



วิกฤตหนี้ของเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่กำลังฉีกแค้น กระทบเสถียรภาพการเงินโลกและไทยอย่างไร

28 ธันวาคม 2022

วิกฤตหนี้ของเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่น่ากังวลแล้วเกิน กระทบเสถียรภาพ การเงินโลกและไทยอย่างไร

KEY SUMMARY

ตลาดตราสารหนี้ของประเทศตลาดเกิดใหม่เจอแรงกดดันรุนแรงในปี นี้ จากหนี้สาธารณะสูง ท่ามกลางภาวะการเงินโลกตึงตัวเร็ว สร้างความกังวลว่าอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพ การเงินโลกในวงกว้าง

หนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้นมากใน 1-2 ปีที่ผ่านมา ประกอบกับภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวเร็ว เงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่า
แต่รายได้ภาครัฐบาลและธุรกิจเอกชนยังไม่ฟื้นตัว ทำให้หลายฝ่ายกังวลว่าปัญหานี้อาจลุกลามจนนำไปสู่วิกฤตหนี้
เป็นวงกว้างได้ โดยล่าสุดเริ่มเห็นสัญญาณวิกฤตหนี้สาธารณะที่รุนแรงขึ้นบ้างแล้วในบางประเทศ เช่น ศรีลังกา
โดย SCB EIC ได้ประเมินความเสี่ยงของการเกิดวิกฤตหนี้ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (EMDEs) จาก 3 มิติ คือ
1) เสถียรภาพต่างประเทศ 2) ฐานะทางการคลัง และ 3) ฐานะการเงินภาคเอกชนและความเสี่ยงพินัดชำระหนี้

เสถียรภาพต่างประเทศของ EMDEs แข็งแกร่งขึ้นกว่าในอดีตมาก ความอ่อนไหวต่อความผันผวน ของปัจจัยต่างประเทศ (External factors) มีจำกัด

สัดส่วนหนี้ต่างประเทศของกลุ่มประเทศ EMDEs ในปี 2021 เฉลี่ยอยู่ที่ 30.7% ต่อ GDP ปรับลดลงจากระดับสูงสุด
ประมาณ 50% ในช่วงวิกฤตทศวรรษ 1990 นอกจากนี้ ความต้องการเงินทุนต่างประเทศระยะสั้นยังมีน้อย สถานะ
เงินสำรองระหว่างประเทศเข้มแข็งขึ้น สะท้อนจากสัดส่วนเงินสำรองระหว่างประเทศต่อ GDP และต่อหนี้ต่างประเทศ
ระยะสั้นในปัจจุบันสูงกว่าช่วงวิกฤตหนี้ปลายทศวรรษ 1990 มาก สะท้อนว่าเสถียรภาพต่างประเทศของ EMDEs
แข็งแกร่งขึ้น

ฐานะการคลังของรัฐบาล EMDEs ส่วนใหญ่ไม่ประมาทต่อภาวะการเงินโลกตึงตัวเร็ว

หนี้รัฐบาลส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว ความเสี่ยงการต่ออายุหนี้จึงมีจำกัด นอกจากนี้ ความต้องการกู้ยืมของ
รัฐบาล (ซึ่งเป็นผลรวมของการขาดดุลงบประมาณปีนั้น ๆ) และหนี้ที่จะครบกำหนดใน 12 เดือนข้างหน้า ส่วนใหญ่
ต่ำกว่า 15% ของ GDP อีกทั้งฐานะการคลัง (Fiscal position) ของรัฐบาล EMDEs ส่วนใหญ่ยังเข้มแข็ง สะท้อน
จากประเทศ EMDEs ที่ขาดดุลการคลังเกินเกณฑ์ 3% ของ GDP และมีหนี้รัฐบาลเกิน 80% ของ GDP ส่วนมากเป็น
ประเทศขนาดเล็กและมีความเชื่อมโยงกับตลาดการเงินโลกน้อย

ฐานะการเงินภาคธุรกิจของ EMDEs ยังเข้มแข็งและความเสี่ยงพินัดชำระหนี้ภาคเอกชนมีจำกัด

สัดส่วนหนี้ของบริษัทอันดับ Speculative ที่จะครบกำหนดอายุภายใน 1-2 ปีข้างหน้ามีน้อย คิดเป็นสัดส่วนเพียง
20% ของหนี้ทั้งหมด สภาพคล่องของบริษัทมีอยู่สูงใกล้เคียงระดับ Pre-pandemic พิจารณาจาก 1) การถือครองเงิน
สดโดยเฉลี่ยของบริษัทอันดับ Speculative ที่ยังอยู่ในระดับสูง และ 2) สัดส่วนการใช้วงเงินสินเชื่อ Revolving
credit facility ที่ลดลงมากเมื่อเทียบกับการใช้วงเงินสินเชื่อในช่วง Pandemic ในปี 2020 จึงสะท้อนว่า ภาพรวม
ของฐานะการเงินบริษัทฯ ในปัจจุบันแข็งแกร่งเพียงพอ

จากการประเมินความเสี่ยงใน 3 มิติ พบว่า ในกรณีฐาน แม้ความกังวลต่อวิกฤตหนี้ EMDEs จะสูงขึ้น แต่จะไม่ลุกลามรุนแรงเป็นวงกว้างสร้างความเสี่ยงต่อเสถียรภาพการเงินในระยะข้างหน้า

เนื่องจากเสถียรภาพต่างประเทศส่วนใหญ่ปรับตัวดีขึ้น ฐานะทางการคลังไม่น่ากังวล และฐานะการเงินภาคธุรกิจยังเข้มแข็ง อีกทั้ง วิกฤตหนี้ที่เริ่มเกิดขึ้นในปัจจุบันยังกระจุกตัวในกลุ่มประเทศเล็กที่มีฐานะการเงินเปราะบางมากอยู่แล้ว กล่าวคือ มีเงินสำรองระหว่างประเทศต่ำ มีการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจผิดพลาด เช่น กานา, ศรีลังกา, ปากีสถาน, ตุบิเซีย, รัสเซีย, กรีซ และ ฮังการี จึงทำให้มีผลกระทบต่อภาพรวมกลุ่ม EMDEs ค่อนข้างจำกัด

ในกรณีเศรษฐกิจโลกถดถอยเงินเฟ้อสูง (Global stagflation) และกรณีพินาศหนี้ครั้งใหญ่ (Widespread default) การพินาศหนี้ของธุรกิจในกลุ่ม High-yield จะสูงขึ้นมาก

หากเศรษฐกิจโลกถดถอยพร้อมเงินเฟ้อเร่งตัวรุนแรงและนานกว่าที่คาดไว้ เกิดภาวะ Stagflation ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องขึ้นดอกเบี้ยรุนแรงต่อเนื่องในปีหน้า ยิ่งซ้ำเติมเศรษฐกิจให้แย่ลง อีกทั้งเกิดความขัดแย้งระหว่างประเทศเป็นบางช่วง ทำให้ปัญหาอุปทานคอขวดกลับมารุนแรงขึ้น EIC ประเมินว่า อัตราการพินาศหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ปี 2023 จะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ราว 15% จากความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจที่ลดลงท่ามกลางดอกเบี้ยที่สูงขึ้น แต่หากเศรษฐกิจโลกถดถอยรุนแรง ความขัดแย้งภูมิรัฐศาสตร์โลกปะทุขึ้น จนทำให้การแบ่งขั้วทางเศรษฐกิจเกิดเร็วขึ้น บริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ล้มละลาย SCB EIC ประเมินว่า อัตราการพินาศหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ปี 2023 จะอยู่ที่ราว 20-30% โดยภาคธุรกิจจีนที่เป็น Non-investment grade มากกว่าครึ่งอาจพินาศหนี้ ส่วนธุรกิจในกลุ่มประเทศ EMDEs ที่มีความเสี่ยงสูงจะพินาศหนี้เป็นวงกว้างจากปัญหา supply chain disruption

ผลกระทบต่อวิกฤตหนี้ EMDEs ต่อไทยมีจำกัด เพราะไทยมีความเข้มแข็งทั้ง 3 มิติ

เนื่องจาก 1) ไทยมีเสถียรภาพต่างประเทศแข็งแกร่ง เงินสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับสูง 2) ความเปราะบางทางการคลังในระยะสั้นมีน้อย การขาดดุลการคลังและหนี้สาธารณะต่ำกว่าเกณฑ์ที่น่ากังวล และหนี้สาธารณะส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว ส่งผลให้ความเสี่ยงในการต่ออายุหนี้ระยะสั้นในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นมีน้อย และ 3) ฐานะการเงินของภาคธุรกิจเข้มแข็ง หนี้ต่างประเทศของภาคธุรกิจคิดเป็น 20% ของ GDP เท่านั้น และภาคธุรกิจไทยส่วนใหญ่มีการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนที่ดี

สำหรับกรณี Global recession เศรษฐกิจไทยจะได้รับผลกระทบบางส่วน

โดยการส่งออกจะหดตัวเล็กน้อย GDP จะขยายตัวเพียง 1%YOY ภาวะการเงินไทยตึงตัวมากขึ้น กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำต่อเนื่องจากสิ้นปี 2022 เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอีกตามการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ ด้านต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราการพินาศหนี้ของภาคธุรกิจปรับเพิ่มขึ้น แต่ยังคงกระจุกตัวในธุรกิจเปราะบางที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกถดถอย เช่น ธุรกิจปิโตรเคมี ธุรกิจขนส่งและคมนาคม ธุรกิจชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์และฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ และธุรกิจยานยนต์และชิ้นส่วน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เสถียรภาพต่างประเทศของไทยจะยังไม่อ่อนแอลงมาก

