

# ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สมดุลใหม่

## Flow and Stock Equilibrium

พิสิฐ ลีอาธรรม

คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

### 1. กรอบแนวคิด

ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มีจุดเริ่มต้นจากหนังสือของบาทหลวงที่สอนจริยธรรมชื่อ อัดัม สมิท ในปี ค.ศ. 1776 ซึ่งได้พยายามอธิบายความมั่งคั่งของประเทศจากการประกอบกิจการของประชาชน และชี้ว่ากลไกที่ช่วยจัดระเบียบทางเศรษฐกิจให้เกิดการผลิตและการบริโภคที่สมดุลในทุกตลาดก็คือกลไกราคา หรือที่เรียกว่าเป็นมือที่มองไม่เห็น แนวคิดของอาดัม สมิท ได้เป็นพื้นฐานสำคัญของการศึกษาทางเศรษฐศาสตร์ในรอบ 150 ปีต่อมา ในช่วงนั้นเศรษฐกิจของโลก โดยเฉพาะของยุโรปและสหรัฐอเมริกา ยังพึ่งพาเกษตรกรรมเป็นหลัก การปฏิวัติอุตสาหกรรมเพิ่งเริ่มต้นในช่วงกลางศตวรรษที่ 19 และการประดิษฐ์รถยนต์ และเครื่องบินได้เกิดขึ้นในช่วงต้นศตวรรษที่ 20 ดังนั้น เมื่อมาถึงปี 1929 อุตสาหกรรมในประเทศตะวันตกเหล่านี้ได้เติบโตใหญ่ขึ้นและได้ดึงประชากรภาคเกษตรมาทำงานในภาคอุตสาหกรรมจำนวนมาก ทำให้โครงสร้างและกลไกทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้เปลี่ยนแปลงไป อย่างไรก็ดี ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ที่ได้ก่อตัวขึ้นมาจนเป็นวิชาที่เริ่มสอนเป็นวิชาเศรษฐศาสตร์ในช่วงต้นศตวรรษที่ 20 ยังยึดถืออยู่บนพื้นฐานของการผลิตแบบดั้งเดิม และได้มีข้อสรุปว่าตลาดเสรีและกลไกราคานำมาซึ่งความสมดุล ก่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรอย่างเหมาะสม มีการจ้างงานอย่างเต็มที่ อย่างไรก็ดี เมื่อการพัฒนาอุตสาหกรรมในโลกดตะวันตกได้ก้าวหน้ามากขึ้น ความผันผวนทางธุรกิจก็เกิดความรุนแรงยิ่งขึ้น กลไกราคาที่สามารปรับขึ้นลงเพื่อสร้างความสมดุลนั้น กลับปรากฏว่าอัตราค่าจ้างในระบบอุตสาหกรรมได้กลายเป็นข้อจำกัดสำคัญที่ไม่อาจจะปรับลดลงได้ในภาวะที่มีการล้มตลาดของอุปทาน อีกทั้งการฟื้นตัวของเศรษฐกิจก็มีระยะเวลาในการปรับตัวยาวนานขึ้นกว่าโครงสร้างเศรษฐกิจแบบดั้งเดิม

วิกฤตเศรษฐกิจที่ได้ประทุขึ้นในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1929 และเป็นที่มาของภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง (Great Depression) โดยเริ่มจากความตื่นตระหนกในตลาดหุ้นนิวยอร์ก และแพร่ขยายไปยังระบบการเงินและภาคการผลิตทั่วโลกตลอดช่วงทศวรรษที่ 1930s ในช่วงนั้นรัฐบาลสหรัฐอเมริกาได้พยายามหาหนทางแก้ไขปัญหายุ่งยากด้วยกลไกการใช้นโยบายลดการใช้จ่ายและเพิ่มภาษีเพื่อปรับปรุงฐานะการคลังให้สมดุล ทั่วๆ ที่ระบบสินเชื่อของธุรกิจได้ขาดสะบั้นลงไปแล้ว ด้วยเหตุนี้ ผลจากการขาดการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคจึงได้ทำให้วิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนั้น ได้ทวีความรุนแรง

เพิ่มขึ้นเป็นลำดับ โดยมีสินค้าค้างสต็อกที่ขายไม่ออกเพิ่มสูงขึ้นถึง 3 เท่าของระดับสต็อกที่เหมาะสมในขณะนั้น ทำให้อัตราการว่างงานในสหรัฐอเมริกาได้เพิ่มขึ้นจาก 3% เป็น 25% ในปี 1933 ขณะที่ผลผลิตรวมลดลงไปหนึ่งในสาม ภาวะเศรษฐกิจถดถอยดังกล่าวได้ส่งผลกระทบไปทั่วโลก ประเทศต่างๆ จึงได้ใช้มาตรการจำกัดการนำเข้าจากต่างประเทศ ด้วยการใช้ลัทธิชาตินิยม พร้อมกับการลดค่าเงินของตน เพื่อเพิ่มอำนาจการขายและลดอำนาจการซื้อสินค้าจากต่างประเทศ เป็นต้น ผลจากวิกฤตเศรษฐกิจยังได้ส่งผลกระทบต่อสังคมและการเมืองในประเทศอุตสาหกรรมใหญ่ๆ นำไปสู่การปลุกกระดมทางการเมืองและก่อให้เกิดลัทธินาซี จนนำไปสู่สงครามโลกครั้งที่สองในอีก 10 ปีต่อมา

วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในช่วงปี 1929-1932 ที่ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ในขณะนั้นไม่สามารถนำเสนอข้อแนะนำทางนโยบายแก่ผู้บริหารเศรษฐกิจว่าควรจะทำนโยบายเศรษฐกิจอย่างไร เพราะกลไกราคาไม่อาจอธิบายการตกต่ำของการผลิตและการว่างงานอย่างยาวนานในช่วงนั้นได้ ผลกระทบที่เกิดขึ้นนอกจากจะทำให้ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำจากภาวะการตกต่ำของการผลิตและราคา หรือที่เรียกว่า Deflation แล้ว ยังทำให้ระบบการเงินต้องล่มสลาย จนก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในระบบการเงิน เช่น ให้มีการจำกัดขอบเขตการประกอบธุรกิจโดยแยกธุรกิจนายหน้าซื้อขายหุ้นออกจากระบบธนาคารพาณิชย์ ทำให้ระบบการกำกับธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐอเมริกาได้ก่อกำเนิดขึ้นในช่วงนี้ เพื่อดูแลการทำงานของสถาบันการเงิน โดยเฉพาะที่มีการรับฝากเงินจากประชาชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งได้มีการออกกฎหมาย Glas Stegal Act เพื่อกำกับการทำงานของธนาคารไม่ให้ทำงานเกินขอบเขตที่กำหนด เช่น ห้ามประกอบธุรกิจข้ามรัฐ เป็นต้น ซึ่งมีผลทำให้ระบบธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐอเมริกามีลักษณะเป็น Unit Banking แทนที่จะเป็นบริษัทสาขาในเครือ รวมทั้งการออกกฎหมายกำกับตลาดทุน หรือ SEC และกฎหมายประกันสังคมที่ใช้มาจนถึงปัจจุบัน

อย่างไรก็ดี ในช่วงนั้นก่อนที่ภาวะเศรษฐกิจจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์มหภาค (Macro economics theory) ก็ถือกำเนิดขึ้น โดยในปี 1936 John Maynard Keynes ได้นำเสนอแนวคิดแบบ Keynesian<sup>1</sup> ที่ต่างไปจากแนวคิดเดิมที่เรียกว่าแนวคิดแบบ Classics<sup>2</sup> ที่นำไปสู่ข้อสรุปตาม

---

<sup>1</sup> Keynesian เป็นแนวคิดที่เชื่อมั่นในความสามารถของรัฐบาลต่อการแทรกแซงเศรษฐกิจ เนื่องจากกลไกราคาไม่สามารถชักนำให้ระบบเศรษฐกิจกลับเข้าสู่สมดุลได้ รัฐบาลจึงจำเป็นต้องเป็นผู้ให้แรงกระตุ้นด้วยการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ เพราะจะส่งผลต่อการขยายกำลังการผลิตและการจ้างงานมากกว่า แม้ว่ารัฐบาลจะต้องแย่งทรัพยากรจากภาคเอกชนด้วยการกู้ยืมจากเงินออมของประชาชนก็ตาม

<sup>2</sup> Classics เป็นแนวคิดในการใช้นโยบายการคลังแบบสมดุล โดยถือว่ารัฐบาลอยู่ในฐานะเดียวกับภาคธุรกิจเอกชน และประชาชนที่มีอุปสงค์และอุปทานในตลาด ซึ่งกลไกราคาจะเป็นตัวกำหนดเมื่อมีการแข่งขันอย่างเสรี เศรษฐกิจก็

