

บทที่ 8

เป้าหมายขั้นต้น, เป้าหมายชั้นกลาง และเครื่องชี้บอก ของการดำเนินนโยบายการเงิน

(Immediate targets, Intermediate targets and Indicators of Monetary Policy)

เมื่อเป้าหมายขั้นสุดท้าย (ultimate goals) ต่าง ๆ ของการดำเนินนโยบายการเงินได้ถูกกำหนดขึ้นโดยผ่านการพิจารณาจากเจ้าหน้าที่ในระดับต่าง ๆ เพื่อให้เกิดความเหมาะสม ทั้งในเชิงของการจัดลำดับความสำคัญ และขนาดหรืออัตราที่ต้องการของเป้าหมายขั้นสุดท้ายในแต่ละแบบ ทั้งนี้เพื่อให้เกิดความเป็นไปได้ของผลที่จะเกิดขึ้นแก่เป้าหมายเหล่านี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด ดังที่เราได้เคยศึกษามาแล้วในตอนต้นตลอดทั้งในขณะนี้เราก็ได้ศึกษาไปแล้วเกี่ยวกับเครื่องมือ หรือมาตรการต่าง ๆ ของการดำเนินนโยบายการเงินที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถใช้ควบคุมตัวแปรต่าง ๆ ที่อยู่ในภาคการเงินให้เปลี่ยนแปลงไปในทิศทาง และขนาดที่ต้องการหรือกล่าวโดยสั้น ๆ ก็คือขณะนี้เรามีเป้าหมายต่าง ๆ ที่ต้องการ และขณะเดียวกันเราก็มีเครื่องมือเครื่องมือที่จะใช้เพื่อดำเนินการ ดังนั้นในเวลาข้างหน้าต่อไปก็คือ จะดำเนินการเพื่อใช้เครื่องมือเครื่องมือทางการเงินเหล่านี้อย่างไร เพื่อที่จะทำให้เป้าหมายต่าง ๆ ที่กำหนดเป็นไปตามที่ต้องการได้บังเกิดขึ้น และจากการศึกษาต่อไปเราจะพบว่าการดำเนินนโยบายการเงินที่จะสามารถประสบความสำเร็จได้นั้น จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการกำหนดขึ้นเป็นเป้าหมายขั้นต้น, เป้าหมายชั้นกลาง และรวมถึงการมีเครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งการกำหนดขึ้นของสิ่งเหล่านี้จะเป็นระบบและถูกต้องแล้วนั้น ก็จะเป็นเสมือนสะพานเชื่อมโยงช่องว่างระหว่างเป้าหมายขั้นสุดท้ายต่าง ๆ ของการดำเนินนโยบายการเงิน กับมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ของการดำเนินนโยบายการเงิน ดังนั้นการศึกษาในส่วนต่อไปนี้จะมาพิจารณาถึงเรื่องราวต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดเป้าหมายขั้นต้น, เป้าหมายชั้นกลาง และเครื่องชี้บอกทางการเงิน

อันได้แก่ ความสำคัญ, ความจำเป็น, ความหมาย, คุณสมบัติที่เหมาะสม, ตัวแปรที่ถูกนำมาใช้กำหนด, วิธีการคัดเลือกตัวแปร รวมตลอดถึงข้อพิจารณาต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง

เป้าหมายขั้นต้นและเป้าหมายขั้นกลาง

สำหรับระบบเศรษฐกิจส่วนรวมทั้งหมด รัฐพยายามที่จะดำเนินนโยบาย เศรษฐกิจต่าง ๆ เพื่อที่จะนำพาระบบเศรษฐกิจให้บรรลุถึง เป้าหมาย หรือวัตถุประสงค์ทาง เศรษฐกิจ โดยส่วนรวม (Economic objectives) ที่กำหนดไว้ นโยบายการเงินที่ดำเนินการโดยเจ้าหน้าที่ทางการเงินของธนาคารกลาง ก็เป็นแนวทางหนึ่งพร้อมนโยบาย เศรษฐกิจประเภทหนึ่งที่สามารถนำพาระบบเศรษฐกิจให้เข้าสู่เป้าหมายทาง เศรษฐกิจ โดยส่วนรวมได้บางส่วน ดังที่เคยได้กล่าวไปแล้ว ในเรื่องของเป้าหมายขั้นสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงิน (อันได้แก่ การเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ, การเพิ่มระดับการจ้างงาน, การมีเสถียรภาพของระดับราคา และการเกิดความสมดุลของดุลการชำระเงิน) สำหรับการพิจารณาในที่นี้เพื่อให้เกิดความสะดวก ก็จะมีมติเสียเลยว่า เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะดำเนินนโยบายการเงินเพื่อทำให้ระดับการเพิ่มขึ้นของรายได้ประชาชาติ ในรูปของผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GNP) อยู่ในอัตราใดอัตราหนึ่งที่กำหนด⁽¹⁾ (โดยที่อัตราการเพิ่มขึ้นของ GNP ที่กำหนดนี้จะเป็นอัตราที่สอดคล้องที่จะทำให้เป้าหมายขั้นสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงินต่าง ๆ ที่กล่าวไปแล้วบังเกิดขึ้นพร้อม ๆ กันไป) ปัญหาประการต่อไปที่ต้องเผชิญก็คือ เจ้าหน้าที่ทางการเงินจะดำเนินมาตรการทางการเงินอย่างไร? มากน้อยแค่ไหน? จึงจะสามารถทำให้การเพิ่ม GNP อยู่ในระดับที่ต้องการได้ และก็เป็นที่ยึดมั่นอยู่แล้วว่าอำนาจในการควบคุมของเจ้าหน้าที่ทางการเงิน หรือธนาคารกลางไม่มีผลโดยตรงต่อการเปลี่ยนแปลงของ GNP (อำนาจในการควบคุมของธนาคารกลางโดยตรงและได้ผลมากที่สุด คือผลที่มีต่อการควบคุม

(1)

หมายความ เป้าหมายขั้นสุดท้ายของการดำเนินนโยบายการเงินสำหรับการพิจารณาของเราต่อไปนี้จะสรุปรวมเหลือเพียงประการเดียว คือการเพิ่มระดับรายได้ประชาชาติ (GNP) ให้อยู่ในอัตราที่กำหนด

ขนาดของหลักทรัพย์รัฐบาลที่ธนาคารกลางดำรงเอาไว้ในกองทรัพย์สิน หรือ Portfolio ของตนเอง โดยดำเนินการผ่านมาตรการ “การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล” (open market operations)

ถ้าผลกระทบที่เกิดขึ้นของการดำเนินการมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ที่จัดทำลงไปยังคงเกิดขึ้นอย่างทันทีทันใด (instantaneous) แล้ว การทำให้ระดับรายได้ประชาชาติเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต้องการก็จะเป็นสิ่งที่ง่ายคายนามาก เช่น ในกรณีที่อัตราการขายตัวเอง GNP เป็นไปในอัตราที่เชื่องช้ากว่าที่กำหนด ธนาคารกลางก็สามารถที่จะควบคุมให้อัตราการเพิ่มขึ้นของ GNP เพิ่มขึ้นไปอยู่ในอัตราที่กำหนดได้อย่างทันที โดยการดำเนินการทางการเงินอย่างหนึ่งอย่างใดลงไป เช่น มาตรการการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล โดยธนาคารกลางจะทำการซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลคืนจากภาคเอกชน หรือลดจำนวนการขายหลักทรัพย์ให้แก่ภาคเอกชน ในทางตรงกันข้ามถ้าระดับการเพิ่มขึ้นของ GNP สูงกว่าอัตราที่กำหนด ธนาคารกลางก็สามารถควบคุมแก้ไขได้โดยการดำเนินการเพิ่มการขายหลักทรัพย์รัฐบาล ให้แก่ภาคเอกชนมากขึ้น หรือลดจำนวนการรับซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลคืนมาจากภาคเอกชน

