) เอง และถ้าเป็นเช่นนี้ก็ทำให้เส้น IS ที่ เป็นอยู่หมุนทวนเข็มนาฬิกา จากรูปที่ 16 สมมุติว่าหมุนจากเส้น  $IS_0$  เป็นเส้น  $IS_1$  ผลก็คือดุลยภาพทั่วไปที่เกิดขึ้นก็จะเกิดขึ้น ณ. จุด  $E'$  ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นบวก กำหนดรายได้ ณ. ระดับของการจ้างงานเต็มที่



รูปที่ 16 แสดง windfall effect ที่เกิดขึ้นในกรณีที่เกิดความไม่สอดคล้องกันของ S และ I

หรือจะหมายความว่าในสภาวะการณ์ของการเกิดความไม่สอดคล้องกันระหว่าง S และ I การขยายตัวทางการเงินจะมีผลกระทบส่งผ่านการทำงานของ windfall effect อันจะมีผลทำให้สามารถจัดความไม่สอดคล้องที่เกิดขึ้นให้หมดไป และทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของกิจกรรมที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ บทบาทของเงิน เช่นนี้จะยังคงมีความสำคัญ (money does matter)

แต่สำหรับสภาวะการณ์ที่เกิดกับดักสภาพคล่องนั้น โดยสมมุติว่าในระยะสั้น การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นผลกระทบของ windfall effect จึงไม่มี การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายรวมจึงไม่เกิดขึ้น

อีกแบบหนึ่งจากผลกระทบของความมั่งคั่งคือ "real balance effect" ซึ่งเป็นผลกระทบที่เกิดขึ้น อันเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินที่แท้จริง ( $\frac{MS}{P}$ ) หรืออำนาจซื้อที่มีต่อความต้องการซื้อสินค้าและบริการ ตามคำอธิบายของศาสตราจารย์ Patinkin ที่ว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงิน (โดยที่สิ่งอื่น ๆ คงที่) จะมีผลกระทบต่อความ

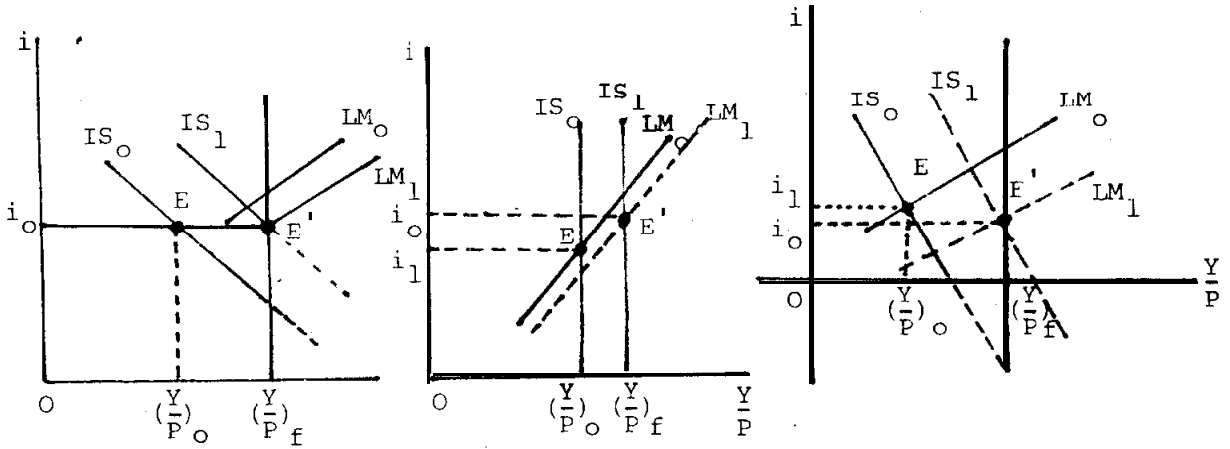
ต้องการซื้อสินค้าและบริการ เช่นเดียวกับการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งในรูปแบบอื่น ๆ โดยถ้าเป็นสินค้าและบริการที่เป็นปกติ (normal goods) จำนวนความต้องการซื้อก็จะเพิ่มมากขึ้น ตรงกันข้ามถ้าเป็นสินค้าต่ำต้อย (inferior goods) ความต้องการซื้อก็จะลดน้อยลง (22) จากการนำผลกระทบ เช่นนี้ เข้ามาร่วมในการวิเคราะห์ด้วย ก็จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงข้อกำหนดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของเงินออมต่อเส้น IS คือเงินออมในขณะนี้จะไม่ได้ถูกกำหนดมาจากระดับรายได้ที่แท้จริงเพียงอย่างเดียว แต่ถูกกำหนดมาจากปริมาณเงินที่แท้จริง ( $\frac{MS}{P}$ ) อีกด้วย ดังนั้นผลกระทบของ real balance effect ที่เกิดขึ้นจากการเพิ่มปริมาณเงิน จะไม่แต่มีผลต่อการเลื่อนของเส้น LM เท่านั้น แต่จะเลื่อนเส้น IS ออกไปทางขวามือเช่นเดียวกัน โดยเหตุผลที่ว่า การเพิ่มปริมาณเงินจะทำให้  $\frac{MS}{P}$  เพิ่มสูงขึ้น และความมั่งคั่งของภาคเอกชนก็เพิ่มสูงขึ้น อันไม่มีผลต่อการขยายตัวของค่าใช้จ่ายรวมที่มีต่อสินค้าและบริการ เราอาจจะสมมุติได้ว่า ปริมาณเงินที่แท้จริงที่เพิ่มสูงขึ้น สามารถทำให้ความมั่งคั่งของเอกชนเพิ่มสูงขึ้นในระดับที่จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายจนกระทั่งดุลยภาพทั่วไปเกิดขึ้น ณ ระดับรายได้ของการจ้างงานเต็มที่ ( $\frac{Y}{P}$ )<sub>F</sub> ดังรูปที่ 17

