บทที่ 3

นโยบายเพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ กับความผันผวนทางเศรษฐกิจของประเทศไทย

เพื่อประโยชน์ของการศึกษาพฤติกรรมการถือเงินและความเข้าใจถึงการใช้นโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศไทย จึงได้นำเสนอภาพรวมภาวะเศรษฐกิจมหภาค โดยการพิจารณาจากเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญต่างๆ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มูลค่าการนำเข้าและส่งออก ดุลการชำระเงิน เงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน SET Index และอัตราการขยายตัวของปริมาณเงิน M1 และ M2 เป็นต้น พร้อมกับสรุปความผันผวนหรือวิกฤตการณ์ที่ไม่ได้คาดการณ์ (Unanticipated or Unexpected Events or Shock) และที่คาดการณ์ได้ (Anticipated or Expected Events) ที่เกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่อประเทศไทยไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม ว่ามีสาเหตุมาจากปัจจัยใดบ้าง รวมถึงข้อจำกัดทางนโยบายที่ใช้ในการแก้ไขปัญหาความผันผวนที่เกิดขึ้น

โดยในส่วนที่ 1 จะเป็นการสรุปถึงภาวะทางเศรษฐกิจมหภาคโดยรวม การอธิบายโดยอาศัยเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ และวิกฤตการณ์ต่างๆ ที่ผ่านมาในอดีตและมีผลกระทบต่อประเทศไทย และส่วนสำคัญของแนวคิดทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ของสำนักต่างๆ ในเรื่องการใช้นโยบายการเงินการคลังเข้าแก้ไขปัญหาโดยการแทรกแซงระบบเศรษฐกิจและ/หรือการใช้นโยบายการเงินการคลังแบบมีกฎเกณฑ์เพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเป็นส่วนที่ 2 และเมื่อเข้าใจถึงภาพรวมทางเศรษฐกิจแล้ว ในส่วนที่ 3 นี้เป็นส่วนของการสังเกตข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาโดยมีประเด็นของการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้นว่าจากฐานข้อมูลที่มีอยู่นั้น เราสามารถวิเคราะห์ถึงสิ่งที่เกิดขึ้นได้อย่างไรบ้าง และในส่วนที่ 4 ซึ่งเป็นส่วนสุดท้ายของบทนี้ จะกล่าวถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากความผันผวนที่มีต่อความต้องการถือเงิน และส่งผลให้การดำเนินนโยบายการเงินการคลังเป็นไปด้วยความยากลำบาก อันมีสาเหตุมาจากความไม่นอนของพฤติกรรมการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป

3.1 ภาวะเศรษฐกิจมหภาค

ในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ จำเป็นที่จะต้องกำหนดเป้าหมายขั้นสุดท้าย เพื่อสามารถที่จะพิจารณาถึงขนาดและทิศทางการเปลี่ยนแปลงต่างๆ ที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ หากมีการคลาดเคลื่อนออกจากเป้าหมายที่ได้ตั้งไว้จากเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญต่างๆ ประกอบกัน ซึ่งผู้มีอำนาจในการกำหนดและตัดสินใจทางนโยบายก็จะเข้าแทรกแซงด้วยการใช้เครื่องมือนโยบายการเงินการคลังต่างๆ ในเป้าหมายขั้นกลางเพื่อขจัดความผันผวนให้หมดไป โดยในผลสุดท้ายผลลัพธ์ที่ได้ควรจะมีทิศทางตามเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ได้กำหนดไว้ ดังนั้นเครื่องชี้ภาวะทางเศรษฐกิจจึงจำเป็นต้องสามารถบ่งชี้ขนาดและทิศทางได้อย่างชัดเจนถึงสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ

เครื่องชี้ภาวะทางเศรษฐกิจที่สำคัญในเป้าหมายขั้นสุดท้าย ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ดุลการชำระเงิน และอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งทั้งสามปัจจัยนี้มีความสำคัญเป็นอย่างมากในการที่จะบอกถึงผลที่ได้รับจากการดำเนินนโยบายการเงินการคลัง โดยที่อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวบอกถึงระดับราคาสินค้าที่เพิ่มสูงขึ้น หรือนัยอีกหนึ่งคือ การบอกระดับการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนของหน่วยเศรษฐกิจ ส่วนดุลการชำระเงินเป็นงบบัญชีแสดงการไหลเข้าออกของเงินบาทและสำหรับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเป็นตัวบ่งชี้ถึงระดับขีดความสามารถในกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศว่ามีอัตราการขยายตัวเป็นอย่างไร ซึ่งประกอบไปด้วยในหลายปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ

ในแง่ของการส่งออกและนำเข้าก็เป็นส่วนหนึ่งที่มีผลต่อการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ซึ่งอาจเชื่อมโยงกับการเกินดุลหรือขาดดุลในดุลการชำระเงินของประเทศด้วย เช่น ในตารางที่ 3.1 และ 3.2 พบว่าผลจากวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 และ 2 ในปี พ.ศ.2516 และปี พ.ศ.2522 ตามลำดับ เป็นผลให้มีการดำเนินนโยบายการเงินแบบหดตัวเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และผลจากนโยบายดังกล่าว ส่งผลกระทบต่อเนื่องทางเศรษฐกิจมาจนถึงปี พ.ศ.2526 ให้อัตราขยายตัวของการส่งออกมีอัตราเพิ่มที่ลดลงจาก 23.13% ในปีพ.ศ.2523 เป็น 4.40% และมีอัตราการขยายตัวลดลง 8.3% ซึ่งผลจากการลดลงของการส่งออกอย่างต่อเนื่องทำให้เกิดการเกินดุลของดุลการชำระเงินลดน้อยลงและขาดดุลในปี พ.ศ.2526

ตารางที่ 3.1 แสดงเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมที่สำคัญของประเทศไทย

ปี	ทิศทางของนโยบายการเงิน	อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (%)	อัตราการเจริญเติบโตของ Real-GDP (%)	อัตราเงินเฟ้อ (%)	ดุลการชำระเงิน (ล้านบาท)
2523	หดตัว	14.292	-	19.704	5,179.3
2524		15.722	1.84	12.663	2,531.2
2525	ขยายตัว	14.750	2.28	5.259	3,314.3
2526		12.375	5.28	3.727	(18,078.0)
2527	หดตัว	13.583	4.43	0.865	10,587.9
2528	ขยายตัว	12.125	1.74	2.432	12,463.9
2529		9.583	6.02	1.842	33,578.1
2530		8.000	11.61	2.470	18,182.7
2531	ขยายตัว	8.000	19.91	3.859	40,489.7
2532		8.000	12.97	5.355	102,281.3
2533		9.542	10.91	5.949	97,231.5
2534	หดตัว	11.667	8.80	5.699	105,776.0
2535		11.000	8.26	4.136	77,113.1
2536	ขยายตัว	10.083	8.27	3.321	98,791.0
2537		9.167	8.18	5.062	104,827.0
2538	หดตัว	10.330	9.57	5.814	179,530.3
2539		10.500	5.71	5.814	54,608.0

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

( ) หมายถึง เครื่องหมายติดลบ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.2 แสดงมูลค่าและอัตราการเจริญเติบโตของการส่งออกและนำเข้าของประเทศไทย

ปี	การส่งออก		การนำเข้า		มูลค่าการส่งออกสุทธิ
	มูลค่า (ล้านบาท)	Growth (%)	มูลค่า (ล้านบาท)	Growth (%)	(ล้านบาท)
2523	133,197	23.13	188,686	29.09	(55,486)
2524	153,001	14.87	216,746	14.87	(63,745)
2525	159,728	4.40	196,616	(9.25)	(36,888)
2526	146,472	(8.30)	236,609	20.34	(90,137)
2527	175,237	19.64	245,155	3.61	(69,918)
2528	193,366	10.35	251,169	2.45	(57,803)
2529	233,383	20.69	241,358	(3.91)	(7,975)
2530	299,853	28.48	334,209	38.47	(34,356)
2531	403,570	34.59	513,114	53.53	(109,544)
2532	516,315	27.94	662,679	29.15	(146,364)
2533	589,813	14.24	844,448	27.43	(254,635)
2534	725,630	23.03	958,831	13.55	(233,201)
2535	824,643	13.65	1,033,244	7.76	(208,601)
2536	935,862	13.49	1,166,595	12.91	(230,733)
2537	1,137,600	21.56	1,369,037	17.35	(231,437)
2538	1,406,311	23.62	1,763,587	28.82	(357,276)
2539	1,412,111	0.41	1,832,836	3.93	(420,725)

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

( ) หมายถึง เครื่องหมายติดลบ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.3 แสดงสัดส่วนมูลค่าการส่งออกและนำเข้าของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ

ปี	ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ GDP (ล้านบาท)	สัดส่วนมูลค่าการส่งออกต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (%)	สัดส่วนมูลค่าการนำเข้าต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (%)	สัดส่วนของมูลค่าการส่งออกสุทธิต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (%)
2523	684,930	19.45%	27.55%	(8.10)
2324	786,166	19.46%	27.57%	(8.11)
2525	846,126	18.88%	23.24%	(4.36)
2526	924,254	15.85%	25.60%	(9.75)
2527	973,412	18.00%	25.19%	(7.18)
2528	1,014,399	19.06%	24.76%	(5.70)
2529	1,095,368	21.31%	22.03%	(0.73)
2530	1,253,147	23.93%	26.67%	(2.74)
2531	1,559,804	25.87%	32.90%	(7.02)
2532	1,856,476	27.81%	35.70%	(7.88)
2533	2,182,100	27.03%	38.70%	(11.67)
2534	2,509,427	28.92%	38.21%	(9.29)
2535	2,827,158	29.17%	36.55%	(7.38)
2536	3,163,914	29.58%	36.87%	(7.29)
2537	3,597,385	31.62%	38.06%	(6.43)
2538	4,163,394	33.78%	42.36%	(8.58)
2539	4,665,414	30.27%	39.29%	(9.02)

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

( ) หมายถึง เครื่องหมายติดลบ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

I 17815323

ตารางที่ 3.4 แสดงอัตราการเจริญเติบโตของปริมาณเงิน (M1 และ M2) SET Index และอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์

ปี	อัตราการเจริญเติบโตของ M1 (%)	อัตราการเจริญเติบโตของ M2 (%)	อัตราผลตอบแทนของทุน (%)	SET Index (เฉลี่ย 1 ปี)
2523	-	-	(1.510)	128
2524	3.25	16.32	(1.222)	115
2525	6.80	24.21	1.159	113
2526	5.15	23.83	0.770	136
2527	6.93	19.40	0.552	134
2528	(3.27)	10.34	(0.357)	147
2529	20.45	13.36	3.398	150
2530	28.01	20.19	3.374	291
2531	12.16	18.25	3.113	408
2532	17.65	26.25	6.686	591
2533	11.86	26.68	(1.935)	831
2534	13.81	19.83	1.346	734
2535	12.28	15.58	2.014	798
2536	18.60	18.38	5.034	1,017
2537	16.98	12.85	(0.867)	1,396
2538	12.08	17.01	(0.321)	1,294
2539	9.12	12.57	(3.050)	1,169

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

( ) หมายถึง เครื่องหมายติดลบ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตัววัดอีกชนิดหนึ่ง คือ อัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน (Bank Rate) ซึ่งใช้เป็นตัววัดทิศทางของนโยบายทางการเงิน ซึ่งมีผลต่อการปรับอัตราดอกเบี้ยในประเภทอื่นๆ ในระยะเวลาถัดมา โดยมีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงในฐานเงินและการอนุมัติสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะส่งผลต่อการใช้จ่ายของหน่วยเศรษฐกิจให้ลดลงด้วย หากธนาคารกลางมีการประกาศอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานสูงขึ้นแสดงว่ามีนโยบายการเงินแบบหดตัว หรือในทางกลับกัน ถ้ากำหนดให้อัตราดอกเบี้ยมาตรฐานลดลง แสดงว่านโยบายการเงินมีลักษณะขยายตัว ซึ่งโดยส่วนใหญ่ผลของนโยบายทางด้านอัตราดอกเบี้ย มักจะมีลักษณะต่อต้านกับภาวะเงินเฟ้อหรือความผันผวนทางเศรษฐกิจ