แต่จากสภาพความเป็นจริงแล้ว ผลกระทบต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินการมาตรการทางการเงินนั้น ไม่มีผลอย่างทันทีทันใดอย่างที่กล่าวไว้ข้างต้น ขบวนการส่งทอดผลกระทบต่าง ๆ ตามลักษณะของความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินการทางการเงินจนกระทั่งไปถึงการเปลี่ยนแปลงของ GNP นั้นใช้ระยะเวลาที่ยาวนานและมีความล่าช้าที่เกิดขึ้น เช่น การดำเนินการมาตรการการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลในวันนี้ก็ว่าจะมีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของ GNP ก็อาจจะใช้เวลาเป็นหลาย ๆ เดือน หรือเป็นปีก็ได้ แต่อย่างไรก็ตาม สิ่งที่กำลังกล่าวมานี้ ก็อาจจะไม่ก่อให้เกิดปัญหาที่สำคัญอะไรมากนัก ถ้าหากว่าเราสามารถที่จะล่วงรู้ได้อย่างชัดเจนว่า ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการดำเนินการทางการเงินต่าง ๆ นั้นมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของ GNP เมื่อไร? และยังคงเกิดผลมากน้อยเท่าไร? แต่จากสภาพความจริงที่ต้องยอมรับว่าความรอบรู้ในเรื่องต่าง ๆ เหล่านี้ของเจ้าหน้าที่ผู้รับผิดชอบยังไม่

สมบูรณ์อย่างเพียงพอ ดังนั้นการควบคุมการเปลี่ยนแปลงของ GNP โดยผ่านการดำเนินมาตรการทางการเงินต่าง ๆ นั้นก็ยังคงเป็นที่หวังผลอะไรไม่ได้มากนัก

จากสภาพที่ผลของการดำเนินนโยบายการเงินที่กว่าจะเกิดขึ้นนั้น ต้องใช้ระยะเวลาหนึ่งจะมากน้อยเท่าไรก็ขึ้นอยู่กับการเกิดขึ้นของความล่าช้า (Time lag) ในแต่ละประเภทต่าง ๆ ดังที่ได้เคยศึกษาผ่านไปแล้ว ปัญหาที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องเผชิญอยู่จากการดำเนินมาตรการทางการเงิน เพื่อให้บรรลุผลสู่เป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ ก็จะเป็นเรื่องของความไม่แน่นอน (uncertainty) โดยที่ความไม่แน่นอนที่ต้องเผชิญอยู่นี้ก็แบ่งเป็นประเภทใหญ่ได้ 2 ประเภท คือ (2)

ประการที่หนึ่ง ความไม่แน่นอนทางด้านโครงสร้างความสัมพันธ์ (structural relationship) ระหว่างการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินมาตรการทางการเงิน กับการเปลี่ยนแปลงของเป้าหมายขั้นสุดท้าย ทั้งนี้ เนื่องจากเจ้าหน้าที่ทางการเงินได้รับแนวความคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์เหล่านี้ มาจากหลาย ๆ ทฤษฎีด้วยกัน ซึ่งก็แตกต่างกันไปตามข้อสมมุติฐานความสัมพันธ์ของแต่ละทฤษฎีนั้น ๆ

ประการที่สอง ความไม่แน่นอนที่มาจากผลกระทบของอิทธิพลภายนอกหรือผลกระทบที่อยู่นอกเหนือไปจากการควบคุมของนโยบายที่จัดทำลงไป (non-policy influences) เช่น ผลกระทบที่เกิดขึ้นมาจากการเปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจอื่น ๆ การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ หรืออิทธิพลต่าง ๆ ที่มาจากต่างประเทศ เป็นต้น

จากปัญหาความไม่แน่นอนเหล่านี้ที่เจ้าหน้าที่ต้องเผชิญอยู่นั้นเนื่องมาจาก การ

(2)

D.G. Pierce and D.M. Shaw, Monetary Economics theories, Evidence, and Policy; Butter-worth & Co.Ltd, 1974, p. 427.

ขาดความรู้อย่างสมบูรณ์เพียงพอของเจ้าหน้าที่ และยิ่งความล่าช้าที่เกิดขึ้นยิ่งยาวนานมากขึ้นเท่าไร ความรอบรู้ของเจ้าหน้าที่ก็ยิ่งลดน้อยลง และปัญหาความไม่แน่นอนดังกล่าวก็ยิ่งทวีความรุนแรงมากยิ่งขึ้น ประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินก็ลดน้อยลงตามไปด้วย

เพื่อที่จะให้เกิดความเข้าใจในเรื่องนี้ชัดเจนมากขึ้น ก็จะขอแสดงให้เห็นอย่างง่าย ๆ จาก target function ดังนี้

$$T = aP + bE$$

โดย T = เป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ (ultimate target)

P = ขนาดของนโยบายที่ดำเนินการ (Policy actions)

E = ขนาดของอิทธิพลภายนอก (Non-policy influences)

ที่ เข้ามามีผลกระทบต่อ T

a = แสดงถึงขนาดของผลกระทบของ P ที่จะมีผลต่อ T

b = แสดงถึงขนาดของผลกระทบของ E ที่จะมีผลต่อ T

ในกรณีที่เจ้าหน้าที่ผู้ดำเนินการนโยบายมีความรอบรู้อย่างสมบูรณ์เกี่ยวกับขนาดของผลกระทบต่าง ๆ ที่มีต่อเป้าหมายขั้นสุดท้าย คือสามารถที่จะทราบค่าของ a, b, E แล้ว จากเป้าหมายที่ต้องการ (T) เจ้าหน้าที่ก็สามารถทราบได้ถึงขนาดของนโยบายที่จะจัดดำเนินการลงไป (P) ว่าจะต้องเป็นเท่าไร? อย่างไร? โดยจากสมการเป้าหมายข้างต้น แสดงเสียใหม่ในรูปของ P ดังนี้

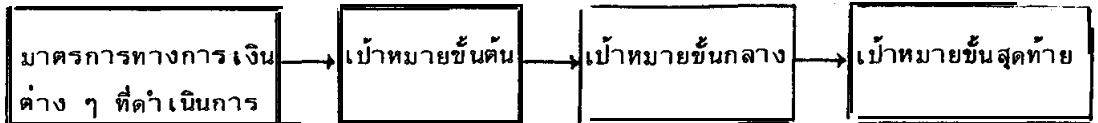
$$P = \frac{(T - bE)}{a}$$

แต่ในสภาพความเป็นจริง ความรอบรู้ของเจ้าหน้าที่ไม่สมบูรณ์อย่างเพียงพอ ค่าของ a, b และ E จึงเป็นค่าที่เจ้าหน้าที่ไม่สามารถทราบได้อย่างถูกต้องแน่นอน เป็นเพียงค่าที่เกิดขึ้นจากการประมาณการ ดังนั้นขนาดของ P ที่จะดำเนินการลงไปจึงไม่แน่ว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการได้หรือไม่ (T) ทั้งนี้ทั้งนั้นก็ขึ้นอยู่กับภาวะการณ์

ค่าของ a, b, E ว่าจะมีความถูกต้องมากน้อยอย่างไร? และก็พบว่ายิ่งระยะเวลาที่ยาวนานออกไป ความรอบรู้ที่เกี่ยวกับการทราบค่าของ a, b, E ก็ยิ่งลดน้อยหรือมีโอกาสผิดพลาดมากยิ่งขึ้น ประสิทธิภาพของนโยบายที่จะทำให้บรรลุเป้าหมายที่ต้องการก็ลดน้อยลงไปด้วย