เนื่องจากผลกระทบของ real balance effect ไม่ได้ดำเนินการผ่านช่องทางของผลกระทบทางด้าน Cost of Capital การต่อเนื่องของผลกระทบต่าง ๆ นั้นเกิดขึ้นโดยตรงกับค่าใช้จ่ายรวม หรือตลาดสินค้าและบริการ ดังนั้นการขยายตัวทางการเงินไม่ว่าจะอยู่ในสภาวะการณ์ในแบบใดก็ตาม (คือการเกิดกับดักสภาพคล่อง, การเกิดความไม่ยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่ออัตราดอกเบี้ย และเกิดความไม่สอดคล้องกันของเงินออมและเงินลงทุน) โดยการทำงานของ real balance effect นี้จะทำให้เกิดความขยายตัวของค่าใช้จ่ายรวม การจ้างงานและระดับผลผลิต เช่นนี้จึงสามารถเป็นที่ยอมรับว่า สภาวะการณ์

(22)

Don Patinkin, Money, Interest and Prices, Harper & Row.  
New York, 1967, p. 20.

ต่าง ๆ ที่บทบาทของเงินไม่มีความสำคัญเลยในกรณีการทำงานตามกลไกของ Cost of Capital effect บทบาทของเงินจะเปลี่ยนมามีบทบาทอย่างสำคัญในกรณีที่การทำงานเป็นไปตามกลไกของ real balance effect



รูปที่ 17 แสดง real balance effect ภายใต้สภาวะการณ์ในแบบต่าง ๆ

จากบทบาทของเงินที่ได้กล่าวมาในข้างต้นนี้ จะเห็นได้ว่าเราไม่ได้แยกประเภทของเงินออกเป็นเงินภายนอก และเงินภายใน ทั้งนี้เพื่อให้เกิดความเป็นไปได้ของขบวนการวิเคราะห์บทบาทของเงินทั้งสองแบบที่มีผลกระทบผ่านช่องทางของความมั่งคั่งในระบบส่วนรวมของสำนักเคนส์ อย่างไรก็ตามนักเศรษฐศาสตร์บางท่านก็ไม่เห็นด้วยกับแนวทางของการวิเคราะห์ในลักษณะเช่นนี้ โดยชี้แจงให้เห็นถึงความสำคัญที่เกิดขึ้นจากความแตกต่างระหว่างเงินภายนอกและเงินภายใน ที่มีต่อบทบาทของเงินที่จะเกิดขึ้นภายใต้กลไกการส่งทอดของความมั่งคั่ง

ในบทก่อนที่ผ่านมามากงจำได้ว่า Gurley และ Shaw ได้กล่าวถึงความแตกต่างของเงินภายนอกและเงินภายใน จะกล่าวได้ว่าเงินภายนอกก็จะหมายถึงหนี้ของรัฐบาล (หมายถึง currency) ที่หนุนหลังค่าด้วยหลักทรัพย์รัฐบาล และถ้ารัฐบาลไม่สนใจเกี่ยวกับระดับของหนี้สินประเภทนี้ ในขณะที่เดียวกันประชาชนก็ไม่ได้มีความรู้สึกว่าหลักทรัพย์ของรัฐบาลที่ตนถืออยู่นั้น

จะกลายมาเป็นสิ่งที่ตนเองต้องรับภาระในรูปของการเสียภาษีในอนาคต (ซึ่งรัฐบาลจะนำภาษีเหล่านี้มาจ่ายเป็นดอกเบี้ยให้กับผู้ถือหลักทรัพย์รัฐบาล) เช่นนี้แล้ว การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินภายนอกจะทำให้เกิดการดำเนินงานจากผลกระทบของความมั่งคั่งในรูปของ real balance effect ที่จะมีต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภค (อันเนื่องมาจากความมั่งคั่งที่เพิ่มสูงขึ้น) ซึ่งจากการดำเนินงานของ real balance effect นี้ก็จะมีผลต่อการเลื่อนของเส้น IS ออกมาทางขวามือ ซึ่งก็ทำให้ระดับการจ้างงาน และผลผลิตเพิ่มสูงขึ้น ถึงแม้ว่า cost of capital effect จะไม่ทำงานก็ตาม

ในกรณีของเงินภายใน อันอาจจะได้แก่ หลักทรัพย์ของรัฐบาลและเงินฝากธนาคารที่หมุนหลังด้วยหนี้สินของภาคเอกชน ได้แก่ พันธบัตรเอกชน และ/หรือ เงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น เช่นนี้การเพิ่มปริมาณเงินภายใน จะไม่ได้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงความมั่งคั่งของประชาชน คือเป็นการเพิ่มทรัพย์สินไปพร้อม ๆ กับการเพิ่มหนี้สินในมูลค่าที่เท่ากัน ความมั่งคั่งของประชาชนเมื่อไม่เปลี่ยนแปลง การทำงานของ real balance effect ที่จะมีผลกระทบต่อตลาดสินค้าและบริการก็จะไม่เกิดขึ้น ถ้าหากว่า real balance effect ไม่เกิดขึ้น และผลของ cost of capital effect ไม่รุนแรง (weak) แล้ว ก็คงเหลืออยู่อีกทางหนึ่งเท่านั้นคือการทำงานของ windfall effect ที่ทำงานผ่านการเพิ่มสูงขึ้นของมูลค่าหลักทรัพย์ต่าง ๆ จะสามารถขจัดภาวะการขาดแคลนของความต้องการซื้อรวมในระบบ เศรษฐกิจให้หมดสิ้นไปได้ และเราก็ได้ทราบมาก่อนหน้านี้แล้วว่าผลกระทบทางด้าน windfall effect นั้น สามารถนำพาระบบ เศรษฐกิจให้บรรลุถึงระดับการจ้างงานเต็มที่ได้ เพียงสภาวะการณ์ที่โลกทางด้าน cost of capital ไม่ทำงานคือ ความไม่ยืดหยุ่นของค่าใช้จ่ายรวมต่ออัตราดอกเบี้ย และความไม่สอดคล้องกันระหว่างเงินออมกับเงินลงทุน ส่วนสภาวะการณ์ที่เกิดกับดักสภาพคล่อง การบรรลุระดับการจ้างงานเต็มที่ได้ในกรณีที่เงิน เป็นเงินภายนอก โดยผ่านการดำเนินงานของ real balance effect ส่วนในกรณีที่เงิน เป็นเงินภายในผลที่เกิดขึ้นอาจจะไม่เป็นเช่นนั้นเสมอไปก็ได้ ดังนั้นนัก เศรษฐศาสตร์หลายท่านก็เลยมี