กฎของ Say's Law ว่าอุปทานเป็นตัวกำหนดอุปสงค์หรือสถานะทางเศรษฐกิจ (Supply creates its own Demand) แต่ Keynes ได้พลิกกลับแนวคิดดั้งเดิมของ Classics โดยกล่าวว่าอุปทานไม่ใช่ตัวกำหนดอุปสงค์อีกต่อไปแล้ว โดยเสนอว่า อุปสงค์รวมต่างหากที่เป็นตัวกำหนดภาวะเศรษฐกิจ (GDP is determined by Aggregate Demand namely Consumption and Investment) ดังนั้น Keynes จึงเสนอแนวคิดที่ว่ารัฐบาลซึ่งเป็นผู้ซื้อรายใหญ่ในระบบเศรษฐกิจสมควรเป็นผู้มีบทบาทในการใช้จ่ายรวม หากการใช้จ่ายของเอกชนตกต่ำลงจนอาจส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ รัฐบาลก็พึงใช้จ่ายให้มากขึ้นเพื่อเติมเต็มในส่วนที่ขาด (counter cyclical) แม้กระทั่งรัฐบาลจะต้องใช้จ่ายเงินเพื่อจ้างคนขุดถนน แล้วจ้างอีกคนกลบถนนก็ตาม ทั้งนี้ ก็เพื่อให้ภาวะเศรษฐกิจได้รับการกระตุ้นให้กลับเข้าสู่ดุลยภาพ ดังนั้น รัฐบาลจึงทำหน้าที่เสมือนหัวรถจักรที่จุดให้เศรษฐกิจหลุดพ้นจากภาวะตกต่ำ ซึ่งแนวคิดของ Keynes ได้เป็นที่มาของการศึกษาวิชาการทางเศรษฐศาสตร์ในมิติใหม่ คือ เศรษฐศาสตร์มหภาค และแนวคิดดังกล่าวได้มีอิทธิพลต่อการศึกษาเศรษฐศาสตร์หลังสงครามโลกครั้งที่สอง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อมีการกำหนดวิชาเศรษฐมิติ ทำให้เกิดการใช้อภิปรัชญาและสถิติเป็นเครื่องมือในการศึกษาวิชาเศรษฐศาสตร์ในระดับมหภาค ซึ่งสอดคล้องกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรมที่มีการผลิตหรือการลงทุนที่มากเกินไป ซึ่งในบางครั้งก็ก่อให้เกิดการลดการผลิตเพราะมีสินค้าล้นตลาด ดังนั้น การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของการลงทุนจึงเป็นสมการที่เป็นปรอทวัดดวงจรของภาวะเศรษฐกิจ และนำไปสู่การใช้นโยบายการเงินการคลังเพื่อแก้ไขปัญหาที่มีลักษณะเป็น cyclical เช่น การมีสินค้าค้างสต็อกมากเกินไป เป็นต้น

อนึ่ง ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ส่วนใหญ่ในโลกล้วนเป็นปัญหาเชิงโครงสร้าง (Structural Problem) ทำให้อุปทานและอุปสงค์ไม่สามารถปรับเข้าสู่ระดับสมดุลอันเป็นที่ยอมรับได้ เช่น การมีความต้องการสาธารณูปโภคสูง แต่ประชาชนอาจจะไม่มีอำนาจซื้อทำให้ขาดแคลนบริการขั้นพื้นฐาน หรือการมีสินค้าและบริการจำนวนไม่น้อยที่จำเป็นต้องอาศัยภาครัฐจัดให้ เช่น การศึกษาและสาธารณสุข แต่ภาครัฐก็ไม่มีกำลังงบประมาณในการจัดซื้อหรือดำเนินการให้ เหล่าเป็นต้น ดังนั้น แนวคิดทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ของทั้ง Classics และ Keynes จึงไม่อาจจะตอบสนองการแก้ไขปัญหาในประเทศเหล่านี้ได้ จึงมีหลักการอีกสายหนึ่งเกิดขึ้น นั่นคือแนวคิดด้าน Development Economics ที่มุ่งเน้นการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจและสังคม นอกจากนี้ ยังมีแนวคิดอีกสายหนึ่งที่ออกมาในแนวเศรษฐศาสตร์การเมืองที่เห็นว่าปัญหาเศรษฐกิจไม่อาจจะแก้ไขได้ ถ้าไม่มีการปรับตัวทางด้านการเมืองหรืออำนาจรัฐที่มีบทบาทในการกำหนดนโยบายและการจัดสรรแบ่งปันผลประโยชน์จากการพัฒนา

---

จะเจริญเติบโตได้อย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด โดยรัฐบาลไม่ควรเข้าไปแทรกแซงเศรษฐกิจ ซึ่งจะทำให้กลไกราคาทำงานไม่เต็มที่ จึงยังเป็นแนวคิดที่ยังไม่มีความชัดเจนต่อการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ

ตลอดช่วงเวลาดังแต่หลังสงครามโลกครั้งที่สองเป็นต้นมา ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาคถือเป็นทฤษฎีหลักในการกำหนดแนวนโยบายเศรษฐกิจ รวมทั้งการเรียนการสอนวิชาเศรษฐศาสตร์ แต่ผลที่ตามมาคือ เศรษฐกิจโลกก็ได้เข้าสู่ภาวะเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาต้องใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยแพงในการแก้ไขภาวะเงินเฟ้อในช่วงปลายทศวรรษที่ 1970s และประธานาธิบดี Reagan ต้องผลักดันนโยบาย Supply Side Economics<sup>3</sup> แทนการใช้ Demand Management ตามแนวคิดแบบ Keynesian นอกจากนี้ ยังมีความพยายามจะแก้ปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจด้วยการออกกฎหมายให้รัฐต้องจัดทำงบประมาณแบบสมดุลและให้จำกัดบทบาทของรัฐ (small government) รวมทั้งได้มีการนำเสนอแนวคิด Rationale Expectation<sup>4</sup> ที่ทำให้การอัดฉีดเงินของภาครัฐไม่ได้ผล ขณะเดียวกันประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ต่างก็มีการใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุลอย่างเรื้อรัง ทำให้เกิดปัญหาการขาดดุลกับต่างประเทศ เพราะประเทศต่างๆ มีลักษณะโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเปิด (open economy) มากขึ้น ทำให้การอัดฉีดเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจก่อให้เกิดการจัดซื้อสินค้าจากต่างประเทศ นำไปสู่การขาดดุลมากกว่าการขยายตัวทางเศรษฐกิจภายในประเทศ ระบบของกองทุนการเงินระหว่างประเทศที่ได้จัดตั้งขึ้นหลังสงครามครั้งที่สองโดยกลุ่มนักเศรษฐศาสตร์ เช่น Keynes เพื่อแก้ไขปัญหาการใช้อัตราแลกเปลี่ยนเงินเพื่อแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าของตนเองแต่สร้างปัญหาให้กับเพื่อนบ้าน ดังเช่นที่เกิดขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจทศวรรษที่ 1930s ปรากฏว่าเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินเป็นระบบลอยตัว ทำให้บทบาทของ IMF ต้องเปลี่ยนแปลงไปกลายเป็นผู้ให้การสนับสนุนเงินตราต่างประเทศแก่ประเทศที่ประสบปัญหาการขาดดุลอันเนื่องมาจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจอย่างไม่เหมาะสม โดยให้มีการจัดทำแผนการปรับแก้ นโยบาย (Adjustment Programs) ด้วยเงื่อนไขที่ให้มีการเปิดเสรีตามหลักกลไกตลาด โดยเฉพาะในช่วงทศวรรษ 1980s ที่ประเทศต่างๆ มีปัญหาการต้องคำจูนอัตราแลกเปลี่ยน การคำจูนราคาน้ำมัน หรือสินค้าโภคภัณฑ์ต่างๆ เป็นต้น ดังนั้น แนวคิดการแก้ไขปัญหาที่กองทุนการเงินระหว่างประเทศได้นำเสนอมานั้นยังไม่ได้มีการบุกเบิกทฤษฎีใหม่ๆ เพียงแต่ยังยึดหลักการเสรีนิยม หรือที่ได้รับการขนานนามว่า Neo Classics เพราะสนับสนุนให้รัฐมีบทบาทน้อยลงตามกระแสความคิดที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษที่ 1980s-2007

---

<sup>3</sup> Supply Side เป็นแนวคิดที่เสนอให้รัฐบาลแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจด้วยการลดอัตราภาษีเพื่อกระตุ้นการผลิต ซึ่งเป็นแนวคิดที่อิงกับแนวคิดของ Classics และตรงข้ามกับ Keynesian

<sup>4</sup> Rationale Expectation เป็นแนวคิดใหม่คู่ขนานกับ Supply Side และตอบโต้แนวคิดแบบ Keynesian โดยยอมรับข้อจำกัดของรัฐบาลในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ และเน้นให้รัฐบาลลดเว้นการแทรกแซง โดยให้เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นได้เอง