จากปัญหาที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องเผชิญอยู่เหล่านี้ เป็นปัญหาที่มีพื้นฐานขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่เกิดขึ้นระหว่างการดำเนินมาตรการทางการเงิน กับการเปลี่ยนแปลงของเป้าหมายขั้นสุดท้ายนั้นยาวนานมากเกินไปกว่าความรอบรู้ของเจ้าหน้าที่ที่จะตามได้ทัน เมื่อเป็นเช่นนี้เจ้าหน้าที่ทางการเงินจึงต้องดำเนินกลยุทธ์ (strategy) เพื่อแก้ไข โดยใช้วิธีการแบ่งย่อยระยะของความสัมพันธ์ออกเป็นส่วน ๆ (segments) ในส่วนหนึ่ง ๆ ก็จะมีระยะเวลาที่สั้นเข้ามาซึ่งก็หมายถึงความรอบรู้ของเจ้าหน้าที่ก็จะมีเพิ่มมากขึ้น เช่น เจ้าหน้าที่ทางการเงินสามารถที่จะทราบได้ค่อนข้างดีว่า ถ้าดำเนินการซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาลเท่านั้น จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินสำรองของระบบธนาคารพาณิชย์เท่านั้น, การเปลี่ยนแปลงเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เท่านั้น จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินหมุนเวียนเท่านั้น และการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินหมุนเวียน เท่านั้นจะไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของรายได้ประชาชาติเท่านั้น เป็นต้น เมื่อเป็นเช่นนี้ถ้าเจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องการทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของ GNP ในระดับที่ต้องการก็จะสามารถทราบได้ว่า เพื่อให้ได้ระดับ GNP ที่ต้องการ ก็จะต้องทำให้ปริมาณเงินขยายตัวในระดับหนึ่งที่สอดคล้องกัน และทำนองเดียวกับการที่จะทำให้ปริมาณเงินขยายตัว ในระดับที่ต้องการนั้นก็จะต้องทำให้ปริมาณเงินสำรองของระบบธนาคารพาณิชย์ขยายตัว ในระดับหนึ่งที่สอดคล้องเช่นกัน และสุดท้ายจากระดับการขยายตัวของปริมาณเงินสำรองของระบบธนาคารพาณิชย์ที่ต้องการ ธนาคารกลางก็สามารถดำเนินมาตรการทางการเงินต่าง ๆ เพื่อที่จะทำให้ปริมาณเงินสำรองของระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ในระดับที่ต้องการจากกลยุทธ์ในลักษณะเช่นนี้ ก็สามารถที่จะช่วยให้ความไม่แน่นอนต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นแก่เจ้าหน้าที่ลดน้อยลง และความเป็นไปได้ของมาตรการทางการเงินที่จัดดำเนินการลงไป ก็จะมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นต่อเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ

กลยุทธ์ดังกล่าวนี้ก็ถือเป็นการจัดตั้งเป้าหมายขั้นต้น (immediate target) และเป้าหมายขั้นกลาง (intermediate target) ขึ้นมาในช่วงระยะระหว่างการดำเนินมาตรการทางการเงินกับเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ แสดงความสัมพันธ์ได้ดังนี้



จากความสัมพันธ์ดังกล่าวก็แสดงว่า การที่จะสามารถบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายได้นั้น ก็หมายความว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินจะต้องสามารถทำให้เป้าหมายขั้นกลางบรรลุได้เสียก่อน และการที่เป้าหมายขั้นกลางจะสามารถบรรลุได้ เจ้าหน้าที่จะต้องดำเนินมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ที่อยู่ภายใต้การควบคุมโดยตรง เพื่อที่จะทำให้เป้าหมายขั้นต้นที่กำหนดบรรลุเป้าหมาย

เมื่อมาถึงขณะนี้เราก็สามารถที่จะเข้าใจได้ว่า โดยลักษณะธรรมชาติของผลกระทบต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นของการดำเนินนโยบายการเงิน จะเป็นผลที่ไม่ได้เกิดขึ้นโดยตรงต่อเป้าหมายขั้นสุดท้าย แต่เป็นผลที่กระทบตัวแปรทางเศรษฐกิจอื่น ๆ มาก่อน จะมากหรือน้อยก็ขึ้นอยู่กับชนิดประเภทของมาตรการที่ใช้ดำเนินการ และชนิดประเภทของเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ โดยที่ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นทั้งหมดนั้นต้องใช้ระยะเวลาตามความล่าช้า (time lag) ที่เกิดขึ้น จากระยะเวลานานที่สูญเสียไปนี้ก็มีผลที่ทำให้ความไม่แน่นอนต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งอิทธิพลที่มาจากสิ่งภายนอก นโยบายที่เหนืออำนาจการควบคุมของเจ้าหน้าที่เข้ามามีบทบาทซึ่งอาจจะเป็นไปได้ทั้งในแง่ของการส่งเสริม เกื้อกูล หรือการหักล้างขั้นตอนผลกระทบต่อเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ จากการขาดความรอบรู้ของเจ้าหน้าที่ทางการเงินอย่างสมบูรณ์ต่อสภาพความไม่แน่นอนเหล่านี้ ก็ทำให้ประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายที่ต้องการขาดความเชื่อมั่นว่าจะสามารถประสบความสำเร็จได้อย่างจริงจัง กลยุทธ์ที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินนำมาใช้เพื่อทำให้เกิดความแน่นอนแก่ผลที่จะเกิดขึ้นของการดำเนินนโยบายการเงินก็คือ การกำหนดเป็นเป้าหมายขั้นต้นและเป้าหมายขั้นกลางขึ้น

เมื่อได้ทำความเข้าใจเกี่ยวกับความสำคัญ และความจำเป็นที่จะต้องมีการกำหนด เป็นเป้าหมายขั้นต้น และเป้าหมายชั้นกลางแล้ว ต่อไปมาพิจารณาถึงความหมายของ เป้าหมาย ต่าง ๆ เหล่านี้ว่ามีลักษณะเป็นอย่างไร?

เป้าหมายขั้นต้น (immediate or operating targets) ก็จะเป็นค่าที่ กำหนดขึ้นไว้ของตัวแปรทางการเงินต่าง ๆ ซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดอย่างมาก หรือโดยตรง ที่เดียวในขบวนการส่งทอดจากการดำเนินมาตรการต่าง ๆ ทางการเงิน⁽³⁾ หรือหมายความว่าตัวแปรที่จะนำมากำหนดเป็น เป้าหมายขั้นต้นนั้น จะต้องเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ อย่างใกล้ชิด หรือได้รับผลกระทบโดยตรงจากมาตรการทางการเงินที่ได้ดำเนินลงไป เช่น ปริมาณเงินสำรองของระบบธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เป็นต้น

เป้าหมายชั้นกลาง (intermediate targets) ก็เป็นค่าที่กำหนดขึ้นของ ตัวแปรทางเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินมาตรการทางการเงิน และมีความ สัมพันธ์ที่ใกล้ชิด, แน่นนอนกับการเปลี่ยนแปลงของ เป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ

ดังนั้นลักษณะที่เด่นชัดของเป้าหมายขั้นต้น และ เป้าหมายชั้นกลางก็อยู่ที่ความ สัมพันธ์ที่แน่นกันคนละส่วนคนละช่วง ในขบวนการส่งทอดผลกระทบจากมาตรการทางการเงินที่ได้จัดทำลงไป จนกระทั่งถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นกับ เป้าหมายขั้นสุดท้าย ตัวแปรก็เป็น เป้า หมายขั้นต้นก็มีความผูกพันกับช่วงแรกของขบวนการโดยต้องได้รับผลกระทบโดยตรงจากมาตรการ ที่ใช้ไป ส่วนตัวแปรที่ใช้เป็นเป้าหมายชั้นกลาง เน้นความสัมพันธ์ในช่วงหลังของขบวนการมาก กว่า คือไม่จำเป็นต้องได้รับผลกระทบโดยตรงจากมาตรการที่ใช้ (ขอเพียงเป็นผลที่เกิด ต่อเนื่องมาในขบวนการ) แต่สำคัญว่าเมื่อตัวแปรที่เป็น เป้าหมายชั้นกลางเปลี่ยนแปลงไปจะ

(3)

THOMAS F. CARGILL, Money, The Financial System, And Monetary Policy, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J. 07632, 1979, p. 440.