ความรู้สึกว่าการวิเคราะห์บทบาทของเงิน โดยคำนึงถึงข้อแตกต่าง ๆ ของการเป็นเงินภายในและเงินภายนอก เป็นสิ่งที่มีความจำเป็น

อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่าการวิเคราะห์บทบาทของเงินในระบบส่วนรวมของสำนักเคนส์ จะให้ข้อสรุปประการหนึ่งว่า interest-induced wealth effect หรือ windfall effect จะไม่สามารถนำพาผลกระทบของการขยายตัวทางการเงินออกไปสู่ระดับของการจ้างงานเต็มที่ ภายใต้สภาวะการณ์ของการเกิดกับดักสภาพคล่องก็ตาม แต่ก็ยังมีบางลักษณะของระบบเงินภายในนี้ที่ทำให้บทบาทของเงินภายใต้การเกิดกับดักสภาพคล่องยังเป็นสิ่งที่น่าสงสัยอยู่ในสภาพของการเกิดกับดักสภาพคล่องนั้น ความต้องการถือเงินเพื่อการเก็งกำไรมีไม่สิ้นสุด ในขณะที่ความต้องการถือพันธบัตรเป็นศูนย์ ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เกิดกับดักสภาพคล่อง ก็จะหมายความว่า เจ้าหน้าที่ทางการเงินของธนาคารกลางจะเป็นผู้ที่ถือพันธบัตรไว้ทั้งหมด (เพราะภาคเอกชนไม่มีใครถือพันธบัตรไว้) ถ้าเราพิจารณาในกรณีที่เงินภายนอก พันธบัตรที่รัฐบาลถืออยู่ก็จะเป็นพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจากไม่มีแรงจูงใจอย่างใดที่จะทำให้ภาคเอกชนหันมาถือพันธบัตร (โดยสมมติว่าการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยในอนาคตคงที่) ดังนั้นจึงไม่มีทางที่จะขายพันธบัตรเหล่านี้ให้แก่ภาคเอกชนได้ นั่นก็คือจะไม่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด แต่ในกรณีที่เรพิจารณาเงินที่เป็นเงินภายใน จำนวนของพันธบัตรถึงแม้ว่าจะคงที่อยู่ ณ เวลาหนึ่งแต่ก็สามารถเปลี่ยนแปลงไปได้ตามกาลเวลา (ทั้งนี้อาจจะเกิดจากการที่ธนาคารกลางทำการซื้อพันธบัตรเอกชนจากประชาชนและหน่วยผลิตต่าง ๆ) และจากการที่หน่วยผลิตต่าง ๆ ออกพันธบัตรมาขายเพื่อนำเงินทุนไปใช้สำหรับการลงทุน ก็จะทำให้การลงทุนสุทธิในระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นถึงแม้ว่าประชาชนทั่ว ๆ ไปจะไม่มีความต้องการซื้อพันธบัตรเหล่านี้ไป เพราะเกรงว่าจะต้องเผชิญกับการเกิด capital losses แต่รัฐบาลอาจจะไม่คิดเช่นนั้น เจ้าหน้าที่ทางการเงินของธนาคารกลางจะดำเนินการตามที่รัฐบาลต้องการโดยเข้ามาซื้อพันธบัตรที่ออกใหม่ ของหน่วยผลิตต่าง ๆ ราคาของพันธบัตรที่เพิ่มสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลงจะกระตุ้นให้



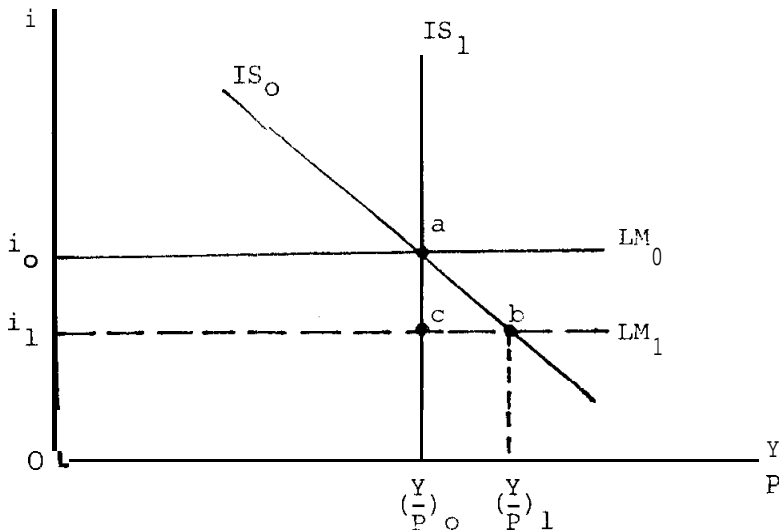
เกิดการลงทุนแก่ภาคธุรกิจโดยตรง (อัตราดอกเบี้ยจะลดลงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เกิดกับดักสภาพคล่อง) สมมุติว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถดำเนินการในลักษณะ เช่นนี้เพียงพอที่จะชักจูงให้ระดับการลงทุนอยู่ ณ. ระดับของการจ้างงานเต็มที่ ดังนั้นในสภาวะของการเกิดกับดักสภาพคล่องการวิเคราะห์บทบาทของเงินในกรณีของเงินภายใน ข้อจำกัดต่าง ๆ จะไม่มีความสำคัญต่อการขยายตัวของกิจกรรมที่แท้จริงของระบบ เศรษฐกิจ

ดังนั้นจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งที่จะต้องแบ่งแยกประเภทของเงินออกเป็นเงินภายนอก และเงินภายใน สำหรับการวิเคราะห์บทบาทของเงินโดยผ่านการทำงานตามกลไกของความมั่งคั่ง ที่จะมีผลต่อการขยายตัวของกิจกรรมที่แท้จริงของระบบ เศรษฐกิจ