ในความผันผวนทางเศรษฐกิจ[1] นั้นยังสามารถที่จะพิจารณาในเครื่องวัดตัวอื่นๆ ประกอบกับการพิจารณาได้ เช่น จากตารางที่ 3.1, 3.2 และ 3.4 จะพบว่าดุลการชำระเงินของไทยในปี พ.ศ.2526 ขาดดุลถึง 18,078 ล้านบาท ซึ่งมีสาเหตุมาจากในปีนั้น อัตราการขยายตัวของมูลค่าการส่งออกของไทยมีอัตราลดลงอย่างมาก คือ มีอัตราขยายตัวลดลง 8.3% โดยมีมูลค่าการส่งออก 159,728 ล้านบาทของปีพ.ศ.2525 เหลือเพียง 146,472 ล้านบาท ในปี พ.ศ.2526 ในขณะที่มูลค่าการนำเข้ามีอัตราการขยายตัวเพิ่มสูงขึ้นจากเดิมถึง 20.34% ซึ่งส่งผลให้ในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2527 มีการประกาศใช้นโยบายลดค่าเงินบาท เพื่อให้ราคาสินค้าโดยเปรียบเทียบมีราคาส่งออกที่ถูกลงในสายตาของชาวต่างประเทศ และในขณะเดียวกันราคาสินค้านำเข้ามีราคาเพิ่มสูงขึ้นในทัศนะของคนไทย ซึ่งผลจากนโยบายดังกล่าวมีผลให้เกิดการจับจ่ายใช้จ่ายสอยในสินค้าอุปโภคบริโภคลดลง โดยสามารถสังเกตได้จากอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินความหมายแคบ M1 ลดลง 3.27% ในปีพ.ศ.2528 และมีอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินความหมายกว้าง M2 เพิ่มขึ้น 10.34% ซึ่งเพิ่มน้อยกว่าปี พ.ศ.2527 ดังนั้นจึงส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีอัตราการขยายตัวลดลง 1.74%

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

---

[1] รายละเอียดของการดำเนินนโยบายการเงินการคลัง จากหนังสือครบรอบ 50 ปี ธนาคารแห่งประเทศไทย

จากตารางที่ 3.3 สามารถพิจารณาภาวะเศรษฐกิจได้จากสัดส่วนมูลค่าการส่งออกสุทธิต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ พบว่าในปีพ.ศ.2533 ซึ่งเป็นปีที่เกิดสงครามอ่าวเปอร์เซียนั้น อัตราส่วนดังกล่าวมีค่าเท่ากับ 11.62% ซึ่งมีการขาดดุลการค้าถึง 254,635 ล้านบาท โดยมีอัตราการขยายตัวของมูลค่าการส่งออกที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงจาก 27.94% ในปีพ.ศ.2532 เป็น 14.26% ในปีพ.ศ.2533 (ในตารางที่ 3.2) เนื่องจากประเทศไทยมีปริมาณการค้ากับกลุ่มประเทศอาหรับ ทำให้การส่งออกจำนวนหนึ่งที่ส่งไปยังประเทศในกลุ่มเปอร์เซียมีอัตราการส่งออกลดลง ในขณะที่อัตราการขยายตัวของมูลค่าการนำเข้ามีอัตราเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงไม่เปลี่ยนแปลง ซึ่งทำให้อัตราการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศมีอัตราเพิ่มที่ลดลงจาก 23.23% ในปีพ.ศ.2532 เป็น 17.99% ในปีพ.ศ.2533 พร้อมกับการสูงขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ เพราะต้นทุนน้ำมันมีราคาสูงขึ้น ดังนั้นนโยบายการเงินจึงถูกดำเนินในทิศทางแบบหดตัว

จากที่กล่าวมาทั้งหมดนั้นสามารถที่จะสรุปได้ว่าภาวะทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นเป็นสาเหตุมาจากวิกฤตการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นกับประเทศไทย และส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจต่างๆ ได้ดังเช่นตารางที่ 3.5 จะเห็นว่าสาเหตุของการเกิดวิกฤตการณ์สามารถแยกเป็น 2 สาเหตุ คือ วิกฤตการณ์ที่เกิดจากสถานการณ์ และวิกฤตการณ์ที่เกิดจากการกำหนดนโยบายของผู้มีอำนาจทางเศรษฐกิจ โดยวิกฤตการณ์ที่เกิดจากสถานการณ์ ได้แก่ วิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 และ 2 Black Money สงครามอ่าวเปอร์เซีย พฤษภาทมิฬ (1) และวิกฤตการณ์เปโซเม็กซิโก ส่วนวิกฤตการณ์ที่เกิดจากการใช้นโยบาย ได้แก่ วิกฤตการณ์ลดค่าเงินบาทครั้งที่ 1 เมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2524 และครั้งที่ 2 ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ.2524 ส่วนการลดค่าเงินครั้งที่ 3 เกิดขึ้นในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2527 และวิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวในวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.5 แสดงวิกฤตการณ์ (Shock) ที่ไม่ได้คาดการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อประเทศไทยโดยมีสาเหตุมาจากทางด้านนโยบายหรือสถานการณ์ที่ผ่านมา

เวลา (เดือน/ปี)	วิกฤตการณ์	สาเหตุ	
		สถานการณ์*	นโยบาย
2516	น้ำมันครั้งที่ 1	✓	
2522	น้ำมันครั้งที่ 2	✓	
พ.ค.,ก.ค.2524	ลดค่าเงินบาท		✓
พ.ย. 2527	ลดค่าเงินบาท		✓
ต.ค. 2530	Black Monday	✓	
ส.ค. 2533	สงครามอ่าวเปอร์เซีย (1)	✓	
พ.ค. 2535	พฤษภาทมิฬ (1)	✓	
ธ.ค. 2537	เปโซเม็กซิโก	✓	
2 ก.ค. 2540	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว		✓

ที่มา : รวบรวมจากการสรุปข่าว

* วิกฤตการณ์ที่เกิดจากสถานการณ์เป็นเหตุการณ์ที่ส่งผลต่อภาวะเศรษฐกิจที่ไม่ได้เกิดจากการใช้นโยบายของภาครัฐ

โดยผลของวิกฤตการณ์ต่างๆ เหล่านี้ พบว่ามีเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยตรง ได้แก่ วิกฤตการณ์น้ำมัน และวิกฤตการณ์การลดค่าเงินบาท ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1

อันเนื่องมาจากปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างอาหรับและอิสราเอล เป็นสาเหตุให้กลุ่มประเทศโอเปคถือโอกาสลดปริมาณการผลิตน้ำมันและหยุดการจำหน่ายน้ำมันให้แก่บางประเทศส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกสูงขึ้นกว่า 4 เท่าตัว ยังผลต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ต้องพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันเพื่อการผลิตในอัตราที่สูง จึงเป็นสาเหตุให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นและเป็นแรงผลักดันให้เกิดเงินเฟ้อ ในขณะที่ช่วงระยะเวลาดังกล่าวสินเชื่อภาคเอกชนมีการขยายตัวสูงถึง 42.90% ในปี พ.ศ.2516 จึงได้มีการดำเนินนโยบายการเงินด้วยความเข้มงวดเพื่อรักษาเสถียรภาพของระดับราคาในประเทศ โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานให้สูงขึ้น 2 ครั้ง จาก 8% เป็น 10% ในปี พ.ศ.2516 และจาก 10% เป็น 11% ในปี พ.ศ.2517 พร้อมกับปรับเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมทุกประเภทของธนาคารพาณิชย์สูงขึ้นอีก 1%

จากการใช้นโยบายทางการเงินที่เข้มงวดส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อลดลงมาอยู่ในระดับเฉลี่ยประมาณร้อยละ 5.7 ในช่วงปี พ.ศ.2518-2520 แต่ในปี พ.ศ.2521 ปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกเริ่มก่อตัวขึ้นอีกครั้งนับจากที่รัฐบาลได้เริ่มดำเนินการกระตุ้นการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการลงทุนที่ซบเซาอันเนื่องมาจากผลของวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 ด้วยการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน 2 ครั้ง จาก 11% เป็น 10% ในปี พ.ศ.2518 และจาก 10% เป็น 9% ในปี พ.ศ.2519 ก่อให้เกิดการขยายตัวของอุปสงค์รวมในประเทศอันผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นเป็นร้อยละ 7.9 ในปี พ.ศ.2521 ดังนั้นจึงได้ดำเนินนโยบายการเงินเพื่อแก้ปัญหาเสถียรภาพภายในโดยเน้นการชะลอการขยายตัวของอุปสงค์ภายในประเทศเพื่อมิให้เกิดเงินเฟ้อและปัญหาการขาดดุลการค้า และดุลการชำระเงินทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ด้วยการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงตามแนวโน้มในต่างประเทศ โดยเพิ่มอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน 2 ครั้งจาก 9% เป็น 10.5% ต่อปีเมื่อต้นปี พ.ศ.2521 และ 12.5% ต่อปีในช่วงปลายปี นอกจากนี้เพื่อแก้ปัญหาการขาดดุลการชำระเงินซึ่งรุนแรงมากในปี พ.ศ.2521

วิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 2

เมื่อกลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมันได้รวมตัวกันขึ้นราคาน้ำมันดิบ ปัญหาเงินเฟ้อของโลกในช่วงวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 ซึ่งกำลังจะคลี่คลายก็กลับมาใหม่อีกครั้ง โดยในวิกฤตการณ์น้ำมันครั้งนี้ได้ส่งผลกระทบที่รุนแรงต่อเศรษฐกิจทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศอุตสาหกรรมและประเทศกำลังพัฒนาที่มิใช่ผู้ผลิตน้ำมันเนื่องจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นเหตุให้เกิดภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรงผลักดันให้ประเทศอุตสาหกรรมดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด อันมีผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกและค่าเงินดอลลาร์ สรอ. สูงขึ้นมาก นอกจากนั้นมูลค่าส่งออกชะลอตัวอย่างต่อเนื่องเพราะเศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะซบเซา พร้อมกันนั้นประเทศอุตสาหกรรมยังดำเนินนโยบายกีดกันทางการค้า จึงทำให้ฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศกำลังพัฒนาที่ไม่ได้เป็นผู้ผลิตน้ำมันมีปัญหามากกว่าเดิมมาก

ผลกระทบทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยเป็นปัญหาต้นทุนการนำเข้าน้ำมัน ซึ่งส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อพุ่งสูงขึ้นถึงเกือบร้อยละ 20 ต่อปีในปี พ.ศ.2523 และมีเงินทุนไหลออกไปยังต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ดุลบัญชีเดินสะพัด และดุลการชำระเงินขาดดุลอย่างหนัก ภาระหนี้ต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น และทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็ว เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวทางการจำเป็นต้องดำเนินนโยบายเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ โดยอาศัยนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ส่วนหนึ่งก็เพื่อชดเชยผลของการขาดดุลของรัฐบาลซึ่งเป็นปัญหาที่เรื้อรังมาโดยตลอด ในขณะที่การจัดเก็บรายได้ยังไม่เป็นไปตามเป้าหมายเพราะความผันผวนของเศรษฐกิจโลกและโครงสร้างระบบภาษีอากรไม่เอื้ออำนวยให้การจัดเก็บภาษีรายได้ขยายตัวได้เต็มที่ ดังนั้นทางการจึงได้พยายามแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจโดยใช้มาตรการการเงินเป็นหลัก เพื่อควบคุมการขยายตัวของอุปสงค์ในประเทศ ในการนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยสูงเพื่อเร่งระดมเงินออม เพื่อแก้ไขปัญหาการขาดสภาพคล่องของระบบการเงินและปรับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และเพื่อป้องกันมิให้เกิดปัญหาเงินทุนไหลออกนอกประเทศ อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศไม่สามารถปรับขึ้นสูงกว่าเพดานดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมที่ได้กำหนดไว้ที่ 15% ต่อปี จึงได้มีการปรับปรุงโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ โดยเริ่มจากการเพิ่มเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์และปรับปรุงวิธีคิดอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานใหม่ จากอัตราเดียวเป็น

แบบ 2 อัตรา (Two-tier System)[2] นอกจากนั้นเพื่อเป็นการแก้ปัญหาสภาพคล่องของระบบการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดตั้งตลาดพันธบัตรซื้อคืน (Repurchase Market) ขึ้น เมื่อวันที่ 9 เมษายน พ.ศ.2522 เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินสามารถปรับสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น พร้อมทั้งปรับเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สูงขึ้นจากเดิม 2 ครั้ง ในช่วงปี พ.ศ.2523-2524 (จากร้อยละ 15 เป็นร้อยละ 19 สำหรับธนาคารพาณิชย์และร้อยละ 21 สำหรับบริษัทเงินทุน) และธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศ และเพื่อกระตุ้นให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินในประเทศปรับตัวตามไปด้วย (ในปี พ.ศ.2523 มีการปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานรวม 6 ครั้ง และในปี พ.ศ.2524 รวม 5 ครั้ง) นอกจากนี้รัฐบาลยังได้ใช้มาตรการขึ้นภาษีดอกเบี้ยเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ (Withholding Tax) เป็นเครื่องมือลดความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในและภายนอกประเทศ รวมทั้งปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อเพื่อการสั่งซื้อสินค้าเข้าที่มีเอกสารประกอบลอยตัวได้ตามต้นทุนการกู้ยืมจากต่างประเทศตั้งแต่ปี พ.ศ.2523 ด้วย

การดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวด เพื่อรักษาเสถียรภาพทั้งภายในประเทศและภายนอกประเทศดังกล่าว อาจสร้างความกดดันต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจและการจ้างงาน โดยเฉพาะถ้านโยบายการคลังมีความเข้มงวดตามไปด้วย ดังนั้นรัฐบาลจึงจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการคลังแบบผ่อนปรนเป็ นเหตุให้การใช้จ่ายภาครัฐขยายตัวสูงส่งผลให้ดุลการคลังขาดดุลรุนแรงขึ้น กอปรกับการขาดดุลการค้าได้เพิ่มสูงขึ้น ทำให้เกิดการสะสมภาระหนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นปัญหาต่อฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศ

---

[2] ระบบนี้แบ่งอัตราดอกเบี้ยมาตรฐานซึ่ง ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้แก่ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมโดยมีพันธบัตรรัฐบาลค้ำประกันเป็น 2 อัตรา คือ อัตราดอกเบี้ยสำหรับส่วนที่อยู่ในวงเงิน คือ ร้อยละ 1 ของยอดเงินฝากคงค้างของธนาคารพาณิชย์แต่ละธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยสำหรับส่วนที่เกินวงเงินซึ่งจะสูงกว่าอัตราแรก ธนาคารแห่งประเทศไทยได้คิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 12.5 ต่อปี สำหรับการกู้ยืมเงินภายในวงเงิน ส่วนการกู้ยืมเงินเกินจากวงเงินนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะคิดดอกเบี้ยในอัตราร้อยละ 14 ต่อปี ซึ่งต่อมาได้ปรับขึ้นเป็นร้อยละ 15 ต่อปี ตามการขยับตัวของอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศ ทั้งนี้เพื่อป้องกันมิให้ธนาคารพาณิชย์กู้ยืมเงินจากธนาคารแห่งประเทศไทยไปชำระเงินกู้ต่างประเทศ อันจะทำให้ภาวะเงินตึงตัวและเลวร้ายลงไปอีก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิกฤตการณ์ลดค่าเงินบาทครั้งที่ 1 และครั้งที่ 2 (พ.ศ.2524)

เกิดขึ้นจากค่าเงินดอลลาร์ สรอ. มีค่าแข็งขึ้นทำให้ค่าเงินบาทพุ่งสูงขึ้นตามเมื่อเทียบกับเงินสกุลสำคัญอื่นๆ โดยที่พื้นฐานเศรษฐกิจของประเทศไทยมิได้เอื้ออำนวยให้ค่าเงินบาทแข็งขึ้นอย่างแท้จริง ดังนั้นทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนต้องขายเงินดอลลาร์ สรอ. เป็นจำนวนมาก เนื่องจากธุรกิจการเงินการธนาคารขาดความมั่นใจในค่าเงินบาทประกอบกับอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นมากจนในบางขณะสูงกว่าเพดานอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศทำให้ขาดแรงจูงใจในการนำเงินทุนเข้าประเทศ ในทางตรงข้ามกลับมีการเร่งชำระเงินคืนหนี้ต่างประเทศมากขึ้นเพื่อลดภาระดอกเบี้ย ปัจจัยเหล่านี้ทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงจนใกล้ขีดอันตรายต่อเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ และด้วยสาเหตุดังกล่าวทำให้ในวันที่ 12 พฤษภาคม พ.ศ.2524 ทางการจึงประกาศลดค่าเงินบาทลงร้อยละ 1.07 เมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. จาก 20.775 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. เป็น 21 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. อย่างไรก็ตาม การปรับค่าเงินบาทในครั้งนี้มิได้ช่วยให้ความมั่นใจในค่าเงินบาทกระเตื้องขึ้นเพราะค่าเงินดอลลาร์ สรอ. ยังคงสูงขึ้นอีก และฐานะดุลการชำระเงินของไทยยังคงอ่อนแอเนื่องจากการขาดดุลการค้าที่ยังคงอยู่ในระดับสูงประกอบกับการนำเข้าเงินทุนอยู่ในระดับต่ำกว่าปกติทำให้ ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนต้องขายดอลลาร์ สรอ. เป็นจำนวนมากเป็นเวลาติดต่อกัน และเนื่องจากระบบอัตราแลกเปลี่ยน Daily Fixing ที่ใช้อยู่ในช่วงนั้นได้แสดงถึงปริมาณการซื้อขายประจำวันของทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนกับธนาคารพาณิชย์ชัดเจนจึงก่อให้เกิดการเก็งกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้นจนกระทั่งเงินสำรองระหว่างประเทศได้ลดลงเหลือเท่ากับค่าสินค้านำเข้า 3.3 เดือนในขณะนั้น

การลดค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. ในครั้งแรกนั้นไม่ได้ผลตามเป้าหมาย จึงได้ตัดสินใจลดค่าเงินบาทลงอีก 8.7% เมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. หรือจาก 21 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. เป็น 23 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. พร้อมทั้งยกเลิกระบบ Daily Fixing กลับมาใช้วิธีที่ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเป็นผู้กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแต่เพียงผู้เดียวเมื่อวันที่ 15 กรกฎาคม พ.ศ.2524 และเพื่อเสริมสร้างความมั่นใจในค่าเงินบาทเป็นการเพิ่มเติม ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนได้ซื้อขายเงินดอลลาร์ สรอ. กับธนาคารพาณิชย์โดยวิธี SWAP[3] ในอัตราที่ทุนรักษาระดับอัตราแลก

---

[3] การซื้อขายโดยวิธี SWAP คือ การซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศสกุลหนึ่งทันที ขณะเดียวกันก็ทำสัญญาขายหรือซื้อล่วงหน้าเงินสกุลเดียวกันนั้นในวันที่ตกลงกัน หรือการซื้อขายล่วงหน้าเงินตราสกุลหนึ่งพร้อมกับการขายหรือซื้อล่วงหน้าเงินสกุลนั้น โดยมีวันครบกำหนดส่งมอบเงินตามสัญญาต่างกัน

เปลี่ยนกำหนดระหว่างวันที่ 16 กันยายนถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2524 เพื่อประกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

ผลจากการลดค่าเงินบาทครั้งที่ 2 ทำให้ตลาดเงินตราต่างประเทศมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี พ.ศ.2524 การซื้อขายดอลลาร์ สรอ. ของทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนกลับสู่ภาวะปกติและเงินสำรองระหว่างประเทศมีระดับสูงขึ้น นอกจากนั้นมาตรการดังกล่าวยังมีผลกระตุ้นการส่งออก ชะลอการนำเข้า และดึงดูดเงินทุนนำเข้าภาคเอกชน ทำให้ดุลการค้าในปี พ.ศ.2524 ขาดดุลน้อยกว่าที่ประมาณการไว้แต่เดิม และรักษาระดับการเกินดุลการชำระเงินมิให้ต่ำลงมาก อีกทั้งยังมีผลช่วยผ่อนคลายความตึงตัวของภาวะการเงินลงด้วยเป็นอันมาก โดยที่ผลกระทบต่อระดับราคาไม่รุนแรงมากนัก อย่างไรก็ตามผลจากการลดค่าเงินบาทครั้งนี้เป็นผลเพียงชั่วคราวเท่านั้น เนื่องจากเป็นการปรับอัตราแลกเปลี่ยนโดยมิได้ปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้มีความยืดหยุ่น ดังนั้นเงินบาทจึงปรับค่าสูงขึ้นตามค่าดอลลาร์ สรอ. ที่โน้มสูงขึ้นในช่วงเวลาต่อมา

วิกฤตการณ์ลดค่าเงินบาท (2527)

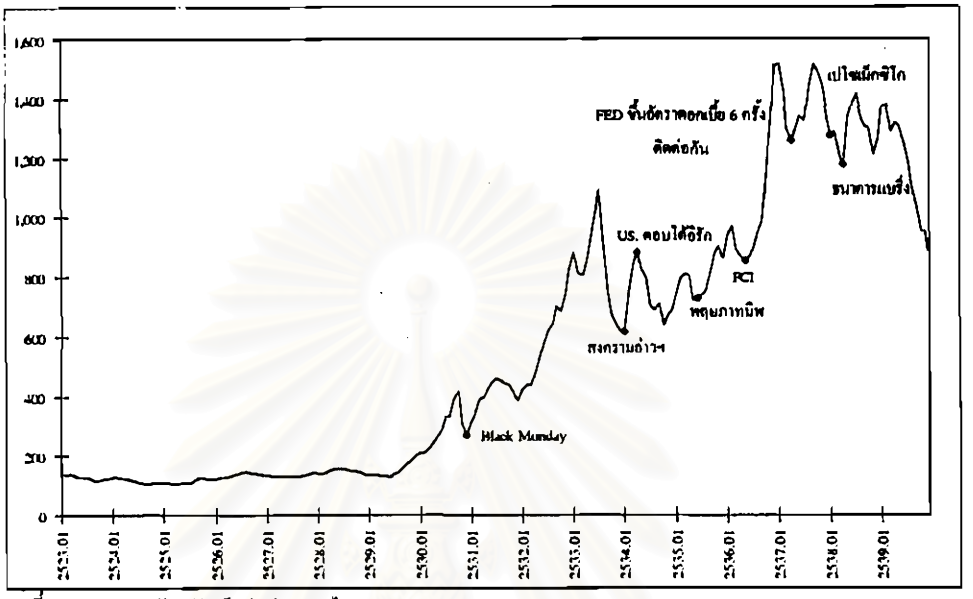
เนื่องจากการขยายตัวของอุปสงค์รวมในประเทศในช่วงปีพ.ศ.2526-2527 และปัญหาฐานะการคลังของรัฐบาล ทำให้ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดขาดเสถียรภาพ ดังนั้นในปี พ.ศ.2527 ทางการจึงจำเป็นต้องกลับมาใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดอีกครั้งหนึ่งด้วยมาตรการการควบคุมปริวรรตเงินตรา จากการควบคุมการเปิด L/C (Letter of Credit) เพื่อการนำเข้าสินค้าทุกประเภทยกเว้นน้ำมันและผลิตภัณฑ์น้ำมันภายในระยะ 1 ปี โดยขอความร่วมมือจากธนาคารพาณิชย์ตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2526 และขอให้เข้มงวดเป็นพิเศษสำหรับสินค้าอุปโภค และสินค้าฟุ่มเฟือย ต่อมาได้มีการขยายเวลาการควบคุมต่อจนถึง เดือนเมษายน พ.ศ.2528 นอกจากนี้ทางการยังได้ดำเนินมาตรการเสริมด้านการเงินในการควบคุมการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์โดยในช่วงต้นปี พ.ศ.2527 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ขอความร่วมมือจากธนาคารพาณิชย์ให้ปล่อยสินเชื่อภายในขอบเขตที่เหมาะสมไม่เกิน 18% ต่อปีโดยกำหนดเป้าหมายเป็น 2 ช่วงเวลา ครึ่งปีแรกให้เพิ่มได้ไม่เกินร้อยละ 9 และในครึ่งปีหลังอีกร้อยละ 9 ซึ่งเป็นอัตราที่ทางการเชื่อว่าพอเพียงที่จะควบคุมระดับการใช้จ่ายภาคเอกชน และช่วยชะลอการนำเข้าเพื่อลดการขาดดุลการค้า

อย่างไรก็ตาม การดำเนินมาตรการแก้ปัญหาการขาดดุลการค้าข้างต้นไม่ได้ผลเท่าที่ควร กล่าวคือ ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. ได้เพิ่มสูงขึ้นมาก ขณะที่อัตราดอกเบี้ยต่างประเทศยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง ค่าเงินบาทซึ่งผูกไว้กับค่าดอลลาร์ สรอ. ในอัตรา 23 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. มาตั้งแต่ปี พ.ศ.2524 จึงโน้มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับเงินสกุลสำคัญอื่นๆ ทำให้สินค้าออกของไทยมีราคาสูงขึ้นจนไม่สามารถแข่งขันในตลาดโลก ในขณะที่การนำเข้าสินค้าเข้าเพิ่มขึ้นจำนวนมากจึงจำเป็นต้องหันมาใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนเป็นเครื่องมือสำคัญ ดังนั้น ในวันที่ 2 พฤศจิกายน พ.ศ.2527 รัฐบาลจึงได้ประกาศปรับปรุงระบบการแลกเปลี่ยนเงินตรา ยกเลิกการผูกค่าเงินบาทไว้กับดอลลาร์ สรอ. และเปลี่ยนมาใช้ระบบที่ผูกค่าเงินบาทไว้กับกลุ่มเงินตราของประเทศคู่ค้าสำคัญ โดยให้ทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนเป็นผู้กำหนดอัตรากลางระหว่างการซื้อขายเงินดอลลาร์ สรอ. ของทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนกับธนาคารพาณิชย์ ทั้งนี้ เพื่อให้ค่าเงินบาทสามารถเคลื่อนไหวสอดคล้องกับอัตราแลกเปลี่ยนในต่างประเทศ พร้อมกันนั้นทางการได้กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างบาทต่อดอลลาร์ สรอ. ใหม่ในอัตรากลางที่อัตรา 27 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. เมื่อวันที่ 5 พฤศจิกายน พ.ศ.2527 ซึ่งมีผลให้ค่าเงินบาทมีค่าลดลงร้อยละ 14.8 เมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ.