ต้องมีผลอย่างสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของเป้าหมายขั้นสุดท้าย เช่นนี้จึงเห็นได้ว่าลักษณะความสัมพันธ์ของเป้าหมายขั้นต้นและเป้าหมายชั้นกลางนี้มองดูออกจะคล้าย ๆ กัน ต่างกันเพียงแต่อยู่กันคนละช่วงของขบวนการส่งทอดตามที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินได้ทำการแบ่งซอยให้ออกเป็นส่วน ๆ เท่านั้น ด้วยเหตุนี้ตำราโดยส่วนใหญ่จึงกล่าวถึงเรื่องของตัวแปรที่เป็นเป้าหมายขั้นต้น หรือเป้าหมายชั้นกลางเพียงเรื่องใด เรื่องหนึ่งเท่านั้น

ปัญหาที่ยุ่งยากและยังเป็นที่ถกเถียงกันอยู่ภายหลังจากที่ยอมรับกันแล้ว เกี่ยวกับความสำคัญของการกำหนดเป็นเป้าหมายขั้นต้น และเป้าหมายชั้นกลาง ก็คือ ตัวแปรที่จะนำมาใช้ เป็นเป้าหมายดังกล่าวว่าควรที่จะเป็นตัวแปรตัวใด จึงจะมีความถูกต้องเหมาะสมมากที่สุด ประเภทของตัวแปรที่ถูกเสนอให้นำมาใช้ก็มีที่สำคัญอยู่ 2 ประเภท คือตัวแปรประเภทที่เป็นมวลรวม (monetary aggregates) และตัวแปรประเภทที่แสดงออกมาในรูปของอัตราดอกเบี้ย (interest rates) ข้อเสนอที่มีมาบ้างก็ให้ใช้เฉพาะแต่ตัวแปรประเภทที่เป็นมวลรวม (เช่น ปริมาณเงินสำรอง, ปริมาณเงิน, ฐานของเงิน เป็นต้น) บางพวกก็เสนอว่าควรที่จะเป็นเฉพาะตัวแปรที่อยู่ในรูปของอัตราดอกเบี้ยชนิดต่าง ๆ บางพวกก็เสนอว่าจะเป็นการที่ดีกว่าหรือไม่ถ้าเราใช้ตัวแปรทั้งสองประเภท เป็นเป้าหมายในแต่ละประเภท (เช่น อาจจะใช้ตัวแปรประเภทอัตราดอกเบี้ยเป็นเป้าหมายขั้นต้น และใช้ตัวแปรประเภทมวลรวมทางการเงินเป็นเป้าหมายชั้นกลาง และบางพวกก็เสนอว่าเมื่อยังถกเถียงกันในเรื่องเหล่านี้อยู่ ก็ทำไมไม่ใช้ตัวแปรทั้งสองประเภทเป็นทั้งเป้าหมายขั้นต้นพร้อม ๆ กันไป และเป็นทั้งเป้าหมายชั้นกลางพร้อม ๆ กันไป?

ก่อนที่เราจะพิจารณาว่าข้อเสนอในแต่ละแบบจะเป็นอย่างไรนั้น ก็จะทำให้ดูถึงภาพที่จะแสดงความเป็นไปได้ของทางเลือกต่าง ๆ ที่จะนำตัวแปรประเภทมวลรวมและอัตราดอกเบี้ยมากำหนด เป็นเป้าหมายขั้นต้นและเป้าหมายชั้นกลาง

โดยจะสมมุติว่ามาตรการทางการเงินที่ใช้ดำเนินการคือ การซื้อขายหลักทรัพย์รัฐบาล (Open Market Operations) และเป้าหมายขั้นสุดท้ายคือระดับของรายได้

ประชาชาติ (GNP) ที่ต้องการ

มาตรการทางการเงิน ที่ใช้ดำเนินการ	เป้าหมายขั้นต้น	เป้าหมายชั้นกลาง	เป้าหมายขั้นสุดท้าย
การซื้อขายหลักทรัพย์	ปริมาณเงินสำ- รองของธนาคาร และอัตราดอก- เบี้ยระยะสั้น	ปริมาณเงินและ อัตราดอกเบี้ย ระยะยาว	รายได้ประชาชาติ
การซื้อขายหลักทรัพย์	ปริมาณเงินสำ- รองของธนาคาร	ปริมาณเงิน	รายได้ประชาชาติ
การซื้อขายหลักทรัพย์	อัตราดอกเบี้ย ระยะสั้น	ปริมาณเงิน	รายได้ประชาชาติ
การซื้อขายหลักทรัพย์	ปริมาณเงินสำ- รองของธนาคาร	อัตราดอกเบี้ย ระยะยาว	รายได้ประชาชาติ
การซื้อขายหลักทรัพย์	อัตราดอกเบี้ย ระยะสั้น	อัตราดอกเบี้ย ระยะยาว	รายได้ประชาชาติ

จากทางเลือกที่หนึ่งข้างต้น ทั้งเป้าหมายขั้นต้นและเป้าหมายชั้นกลาง เป็นการ
ใช้ทั้งตัวแปรประเภทที่เป็นมวลรวมและอัตราดอกเบี้ย ซึ่งถ้าดูอย่างผิวเผินคล้ายกับว่าจะ เป็น
ทางเลือกที่น่าจะเหมาะสมดี แต่ถ้าพบว่าในทางปฏิบัติแล้วทำ เช่นนั้นไม่ได้ ทั้งนี้ด้วยเหตุผล
ง่าย ๆ ที่ว่า การตั้งเป้าหมายหลายอย่างก็เหมือนกับการมีวัตถุประสงค์หลายอย่าง เช่นกัน
และโดยทั่วไปแล้วก็จะมาขัดแย้งกันเอง เช่นตั้งเป้าหมายไว้ว่า จะดำเนินการซื้อหลักทรัพย์
รัฐบาลคืนมา เพื่อที่จะทำให้ปริมาณเงินสำรองเพิ่มขึ้น 1% และขณะเดียวกันก็ต้องการให้อัตรา
ดอกเบี้ยการกู้ยืมระยะสั้นลดลง 1% เช่นกัน แบบนี้จะพบว่าถึงแม้ว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงิน
จะสามารถดำเนินการซื้อหลักทรัพย์รัฐบาลได้ทุกวันในจำนวนที่ต้องการ ก็พบว่าเป้าหมายที่
กำหนดไว้ไม่สามารถบรรลุได้พร้อม ๆ กัน ทั้งนี้เพราะเป้าหมาย 2 ประการนี้มันขัดแย้งซึ่งกัน

และกัน เช่นการพยายามที่จะทำให้เงินสำรองเพิ่มขึ้น 1% ตามที่ได้กำหนดไว้ และถ้าความต้องการสินเชื่อมีมากขึ้น (ในขณะที่เราคงรักษาระดับเงินสำรองไว้เท่าเดิม) อัตราดอกเบี้ยก็ต้องเพิ่มสูงขึ้นมากกว่า 1% ตามที่กำหนด หรือทำนองเดียวกัน ถ้าพยายามรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยไว้ การเพิ่มขึ้นของความต้องการสินเชื่อ ก็จะมีผลที่ทำให้ปริมาณเงินสำรองจะต้องเพิ่มมากกว่าที่กำหนด ซึ่งก็เห็นได้ว่าเจ้าหน้าที่ทางการเงินมีความสามารถเลือกควบคุมได้เพียงตัวหนึ่งตัวใดเท่านั้น แต่ไม่ใช่พร้อม ๆ กันทั้งสอง ด้วยเหตุผลเช่นนี้ทางเลือกทางที่หนึ่งโดยใช่ตัวแปรทั้งสองประเภท เป็นเป้าหมายร่วมกันจึงไม่เป็นที่จริงในทางปฏิบัติ