## 2. การปรับเปลี่ยนโครงสร้างเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศตะวันตก

เมื่อมาถึงต้นศตวรรษที่ 21 ได้ปรากฏเป็นที่ชัดเจนว่าโครงสร้างเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศตะวันตกได้ปรับเปลี่ยนจากการเป็นเศรษฐกิจอุตสาหกรรมมาสู่เศรษฐกิจภาคบริการ เช่น สหรัฐอเมริกา ได้ลดสัดส่วนภาคเกษตรกรรมเหลือไม่ถึงร้อยละ 1 ของ GDP และภาคอุตสาหกรรมเหลือเพียงร้อยละ 20.6 ในปี 2007 แต่ประเด็นสำคัญก็คือ ภาวะเศรษฐกิจไม่ได้ถูกกำหนดโดยกระแสรายได้และรายจ่าย (flows of goods and services) อย่างในสมัย Keynes เนื่องจากเศรษฐกิจโลกมีทุนมหาศาลที่ได้สะสมไว้ และการประเมินราคาทรัพย์สินที่กองทุนต่างๆ เหล่านี้ไปถือไว้ได้กลายเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่นำไปสู่การเคลื่อนย้ายเงินทุนโลกให้เข้ามามีบทบาทในทางเศรษฐกิจ อาทิ การซื้อขายหุ้นทั้งภายในประเทศและระหว่างประเทศ การโยกเงินของกองทุนต่างๆ การลงทุนที่เป็นการลงทุนโดยตรงหรือ FDI (Foreign Direct Investment) การเคลื่อนย้ายเงินทุนเหล่านี้ได้บดบังการเคลื่อนย้ายเงินเพื่อการชำระสินค้าและบริการ จนมีผลกระทบต่อข้อกำหนดอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศเศรษฐกิจสำคัญๆ รวมไปถึงการกำหนดภาวะการลงทุน การมีรายได้และการมีงานทำ ตามกระแสโลกาภิวัตน์ที่ได้ก่อตัวขึ้น และเมื่อผนวกด้วยการสนับสนุนจากความก้าวหน้าทางวิทยาการ ICT หรือการใช้ Internet และเครื่องมือสื่อสารใหม่ๆ ที่ทำให้สามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็ว เพื่อนำไปสู่การตัดสินใจลงทุน จึงมักจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนครั้งละจำนวนมากๆ ซึ่งส่งผลให้ตลาดเงินและตลาดทุนมีความหวุ่นไหวและผันผวนมากยิ่งขึ้น

โครงสร้างเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงดังกล่าวมานี้ มีตัวอย่างแล้วจากกรณีของประเทศญี่ปุ่นที่เกิดภาวะฟองสบู่ เพราะภาคธุรกิจเอกชนมีการประเมินราคาสินทรัพย์ต่างๆ ในมุมมองที่ดีและมีการไล่ทำราคาทั้งอสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ขึ้นไปอยู่ในระดับสูงมากในช่วงปลายทศวรรษที่ 1980s โดยเฉพาะภายหลังจากมีข้อตกลง Plaza Agreement<sup>5</sup> ในปี 1985 ที่ประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ตกลงกันให้ค่าเงินมีการปรับเปลี่ยนไปตามกลไกตลาดและสะท้อนปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ทำให้ค่าเงินเยนและเงินสกุลยูโรมีการปรับค่าสูงขึ้นแต่เงินดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง หลังจากที่ฟองสบู่ในญี่ปุ่นแตก ภาวะเศรษฐกิจญี่ปุ่นก็เข้าสู่ภาวะตกต่ำและถดถอยอย่างต่อเนื่องยาวนานตลอด 15 ปี จากผลกระทบของราคาหุ้นและอสังหาริมทรัพย์ที่ตกต่ำอันเนื่องมาจากภาคเอกชนขาดความเชื่อมั่น ทั้งๆ ที่รัฐได้มีการใช้นโยบายการเงินการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเต็มที่ตามทฤษฎีของ Keynes จนกระทั่งอัตราดอกเบี้ยในญี่ปุ่นต่ำเหลือร้อยละ 0 (ศูนย์) ขณะเดียวกันนโยบายการคลังก็ได้ถูกนำมาใช้จนภาครัฐเกิด

---

<sup>5</sup> เป็นข้อตกลงของกลุ่มประเทศ G-5 เมื่อเดือนกันยายน 1985 ประกอบด้วย ฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา เพื่อร่วมกันแสดงเจตจำนงที่จะทำการปรับปรุงอัตราแลกเปลี่ยนเงิน ที่ในขณะนั้นเห็นพ้องกันว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกามีค่าแข็งเกินกว่าความเป็นจริง จึงจำเป็นต้องเข้าแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเพื่อขึ้นอัตราให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกาค่อนค่าลงสอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ

การขาดดุลอย่างมาก ทำให้รัฐบาลญี่ปุ่นกลายเป็นรัฐบาลที่มีหนี้สาธารณะสูงสุดในบรรดาประเทศที่พัฒนาแล้ว เมื่อเทียบเป็นสัดส่วนกับ GDP ในช่วงต้นศตวรรษที่ 21 ญี่ปุ่นก็ยังดำเข้าไปสู่ภาวะ Deflation ซึ่งเป็นภาวะเศรษฐกิจตกต่ำจากผลกระทบจากการตกต่ำของการผลิตและราคาคงเช่นที่เคยเกิดขึ้นในช่วงทศวรรษที่ 1930s ดังนั้น กรณีของญี่ปุ่นจึงเป็นตัวอย่างที่ชี้ให้เห็นว่าทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาคและจุลภาคไม่สามารถนำเสนอทางออกในการแก้วิกฤตเศรษฐกิจญี่ปุ่นอย่างได้ผล

### 3. สภาพปัญหาที่เกิดจากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2007-2008

วิกฤตซับไพรม์ที่สะท้อนระบบสถาบันการเงินของประเทศใหญ่ๆ ในโลก เช่น สหรัฐอเมริกา และยุโรป ที่ได้ยึดถือมาตั้งแต่เดือนสิงหาคม 2007 จนถึงบัดนี้เป็นเวลากว่า 15 เดือนแล้ว ก็ยังไม่มีความหวังว่าจะสงบหรือยุติลง อีกทั้งยังทวีความรุนแรงและลุกลามมากขึ้นจนเป็นข่าวเกือบทุกวันในรอบเดือนตุลาคม 2008 ที่ผ่านมาถึงกลางเดือนพฤศจิกายน 2008 ปรากฏว่า ประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจทั้งสามกลุ่ม คือ สหรัฐอเมริกา ยุโรป และญี่ปุ่น ได้ดำเข้าไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยแล้วพร้อมๆกัน รัฐบาลของประเทศพัฒนาแล้วเกือบทุกประเทศและผู้มีหน้าที่ทางการเงินต้องพะวงกับการผลักดันมาตรการในการเข้าช่วยเหลือสนับสนุนสถาบันการเงินเพื่อช่วยกอบกู้สถานการณ์กันขนานใหญ่อย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน คาดว่าคนว่างงานในสหรัฐจะสูงขึ้นอีกเป็น 7.5% ในช่วงกลางเดือนพฤศจิกายนนี้ บริษัทผู้ผลิตรถยนต์ทั้งสามของสหรัฐก็กำลังประสบกับปัญหาทางธุรกิจอย่างหนักจนอาจจะเข้าขั้นล้มละลายหากไม่ได้รับความช่วยเหลือทางการเงินจากรัฐจำนวน 25 พันล้านดอลลาร์สหรัฐตามที่ขอไว้ ซึ่งอาจจะมีผลต่อการจ้างงาน 2.4-4 ล้านคน ประเทศที่เคยมีฐานะทางการเงินที่มั่นคงที่สุดคือ สหรัฐอเมริกาก็กลับเป็นประเทศที่อ่อนแอที่สุดของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว แม้ว่าจะมีการประกาศใช้มาตรการ TARP ที่ใช้เงิน 700 พันล้านดอลลาร์สหรัฐเพื่อระดมสินเชื่อออกจากระบบธนาคารแต่ความมั่นใจในระบบการเงินสหรัฐก็ยังคงตกต่ำ และเป็นต้นเหตุในการลากประเทศอื่นๆที่แข็งแกร่งเข้าสู่ภาวะวิกฤต เช่น รัฐบาลสวีเดนแลนด์ ซึ่งเคยได้ชื่อว่ามีระบบธนาคารที่แข็งแกร่งที่สุดของโลกแห่งหนึ่งก็มีการประกาศใช้มาตรการเพื่อสนับสนุนช่วยเหลือธนาคารขนาดใหญ่ คือ UBS ไม่ให้ล้ม หรือธนาคารพาณิชย์ในเนเธอร์แลนด์ คือ Fortis ได้ถูกรัฐบาลเข้าไปเพิ่มทุนจนกลายเป็นธนาคารของรัฐ ผลปรากฏว่าประชาชนที่ฝากเงินกับธนาคารคู่แข่งคือ ING ซึ่งแต่เดิมมีฐานะการเงินมั่นคง แต่เมื่อผู้ฝากเงินเห็นว่ารัฐได้เข้าไปเป็นเจ้าของธนาคาร Fortis นั้น อย่างไรก็ตามเสียก็จะมั่นคงกว่า ดังนั้น เมื่อมีข่าวความเสียหายเกิดกับธนาคารต่างๆ ประชาชนก็พากันถอนเงินไปฝากธนาคาร Fortis ซึ่งเป็นของรัฐนั้น ทำให้ธนาคาร ING ซึ่งเป็นคู่แข่งต้องเสียสภาพคล่องจนต้องไปขอให้รัฐบาลอุ้มชูอีกธนาคารหนึ่ง