จากที่ได้ทำการสรุปผลของการใช้นโยบายการเงินตามภาวะวิกฤตการณ์ข้างต้นแล้ว ผลที่เกิดขึ้นเป็นผลจากวิกฤตการณ์ที่ไม่ได้คาดการณ์ แต่ในการศึกษานี้ได้เน้นถึงผลของการคาดการณ์ของหน่วยเศรษฐกิจ จึงได้ทำการสรุปผลของวิกฤตการณ์ที่คาดการณ์ได้ด้วยอีกประเด็นหนึ่ง โดยพิจารณาจากถึงความอ่อนไหวของตลาดทุนในดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ในแผนภาพที่ 3.1 และอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ในแผนภาพที่ 3.2 ซึ่งจะนำมาสรุปตามวิกฤตการณ์ต่างๆ ที่ได้เคยกล่าวแล้วข้างต้นในตารางที่ 3.6

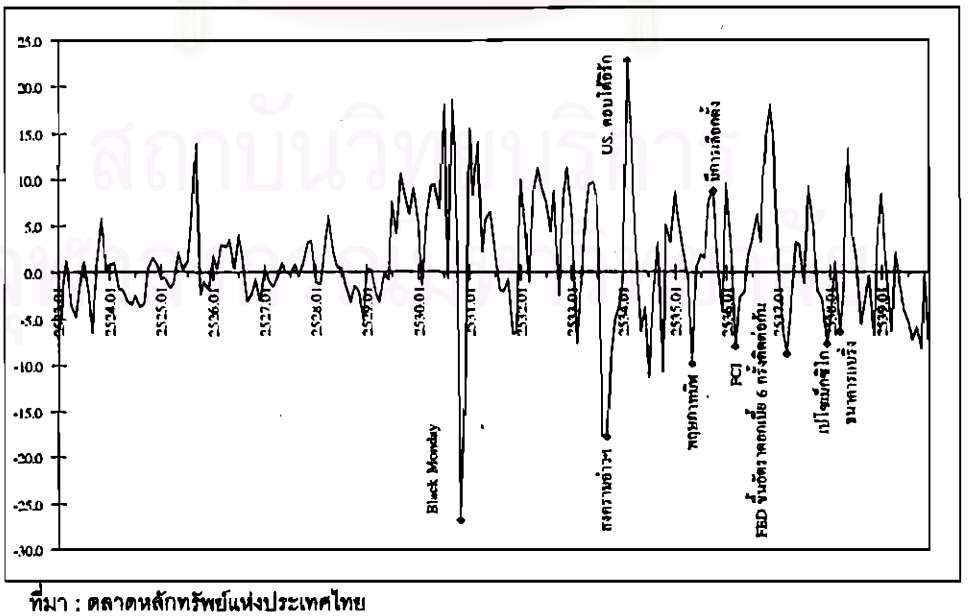
สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 3.1 แสดงจุดเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์ให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) มีการเคลื่อนไหว



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 3.2 แสดงจุดเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์ให้อัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหว



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 3.6 แสดงวิกฤตการณ์ (Shock) ที่คาดการณ์ได้ที่ส่งผลกระทบต่อประเทศไทย โดยมีสาเหตุมาจากทางด้านนโยบายหรือสถานการณ์ที่ผ่านมา

เวลา (เดือน/ปี)	วิกฤตการณ์	สาเหตุ	
		สถานการณ์	นโยบาย
ม.ค. 2534	สงครามอ่าวเปอร์เซีย (2)	✓	
ต.ค. 2535	พฤษภาทมิฬ (2)	✓	

ที่มา : รวบรวมจากการสรุปข่าว

จากตารางที่ 3.6 ได้แสดงสองวิกฤตการณ์ที่สามารถคาดการณ์ได้ โดยสาเหตุที่สรุปเช่นนี้เพราะวิกฤตการณ์ทั้ง 2 ได้พิจารณาว่าหลังจากเกิดเหตุการณ์นั้นผ่านมาแล้วได้มีเหตุการณ์ที่มีผลต่อเนื่อง คือ ในช่วงสงครามอ่าวเปอร์เซียประเทศสหรัฐอเมริกาได้ตอบโต้การโจมตีของอิรักทำให้เกิดการคาดการณ์ว่าสงครามจะยุติได้ในเร็ววัน ซึ่งอาจสังเกตได้ในอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์จากแผนภาพที่ 3.2 ที่มีการเพิ่มสูงขึ้นตอบรับจากสถานการณ์ดังกล่าว

3.2 นโยบายเพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ

ในการศึกษาความผันผวนและภาวะเศรษฐกิจควรที่จะมีการพิจารณาถึงนโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 แนวคิดใหญ่ๆ คือ แนวคิดที่ว่าควรมีการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเข้าแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจที่เกิดขึ้น และแนวคิดที่ว่าไม่ควรใช้นโยบายเศรษฐกิจเข้าแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ

1. การใช้นโยบายเศรษฐกิจเข้าแก้ปัญหา

แนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้มีความเห็นว่า เมื่อเกิดปัญหาความไม่มีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจขึ้น รัฐควรนำนโยบายเศรษฐกิจดุลพินิจ (Discretionary Policy) เพื่อให้เกิดผลในทิศทางที่หักล้างความแปรปรวนของภาวะเศรษฐกิจ (Counter-Cyclical Way) และถือว่าเป็นนโยบายที่จำเป็นต้องกระทำ เพราะว่าระบบเศรษฐกิจขาดเสถียรภาพภาวะเศรษฐกิจจึงไม่สามารถกลับคืนสู่ความมีเสถียรภาพได้ด้วยตนเอง การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบดุลพินิจนี้อาจจะเกิดขึ้นเป็นครั้งคราวในบางโอกาสเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงจากภายนอกอย่างรุนแรง ทำให้ภาวะเศรษฐกิจแปร

ปรวนไปอย่างรุนแรงด้วยหรืออาจจงใจดำเนินการบ่อยครั้งก็ได้ แม้ว่าจะมีความแปรปรวนของภาวะเศรษฐกิจต่างไปจากที่ควรจะเป็นเกิดขึ้นเพียงเล็กน้อย นั่นคือ รัฐใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบดุลพินิจเพื่อคอยปรับคลื่น (Fine Tuning) เศรษฐกิจอยู่ตลอดเวลาโดยการเข้าแทรกแซง (Intervention) ทางด้านอุปสงค์รวม นักเศรษฐศาสตร์ที่มีแนวคิดนี้ คือ เคนส์และนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มเคนส์

อย่างไรก็ตามในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจด้วยการดำเนินนโยบายแบบดุลพินิจในระยะสั้นขึ้นอยู่กับผู้วางนโยบายเศรษฐกิจต้องการรักษาเสถียรภาพของระดับรายได้ประชาชาติที่แท้จริงหรือต้องการรักษาเสถียรภาพของระดับราคาอย่างใดอย่างหนึ่งเพราะผลของการใช้นโยบายมีผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกัน จึงจำเป็นที่จะต้องเลือกและยอมรับกับความไม่มีเสถียรภาพของอีกเป้าหมาย ในระยะยาวการใช้นโยบายเศรษฐกิจดังกล่าวจะช่วยแก้ปัญหาเศรษฐกิจได้มากน้อยแค่ใดขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง เช่น ระยะเวลาที่เหมาะสมในการเข้าแทรกแซงซึ่งก่อให้เกิดความล่าช้า ขนาดของการแทรกแซง ความสามารถในการพยากรณ์เศรษฐกิจอย่างแม่นยำ ฯ จากสาเหตุที่ยกมาข้างต้นทำให้มีนักเศรษฐศาสตร์บางกลุ่มไม่เห็นด้วยกับการใช้นโยบายแทรกแซง เพราะจะยิ่งทำให้เกิดความไม่มีเสถียรภาพมากขึ้นจึงได้มีแนวคิดในการที่จะให้ผู้รับผิดชอบทางเศรษฐกิจปล่อยให้การปรับตัวเกิดขึ้นเองตามภาวะกลไกตลาด และควรดำเนินนโยบายเศรษฐกิจไปตามกฎเกณฑ์ที่วางไว้

ผลของความล่าช้าที่มีต่อประสิทธิภาพของนโยบายเศรษฐกิจ

ปัจจัยที่มีความสำคัญต่อประสิทธิภาพของนโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญ คือ ความเหมาะสมของระยะเวลาในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ ถ้าหากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจได้จังหวะเวลาที่เหมาะสม การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจก็จะสามารถบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้เป็นอย่างดี ในกรณีตรงกันข้ามถ้าระยะเวลาการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจไม่เหมาะสมอาจจะซ้ำเติมปัญหาทางเศรษฐกิจให้ยิ่งเลวร้ายลงก็เป็นได้ ซึ่งความล่าช้าทางด้านเวลาแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ ส่วนหนึ่งเป็นความล่าช้าภายใน (Inside Lag) และความล่าช้าภายนอก (Outside Lag)

1) *ความล่าช้าภายใน (Inside Lag)* หมายถึง ระยะเวลาช่วงก่อนหน้าการปฏิบัติมาตรการของนโยบายเศรษฐกิจซึ่งสามารถแบ่งออกเป็น ความล่าช้าในการตระหนักถึงปัญหา (Recognition Lag) ความล่าช้าในการตัดสินใจ (Decision Lag) และความล่าช้าในการบริหาร (Administrative Lag) หรือการปฏิบัติมาตรการของนโยบาย (Action Lag)

2) *ความล่าช้าภายนอก (Outside Lag)* หมายถึง ระยะเวลาที่การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจจะทำให้เกิดผลต่อเป้าหมายที่กำหนดไว้ ซึ่งความล่าช้าดังกล่าวแบ่งย่อยออกได้เป็น 2 ช่วง คือ ระยะเวลาที่การดำเนินมาตรการจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อตัวแปรที่ต้องการ และระยะเวลาที่การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรจะกระทบเป้าหมายขั้นสุดท้ายที่ต้องการ

2. การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจตามกฎเกณฑ์

เป็นแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มสำนักการเงินนิยมและนักเศรษฐศาสตร์กลุ่มสำนักคลาสสิกใหม่ และมีความเชื่อว่าระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพ ควรปล่อยให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวไปตามกลไกตลาดโดยอาศัยพลังของภาคเอกชน ซึ่งเป็นรากฐานสำคัญมาจากแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิกที่มีความเห็นว่า กลไกตลาดมีประสิทธิภาพทำให้เกิดความสมดุลที่มีเสถียรภาพขึ้นในระบบเศรษฐกิจ

ตามแนวคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงินนิยมเห็นว่า ในระยะสั้น เมื่อระบบเศรษฐกิจยังมีการว่างงานอยู่การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว จะทำให้ระดับรายได้ประชาชาติที่แท้จริงและระดับราคาสูงขึ้น แต่ในระยะยาวเมื่อระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะการจ้างงานเต็มที่แล้ว การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัวจะทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ดังนั้นนโยบายในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจก็คือ ธนาคารกลางควรดำเนินนโยบายการเงินโดยดูแลให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นในอัตราคงที่ซึ่งเป็นแนวคิดของฟรีดแมน (Friedman) และมีความเห็นว่าการที่ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นในแต่ละงวดเวลาในอัตราคงที่จะมีส่วนสำคัญในการหลีกเลี่ยงปัญหาเงินเฟ้อและเงินฝืดในระบบเศรษฐกิจได้โดยอัตโนมัติ และกฎเกณฑ์ที่ดีในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ คือ การกำหนดให้อัตราการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินเท่ากับอัตราการเพิ่มขึ้นของระดับรายได้ประชาชาติที่แท้จริง เพื่อให้อัตราเงินเฟ้อเท่ากับศูนย์