เช่นนี้ก็หมายความว่าธนาคารกลางสามารถควบคุมตัวแปรที่จะนำมากำหนด เป็นเป้าหมายเพียงตัวหนึ่งตัวใดเท่านั้น จึงจะมีประสิทธิภาพเกิดขึ้น คำถามต่อไปก็คือว่าตัวแปรที่จะนำมาใช้กำหนด เป็นเป้าหมายชั้นกลางนั้น ควรที่จะ เป็นปริมาณ เงินหรืออัตราดอกเบี้ยระยะยาว⁽⁴⁾ ซึ่งในเรื่องนี้ก็มีความคิดที่แตกต่างกันที่สำคัญอยู่ 2 กลุ่มคือ กลุ่มของพวกสำนักการเงินนิยม (monetarists) ที่มีความเห็นว่าปริมาณเงินมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้กำหนดเป็นเป้าหมายชั้นกลาง อีกกลุ่มหนึ่งคือกลุ่มพวกสำนักเคนส์ (Keynesians) ซึ่งมีความเห็นว่าตัวแปรที่มีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้กำหนด เป็นเป้าหมายชั้นกลาง ควรที่จะเป็นอัตราดอกเบี้ยระยะยาว จากความเห็นที่แตกต่างกันเช่นนี้ ก็ทำให้เกิดเป็นข้อถกเถียงกัน และก็เป็นกรยากที่จะตัดสินใจลงไปว่าจะ เป็นอย่างไร? แน่นนอน ทั้งนี้เพราะแต่ละฝ่ายตั้งอยู่บนข้อสมมุติฐานการทำงานของระบบ เศรษฐกิจที่แตกต่างกัน

ก่อนที่จะพิจารณาต่อไปว่าตัวแปรใดจะมีความ เหมาะสมที่จะนำมากำหนด เป็น

(4)

Jack M. Guttentag. "The Strategy of Open Market Operations," Quarterly Journal of Economics, February 1966. pp. 1-30.

เป้าหมายชั้นกลางนั้น เราก็มานิยามในหลักการเสียก่อนว่าคุณสมบัติที่เหมาะสมของตัวแปรที่จะมากำหนดเป็นเป้าหมายชั้นกลางนั้นมีอะไรบ้าง? และเราก็พบว่าคุณสมบัติที่สำคัญของการทำหน้าที่เป็นเป้าหมายชั้นกลาง มีดังนี้⁽⁵⁾

1. ต้องได้รับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการดำเนินมาตรการทางการเงินที่ใช้ (และจะต้องได้รับผลกระทบในระยะเวลาที่สั้นกว่า ผลกระทบที่จะไปเกิดขึ้นกับเป้าหมายชั้นสุดท้าย)
2. มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดต่อพฤติกรรมเปลี่ยนแปลงทั้งที่เป็นอยู่และในอนาคตของเป้าหมายชั้นสุดท้าย
3. จะต้องเป็นตัวแปรที่สามารถตรวจสอบได้อย่างสะดวก, รวดเร็ว, และถูกต้อง

ดังนั้น เมื่อเรามีคุณสมบัติที่เหมาะสมของการ เป็น เป้าหมายชั้นกลางดังที่กล่าวแล้ว ก็สามารถนำมาใช้เป็นบรรทัดฐาน เพื่อเปรียบเทียบความเหมาะสมของตัวแปรประเภทต่าง ๆ ที่มีผู้เสนอกันขึ้นมา ปัญหาเกี่ยวกับการเลือกตัวแปรเพื่อกำหนดเป็นเป้าหมายชั้นกลาง ก็ยังไม่สิ้นสุดลง เพียงเท่านั้น อันเนื่องมาจากข้อเสนอทั้งของพวกการเงินนิยม และของพวกสำนักเคนส์ คือปริมาณเงินและอัตราดอกเบี้ยระยะยาวนั้น ต่างก็มีคุณสมบัติของการ เป็น เป้าหมายชั้นกลางครบทุกประการเหมือน ๆ กัน จึงไม่สามารถที่จะเฉพาะเจาะจงลงไปได้ว่า จะเป็นตัวแปรชนิดใดจากหลักเกณฑ์ดังกล่าว

วิธีการต่อไปที่นำมาใช้เพื่อคัดเลือกตัวแปรที่เหมาะสมก็คือ จากหลักการที่สำคัญในประการที่ว่า เป้าหมายชั้นกลางที่ดีที่สุดนั้น เมื่อกำหนดลงไปแล้ว จะต้องมีผลเบี่ยงเบนน้อย

(5)

Thomas D. Simpson, Money, Banking And Economic Analysis
Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 07632, 1481,
p. 364 และ D.G.Pierce and D.M.Shaw เคยอ้างแล้ว p. 428.

ที่สุด (Lowest variance) ต่อการบรรลุของเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ⁽⁶⁾ เพื่อให้เข้าใจในเรื่องนี้ ก็จะต้องอธิบายเพิ่มเติมดังนี้ เช่นถ้าเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการกำหนดว่าจะทำให้รายได้ประชาชาติขยายตัวในอัตรา 7% ต่อปี โดยเป้าหมายชั้นกลางที่กำหนดก็อาจจะเป็นได้ทั้งปริมาณเงินที่จะต้องขยายตัวในอัตรา 10% ต่อปี หรือระดับของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะต้องอยู่ในระดับ 8%

ถ้าหากปริมาณเงินถูกเลือกให้เป็นเป้าหมายชั้นกลาง ดังนั้นปริมาณเงินจะถูกดำเนินการทางการเงินให้ขยายตัวเพิ่มขึ้นปีละ 10% (โดยไม่สนใจว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะมีการเปลี่ยนแปลงไปเช่นไร?) รายได้ประชาชาติก็จะขยายตัวออกไปตามการกำหนดของการขยายตัวของปริมาณเงินและปัจจัยอื่น ๆ การขยายตัวของรายได้ประชาชาติที่เกิดขึ้นจริง ๆ ก็อาจจะอยู่ในระดับที่สูงกว่า หรือต่ำกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้คือ 7% ก็ได้ และถ้าหากผลที่เกิดขึ้นเบี่ยงเบนออกจากที่กำหนดไว้มากเท่าไร เจ้าหน้าที่ทางการเงินก็จะยิ่งขาดความเชื่อมั่นต่อการใช้จ่ายปริมาณเงินมากกำหนดเป็นเป้าหมายชั้นกลาง

ในทำนองเดียวกัน ถ้าจะกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวเป็นเป้าหมายชั้นกลาง และดำเนินการมาตรการทางการเงิน เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวอยู่ในระดับที่ต้องการ (โดยไม่สนใจว่าปริมาณเงินจะเปลี่ยนแปลงไปเช่นไร?) ดังนั้นการขยายตัวของรายได้ประชาชาติก็就会被กำหนดมาจากอัตราดอกเบี้ยระยะยาว ซึ่งการขยายตัวของรายได้ประชาชาติที่เกิดขึ้นนั้นก็อาจจะสูงหรือต่ำกว่าที่กำหนดไว้ก็ได้ และถ้าการเบี่ยงเบนที่เกิดขึ้นมีน้อยกว่าการเบี่ยงเบนในกรณีแรก (ที่ปริมาณเงินเป็นเป้าหมายชั้นกลาง) อัตราดอกเบี้ยระยะยาวก็จะถูกยอมรับว่าเป็นตัวแปรที่นำมากำหนดเป็นเป้าหมายชั้นกลางได้เหมาะสมกว่า ดังนั้นหลักเกณฑ์ที่นำมาใช้ในการคัดเลือกตัวแปรเพื่อกำหนดเป้าหมายชั้นกลางก็คือ จะต้องนำมากำหนดเป็น

(6)

Dwayne Wrightman, An Introduction to Monetary Theory and Policy, The Free press, New York, 1971, p. 273.

