

เจาะลึกวิกฤตค่าเงินในสปป.ลาว และนัยต่อเศรษฐกิจไทย

9 สิงหาคม 2022

เจาะลึกวิกฤตค่าเงินในสปป.ลาว และนัยต่อเศรษฐกิจไทย

KEY SUMMARY

สปป.ลาวกำลังเผชิญวิกฤตเงินกีบอ่อนค่ารุนแรง พร้อมกับอัตราเงินเฟ้อที่เร่งสูงขึ้น

ณ วันที่ 8 สิงหาคม 2022 ค่าเงินกีบอ่อนค่าทะลุระดับ 15,000 กีบต่อดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นการอ่อนค่าลงถึง 57% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และ 44% เมื่อเทียบกับเงินบาท นับจากเดือนกันยายน 2021 เป็นต้นมา และอ่อนค่าสูงสุดเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่น ๆ ในภูมิภาค การอ่อนค่าของเงินกีบตามภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น ประกอบกับการเร่งตัวของราคาน้ำมันและสินค้าต่าง ๆ จากสงครามรัสเซีย-ยูเครน และปัญหาอุปทานคอขวดโลกที่สปป.ลาวจำเป็นต้องพึ่งพาการนำเข้าในสัดส่วนสูง ได้ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อของสปป.ลาวเร่งตัวขึ้น เกิดปัญหาการขาดแคลนเงินดอลลาร์สหรัฐ และปัญหาการขาดแคลนสินค้าโดยเฉพาะน้ำมันเป็นวงกว้าง

ต้นตอของวิกฤตในปัจจุบันมาจากปัญหาโครงสร้างเศรษฐกิจที่มีความเปราะบาง

พัฒนาการของเศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมา เช่น การดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวในประเทศเศรษฐกิจหลัก ได้ส่งผลกระทบอย่างหนักต่อสปป.ลาวที่มีภาระหนี้สาธารณะสูงจากการร่วมลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่เพื่อขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ท่ามกลางการขาดดุลการคลังต่อเนื่อง ขณะที่ช่องทางการระดมทุนของสปป.ลาวเริ่มมีจำกัดและมีต้นทุนสูงขึ้น หลังถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลงสู่ระดับเก็งกำไร (Speculative grade) นอกจากนี้ สปป.ลาวมีระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ต่ำท่ามกลางการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่อง ซึ่งเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ส่งผลให้เงินกีบอ่อนค่าและเป็นความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศและการนำเข้าสินค้าจำเป็นต่อไป

EIC มองว่าสถานการณ์ในสปป.ลาวยังไม่รุนแรงเท่าศรีลังกา เนื่องจากปัจจุบันยังสามารถระดมทุนผ่านช่องทางต่าง ๆ และเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ได้

ณ ปัจจุบัน แม้ระดับหนี้สาธารณะของสปป.ลาวจะเร่งตัวสูงขึ้นมากแต่ยังต่ำกว่าศรีลังกา และระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเทียบมูลค่านำเข้าและหนี้ต่างประเทศระยะสั้นยังสูงกว่า นอกจากนี้ สปป.ลาวยังมีช่องทางการระดมทุนที่สามารถเข้าถึงได้ ทั้งจากการกู้ยืมเงินในตลาดพันธบัตรต่างประเทศ เช่น ตลาดไทย ซึ่งล่าสุดสปป.ลาวได้เปิดขายพันธบัตรวงเงินไม่เกิน 5,000 ล้านบาทในเดือนมีนาคมที่ผ่านมา หรือหน่วยงานระหว่างประเทศ และการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจผ่านการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ไม่ทำกำไร และการส่งเสริมการลงทุนและการมีส่วนร่วมของภาคเอกชนเพื่อดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติและผลักดันการส่งออก ทั้งนี้นโยบายการคลังและการเงินในสปป.ลาวในช่วงที่ผ่านมา ได้เน้นการประคองเศรษฐกิจเป็นหลัก แต่เป็นการแก้ปัญหาที่ปลายเหตุและอาจทำให้เสถียรภาพในประเทศอ่อนแอลงอีก ในระยะต่อไป EIC ประเมินว่า สปป.ลาวควรเร่งเจรจาปรับโครงสร้างหนี้โดยเฉพาะกับจีน ซึ่งมีแนวโน้มเข้ามาช่วยเหลือเนื่องจากสปป.ลาวเป็นประเทศสำคัญสำหรับโครงการ Belt and Road Initiative ในภูมิภาคอาเซียน

ผลกระทบต่อไทยคาดว่าจะมีจำกัด แต่จะเป็นความเสี่ยงที่ควรเฝ้าระวังต่อไป

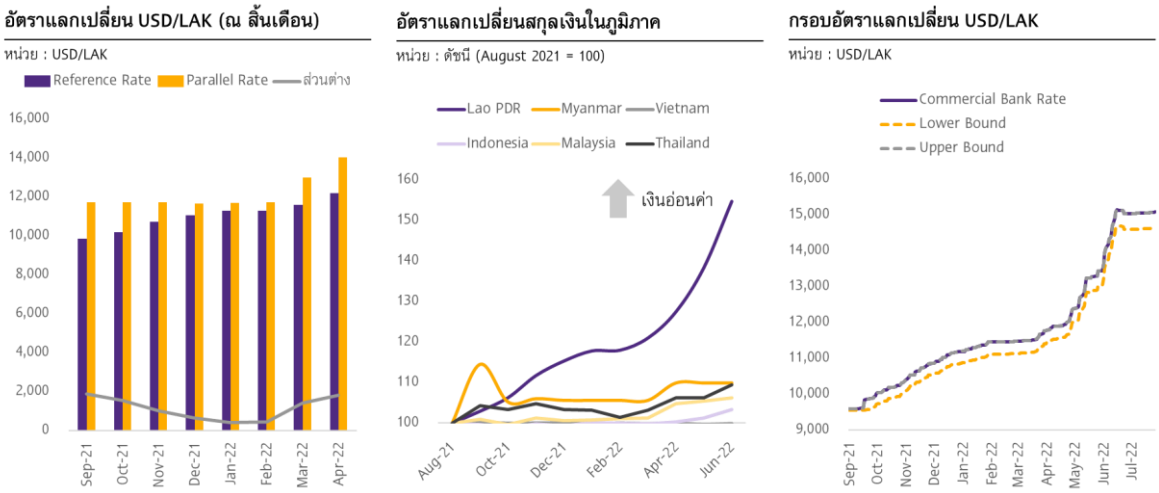
EIC คาดว่าผลกระทบต่อไทยจะมีผ่าน 4 ช่องทาง ได้แก่ ภาคการส่งออก การท่องเที่ยว การลงทุนโดยตรงจากไทย และภาคการเงิน สำหรับภาคการส่งออกไทย ผลกระทบหลักจะมาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจสปป.ลาว

และอุปสงค์ที่ลดลง แต่ในภาพรวมคาดว่าจะยังขยายตัวได้ โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากราคาน้ำมันสำเร็จรูปที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกหลัก สำหรับนักท่องเที่ยวจากสปป.ลาว ความเสี่ยงหลักมาจากกำลังซื้อที่ลดลงตามเงินกีบที่อ่อนค่า แต่จำนวนนักท่องเที่ยวคาดว่าจะเพิ่มขึ้นหลังเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบ ขณะที่การลงทุนโดยตรงจากไทยสู่สปป.ลาวในโครงการเขื่อนไฟฟ้าพลังงานน้ำนั้น ต้องเฝ้าระวังความเสี่ยงการชำระค่าไฟจากสปป.ลาวที่อาจถูกเลื่อนออกไปซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นในอนาคต ตลอดจนความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินในประเทศที่ถึงแม้ว่าจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง แต่อาจมีความเปราะบางมากขึ้นในช่วงต่อไป อย่างไรก็ดี ในภาพรวมคาดว่าจะได้รับผลกระทบจำกัด เนื่องจากมีผู้ซื้อไฟฟ้าหลักคือไทย และมีการเซ็นสัญญา PPA เรียบร้อยแล้ว

สรุปสถานการณ์เศรษฐกิจสปป.ลาวในช่วงที่ผ่านมา

สปป.ลาวเผชิญกับการอ่อนค่าของเงินกีบอย่างรุนแรงตั้งแต่ช่วงเดือนกันยายน 2021 เป็นต้นมา โดย ณ วันที่ 8 สิงหาคม 2022 ค่าเงินกีบต่อดอลลาร์สหรัฐและบาท ตามอัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงของธนาคารกลางสปป.ลาว (BOL) อ่อนค่าลง 57% และ 44% จากวันที่ 1 กันยายน 2021 ตามลำดับ ขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดทั่วไป (Parallel market) มีส่วนต่างกับอัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงสูงขึ้น (รูปที่ 1 ซ้ายมือ) ซึ่งแม้ว่าเงินกีบจะอ่อนค่าตามทิศทางเดียวกันกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาค แต่เป็นอัตราที่เร็วกว่ามาก โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับแนวโน้มในอดีต (รูปที่ 1 กลาง) การอ่อนค่าอย่างรวดเร็วนี้ สอดคล้องกับการประกาศของ BOL เมื่อวันที่ 15 กันยายน 2021 ที่อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์และร้านแลกเงินขยายกรอบการตั้งอัตราแลกเปลี่ยนได้เป็นไม่เกิน ± 1.5% จากอัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิง จากเดิมกำหนดไว้ที่ ± 0.25% ทั้งนี้ EIC พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนในตลาด (อ้างอิงข้อมูลจาก Banque Pour Le Commerce Exterieur Lao Public ซึ่งเป็นธนาคารของรัฐ) ชนกับกรอบบนมาโดยตลอด (รูปที่ 1 ขวามือ)

รูปที่ 1 : ค่าเงินกีบอ่อนค่าอย่างรุนแรงเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นในภูมิภาค