กรณีที่สอง : ปริมาณเงินในลักษณะของตัวแปรภายใน และปริมาณของสิน เชื่อที่มีให้กู้ยืม (Endogeneity of The Money Supply And The Availability of Credit)

ภายใต้การวิเคราะห์ระบบ เศรษฐกิจส่วนรวมในแนวคิดของพวกสำนักเคนส์ที่ผ่านมานั้น จะเห็นได้ว่าอยู่ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่าปริมาณเงินมีค่าคงที่ และถูกกำหนดโดยเจ้าหน้าที่ทางการเงินของธนาคารกลางเพียงอย่างเดียว โดยไม่ได้รับอิทธิพลหรือถูกกระทบจากพฤติกรรมของตัวกำหนดที่อยู่ภายใน (endogenous variables) หรือมีความหมายตามที่เราเคยศึกษามาแล้ว (ในเรื่องของทฤษฎีการกำหนดขึ้นของปริมาณเงิน) ว่าปริมาณเงินอยู่ในลักษณะของตัวแปรที่ถูกกำหนดจากภายนอก (exogenous money) แต่ถ้าหากจะยอมรับว่าปริมาณเงินอาจจะมีบางส่วนที่ถูกกำหนดมาจากตัวกำหนดภายในในระบบ เศรษฐกิจแล้ว เราก็จะสามารถเพิ่มกรณีของการวิเคราะห์บทบาทของเงินในระบบ เศรษฐกิจของสำนักเคนส์ได้อีกกรณีหนึ่ง ในประเทศอังกฤษในช่วงทศวรรษ 1950 และ 1960 พบว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินของธนาคารกลางพยายามที่จะรักษาสภาวะต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์ระยะยาว

(gilt-edged market) โดยการกำหนด (pegging) อัตราดอกเบี้ยให้คงที่อยู่ที่ระดับหนึ่ง<sup>(23)</sup> แล้วปล่อยให้ปริมาณเงินถูกปรับตัวไปตามสภาพของความต้องการถือเงิน โดยความต้องการถือเงินถูกกำหนดมาจากระดับของรายได้และอื่น ๆ ในลักษณะของการดำเนินมาตรการ เช่นที่ ว่าเป็นผลต่อรูปลักษณะของเส้น LM ให้เป็นเส้นที่มีความยืดหยุ่นเต็มที่ ณ. ระดับอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนด ดังรูปที่ 18



รูปที่ 18 การเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินในสภาวะของอัตราดอกเบี้ยที่ถูกกำหนด จากที่ทางการกำหนดอัตราดอกเบี้ยไว้ ณ. ระดับ  $i_0$  ก็จะทำให้ความต้องการถือเงินในส่วนที่ถือเอาไว้เฉย ๆ และขนาดของค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนอยู่ในระดับที่คงที่ในสภาวะเช่นนี้ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินก็จะต้องควบคู่ไปกับการเปลี่ยนแปลงของความ

(23)

ในประเทศสหรัฐอเมริกาเมื่อเสร็จสิ้นสงครามโลกครั้งที่สอง รัฐบาลมีจุดมุ่งหมายควบคุมอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ ๆ มีการดำเนินการตามโครงการประกันราคาหลักทรัพย์รัฐบาล (Bond Support-Price Program) และยกเลิกไปในปี 1951 -gilt-edged market หมายถึงตลาดซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลของประเทศอังกฤษ

ต้องการถือเงิน เพื่อจับจ่ายใช้สอย และ เหตุฉุกเฉินจำเป็นเพียงอย่างเดียวเท่านั้น โดยที่ความต้องการถือเงิน เพื่อจับจ่ายใช้สอยและ เหตุฉุกเฉินจำเป็นนี้ ถูกกำหนดมาจากขนาดของรายได้ที่แท้จริง และรายได้ที่แท้จริงก็ถูกกำหนดมาจากค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ (AE) จากข้อสมมุติที่ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนคงที่ เพราะฉะนั้น รายได้ที่แท้จริงจึงถูกกำหนดมาจากค่าใช้จ่ายอิสระ (autonomous expenditure) ในระบบเศรษฐกิจ (ซึ่งหมายถึงการเปลี่ยนแปลงตำแหน่งของเส้น IS) จากเหตุผลที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน และความต้องการถือเงินจะต้องผ่านการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น จึงจะสามารถทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่แท้จริงในระบบเศรษฐกิจได้ แต่เพราะว่าอัตราดอกเบี้ยถูกสมมุติให้มีค่าคงที่ ดังนั้น Cost of capital effect และ windfall effect จึงไม่สามารถมีผลของการดำเนินการได้ ซึ่งก็จะทำให้เงินไม่มีบทบาทความสำคัญ (money does not matter) อย่างไรก็ตามบทบาทของเงินก็อาจจะมีคามหมายขึ้นมาได้ ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยที่ถูกตรึง (pegged rate) ไม่ได้เป็นเช่นนั้นตลอดไป จากการที่เสถียรภาพของอัตราดอกเบี้ยไม่จำเป็นว่าจะต้องหมายถึงการกำหนดที่คงที่ตายตัวลงไป เมื่อเวลาผ่านไปเจ้าหน้าที่ทางการเงินของรัฐอาจจะรู้สึกว่าจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงระดับอัตราดอกเบี้ยที่ได้ตรึงเอาไว้เสียใหม่ เช่น เพื่อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่ตรึงมีความเหมาะสมกับการเจริญเติบโตในระยะยาว ถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องการกระตุ้นให้อัตราการสะสมทุนเพิ่มสูงขึ้น ก็จะต้องลดระดับอัตราดอกเบี้ยลงมาในระดับที่ต้องการโดยอาจจะทำได้โดยการเพิ่มราคาพันธบัตรที่จะขอซื้อจากภาคเอกชน เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลงก็จะเป็นการไปทำให้เส้น LM เคลื่อนต่ำลงมา (จากรูปที่ 1) จากเส้น  $LM_0$  ลงมาเป็นเส้น  $LM_1$  โดยที่ถ้าค่าใช้จ่ายรวมมีความยืดหยุ่นกับอัตราดอกเบี้ยแล้ว จะหมายถึงการที่เส้น IS คือเส้น  $IS_0$  การเคลื่อนต่ำลงมาของเส้น LM จะมีผลต่อการชักจูงให้ค่าใช้จ่ายลงทุนเพิ่มขึ้น รายได้ประชาชาติที่แท้จริงจะเพิ่มขึ้นจาก  $(\frac{Y}{P})_0$  เป็น  $(\frac{Y}{P})_1$  อย่างไรก็ตาม ถ้าอยู่ภายใต้ข้อสมมุติฐานที่ว่า เส้น IS เป็นเส้น  $IS_1$  อันเนื่องมาจากค่าใช้จ่ายรวมไม่มีความยืดหยุ่นกับอัตราดอกเบี้ย ก็จะมีคามหมายว่ามาตรการของ