อย่างไรก็ตาม เมื่อถึงระยะที่ระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะการจ้างงานเต็มที่ ระดับรายได้ประชาชาติที่แท้จริงไม่สามารถเพิ่มขึ้นได้อีก นั่นคือ อัตราการเพิ่มขึ้นของระดับรายได้ประชาชาติที่แท้จริงเท่ากับศูนย์ ดังนั้น ธนาคารกลางต้องดูแลให้อัตราการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินเท่ากับศูนย์ด้วยเช่นกัน และเมื่อปริมาณเงินของประเทศคงเดิม ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพคงเดิม ทำให้ปริมาณพันธบัตรที่ออกขายในตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลง แสดงว่ารัฐไม่ต้องแสวงหาเงินมาใช้จ่ายเพิ่มเติมเพื่อออกพันธบัตรใหม่ รายรับจากภาษีสามารถชดเชยกับรายจ่ายของรัฐได้อย่างเพียงพอ หมายความว่างบประมาณของรัฐเป็นงบประมาณแบบสมดุล ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าเมื่อระบบเศรษฐกิจอยู่ในภาวะการจ้างงานเต็มที่แล้ว การปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ทางการเงินที่วางไว้นี้จะมีผลทำให้นโยบายการคลังเป็นนโยบายแบบงบประมาณสมดุล จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้นโยบายการคลังแบบดุลพินิจตามแนวคิดของเคนส์

เหตุผลสำคัญที่ทำให้นักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงินไม่เห็นความจำเป็นของการใช้นโยบายการคลังแบบดุลพินิจเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ คือ

1) นักเศรษฐศาสตร์สำนักการเงินเชื่อว่าความสัมพันธ์เชิงพฤติกรรม (Behavioural Relationships) ต่างๆ เป็นความสัมพันธ์ในระยะยาว ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในระยะสั้นจึงไม่กระทบต่อความสัมพันธ์ในระยะยาว

2) ในระบบเศรษฐกิจได้มีปัจจัยที่ทำให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยอัตโนมัติ (Automatic Stabilizers) อยู่แล้ว ซึ่งปัจจัยที่ทำให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยอัตโนมัติจะช่วยลดความแปรปรวนทางเศรษฐกิจ โดยจะทำให้เกิดผลกระทบในทิศทางที่จะชดเชยการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์รวมมิให้เพิ่มขึ้นหรือลดลงมากเกินไปในช่วงที่ระบบเศรษฐกิจรุ่งเรืองหรือซบเซาตามลำดับ ซึ่งปัจจัยเหล่านั้น ได้แก่ การจัดเก็บภาษีในอัตราก้าวหน้า ระบบเงินประกันการว่างงาน โครงการพยุงราคาสินค้าเกษตรกรรม และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในอัตราคงที่ เป็นต้น ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยที่ช่วยทำให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจโดยปราศจากการแทรกแซงของรัฐหรือธนาคารกลาง ดังนั้นจึงไม่มีเรื่องความล่าช้าภายในที่เกิดจากการดำเนินนโยบายเข้ามาเกี่ยวข้อง และยังมีผลทำให้ค่าตัวทวีของระบบเศรษฐกิจมีค่าค่อนข้างต่ำ

ตามแนวความคิดของนักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิกใหม่มีความเห็นว่า การใช้นโยบายเศรษฐกิจแบบดุลพินิจเพื่อการจัดการทางด้านอุปสงค์รวมนั้นจะไม่บังเกิดผล เพราะเมื่อผู้รับผิดชอบทางเศรษฐกิจดำเนินนโยบายแบบดุลพินิจ แต่ถ้าหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ได้คาดคะเนอย่างมีเหตุผลหรือคาดการณ์อย่างสมเหตุสมผลว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจเกิดขึ้น และคาดการณ์ได้ว่าจะก่อให้เกิดผลกระทบอย่างไรแล้วทำให้เกิดการปรับตัวของหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ซึ่งในที่สุดแล้วก็จะไม่มีผลทำให้ระดับรายได้ประชาชาติที่แท้จริงหรือระดับการจ้างงานเปลี่ยนแปลงไป นักเศรษฐศาสตร์สำนักคลาสสิกใหม่จึงไม่เห็นด้วยกับการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบดุลพินิจและมีความเห็นว่ารัฐหรือธนาคารกลางไม่ควรเข้าแทรกแซงการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจของภาคเอกชนเพราะภาคเอกชนค่อนข้างมีเสถียรภาพ เนื่องจากได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างสมบูรณ์และกลไกตลาดสามารถปรับตัวได้อย่างรวดเร็ว

จากแนวคิดทางทฤษฎี ในการใช้นโยบายเพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น จะพบว่ามีจุดอ่อนบางจุดที่มีส่วนทำให้การใช้นโยบายการเงินการคลังมีประสิทธิภาพลดน้อยลง เช่น มีความล่าช้าทางด้านเวลาในการกำหนดนโยบายของภาครัฐ และการที่หน่วยเศรษฐกิจมีลักษณะของการคาดการณ์ล่วงหน้าถึงการกำหนดนโยบายของรัฐได้อย่างถูกต้อง เป็นต้น ซึ่งจากปัจจัยเหล่านี้นั้นทำให้การกำหนดนโยบายของภาครัฐที่จะรักษาอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจมีความยากลำบากมากยิ่งขึ้น ดังนั้นการศึกษาถึงผลกระทบต่างๆ ที่เกิดขึ้นและมีผลให้นโยบายการเงินการคลังขาดประสิทธิภาพจึงมีความสำคัญ

ในประเด็นของการศึกษานี้ได้เน้นการศึกษาเฉพาะเรื่องพฤติกรรมของความต้องการถือเงิน ฉะนั้นจึงได้พิจารณาให้ความสำคัญกับการมีส่วนร่วมของหน่วยเศรษฐกิจ โดยมีลักษณะของการคาดการณ์ต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญ และมีอิทธิพลต่อการกำหนดพฤติกรรมการจัดสรรการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจถึงผลกระทบต่างๆ ที่เกิดขึ้น และส่งผลต่อความมีประสิทธิภาพของนโยบาย โดยพิจารณาจากวิกฤตการณ์หรือปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงความต้องการถือเงิน ซึ่งจะได้กล่าวในหัวข้อถัดไป

3.3 ปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีผลกระทบต่อความต้องการถือเงิน

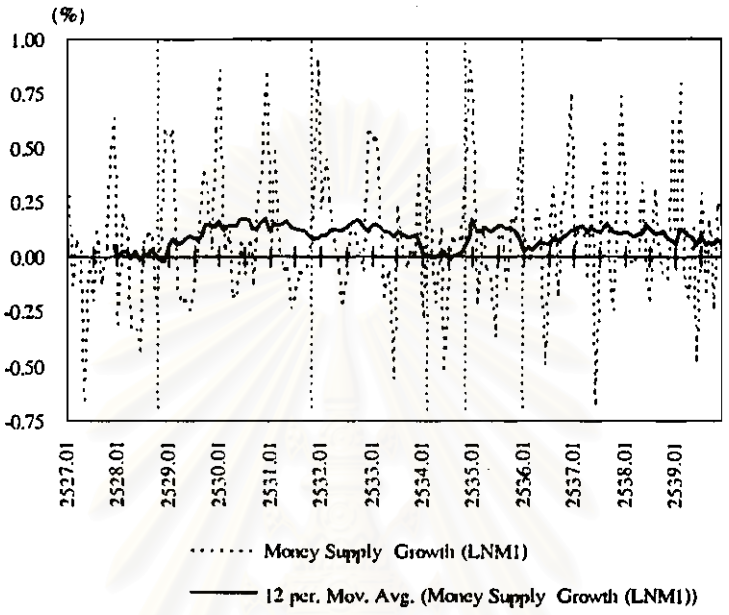
ผลกระทบของปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีผลต่อความต้องการถือเงิน โดยจะพิจารณาเฉพาะตัวแปรที่เป็นตัวกำหนดความต้องการถือเงิน ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน และอัตราผลตอบแทนดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ดังแสดงในแผนภาพที่ 3.4-3.8 เปรียบเทียบกับอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในความหมายแคบและความหมายกว้าง ในแผนภาพที่ 3.3 (ก) และ (ข) ตามลำดับ

ด้วยความจำเป็นที่จะต้องใช้อัตราการขยายตัวของปริมาณเงินของทั้ง 2 ความหมาย เป็นตัวแปรอธิบายเปรียบเทียบถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจ เนื่องมาจากลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรปริมาณเงินทั้งสองความหมายมักจะมีลักษณะที่เพิ่มขึ้นตลอดเวลา จึงทำให้ไม่สามารถที่จะบอกถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ได้อย่างชัดเจน ซึ่งได้แสดงไว้ในภาคผนวก ข. ตารางที่ ข1. และ ข2.

ดังนั้นการพิจารณาอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินทั้งในความหมายแคบและความหมายกว้าง สามารถที่จะแสดงการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการจัดสรรการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจเมื่อภาวะเศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้น ดังเช่นในแผนภาพที่ 3.3 (ก) และ (ข) แสดงค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือนข้างหน้าของปริมาณเงินความหมายแคบ (M1) ที่เป็นปัจจัยชี้การขยายตัวของปริมาณเงินที่ใช้หมุนเวียนในระบบเพื่อการจับจ่ายใช้สอย และปริมาณเงินความหมายกว้าง (M2) เป็นตัวชี้ภาวะความจำเริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ตามลำดับ

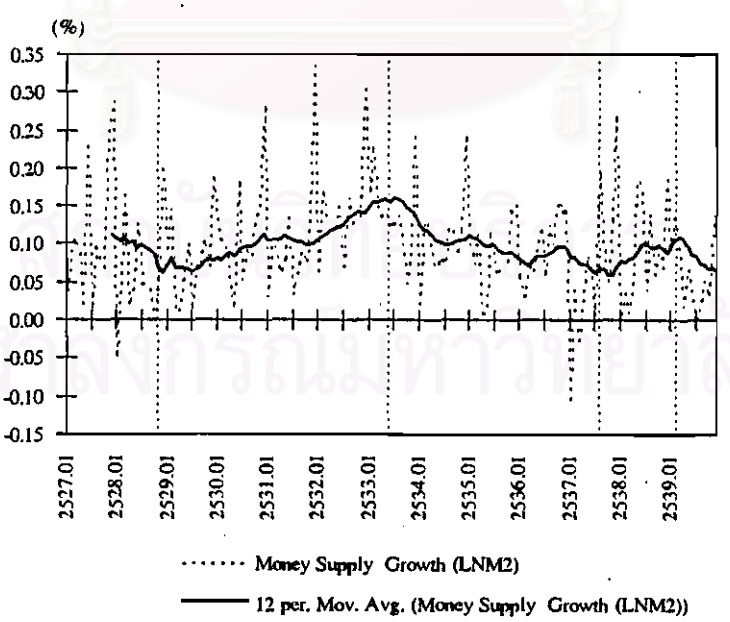
เมื่อพิจารณาแผนภาพด้วยค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือนข้างหน้า พบอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในความหมายแคบ (M1) ในปีพ.ศ.2528 มีอัตราการขยายตัวที่คงที่ ซึ่งเป็นผลกระทบต่อเนื่องมาจากการประกาศใช้นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนแบบสูตรตระกร้าเงินของในปีพ.ศ.2527 และการขาดดุลการคลังของภาครัฐ ฉะนั้นรัฐบาลจึงได้มีการตัดลดงบประมาณแผ่นดิน จึงทำให้ไม่มีการขยายตัวของปริมาณเงินในความหมายแคบ (M1) ซึ่งเป็นการแสดงถึงหน่วยเศรษฐกิจลดการใช้จ่ายลงนั่นเอง และในปี พ.ศ.2534 มีอัตราการขยายตัวในอัตราที่ลดลงโดยฉับพลันโดยเป็นผลกระทบของสงครามอ่าวเปอร์เซีย ที่มีผลต่อต้นทุนราคาน้ำมันภายในประเทศ ซึ่งเป็นสาเหตุต่อการจัดสรรความต้องการถือเงินในปริมาณเงินความหมายแคบ