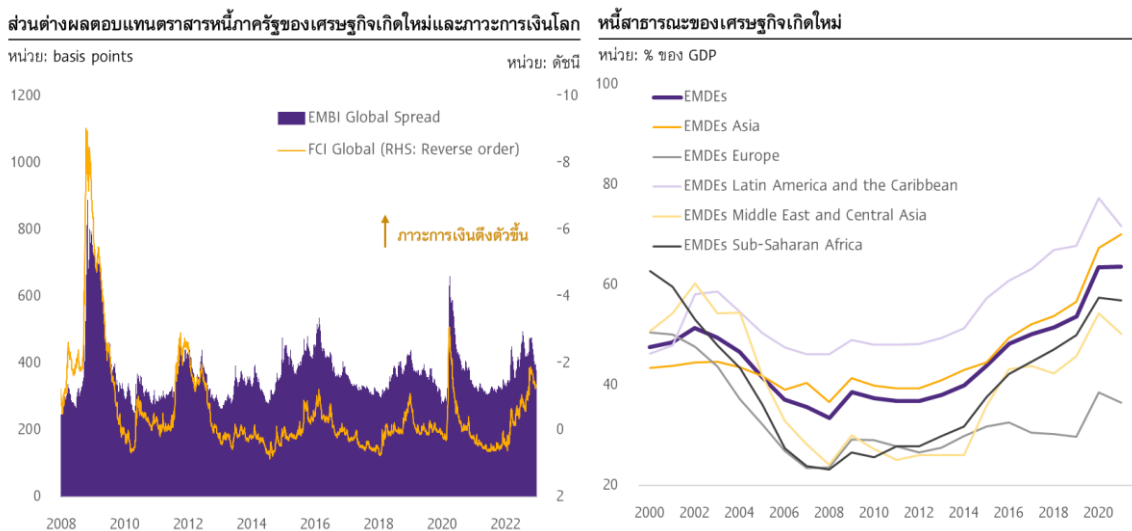
สำหรับกรณี Widespread default เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มได้รับผลกระทบรุนแรง

GDP จะหดตัว -0.9%YOY การส่งออกจะหดตัวมากขึ้น ภาคท่องเที่ยวฟื้นตัวจากปี 2022 เพียงเล็กน้อย ภาวะการเงินไทยตึงตัวมาก นักลงทุน risk-off ทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาดการเงินไทยมากขึ้น เงินบาทอ่อนค่าแรงและมากกว่าปีก่อน จะส่งผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ต่างประเทศของไทย เสถียรภาพการเงินไทยจะอ่อนแอลงอย่างมากเกือบทุกด้าน โดยเฉพาะภาคการคลังและภาคต่างประเทศ ส่งผลให้ไทยอาจถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง จากปัจจุบันที่อยู่ในระดับ Baa1 (จัดอันดับโดย Moody's) และ BBB+ (จัดอันดับโดย S&P)

1. เกิดอะไรขึ้นในตลาดตราสารหนี้ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ ?

ตลาดตราสารหนี้ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets and Developing Economies: EMDEs) เจอแรงกดดันรุนแรงในปีนี้ เนื่องจากมีหนี้สาธารณะสูงท่ามกลางภาวะการเงินโลกตึงตัวเร็ว (รูปที่ 1) รัฐบาลบางประเทศเริ่มประสบปัญหาทางการเงินอย่างหนักในปีนี สาเหตุจาก (1) หนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้นมากใน 1-2 ปีที่ผ่านมา จากการที่รัฐบาลกู้เงินเพื่อมาใช้จ่ายบรรเทาผลกระทบในช่วงการแพร่ระบาดของโควิดส่งผลให้หนี้สาธารณะเพิ่มสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในหลายภูมิภาค (2) ภาวะการเงินโลกตึงตัวเร็วและเงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่า การเร่งขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) เพื่อควบคุมปัญหาเงินเฟ้อ ทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐ แข็งค่าเร็วเมื่อเทียบกับค่าเงินใน EMDEs ภาระหนี้ต่างประเทศสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ จึงสูงขึ้นมาก ส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้ลดลง (3) รายได้ภาครัฐบาลและธุรกิจเอกชนยังไม่ฟื้นตัว ผลจากเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัวลงชัดเจน กระทบเศรษฐกิจประเทศ รายได้การส่งออก และความสามารถในการชำระหนี้ และ (4) เงินสำรองระหว่างประเทศปรับลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นผลทั้งจากการแทรกแซงค่าเงินและการตีมูลค่าสินทรัพย์ในรูปสกุลเงินอื่นให้อยู่ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งกระทบต่อความเชื่อมั่นและเสถียรภาพด้านต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่มีเงินสำรอง อยู่ในระดับต่ำ

รูปที่ 1 : ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาครัฐในประเศ EMDEs เร่งตัวในปีนี้ เนื่องจากมีหนี้สาธารณะสูงท่ามกลางภาวะการเงินโลกตึงตัวเร็ว



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ IMF WEO October 2022 และ Bloomberg as of Dec 13th, 2022

ปัจจุบันเริ่มเห็นสัญญาณวิกฤตหนี้สาธารณะที่รุนแรงขึ้นแล้วในบางประเทศ ศรีลังกาเป็นประเทศแรกที่เริ่มผิติดชำระหนี้สาธารณะในปี 2022 ส่วนหนึ่งเพราะเงินสำรองระหว่างประเทศลดลงอย่างรวดเร็วจนอยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์ ทำให้ขาดแคลนเงินตราต่างประเทศเพื่อชำระหนี้ รวมถึงประสบปัญหาค่าเงินอ่อนมากทำให้ค่าสินค้านำเข้าพลังงานและอาหารแพงขึ้น นำไปสู่การขาดแคลนพลังงานและอาหารภายในประเทศ จนประชาชนออกมาเรียกร้องและก่อจลาจล กัดดันให้อดีตประธานาธิบดี นายโกตาบายา ราชปักษา ต้องหนีออกจากประเทศและลาออกจากตำแหน่งในที่สุด นอกจากนี้ ข้อมูลล่าสุดของ IMF¹ พบว่า เกินกว่า 50% ของกลุ่มประเทศรายได้ต่ำ (Low income economy) 69 ประเทศกำลังประสบปัญหาหรือมีความเสี่ยงสูงที่จะผิติดชำระหนี้ ซึ่งอาจนำไปสู่วิกฤตหนี้ได้ **วิกฤตหนี้ในศรีลังกาและความเสี่ยงผิติดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มประเทศรายได้ต่ำได้สร้างความกังวลว่า เหตุการณ์จะลุกลามจนนำไปสู่วิกฤตหนี้ของประเทศ EMDEs ด้วยหรือไม่**

2. วิกฤตหนี้ของเศรษฐกิจเกิดใหม่กำลังจะลามแค่ไหน ?

ความเสี่ยงวิกฤตหนี้ในกลุ่มประเทศ EMDEs ที่เพิ่มขึ้น สร้างความกังวลว่าอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางการเงินในวงกว้างดังวิกฤตต้มยำกุ้ง ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศลอยค่าเงินในปี 1997 ส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่ามากกว่าเท่าตัวอย่างรวดเร็ว ทำให้ผู้ที่ถือหนี้ต่างประเทศมีภาระหนี้ในรูปเงินบาทเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวตามมา นำไปสู่การผิติดชำระหนี้ต่างประเทศสูงเป็นประวัติการณ์ในไทย และต่อมาสถานการณ์ลุกลามไปหลายประเทศใน EMDEs จากความเชื่อมั่นต่อกลุ่มประเทศ EMDEs ที่แย่งลง นำไปสู่การผิติดชำระหนี้เป็นวงกว้างสร้างผลกระทบต่อสภาพคล่องของเจ้าหนี้ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้ว

การศึกษานี้ประเมินความเสี่ยงของการเกิดวิกฤตหนี้ในกลุ่มประเทศ EMDEs จาก 3 มิติ คือ 1) เสถียรภาพต่างประเทศ แข็งแกร่งพร้อมรับภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวเร็วเพียงใด 2) **ฐานะทางการคลัง** หลังเผชิญวิกฤตโควิดยังเข้มแข็งและมีพื้นที่การคลัง (Fiscal space) เพียงพอรับมือกับความผันผวนทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าหรือไม่ และ 3) **ฐานะการเงินภาคเอกชนและความเสี่ยงผิติดชำระหนี้** จะเป็นอย่างไร ท่ามกลางภาวะการณ์เงินตึงตัวและสภาพคล่องในระบบการเงินโลกที่จะลดลงมากในอนาคต

มิตินี้ 1 เสถียรภาพต่างประเทศของ EMDEs แข็งแกร่งขึ้นกว่าในอดีตมาก ความอ่อนไหวต่อความผันผวนของปัจจัยต่างประเทศ (External factors) มีจำกัด

- **หนี้ต่างประเทศลดลงมากเทียบช่วงวิกฤตในอดีต** สัดส่วนหนี้ต่างประเทศของกลุ่มประเทศ EMDEs ในปี 2021 โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 30.7% ต่อ GDP ปรับลดลงจากระดับสูงสุดประมาณ 50% ในช่วงวิกฤตทศวรรษ 1990 และการลดลงของสัดส่วนหนี้ต่างประเทศเป็นไปในทิศทางเดียวกันเกือบทุกภูมิภาค (รูปที่ 2) ดังนั้น ความเสี่ยงการผิติดชำระหนี้ต่างประเทศจากค่าเงินอ่อนค่ามีน้อยลง ความเสี่ยงที่จะลุกลามเป็นวงกว้างไปกระทบเจ้าหนี้ต่างประเทศจึงมีน้อยกว่า
- **ความต้องการเงินทุนต่างประเทศระยะสั้น (Gross financing needs) มีน้อย** ซึ่งคำนวณจากผลรวมของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (Current account deficit) หนี้ต่างประเทศระยะสั้นที่จะครบกำหนด

¹ รายงาน Debt Sustainability Analysis in Low-Income Countries ของ IMF ณ วันที่ 30 พฤศจิกายน 2022