วิกฤตที่สถาบันการเงินขนาดใหญ่เหล่านี้ประสบ ทำให้ต้องมีการตัดทอนค่าใช้จ่าย ในช่วงกลางเดือน พฤศจิกายน 2008 นี้ ธนาคารพาณิชย์อันดับหนึ่งเช่น Citi Group ได้ประกาศ ตัดลดพนักงานลงกว่า 50,000 คนทั่วโลกหรือประมาณร้อยละ 10

ลักษณะความเสียหายที่เป็นตัวเงิน อาจอาศัยโครงสร้างของงบดุลช่วยในการแยกแยะสภาพปัญหา ซึ่งขณะนี้สถาบันการเงินต่างกำลังมีปัญหาคารฟูกร่อนของรายการทั้งสามอย่างรวดเร็ว ประกอบด้วย รายการสินทรัพย์ ซึ่งเท่ากับหนี้สินรวมกับทุน กล่าวคือ

(1) ด้านสินทรัพย์ ระบบการให้สินเชื่อและการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ของสถาบันการเงินมีปัญหาการด้อยค่าอันเนื่องมาจากคุณภาพของสินทรัพย์เหล่านี้ไม่ได้มีสถานะภาพเป็นไปดังที่ผู้มีอำนาจตัดสินใจลงทุนได้เข้าใจไว้แต่แรก กล่าวคือ วิกฤตซัพไพรม์ได้ก่อตัวขึ้นจากการที่สถาบันการเงินได้มีการปล่อยสินเชื่อด้านอสังหาริมทรัพย์ โดยสถาบันการเงินผู้ปล่อยสินเชื่อได้นำลูกหนี้เหล่านี้ซึ่งถือเป็นสินทรัพย์ประเภทหนึ่งไปขายต่ออีกทอดหนึ่ง หรือเป็นการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) ด้วยการตั้งกองทุนรองรับโดยแยกออกมาให้เป็นนิติบุคคลต่างหาก หรือที่เรียกว่า SPV (Special Purpose Vehicle) และนิติบุคคลดังกล่าวก็ได้มีการระดมเงินทุนผ่านการออกตราสารหนี้หรือหน่วยลงทุน โดยการให้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือประเมินความสามารถในการชำระหนี้ตราสารหนี้หรือหน่วยลงทุนเหล่านี้ให้ผู้ลงทุนได้อย่างอิง ซึ่งวิกฤตที่เกิดขึ้นส่วนหนึ่งมาจากการขาดความน่าเชื่อถือการประเมินความเสี่ยงโดยสถาบันเหล่านี้ ทำให้ตลาดการซื้อขายตราสารหนี้หรือหน่วยลงทุนขาดสภาพคล่องเพราะมีแต่ผู้ประสงค์จะขายไม่มีผู้ประสงค์จะซื้อ ราคาจึงตกต่ำลงอย่างรวดเร็ว และเป็นที่สำคัญของการด้อยค่าจนถือว่าเป็นสินทรัพย์ที่มีปัญหา (Toxic Asset) บางครั้งเมื่อไม่มีการซื้อขาย ก็เกิดปัญหาว่าผู้ถือจะตีราคาสินทรัพย์เหล่านี้อย่างไรเพื่อให้สอดคล้องกับการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์มาตรฐานบัญชีที่จะต้องมีการตีราคาตามตลาดเพราะไม่มีราคาตลาดให้อ้างอิง จึงได้เกิดข้อเสนอโมเดลทางคณิตศาสตร์ที่ใช้คอมพิวเตอร์ช่วยในการคำนวณ อย่างไรก็ดี ข้อเสนอนี้ก็ยังไม่เป็นที่ยอมรับกันในทางปฏิบัติและทำให้ความนิยมลงทุนในตราสาร Securitization เสื่อมถอยลงไปเป็นอย่างมาก

(2) ด้านหนี้สิน โดยเฉพาะการรับฝากเงินและการกู้ยืมเงิน ปรากฏว่าในตลาดการเงินทั้งในสหรัฐอเมริกาและในยุโรปกลับไม่มีความไว้วางใจระหว่างสถาบันการเงินด้วยกัน ดังจะสังเกตได้จากในช่วงต้นเดือนตุลาคม 2008 ที่ผ่านมา วิกฤตได้ทวีความรุนแรงเพิ่มมากขึ้นเพราะสถาบันการเงินขนาดใหญ่ที่เคยค้าเงินหรือให้สินเชื่อระยะสั้นๆ ต่อกันกลับไม่ยอมปล่อยสินเชื่อในระหว่างกัน เพราะเป็นห่วงกังวลว่าเงินที่ปล่อยไปนั้นจะไม่ได้รับการชำระคืนอันเนื่องมาจากปิดกิจการ เช่นกรณีที่เกิดกับ Lehman Brothers ซึ่งเป็น Investment Bank อันดับ 4 ของสหรัฐอเมริกาในแง่สินทรัพย์ รองจาก Goldman Sachs, Morgan Stanley และ Merrill Lynch ที่ได้เข้าสู่การล้มละลายเนื่องจากไม่สามารถเพิ่มทุนได้จนถึงขั้นไม่มีสินทรัพย์เพียงพอที่จะใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงิน เพราะมีความเสียหายจาก credit default swap ซึ่งเป็นผลจากการเข้าไปให้บริการทางด้านนี้ แม้ว่ารัฐบาลสหรัฐอเมริกาพร้อมจะให้กู้ยืมก็ตาม Lehman Brothers ได้ขาย Lehman link bond ในฮ่องกง ซึ่งเมื่อมีการล้มละลาย ผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุนเหล่านี้ก็สูญเสียเงินที่ลงทุน ความตื่นกลัวว่าคู่ค้าหรือสถาบันการเงินที่ไปถือตราสารหรือให้สินเชื่ออาจจะไม่มีความสามารถในการชำระคืนหนี้ ถือเป็นวิธีการป้องกันตัวเองหรือการบริหารความ

เสี่ยงในระดับจุลภาค ได้กลายเป็นตัวบั่นทอนระบบการเงินของธุรกรรมที่จะเกิดขึ้นตามปกติ ทั้งในภาคการเงินและภาคการผลิต ความไม่ไว้วางใจนี้ หรือ Confidence factor ที่เคยเป็นหลัก (Basic Assumption) ในระบบทุนนิยม เมื่อเกิดมีการค้าขายกัน และคู่ค้าต้องมีการให้สินเชื่อการค้าระหว่าง ซึ่ง เป็นประเด็นปัญหาเศรษฐกิจที่วิชาเศรษฐศาสตร์มหภาคไม่ได้ใส่ใจมากนัก

(3) ด้านที่สามคือทุน สถาบันการเงินต่างๆ ได้มีการตั้งสำรองอย่างต่อเนื่องจากการด้อยค่า ของสินทรัพย์มาเป็นลำดับ เพื่อเป็นหลักประกันความมั่นคงตามที่ทางการใช้ในการกำกับสถาบัน การเงิน จนบางครั้งการด้อยค่าของสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วได้ทำให้เงินกองทุนที่สถาบันการเงิน ต้องดำรงไว้นั้นอาจจะมีไม่เพียงพอหรือถึงขั้นติดลบ และเมื่อไม่สามารถเพิ่มทุนได้อันเนื่องมาจากความ โกลาหลของระบบตลาดทุนที่ไม่มีใครยอมนำเงินมาเพิ่มทุน ก็ทำให้สถาบันการเงินนั้นๆ ต้องถูกปิด กิจการไปในที่สุด ดังเช่นที่ Lehman Brothers ประสบมาแล้ว มิฉะนั้น รัฐบาลก็ต้องเข้าไปแบกรับ ภาระด้วยการเข้าไปเพิ่มทุนให้ ซึ่งก็คือการเข้าไปครอบงำกิจการหรือการ Nationalization สถาบัน การเงินเอกชนเหล่านั้นมาเป็นของรัฐนั่นเอง แม้แต่ประเทศอังกฤษที่เป็นต้นแบบของระบบทุนนิยมและ เชิดชูการทำงานของกลไกตลาด กลับต้องเข้าไป Nationalize สถาบันการเงินหลายแห่ง เช่น Northern Rock ที่เป็นผู้ให้กู้แก่ชาวอังกฤษที่ซื้อบ้านในแถบ New Castle เพื่อป้องกันไม่ให้ประชาชนแตกตื่น กลายเป็น domino ที่ดึงให้สถาบันการเงินอื่นๆ ล้มตามมา หรือกรณีที่รัฐบาลสหรัฐอเมริกาต้องเข้าไป ช่วยเพิ่มทุนให้ Freddie Mac และ Fannie Mae เพื่อไม่ให้สถาบันการเงินที่ปล่อยกู้ฮอสมิทธิทรัพย์ทั้ง สองแห่งนี้ต้องล้มลงไป