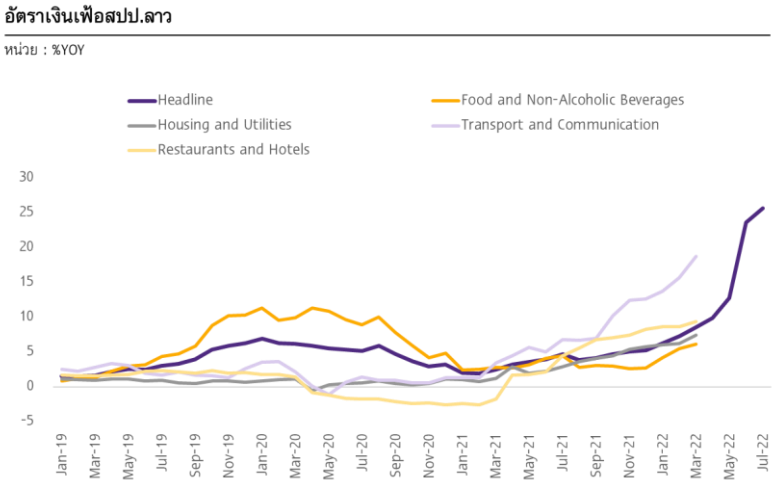


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ BOL, BCEL และ CEIC

เงินกีบที่อ่อนค่าลงมากเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อในสปป.ลาวเร่งตัว และเกิดปัญหาการขาดแคลนสินค้าขึ้น ในเดือนกรกฎาคมอัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้เร่งตัวขึ้นแตะ 25.6%YOY สูงสุดในรอบ 22 ปี (รูปที่ 2) โดยปรับเพิ่มขึ้นในเกือบทุกหมวดสินค้า เช่น ราคาน้ำมัน อาหาร และสาธารณูปโภค สาเหตุหลักมาจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกที่พุ่งสูงขึ้นหลังเกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนและปัญหาอุปทานคอขวดโลก ควบคู่กับการอ่อนค่า

ของเงินกีบซึ่งทำให้ราคาสินค้านำเข้าในสกุลเงินท้องถิ่นสูงขึ้นไปอีก นอกจากนี้ เมื่อมีความต้องการเงินสกุลต่างประเทศที่สูงขึ้นเพื่อนำเข้าสินค้า จึงเกิดปัญหาการขาดแคลนสกุลเงินต่างประเทศและการขาดแคลนสินค้าในที่สุด **ซึ่งหนึ่งในสินค้าที่เกิดการขาดแคลนอย่างมากคือน้ำมัน** โดยปั๊มน้ำมันหลายแห่งในสปป.ลาวได้เริ่มทยอยปิดให้บริการตั้งแต่ช่วงปลายปี 2021 เป็นต้นมา และสถานการณ์ได้แย่ลงต่อเนื่อง ล่าสุดปั๊มน้ำมันในกรุงเวียงจันทน์ได้เริ่มจำกัดโควตาการเติมน้ำมันแล้ว ทางการสปป.ลาวเผยว่า การขาดแคลนสกุลเงินต่างประเทศและจำนวนผู้นำเข้าน้ำมันที่น้อยลงหลังแบกรับภาระไม่ไหว ส่งผลให้สปป.ลาวนำเข้าน้ำมันได้เพียง 20 ล้านลิตร จากความต้องการต่อเดือน 120 ล้านลิตร ซึ่งปัญหาการขาดแคลนน้ำมันได้ก่อให้เกิดการหยุดชะงักของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในหลายภาคส่วน

รูปที่ 2 : อัตราเงินเฟ้อสปป.ลาวเร่งตัวขึ้นในเกือบทุกหมวดสินค้า



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Lao Statistics Bureau และ BOL

เนื่องจากเศรษฐกิจสปป.ลาวมีความเชื่อมโยงกับเศรษฐกิจไทยในหลาย ๆ ด้าน EIC จึงได้ทำการศึกษาเจาะลึกต้นตอวิกฤตเศรษฐกิจในสปป.ลาว พร้อมกับวิเคราะห์ทางออกที่เป็นไปได้สำหรับสปป.ลาวในระยะข้างหน้า และนัยที่สำคัญต่อเศรษฐกิจและธุรกิจไทย

เจาะลึกต้นตอวิกฤตค่าเงินในสปป.ลาว

สาเหตุของวิกฤตค่าเงินในสปป.ลาวเกิดจากทั้งภาวะเศรษฐกิจโลกและประเด็นเชิงโครงสร้างภายในเศรษฐกิจสปป.ลาวเอง กล่าวคือ 1) พัฒนาการของเศรษฐกิจโลก ทั้งจากการระบาดของ COVID-19 ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่พุ่งสูงขึ้นจากปัญหาอุปทานคอขวดและสงครามรัสเซีย-ยูเครน และนโยบายการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น ซึ่งส่งผลให้เงินกีบอ่อนค่าและเงินเฟ้อเร่งตัว และ 2) ประเด็นเชิงโครงสร้างเศรษฐกิจจากระดับหนี้สาธารณะที่สูง การขาดดุลการคลังและดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่อง และระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ต่ำ

1.พัฒนาการของเศรษฐกิจโลก

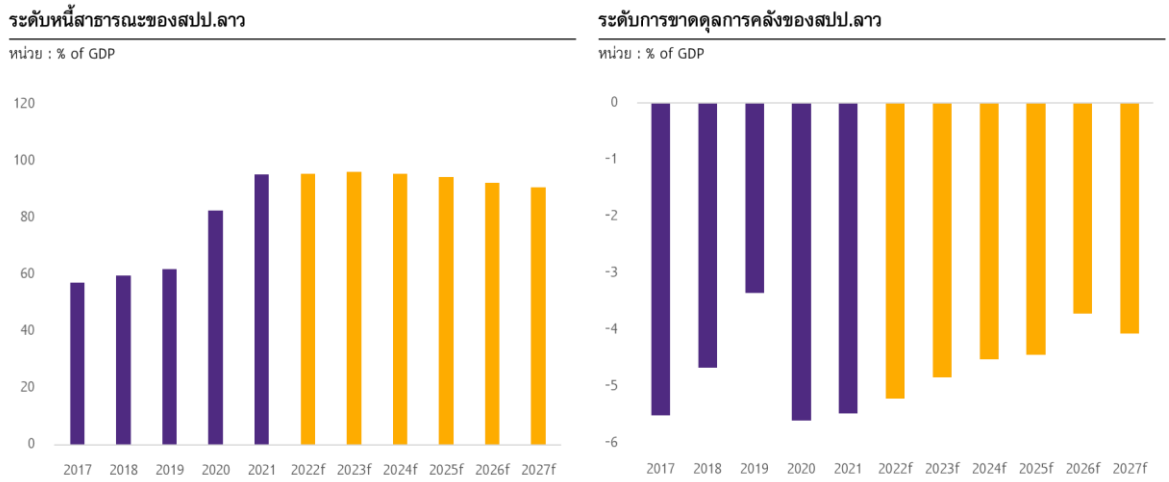
ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เศรษฐกิจโลกเผชิญกับอุปสรรคหลายปัจจัยซึ่งส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของสปป.ลาว วิกฤต COVID-19 และมาตรการล็อกดาวน์ระหว่างปี 2020-2021 ได้ซ้ำเติมความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการคลังของสปป.ลาวยิ่งขึ้นไปอีก จากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงและมีแนวโน้มฟื้นตัวช้า การจัดเก็บรายได้ภาครัฐที่ลดลงตามมาตรการลดภาษีต่าง ๆ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ สวนทางกับรายจ่ายที่สูงขึ้น และรายได้สกุลเงินต่างประเทศจากนักท่องเที่ยวที่หายไป นอกจากนี้ การระบาดของ COVID-19 ได้ส่งผลให้เกิดปัญหาอุปทานคอขวดในหลายอุตสาหกรรมและผลักดันให้อัตรา

เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น โดยแม้สถานการณ์จะเริ่มปรับดีขึ้นในต้นปี 2022 แต่สงครามรัสเซีย-ยูเครนได้ทำให้ปัญหาด้านอุปทานยืดเยื้อกว่าคาด ตลอดจนราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกพุ่งสูงขึ้น โดยเฉพาะน้ำมัน ซึ่งสปป.ลาวจำเป็นต้องนำเข้าทั้งหมด ด้วยอัตราเงินเฟ้อโลกที่สูงขึ้นมาก ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างรวดเร็ว ซึ่งส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าสุดในรอบ 20 ปี เงินทุนไหลออกจากสปป.ลาว และเงินกีบอ่อนค่าอย่างมาก ซึ่งเป็นหนึ่งปัจจัยที่ทวีความรุนแรงของการอ่อนค่าของเงินกีบและเป็นความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ต่างประเทศอีกด้วย

2.ระดับหนี้สาธารณะที่สูงและการขาดดุลการคลังต่อเนื่อง

สาเหตุหลักของวิกฤตค่าเงินในปัจจุบันคือระดับหนี้สาธารณะของสปป.ลาวที่เพิ่มสูงขึ้น ท่ามกลางการขาดดุลการคลังต่อเนื่อง (รูปที่ 3) จากเป้าหมายของรัฐบาลสปป.ลาวที่มุ่งพัฒนาประเทศเป็น “Battery of southeast asia” หรือแหล่งพลังงานไฟฟ้าแห่งภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และ “Land-linked country” หรือศูนย์กลางโลจิสติกส์ในภูมิภาค รัฐบาลสปป.ลาวจึงได้ร่วมลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่หลายโครงการ เช่น เขื่อนและโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ ระบบส่งไฟฟ้า และทางรถไฟความเร็วสูงจีน-สปป.ลาว เป็นต้น ทั้งนี้เนื่องจากฐานะการคลังของสปป.ลาวมีค่อนข้างจำกัดหลังขาดดุลการคลังต่อเนื่อง ภาครัฐจึงต้องพึ่งเงินทุนจากต่างชาติและก่อให้เกิดภาระหนี้สาธารณะที่เร่งสูงขึ้น โดยสปป.ลาวมีจำนวนเขื่อนไฟฟ้าพลังงานน้ำที่เริ่มจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบเชิงพาณิชย์ (Commercial operation date) เพิ่มขึ้นถึง 75 เขื่อนระหว่างปี 2010-2019 (รวมโรงไฟฟ้าที่ EDL[1]-Generation ถือหุ้นและโรงไฟฟ้า IPP, SPP) คิดเป็นเกือบ 80% ของกำลังการติดตั้งทั้งหมดที่มี ขณะที่ AidData ซึ่งเป็นศูนย์วิจัยด้านเงินทุนเพื่อการพัฒนาเผยว่าสปป.ลาวมีภาระหนี้สาธารณะประมาณ 1.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐจากทางรถไฟความเร็วสูงจีน-สปป.ลาว