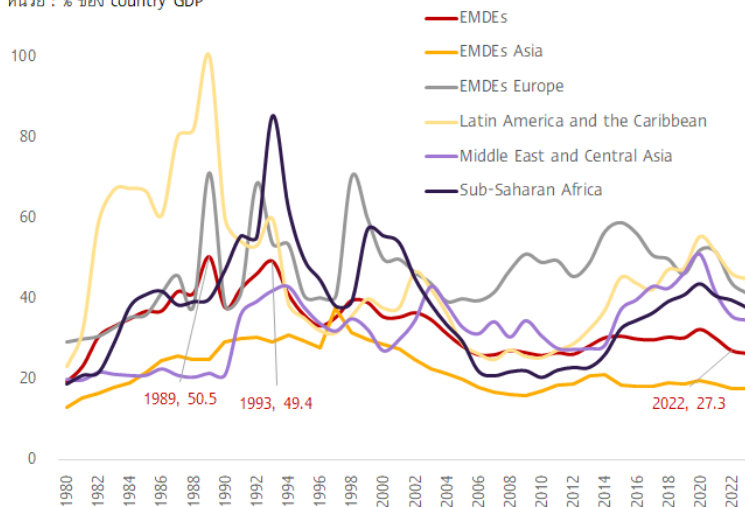
ใน 12 เดือนข้างหน้า และหนี้ต่างประเทศระยะยาวบางส่วน (25% ของหนี้ระยะยาวทั้งหมด) อยู่ระดับที่ไม่น่าเป็นกังวล ส่วนใหญ่ความต้องการเงินทุนต่างประเทศระยะสั้นยังต่ำกว่าสัญญาณเตือนขั้นสูงของ IMF ที่ 15% ของ GDP

- **สถานะเงินสำรองระหว่างประเทศเข้มแข็งขึ้น** ธนาคารกลางในกลุ่มประเทศ EMDEs สะสมเงินสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนจากสัดส่วนเงินสำรองฯ ต่อ GDP และต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นในปัจจุบันสูงกว่าช่วงวิกฤตหนี้ปลายทศวรรษ 1990 มาก นอกจากนี้ หากพิจารณาขนาดเงินสำรองระหว่างประเทศต่อมูลค่าการนำเข้ารายเดือน พบว่าเงินสำรองฯ ในปัจจุบันสามารถรองรับการนำเข้าได้นานกว่า 3 เดือนตามเกณฑ์สากล โดยเฉพาะบราซิล จีน อินเดีย และไทย
- **ประเทศ EMDEs ส่วนใหญ่ยกเลิกการตรึงค่าเงินแล้ว** ส่งผลให้ความเสี่ยงที่หนี้ต่างประเทศในรูปสกุลเงินท้องถิ่นจะมีมูลค่าสูงขึ้นจากปัญหาค่าเงินอ่อนมีน้อยลง แตกต่างจากที่เคยเกิดขึ้นในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง ซึ่งการประกาศลอยตัวค่าเงินบาทของไทยในปี 1997 ส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่ารวดเร็ว จนลุกลามขยายผลกระทบเป็นวงกว้างไปยังค่าเงินและตลาดการเงินของ EMDEs อื่น ๆ ด้วย เช่น เกาหลีใต้ อินโดนีเซีย บราซิล รัสเซีย หลังจากความเชื่อมั่นต่อ EMDEs ปรับแย่ลง และประเทศเศรษฐกิจพัฒนาแล้วก็ได้รับผลกระทบจากการผิมนัดชำระหนี้ของ EMDEs ตามไปด้วย

รูปที่ 2 : หนี้ต่างประเทศของประเทศ EMDEs ส่วนใหญ่ลดลงมากเทียบกับช่วงวิกฤตค่าเงินทศวรรษ 1990

สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อขนาดเศรษฐกิจ ลดลงเมื่อเทียบกับวิกฤตปลายทศวรรษ 1990

หน่วย : % ของ country GDP



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ CEIC

จากการประเมินเสถียรภาพต่างประเทศ พบว่า ไชปรัส, สโลวีเนีย, กรีซ, ตุรกี, ศรีลังกา, โบลิเวีย, คาซัคสถาน, มอลตา, เอสโตเนีย และสโลวาเกีย มีความเปราะบางสูงสุด 10 อันดับแรก เนื่องจากสัดส่วนเงินสำรองระหว่างประเทศเทียบมูลค่าการนำเข้ารายเดือนน้อยกว่า 3 เดือน และสัดส่วนเงินสำรองฯ ต่อขนาดเศรษฐกิจต่ำกว่า 10% อย่างไรก็ตาม ประเทศ EMDEs ขนาดใหญ่ เช่น จีน อินเดีย บราซิล โคลอมเบีย ยังมีเสถียรภาพต่างประเทศแข็งแกร่ง สัดส่วนเงินสำรองฯ เทียบกับมูลค่าการนำเข้ารายเดือนประมาณ 7 -13 เดือน และมีสัดส่วนเงินสำรองฯ ต่อขนาดเศรษฐกิจสูงกว่า 15% เช่นเดียวกับ ASEAN5 ได้แก่ ไทย, มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ (รูปที่ 3)

รูปที่ 3 : ประเทศส่วนใหญ่ที่มีเสถียรภาพต่างประเทศบางประเทศเล็ก ไทยจัดอยู่ในกลุ่มประเทศที่มีเสถียรภาพต่างประเทศสูงสุด 10 อันดับแรกของ EMDEs²

ความเพียงพอของเงินสำรองระหว่างประเทศ (ณ เดือนตุลาคม 2022)

หน่วย:	Month of import:	%GDP:
Hong Kong	8.08	115.37
Mauritius	10.61	54.48
Czech Republic	6.74	51.84
Israel	22.13	34.58
Bulgaria	6.69	40.48
Peru	13.80	29.25
Thailand	7.00	35.91
Croatia	6.28	36.32
Uruguay	12.95	23.07
Botswana	8.42	23.84
Albania	6.65	24.38
Moldova	5.18	25.33
Qatar	12.39	17.79
Malaysia	6.23	23.95
China	13.35	16.60
Vietnam	2.97	26.40
Brazil	12.09	16.58
Morocco	4.95	22.34
Paraguay	6.38	20.79
Philippines	6.75	19.92
Serbia	4.47	22.19
Armenia	4.11	21.69
North Macedonia	2.98	21.77
India	7.78	15.83
Colombia	7.43	14.98
Oman	4.24	15.70
Georgia	3.34	16.37
Uzbekistan	4.58	14.96
Ukraine	4.72	14.61
Azerbaijan	5.89	12.14
Mongolia	2.73	13.73
Mexico	3.26	13.04
Chile	4.41	11.09
South Africa	4.64	10.73
Indonesia	5.85	9.05
Kosovo	2.51	12.08
Palestine	0.83	11.64
Kenya	4.40	7.53
Latvia	1.47	10.43
Argentina	4.14	5.87
Egypt	3.46	4.98
Ecuador	2.31	5.86
Turkey	1.92	5.96
Slovakia	0.68	5.91
Estonia	0.81	5.35
Malta	0.96	4.92
Kazakhstan	2.16	3.50
Bolivia	0.70	3.36
Sri Lanka	1.20	2.04
Tunisia	3.14	0.00
Greece	0.38	1.44
Slovenia	0.16	1.35
Cyprus	0.20	0.69

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ CEIC

² เงินสำรองระหว่างประเทศเมื่อเทียบเป็น (1) month of imports ใช้ข้อมูลค่าเฉลี่ยระหว่างเดือนส.ค. - ต.ค. และ (2) %GDP เป็นค่าเฉลี่ยระหว่าง 2Q2022-3Q2022

มิติที่ 2 ฐานะการคลังของรัฐบาล EMDEs ส่วนใหญ่ไม่ประมาทต่อภาวะการเงินโลกถึงตัวเร็ว

- **หนี้รัฐบาลส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว ความเสี่ยงการต่ออายุหนี้จึงมีจำกัด** หนี้ภาครัฐส่วนใหญ่มีระยะเวลาครบกำหนดชำระนานเกิน 5 ปี ดังนั้น ความเสี่ยงการต่ออายุหนี้ (Refinancing) ในภาวะอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นในระยะข้างหน้าจึงยังต่ำ อย่างไรก็ตาม รัฐบาลจะได้รับผลกระทบจากภาวะการเงินโลกตึงตัวเร็วผ่านต้นทุนการออกพันธบัตรใหม่ (New issuance) ที่จะปรับสูงขึ้นตามทิศทางดอกเบี้ย อีกทั้ง หนี้เดิมในส่วนที่เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวจะได้รับผลกระทบจากภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นด้วย
- **ความต้องการกู้ยืมของรัฐบาลต่ำ** Gross government financing needs ซึ่งเป็นผลรวมของการขาดดุลงบประมาณปีนั้น ๆ และหนี้ที่จะครบกำหนดใน 12 เดือนข้างหน้าของกลุ่มประเทศ EMDEs ส่วนใหญ่ยังต่ำกว่า 15% ของ GDP สะท้อนว่ารัฐบาลยังไม่จำเป็นต้องเร่งหาเงินกู้จำนวนมากเพื่อชดเชยการขาดดุลและต่ออายุหนี้ระยะสั้น
- **ฐานะการคลัง (Fiscal position) ของรัฐบาล EMDEs ส่วนใหญ่ยังเข้มแข็ง** ประเทศ EMDEs ส่วนใหญ่ที่ขาดดุลการคลังเกินเกณฑ์ 3% ของ GDP และมีหนี้รัฐบาลเกิน 80% ของ GDP เป็นประเทศขนาดเล็กและมีความเชื่อมโยงกับตลาดการเงินโลกน้อย

จากการประเมินฐานะการคลังของรัฐบาล พบว่า พิจิ, ภูฏาน, ศรีลังกา, กานา, ปากีสถาน, ตูนิเซีย, อียิปต์, บาฮามาส, ลาว และบาร์เบโดส มีความประมาทสูงสุด 10 อันดับแรก เนื่องจากมีหนี้รัฐบาลสูงกว่า 80% ของ GDP รวมถึงมีสัดส่วนการขาดดุลการคลังเกินเกณฑ์การขาดดุลที่มีเสถียรภาพสากลที่ 3% ของ GDP³ (รูปที่ 4 ซ้าย) ขณะที่ประเทศ EMDEs ขนาดใหญ่ เช่น จีน อินเดีย บราซิล โคลอมเบีย ยังมีฐานะการคลังเข้มแข็ง แม้ขาดดุลการคลังมากกว่าเกณฑ์สากล 3% ของ GDP และหนี้รัฐบาลเข้าใกล้ 80% ของ GDP แต่ความประมาทในระยะสั้นยังมีจำกัด เนื่องจาก