ดังนั้น ความโกลาหลวุ่นวายในระบบสถาบันการเงินในช่วงล่าสุดของเดือนตุลาคม 2008 นี้ จึงเป็นอาการของความไม่สมดุลที่มาจากความเชื่อมั่นในราคาทรัพย์สินนั้นในอดีต<sup>6</sup> และผล ของการดำเนินนโยบายที่ยังคงอยู่บนพื้นฐานของหลักทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์แบบเดิมที่มีอุตสาหกรรม เป็นพื้นฐานของโครงสร้างเศรษฐกิจ แม้รัฐบาลญี่ปุ่นจะออกมาตรการใช้จ่ายงบประมาณ 5 ล้านล้านเยน หรือ 1.8 ล้านล้านบาทในเดือนตุลาคมนี้ หรือรัฐบาลจีนจะออกมาตรการ 4 ล้านล้านหยวน หรือ 20 ล้าน ล้านบาทในเดือนพฤศจิกายน 2008 ก็ไม่สามารถเรียกความเชื่อมั่นกลับคืนได้ ถ้าพึ่งแต่การฟื้นฟู เศรษฐกิจจะอาศัยการใช้เงินของรัฐเพื่อทดแทนการตกต่ำของการใช้จ่ายเงินของเอกชนทั้งในรูปการ ลงทุนและการบริโภค ตามหลักของ Keynes จึงไม่สามารถฟื้นฟูสถานการณ์ได้อย่างที่หวังไว้ จะต้องมี การฟื้นความเชื่อมั่น (Confidence)

---

<sup>6</sup> ก่อนเกิดวิกฤตเมื่อปี 1929 นักเศรษฐศาสตร์สมัยนั้นก็ได้ให้ความสนใจกับ Value Theory แต่เป็นการวิเคราะห์สินค้าและบริการ ในขณะที่ปัญหาในปัจจุบันเป็นความไม่เชื่อมั่นใน ราคาของสินทรัพย์ในอนาคต หรืออีกนัยหนึ่งเป็น Value Theory เกี่ยวกับ Financial Assets เมื่อคาดว่าจะลดลงก็มีการเทขายจนทำให้หุ้นตกต่ำ



#### 4. มาตรการที่ทางการใช้เฉพาะหน้า

ในยามปกติการกู้ยืมระหว่างธนาคารจะมีอัตราดอกเบี้ยใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลัง แต่ในช่วงเดือนตุลาคม 2008 ที่ความไม่เชื่อมั่นในระบบธนาคารพาณิชย์ได้เกิดขึ้นอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยทั้งสองขยับตัวสูงขึ้นมาก ปรากฏการณ์เช่นนี้เป็นลักษณะของการขาดความเชื่อถือต่อกันในระบบสินเชื่อ ซึ่งมีผลเสียหายต่อเนื่องไปยังภาคการผลิตต่างๆ ดังนั้น ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ จึงได้ประกาศมาตรการด้วยวิธีการที่ไม่เคยดำเนินการมาก่อน และยังเป็นการจัดแย้งกับแนวคิดแบบ Neo classics เช่น

- (1) การ Nationalize ธนาคารพาณิชย์เอกชน
- (2) การเข้าไปซื้อหุ้นธนาคารพาณิชย์โดยรัฐบาล
- (3) การปล่อยเงินกู้อย่างไม่จำกัดให้แก่สถาบันการเงิน
- (4) การรับซื้อตัวเงินของภาคเอกชนโดยธนาคารกลางซึ่งมีผลเท่ากับเป็นการปล่อยกู้ของธนาคาร

กลางแก่ธุรกิจเอกชน

- (5) การให้ประกันเงินฝากเต็มจำนวน
- (6) การรับประกันเงินกู้ระหว่างธนาคาร
- (7) การรับประกันเงินกู้ต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ เหล่านี้เป็นต้น

มาตรการที่ขัดแย้งกับหลักการพื้นฐานทางธุรกิจปกติเหล่านี้ย่อมเป็นอุปสรรคในการฟื้นตัวของระบบการเงินในระยะยาว และยังมีคำถามตามมาว่าจะสามารถฟื้นความเชื่อมั่นในระยะสั้นได้อย่างแท้จริงหรือไม่

นอกจากนี้ ผู้นำประเทศมหาอำนาจต่างๆ โดยเฉพาะกลุ่มประเทศใหญ่ร่วม 20 ประเทศโดยการนำของประเทศที่ร่ำรวยที่สุด คือ G8 ได้มีการประชุมกันที่กรุงวอชิงตัน ดีซีเพื่อร่วมกันกำหนดแนวทางในการฟื้นฟูเศรษฐกิจโลกเมื่อวันที่ 15 พฤศจิกายน 2008 โดยมีข้อสรุปหลักๆ 3 ประการคือการกำกับสถาบันการเงินที่ดีขึ้น การอัดฉีดเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ และการละเว้นการปกป้องทางการค้าด้วยการรื้อฟื้นการเจรจาการค้าโลกในรอบใหม่ ซึ่งก็ไม่ปรากฏว่าได้รับการตอบสนองจากตลาดเงินทุนโลกในทางบวกเท่าใดนัก เพราะยังไม่มีแนวทางใหม่ในการสร้างความเชื่อมั่น

#### 5. บทบาทของรัฐ และกลไกตลาด ในแนวคิดทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์

เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นแสดงให้เห็นว่าแนวคิดทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ที่เป็นแนวหลักในปัจจุบันที่มีการโต้แย้งการแทรกแซงของรัฐ และการสนับสนุนการทำงานของกลไกตลาด โดยให้มีการแทรกแซงของรัฐน้อยที่สุด ได้กลับไปสนับสนุนการทำงานของรัฐบาล กล่าวคือ

ในช่วงที่ภาวะวิกฤตได้ทวีความรุนแรงมากขึ้น จนกระทบต่อความเชื่อมั่นของประชาชนถึงขีดสุด ความมั่นใจหรือความเชื่อถือต่อกัน เอกชนต่างต้องบริหารความเสี่ยงด้วยการลดการให้สินเชื่อต่อกัน และระหว่างสถาบันการเงินด้วยกัน การค้าขายต้องการเรียกชำระเงินสด ในสถานการณ์เช่น นี้ได้มีการเรียกร้องให้รัฐเข้ามาแทรกแซง แต่หากรัฐเข้ามาเกินไปหรือนานไปก็จะเป็นการสร้างปัญหาประสิทธิภาพ ดังนั้น จึงมีปัญหาคือความเหมาะสมว่ารัฐควรมีบทบาทอย่างไรในการดึงความเชื่อมั่นกลับมาได้โดยไม่สร้างความเสียหายต่อระบบในระยะยาว

การทำงานของกลไกราคาในระบบที่ข้อมูลมีความสมบูรณ์ (Perfect information) และเป็นตลาดเสรี ผู้ลงทุนอาจจะอยู่ข้างใดข้างหนึ่งของตลาด นำไปสู่ความผันผวนของราคาอย่างรุนแรงได้ และประโยชน์ของตัวตัดวงจร หรือ Circuit breaker หรือการแทรกแซงของรัฐที่เหมาะสมควรอยู่ที่ใด ดังนั้น ในภาวะที่ผู้เข้าร่วมมีข้อมูลเท่าเทียมกัน ตลาดอาจจะผันผวนไปมารุนแรงดังเช่นตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงเดือนสิงหาคม และกันยายนของปี 2008 ได้ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะผู้มีวัตถุดิบค้างสต็อกในราคาที่สูงไว้เป็นจำนวนมาก

ประเด็นสำคัญที่สุดก็คือ ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ทั้งเศรษฐศาสตร์ระดับจุลภาคและมหภาคแม้ว่าจะได้รับการพัฒนาเพื่อมาใช้อธิบายระบบเศรษฐกิจที่มีพื้นฐานแบบเกษตรกรรมและเปลี่ยนผ่านมาสู่เศรษฐกิจแบบอุตสาหกรรมเป็นด้านหลักก็ตาม แต่เมื่อเศรษฐกิจภาคบริการขยายตัวเติบโตขึ้น หรือมี scale มากขึ้น ค่าใช้จ่ายยิ่งลดต่ำลง แต่ความเสี่ยงอาจจะมีเพิ่มมากขึ้น ทำให้ทฤษฎีที่เคยใช้ในการอธิบายลักษณะการผลิตที่มีการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพตามที่ได้มีการศึกษาในภาคเกษตรกรรมหรืออุตสาหกรรม เช่น Law of diminishing rate of returns คือยิ่งขยายตัวมากยิ่งขึ้น ต้นทุนสูง จึงไม่สอดคล้องกับโครงสร้างเศรษฐกิจใหม่ที่ต้องอาศัยภาคบริการเป็นหลัก อาทิ การทำงานของสถาบันการเงินต่างๆ หรือบริการทางการเงินรับความเสี่ยงต่างๆ ย่อมไม่อาจจะใช้ Law of diminishing rate of returns ที่เป็นเหตุผลหลักในการเข้าสู่ดุลยภาพ ซึ่งในหลายกรณีปรากฏว่า Marginal cost อาจจะไม่เกิดขึ้นเลย เช่น software ต่างๆ และอาจเข้าข่าย Law of increasing rate of returns เสียด้วยซ้ำไป