รูปที่ 3 : ระดับหนี้สาธารณะสปป.ลาวเพิ่มสูงขึ้น ท่ามกลางการขาดดุลการคลังต่อเนื่อง



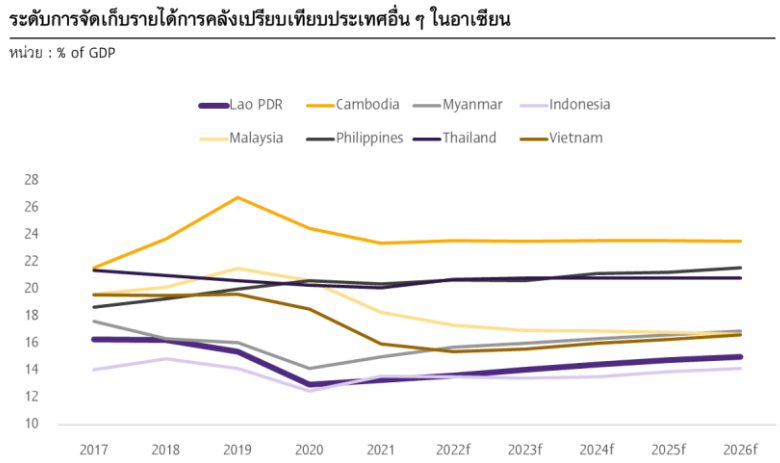
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IMF World Economic Outlook ณ เดือนเมษายน 2022

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้แม้จะเป็นปัจจัยที่ช่วยผลักดันเศรษฐกิจสปป.ลาว แต่ในระยะสั้นยังไม่ได้ให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่าต่อเศรษฐกิจสปป.ลาวในภาพรวม สะท้อนจากอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวตั้งแต่ปี 2013 เป็นต้นมา โดยหลายโครงการยังไม่สามารถทำกำไรได้ และยังประสบปัญหาในระยะที่ผ่านมา เช่น ภัยแล้งและอุทกภัยที่ส่งผลกระทบต่อภาคการเกษตรและโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ และเหตุการณ์เขื่อนแตกในปี 2018 ที่นำไปสู่การหยุดการก่อสร้างเขื่อนชั่วคราว นอกจากนี้ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้ยังไม่สามารถดึงดูดการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในภาคเศรษฐกิจอื่น ๆ ได้มากเท่าที่ควร ขณะเดียวกัน การจัดเก็บรายได้ภาครัฐต่อ GDP มีแนวโน้มลดลง (รูปที่ 4) โดยเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในอาเซียน พบว่าการจัดเก็บรายได้ของสปป.ลาวเทียบต่อ GDP อยู่ใน

[1] รัฐวิสาหกิจไฟฟ้าสปป.ลาว (Electricite du Laos: EDL)

ระดับค่อนข้างต่ำอยู่แล้ว ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากเศรษฐกิจนอกระบบ (Informal economy) ที่มีขนาดใหญ่และระบบการจัดเก็บภาษีที่ไม่คลอบคลุมเพียงพอ

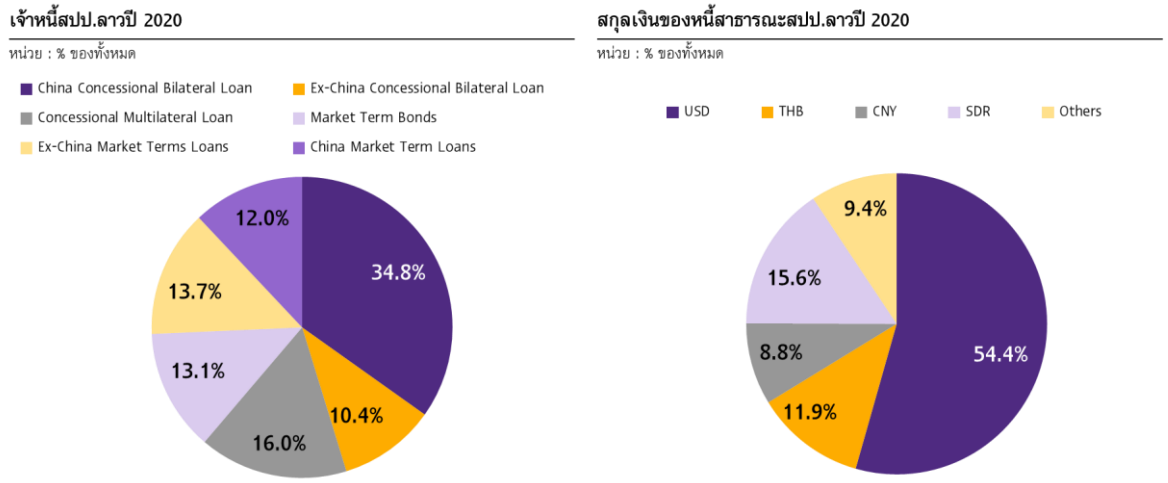
รูปที่ 4 : การจัดเก็บรายได้การคลังของสปป.ลาวค่อนข้างต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ ในอาเซียน



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IMF World Economic Outlook ณ เดือนเมษายน 2022

โครงสร้างหนี้สาธารณะสปป.ลาวเกือบทั้งหมดเป็นหนี้ต่างประเทศ ซึ่งเพิ่มความต้องการเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเพื่อการชำระหนี้และกดดันให้เงินกีบอ่อนค่าต่อเนื่อง ในปี 2020 หนี้สาธารณะสกุลเงินต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนถึง 93.2% ของหนี้สาธารณะทั้งหมดของสปป.ลาว โดยส่วนใหญ่เป็นหนี้ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ตามด้วยสิทธิพิเศษถอนเงิน (Special Drawing Rights: SDR หรือสกุลเงินที่ตั้งขึ้นมาโดย IMF และมีมูลค่าตามตะกร้าค่าเงินหลักของโลก) บาท และหยวน ตามลำดับ ขณะที่เจ้าหนี้หลักคือจีน ตามมาด้วยเจ้าหนี้พหุภาคี และไทย (รูปที่ 5)

รูปที่ 5 : โครงสร้างเจ้าหนี้และสกุลเงินของหนี้สาธารณะสกุลเงินต่างประเทศสปป.ลาว

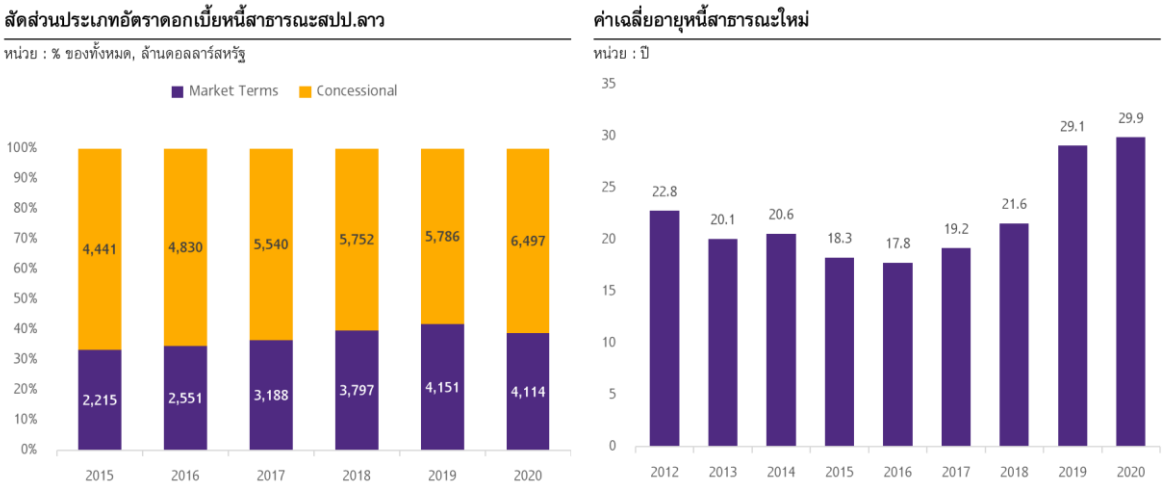


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงการคลังสปป.ลาว

สปป.ลาวได้พึ่งพาการกู้ยืมตามอัตราตลาด (Market terms) ที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับเงินกู้อัตราผ่อนปรน (Concessional loans) ในระยะหลัง จากสัดส่วน 33% ในปี 2015 เพิ่มขึ้นเป็นสัดส่วน 39% ในปี 2020 (รูปที่ 6 ซ้ายมือ) ซึ่งหนี้ Market terms นั้น จะมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าและสามารถปรับโครงสร้างหนี้ได้ยากกว่า จึงเป็นความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น นอกจากนี้ อีกสองปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อการชำระหนี้คืออัตราส่วนหนี้ที่มี

อัตราดอกเบี้ยผันแปร (Variable rate) ซึ่งจะมีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นในตลาด เทียบกับอัตราดอกเบี้ยคงที่ (Fixed rate) และระยะเวลาถึงวันครบกำหนดชำระหนี้ (Maturity) ซึ่งหากมีระยะสั้นก็จะเป็นความเสี่ยงต่อการชำระหนี้ อย่างไรก็ดี สปป.ลาวยังสามารถบริหารความเสี่ยงสองประเด็นนี้ได้ โดยมีอัตราส่วนหนี้ดอกเบี้ยผันแปรในปี 2020 ที่ 17.4% และมีค่าเฉลี่ยระยะเวลาก่อนถึงวันครบกำหนดที่ประมาณ 22 ปีสำหรับหนี้ใหม่ระหว่างปี 2012-2020 (อ้างอิงข้อมูลจาก World bank) (รูปที่ 6 ขวามือ)

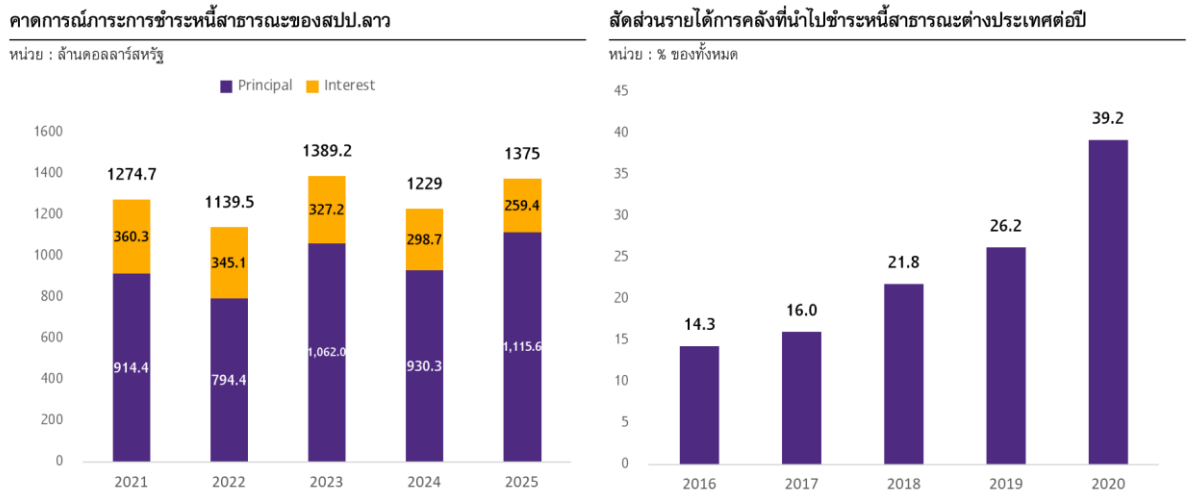
รูปที่ 6 : โครงสร้างประเภทอัตราดอกเบี้ยและอายุของหนี้สาธารณะสกุลเงินต่างประเทศสปป.ลาว