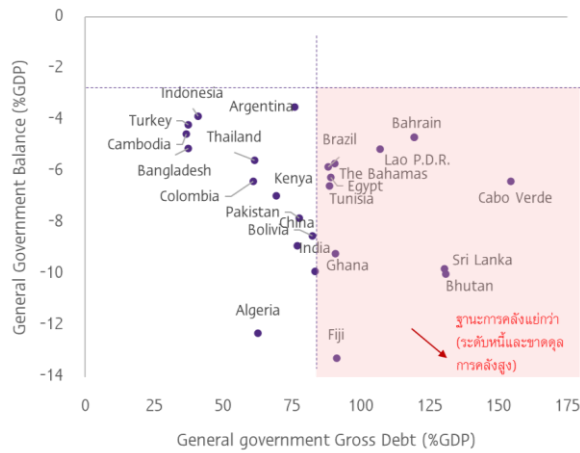
- **หนี้รัฐบาลส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว (>5 ปี)** ส่งผลให้รัฐบาลมีความจำเป็นในการต่ออายุหนี้และรีไฟแนนซ์ท่ามกลางแนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้นไม่มาก อายุเฉลี่ยหนี้รัฐบาลของแอฟริกาใต้ อินเดีย เม็กซิโก จีน และบราซิล อยู่ที่ 11.8 ปี 10.6 ปี 8.4 ปี 7.3 ปี และ 5.4 ปี ตามลำดับ เช่นเดียวกับอายุเฉลี่ยหนี้รัฐบาลของประเทศ ASEAN ได้แก่ อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ไทย และฟิลิปปินส์ อยู่ที่ 8.7 ปี, 8.5 ปี, 7.6 ปี และ 6.4 ปี ตามลำดับ
- **ความต้องการกู้ยืมของรัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุลในระยะสั้นมีน้อย** ผลรวมของการขาดดุลงบประมาณและหนี้ภาครัฐที่จะครบกำหนดในอีก 12 เดือน (Gross financing needs) ส่วนใหญ่ต่ำกว่า 15% ของ GDP สะท้อนว่ารัฐบาลยังไม่จำเป็นต้องเร่งหาเงินทุนเพื่อชดเชยการขาดดุลและต่ออายุหนี้ระยะสั้น (รูปที่ 4 ขวา)

³ กฎมาสทริชต์ (The Maastricht rules) กำหนดเกณฑ์การขาดดุลที่มีเสถียรภาพสากลว่าต้องไม่เกิน 3% ของ GDP

รูปที่ 4 : ประเทศที่มีความเปราะบางทางการคลังสูงเป็นประเทศเล็ก ขณะที่หนี้รัฐบาลของประเทศส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาวและความต้องการกู้ยืมของรัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุลการคลังในระยะสั้นมีน้อย

ฐานะการคลัง (Fiscal Position) ของรัฐบาล EMs

หน่วย: % ของ GDP แต่ละประเทศ



ความเปราะบางของหนี้สาธารณะต่ออัตราดอกเบี้ยที่เร่งตัวขึ้นเร็ว

Country list	Average term to maturity years	government financing needs (% of country GDP)
Pakistan	2.7	n/a
Egypt	3.3	35.8
Turkey	5.3	11.3
Hungary	6.4	14.7
Brazil	5.4	21
South Africa	11.8	15.9
Thailand	7.6	13.4
China	7.3	11.1
Philippines	6.4	13
Mexico	8.4	12.7
India	10.6	14.3
Malaysia	8.5	9.7
Indonesia	8.7	6.6

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ CEIC, the World Bank และ Capital Economics

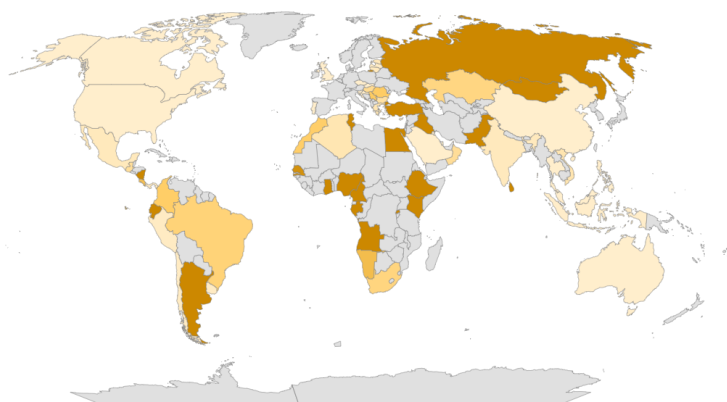
นอกจากนี้ หากพิจารณาจากความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ของประเทศ (Sovereign default risks) พบว่า รัสเซีย, กานา, ปากีสถาน, ตูนิเซีย และเอธิโอเปีย มีความเสี่ยงสูงสุด 5 อันดับแรก สะท้อนจากตัวชี้วัดความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ของประเทศ (Sovereign Credit Default Swap : Sovereign CDS) ที่เร่งตัวกว่า 500 bps ขณะที่ Sovereign CDS ของจีน อินเดีย และอาเซียนเพิ่มขึ้นในช่วง 100 - 300 basis points ใกล้เคียง Sovereign CDS ของเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐ แคนาดา ออสเตรเลีย ที่มีความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ต่ำ (รูปที่ 5)

รูปที่ 5 : ประเทศที่มีความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้สูงเป็นประเทศขนาดเล็กและรัสเซีย ซึ่งความเชื่อมโยงต่อระบบการเงินของโลกไม่มาก ขณะที่จีน, อินเดีย และอาเซียน มีความเสี่ยงต่ำใกล้เคียงประเทศพัฒนาแล้ว

Sovereign Credit Default Swap (Sovereign CDS)

หน่วย: basis points

Sovereign Credit Default Swap 100 300 500

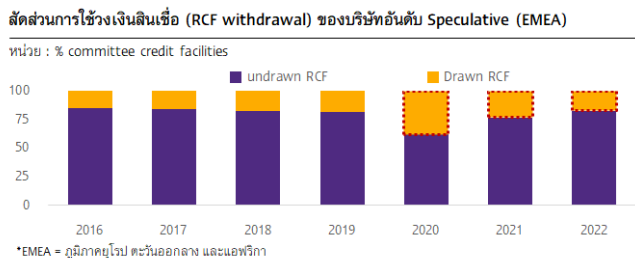
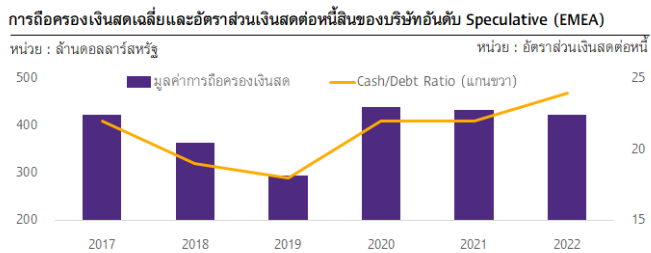
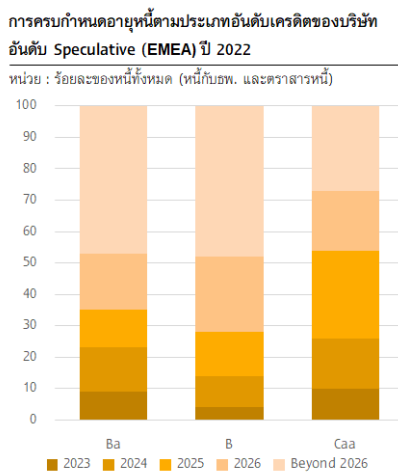


ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Bloomberg

มติดี 3 ฐานะการเงินภาครัฐกิจยังเข้มแข็งและความเสี่ยงพีดนัดชำระหนี้ภาคเอกชนมีจำกัด หากพิจารณา กลุ่มบริษัทที่มีความเสี่ยงพีดนัดชำระหนี้สูง หรือบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับกึ่งกำไร (Speculative grade) พบว่า ความอ่อนไหวต่อดอกเบี้ยขาขึ้นในระยะสั้นยังไม่น่ากังวล เพราะฐานะการเงินของบริษัทยังแข็งแกร่งและมีสภาพคล่องเพียงพอ