แผนภาพที่ 3.3 แสดงอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในความหมายแคบและกว้าง ในช่วงที่ผ่านมาของประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 (ค.ศ.1984-1996)



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

(ก)



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

(ข)

ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจแต่ละช่วงก็มีอัตราการขยายตัวที่สูงขึ้น และการขยายตัวในอัตราที่ลดลงตามผลของนโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เช่น ในช่วงปี พ.ศ.2529 ถึง พ.ศ.2531 มีอัตราที่เพิ่มขึ้นโดยตลอด ส่วนในปี พ.ศ.2532 ถึง พ.ศ.2533 มีอัตราการขยายตัวในอัตราที่ลดลง และสำหรับในช่วงปลายปี พ.ศ.2534 ต่อช่วงต้นปี พ.ศ.2535 เป็นการฟื้นตัวจากภาวะสงครามในตะวันออกกลางทำให้ในช่วงแรกมีการขยายตัวในอัตราที่สูงมาก ซึ่งหลังจากนั้นภาวะเศรษฐกิจก็มีอัตราขยายตัวที่ค่อนข้างคงที่

เมื่อพิจารณาตามแผนภาพที่ 3.3 (ข) จะเห็นว่าได้มีการแบ่งช่วงๆ โดยแบ่งตามอัตราการขยายตัวของค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือนข้างหน้าเป็นเกณฑ์ ได้ออกเป็น 5 ช่วงเวลา คือ ในช่วงแรกเป็นช่วงที่มีอัตราการขยายตัวในอัตราที่ลดลงตามผลกระทบของการใช้นโยบายเปลี่ยนแปลงสูตรตระกร้าเงินอัตราแลกเปลี่ยนที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้น ในช่วงที่ 2 อยู่ในช่วงที่มีการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์ต่างๆ เช่น สงครามอ่าวเปอร์เซียในปี พ.ศ.2533-34 วิกฤตกาณ์บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ FCI ในต้นปี พ.ศ.2536 และวิกฤตการณ์เงินเปโซเม็กซิโก (Tequila Effect) เมื่อปลายปี พ.ศ.2537 จึงทำให้เศรษฐกิจมีอัตราขยายตัวในอัตราที่ลดลง ดังนั้นอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินในความหมายกว้างจึงมีอัตราเติบโตในขนาดที่ลดลงด้วยเช่นกัน

สำหรับในปี พ.ศ.2538 พบว่ามีการขยายตัวสูงขึ้นของปริมาณเงินความหมายกว้าง ซึ่งเป็นผลจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ผ่านมา แต่แล้วในปี พ.ศ.2539 อัตราการขยายตัวก็เริ่มมีอัตราขยายตัวในอัตราที่ลดลงอย่างรวดเร็ว เนื่องจากในปีนั้นอัตราการส่งออกมีอัตราการขยายตัวในอัตราที่ลดลงอย่างมากโดยเปลี่ยนแปลงจาก 23.62% ในปีพ.ศ.2538 เป็น 0.41% ในปี พ.ศ.2539 ซึ่งส่งผลต่อความต้องการถือเงินบาทเทียบกับเงินตราต่างประเทศลดลง

จากการพิจารณาในปริมาณเงินทั้ง 2 ความหมายแล้วข้างต้น จะพบการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเจริญเติบโตเมื่อเกิดภาวะวิกฤตการณ์ ซึ่งจะนำมาเปรียบเทียบกับปัจจัยกำหนดที่ไม่ได้คาดการณ์ $\left[X_t'' \equiv \left(X_t - X_t^e\right)\right]$ ของความต้องการถือเงิน ด้วยการพิจารณาผลการเคลื่อนไหวของค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือนข้างหน้าของความแตกต่างของค่าจริงที่เกิดขึ้น $\left(X_t\right)$ กับค่าที่คาดการณ์ได้ $\left(X_t^e\right)$ ของหน่วยเศรษฐกิจ โดยที่ X คือ ปัจจัยที่กำหนดความต้องการถือเงิน ซึ่งสามารถที่จะสรุปได้ออกเป็น 3 แนวทาง ดังนี้

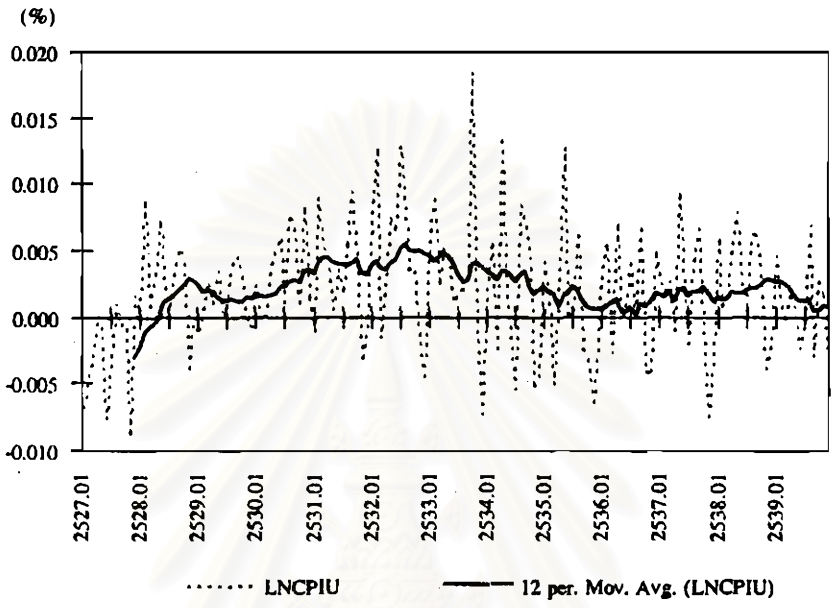
กรณีที่ 1 $X_t > X_t^e$ คือ เป็นกรณีที่ค่าจริงที่เกิดขึ้นมีค่า *มากกว่า* ค่าที่หน่วยเศรษฐกิจได้คาดการณ์ไว้ หรือหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ *ต่ำกว่า* ความเป็นจริง (Underestimation) ดังนั้นค่าของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์จะมีค่า *มากกว่าศูนย์* ซึ่งสามารถแสดงถึงความผิดปรกติของการคาดการณ์ของบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจในระบบที่มีต่อปัจจัยต่างๆ โดยขนาดของค่าความผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากการคาดการณ์ อาจเป็นผลมาจากผลกระทบของวิกฤตการณ์ที่ทำให้ค่าจริงที่เกิดขึ้นมีขนาดใหญ่มากกว่าค่าที่เกิดขึ้นจากการคาดการณ์โดยใช้ฐานข้อมูลที่มีอยู่ในอดีต ดังนั้นหากต้องการสรุปถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น คงจะต้องพิจารณาโดยเน้นเฉพาะค่าของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีค่ามากกว่าศูนย์ และมีการเพิ่มขึ้นของขนาดของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีใหญ่ผิดปรกติเท่านั้น จึงจะสามารถสรุปว่าเป็นผลของวิกฤตการณ์ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจในห้วงเวลาขณะใดขณะหนึ่ง

กรณีที่ 2 $X_t = X_t^e$ คือ เป็นกรณีที่ค่าจริงที่เกิดขึ้นมีค่า *เท่ากับ* ค่าที่หน่วยเศรษฐกิจได้คาดการณ์ไว้ หรือหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ได้ *ถูกต้อง* แม่นยำ ดังนั้นค่าของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์จะมีค่า *เท่ากับศูนย์*

กรณีที่ 3 $X_t < X_t^e$ คือ เป็นกรณีที่ค่าจริงที่เกิดขึ้นมีค่า *น้อยกว่า* ค่าที่หน่วยเศรษฐกิจได้คาดการณ์ไว้ หรือหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ *สูงกว่า* ความเป็นจริง (Overestimation) ดังนั้นค่าของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์จะมีค่า *น้อยกว่าศูนย์* ซึ่งสามารถแสดงถึงความผิดปรกติของการคาดการณ์ของบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจในระบบที่มีต่อปัจจัยต่างๆ โดยขนาดของค่าความผิดพลาดที่เกิดขึ้นจากการคาดการณ์ ซึ่งอาจเป็นผลมาจากผลกระทบต่อเนื่องของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น ทำให้ค่าที่ได้จากการคาดการณ์โดยใช้ฐานข้อมูลที่มีอยู่ในอดีตเป็นหลักมีขนาดที่ใหญ่มากกว่าค่าจริงที่เกิดขึ้น หรืออาจหมายความว่าหน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ถึงผลกระทบในระยะสั้นหรือระยะปานกลางที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

ประเด็นกรอบแนวความคิดข้างต้นทั้ง 3 กรณี สามารถใช้เป็นเครื่องชี้หนึ่งที่มีต่อปัจจัยที่จะนำมาวิเคราะห์ถึงผลจากวิกฤตการณ์ที่มีต่อปัจจัยความต้องการถือเงินของประเทศไทยในช่วงเวลาที่ผ่านมาได้ตามแผนภาพที่ 3.4-3.8 ดังต่อไปนี้

แผนภาพที่ 3.4 แสดงดัชนีราคาผู้บริโภคที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงที่ผ่านมาของประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 (ค.ศ.1984-1996)



ที่มา : จากการประมาณและการคำนวณ

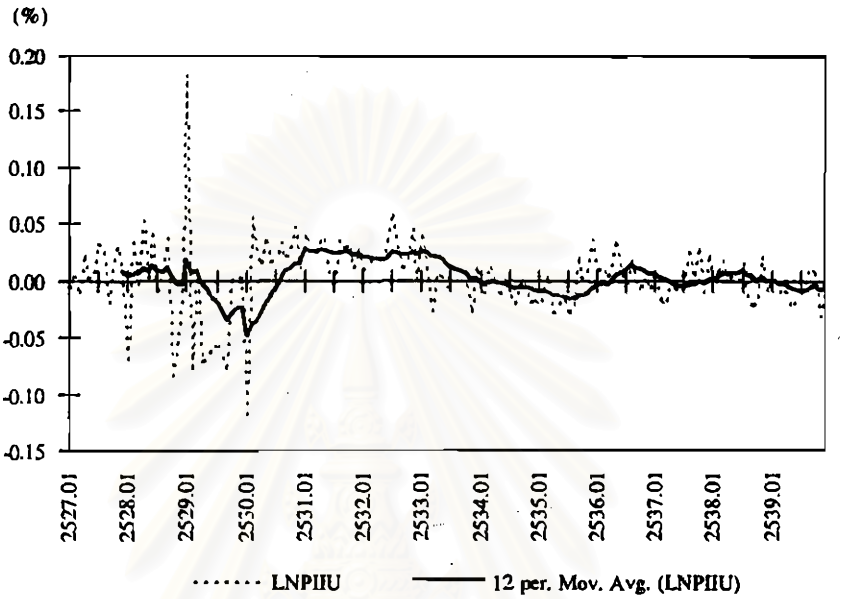
จากแผนภาพที่ 3.4 เป็นการแกว่งตัวของระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ $\left(LNCPI_t^u\right)$ ซึ่งสามารถพิจารณาการแกว่งตัวได้จากการเคลื่อนไหวของค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งสามารถสังเกตได้ว่าระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์มีการแกว่งตัวในช่วงแคบๆ ประมาณ ±0.005% ตลอดช่วงการวิเคราะห์ปี พ.ศ.2527-2539 และพบว่าในช่วงก่อนปี พ.ศ.2528 นั้น หน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์สูงกว่าความเป็นจริงมาก (Overestimation) คือ ในระดับราคาที่คาดการณ์ได้ $\left(LNCPI_t^e\right)$ มีค่าสูงกว่าระดับราคาที่เป็นค่าจริงที่เกิดขึ้น $\left(LNCPI_t\right)$ ในระบบเศรษฐกิจ หรือระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าน้อยกว่าศูนย์ หรือมีเครื่องหมายเป็นลบ (-) และเป็นสาเหตุมาจากผลกระทบต่อเนื่องของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น ทำให้ค่าที่ได้จากการคาดการณ์โดยใช้ฐานข้อมูลที่มีอยู่ในอดีตเป็นหลักมีขนาดที่ใหญ่มากกว่าค่าจริงที่เกิดขึ้น ซึ่งเป็นผลกระทบมาจากการวิกฤตการณ์การลดค่าเงินบาทในปี พ.ศ.2527