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงการคลังสปป.ลาว และ World bank

จากปัจจุบันจนถึงปี 2025 สปป.ลาวจะมีภาระการชำระหนี้เกินปีละ 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ขณะที่สัดส่วนรายได้ภาครัฐที่นำไปชำระหนี้เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง (รูปที่ 7) จากข้อมูลล่าสุด ระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของสปป.ลาว ณ เดือนมีนาคม 2022 อยู่ที่ 1.29 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบการคาดการณ์ภาระการชำระหนี้ 1.14 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในปีนี้ (การคาดการณ์จัดทำในปี 2020 โดยกระทรวงการคลังสปป.ลาว) และเทียบเท่ามูลค่าการนำเข้าเพียง 1.9 เดือน (ค่ามาตรฐานอยู่ที่ 3 เดือน) ทั้งนี้มูลค่าเงินทุนฯ 1.29 พันล้านดอลลาร์สหรัฐนี้ ได้รวมการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Currency swap agreement) กับธนาคารกลางจีนประมาณ 300 ล้านดอลลาร์สหรัฐไปแล้ว ซึ่งจำนวนนี้ตั้งไว้เพื่อการนำเข้าสินค้าจากจีนเท่านั้นและไม่สามารถนำไปชำระหนี้ได้ จึงทำให้เงินทุนฯ ที่แท้จริงต่ำกว่าตัวเลขที่รายงาน ขณะเดียวกัน ด้วยระดับหนี้สาธารณะที่สูงขึ้นต่อเนื่อง ประกอบกับการจัดเก็บรายได้ภาครัฐที่ทรงตัว ทำให้สัดส่วนรายได้ภาครัฐที่นำไปชำระหนี้เพิ่มขึ้นแตะระดับ 39% ในปี 2020 จากเพียง 14.3% ในปี 2016 และเป็นความเสี่ยงต่อความสามารถการชำระหนี้ต่อไป

รูปที่ 7 : สปป.ลาวมีภาระการชำระหนี้สูงเทียบกับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศและรายได้การคลัง



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกระทรวงการคลังสปป.ลาว

3.ช่องทางการระดมทุนที่มีจำกัดท่ามกลางภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น

จากหลายปัจจัยเสี่ยงตามที่กล่าวมาข้างต้น บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือต่าง ๆ (Credit rating agencies) ได้ลดอันดับความน่าเชื่อถือสปป.ลาวสู่ระดับเก็งกำไร (Speculative grade) หรือ Junk bond โดย Moody's และ Fitch Ratings จัดให้สปป.ลาวอยู่ที่ Caa3 และ CCC ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่ามีระดับความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระหนี้ที่สูง (ตารางที่ 1) อันดับความน่าเชื่อถือของสปป.ลาวที่อยู่ในระดับเก็งกำไรส่งผลให้สปป.ลาวจำเป็นต้องกู้ยืมโดยให้อัตราผลตอบแทน (Yield) ที่สูงขึ้นหากจะระดมทุนในตลาดเงิน โดยล่าสุด BOL ได้เสนอขายตั๋วเงิน (BOL Bills) วงเงินไม่เกิน 5 ล้านล้านกีบ ด้วยอัตราดอกเบี้ยถึง 20% ต่อปี อายุตั๋วเงิน 6 เดือน ขณะที่ความสนใจจากนักลงทุนอาจลดลงเนื่องจากความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่สูง โดยเฉพาะในภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวและมีสภาพคล่องลดลง เห็นได้จากจากการออกพันธบัตรสกุลดอลลาร์สหรัฐที่ถูกเลื่อนออกไปต่อเนื่องจากสภาพแวดล้อมของตลาดที่ไม่อำนวย **ปัจจัยนี้ทำให้ช่องทางการระดมทุนของสปป.ลาวเพื่อการชำระหนี้เก่า (Rollover) มีจำกัดลงและมีต้นทุนที่สูงขึ้นมาก**

ตารางที่ 1 : อันดับความน่าเชื่อถือของสปป.ลาวเทียบกับประเทศเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้

End-Year	TRIS	Moody's	Fitch
2018	BBB+		
2019	BBB		
2020	BBB	Caa2	CCC
2021	BBB-	Caa2	CCC
2022 (July)	BBB-	Caa3	CCC*

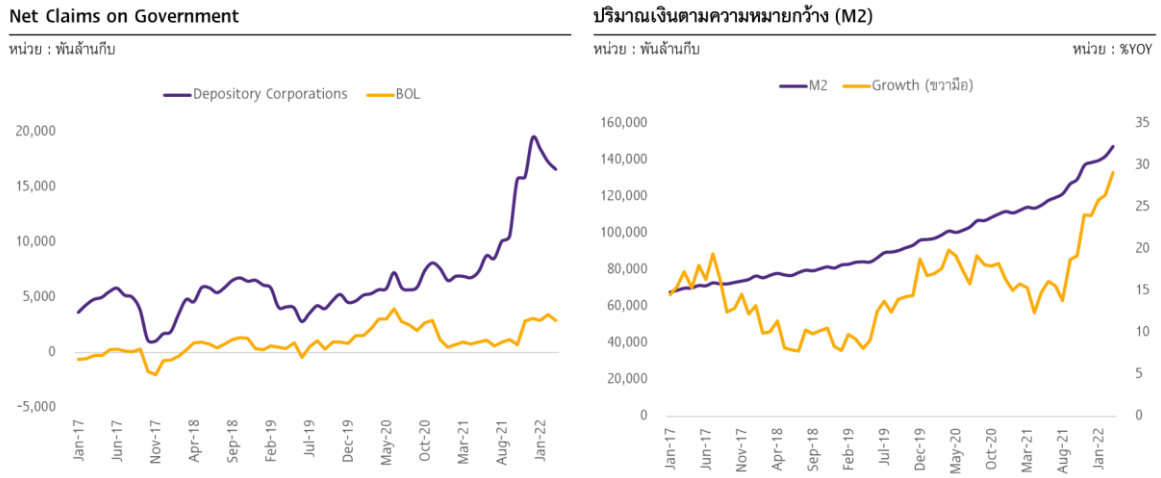
Latest	Moody's	Fitch
Ukraine	Caa3	C
Sri Lanka	Ca	Restricted Default
Pakistan	B3	B-
Argentina	Ca	CCC
Tunisia	Caa1	CCC

หมายเหตุ : *Fitch ได้จัดให้อันดับความน่าเชื่อถือสปป.ลาวอยู่ใต้ Under Criteria Observation (UCO)
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ Tris Rating, Moody's และ Fitch

หลังช่องทางการระดมทุนในตลาดต่างประเทศมีจำกัดสปป.ลาวหันมาพึ่งพาการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ในประเทศและธนาคารกลางมากขึ้น (Monetary financing) ซึ่งเป็นหนึ่งปัจจัยที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นและค่าเงินอ่อนลง สะท้อนจากมูลค่าสินเชื่อให้รัฐบาลสุทธิ (Net credit to government) ของธนาคารพาณิชย์และสิทธิเรียกร้องจาก

รัฐบาลสุทธิ (Net claims on government) ของธนาคารกลางที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในปี 2021 การระดมทุนช่องทางนี้แม้จะมีข้อดีจากการไม่เพิ่มการขาดดุลการคลัง แต่จะมีความเสี่ยงในด้านการเพิ่มปริมาณเงิน (Money supply) ในระบบ (รูปที่ 8) ซึ่งนำไปสู่อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นและค่าเงินที่อ่อนลง นอกจากนี้ หากรัฐบาลเผชิญปัญหาไม่สามารถชำระหนี้ได้ ธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเจ้าหนี้ของรัฐบาล จะเผชิญความเสี่ยงด้านเครดิตที่สูงขึ้นและอาจนำไปสู่เสถียรภาพทางการเงินที่อ่อนแอลงในระยะยาว หากรัฐบาลจำเป็นต้องกู้ยืมเงินจากธนาคารกลางต่อเนื่อง จะมีความเสี่ยงที่จะเกิด Fiscal dominance หรือการที่ธนาคารกลางไม่สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อได้ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อภาระการชำระหนี้สาธารณะของรัฐบาล และอาจนำไปสู่ปัญหาเงินเฟ้อที่ฝังลึกในระบบได้

รูปที่ 8 : ภาครัฐได้พึ่งพาการกู้ยืมจากธนาคารกลางและธนาคารพาณิชย์มากขึ้น



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ BOL

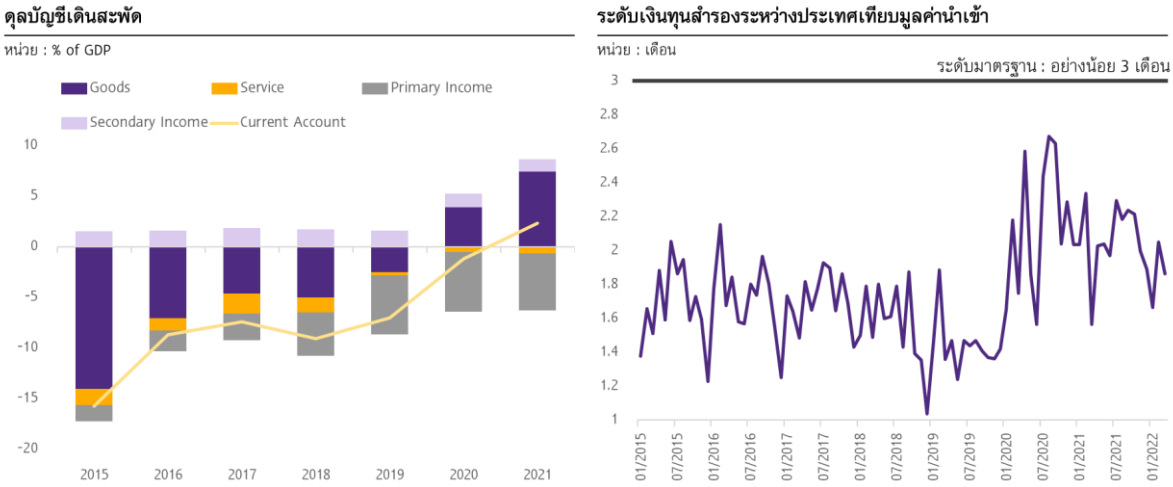
ทั้งนี้อีกช่องทางการระดมทุนที่สปป.ลาวได้เข้าถึงในช่วงที่ผ่านมา ได้แก่ ตลาดตราสารหนี้ไทย แต่มีต้นทุนกู้ยืมสูงกว่าหุ้นกู้เอกชนไทยที่มีอันดับความน่าเชื่อถือเท่ากัน บริษัท Tris Rating ซึ่งเป็นบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือหลักในไทยได้คงอันดับความน่าเชื่อถือสปป.ลาว อยู่ที่ BBB- พร้อมกับปรับแนวโน้ม (Outlook) เป็น Stable จาก Negative ในเดือน พฤษภาคม 2022 ซึ่งเป็นอันดับที่สูงกว่า Moody's และ Fitch Ratings และทำให้ต้นทุนการระดมทุนในตลาดไทยไม่สูงเท่าตลาดอื่น ๆ โดยเมื่อเดือนมีนาคมที่ผ่านมา กระทรวงการคลังของสปป.ลาวได้ออกพันธบัตรสกุลบาทในตลาดไทยมูลค่ารวม 5,000 ล้านบาท ที่อัตราดอกเบี้ย 5.8% และ 6.4% สำหรับพันธบัตรอายุ 3 และ 4 ปีตามลำดับ โดยหากเทียบกับหุ้นกู้เอกชนนอกภาคการเงินไทยที่มีอันดับความน่าเชื่อถือและอายุเท่ากัน (3 ปี) พบว่า**พันธบัตรสปป.ลาวจำเป็นต้องให้อัตราผลตอบแทนที่สูงค่ากว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกู้ภาคเอกชนไทย** ซึ่งอยู่ที่ 5.4% และอาจสะท้อนถึงมุมมองของนักลงทุนไทยต่อความเสี่ยงการผิดชำระหนี้ของสปป.ลาวที่สูงขึ้น