- **สัดส่วนหนี้ของบริษัทอันดับ Speculative ที่จะครบกำหนดอายุในระยะ 1-2 ปีนี้มีน้อยเพียง 20%** ของหนี้ทั้งหมด (รูปที่ 6 ซ้าย) ส่งผลให้ความเสี่ยงที่บริษัทจะไม่สามารถต่ออายุชำระหนี้ (Roll-over risk) ในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นมีไม่มากนัก นอกจากนี้ ความเสี่ยงของการพีดนัดชำระหนี้หุ้นกู้ที่จะถูกลดอันดับไปยังภาคส่วนอื่น ๆ เป็นวงกว้างก็มีจำกัด เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวพึ่งพาสินเชื่อธนาคารพาณิชย์มากกว่าการออกหุ้นกู้ เพราะดอกเบี้ยสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ยังต่ำกว่าต้นทุนการออกหุ้นกู้ ที่สำคัญคือหุ้นกู้กว่า 80% ในตลาดตราสารหนี้เป็นพันธบัตรที่มีความน่าเชื่อถือระดับนำลงทุน (Investment grade) และมีความเสี่ยงพีดนัดชำระหนี้ต่ำ
- **สภาพคล่องของบริษัทยังมีอยู่สูงใกล้เคียงระดับ Pre-pandemic** พิจารณาจาก (1) การถือครองเงินสดโดยเฉลี่ยของบริษัทอันดับ Speculative ของกลุ่มประเทศ EMDEs เปรียบเทียบกับที่ยังอยู่ในระดับสูง โดยในปี 2022 บริษัทกลุ่ม Speculative ในภูมิภาคยุโรป ตะวันออกกลาง และแอฟริกา ถือเงินสดเฉลี่ยประมาณ 400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับประมาณ 360 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในช่วง Pre-pandemic (เฉลี่ยปี 2017-2019) อีกทั้งอัตราส่วนเงินสดต่อระดับหนี้ในปี 2022 เฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 24% เทียบกับช่วง Pre-pandemic อยู่ที่ 20% (รูปที่ 6 ขวาบน) นอกจากนี้ (2) **สัดส่วนการใช้งเงินสินเชื่อ Revolving Credit Facility (RCF)⁴** ของกลุ่มบริษัทดังกล่าวลดลงสู่ระดับ Pre-pandemic โดยในปี 2022 สัดส่วนการใช้งเงินสินเชื่อ RCF อยู่ที่ประมาณ 15% ของวงเงินที่ได้รับทั้งหมด ซึ่งเป็นระดับเดียวกับในช่วง Pre-pandemic และลดลงมากเทียบกับการใช้งเงินสินเชื่อในช่วง Pandemic ในปี 2020 ที่สูงถึง 35% (รูปที่ 6 ขวาล่าง) จึงสะท้อนว่า ภาพรวมของฐานะการเงินบริษัทฯ ในปัจจุบันแข็งแกร่งเพียงพอ และความจำเป็นที่จะต้องพึ่งพาสภาพคล่องจากธนาคารน้อยลง

รูปที่ 6 : ฐานะการเงินของภาครัฐกิจยังเข้มแข็งและความเสี่ยงพีดนัดชำระหนี้ภาคเอกชนมีจำกัด



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Moody's

⁴ Revolving Credit Facility (RCF) คือ สินเชื่อหมุนเวียนระยะสั้นที่ผู้กู้ได้วงเงินกู้ และจะต้องชำระดอกเบี้ยเมื่อใช้งเงิน

จากการประเมินปัจจัยความเสี่ยงการปิดตัวของภาคเอกชนพบว่า เศรษฐกิจเกิดใหม่ในยุโรป (Emerging Europe) มีความเสี่ยงสูงสุด เนื่องจากมีบริษัทอันดับ Speculative ในสัดส่วนสูง อีกทั้งเศรษฐกิจได้รับผลกระทบจากวิกฤตพลังงานรุนแรง นำไปสู่ภาวะ Stagflation รุนแรงกว่า EMDEs อื่น ๆ โดยเฉพาะการปิดนัดชำระหนี้ในรัสเซียที่จะมีสัดส่วนสูงในช่วงปี 2022 ถึงปี 2023 นอกจากนี้ บริษัทในกลุ่มประเทศ Asia-Pacific (APAC) ส่วนใหญ่เป็น Investment grade (มีเพียง 33% ที่เป็นกลุ่ม High yield) แต่ 64% ของหุ้นกู้กลุ่ม High yield ในภูมิภาคนี้ออกโดยบริษัทในจีน ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อปัญหาภาคอสังหาริมทรัพย์มาก ทำให้มีความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้สูง สำหรับบริษัทในภูมิภาคละตินอเมริกามีความเสี่ยงน้อยที่สุด เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่มีระดับ Rating ที่น่าลงทุน (Ba-rated ขึ้นไป) และในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาได้ใช้ประโยชน์จากสภาพคล่องในตลาดเงินที่มีอยู่มากระดมทุนดอกเบี้ยต่ำเพื่อขยายระยะเวลาครบกำหนดอายุหนี้ออกไป

โดยสรุปแม้ว่าความกังวลวิกฤตหนี้ของ EMDEs จะมีมากขึ้น แต่คาดว่าความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงินจะไม่ลุกลามรุนแรงเป็นวงกว้างในระยะข้างหน้า จากการประเมินใน 3 มิติข้างต้น พบว่า เสถียรภาพต่างประเทศส่วนใหญ่ปรับดีขึ้น สถานะทางการคลังยังไม่น่ากังวล และฐานะการเงินภาคธุรกิจยังเข้มแข็ง อีกทั้ง วิกฤตหนี้ที่เริ่มเกิดขึ้นในปัจจุบันยังกระจุกตัวในกลุ่มประเทศเล็กที่มีฐานะการเงินเปราะบางมากอยู่แล้ว กล่าวคือ มีเงินสำรองระหว่างประเทศต่ำ มีการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจผิดพลาด มีความเชื่อมั่นในการบริหารของรัฐบาลต่ำ รวมถึงมีศักยภาพของตลาดการเงินในประเทศต่ำกว่าจากระดับการพัฒนาที่ช้ากว่า เช่น กานา, ศรีลังกา, ปากีสถาน, ตูนิเซีย, รัสเซีย, กรีซ และอียิปต์ จึงทำให้มีผลกระทบต่อภาพรวมกลุ่ม EMDEs ค่อนข้างจำกัด วิกฤตที่เกิดขึ้นจึงมีแนวโน้มเป็นเหตุการณ์เฉพาะ (Idiosyncratic) และไม่น่าจะส่งผลกระทบลุกลามเป็นวงกว้างต่อกลุ่ม EMDEs โดยรวม

สำหรับไทยในกรณีฐาน ผลกระทบวิกฤตหนี้ EMDEs ต่อไทยมีจำกัด เพราะไทยมีความเข้มแข็งถึง 3 มิติ ไทยมีเสถียรภาพต่างประเทศแข็งแกร่ง เงินสำรองระหว่างประเทศของไทยอยู่ในระดับสูง (ติด 10 อันดับแรกของ EMDEs) ความเปราะบางทางการคลังในระยะสั้นมีน้อย การขาดดุลการคลังและหนี้สาธารณะต่ำกว่าเกณฑ์ที่น่ากังวล และหนี้สาธารณะส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาว ส่งผลให้ความเสี่ยงในการต่ออายุหนี้ระยะสั้นในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นมีน้อย **ฐานะการเงินภาคธุรกิจเข้มแข็ง** หนี้ต่างประเทศของภาคธุรกิจคิดเป็น 20% ของ GDP และครึ่งหนึ่งเป็นหนี้ระยะสั้น อีกทั้ง ภาคธุรกิจไทยส่วนใหญ่มีการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนที่ดี มีเพียง 14% ของบริษัทที่มีหนี้ต่างประเทศที่ไม่ได้บริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน⁵ นอกจากนี้ ระบบการเงินไทยยังมีเสถียรภาพดี ธนาคารพาณิชย์มีเงินกองทุนและเงินสำรองในระดับสูง รวมถึงตลาดการเงินยังสามารถทำงานได้

⁵ ข้อมูลจากผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน ครั้งที่ 6/2022 เผยแพร่เมื่อ 30 พ.ย. 2022

3. มองไปข้างหน้าปัจจัยใดที่จะทำให้อิทธิพลใน EMDEs รุนแรงขึ้น ?

SCB EIC มองว่าปัจจัยที่จะทำให้อิทธิพลใน EMDEs รุนแรงขึ้นจนกระทบเศรษฐกิจและเสถียรภาพการเงินโลก โดยทำให้กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ขนาดใหญ่อาจผิมนัดชำระหนี้ตามไปด้วย (Resilient to become weak) ได้แก่

1. **เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย** โดยเศรษฐกิจประเทศหลักชะลอตัวลงรุนแรงและยาวนาน ส่งผลต่ออุปสงค์โลก แนวโน้มการค้าการลงทุนระหว่างประเทศ ทำให้การฟื้นตัวของรายได้ภาครัฐและภาคเอกชนของกลุ่มประเทศ EMDEs รวมถึงเงินชะลอตัวลงมากหรือหดตัว ซึ่งจะเป็ปัจจัยกดดันความสามารถในการชำระหนี้ของประเทศ
2. **เงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงนานกว่าที่คาดส่งผลต่อภาวะการเงินโลก** โดยธนาคารกลางทั่วโลกต้องดำเนินนโยบายทางการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นและยาวนานขึ้น ทำให้ต้นทุนการกู้ยืมมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง ภาวะการเงินตึงตัวขึ้น การมีหนี้สูงขึ้นมากในช่วงวิกฤตโควิดทำให้ความเปราะบางต่อการผิมนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้นมาก
3. **เสถียรภาพเศรษฐกิจและตลาดการเงินของจีนปรับแยลงมาก** ซึ่งอาจเป็นผลจากความเปราะบางในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่แยลง การกลับมาดำเนินนโยบาย Zero Covid ที่เข้มงวดและนานมากขึ้น ส่งผลต่อแนวโน้มการเปิดประเทศ และความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อตลาดการเงินจีน ราคาสินทรัพย์จีนปรับลดลง รวมถึงเงินหยวนกลับมาอ่อนค่า ซึ่งจะส่งผลต่อการเปิดรับความเสี่ยง (Risk appetite) ของนักลงทุนต่อสินทรัพย์ของ EMDEs ไปด้วย โดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชีย ทำให้ราคาสินทรัพย์ปรับลดตาม ภาวะการเงินปรับตึงตัวขึ้น โอกาสผิมนัดชำระหนี้จึงสูงขึ้นตาม
4. **ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์โลก (Geopolitical risk) รุนแรงและขยายวงกว้าง** ทั้งจากสงครามรัสเซียยูเครน สงครามการค้าและเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯ-จีน-ไต้หวัน รวมถึงความขัดแย้งระหว่างภูมิภาคอื่นที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตจากแนวโน้มการค้าดำเนินนโยบายทั่วโลกที่หันมามุ่งเน้นการปกป้องทรัพยากรของตนมากขึ้น (Protectionism policy) จึงส่งผลต่อการค้าระหว่างประเทศ ห่วงโซ่การผลิตโลก และสภาพคล่องของผู้ประกอบการในที่สุด ทำให้ความเสี่ยงต่อการผิมนัดชำระหนี้สูงขึ้น
5. **การก่อกวน (Social unrest) ในประเทศ EMDEs รุนแรงขึ้น** โดยเฉพาะในประเทศที่พึ่งพาการนำเข้าอาหารและพลังงานจากปัญหาข้าวของแพงในยามเศรษฐกิจซบเซา หรือในประเทศที่รัฐบาลดำเนินนโยบายไม่เหมาะสมทำให้ประชาชนต่อต้านรุนแรง เช่นที่เกิดในจีนจากความไม่พอใจในนโยบายโควิดเป็นศูนย์ของรัฐบาล