เป้าหมายชั้นกลางแล้วทำให้เกิดการ เบี่ยงเบนของเป้าหมายชั้นสุดท้ายจากระดับที่ต้องการ น้อยที่สุด

แนวความคิดดังกล่าวข้างต้น ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกา (Federal Reserve Bank) หรือโดยย่อว่า Fed) เพิ่งยอมรับนำมาใช้ เมื่อตอนปลาย ทศวรรษของปี 1960⁽⁷⁾ ซึ่งก่อนหน้านั้นการดำเนินงาน เป็นไปโดยปราศจากโครงร่างของ งานที่ชัดเจน และปราศจากการกำหนดเป้าหมายของการดำเนินงาน เป็นตัวเลขระบุออกมา ว่าจะ เป็นเท่าไร การดำเนินมาตรการทางการเงินต่าง ๆ ก็วางอยู่บนพื้นฐานของสิ่งที่เคย ปฏิบัติมา คือให้ความสำคัญอย่างมากต่อสภาพของตลาดเงินโดยทั่วไป การตัดสินใจดำเนิน งานเพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับเป้าหมายชั้นสุดท้ายที่ต้องการในแต่ละครั้ง เป็นไปใน ลักษณะที่คลุมเครือไม่ชัดเจน ผลที่ออกมาจึงไม่ประสบความสำเร็จ ซึ่งก็ทำให้โดยส่วนใหญ่ สภาพทางเศรษฐกิจจะยิ่ง เลวร้ายลงไปอีก จากผลของนโยบายการเงินที่ได้จัดทำลงไป

ในตอนปลายทศวรรษของปี 1960 คณะทำงานวิจัยของธนาคารกลางแห่งรัฐ- อเมริกาก็ได้มีการศึกษาอย่างจริงจังติดต่อกัน เพื่อที่จะแสวงหาตัวแปรที่มีความ เหมาะสม ที่จะนำมากำหนด เป็น เป้าหมายชั้นกลางของการดำเนินนโยบายการเงิน⁽⁸⁾ ตัวแปรที่นำมา พิจารณาเพื่อคัดเลือกก็คือ ปริมาณเงินกับอัตราดอกเบี้ยระยะยาว จากการที่ตัวแปรทั้งสองนี้ ต่างก็มีความเหมาะสมในเชิงของทฤษฎี วิธีการคัดเลือกก็ เป็นไปตามที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น คือ เลือกตัวแปรที่มีความใกล้เคียงมากที่สุด กับเป้าหมายชั้นสุดท้าย (โดยที่ให้เกิดการเบี่ยง เบนของเป้าหมายชั้นสุดท้ายน้อยที่สุด) ซึ่งตามวิธีการนี้ ปริมาณเงินจะเป็นตัวแปรที่มีความ

(7) Controlling Monetary Aggregates, Federal Reserve Bank of Boston, 1969.

(8) Open Market Policies and Operating Procedures-Staff Studies, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1971.

เหมาะสมมากกว่า⁽⁹⁾ และในทางปฏิบัติจริง ๆ ปริมาณเงินก็มีความเหมาะสมมากกว่าอีกด้วย ตั้งแต่ปี 1970 มา ธนาคารกลางแห่งประเทศสหรัฐอเมริกาให้ความสำคัญอย่างจริงจังต่อปริมาณเงิน (ทางด้านอัตราการขยายตัว) เป็นเป้าหมายชั้นกลางที่สำคัญของการดำเนินนโยบายการเงิน

เมื่อสามารถกำหนดเป้าหมายชั้นกลางที่เหมาะสมได้แล้ว ปัญหาต่อมาก็คือตัวแปรที่จะนำมากำหนดเป็นเป้าหมายชั้นต้น แนวความคิดในเรื่องนี้ที่ความเห็นแตกต่างกันก็คือ กลุ่มของพวกสำนักเคนส์ ที่มีความเห็นว่าควรจะเป็นอัตราดอกเบี้ย ส่วนพวกการเงินนิยมก็มีความเห็นว่า ควรจะเป็นปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์

ในขั้นนี้ก็เช่นเดียวกันต้องขอให้มาพิจารณาถึงคุณสมบัติที่มีความเหมาะสมของตัวแปร ที่จะนำมาใช้กำหนดเป็นเป้าหมายชั้นต้น ซึ่งโดยทั่วไปที่สำคัญก็มีดังนี้⁽¹⁰⁾

1. ตัวแปร เหล่านี้จะต้องได้รับผลกระทบหรือถูกควบคุมได้โดยตรงจากการดำเนินมาตรการทางการเงินของธนาคารกลาง และถึงแม้ว่าตัวแปร เหล่านี้จะได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่น ๆ ให้เปลี่ยนแปลงไป แต่ธนาคารกลางจะต้องมีความสามารถที่จะชดเชยหรือหักล้างผลกระทบจากตัวแปรอื่น ๆ เหล่านั้นให้หมดไปได้ เพื่อที่จะทำให้เป้าหมายชั้นต้นเป็นไปตามที่ต้องการ

2. จะต้องเป็นตัวแปรที่ธนาคารกลางสามารถตรวจสอบได้โดยสะดวก, รวดเร็ว และมีความถูกต้อง (frequent and accurate reading)

(9)

Alan R. Holmes and Paul Meek, "Open Market Operations and The Monetary and Credit Aggregates-1971, "Federal Reserve Band of New York Monthly Review, April 1972," pp. 79-94.

(10)

Thomas F. Carqill เคยอ้างแล้ว p. 440.

3. ตัวแปรเหล่านี้จะต้องมีความสัมพันธ์เชื่อมโยงอย่างสำคัญในกระบวนการส่งทอดของการดำเนินนโยบายการเงิน โดยเฉพาะความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของเป้าหมายชั้นกลาง

จากการตัดสินใจ เลือกตัวแปรเพื่อใช้เป็นเป้าหมายชั้นต้นยังไม่สามารถหาข้อยุติได้อย่างชัดเจน (ระหว่างปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น) จากคุณสมบัติดังกล่าวข้างต้น วิธีการพื้นฐานโดยเบื้องต้น เพื่อคัด เลือกตัวแปรที่เหมาะสมมา กำหนดเป้าหมายชั้นต้น ก็คือพิจารณาว่าตัวแปรตัวใดที่กำหนด เป็น เป้าหมายชั้นต้นแล้ว มีผลต่อการ เบี่ยงเบนของการขยายตัวของปริมาณเงิน (ตัวแปร เป้าหมายชั้นกลาง) ที่กำหนด เป็น เป้าหมายได้น้อยที่สุด

จากหัวข้อเรื่อง "การคัด เลือกตัวแปรที่ใช้ เป็น เป้าหมายชั้นต้นของการดำเนินมาตรการซื้อขายหลักทรัพย์ของรัฐบาล"⁽¹¹⁾ ก็พอที่จะได้ข้อสรุปความคิดเห็นว่า ในการ คัด เลือกตัวแปรระหว่างปริมาณเงินสำรอง กับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น เพื่อนำมาใช้เป็น เป้าหมายชั้นต้นนั้น จะขึ้นอยู่กับ การเปรียบเทียบมีเสถียรภาพ (stability) ของฟังก์ชันความต้องการถือเงิน กับฟังก์ชันของปริมาณเงินหมุนเวียน⁽¹²⁾

ถ้าเราพบว่าฟังก์ชันของความต้องการถือเงินมีเสถียรภาพมากกว่าฟังก์ชันของปริมาณเงินหรือหมายความว่า จำนวนเงินที่สังคมต้องการถือไว้สามารถที่จะพยากรณ์ได้ง่ายกว่าการพยากรณ์จำนวนเงินหมุนเวียนในระบบ เศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นก็จะมี ความเหมาะสมที่จะนำมาใช้กำหนด เป็น เป้าหมายชั้นต้น แต่ถ้าพวกเราพบว่า การพยากรณ์ความต้องการ

(11) Dewyne Wrightman, เคยอ้างแล้ว Ch.5

(12) Controlling Monetary Aggregates II : The Implementation,
Federal Reserve Bank of Boston, 1973.