การลดอัตราดอกเบี้ยที่ตรงไว้ให้ค้ำลงนั้น จะไม่สามารถส่งผลกระทบต่อช่องทางของ cost of capital ไปยังตัวแปรที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจได้ ในสภาวะเช่นนี้ยอมให้ผลสรุปที่ว่าบทบาทของตัวแปรทางการเงินไม่มีความสำคัญ หรือ "monetary variables do not matter"

อย่างไรก็ตามถ้าเราประยุกต์แนวความคิดของ Radcliffe เกี่ยวกับการดำเนินมาตรการทางการเงินให้เข้ากับสภาพการณ์ดังกล่าวข้างต้นแล้ว เราก็จะพบว่าบทบาทของตัวแปรทางการเงินที่ถูกแสดงออกมาจะเป็นไปในทางที่ตื้นเขินอย่างมาก ถึงแม้ว่าค่าใช้จ่ายรวมจะไม่มีควมยืดหยุ่นต่อระดับอัตราดอกเบี้ยก็ตาม โดยการจัดการที่เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราดอกเบี้ยก็อาจจะมีผลกระทบต่อปริมาณของเงินทุน เพื่อการกู้ยืมที่มีอยู่ (availability of loanable funds) และผลต่อเนื่องต่อไปก็คือ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในสภาพคล่อง (liquidity) ของผู้ให้กู้ และประชาชนผู้ใช้จ่ายเงิน ซึ่งก็จะหมายความว่าสภาพคล่องน่าที่จะเป็นตัวกำหนดที่สำคัญต่อค่าใช้จ่ายรวมมากกว่าอัตราดอกเบี้ยหรือปริมาณเงิน จากการรายงานผลของคณะทำงานศึกษาทางด้านภาวะการเงินในประเทศอังกฤษ โดยกลุ่มของ Radcliffe นี้ได้กล่าวไว้ว่า "การดำเนินมาตรการทางการเงินที่จะมีผลต่อความต้องการซื้อนั้น จะเกิดมาจากการเปลี่ยนแปลงฐานะสภาพคล่องของสถาบันทางการเงิน, หน่วยผลิต, ตลอดจนประชาชนทั่วไป ให้มีความต้องการที่จะใช้จ่ายในทรัพยากรที่แท้จริงเปลี่ยนไป เพราะปริมาณเงินโดยตัวของมันเองแล้ว ไม่ใช่ปัจจัยที่มีความสำคัญมากนัก ซึ่งก็ทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะต้องให้ความสำคัญต่อโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่จะให้กับปริมาณเงิน ในฐานะที่มีความสำคัญถือได้กับการเป็นหัวใจของกลไกทางการเงิน" E.V. Morgan<sup>(24)</sup> ได้ทำการสรุปให้เห็นถึงช่องทางที่สำคัญ ๆ ของ

---

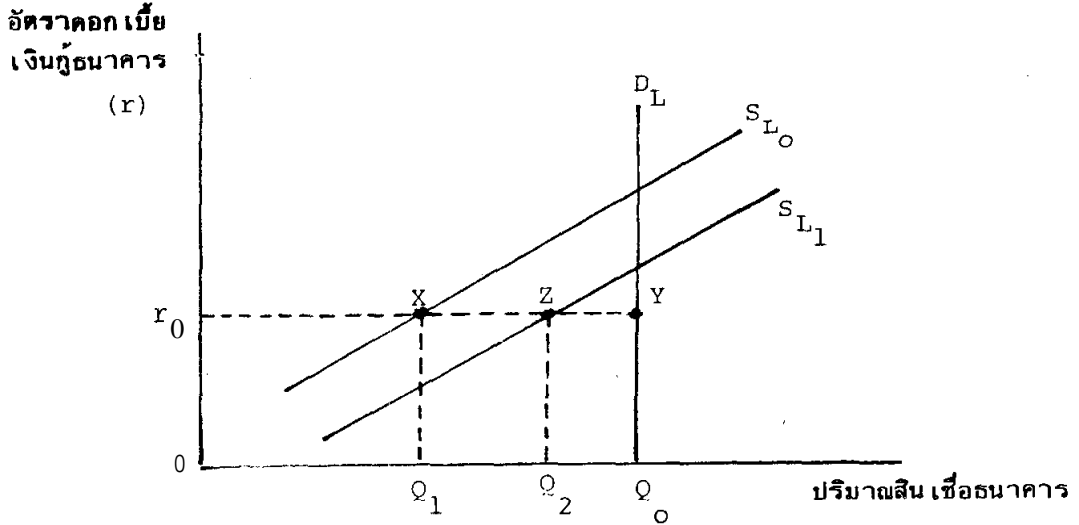
(24)

E.V. Morgan, "Monetary Policy for Stable Growth", Hobart Paper No. 27, IEA., Ch.5, p. 42, 1963

การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยที่จะไปมีผลต่อปริมาณของเงินทุนเพื่อการกู้ยืมที่มีอยู่ ภายใต้สภาวะที่ผลกระทบทางด้าน Cost of capital effect และ Windfall effect ไม่ทำงาน เอาไว้สองช่องทางด้วยกันคือ