ปัจจัยข้างต้นอาจส่งผลให้อิทธิพลใน EMDEs รุนแรงขึ้นผ่าน 4 ช่องทาง คือ (1) การไหลออกของเงินทุนเคลื่อนย้าย (Capital outflow) จากภูมิภาค EMDEs อย่างรุนแรง ทำให้ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นเร็ว (2) การอ่อนค่าของสกุลเงิน EMDEs อย่างรวดเร็ว กระทบต่อมูลค่าหนี้และความสามารถในการชำระหนี้ต่างประเทศแยลง (3) เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงต่ำกว่าเกณฑ์สากล เนื่องจากธนาคารกลางต้องเข้าดูแลค่าเงินและตลาดการเงินมากขึ้น และ (4) ข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างประเทศมีมากขึ้น จากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่มีมากขึ้นและสภาพคล่องในตลาดการเงินที่ลดลง **ปัจจัยเหล่านี้จะนำไปสู่การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของกลุ่ม EMDEs ที่กระจายเป็นวงกว้าง (Widespread downgrade)** จากความเชื่อมั่นต่อกลุ่มเศรษฐกิจที่ปรับแยลง และความผันผวนในตลาดการเงินที่เพิ่มขึ้น

4. หากวิกฤตหนี้ใน EMDEs รุนแรงขึ้น จะกระทบต่อโลกและไทยอย่างไร ?

SCB EIC ประเมินสถานการณ์เป็น 3 กรณี (Scenario analysis) ดังนี้

Assumptions	Scenario 1: Baseline	Scenario 2: Global stagflation	Scenario 3: Widespread default
 ภาวะเศรษฐกิจ	• เศรษฐกิจโลกชะลอตัว และมีบางประเทศเศรษฐกิจหลักที่เข้าสู่ภาวะถดถอยปลายปีนี้	• เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2023 เศรษฐกิจจีนยังคงชะลอตัวต่อเนื่องในปีหน้า	• เศรษฐกิจโลกถดถอยในปี 2023 เศรษฐกิจจีนชะลอตัวรุนแรง อสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ล้มละลาย
 แนวโน้มเงินเฟ้อ	• เงินเฟ้อชะลอตัวช้า ๆ ในปีหน้า ธนาคารกลางคงนโยบายการเงินตึงตัวแต่ขึ้นดอกเบี้ยช้าลง	• เงินเฟ้อโลกเร่งตัวขึ้นอีกในปีหน้า ธนาคารกลางยังขึ้นดอกเบี้ยเร็วและแรงเหมือนปีนี้ เกิดภาวะ stagflation	• เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นอีก ธนาคารกลางขึ้นดอกเบี้ยมากขึ้น เกิดภาวะ severe stagflation
 Geopolitics	• ความขัดแย้งภูมิรัฐศาสตร์โลกยังไม่ทวีความรุนแรง และการแบ่งขั้ว (Economic decoupling) จะยังคงอยู่ ๆ เกิด	• ความขัดแย้งภูมิรัฐศาสตร์โลกเพิ่มขึ้น เกิดความขัดแย้งระหว่างประเทศเป็นบางช่วง ปัญหาอุปทานคอขวดกลับมารุนแรง	• สงครามรัสเซีย-ยูเครน ทวีความรุนแรง ความขัดแย้งจีน-สหรัฐฯ ดึงเครียดมากขึ้น ทำให้การแบ่งขั้วทางเศรษฐกิจเกิดเร็วขึ้น
 Default risk	• เสถียรภาพการเงินใน EMs จะไม่ปะทุเป็นวงกว้าง มีเพียงบางประเทศที่ผิดนัดชำระหนี้ (default) ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศขนาดเล็ก	• เสถียรภาพการเงินใน EMDEs ยังไม่ปะทุเป็นวงกว้าง การผิดนัดชำระหนี้จะยังคงกระจุกอยู่ในประเทศเล็กและขนาดกลางที่เปราะบาง	• รัฐบาลผิดนัดชำระหนี้มากขึ้น ครอบคลุม 30-40% ของ EMs แต่การผิดนัดของ EM ใหญ่ เช่น จีน ยังอยู่ในภาคธุรกิจเป็นหลัก
 อัตราการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจ	• อัตราการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ในปี 2023 จะอยู่ที่ราว 10.6%	• อัตราการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ปี 2023 จะอยู่ที่ราว 15%	• อัตราการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ปี 2023 จะอยู่ที่ราว 20-30%

ในกรณีฐาน (Baseline) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงและมีเพียงบางประเทศเศรษฐกิจหลักที่เข้าสู่ภาวะถดถอย ธนาคารกลางปรับขึ้นดอกเบี้ยช้าลงตามเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอตัว ความขัดแย้งภูมิรัฐศาสตร์โลกยังไม่ทวีความรุนแรง SCB EIC ประเมินว่า อัตราการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ในปี 2023 จะอยู่ที่ราว 10.6% ปรับลดลงจากปัจจุบันที่ 11.4% เล็กน้อย (อิงจากดัชนี EMDEs corporate High Yield default rate ที่จัดทำโดย J.P. Morgan ซึ่งเป็นข้อมูล ณ สิ้นเดือน ต.ค. ปี 2022) แต่จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 3.7% และเป็นระดับใกล้เคียงช่วงวิกฤตการเงินในปี 2008-2009 ที่ 10.5% (รูปที่ 7) โดยอัตราการผิดนัดชำระหนี้จะลดลงเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในระดับสูงในปี 2023 เนื่องจาก เศรษฐกิจโลกยังเผชิญความไม่แน่นอนอยู่มาก แต่เศรษฐกิจจีนที่จะฟื้นตัวดีขึ้นและการเปิดเมืองหลังวิกฤตโควิดของประเทศ EMDEs จะทำให้ความเสี่ยงของภาคเอกชนลดลง

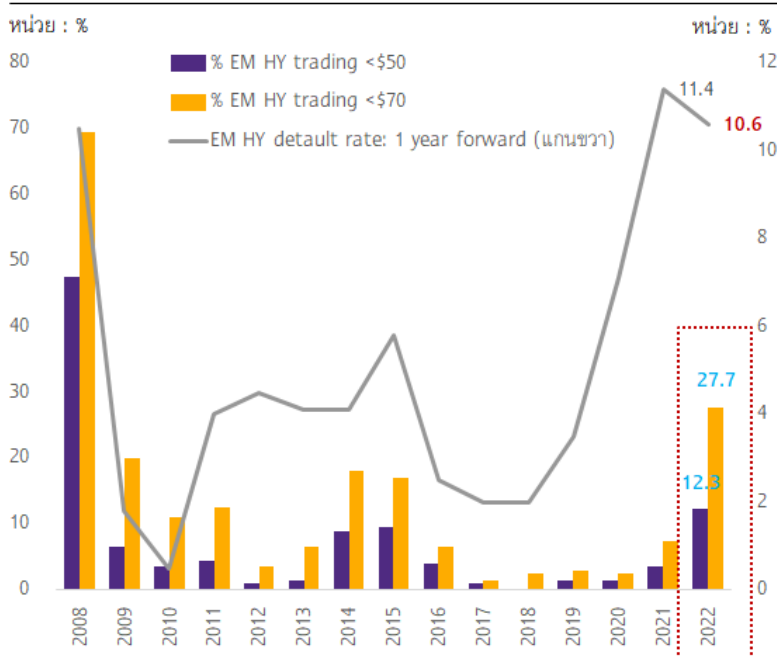
หากเศรษฐกิจโลกถดถอย ผลจากภาวะ Stagflation ที่เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นแรงและนานกว่าที่คาดการณ์ไว้ ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องขึ้นดอกเบี้ยรุนแรงต่อเนื่องในปีหน้า ข้ำเติมเศรษฐกิจให้ชะลอตัวลงอีก อีกทั้ง เกิดความขัดแย้งระหว่างประเทศเป็นบางช่วง ทำให้ปัญหาอุปทานคอขวดกลับมารุนแรงขึ้น EIC ประเมินว่า

ในกรณีเศรษฐกิจโลกถดถอยเงินเฟ้อสูง (Global stagflation) เศรษฐกิจโลกแยลงจากภาวะ Global stagflation เงินเฟ้อทั่วโลกเร่งตัวขึ้นแรงและนานกว่าที่คาดไว้ ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องขึ้นดอกเบี้ยรุนแรงต่อเนื่องในปีหน้า และกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลักและ EMDEs ส่วนใหญ่เข้าสู่ภาวะถดถอย เศรษฐกิจจีนชะลอตัวต่อเนื่อง ธนาคารกลางทั่วโลกต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วและแรงคุมเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น อีกทั้ง เกิดความขัดแย้งระหว่างประเทศเป็นบางช่วง ทำให้ปัญหาอุปทานคอขวดกลับมารุนแรงขึ้น SCB EIC ประเมินว่า อัตราการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ปี 2023 จะอยู่ที่ราว 15% โดยมีปัจจัยหลักจากฐานะทางการเงินของภาคธุรกิจในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ขนาดกลางที่อ่อนแอลงตามภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้น รวมถึงทำให้บริษัทที่ไม่มีศักยภาพ (zombie firms) ที่เพิ่มขึ้นมาในช่วงวิกฤตโควิดต้องล้มละลายและผิดนัดชำระหนี้ไป ขณะที่ธุรกิจกลุ่มเปราะบางในภาคสังหาริมทรัพย์ของจีนจะเริ่มผิดนัดชำระหนี้เป็นบางส่วน