ในระยะต่อมาหลังปี พ.ศ.2528 ถึง พ.ศ.2539 มีลักษณะของการคาดการณ์ที่ต่ำกว่าค่าจริงที่เกิดขึ้น (Underestimation) คือ ในระดับราคาที่คาดการณ์ได้ $\left(LNCPI_t^e\right)$ มีค่าต่ำกว่าระดับราคาที่เป็นค่าจริงที่เกิดขึ้น $\left(LNCPI_t\right)$ ในระบบเศรษฐกิจ หรือระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่ามากกว่าศูนย์ หรือมีเครื่องหมายเป็นบวก (+) แต่จากเงื่อนไขการพิจารณาตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ให้เน้นเฉพาะค่าของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์ที่มีขนาดใหญ่ผิดปรกติเท่านั้นมาพิจารณา ดังนั้นในปัจจัยของระดับราคานี้จึงพบขนาดของความแตกต่างของการคาดการณ์ที่เกิดขึ้นและมีขนาดใหญ่มากในปี พ.ศ.2533 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ของสงครามอ่าวเปอร์เซียขึ้น โดยมีผลทำให้การส่งออกโดยรวมลดลงบางส่วนและน้ำมันซึ่งเป็นสินค้าที่มีการนำเข้ามาจากประเทศแถบตะวันออกกลางมีราคาสูงขึ้น ซึ่งส่งผลต่อระดับราคาสินค้าภายในประเทศโดยรวมสูงขึ้นและมีขนาดที่มากกว่าระดับที่มีการคาดการณ์ไว้ก่อนล่วงหน้า

อย่างไรก็ตามในช่วงเดียวกันนี้ มีระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ ที่มีค่าน้อยมากจนเกือบเป็นศูนย์ในช่วงปีกลาง พ.ศ.2536 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการอนุญาตให้ดำเนินธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ (BIBF) ได้ ซึ่งถือว่าเป็นข่าวที่ดีจึงมีผลให้ขนาดของความแตกต่างของระดับราคามีขนาดเล็กลงตามลำดับ ตามแนวโน้มตั้งแต่มีการอนุมัติประกาศให้มีการดำเนินกิจการ BIBF ในปี พ.ศ.2535 เป็นต้นมา

จากผลการพิจารณาค่าที่ไม่ได้คาดการณ์ข้างต้นนั้น เป็นการวิเคราะห์ตัวแปรดัชนีราคาผู้บริโภคซึ่งเป็นตัวแทนของระดับราคาที่เป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดพฤติกรรมที่มีต่อความต้องการถือเงินเท่านั้น ดังนั้นวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นจึงเป็นเพียงผลกระทบเฉพาะปัจจัยด้วย ซึ่งก็จะแตกต่างกันไปในแต่ละปัจจัยของระดับรายได้ที่มีดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแทน และผลตอบแทนของการถือเงินในระยะสั้นและระยะยาวจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน ตามลำดับ ซึ่งรวมถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หรือหุ้น ได้ในแผนภาพต่อไป โดยมีลักษณะการวิเคราะห์ตามที่กล่าวมาแล้ว

แผนภาพที่ 3.5 แสดงดัชนีการลงทุนภาคเอกชนที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงที่ผ่านมาของประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 (ค.ศ.1984-1996)

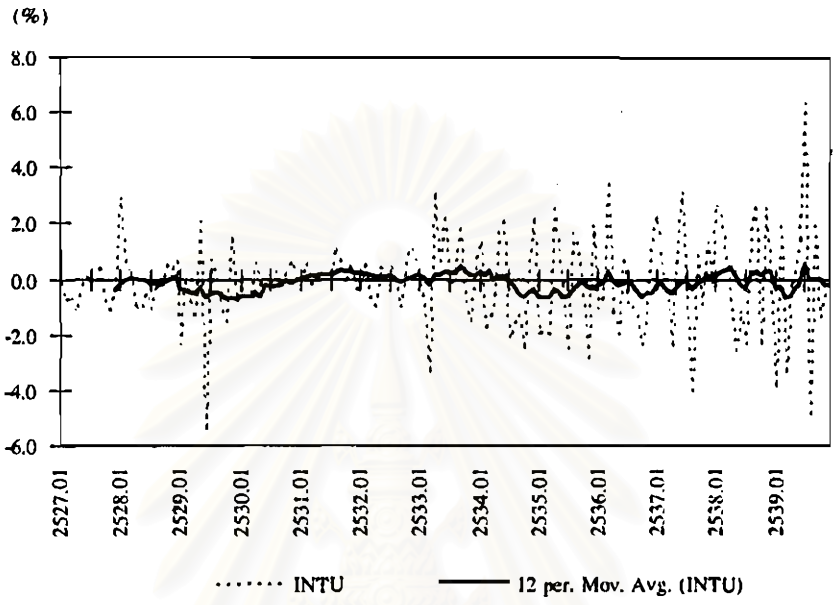


ที่มา : จากการประมาณและการคำนวณ

ในการศึกษานี้ ได้กำหนดใช้ค่าดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแทนของระดับรายได้ที่มีอิทธิพลต่อความต้องการถือเงิน ซึ่งจะสะท้อนการเคลื่อนไหวการลงทุนในภาคเศรษฐกิจที่สำคัญ ดังนั้นเมื่อภาวะเศรษฐกิจของประเทศมีอัตราการขยายตัวสูงขึ้น ค่าดัชนีดังกล่าวก็จะเคลื่อนตัวสูงขึ้นด้วย และในทางตรงกันข้าม หากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจขยายตัวในอัตราที่ลดลงหรือในอัตราที่น้อยลงก็ตาม ก็ส่งผลให้ดัชนีนั้นมีค่าที่เคลื่อนตัวในทิศทางขยายตัวลดลงด้วยเช่นกัน

ตามแผนภาพที่ 3.5 พบว่ามีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง ±0.05% โดยตลอดช่วงของระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าโดยเฉลี่ยเข้าใกล้ศูนย์ และในช่วงปี พ.ศ.2529 มีเหตุการณ์การขาดดุลการคลังของภาครัฐอย่างมาก จึงมีการใช้นโยบายการคลังแบบหดตัวด้วยการตัดงบประมาณรายจ่ายลงและขะลอเงินลงทุนของภาครัฐที่ไม่จำเป็น ซึ่งส่งผลให้หน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ถึงระดับรายได้ที่จะได้รับในอนาคตลดลงในขนาดสูง ยังผลให้ผลต่างของระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์มีค่าน้อยกว่าศูนย์และมีขนาดของผลต่างขนาดใหญ่ แสดงว่าหน่วยเศรษฐกิจได้คาดการณ์สูงกว่าความเป็นจริงมาก

แผนภาพที่ 3.6 แสดงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ในช่วงที่ผ่านมาของประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 (ค.ศ.1984-1996)

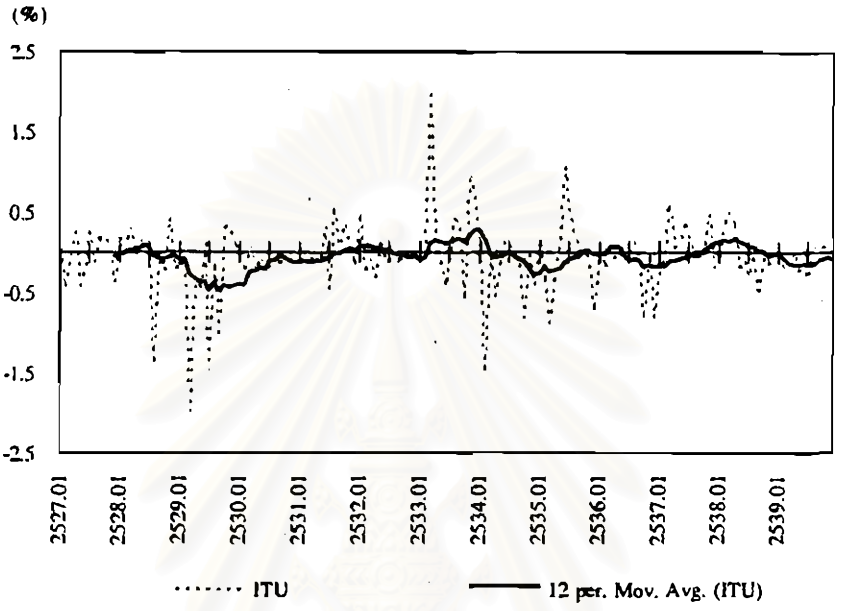


ที่มา : จากการประมาณและการคำนวณ

ในแผนภาพที่ 3.6 แสดงผลของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ได้คาดการณ์ พบว่ามีการแกว่งตัวค่อนข้างสูงมาก ซึ่งเป็นการแสดงถึงความอ่อนไหวที่มีต่อหน่วยเศรษฐกิจมาก โดยเฉพาะหลังจากที่มีการเปิดเสรีทางการเงินอย่างเป็นทางการแล้วความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวมีค่ามากขึ้นและผันผวนเป็นอย่างมาก ซึ่งบอกถึงความสามารถของการคาดการณ์ของหน่วยเศรษฐกิจที่ไม่ถูกต้อง และเมื่อพิจารณาจากผลสรุปของความยาวล่าช้าที่ได้ทดสอบไว้ในบทที่ 5 จะพบว่าหลังจากมีการเปิดเสรีทางการเงินแล้วมีความยาวของความล่าช้าเพียง 1 เดือน จึงอาจสรุปได้ถึงความสัมพันธ์แบบตัวแปรสุ่ม (Random Walk) ของตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ของไทย

จากรูปแบบการแกว่งตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ได้คาดการณ์ในแผนภาพคาดว่าน่าจะมีการแกว่งตัวที่เพิ่มขึ้นอีก เนื่องจากว่าระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยเริ่มที่จะเปิดประเทศมากขึ้น ตามเงื่อนไขการเปิดเสรีบริการทางธนาคารและสถาบันการเงินของ WTO ซึ่งจะมีผลให้เกิดความเชื่อมโยงทางการเงินกับประเทศต่างๆ อันเป็นสาเหตุให้เกิดผลกระทบต่อประเทศไทยเมื่อมีวิกฤตการณ์เกิดขึ้น

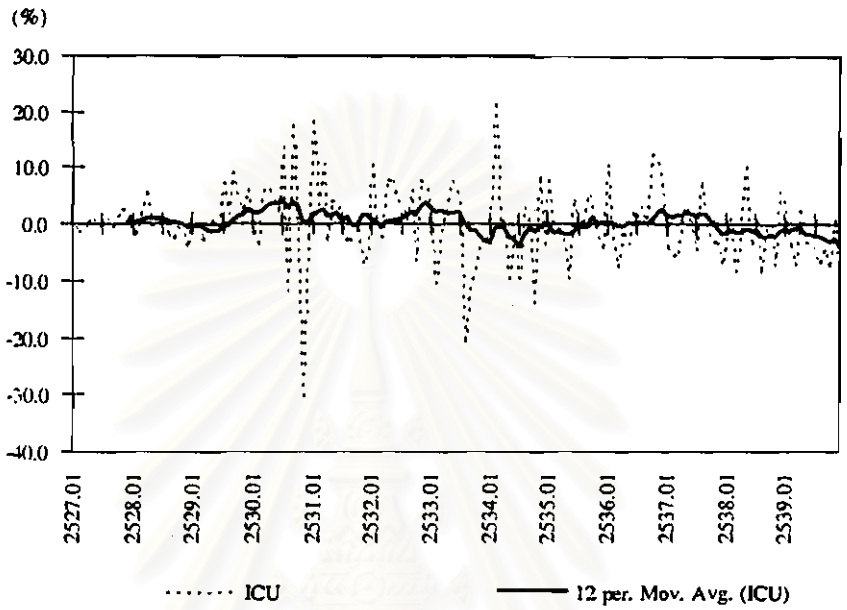
แผนภาพที่ 3.7 แสดงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงที่ผ่านมาของประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 (ค.ศ.1984-1996)



ที่มา : จากการประมาณและการคำนวณ

ดังแผนภาพที่ 3.7 แสดงผลของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ยที่ไม่ได้คาดการณ์ พบว่ามีการแกว่งตัวไม่ค่อยรุนแรงเท่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากเป็นตัวแปรสะท้อนผลตอบแทนของการถือเงินในระยะยาวมากกว่า ดังนั้นความอ่อนไหวจึงมีน้อยกว่า แต่จากค่าของผลต่างที่ได้ก็ยังคงสามารถอธิบายถึงปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินนโยบายการคลังแบบหดตัว เมื่อครั้งมีการขาดดุลรัฐบาลในปี พ.ศ.2529 ซึ่งได้กล่าวมาแล้วบางส่วนในข้างต้น เพียงแต่ในครั้งนั้นมีการใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว เพื่อใช้กระตุ้นเศรษฐกิจที่ซบเซาจากภาวะเศรษฐกิจหดตัวเมื่อมีการประกาศลดค่าเงินบาทในปี พ.ศ.2527 แทนที่จะใช้นโยบายคงอัตราดอกเบี้ยระดับสูงไว้ ดังนั้นจึงส่งผลให้หน่วยเศรษฐกิจมีการคาดการณ์ของอัตราดอกเบี้ยมากกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริง

แผนภาพที่ 3.8 แสดงอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้คาดการณ์ในช่วงที่ผ่านมาของประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ.2527-2539 (ค.ศ.1984-1996)



ที่มา : จากการประมาณและการคำนวณ

จากแผนภาพที่ 3.8 แสดงอัตราผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ได้คาดการณ์ พบว่าลักษณะของปัจจัยดังกล่าวมีการแกว่งตัวมาก โดยในปี พ.ศ.2530 มีขนาดของความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนดังกล่าวสูงขึ้น คือ มีเหตุการณ์ Black Money ที่มีผลกระทบต่อตลาดหุ้นทั่วโลก ส่วนในปี พ.ศ.2533 เกิดวิกฤตการณ์สงครามอ่าวเปอร์เซีย ซึ่งมีต่อเนื่องมาถึงกลางปี พ.ศ.2534 โดยสังเกตได้จากขนาดที่ลดลงของผลต่างที่ไม่ได้คาดการณ์ และในช่วงปลายปี พ.ศ.2536 ถึงปลายปี พ.ศ.2537 มีวิกฤตการณ์ค่าเงินเปโซเม็กซิโก

เมื่อได้พิจารณาแล้วถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ต่างๆ ในช่วงที่ผ่านมา ที่มีต่อปัจจัยที่กำหนดความต้องการถือเงินที่ไม่ได้คาดการณ์ เช่น ระดับราคาที่ไม่ได้คาดการณ์ ระดับรายได้ที่ไม่ได้คาดการณ์ อัตราดอกเบี้ยที่ไม่ได้คาดการณ์ และอัตราผลตอบแทนของทุนที่ไม่ได้คาดการณ์ เป็นต้น โดยการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยเหล่านี้นั้นส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงขนาดของการจัดสรรการถือเงินของหน่วยเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้การดำเนินนโยบายทางการเงินบรรลุวัตถุประสงค์ยากลำบากมากขึ้น ดังนั้นเพื่อความเข้าใจในการเลือกใช้นโยบายการเงินให้มีประสิทธิภาพจึงควร

พิจารณาถึงแนวคิดการกำหนดเป้าหมายทางการเงินในขั้นกลางเพื่อการดำเนินไปของเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่แท้จริง

เมื่อพิจารณาผลกระทบของวิกฤตการณ์ที่มีต่อปัจจัยที่ไม่ได้คาดการณ์ต่างๆ ที่เป็นตัวกำหนดพฤติกรรมความต้องการถือเงินพบว่า วิกฤตการณ์ที่มีนั้นสามารถทำให้เป้าหมายทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นเพื่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจจึงต้องมีการปรับตัวด้วยการดำเนินนโยบายการเงินขั้นกลาง (Intermediate Target) ให้สามารถควบคุมการดำเนินกลยุทธ์ให้สำเร็จบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่ต้องการได้

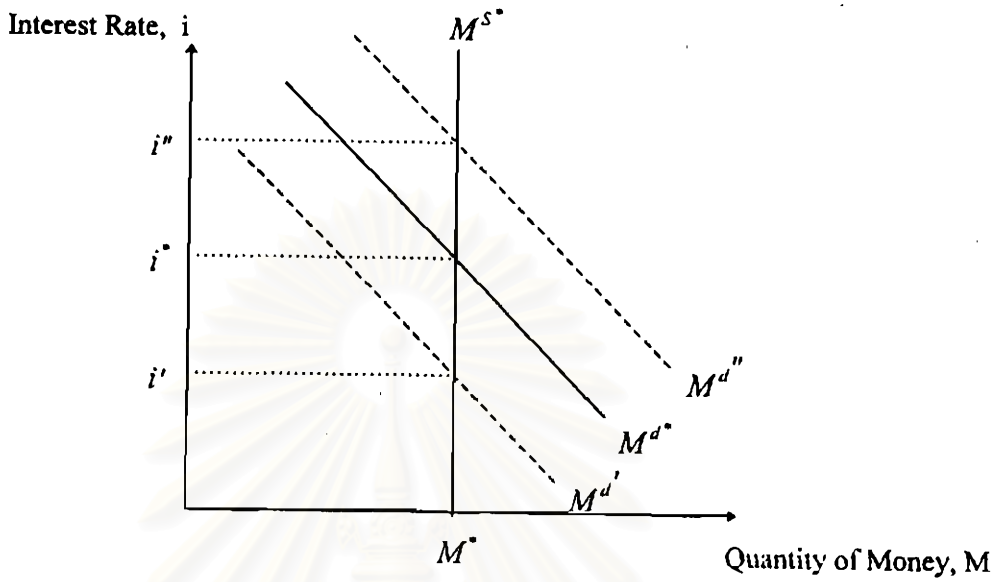
3.4 การดำเนินเป้าหมายนโยบายการเงินขั้นกลาง (Intermediate Target)

การดำเนินกลยุทธ์ นโยบายการเงินให้สำเร็จบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจ คือ การตัดสินใจเลือกการจ้างงานที่เพิ่มขึ้นหรือการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา ฯ โดยจำเป็นต้องมีเป้าหมายขั้นกลางหรือเครื่องชี้วัดนโยบายการเงิน (ปริมาณเงินในความหมายแคบและกว้าง M1, M2 หรืออัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว) เพื่อคอยปรับทิศทางให้สามารถดำเนินไปตามวัตถุประสงค์ทางเศรษฐกิจที่ได้กำหนดไว้ ซึ่งการควบคุมเป้าหมายนโยบายในขั้นกลางมีเงื่อนไขอยู่ 2 แนวคิดดังต่อไปนี้

1. การตั้งเป้าหมายที่จะควบคุมปริมาณเงิน (Money Supply Target) คือ การกำหนดให้ปริมาณเงินซึ่งถูกกำหนดโดยธนาคารกลางมีขนาดคงที่ โดยยอมให้อัตราดอกเบี้ยมีการแกว่งตัวเพื่อคอยปรับขนาดของความต้องการถือเงิน

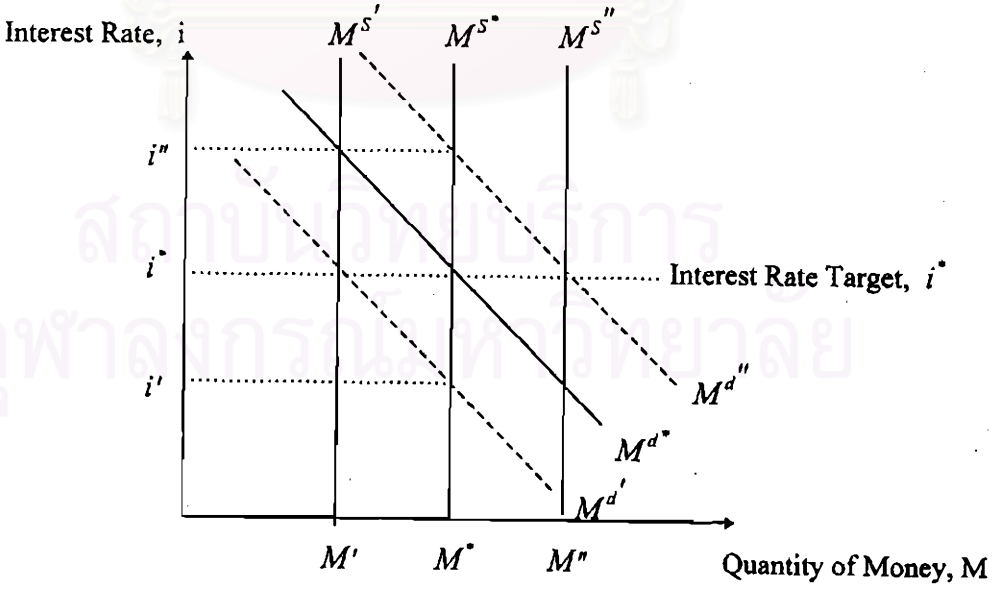
2. การตั้งเป้าหมายที่จะควบคุมอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Target) ด้วย การกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยคงที่ โดยยอมให้ปริมาณเงินมีการแกว่งตัว เพื่อคอยปรับขนาดของความต้องการถือเงินที่เปลี่ยนแปลงไป

แผนภาพที่ 3.9 เป้าหมายขั้นกลางกรณีกำหนดให้ปริมาณเงินคงที่ (Money Supply Target)



ที่มา : Mishkin (1995)

แผนภาพที่ 3.10 เป้าหมายขั้นกลางกรณีกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยคงที่ (Interest Rate Target)



ที่มา : Mishkin (1995)

จากแผนภาพที่ 3.9 และ 3.10 สมมติให้ตลาดเงินมีปริมาณเงิน M^S เท่ากับความต้องการถือเงิน M^d ตัดกันที่ ณ ระดับดุลยภาพมีปริมาณเงิน M^* และอัตราดอกเบี้ย i^* โดยมีการแกว่งตัวของความต้องการถือเงินอยู่ในช่วง $M^{d'}$ และ $M^{d''}$ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงการจัดสรรการถือเงินและทรัพย์สินของหน่วยเศรษฐกิจที่สูงขึ้นหรือลดลงอย่างใดอย่างหนึ่ง ตามการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา หรือการเปลี่ยนแปลงในระดับรายได้ เป็นต้น

ดังแผนภาพที่ 3.9 เป็นการเป้าหมายทางการเงินขั้นกลาง โดยกำหนดให้ปริมาณเงินคงที่ (Money Supply Target) โดยยอมให้อัตราดอกเบี้ยแกว่งตัวในช่วงหนึ่ง เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงความต้องการถือเงินแล้วจะส่งผลต่อการเคลื่อนย้าย (Shift) ของความต้องการถือเงิน M^d เป็นเส้น $M^{d'}$ หรือ $M^{d''}$ ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนไปตามระดับดุลยภาพใหม่ที่ $i^{*'}$ หรือ $i^{*''}$ ตามลำดับ

ตามแผนภาพที่ 3.10 เป็นเป้าหมายทางการเงินขั้นกลาง โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยคงที่ (Interest Rate Target) โดยยอมให้ปริมาณเงินแกว่งตัวในช่วงหนึ่ง สมมติให้มีการเปลี่ยนแปลงในระดับราคา หรือในผลผลิต ซึ่งจะส่งผลต่อการเคลื่อนย้าย (Shift) ของปริมาณความต้องการถือเงิน (M^d) ของหน่วยเศรษฐกิจเป็นเส้น $M^{d'}$ ผลก็คือ ทำให้อัตราดอกเบี้ยลดต่ำกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพเดิม i^* เป็น $i^{*'}$ ซึ่งมีผลทำให้ราคาพันธบัตรหรือราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น แต่เนื่องจากการใช้นโยบายให้อัตราดอกเบี้ยคงที่ของธนาคารกลาง ดังนั้นธนาคารกลางจึงป้องกันการลดลงของอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวด้วยการขายพันธบัตรที่ธนาคารเป็นผู้ถือไว้ เพื่อให้ราคาพันธบัตรลดต่ำลงมา ณ ระดับราคาเดิม จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยกลับมาสู่ระดับอัตราดอกเบี้ยดลยภาพเดิมอีกครั้ง ซึ่งผลจากการขายพันธบัตรผ่านตลาดพันธบัตรซื้อคืน (Open Market Operation : OMO) มีผลให้ปริมาณเงินในระบบลดลงจากระดับ M^S เป็น $M^{S'}$ ซึ่งเป็นระดับที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับดุลยภาพเดิม i^*

ในทางตรงกันข้าม ถ้าความต้องการถือเงินเคลื่อนย้าย (Shift) เป็น $M^{d''}$ แล้วทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นเป็น $i^{*''}$ ซึ่งทำให้พันธบัตรมีราคาลดลง ดังนั้นธนาคารกลางจำเป็นต้องรักษาอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับดุลยภาพเดิมด้วยการรับซื้อพันธบัตรผ่านตลาดพันธบัตรซื้อคืน เพื่อให้ราคาของพันธบัตรสูงขึ้นมาสู่ราคาเดิม และในระบบมีปริมาณเงินสูงขึ้นเป็น $M^{S''}$ โดยมีอัตรา