## 6. ข้อคิด : ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สมมูลใหม่

ลักษณะสำคัญของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สมมูลใหม่ จะต้องชี้ทางออกให้กับปัญหาต่างๆ เช่น

6.1 สภาพสังคมโลกได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมมาก ประชากรมีอายุยืนยาวมากขึ้นแต่ไม่อาจทำงานหาเลี้ยงชีพได้ตลอดไปเพราะมีการเกษียณอายุ ดังนั้น ความต้องการใช้จ่ายยามชราภาพ ในอดีตรัฐจึงมักจะให้ระบบการประกันสังคมหรือระบบสังคมสงเคราะห์เลี้ยงดูคนชราเหล่านี้ โดยใช้มาตรการเก็บภาษีหรือความสามารถในการจัดเก็บรายได้ในปีนั้นๆ มาใช้จ่ายกับคนชรา (Pay As You Go System) แต่เมื่อเกิดวิกฤตระบบบำนาญทำให้ประเทศต่างๆ หันมาใช้ระบบ (Fully Funded System) ที่ต้องบังคับหรือชักจูงให้คนหนุ่มสาววัยทำงานมีการออมเพื่อสะสมไว้ใช้จ่ายยามชรา ทำให้เกิดอุปสงค์ต่อ

สินทรัพย์ทางการเงิน(Financial Assets) ที่สามารถใช้ในการสะสมทุน ทำให้สินทรัพย์เหล่านี้เกิดการขยายตัวเป็นจำนวนมากๆ และมีการถ่ายเทข้ามพรมแดนเพื่อแสวงหาแหล่งลงทุนที่จะให้ประโยชน์ตอบแทนการลงทุนสูงสุด ดังนั้น ระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกจึงถูกกำหนดโดยอุปสงค์และอุปทานต่อสินทรัพย์ทางการเงินเหล่านี้ ที่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนเงิน และสภาพคล่องของระบบการเงินต่างๆ ของโลก จนบดบังอุปสงค์และอุปทานจากภาคเศรษฐกิจจริงในการเคลื่อนไหวของสถานะของธุรกิจการเงิน

6.2 ความสมดุลทางเศรษฐกิจไม่อาจจะกำหนดเฉพาะแต่ความสมดุลของสินค้าเท่านั้น (Flow equilibrium) เพราะเศรษฐศาสตร์มหภาคจะต้องคำนึงถึงความเชื่อมโยงกับความสมดุลของสินทรัพย์ (Stock equilibrium) ด้วย ทั้งตลาดแรกและตลาดรอง เพราะวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้มาจากความไม่สมดุลใน Stock equilibrium เช่น การเสื่อมค่าของ subprime mortgage จำนวน 700 พันล้านดอลลาร์ในสหรัฐ ตัวอย่างของแนวความคิดแบบ Flow ก็คือ การใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในปี 2001-2002 ที่มีส่วนช่วยกระตุ้นการขยายตัวของภาวะฟองสบู่ เช่น ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาและการเพิ่มขึ้นของราคาอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งการขยายตัวของธุรกิจซัพไพล์มด้วย ระบบการตัดสินใจเกี่ยวกับเรื่องอัตราดอกเบี้ยเป็นบทบาทของธนาคารกลางที่มุ่งการรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจที่กังวลกับภาวะเงินเฟ้อ และการกระตุ้นการขยายตัวของอัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนั้น การใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยจึงเป็นการใช้เพื่อทางเลือก(trade off) ในระดับของ Flow เท่านั้น โดยปล่อยให้ผลทางด้าน Stocks ที่มีขนาดใหญ่กว่ามาก เช่น ตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอสังหาริมทรัพย์ และตลาดตราสารหนี้ รวมทั้งหนี้สินเชื่อส่วนบุคคลที่มีการด้อยค่าเกิดขึ้นอย่างรุนแรง กลับถือว่าปล่อยให้เป็นกลไกตลาด โดยที่ทางการขาดการติดตามหรือความเข้าใจในการปรับเปลี่ยนของตัวแปรต่างๆ เหล่านี้ กรอบความคิดในเรื่องนี้คงต้องมีการเปลี่ยนแปลงให้เกิดความสมดุลมากขึ้น

6.3 ในทำนองเดียวกัน การกำหนดนโยบายการเงินโดยเฉพาะอย่างยิ่งการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางยังมุ่งไปที่การควบคุมภาวะเงินเฟ้อที่วัดจากดัชนีผู้บริโภค (Consumer Price Index : CPI) ในขณะที่สินทรัพย์ทางการเงิน และอสังหาริมทรัพย์ได้มีการเพิ่มค่าอย่างเป็นระบบจากสภาพคล่องในระบบการเงิน ทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อของสินทรัพย์ (Asset price inflation) โดยขาดการเอาใจใส่เพราะถือเป็นกลไกราคาปกติที่ธนาคารกลางจะไม่เข้าไปแทรกแซง

ดังนั้นระบบการดูแลนโยบายการเงินควรต้องมีการปรับเปลี่ยนให้คำนึงถึง Asset price inflation นอกเหนือจากเป็นการรักษาค่าเงิน หรืออำนาจซื้อของเงินแล้ว ยังเป็นการดูแลความเสี่ยงในระบบการเงินและตลาดทุนอีกทางหนึ่งด้วย

6.4 เศรษฐศาสตร์ยังไม่สามารถอธิบายและเสนอแนะนโยบายเพื่อแก้ไขปัญหาความตกต่ำของความเชื่อมั่น (Confidence) ที่เป็นทั้งระบบได้อย่างน่าพอใจ เพราะที่ผ่านมารวมกันจะแก้ไขปัญหาโดยการพยายามกระตุ้นให้กลไกตลาดทำงานด้วยการลดแลกแจกแถม นโยบายการเงินการคลังต่างๆ แต่ในปีที่ผ่านมาก็ได้แสดงชัดเจนว่าไม่ได้ผล เช่น ตัวอย่างของผู้ถือตราสาร Subprime ที่เกิดความไม่ไว้วางใจต่างพากันเทขาย แต่ไม่มีผู้ใดยอมซื้อ ดังเช่นที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนสิงหาคม 2007 หลังจากที่มิชวตราสารของ 2 กองทุนไม่สามารถชำระหนี้ได้ ความกลัว หรือ Confidence factor นี้ มีลักษณะเหมือนระบบธนาคารที่ผู้ฝากเงินหากได้รับความเสียหายจากการฝากเงินกับธนาคารแห่งหนึ่งจะตื่นตกใจและถอนเงินจากธนาคารทั้งระบบหากไม่มีระบบการประกันเงินฝาก นอกจากนี้ แนวทางการดำเนินนโยบายแก้ไขปัญหาความไม่เชื่อมั่น (confidence) ในระยะสั้นที่ได้มีการดำเนินการไปน่าจะขัดแย้งกับหลักการงานที่มีประสิทธิภาพของระบบในระยะยาว

ในทางกลับกัน ผู้ว่าการของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาเคยเตือนนักลงทุนที่มองโลกในแง่ดีเกินไป (Irrational exuberant) แต่ก็เป็นการเตือนที่ไม่มีผลทั้งที่การเกิดภาวะการณ์เช่นนั้น หมิ่นเหม่ต่อการสร้างปัญหาต่อระบบในระยะยาว

ดังนั้น แนวทางที่ทางการควรดูแลคือการรักษาสภาพความเชื่อมั่นให้พอเหมาะ ไม่ให้มีมากหรือน้อยเกินไปปัจจัยพื้นฐาน

6.5 การศึกษาเรื่องอุปสงค์ของสินทรัพย์เหล่านี้ หรือ Risk Appetite ยังคงมีการศึกษาภายใต้หัวข้อ modern portfolio model theory ที่วิเคราะห์ความเสี่ยงจากความผันผวนของผู้บริหารเงินกองทุนในระดับผู้ลงทุน เท่าที่ผ่านระบบตลาดจะให้ผลตอบแทนผู้ที่กล้าเสี่ยงแต่หากพลาดพลังก็ไม่สามารถเอาคืนมาจากผู้ทำความเสียหายได้ ดังนั้น ทฤษฎีใหม่จะต้องสร้างแนวคิดทางวิชาการที่สนับสนุนทางปฏิบัติการด้านการกำหนดนโยบายและการกำกับความเสี่ยง โดยเฉพาะความเสี่ยงทางการเงินในระดับมหภาค และช่วยกำหนดกรอบการทำงานให้กับหน่วยงานกำกับที่ครอบคลุมไปยังองค์กรต่างๆ ที่เป็น Risk takers มากกว่าผู้ฝากเงินเช่นที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน โดยมีแนวทางจัดการกับปัญหา Too Big to Fail ที่ทำให้รายใหญ่ได้เปรียบและเกิดความไม่เป็นธรรม (Moral Hazard)