การถือเงินของคนในสังคมยากกว่าการพยากรณ์จำนวนเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจแล้ว ปริมาณเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์จะมีความเหมาะสมที่จะนำมาใช้เป็นเป้าหมายขั้นต้นมากกว่า

อย่างไรก็ตามก็ยังคงเป็นที่ถกเถียงกันอยู่ ทั้งนี้เพราะจากวิธีการคัดเลือกดังกล่าว ข้อมูลตัวเลขที่ตรวจสอบจากสภาพความเป็นจริงก็ไม่สามารถให้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนลงไปได้ว่าเป็นไปในทางทิศใด⁽¹³⁾ การศึกษาของพวกการเงินนิยม ก็อธิบายว่าตัวแปรที่เป็นเงินสำรองมีความเหมาะสมมากกว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ส่วนการศึกษาของพวกสำนักเคนส์ ก็ให้ผลในทางตรงกันข้าม คือเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีความเหมาะสมมากกว่า

ธนาคารกลางของประเทศสหรัฐอเมริกาในทางปฏิบัติ ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (คือ อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมเงินระหว่างธนาคาร หรือ Federal Funds Rates) กำหนดเป็นเป้าหมายขั้นต้นของการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงปี 1970 และ 1971 แต่ต่อมาในปี 1972 ก็เริ่มให้ความสำคัญแก่ปริมาณเงินสำรอง และใช้เป็นเป้าหมายขั้นต้นในระยะต่อมา โดยกำหนดเป็นอัตราขยายตัวของ "ปริมาณเงินสำรองตามกฎหมายในส่วนเฉพาะของเงินฝากภาคเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคาร (Reserves available to support private non bank deposits) หรือที่รู้จักกันดีในนามของ "RPDs"⁽¹⁴⁾ ดังนั้นงานของเจ้าหน้าที่ทางการเงินก็คือ จะต้องคอยดำเนินมาตรการทางการเงิน เพื่อที่จะทำให้อัตรา

(13)

E. Gerald Carrigan, "Income Stabilization and Short-run Variability in Money," Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, April 1973, pp. 87-98

(14)

RPDs = เงินสำรองทั้งหมด - เงินสำรองที่กั้นไว้ของเงินฝากรัฐบาล - เงินสำรองที่กั้นไว้ของเงินฝากระหว่างธนาคาร

การขยายตัวของ RPDs อยู่ในระดับที่ต้องการ โดยหวังอย่างเต็มที่ว่าปริมาณเงินก็จะขยายตัวตามไปในระดับที่ต้องการด้วย

ปัญหาที่เผชิญต่อไปก็คือว่าการที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินทำให้เงินสำรองเข้าสู่เป้าหมายที่กำหนดได้แล้วก็ตาม แต่ก็ไม่แน่เสมอไปว่าจะมีผลที่ทำให้เป้าหมายขึ้นกลาง หรือ ปริมาณเงินมีการขยายตัวตามที่ต้องการไปด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ⁽¹⁵⁾ ทั้งนี้ก็เป็นเพราะความสัมพันธ์เชื่อมโยง (cause and effect relationship) ระหว่างเงินสำรองกับปริมาณเงินยังไม่ได้เป็นแบบสมบูรณ์เต็มที่ ถึงแม้ว่าการขยายตัวของเงินสำรองจะมีผลอย่างสำคัญต่อการขยายตัวของปริมาณเงินก็ตาม แต่ก็ยังมีปัจจัยอื่น ๆ อีกที่มีผลกระทบต่อปริมาณเงิน (เช่น อัตราดอกเบี้ย, พฤติกรรมของการให้และขอสินเชื่อ เป็นต้น) ธนาคารกลางเองก็พยายามที่จะพยากรณ์อิทธิพลของปัจจัยเหล่านี้ เพื่อการกำหนด RPDs ให้เป็นไปอย่างถูกต้อง แต่ก็มักจะพยากรณ์ผิดพลาดเป็นส่วนใหญ่ ผลที่เกิดขึ้นตามมาก็คือ การขยายตัวของปริมาณเงินมักจะสูงกว่าบ้าง ต่ำกว่าบ้าง จากเป้าหมายที่กำหนด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงระยะเดือน ซึ่งก็ทำให้การควบคุมปริมาณเงินในช่วงที่เป็นรายเดือนไม่ได้ผลตามต้องการ อย่างไรก็ตาม ในช่วงระยะเวลายาวผลของการเบี่ยงเบนออกจากเป้าหมาย (ในระยะสั้น ๆ) ที่มากไป, น้อยไป ก็จะหักกลบลบกันไป จนทำให้ธนาคารกลางสามารถควบคุมปริมาณเงินให้เข้าสู่เป้าหมายตามที่ต้องการได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในช่วงระยะเวลาหนึ่งปี

การที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินไม่สามารถควบคุมการขยายตัวของปริมาณเงินให้ เป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนดได้ในระยะเวลาสั้น ๆ นั้น ก็พบว่าไม่ได้เป็นอุปสรรคสำคัญแต่ประการใดต่อประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงิน ดังหลักฐานอ้างอิงจากการศึกษา

(15)

Richard G Davis, "Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate Objectives," Federal Reserve Bank of New York 'Monthly Review', July 1973, pp. 170-182

ของ E. Gerald Corrigan ที่พบว่า การขยายตัวของ GNP ไม่ได้มีผลกระทบอย่างสำคัญของการผันผวนขึ้นลงของปริมาณเงินในแต่ละไตรมาส แต่ทิศทางของการขยายตัวของ GNP จะเป็นผลมาจากการขยายตัวของปริมาณเงิน⁽¹⁶⁾ จากการที่ความล่าช้าของผลที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินไปจนกระทั่งถึงการเปลี่ยนแปลงของ GNP จะมีระยะเวลาที่ยาวนาน และไม่สามารถกำหนดเวลาได้อย่างชัดเจน (long and distributed time lag) จึงทำให้การเบี่ยงเบนของการขยายตัวของปริมาณเงินในแต่ละไตรมาส ไม่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมของการขยายตัวของ GNP ในที่สุด อย่างไรก็ตาม Corrigan ก็พบว่า การขยายตัวของ GNP จะมีความอ่อนตัวหรือยืดหยุ่นกับการเบี่ยงเบนของการขยายตัวของปริมาณเงินในช่วงระยะเวลา 6 เดือน ซึ่งถ้าเป็นเช่นนั้นจริง ก็จะหมายความว่า การขยายตัวของปริมาณเงินโดยเฉลี่ยที่เกินกว่า 6 เดือนขึ้นไป จะมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับการขยายตัวของ GNP