ช่องทางที่หนึ่ง ผ่านผลกระทบที่เรียกว่า "Locking-in effect" เป็นช่องทางที่ให้นำผลของมาตรการทางการเงิน โดยมีข้อสมมุติอยู่บนพื้นฐานของการวิเคราะห์ "ต้นทุน - ผลตอบแทน" อย่างง่าย ๆ (a simple cost-return analysis) โดยจะสมมุติว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินได้ขึ้นระดับอัตราดอกเบี้ยที่ตรง เอาไว้สำหรับหลักทรัพย์ระยะยาว (on gilt-edged stock) โดยการลดราคาซื้อขายหลักทรัพย์ชนิดนั้น ด้วยการขอซื้อในราคาที่ต่ำลง และก็พร้อมจะขายออกไปในราคาต่ำที่กำหนดนั้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากธนาคาร (bank loan rate) ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง เช่นนี้ก็หมายความว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากธนาคารในขณะนี้อยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ระยะยาว เหล่านี้ ก็แสดงว่าการที่ธนาคารจะนำเอาหลักทรัพย์เหล่านี้ไปขาย เป็นเงินสดมาเพื่อมาทำการปล่อยเป็นเงินกู้ยืมแก่ลูกค้าในขณะนี้จะไม่คุ้มกัน หรือได้กำไรลดลง (เพราะผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ระยะยาวจะอยู่ในระดับที่สูงกว่า หรือต่ำน้อยกว่า ผลตอบแทนที่ได้รับจากการปล่อยเงินกู้ยืมให้แก่ลูกค้า) จากพฤติกรรมของการทำกำไรสูงสุดของธนาคารก็จะยินดีที่จะปล่อยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้า เป็นจำนวนที่ลดน้อยลงกว่าเดิม (เมื่อเปรียบเทียบกับตอนที่ยังไม่เพิ่มอัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์ระยะยาว)

จากผลกระทบทางด้าน "Locking-in effect" นี้สามารถอธิบายให้ชัดเจนมากขึ้นจากรูปที่ 19 ดังนี้



รูปที่ 19 ผลกระทบทางด้าน Locking-in effect และค่าใช้จ่ายรวม

โดย  $D_L$  แสดงความต้องการที่มีต่อ Loanable funds ของหน่วยผลิตต่าง ๆ ( $D_L$  นี้จะมีความหมายที่แตกต่างจาก  $I$  ในแง่ที่ว่าหน่วยผลิตได้รวมเอาจำนวนเงินของหน่วยผลิตเอง (internal sources) ที่จะใช้เป็นค่าใช้จ่ายลงทุนเข้าไว้ด้วย)

$S_L$  จะหมายถึง Supply ของ loanable funds ( $S_L$  นี้แตกต่างจาก  $S$  ตรงที่ว่าบางส่วนของเงินออมได้กลายเป็นจำนวนของเงินที่ต้องการถือเอาไว้เฉย ๆ (stock of idle cash balances)

จากรูปที่ 19 แทนตั้งแสดงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารที่สมมุติว่าถูกตรึงไว้คงที่ อยู่ระดับหนึ่ง คือ  $r_0$  จากรูปร่างและตำแหน่งของเส้น  $D_L$  และ  $S_{L_0}$  ณ ระดับอัตราดอกเบี้ย  $r_0$  จะเกิดความต้องการเงินกู้ยืมส่วนเกิน คือ  $D_L$  มากกว่า  $S_L$  ตามแนวนอนเท่ากับ  $XY$  คือลูกค้าที่มาขอกู้จะไม่ได้รับเงินกู้ตามที่ต้องการ ธนาคารจะเป็นผู้แบ่งสรร (rations) จำนวนเงินที่จะมีให้  $OQ_1$  ให้กับลูกค้าไป และจากการที่ได้มีการลดอัตราดอกเบี้ยที่ตรงไว้ สำหรับหลักทรัพย์ประเภท "gilt-edged stock" ลงจาก  $i_0$  เป็น  $i_1$  (ดูรูปที่ 18)

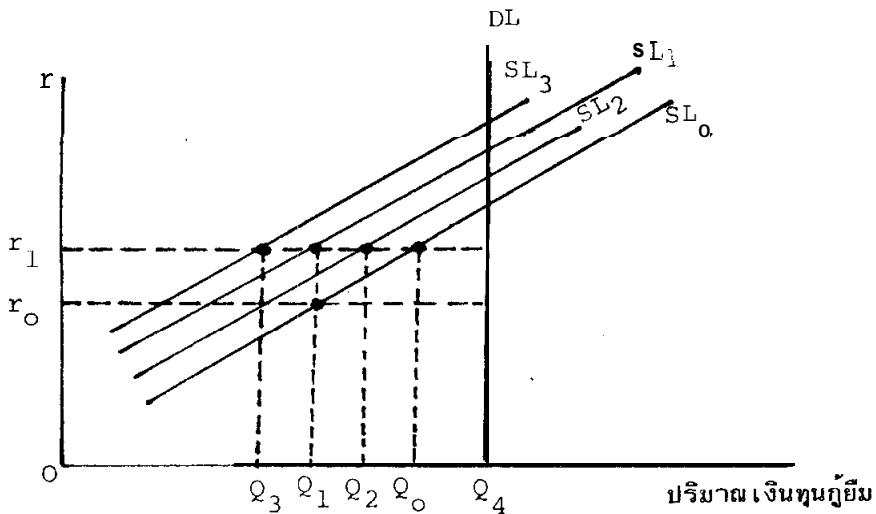
และคงปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารยังคงอยู่เท่าเดิมคือ  $r_0$  (ในรูปที่ 19) จากการที่ต้นทุนของการที่ธนาคารจะเปลี่ยนจากหลักทรัพย์มาเป็นเงินสด (cost of liquidating) ลดต่ำลง เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่จะได้รับจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ปล่อยให้ลูกค้า ผลก็คือ Locking-in effect จะทำงานโดยการผลักให้เส้น  $S_L$  เลื่อนออกไปทางขวามือ คือจาก  $S_{L_0}$  เป็น  $S_{L_1}$  ซึ่งก็จะทำให้ปริมาณเงินกู้ของธนาคารที่จะมีให้กู้เพิ่มขึ้นจาก  $OQ_1$  เป็น  $OQ_2$  และถ้าผลจากการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ยืมธนาคารเหล่านี้มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจแล้ว เส้น  $IS_1$  (ในรูปที่ 1) จะเลื่อนออกไปทางขวามือ กำหนดดูลวดลาย ณ. ระดับรายได้ที่แท้จริงที่เพิ่มสูงขึ้น ก็สรุปได้ว่าช่องทางของการนำพาผลกระทบทางการเงินในลักษณะ เช่นที่ว่ามี จะมีขบวนการเชื่อมโยง ดังนี้