6.6 การกำกับระบบสถาบันการเงินยังเน้นเรื่องการปกป้องผู้ฝากเงิน แต่ไม่ได้คำนึงถึงความเสี่ยงที่อาจจะดึงให้ทั้งระบบพังลงมา (Systemic Risk) เหมือนเหตุการณ์ในสหรัฐอเมริกาในช่วงเดือนตุลาคม 2008 ดังนั้น แนวการกำกับน่าจะต้องการจัดทำ Risk Matrix เพื่อตามหาความเสี่ยงที่ถูกส่งผ่านออกไปยังตราสารอนุพันธ์ว่ามีจุดรับความเสี่ยงที่ใดบ้าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของ AIG ที่ไปรองรับ credit default swap (CDS) เป็นการรองรับความเสี่ยงที่สถาบันการเงินอื่นส่งถ่ายมาให้และอยู่นอกเหนือการกำกับ เพราะไม่ใช่กิจการประกันภัยตามปกติ ถือว่าเป็นการซื้อขายอนุพันธ์ (Derivatives) มีข้อมูลว่า วงเงินที่มีการประกันแบบ CDS โดยไม่มีการกำกับใดๆ ของรัฐน่าจะสูงเป็น 4 เท่าของจีดีพี

ของประเทศสหรัฐอเมริกา เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นนี้ย่อมทำให้ระบบการกำกับต้องมีการเพิ่มเติมในการดูแลผลกระทบของความเสี่ยงจากทุกองค์กรที่เมื่อรับความเสี่ยงแล้ว ต้องมีกำลังในการแบกรับภาระความเสี่ยงนั้นอย่างแท้จริง ในอดีตทางการของประเทศต่างๆมักจะไม่ได้เข้าไปกำกับดูแลหรือบังคับให้ต้องมีการเปิดเผยข้อมูล และก่อให้เกิดช่องว่างจนเกิดวิกฤตดังที่กล่าว โดยเฉพาอย่างยิ่งการทำงานของ Hedge Fundต่างๆที่มีการเก็งกำไรด้วยการกู้เงินหลายสิบล้านหรือหลายร้อยเท่าของคุณ

6.7 ระบบการทำงานของหน่วยตรวจสอบและประเมินฐานะเช่น Credit Rating Agencies และ External Auditor ซึ่งผู้ถูกประเมินเป็นผู้เลือก และทำให้ผู้ประเมินต้องมีความเป็นห่วงผลกระทบทางธุรกิจของตน มากกว่าการทำหน้าที่อย่างตรงไปตรงมาและให้ผู้ลงทุนซึ่งมีส่วนได้ส่วนเสียโดยตรงได้ประโยชน์จากงานของหน่วยตรวจสอบอย่างแท้จริง นักลงทุนหรือผู้ที่พึ่งพาการประเมินของหน่วยงานเหล่านี้มีความรู้สึกว่าจะไม่อาจจะพึ่งพาผลงานของหน่วยงานเหล่านี้ได้อย่างแท้จริง ผลการประเมินที่ได้มักจะตามหลังเหตุการณ์ ดังนั้น ควรจะมีระบบให้ผู้วิเคราะห์หรือผู้ลงทุนที่เป็นผู้ใช้ประโยชน์นี้มีส่วนในการเลือกหรือสรรหาหน่วยตรวจสอบเหล่านี้ มากกว่าที่จะสรรหาโดยผู้ถูกตรวจสอบ

## 7 นโยบายดอกเบี้ย สำหรับ ความสมดุลทั้ง Flow กับ Stock

แนวคิดดั้งเดิม เกี่ยวกับ Liquidity Preference Theory ควรต้องมีการทบทวน เพราะการถือเงินเพื่อ การจับจ่าย(transaction purpose) หรือ การระมัดระวัง (precautionary purpose) เป็นเพียงส่วนน้อย ส่วนใหญ่จะเป็นการเก็งกำไรระหว่างสินทรัพย์ต่างๆ(speculative purpose) เมื่อประชาชนมีความมั่งคั่ง(wealth) มากขึ้นมีสินทรัพย์รูปแบบต่างๆในการครอบครองมากขึ้น การบริหาร portfolioจะทวีความสำคัญมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการบริหารเองหรือการบริหารโดย ผู้บริหารกองทุน ซึ่งต้องเลือกการถือระหว่าง สิ่งที่มีสภาพคล่องมากที่สุดและเสี่ยงน้อยที่สุด คือ เงิน (Money) ตราสารหนี้(Bond)จนถึงหุ้น (Equity) และสิ่งที่มีสภาพคล่องน้อยกว่า คือ อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate)

หากประชาชนมีการมองโลกในแง่ดีหรือมีความเชื่อมั่นมาก หรือมี Risk Appetite มาก ก็จะมี ความต้องการถือสินทรัพย์ (long position) ประเภทหลังมาก หรืออาจจะมีการ short sell หรือขายล่วงหน้าหลักทรัพย์ ราคาสินทรัพย์เหล่านี้จะเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทางกลับกัน และอาจจะถึงขั้นเป็น Asset price inflation หากมีการขึ้นของราคาอย่างไม่หยุดหย่อน จากการมีความเชื่อถือในหลักทรัพย์มากขึ้น หรือเกิด Asset price deflation เมื่อความเชื่อมั่นในอนาคตมีน้อยลงทำให้เกิดการด่ำของราคาหุ้นและอสังหาริมทรัพย์เป็นต้น และจะหนีไปถือ เงินหรือโลหะมีค่าเช่น ทองคำเป็นต้น หากมีปัญหาเรื่องการไม่มีเสถียรภาพของค่าเงินโดยเฉพาะต่อสกุลเงินหลัก การโยกไปโยกมาของอุปสงค์ต่อสินทรัพย์เหล่านี้ย่อมมีผลกระทบต่อทิศทางของราคาและความมั่งคั่งโดยรวม เมื่อมีความต้องการถือเป็น

เงินมากๆ เท่ากับมีความต้องการหนีจากหุ้นไปสู่การถือเงิน (risk averse) ย่อมมีผลในการกดดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวลดลง เมื่อเงินเหล่านี้ส่วนหนึ่งไปถือพันธบัตร

จะเห็นได้ว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะถูกกำหนดโดยอุปสงค์ต่อสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงกว่า หากประชาชนมี risk appetite มากขึ้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาวก็จะถูกดึงให้สูงขึ้น เพราะอุปสงค์ในการถือเงินจะน้อยลง เป็นการทำให้ต้นทุน หรือ opportunity cost การถือหุ้นหรือสังหาริมทรัพย์มีต้นทุนสูง และลดความน่าสนใจในการถือสินทรัพย์เหล่านี้ในที่สุด เท่ากับเป็น automatic stabilizer ดังนั้น หากรัฐประสงค์จะดึงให้ประชาชนมี risk appetite มากขึ้น ก็น่าจะต้องสร้างแรงจูงใจต่างๆ รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยในระบบให้ลดลง แต่หากประชาชนเช็ดขาดต่อการถือหุ้นดังเช่นที่เกิดขึ้นในประเทศไทยภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997 ก็พึงต้องแก้โดยการสร้างความปลอดภัยในการดำเนินงานของธุรกิจให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่นใจในการมีธรรมาภิบาลของผู้บริหาร กิจกรรมในตลาดหลักทรัพย์ จึงจะเรียกความมั่นใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กลับมาได้ อย่งไรก็ดี ญี่ปุ่นอาจจะเป็นกรณีหนึ่งที่มีการลดดอกเบี้ยระยะสั้นจนอยู่ในอัตราต่ำสุดก็ไม่สามารถฟื้นเศรษฐกิจได้ เพราะอัตราเงินเฟ้อต่ำมากถึงขั้น เป็น deflation ในบางครั้งทำให้อัตราดอกเบี้ยจริงยังสูงไม่ต่างไปจากประเทศอื่น<sup>7</sup>

ดังนั้น นโยบายดอกเบี้ยระยะสั้นของธนาคารกลางอาจมุ่งผลในการกดดันเงินเฟ้อ แต่การแปรเปลี่ยนของดอกเบี้ยระยะยาวก็เป็นผลจากการเปลี่ยนอุปสงค์ต่อการถือ risk assets การปรับขึ้นลงของดอกเบี้ยทั้งระยะสั้นและระยะยาวจะมีผลต่อการเคลื่อนไหวของ yield curve ความลาดชันที่มากขึ้นหรือลดน้อยลงจะสะท้อนแรงกดดันทางสองด้าน

การดำเนินนโยบายการเงินที่มุ่งกระตุ้นเศรษฐกิจ ต้องลดดอกเบี้ยพร้อมกับการเพิ่ม money supply ด้วยการให้เพิ่มสินเชื่อ แต่ในยามที่ เศรษฐกิจขาดความเชื่อมั่น การใช้นโยบายการเงินในลักษณะนี้จะไม่ได้ผล ตรงกันข้ามยิ่งทำให้เกิดการถือเงินสดได้ง่ายขึ้น เพราะ ธนาคารขาดความมั่นใจเข้มงวดการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นและ money supply ก็ไม่เพิ่ม ในภาวะดังกล่าว รัฐต้องให้ความมั่นใจแก่ประชาชนในการใช้จ่ายและสนับสนุนให้ลดการถือเงิน (speculative money holding) เพื่อให้