ในกรณีเลวร้ายที่สุด หากเกิดการพินัดชำระหนี้ครั้งใหญ่ (Widespread default) เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2023 เศรษฐกิจจีนชะลอรุนแรง บริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ล้มละลาย ธนาคารกลางต้องขึ้นดอกเบี้ยแรงเพื่อคุมเงินเฟ้อจนเกิดภาวะ stagflation รุนแรง อีกทั้ง ความขัดแย้งภูมิรัฐศาสตร์โลกปะทุรุนแรงขึ้นจนทำให้การแบ่งขั้วทางเศรษฐกิจเกิดเร็วขึ้น SCB EIC ประเมินว่า อัตราการพินัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในกลุ่ม High-yield ปี 2023 จะอยู่ที่ราว 20-30% โดยภาคธุรกิจจีนที่เป็น Non-investment grade มากกว่าครึ่งอาจพินัดชำระหนี้ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง นอกจากนี้ ธุรกิจในกลุ่มประเทศ EMDEs ที่มีความเสี่ยงสูงจะพินัดชำระหนี้เป็นวงกว้างจากปัญหา Supply chain disruption ที่นำไปสู่รายได้ไม่เพียงพอและสภาพคล่องขาดแคลน

รูปที่ 7 : อัตราการพินัดชำระหนี้ของธุรกิจในกลุ่ม High-yield ในปี 2023 จะอยู่ที่ราว 10.6% ปรับลดลงจากปัจจุบันที่ 11.4% เล็กน้อย แต่เป็นระดับที่ใกล้เคียงช่วงวิกฤตการเงินในปี 2008

สัดส่วน EM High yield bonds ที่มีการซื้อขายกันในระดับนำกังวลและอัตราการพินัดชำระหนี้



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ J.P. Morgan

ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย

Assumptions	Scenario 1: Baseline	Scenario 2: Global stagflation	Scenario 3: Widespread default
เศรษฐกิจ	<ul style="list-style-type: none"> เศรษฐกิจไทยยังไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ GDP จะขยายตัวที่ 3.4%YOY การส่งออกจะขยายตัวที่ 1.2%YOY 	<ul style="list-style-type: none"> เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบบางส่วน GDP จะขยายตัวเพียง 1.0%YOY และการส่งออกจะหดตัว 	<ul style="list-style-type: none"> เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบรุนแรง GDP จะหดตัวลง -0.9%YOY พร้อมการส่งออกที่จะหดตัวเช่นกัน
ภาวะการเงิน	<ul style="list-style-type: none"> ภาวะการเงินไทยจะไม่ตึงตัวมากนัก เงินบาทจะมีแนวโน้มแข็งค่าได้ในปีหน้า Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยสูงขึ้นในอัตราที่น้อยกว่าปีก่อน 	<ul style="list-style-type: none"> ภาวะการเงินไทยจึงตึงตัวมากขึ้น กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอีกตามดอลลาร์ 	<ul style="list-style-type: none"> ภาวะการเงินไทยตึงตัวมาก นักลงทุน risk-off เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาดการเงิน กนง. ขึ้นดอกเบี้ยเพื่อลดแรงกดดัน เงินบาทอ่อนค่าลงแรงและอ่อนกว่าในปีก่อน
การพินัดชำระหนี้	<ul style="list-style-type: none"> อัตราการพินัดชำระหนี้จะทยอยลดลงได้ 	<ul style="list-style-type: none"> ต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราการพินัดชำระหนี้ปรับเพิ่มขึ้น 	<ul style="list-style-type: none"> ต้นทุนการระดมทุนสูงขึ้นเร็วทั้งจากปัจจัยในและต่างประเทศ การพินัดชำระหนี้สูงขึ้น
เสถียรภาพการเงิน	<ul style="list-style-type: none"> เสถียรภาพการเงินไทยยังอยู่ในเกณฑ์ดี 	<ul style="list-style-type: none"> เสถียรภาพการเงินไทยจะไม่อ่อนแอลงมาก การพินัดชำระหนี้ยังคงอยู่ในธุรกิจเปราะบางที่กระทบจากเศรษฐกิจโลกถดถอย 	<ul style="list-style-type: none"> เสถียรภาพการเงินไทยจะอ่อนแอลงมาก ทั้งในด้านการคลัง และด้านต่างประเทศ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถืออาจปรับลด credit rating ของไทยลง

SCB EIC ประเมินว่า ในกรณีฐาน (Baseline) เศรษฐกิจไทยจะยังไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ

GDP ปี 2023 จะยังขยายตัวได้ 3.4%YOY และการส่งออกจะขยายตัว 1.2%YOY ภาวะการเงินไทยจะยังไม่ตึงตัวมากนัก เงินทุนเคลื่อนย้ายยังคงมีแนวโน้มไหลเข้ากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่รวมถึงไทย เงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐจะยังมีแนวโน้มแข็งค่าในปีหน้า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยสูงขึ้นในอัตราที่น้อยกว่าปีก่อน **อัตราการผิดนัดชำระหนี้จะทยอยปรับลดลงได้** สะท้อนจากอัตราส่วนหนี้เสียต่อสินเชื่อรวม (NPL Ratio) ล่าสุด ณ ไตรมาส 3 ปี 2022 อยู่ที่ 2.77% ลดลงต่อเนื่องเมื่อเทียบกับระดับสูงสุด ณ ช่วงวิกฤตโควิดที่ 3.14% และค่าเฉลี่ยในปี 2021 ที่ 3.08% อีกทั้งเสถียรภาพการเงินไทยยังอยู่ในเกณฑ์ดี

สำหรับกรณี Global stagflation เศรษฐกิจไทยจะได้รับผลกระทบบางส่วน

การส่งออกจะหดตัวเล็กน้อย GDP จะขยายตัวเพียง 1%YOY ภาวะการเงินไทยตึงตัวมากขึ้น กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำต่อเนื่องจากสิ้นปี 2022 เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอีกตามการแข่งขันค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากนักลงทุนต้องการถือครองสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe assets) ด้านต้นทุนการระดมทุนของภาคธุรกิจสูงขึ้น ส่งผลให้อัตราการผิดนัดชำระหนี้ปรับเพิ่มขึ้น แต่ยังคงกระจุกตัวในธุรกิจเปราะบางที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกถดถอย เช่น ธุรกิจปิโตรเคมี ธุรกิจการขนส่งและคมนาคม ธุรกิจชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์และฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ และธุรกิจยานยนต์และชิ้นส่วน **เสถียรภาพต่างประเทศของไทยจะยังไม่อ่อนแอลงมาก** ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ปรับลดลงจะไม่อยู่ในระดับแย่มากก่อให้เกิดเงินทุนไหลออกอย่างรุนแรงเหมือนในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง ดุลบัญชีเดินสะพัดจะขาดดุลในช่วงแรก แต่จะยังกลับมาเกินดุลได้ในปี 2024 ที่เศรษฐกิจโลกและไทยเริ่มฟื้นตัวอีกครั้ง **ในกรณีนี้คาดว่าจะยังไม่มี การปรับลดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของประเทศลง**

สำหรับกรณี Widespread default เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มได้รับผลกระทบรุนแรง

GDP จะหดตัว -0.9%YOY การส่งออกจะหดตัวมากขึ้น ภาคท่องเที่ยวฟื้นตัวจากปี 2022 เพียงเล็กน้อย ภาวะการเงินไทยตึงตัวมาก นักลงทุน Risk-off ทำให้เงินทุนเคลื่อนย้ายไหลออกจากตลาดการเงินไทยมากขึ้น เงินบาทอ่อนค่าแรงและอ่อนค่ามากกว่าปีก่อน จะส่งผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ต่างประเทศของไทย อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้นเร็วเพื่อช่วยลดแรงกดดันค่าเงินบาทอ่อนและเงินทุนไหลออก ทำให้ต้นทุนการระดมทุนสูงขึ้นเร็วจากปัจจัยในและต่างประเทศ การฟื้นตัวของภาคธุรกิจส่วนใหญ่หยุดชะงักลง ส่งผลให้อัตราการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้น และมีหนี้เสียสูงขึ้น

เสถียรภาพการเงินไทยจะอ่อนแอลงอย่างมากเกือบทุกด้าน โดยเฉพาะภาคการคลังและภาคต่างประเทศ ส่งผลให้ไทยอาจถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง โดยหนี้สาธารณะจะปรับเพิ่มใกล้เคียงเพดานหนี้ที่ 70% เนื่องจากรัฐบาลจำเป็นต้องก่อหนี้สำหรับใช้กระตุ้นเศรษฐกิจที่ซบเซา และประคับประคองภาคธุรกิจที่เสี่ยงผิดนัดชำระหนี้สูงและต้องเผชิญข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนมากขึ้น เพื่อลดผลกระทบที่อาจลุกลามไปยังเสถียรภาพของสถาบันการเงินผู้เป็นเจ้าของหนี้ (Domino effect) ด้านเงินสำรองระหว่างประเทศจะลดลงเร็วจากการเข้าดูแลเงินบาทผันผวนอ่อนค่ามาก ดุลบัญชีเดินสะพัดจะขาดดุลจากราคาสินค้านำเข้าที่สูงขึ้นมาก ขณะที่การส่งออกหยุดชะงักและรายได้นักท่องเที่ยวต่างชาติดังกล่าวหดตัว ด้วยเหตุนี้ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถืออาจปรับลด Credit rating ของไทยลง 1 ชั้น จากเดิมที่ระดับ Baa1 (จัดอันดับโดย Moody's) และ BBB+ (จัดอันดับโดย S&P) ซึ่งในอดีตไทยเคยถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือมากที่สุดในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้งปี 1997-1999 จากอันดับ A2 (โดย Moody's) ซึ่งเป็นระดับ Upper medium investment grade มาเป็น Ba1 ซึ่งเป็นระดับ Non-investment grade (Speculative)