Gilt-edge rate  $\longrightarrow$  Locking-in effect  $\longrightarrow$  bank advance  $\longrightarrow$  AE

ช่องทางที่สอง เป็นช่องทางที่ผ่านผลกระทบที่เรียกว่า "Seepage effect และ "Switching effects"

ผลจากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของบางสถาบันในตลาดเงินกู้มีลักษณะที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้อย่างรวดเร็ว (stickiness) ก็อาจจะทำให้เกิดผลกระทบในลักษณะของ seepage effect ต่อการไหลเวียนของเงินทุนกู้ยืม อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัยของ Building society เป็นตัวอย่างที่ชัดเจนของอัตราดอกเบี้ยที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างล่าช้าตามหลังอัตราดอกเบี้ยของธนาคาร ซึ่งถ้าทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารเปลี่ยนแปลงไปทางที่สูงขึ้น โดยที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงของ (ก) อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์จำพวกที่เป็น gilt edge stock และ (ข) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของ Building society เช่นนี้ก็อาจจะทำให้เกิดการไหลออกของเงินฝากจาก Building society ไปยังธนาคารพาณิชย์ ซึ่ง seepage effect นี้จะไปทำให้เงินทุนที่ให้กู้ยืมที่เกี่ยวข้องที่อยู่อาศัยหรือเงินกู้จำนอง (mortgage loan) จาก Building society ลดน้อยลง ในขณะที่เดียวกันกับที่ทางด้านธนาคารมีเงินทุนที่สามารถจะปล่อยให้กู้ยืมมากขึ้น

อันเป็นผลมาจากผลกระทบทางด้าน "switching effect" ที่เกี่ยวเนื่องจากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธนาคารเพิ่มสูงขึ้น และอัตราดอกเบี้ยของ gilt-edge stock ไม่เปลี่ยนแปลง ดังนั้นจาก seepage effect และ switching effect ที่เกิดขึ้นจะมีผลชักจูงต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลง ของปริมาณเงินทุนเพื่อการกู้ยืมโดยส่วนรวมไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งเช่นนี้ก็จะไม่สามารถบอกได้แน่นอนลงไปว่า ผลต่อการเปลี่ยนแปลงปริมาณสินเชื่อรวมของทั้งระบบจะเป็นเช่นไร คือจะเพิ่มขึ้น, ลดลง หรือว่าไม่เปลี่ยนแปลง จะเป็นอย่างไร นั้นก็ขึ้นอยู่กับว่าผลกระทบจากส่วนใดมีความรุนแรงมากกว่ากันเท่าไร จากรูปที่ 20 ดังต่อไปนี้จะแสดงให้เห็นถึงผลของ seepage และ switching effect ที่เกิดขึ้นกับการเปลี่ยนแปลงของปริมาณสินเชื่อรวมของระบบ เศรษฐกิจ

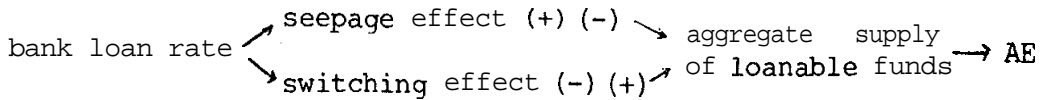


รูปที่ 20 ผลของ seepage และ switching effect

จากรูปที่ 20 จากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธนาคารเพิ่มสูงขึ้นจาก  $r_0$  เป็น  $r_1$  ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของ Building society ไม่เปลี่ยนแปลง จากเส้นซัพพลายของเงินกู้  $SL_0$  ธนาคารจะเพิ่มปริมาณเงินให้กู้ยืมเพิ่มมากขึ้น เท่ากับ  $Q_1 - Q_0$  เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพิ่มสูงขึ้น เป็น  $r_1$  ในเวลาเดียวกัน เงินทุนที่ไหลออกจาก



Building society อันเกิดจากผลของ seepage effect ก็จะทำให้เส้นชันหลายของเงินกู้เคลื่อนที่มาทางซ้ายมือ ซึ่งก็อาจจะเป็นไปได้ 3 กรณีด้วยกัน คือเลื่อนมาในตำแหน่งของเส้น  $Sl_1$ ,  $Sl_2$  หรือ  $Sl_3$  ในกรณีที่เลื่อนมาในตำแหน่งของ  $Sl_1$  จะไม่มีผลทำให้ปริมาณเงินให้กู้ยืมโดยรวมเปลี่ยนแปลง คือผลของ seepage effect จะลบล้างผลของ switching effect จนหมดพอดี ปริมาณเงินกู้ยืมจะคงอยู่ ณ. ระดับ  $OQ_1$  ในกรณีที่เลื่อนมาในตำแหน่งของเส้น  $Sl_2$  ปริมาณเงินทุนกู้ยืมโดยรวมจะเพิ่มสูงขึ้นอยู่ในระดับ  $OQ_2$  คือผลของ seepage effect มีความรุนแรงน้อยกว่า switching effect และ ในกรณีที่ 3 ที่เลื่อนมาอยู่ในตำแหน่งของเส้น  $Sl_3$  ปริมาณเงินกู้ยืมจะลดน้อยลงกว่าเดิมที่จะมีการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินกู้ของธนาคาร คือปริมาณเงินกู้ยืมจะอยู่ ณ. ระดับ  $OQ_3$  คือ seepage effect มีผลที่รุนแรงกว่า switching effect เหล่านี้สามกรณีที่ระบุช่องทางของการส่งผ่านผลของการดำเนินการทางการเงินได้ดังนี้