---

7 นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยเพื่อการบริโภคของชาวญี่ปุ่นก็ยังอยู่ในระดับสูง มีการเก็บดอกเบี้ยโดยสถาบันการเงินเพื่อไปใช้ในการบริโภคที่สูงถึง 26-28 % ทำให้รัฐบาลต้องออกกฎหมายมาคุมไม่ให้เกิน 18% ในปีนี้ ในขณะที่เดียวกันการที่อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรอยู่ในระดับต่ำมากก็มีผลกระทบต่อธุรกิจด้านลงทุน โดยเฉพาะการบริหาร portfolio ของกิจการประกันต่าง ทำให้ธุรกิจเหล่านั้นประสบความเสียหาย และเมื่อชาวญี่ปุ่นมีอายุยืนยาวมากขึ้น แต่กลับมีผลลัพธ์จากเงินออมเพื่อใช้ยามชราที่น้อยลงก็ทำให้การบริโภคมีการประหยัดมากขึ้นและดึงให้เศรษฐกิจจริงมีการขยายตัวน้อยลง

ประชาชนมี risk appetite ให้สูงขึ้น เมื่อธนาคารกลางสหรัฐลดดอกเบี้ยภายหลังจากเกิดวิกฤต 911 และ วิกฤตธรรมาภิบาล ธนาคารกลางอาจจะไปเฟ่งเล็ง flow equilibrium มากไป ไม่ได้คำนึงถึงผลต่อ stock equilibrium เท่าที่ควร ทำให้ เกิด asset price inflation นำไปสู่ การขยายอุปสงค์สินทรัพย์ทั้งหุ้นและ อสังหาริมทรัพย์ จนเกิดผลที่ตามมาในปี 2008

เพราะฉะนั้น ในการบริหารนโยบายดอกเบี้ย นอกเหนือจากการใช้เป็นเครื่องมือ นโยบายการเงินการคลังเพื่อบริหาร Aggregate Demand ควรใช้เพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่น ดูแลให้ประชาชน มี risk appetite ที่เหมาะสมไม่มากไปน้อยไป จนเกิดการกระตุก จากการโยกไปมารุนแรงเกินไป จะทำให้การถ่ายเทระหว่าง หุ้นและเงินอย่างราบรื่น จะเป็นหนทางในการรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจทั้ง ทางด้าน Flow และ Stock การดูแลความเสี่ยง ในภาวะที่เศรษฐกิจมีความซับซ้อนและมีการสะสมทุน มากขึ้น

## 8 สรุป

ทฤษฎีและแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ ถึงแม้จะมีการพิสูจน์ด้วยข้อมูลเชิงปริมาณด้วย เทคนิคที่ซับซ้อนไม่ต่างไปจากการทดลองพิสูจน์ของงานด้านวิทยาศาสตร์ แต่เป้าหมายของ เศรษฐศาสตร์ยังคงเป็นสังคมของมนุษย์ที่อยู่ร่วมกัน ซึ่งมีพฤติกรรมกรบริโภค การออม และ วัตถุประสงค์ที่อาจจะแปรเปลี่ยนไป ไม่เป็นกฎตายตัวเหมือนเช่นกฎทางวิทยาศาสตร์ ตัวอย่างเช่น กฎ ของเชย์ ที่ถูก John Maynard Keynes ล้มล้างด้วยแนวคิดการบริหารด้านอุปสงค์ (Demand Management) เพราะเศรษฐกิจในช่วงระหว่างสงครามโลกทั้งสอง ได้มีการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมอัน เนื่องมาจากการปฏิวัติอุตสาหกรรม ทำให้กลไกราคาช่วย Clear ตลาดได้ในเศรษฐกิจแบบดั้งเดิมอย่างมี ประสิทธิภาพนั้น ได้เกิดปัญหาจนเกิดภาวะการว่างงานและการตกต่ำของราคาสินค้า (The Great Depression) ดังนั้นวิกฤตทางเศรษฐศาสตร์จึงเกิดขึ้นเมื่อวิชาเศรษฐศาสตร์ไม่สามารถเสนอแนวทางที่ เป็นที่ยอมรับในการแก้ไขวิกฤตอย่างเป็นรูปธรรม ในปัจจุบัน เศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้วได้แปร เปลี่ยนไปจากเมื่อ 80 ปีที่แล้ว เพราะมีพื้นฐานของความเป็นอุตสาหกรรมน้อยลงแต่พึ่งพาภาคบริการ เกือบร้อยละ แปรดิบ ที่สำคัญกว่านั้นก็คือได้มีการสร้างและสะสมทุนด้วยสินทรัพย์ทางการเงินรวมทั้ง การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ทำให้มีสินทรัพย์ถาวรเกิดขึ้นอย่างมหาศาล อุปสงค์ต่อสินทรัพย์เหล่านี้ซึ่งมี มูลค่ามหาศาล ได้เข้ามามีบทบาทจนบดบังอุปสงค์เดิมๆ เช่นการลงทุนและการบริโภคที่เคยควบคุมได้ จากการใช้นโยบายการเงินการคลังให้เกิดเสถียรภาพหรือดุลยภาพ ยามเมื่อผู้ลงทุนเกิดความไม่เชื่อมั่น หรือเห็นว่าราคาในอนาคตของสินทรัพย์ทางการเงินเหล่านี้จะตกต่ำอย่างมาก ก็จะเกิดการพังครืนลงของ ระบบดังเช่นที่เกิดในเดือนตุลาคม 2008 ซึ่งส่งผลกระทบต่อตัวแปรต่างๆทางเศรษฐกิจอย่างกว้างขวาง ดังนั้นทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สมดุลใหม่จะต้องสามารถให้คำตอบเพื่อให้ผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจ

สามารถฟื้นความสมดุลได้ดังเช่นที่ Keynes เคยเสนอแนวความคิดการบริหาร Aggregate Demand เมื่อ 70 กว่าปีที่แล้ว

19 พฤศจิกายน 2008

### หนังสืออ้างอิง

Adam Smith “ An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations” Project Gutenberg, Release Date: April, 2002 [EBook #3300] Edition: 11

John Maynard Keynes “A General Theory of Employment, Income “1936 in <http://www.marxists.org/reference/subject/economics/keynes/general-theory/>

Ben Hansen, “A General Equilibrium” MacGraw Hill

Geoffrey Pilling “ The Crisis of Keynesian Economics A Marxist View”  
Published by Croom Helm, 1987 in <http://www.marxists.org/archive/pilling/works/keynes/index.htm>

พิสิฐ ลี้อาธรรม “การดำเนินนโยบายการคลัง” หนังสืออนุสรณ์ ดร. ป๋วย อึ๊งภากรณ์ พศ 2529

Pisit Leeahtam “Monetary Policy in Asian Economic Development”, Asian Development Review vol. 9,no 1, ADB-Manila, 1991

Pisit Leeahtam “Thailand’s Economic Adjustment – From Crisis to Double Digit Growth”  
Dokya/Samakkeesarn, 151 pages, Bangkok 1991

Pisit Leeahtam “Fiscal Deficit and Balance of Payments Adjustment”, Erasmus Universiteit Drukkerij, Rotterdam 1991

พิสิฐ ลี้อาธรรม “โลกานุวัตรทางการเงิน: บททำทหายความสามารถของผู้บริหารทางการเงิน” วารสารนักบัญชี ธันวาคม พศ 2536

พิสิฐ ลี้อาธรรม .”นโยบายการเงินและการคลัง “ หนังสือ สิบปีคณะเศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช พศ 2536

พิสิฐ ลี้อาธรรม “จากยุ่งกลายเป็นรุ่ง – บทเรียนเศรษฐกิจไทย”, ครั้งที่1, วัฏจักร, 320 หน้า, กรุงเทพมหานคร 2537 และ ครั้งที่2, 187 หน้า, กรุงเทพมหานคร พศ 2543

Pisit Leeahtam ”Public Versus Private Roles in Funded Pension Systems”, Policy Issues in Pension Reform, APEC-ADB Regional Forum, Chile 1999



พิสิฐ ลี้อาธรรม “นโยบายการคลังและการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ” สรรพากรสารัน ปีที่ 47 ฉบับที่ 9 กันยายน พศ 2543

พิสิฐ ลี้อาธรรม “ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการคลัง นโยบายการเงิน และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนกับการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ” Chulalongkorn Review ปีที่ 14 ฉบับที่ 55 เมษายน - มิถุนายน พศ 2545

พิสิฐ ลี้อาธรรม “จากวิกฤตต้มยำกุ้ง ถึงวิกฤตซับพราเม บทเรียนสำหรับการปรับปรุงโครงสร้างระบบการเงินของไทย” ใน ทิศทางการพัฒนาเศรษฐกิจมหภาค การเงิน การคลัง เล่ม 2 คณะทำงานเศรษฐกิจมหภาค การเงินการคลัง สถาบันปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ พศ 2550

พิสิฐ ลี้อาธรรม “เศรษฐกิจไทยกับความเสี่ยง” ใน ทิศทางการพัฒนาเศรษฐกิจมหภาค การเงิน การคลัง เล่ม 3 คณะทำงานเศรษฐกิจมหภาค การเงินการคลัง สถาบันปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ พศ 2551