4.การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ

อีกหนึ่งปัจจัยที่ทำให้เงินกีบอ่อนค่าคือการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่อง (รูปที่ 9) ซึ่งเป็นผลมาจากสองปัจจัยหลัก ได้แก่ 1) การขาดดุลการค้า เนื่องจากสปป.ลาวจำเป็นต้องนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภคหลายอย่าง เช่น น้ำมันสำเร็จรูป เครื่องดื่ม ปศุสัตว์ รถยนต์และชิ้นส่วน เป็นต้น ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าสำเร็จรูปที่มีราคาสูงกว่า ขณะที่สินค้าส่งออกของสปป.ลาว นอกจากไฟฟ้า คือวัตถุดิบเป็นหลัก เช่น แร่ทองแดง สินค้าเกษตร และเยื่อไม้ ซึ่งมีราคาที่ต่ำกว่า เกิดอัตราการค้า (Terms of trade) ที่แย่ลงและกดดันให้เงินกีบอ่อนค่า นอกจากนี้ ราคาน้ำมันสำเร็จรูปที่สูงขึ้นในตลาดโลกในช่วงที่ผ่านมา ท่ามกลางเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าที่ชะลอตัวจะยิ่งกดดันอัตราการค้าของสปป.ลาวในปีนี้อีกด้วย

ทั้งนี้แม้ว่าสปป.ลาวจะพลิกมาเป็นผู้ส่งออกสุทธิระหว่างปี 2020-2021 จากอุปสงค์ต่างประเทศที่สูงขึ้น ขณะที่อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวช้ากว่า แต่จากการแถลงของอดีตผู้ว่า BOL เผยว่ารายได้จากการส่งออกเพียงแค่ 33% ไหลกลับเข้าสู่ประเทศในช่วง 4 เดือนแรกของปี 2022 ส่วนที่เหลือจะฝากไว้ในบัญชีในต่างประเทศ ซึ่งกระทบรายได้เงินสกุลต่างประเทศของ สปป.ลาว 2) การขาดดุลรายได้ขั้นปฐมสุทธิ (Net primary income) ซึ่งเกิดจากการจ่ายค่าจ้างแรงงานต่างชาติที่มาทำงานในสปป.ลาว เช่น แรงงานจีนที่สร้างทางรถไฟความเร็วสูง และการจ่ายกำไรและปันผลแก่นักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในสปป.ลาว เช่น ในโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ ซึ่งสองปัจจัยนี้ได้กดดันการสะสมเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของสปป.ลาว กระทบต่อความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจ และทำให้เงินกีบอ่อนค่าต่อเนื่อง

รูปที่ 9 : สปป.ลาวขาดดุลการคลังต่อเนื่องและมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศในระดับต่ำ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ BOL, IMF และ CEIC

จากปัจจัยเชิงโครงสร้างที่มีความเปราะบางตามที่กล่าวข้างต้น ส่งผลให้เศรษฐกิจสปป.ลาวเผชิญภาวะวิกฤตค่าเงินและเงินเฟ้อในปัจจุบัน

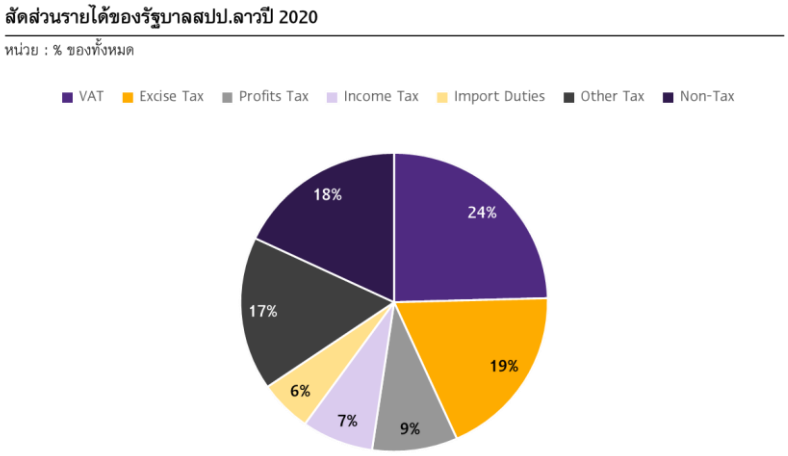
นัยต่อนโยบายการคลังและการเงินสปป.ลาวในระยะต่อไป

ด้านนโยบายการคลัง ภาครัฐได้ออกมาตรการลดค่าครองชีพต่าง ๆ เพื่อเยียวยาประชาชนจากภาวะเงินเฟ้อเร่งตัวสูง โดยมาตรการที่ได้รับการอนุมัติแล้ว ได้แก่ :

1. มาตรการลดภาษีสรรพสามิตสำหรับน้ำมันดีเซลลงเหลือ 0% จากเดิม 21% และสำหรับน้ำมันเบนซินลงเหลือ 5% จากเดิม 31% เป็นระยะเวลา 3 เดือนตั้งแต่เดือนพฤษภาคม
2. มาตรการช่วยสภาพคล่องผู้นำเข้าน้ำมันด้วยการให้สกุลเงินต่างประเทศผ่านตราสารเครดิต (Letter of credit) ซึ่งคาดว่าจะเพียงพอต่อการนำเข้าน้ำมันสำหรับเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม พร้อมทั้งเริ่มเจรจานำเข้าน้ำมันกับประเทศรัสเซีย ซึ่งมีราคาที่ถูกกว่าในตลาดโลกเนื่องจากมาตรการคว่ำบาตรจากชาติตะวันตก เพื่อเพิ่มอุปทานน้ำมันในประเทศ
3. มาตรการลดภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ลงเหลือ 7% จากเดิม 10% (ตั้งแต่ต้นปี 2022 เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ)
4. การประกาศขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเป็น 1.2 ล้านกีบต่อเดือน (ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐหรือ 2,900 บาท) เริ่มตั้งแต่เดือนสิงหาคม จากเดิม 1.1 ล้านกีบต่อเดือน (ประมาณ 73 ดอลลาร์สหรัฐหรือ 2,700 บาท)

อย่างไรก็ตาม มาตรการเหล่านี้เป็นการแก้ปัญหาที่ปลายเหตุซึ่ง EIC คาดว่าจะช่วยบรรเทาสถานการณ์ได้จำกัดและอาจทำให้เสถียรภาพทางการคลังอ่อนแอลง ในปี 2020 รายได้จากภาษีสรรพสามิตและภาษีมูลค่าเพิ่ม คิดเป็นสัดส่วนถึง 43.9% ของรายได้รัฐบาลสปป.ลาวทั้งหมด (หักเงินอุดหนุนจากต่างประเทศ) ซึ่งหากจัดเก็บรายได้เหล่านี้ลดลงเนื่องจากมาตรการลดภาษี จะทำให้สปป.ลาวต้องหาช่องทางการระดมทุนเพิ่มเติม และเพิ่มภาระด้านหนี้สาธารณะของประเทศท่ามกลางภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวและต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น (รูปที่ 10)

รูปที่ 10 : รายได้ของรัฐบาลสปป.ลาวส่วนใหญ่มาจากภาษีมูลค่าเพิ่มและภาษีสรรพสามิต



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ BOL

ด้านนโยบายการเงินสปป.ลาวได้เพิ่มความเข้มงวดสำหรับมาตรการบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยน ขณะที่ธนาคารกลางสปป.ลาวได้เริ่มปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ในปี 2021 ธนาคารกลางสปป.ลาวได้ออกมาตรการบังคับให้ร้านแลกเปลี่ยนเงินลงทะเบียนกับธนาคารพาณิชย์เพื่อทำหน้าที่เป็นตัวแทนแลกเงินของธนาคาร เพื่อลดส่วนต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิงและอัตราแลกเปลี่ยนในตลาด เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารพาณิชย์จะมีความใกล้เคียงกับอัตราแลกเปลี่ยนอ้างอิง หลังจากนั้น ในเดือนมิถุนายน 2022 ธนาคารกลางสปป.ลาวได้เริ่มใช้มาตรการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital controls) เพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงิน ผ่านการตั้งเพดานมูลค่าการแลกเปลี่ยนเงินต่อวัน ที่ 15 ล้านกีบ (ประมาณ 1,000 ดอลลาร์สหรัฐ) สำหรับลูกค้ารายบุคคล และบังคับให้ลูกค้านิติบุคคลแลกเปลี่ยนเงินกับธนาคารพาณิชย์เท่านั้น โดยธนาคารพาณิชย์จะต้องให้ลำดับความสำคัญต่อธุรกิจที่นำเข้าสินค้าจำเป็นก่อน ซึ่งมาตรการนี้ได้ช่วยให้ค่าเงินกีบเริ่มทรงตัวตั้งแต่ปลายเดือนมิถุนายนเป็นต้นมา นอกจากนี้ ธนาคารกลางสปป.ลาวได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย[2] เป็น 3.1% จากเดิม 3.0% ในเดือนพฤษภาคม พร้อมกับปรับเพิ่มอัตราส่วนสำรองขั้นต่ำสำหรับเงินฝากในรูปเงินกีบเป็น 5% จาก 3% เพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยน

ในระยะสั้นนโยบายการคลังและการเงินจะต้องแลกระหว่างเสถียรภาพภายในประเทศและการเติบโตของเศรษฐกิจ ขณะที่หนทางสู่ทางออกที่ยั่งยืนจะขึ้นอยู่กับการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจเพื่อเพิ่มรายได้การคลังและศักยภาพของประเทศ ถึงแม้ว่านโยบายการรัดเข็มขัดทางการคลัง (Fiscal austerity) หรือการลดค่าใช้จ่ายภาครัฐพร้อมกับเพิ่มการจัดเก็บภาษีจะเหมือนเป็นนโยบายที่สมเหตุสมผลในช่วงวิกฤต ประสิทธิภาพของนโยบายดังกล่าวยังคงเป็นประเด็นที่ถกเถียงกันอย่างหนักในเชิงวิชาการ เนื่องจากจะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวอย่างมากและส่งผลต่อการจัดเก็บรายได้ของ

[2] อัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ระยะเวลาไม่เกิน 1 สัปดาห์ ที่ธนาคารกลางสปป.ลาวให้กับธนาคารพาณิชย์ที่มีสภาพคล่องไม่เพียงพอ โดยสปป.ลาวได้ยกเลิกอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะเวลามากกว่า 1 สัปดาห์และระยะเวลา 2 สัปดาห์ถึง 1 ปี ตั้งแต่เดือนพฤษภาคมเป็นต้นมา

ภาครัฐในที่สุด ขณะที่แผลเป็นทางเศรษฐกิจ เช่น ความยากจนและความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจ มีแนวโน้มลึกขึ้นและจะเป็นปัจจัยกดดันต่อศักยภาพการขยายตัวของเศรษฐกิจในอนาคต และอาจนำไปสู่ความเสี่ยงทางการเมืองและสังคมที่สูงขึ้นอีกด้วย เช่นเดียวกับ มาตรการการเงินซึ่งถ้าหากตึงตัวเกินไป จะส่งผลให้เศรษฐกิจที่มีความเปราะบางอยู่แล้วชะลอตัวขึ้นอีกและเพิ่มภาระด้านดอกเบี้ยของครัวเรือนและธุรกิจอีกด้วย ทั้งนี้ในระยะสั้นสปป.ลาวอาจจะต้องยอมรับอัตราการเติบโตที่ชะลอลงเพื่อประคองเศรษฐกิจในประเทศระหว่างเจรจาปรับโครงสร้างหนี้กับเจ้าหนี้หลัก ขณะที่ในระยะยาวสปป.ลาวควรเร่งปรับโครงสร้างเศรษฐกิจและเสริมความแข็งแกร่งของสถาบันในประเทศเพื่อดึงดูดการลงทุนจากต่างชาติในอุตสาหกรรมที่สปป.ลาวมีศักยภาพสูง เช่น พลังงานไฟฟ้า เหมืองแร่ และโลจิสติกส์ เพื่อเป็นการเพิ่มรายได้สกุลเงินต่างประเทศอย่างยั่งยืนต่อไป

ช่องทางการระดมทุนในอนาคตและหนทางสู่การชำระหนี้

การเพิ่มช่องทางการระดมทุนจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้สปป.ลาวสามารถผ่านวิกฤตนี้ไปได้ โดย EIC ได้วิเคราะห์ช่องทางการระดมทุนของสปป.ลาวที่มีความเป็นไปได้ ตามนี้

1. **การปรับโครงสร้างหนี้จีน** : เนื่องจากจีนเป็นเจ้าหนี้หลักของสปป.ลาว หนทางสู่ทางออกของวิกฤตแน่นอนว่าย่อมจำเป็นต้องพึ่งความช่วยเหลือจากจีน อ้างอิงจากบทวิเคราะห์ของ Overseas Development Institute ซึ่งเป็นสถาบันวิจัยด้านการต่างประเทศ[3] พบว่า สำหรับเงินกู้ผ่อนปรนจากจีน มาตรการความช่วยเหลือที่เป็นไปได้มากที่สุดคือการปรับโครงสร้างหนี้ผ่านการผ่อนผันและขยายเวลาการชำระหนี้ ขณะที่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะเป็นไปได้ค่อนข้างยาก สำหรับเงินกู้ตามอัตราตลาดจากจีน อาจจะสามารถผ่อนผันการชำระหนี้ได้แต่การขยายเวลาการชำระหนี้และลดดอกเบี้ยมีโอกาสเป็นไปได้ที่ต่ำ ทั้งนี้ EIC คาดว่าจีนจะยื่นมือเข้ามาช่วยเหลือสปป.ลาว เนื่องจากสปป.ลาวมีความสำคัญต่อโครงการ Belt and Road Initiative (BRI) ของจีนและต่อความเชื่อมั่นของประเทศอื่น ๆ ในอาเซียนด้วย แต่อาจจะเป็นในรูปแบบผสมผสานระหว่างการปรับโครงสร้างหนี้ การทำกิจการร่วมค้า (Joint venture) และการเข้าถือหุ้นในบริษัท ซึ่งจีนได้ทำไปในปี 2021 ผ่านการจัดตั้งบริษัท Electricite Du Laos Transmisison (EDL-T) ร่วมกับ EDL และการทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศเพื่อให้สปป.ลาวสามารถชำระหนี้ในสกุลต่างประเทศได้
2. **ตลาดการเงินไทย :** ตลาดการเงินไทยยังเป็นหนึ่งในช่องทางการระดมทุนที่สปป.ลาวสามารถเข้าถึงได้ เนื่องจากมีต้นทุนที่ไม่สูงเทียบเท่าตลาดการเงินโลก โดย Tris Rating มองว่าการขาดดุลการคลังและดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลง เศรษฐกิจที่ขยายตัวดีขึ้น และช่องทางการระดมทุนต่าง ๆ ที่ยังคงเข้าถึงได้ เช่น ตลาดการเงินในประเทศและการปรับโครงสร้างหนี้ จะทำให้สปป.ลาวมีศักยภาพการชำระหนี้ที่ดีขึ้น ซึ่งเป็นเหตุผลหลักในการปรับแนวโน้มเป็น Stable จาก Negative ล่าสุด ในเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมา กระทรวงการคลังไทยได้อนุญาตให้ EDL-Gen ออกตราสารหนี้สกุลเงินบาทภายในวันที่ 31 มกราคม 2023 ซึ่งแสดงถึงอีกช่องทางการระดมทุนที่สปป.ลาวเข้าถึงได้ อย่างไรก็ดี ความสนใจจากนักลงทุนอาจลดลงเนื่องจากความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่สูงขึ้น
3. **การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ** : หนึ่งในนโยบายที่รัฐบาลปป.ลาวกำลังเร่งดำเนินการเพื่อเพิ่มรายได้และลดภาระหนี้สาธารณะคือการแปรรูปรัฐวิสาหกิจเป็นบริษัทเอกชน โดยสำนักข่าว Vientiane Times รายงานว่าสปป.ลาวมีรัฐวิสาหกิจทั้งหมด 178 องค์กร ซึ่งเกือบทั้งหมดขาดทุนเนื่องจากการบริหารจัดการที่ไม่มีประสิทธิภาพ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจนอกจากจะสร้างรายได้ผ่านการขายสินทรัพย์แล้ว แต่ภาคเอกชนจะมีความเชี่ยวชาญ

[3] Rudyak, M. and Chen, Y. (2021) China's lending landscape, approach to debt and the Common Framework. ODI emerging analysis. London: ODI (www.odi.org/en/publications/chinas-lending-landscape-andapproach-to-debt-relief)

ในการทำธุรกิจกว่าและอาจสามารถบริหารธุรกิจจนพลิกกลับมาทำกำไรได้ ซึ่งจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจของประเทศ การจ้างงาน และการจัดเก็บภาษีในที่สุด

4. **การกู้ยืมทางพหุภาคี** : องค์กรระหว่างประเทศเช่น IMF ธนาคารโลก และธนาคารพัฒนาเอเชีย ยังเป็นช่องทางที่สปป.ลาวสามารถพึ่งพาได้หากเศรษฐกิจเข้าขั้นวิกฤต อย่างไรก็ดี EIC มองว่าความน่าจะเป็นที่รัฐบาลสปป.ลาว จะขอรับความช่วยเหลือจากองค์กรเหล่านี้ยังค่อนข้างน้อยเนื่องจากการกู้ยืมทางพหุภาคีจะตามมาด้วยเงื่อนไขการปฏิรูปประเทศต่าง ๆ ซึ่งรัฐบาลสปป.ลาวไม่น่าตกลงยอมรับได้ สะท้อนจากการที่สปป.ลาวไม่สมัครเข้าร่วมโครงการ G20 Debt Service Suspension Initiative หรือโครงการพักหนี้จากกลุ่มประเทศ G20 นอกจากนี้ การกู้ยืมทางพหุภาคีอาจบั่นทอนความสัมพันธ์ระหว่างประเทศกับจีนอีกด้วย
5. **การปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจเพื่อสร้างรายได้จากต่างประเทศ** : ในระยะสั้นสปป.ลาวควรส่งเสริมศักยภาพในภาคการส่งออกและการท่องเที่ยว ซึ่งจะเป็นแหล่งรายได้สกุลเงินต่างประเทศที่สำคัญ เช่น เร่งการขนส่งสินค้าผ่านทางรถไฟความเร็วสูงจีน-สปป.ลาว และการจัดแคมเปญดึงดูดนักท่องเที่ยวจากประเทศเพื่อนบ้าน นอกจากนี้ รายได้จากการโอนเงินกลับประเทศของแรงงานสปป.ลาวที่ไปทำงานในประเทศเพื่อนบ้าน (Remittances) คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในปีนี้ตามเศรษฐกิจไทยที่ขยายตัวดีขึ้น ซึ่งจะเป็นอีกหนึ่งช่องทางการหารายได้สกุลเงินต่างประเทศอีกด้วย ในระยะยาว สปป.ลาวควรขยายฐานการจัดเก็บภาษีให้คลอบคลุมมากขึ้นเพื่อเพิ่มรายได้ภาครัฐ พร้อมทั้งควบคุมการใช้จ่ายภาครัฐในโครงการที่มีศักยภาพการทำกำไรสูงเท่านั้น ขณะเดียวกัน สปป.ลาวควรลดขั้นตอนการทำธุรกิจเพื่อดึงดูดเม็ดเงินจากนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งสปป.ลาวมีความน่าสนใจในหลายอุตสาหกรรมอยู่แล้ว