สิ่งที่น่าสังเกตก็คือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยที่แสดงในรูปของเส้น IS/LM เป็นอัตราดอกเบี้ยในรูปของ gilt-edged rate<sup>(25)</sup> (ได้แก่อัตราดอกเบี้ยระยะยาว) ซึ่งเราได้ใช้เป็นข้อสมมุติฐานอยู่แล้วสำหรับการวิเคราะห์ในส่วนนี้ ซึ่งผลกระทบทั้งสอง คือ seepage effect และ switching effect จะไม่สามารถเกิดขึ้นได้ถ้าหากว่าอัตรา

(25)

ตามที่เคยได้กล่าวไว้แล้วว่า ค่าใช้จ่ายรวมน่าที่จะมีความยืดหยุ่นต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวมากกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ซึ่งถ้าเป็นเช่นนี้แล้วก็จะทำให้ผลของ cost of capital effect และ windfall effect มีความรุนแรงในการดำเนินการโดยเส้น IS จะมีลักษณะตามปกติคือ เอียงลาดจากซ้ายมาขวา (conventional slope)

ดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธนาคารไม่มีการเปลี่ยนแปลง หรือจะหมายความว่า เส้น IS ในรูปที่ 18 สามารถเลื่อนตำแหน่งออกไปได้ (ถึงแม้ว่า เส้น LM จะยังคงไม่เปลี่ยนแปลง ( $LM_0$ )) จากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารเปลี่ยนแปลง แล้วมีผลที่ทำให้ปริมาณของเงินให้กู้ยืมเปลี่ยนแปลงไปด้วย ดังนั้นในกรณีเช่นนี้ไม่ว่าปริมาณเงินจะเป็นตัวแปรที่กำหนดจากภายนอก (exogenous money) หรือตัวแปรที่กำหนดจากภายใน (endogenous money) ก็ตาม "ตัวแปรทางการเงิน" (monetary variables) เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของ Building society และอื่น ๆ ก็อาจจะมีผลสำคัญต่อการกำหนดของระดับผลผลิต อันเนื่องมาจากผลกระทบต่าง ๆ ที่มาจากปริมาณของเงินทุนที่มีให้กู้ยืม (availability of credit) นี้ก็อาจจะแปลความหมายได้ว่าเป็นกรณีที่ 5 ของบทบาทของเงิน (money) และตัวแปรการเงิน (monetary variables) ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจส่วนรวมของสำนักเคนส์

ข้อสรุปที่ได้จากการวิเคราะห์ในส่วนนี้ก็ได้ว่าปริมาณเงินในลักษณะที่เป็นตัวแปรที่ถูกกำหนดจากภายใน (endogenous money) จากที่เราได้พิจารณามานั้น ได้แสดงให้เห็นถึงข้อจำกัดที่เกิดขึ้นจากการดำเนินมาตรการทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่เกิดขึ้นดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยที่ตรงเอาไว้นั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลง หรือถ้า
2. อัตราดอกเบี้ยที่ตรงเอาไว้มักมีการเปลี่ยนแปลงได้ (เพื่อให้เหมาะสมตามระยะเวลาที่เปลี่ยนไป) แต่ผลทางด้าน cost of capital effect และ windfall effect มีความรุนแรงน้อยมากจนไม่มีความสำคัญ

ดังนั้นก็มีอยู่เพียงทางเดียวเท่านั้น คือการดำเนินการทางการเงินโดยการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ย ให้ไปมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรที่แท้จริงของระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้โดยผ่านช่องทางที่เรียกว่า "credit-availability effect" ซึ่งก็อาจจะถูกผลกระทบมาจาก locking-in effect, หรือ seepage effect และ switching effect

# หนังสืออ้างอิง

- A. Leijonhufvered, On Keynesian Economic and the Economics of Keynes,  
Oxford University Press, 1969.
- B. Hansen, General Equilibrium Systems, Mc Graw-Hill, New York,  
1970.
- Boris P. Peseck and Thomas R. Saving, Money, Wealth, and Economic  
Theory, New York, Macmillan, 1967.
- D.G. Pierce and D.M. Shaw, Monetary Economics : Theories, Evidences  
and Policy, Butterworth & Co (Publishers Ltd., 1974.
- Don Patinkin, Studies in Monetary Economics, Harper International  
Edition, Harper & Row, Publishers, 1972.
- E. Hagen, "The Classical Theory of Employment and Output", in M.G.  
Mueller (ed) Reading in Macroeconomics, Holt, Rinehart  
and Winston, London, 1967.
- E.V. Morgan, Monetary Policy for Stable Growth, Institute of  
Economic Affairs, Occasional Paper No.2, 1969.
- G. Ackley, Macroeconomic Theory, Collier Macmillan, New York : 1970.
- H.G. Johnson, Essays in Monetary Economics, Allen & Unwin, London,  
1967.
- L.S. Ritter, "The Role of Money in Keynesian Theory", in D. Carson  
(ed), Banking and Monetary Studies, Irwin, New York, 1963.
- J. Ascheim and Ching-Yao Hsieh, Macro-Economics : Income and  
Monetary Theory, Charles Merrill Pub. Co., 1963.
- John G. Gurley and Edward S. Shaw, Money in a Theory of Finance,  
Washington, D.C., The Brookings Institution, 1960.
- M.J. Artis and A.R. Nobay, Two Aspects of the Monetary Debate,  
N.I.E.S.F., London, 1969.

P. Davidson and E. Smolensky, Aggregate Demand and Supply Analysis,  
Harper & Rom, 1964.

R.A. Mundell, "A Fallacy in the Interpretation of Macro-Economic  
Equilibrium", Journal of Political Economy, Vol. 73, 1965.



John M Keynes (1883-1946)



James Tobin (Courtesy of the American Economic Association)