สิ่งต่าง ๆ ที่กล่าวถึงไปแล้วในเรื่องของการเลือกใช้ตัวแปรที่มีความเหมาะสมในการกำหนดเป้าหมายขั้นต้น และเป้าหมายชั้นกลางนั้น เป็นเพียงสิ่งที่จะใช้ในการนำความคิดในเรื่องเหล่านี้ให้เกิดขึ้นเท่านั้น ไม่จำเป็นเสมอไปว่าทุกหนทุกแห่งจะต้องใช้ตัวแปรที่เหมือนกันมากำหนดเป็นเป้าหมายที่ต้องการ ดังนั้นการใส่ใจอยู่กับตัวแปรตัวใดตัวหนึ่ง โดยไม่คำนึงถึงสภาพของความเป็นจริง (ที่ต้องทำการศึกษาตรวจสอบ) เสียก่อน ก็จะได้ประโยชน์อย่างแท้จริงจากกลยุทธ์เหล่านี้

เครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน (The indicator of monetary policy)

กลยุทธ์ในการจัดตั้งเป้าหมายขั้นต้นและเป้าหมายชั้นกลางของเจ้าหน้าที่ทางการเงินในการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อการบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายอย่างมีประสิทธิภาพ

(16)

E. Gerald Corrigan, เคยอ้างแล้ว, pp. 87-98.

นั้นไม่ได้เป็นการแสดงว่าการจัดเตรียมนโยบายการเงินจะต้องประสบผลสำเร็จ เต็มที่อย่างที่
ได้ตั้งความหวังไว้ ภายใต้สภาพการณ์ที่ไม่มีอะไรเปลี่ยนแปลงมากนัก ความบรรลุเป้าหมาย
ขั้นต้น และเป้าหมายขั้นกลางก็สามารถทำให้เกิดความเชื่อมั่นได้ว่า เป้าหมายขั้นสุดท้ายจะ
สามารถบรรลุผลตามต้องการได้ (คือสามารถทำให้เจ้าหน้าที่ทางการเงินยังเกิดความรอบรู้
ทางด้านโครงสร้างความสัมพันธ์ระหว่างเป้าหมายต่าง ๆ ได้ดีมากขึ้นเท่านั้น) แต่คราบไคที่
ความรอบรู้เกี่ยวกับผลกระทบต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นมาจากปัจจัยภายนอกที่สามารถเกิดขึ้นได้ตลอด
เวลายังไม่สมบูรณ์เพียงพอแล้ว ทางแก้ไขปรับปรุงเป้าหมายขั้นต้น, ขั้นกลาง ที่จะให้สอดคล้องกับ
เป้าหมายขั้นสุดท้ายก็จะไม่เกิดขึ้น ผลก็คือการดำเนินงานทั้งสิ้นจะประสบกับความ
ล้มเหลว ถึงแม้ว่าเราจะสามารถบรรลุเป้าหมายขั้นต้น และ เป้าหมายขั้นกลางอย่างเต็มที่ก็
ตาม จากตัวอย่างง่าย ๆ ต่อไปนี้จะสามารถแสดงให้เห็นถึงปัญหาที่กล่าวมาได้ชัดเจนมากขึ้น

โดยเริ่มจากสมการการแลกเปลี่ยนของ Irving Fisher " $MV = PT$ "

P = เป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ คือการมีเสถียรภาพของระดับราคา

V = อัตราการหมุนเวียนของเงินต่อรายได้ ที่เชื่อว่ามีค่าคงที่

M = ปริมาณเงินหมุนเวียนและถูกกำหนดให้เป็น เป้าหมายขั้นกลาง

T = ปริมาณผลผลิตที่เพิ่มขึ้นปีละ 5%

เมื่อต้องการที่จะให้ P มีเสถียรภาพในขณะที่เชื่อว่า V คงที่และ T เพิ่มขึ้นปีละ 5% M ที่ถูก
กำหนดเป็นเป้าหมายขั้นกลางก็จะต้องเพิ่มขึ้นปีละ 5% ด้วย ดังนั้นถ้าไม่มีอะไรเปลี่ยนแปลง
การดำเนินมาตรการทางการเงินเพื่อทำให้ M เพิ่มขึ้นปีละ 5% ก็จะสามารถรักษาระดับราคา
ให้มีเสถียรภาพได้ แต่ถ้าหากในช่วงการดำเนินงานนั้นค่าของ V เกิดลดต่ำลงมาจากเดิม
การสามารถบรรลุเป้าหมายขั้นกลางของเจ้าหน้าที่ทางการเงินคือ M เพิ่มขึ้นได้ 5% ก็จะไม่
สามารถรักษาระดับราคาให้ยังเกิดเสถียรภาพได้ (คือระดับราคาจะลดลง) ซึ่งถ้าระดับราคา
จะมีเสถียรภาพได้ปริมาณเงินจะต้องเพิ่มขึ้นมากกว่า 5% ที่กำหนดไว้ แต่เจ้าหน้าที่จะไม่
สามารถทำการปรับปรุงแก้ไข เป้าหมายขั้นกลางได้อย่างถูกต้อง ทั้งนี้เพราะเจ้าหน้าที่ไม่

สามารถทราบได้ว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงอะไรบ้าง? ไปจากที่ได้เคยคาดหวังไว้เดิม ดังนั้น จึงเกิดความจำเป็นอย่างหนึ่งที่จะต้องมีอะไรบางอย่างที่คอยบอกเตือนเจ้าหน้าที่ผู้ ตลอดเวลาของการดำเนินนโยบายว่า สิ่งที่ได้จัดดำเนินการลงไปในนั้นถูกต้อง และเพียงพอหรือไม่ที่จะทำให้เป้าหมายขั้นสุดท้ายสามารถบรรลุผลสำเร็จได้

สิ่งที่เจ้าหน้าที่ทางการเงินต้องการก็คือ ระบบสัญญาณเตือนล่วงหน้า (early-warning system) ที่จะคอยให้ความรอบรู้เกี่ยวกับทิศทาง (direction) และขนาดของการดำเนินงาน (Force of actions) ของผลกระทบต่าง ๆ ที่กำลังเกิดขึ้นตลอดช่วงระยะเวลาของการดำเนินนโยบายการเงิน เช่นจากตัวอย่างที่แล้ว เมื่อ V ลดต่ำลง สิ่งดังกล่าวนี้ก็คอยทำหน้าที่มาก หรือแสดงแก่เจ้าหน้าที่ทางการเงินว่า ขนาดของการดำเนินการที่เป็นอยู่ไม่เพียงพอ (คือการทำให้ M เพิ่มขึ้น 5%) ที่จะบรรลุเป้าหมายขั้นสุดท้ายได้ ซึ่งก็จะทำให้เจ้าหน้าที่ที่สามารถที่จะปรับปรุงแก้ไขการดำเนินงานให้มีความสอดคล้องกับสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างทันทีและมีประสิทธิภาพ

สิ่งที่คอยเป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้า หรือเครื่องวัด (gauge) ทิศทางและขนาดของการดำเนินนโยบายการเงินให้กับเจ้าหน้าที่ได้ทราบว่า ในแต่ละขณะหนึ่ง ๆ เป็นอย่างไร? (เช่น นโยบายการเงินเป็นแบบขยายหรือเป็นแบบบีบรัด และมีกำลังของความรุนแรงมากน้อยเท่าไร?) ในขณะที่เดียวกันสิ่งนี้ก็จะเป็นประโยชน์แก่คนในสังคมคือ สามารถทำให้เกิดความเข้าใจถึงทิศทางและขนาดของการดำเนินนโยบายการเงิน อันนำไปสู่การคาดหวังถึงพฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ ในสังคมได้ สิ่งที่จะทำหน้าที่เหล่านี้เราจะเรียกว่า เครื่องชี้บอกของการดำเนินนโยบายการเงิน (Monetary indicators)

ศาสตราจารย์ Thomas Saving ได้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญ และความจำเป็นของ เครื่องชี้บอกทางการเงินว่า⁽¹⁷⁾ เครื่องชี้บอกดังกล่าวนี้ จะแสดงให้เห็นว่า

(17)

Thomas Saving, "Targets and Indicators of Monetary Policy", American Economic Review, (1967).