สปป.ลาวมีแนวโน้มผิดนัดชำระหนี้เหมือนศรีลังกาหรือไม่

EIC มองว่าวิกฤตในสปป.ลาวยังไม่รุนแรงเท่าวิกฤตในศรีลังกาเนื่องจากสปป.ลาวยังมีช่องทางการระดมทุน นอกจากนี้ เศรษฐกิจสปป.ลาวยังมีข้อแตกต่างจากเศรษฐกิจศรีลังกาสองด้านหลัก ได้แก่

ตารางที่ 2 : เปรียบเทียบตัวชี้วัดความยั่งยืนของหนี้สาธารณะ

GDP Growth (%YOY)	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
Lao PDR	6.9	6.3	4.7	-0.4	2.1	2.5
Sri Lanka	3.6	3.3	2.3	-3.6	3.6	2.6
Pakistan	4.6	6.1	3.1	-1.0	5.7	6.0
Argentina	2.8	-2.6	-2.0	-9.9	10.4	4.0
Tunisia	2.2	2.5	1.5	-9.3	3.1	2.2

Public Debt (% of GDP)	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
Lao PDR	57.2	59.7	62.0	82.6	95.2	95.6
Sri Lanka	77.9	84.2	86.8	101.2	107.1	108.6
Pakistan	60.9	64.8	77.5	79.6	74.0	71.3
Argentina	57.0	85.2	88.8	102.8	80.6	74.4
Tunisia	69.1	74.8	69.0	82.9	82.0	87.3

Foreign Reserves (Months of Imports)	2017	2018	2019	2020	2021	2022f*
Lao PDR	2.2	1.7	1.9	3.0	2.4	2.3
Sri Lanka	4.0	3.3	4.0	3.9	1.6	1.2
Pakistan	3.2	1.8	3.2	3.8	2.7	1.5
Argentina	9.0	10.9	9.6	9.6	6.7	4.2
Tunisia	3.1	2.9	3.7	5.5	4.5	3.7

Short-Term Debt (% of Reserves)	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
Lao PDR	66.2	41.2	52.7	70.7		
Sri Lanka	100.7	118.2	110.4	148.2		
Pakistan	77.6	116.4	100.1	81.3		
Argentina	100.3	102.3	149.3	108.1		
Tunisia	121.4	143.0	144.3	108.4		

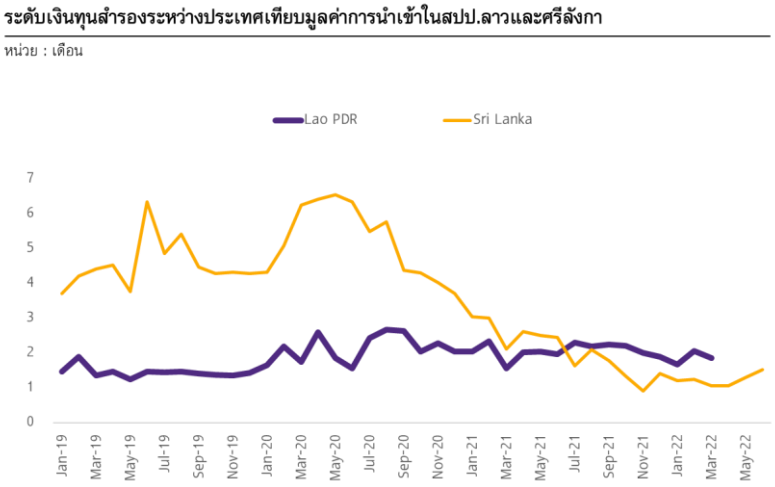
หมายเหตุ : *ไตรมาสล่าสุดที่มีข้อมูล

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ IMF, World Bank และ CEIC

1. **แม้ระดับหนี้สาธารณะของสปป.ลาวไม่ได้ต่ำกว่าศรีลังกาเท่าใดนัก แต่ระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเทียบมูลค่านำเข้ายังสูงกว่าค่อนข้างมาก** (ตารางที่ 2) จากคาดการณ์ของ IMF ณ เดือนเมษายน 2022 สปป.ลาวมีระดับหนี้สาธารณะที่ 95.6% ต่อ GDP ในปี 2022 ขณะที่ศรีลังกามีระดับหนี้สาธารณะที่ 109% ต่อ GDP สะท้อนให้เห็นถึงภาระหนี้สาธารณะของศรีลังกาที่สูงกว่า นอกจากนี้ อ้างอิงข้อมูลจาก World Bank สำหรับปี

2020 สปป.ลาวมีศักยภาพการชำระหนี้สกุลต่างประเทศในระยะสั้นที่สูงกว่า เนื่องจากระดับหนี้สกุลเงินต่างประเทศระยะสั้นคิดเป็นเพียง 70.7% ต่อระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ขณะที่ศรีลังกาอยู่ที่ 148.2% ซึ่งสะท้อนว่าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของศรีลังกาไม่เพียงพอต่อการชำระหนี้ระยะสั้น นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับมูลค่าการนำเข้ารายเดือนแล้ว ข้อมูลล่าสุดชี้ให้เห็นว่าศรีลังกามีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเทียบเท่ามูลค่าการนำเข้าเพียง 1.3 เดือน ซึ่งต่ำกว่าสปป.ลาวซึ่งอยู่ที่ 1.9 เท่า อีกหนึ่งดัชนีชี้วัด ได้แก่ External Vulnerability Indicator[4] ที่คำนวณโดย Moody's ซึ่งดัชนีที่สูงขึ้นจะสะท้อนถึงความเปราะบางที่เพิ่มขึ้น โดยสปป.ลาวมีค่าคาดการณ์อยู่ที่ 229.4 และ 246.8 ในปี 2022 และ 2023 ตามลำดับ ขณะที่ศรีลังกามีค่าอยู่ที่ 503.4 และ 567.4 ตามลำดับ สะท้อนถึงความเปราะบางที่สูงกว่ามาก ซึ่งปัจจัยหลักมาจากระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงอย่างรวดเร็ว (รูปที่ 11)

รูปที่ 11 : ระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของสปป.ลาวมีเสถียรภาพสูงกว่าศรีลังกาแม้จะอยู่ในระดับต่ำทั้งสองประเทศ



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ CEIC

2. **หนี้ส่วนใหญ่ของสปป.ลาวเป็นหนี้จากจีนจึงมีโอกาสที่จะเจรจาการปรับโครงสร้างหนี้ได้สำเร็จสูงกว่าเมื่อเทียบกับโครงสร้างหนี้ศรีลังกาที่มีเจ้าหนี้หลากหลาย** EIC คาดว่าจีนมีแนวโน้มที่จะลดภาระการชำระหนี้ของสปป.ลาว ผ่านการขยายเวลาชำระหนี้หรือการเข้ามาถือหุ้นในบริษัทในสปป.ลาว เนื่องจากสปป.ลาวมีพรมแดนที่ติดกับจีน จึงอาจทำให้เกิดผลลุกลามของวิกฤตทางการเงินสู่จีนหากสปป.ลาวไม่สามารถชำระหนี้ได้ นอกจากนี้ หากจีนไม่ยื่นมือเข้าช่วยเหลือจะเป็นการลดความเชื่อมั่นของประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคอาเซียนต่อการกู้ยืมจากจีนเพื่อพัฒนาประเทศด้วย ซึ่งอาเซียนเป็นภูมิภาคที่จีนและสหรัฐฯ กำลังพยายามแข่งขันกันด้านอิทธิพลอยู่แล้ว ขณะเดียวกัน จีนมีการลงทุนที่สำคัญในสปป.ลาว เช่น ทางรถไฟความเร็วสูงซึ่งเพิ่งเปิดดำเนินการไปในช่วงปลายปีที่แล้ว ซึ่งหากสปป.ลาวไม่สามารถชำระหนี้ได้ โครงการ BRI อื่น ๆ ในภูมิภาค เช่น แผนรถไฟความเร็วสูงกรุงเทพ-นครราชสีมา-หนองคาย ที่จะไปเชื่อมกับทางรถไฟในสปป.ลาวและจีน ก็จะได้รับผลกระทบตามไปด้วย

[4] สูตรคำนวณคือ (Short-Term External Debt + Currently Maturing Long-Term External Debt + Total Nonresident Deposits Over One Year)/Official Foreign Exchange Reserves

นัยต่อเศรษฐกิจและธุรกิจไทย

ผลกระทบของวิกฤตค่าเงินคือความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากสปป.ลาวมีระดับหนี้สาธารณะต่อ GDP ที่สูงและส่วนใหญ่เป็นหนี้ในสกุลเงินต่างประเทศ การอ่อนค่าของเงินกีบจึงทำให้ภาระการชำระหนี้ในระยะข้างหน้าเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย เมื่อประกอบกับความเปราะบางเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจที่มีมาก่อนอยู่แล้ว เช่น ระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ การขาดดุลการคลังและดุลบัญชีเดินสะพัดต่อเนื่อง และช่องทางการระดมทุนที่มีจำกัดขึ้นหรือมีต้นทุนสูง จึงอาจทำให้ความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้เพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม EIC คาดว่าสปป.ลาวจะได้รับความช่วยเหลือจากจีนบางส่วน และยังสามารถเข้าถึงช่องทางการระดมทุนได้บ้าง ซึ่งจะเป็นทางออกจากวิกฤตนี้ในระยะสั้น ทั้งนี้แนวโน้มสถานการณ์ในอนาคตจะขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเศรษฐกิจโลก เช่น ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลก สถานการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครน มาตรการ Zero COVID ในจีน มาตรการช่วยเหลือและผ่อนผันการชำระหนี้จากประเทศต่าง ๆ และแนวโน้มเศรษฐกิจในภูมิภาค

เศรษฐกิจกิจสปป.ลาวมีแนวโน้มเติบโตต่ำกว่าคาดในปีนี้ **EIC ปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจสปป.ลาวในปีนี้เหลือ 2.5% จากเดิมคาด 4.0%** จากการบริโภคภาคเอกชนที่ได้รับผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อที่พุ่งสูงขึ้นและการขาดแคลนสินค้า ขณะที่การบริโภคและการลงทุนภาครัฐถูกจำกัดจากพื้นที่การทำนโยบายการคลัง (Fiscal space) ที่มีไม่มาก นอกจากนี้ ความเสี่ยงการผิดชำระหนี้ที่สูงขึ้น อาจทำให้นักลงทุนต่างชาติชะลอการลงทุนออกไปก่อนจนกว่าเศรษฐกิจจะมีเสถียรภาพมากขึ้น อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจสปป.ลาวยังมีปัจจัยบวกจากการเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยวและภาคการส่งออก ซึ่งได้อานิสงส์จากรถไฟความเร็วสูงจีน-สปป.ลาว และการอ่อนค่าของเงินกีบ นอกจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจแล้ว ความเสี่ยงที่อาจตามมาคือความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มสูงขึ้นตามสภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา โดยรัฐบาลสปป.ลาวได้แต่งตั้งผู้ว่าธนาคารกลางคนใหม่ขึ้นมาในเดือนในช่วงปลายเดือนมิถุนายน พร้อมกับปรับคณะรัฐมนตรีเพื่อเร่งแก้ปัญหาสถานการณ์เศรษฐกิจในประเทศ