โดยสรุป SCB EIC ประเมินว่า ในกรณีฐาน EMDEs โดยรวมจะยังไม่เผชิญกับวิกฤตหนี้ แต่หากมีความเสี่ยงที่ไม่คาดคิดจนทำเศรษฐกิจโลกถดถอยในปี 2023 ก็อาจเกิดวิกฤตหนี้เป็นวงกว้างได้ แม้ในปีนี้จะมีความกังวลเกี่ยวกับวิกฤตหนี้ของ EMDEs มากขึ้น แต่ในกรณีฐานคาดว่าจะไม่ลุกลามเป็นวงกว้างกระทบเสถียรภาพการเงินโลก เพราะส่วนใหญ่เป็นเหตุการณ์เฉพาะบางประเทศที่มีฐานะทางการเงินเปราะบางอยู่ก่อนแล้ว สำหรับฐานะการคลังและฐานะการเงินภาคธุรกิจของ EMDEs โดยรวมยังเข้มแข็ง เพราะส่วนใหญ่ลดการพึ่งพาการกู้ยืมจากต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง รวมถึงมีเงินสำรองระหว่างประเทศที่เข้มแข็งกว่าในอดีตมาก ทั้งนี้ หากเกิดเหตุการณ์ไม่คาดคิด (Shocks) ที่ทำให้ปัญหาอุปทานคอขวดแย่ลง อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวสูงต่อเนื่องอีกในปี 2023 จนเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย ก็อาจทำให้ปัญหาหนี้ใน EMDEs แย่ลงจนผิดนัดชำระหนี้เป็นวงกว้างได้ จากการประเมินพบว่า **ประเทศที่มีความเสี่ยงทั้งในมิติเสถียรภาพต่างประเทศ ฐานะทางการคลัง และฐานะการเงินภาคธุรกิจ มากที่สุดคือ กานา, ศรีลังกา, ปากีสถาน, ตูนิเซีย, รัสเซีย, กรีซ และอียิปต์ สำหรับไทยมีความเสี่ยงวิกฤตหนี้ต่ำในกรณีฐาน** โดยมีเสถียรภาพต่างประเทศที่แข็งแกร่ง ความเปราะบางทางการคลังระยะสั้นน้อย และฐานะการเงินภาคธุรกิจส่วนใหญ่ยังเข้มแข็ง

บทวิเคราะห์โดย... https://www.scbeic.com/th/detail/product/emdes_281222

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.

APPENDIX : ฉากทัศน์วิกฤตหนี้ EMDEs

กรณีที่ 1 Baseline : เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงเร็ว และมีบางประเทศเศรษฐกิจหลักที่เข้าสู่ภาวะถดถอยตั้งแต่ปลายปีนี้ เช่น สหราชอาณาจักรและสหภาพยุโรป ขณะที่สหรัฐ มีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงครึ่งหลังของปีหน้า ด้านอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวอย่างช้า ๆ ในปีหน้า ส่งผลให้ธนาคารกลางจะยังคงทิศทางนโยบายการเงินตึงตัว โดยปรับขึ้นดอกเบี้ยซ้ำลง แต่จะยังคงดอกเบี้ยสูงอีก 1-2 ปี ด้านความขัดแย้งภูมิรัฐศาสตร์โลกจะยังไม่ทวีความรุนแรง และการแบ่งขั้ว (Economic decoupling) จะยังคงค่อย ๆ เกิด สำหรับความเสี่ยงเสถียรภาพการเงินในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่นั้น จะไม่ปะทุเป็นวงกว้าง และมีเพียงบางประเทศที่ฐานะการเงินอ่อนแอที่จะผิมนัดชำระหนี้ (default) ซึ่งจะเป็กลุ่มประเทศขนาดเล็ก ทำให้จะไม่ลุกลามไปยังต่างประเทศ โดยการผิมนัดชำระหนี้มีแนวโน้มกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มประเทศที่ฐานะการเงินอ่อนแอมาก มีหนี้ที่จะครบกำหนดอายุภายใน 12 เดือนข้างหน้าสูง และมีเงินสำรองต่ำ ซึ่งประกอบด้วยประเทศ เช่น ตูนิเซีย, ปากีสถาน, กานา, อียิปต์, บารุเรน และโบลีเวีย เป็นต้น

กรณีที่ 2 Global stagflation: เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2023 พร้อมเกิดเงินเฟ้อสูงทั่วโลกนานกว่าที่คาดไว้ ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องขึ้นดอกเบี้ยรุนแรงต่อเนื่องในปีหน้า ทำให้กลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลักและประเทศตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่เข้าสู่ภาวะถดถอย ส่วนเศรษฐกิจจีนยังคงชะลอตัวต่อเนื่องในปีหน้า ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์โลกเพิ่มขึ้น เกิดความขัดแย้งระหว่างประเทศเป็นบางช่วง ปัญหาอุปทานคอขวด (Supply-chain disruption) กลับมารุนแรงขึ้นอีกครั้ง ราคาพลังงานปรับสูงขึ้นอีก ส่งผลให้เงินเฟ้อโลกกลับมาเร่งตัวขึ้นอีกในปีหน้า ธนาคารกลางทั่วโลกจึงต้องดำเนินนโยบายการเงินตึงตัวต่อเนื่อง โดยยังขึ้นดอกเบี้ยในลักษณะที่เร็วและแรงเหมือนในปี 2022 ทำให้ภาวะทางการเงินตึงตัวมากและนานขึ้น การค้าและการลงทุนโลกชะงักจากความไม่แน่นอนที่ยังอยู่ในระดับสูง อุปสงค์โลกจึงหดตัวลงจนนำไปสู่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงเสถียรภาพการเงินในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่นั้นจะยังคงไม่ปะทุเป็นวงกว้างมากนัก โดยการผิมนัดชำระหนี้จะยังกระจุกอยู่ในประเทศที่มีขนาดเล็ก และขนาดกลางที่มีความเปราะบางสูง (เช่น บราซิล, เม็กซิโก, กรีซ, อินเดีย และอินโดนีเซีย เป็นต้น) ส่วนเสถียรภาพของประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่จะยังคงอยู่ในเกณฑ์ดี

กรณีที่ 3 Widespread default : เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2023 และมีแรงกดดันเพิ่มเติมจาก (1) เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงรุนแรง มีการล้มละลายของบริษัทอาหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่และธุรกิจห่วงโซ่อุปทานที่เกี่ยวข้อง ทำให้ตลาดการเงินในจีนผันผวนมากขึ้น (2) ปัญหาภูมิรัฐศาสตร์โลกรุนแรงขึ้น สงครามรัสเซีย-ยูเครนทวีความรุนแรง ทำให้วิกฤตพลังงานยืดเยื้อ ราคาพลังงานจึงปรับสูงขึ้นอีก ความขัดแย้งระหว่างจีนและสหรัฐฯ ตึงเครียดมากขึ้น จนทำให้การแบ่งขั้วทางเศรษฐกิจ (Economic decoupling) เกิดเร็วขึ้น การค้าโลกต้องหยุดชะงักและมีการปรับเปลี่ยนห่วงโซ่อุปทาน (Supply-chain relocation) และ (3) เกิดการก่อกวนจลาจล (Social unrest) ที่ลุกลามรุนแรงใน EMDEs ขนาดใหญ่ (เช่น จีน อินเดีย และบราซิล) รวมถึงประเทศในภูมิภาค ASEAN จึงทำให้ปัญหาอุปทานคอขวด (Supply-chain disruption) รุนแรงมากขึ้น ด้านอัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นอีก เกิดเป็นภาวะ Stagflation รุนแรงจึงทำให้ธนาคารกลางส่วนใหญ่ต้องขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ ภาวะการเงินที่ตึงตัวเร็วประกอบกับความไม่แน่นอนที่สูงขึ้นมาก ทำให้แนวโน้มการบริโภคและการลงทุนโลกหดตัวรุนแรง เสถียรภาพการเงินปรับแย่ลงมาก โดยเกิดการผิมนัดชำระหนี้ของรัฐบาลมากขึ้น ครอบคลุมมากกว่า 30-40% ของเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่มีความเสี่ยงสูง 33 ประเทศ (อันดับ

Credit rating ที่ B3 และต่ำกว่า⁶) ทั้งนี้การผิดนัดชำระหนี้ของประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ เช่น จีน ยังเป็นการผิดนัดชำระหนี้ในภาคธุรกิจเป็นหลัก (Corporate default)

⁶ รายงาน Sovereign default and recovery rates, 1983-2021 ของ Moody's ตีพิมพ์เมื่อเม.ย. 2022 พบว่า ค่ามัธยฐานของ credit rating 12 เดือนก่อนที่ประเทศจะผิดนัดชำระหนี้อย่างเป็นทางการ คือ B3 และต่ำกว่า

ผู้เชี่ยวชาญวิเคราะห์

วชิรวัฒน์ บานชื่น (wachirawat.banchuen@scb.co.th)

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

จงรัก ก้องกำชัย (jongrak.kongkumchai@scb.co.th)

นักวิเคราะห์

ECONOMIC AND FINANCIAL MARKET RESEARCH

ดร. สมประวิณ มั่นประเสริฐ

รองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงาน Economic Intelligence Center (EIC)

และรองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงานกลยุทธ์องค์กร

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

ดร.ฐิติมา ชูเชิด

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจ และตลาดการเงิน

วชิรวัฒน์ บานชื่น

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.บุญยวัฒน์ ศรีสิงห์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

จงรัก ก้องกำชัย

นักวิเคราะห์

ณิชนันท์ โลกวิบูล

นักวิเคราะห์

ปณณ์ พัฒนศิริ

นักวิเคราะห์

วิชาย กุลาดี

นักวิเคราะห์

ดร.อสมมา เหลี่ยมมุกดา

นักวิเคราะห์



“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



@scbeic | 

www.scbeic.com