ภาคการส่งออกไทยและจำนวนนักท่องเที่ยวจากสปป.ลาวคาดว่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัด แต่มีความเสี่ยงด้านต่ำสูงขึ้น ในภาคการส่งออก อุปสงค์ในประเทศสปป.ลาวที่ชะลอตัวจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นอาจกระทบต่อสินค้าส่งออกไทย โดยเฉพาะสินค้าคงทนที่มีราคาสูง เช่น รถยนต์และชิ้นส่วน อย่างไรก็ดี คาดว่าผลกระทบในภาพรวมจะมีจำกัดโดยจะมีแรงผลักดันจากการส่งออกน้ำมันสำเร็จรูป ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 26.5% ของการส่งออกทั้งหมดในปี 2021 ที่ได้รับอานิสงส์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในตลาดโลกและอุปสงค์ในสปป.ลาวที่สูงต่อเนื่อง นอกจากนี้ การส่งออกไปสปป.ลาวบางส่วนจะใช้สกุลเงินบาทในการค้า ซึ่งจะลดผลกระทบจากการขาดแคลนเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐในสปป.ลาว ขณะเดียวกัน จำนวนนักท่องเที่ยวจากสปป.ลาวเข้าไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป หลังการเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบ และอาจได้อานิสงส์จากการเดินทางข้ามพรมแดนเพื่อซื้อสินค้าที่มีราคาต่ำกว่าในประเทศสปป.ลาวอีกด้วย อย่างไรก็ดี รายได้จากนักท่องเที่ยวสปป.ลาวต่อหัวนั้น อาจได้รับผลกระทบจากค่าเงินกีบที่อ่อนค่ามาก ซึ่งทำให้กำลังซื้อลดลง

การลงทุนโดยตรงจากไทยไปสปป.ลาวคาดว่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัดในระยะสั้นเช่นกัน แต่ควรเฝ้าระวังความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่สูงขึ้น แม้การลงทุนจากไทยไปสปป.ลาวอาจชะลอตัวบ้างจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่สูงขึ้นและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ชะงักในบางภาคส่วนจากการขาดแคลนสินค้า แต่ในภาพรวมคาดว่าจะยังคงไหลเข้าต่อเนื่อง โดยภาคอุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้า ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมหลักของนักลงทุนไทยในสปป.ลาว คาดว่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัด เนื่องจากสัดส่วนการขายไฟฟ้าของธุรกิจไทยมีผู้ซื้อหลักคือการไฟฟ้าฝ่ายผลิตไทย (EGAT) ซึ่งได้รับผลกระทบจากวิกฤตในสปป.ลาวที่จำกัด ขณะเดียวกัน สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ที่เซ็นไว้กับผู้ซื้อ

ไฟฟ้าจะระบุปริมาณการรับซื้อ ค่าพลังงานไฟฟ้า และสกุลเงินที่ใช้ชำระไว้แล้ว โครงการจึงจะได้รับผลกระทบไม่มากนัก นอกจากนี้ อุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าเป็นช่องทางการจัดเก็บรายได้สำคัญของภาครัฐสปป.ลาว ผ่านค่าสัมปทาน และภาษีเงินได้นิติบุคคล EIC จึงคาดว่า สปป.ลาวมีแนวโน้มสนับสนุนอุตสาหกรรมนี้ต่อไป ทั้งนี้ความเสี่ยงที่ต้องเฝ้าระวังคือการชำระเงินสำหรับโครงการที่ขายไฟฟ้าให้สปป.ลาวผ่าน EDL ซึ่งอาจล่าช้าหรือไม่ครบเนื่องจากปัญหาการขาดแคลนเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ และความเสี่ยงความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะบริษัทที่มีสินทรัพย์ในรูปกีบ อย่างไรก็ดี ในภาพรวมการถือครองเงินกีบของบริษัทไทยมีสัดส่วนต่ำมาก จึงจะเป็นผลกระทบที่จำกัด

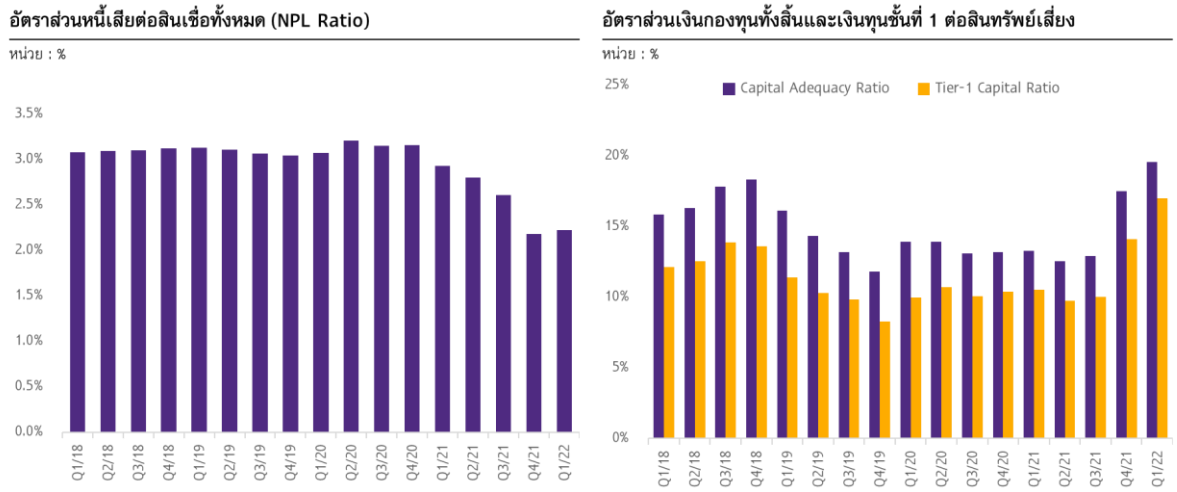
อีกประเด็นความเสี่ยงที่ต้องเฝ้าระวังคือเสถียรภาพระบบการเงิน EIC ได้อ้างอิงงานวิจัยจาก European Stability Mechanism[5] เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการผิดชำระหนี้สาธารณะและวิกฤตการเงินในประเทศเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบต่อสปป.ลาวและไทยผ่าน 4 ช่องทางได้แก่ :

1. **ช่องทางงบดุล :** ตามที่กล่าวข้างต้น รัฐบาลสปป.ลาวได้พึ่งพาการกู้ยืมจากธนาคารกลางและธนาคารพาณิชย์ที่สูงขึ้นซึ่งหากผิดนัดชำระหนี้จะกระทบต่อคุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารและการทำกำไรได้ในที่สุด
2. **ช่องทางเศรษฐกิจมหภาค :** กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ลดลงจากวิกฤตในประเทศอาจส่งผลให้ธนาคารในสปป.ลาวมีรายได้และกำไรที่ลดลงและเผชิญความเสี่ยงมากขึ้น ซึ่งปัจจัยนี้อาจนำไปสู่การปล่อยสินเชื่อภายในประเทศที่ลดลง ซึ่งจะกระทบต่อบริษัทและครัวเรือนและอาจนำไปสู่ปัญหาสินเชื่อตึงตัว (Credit crunch) ได้
3. **ช่องทางภาคต่างประเทศ :** อันดับความน่าเชื่อถือของรัฐบาลที่ลดลงอาจทำให้เงินทุนไหลออกทวีความรุนแรงขึ้นและการระดมทุนในตลาดต่างประเทศเป็นไปได้ยากขึ้น
4. **ช่องทางความเสี่ยง :** ธนาคารอาจเผชิญกับอัตราหนี้เสียที่สูงขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ อีกทั้ง หากความเชื่อมั่นในระบบการเงินลดลงอาจนำไปสู่การแห่ถอนเงินได้

ทั้งนี้เสถียรภาพของระบบการเงินสปป.ลาวยังคงค่อนข้างแข็งแกร่ง ณ ไตรมาส 1 โดยมีอัตราหนี้เสียที่ต่ำและอัตราส่วนความเพียงพอของเงินทุนและ Tier-1 Ratio ที่สูงกว่าค่ามาตรฐาน (รูปที่ 12) แต่หากรัฐบาลผิดนัดชำระหนี้อัตราส่วนเหล่านี้ก็จะลดลงและระดับหนี้เสียก็จะเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย จึงทำให้เป็นประเด็นที่ต้องเฝ้าระวังในปีนี้

[5] Balteanu, I. and Erce, A. (2017) Linking Bank Crises and Sovereign Defaults: Evidence from Emerging Markets. Working Paper Series 22. European Stability Mechanism (https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/wp_22.pdf)

รูปที่ 12 : เสถียรภาพของระบบการเงินสปป.ลาวยังคงค่อนข้างแข็งแกร่ง



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของ BOL

บทวิเคราะห์โดย... https://www.scbeic.com/th/detail/product/clmv_090822

Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner. Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct. This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.

ผู้เขียนบทวิเคราะห์

ปัณณ์ พัฒนศิริ (punn.pattanasiri@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

ECONOMIC AND FINANCIAL MARKET RESEARCH

ดร. สมประวิณ มันประเสริฐ

รองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารกลุ่มงาน Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

ดร. ชินวุฒิ์ เตชานุวัตร์

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

วชิรวัฒน์ บานชื่น

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.ปุณยวัจน์ ศรีสิงห์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

จงรัก ก้องกำชัย

นักวิเคราะห์

ณิชนันท์ โลกวิทูล

นักวิเคราะห์

ปัณณ์ พัฒนศิริ

นักวิเคราะห์

วิชาญ กุลาตี

นักวิเคราะห์

อสมา เหลี่ยมมุกดา

นักวิเคราะห์

SCB | EIC

"Economic and business intelligence for effective decision making"



ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์

เจาะลึก
สถานการณ์เศรษฐกิจ

เกาะติด
การเปลี่ยนแปลงที่ส่งผล
ต่อภาคธุรกิจ

อัปเดต
ประเด็นร้อนที่ไม่ควรพลาด

Stay connected
Find us at

LINE @scbeic

www.scbeic.com