

Debt maturity : Does it matter for fiscal space?

อายุคงเหลือของหนี้จะมีผลต่อ Fiscal Space อย่างไร

โดย Jun Il Kim, IMF Working Paper, 2015

ความเป็นมา

ในช่วงที่ผ่านมา เศรษฐกิจโลกได้รับผลกระทบอย่างมากจากวิกฤติเศรษฐกิจและวิกฤติการเงิน ซึ่งวิกฤติเศรษฐกิจที่สำคัญที่สุดในช่วงที่ผ่านมา ได้แก่ วิกฤติเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาที่เริ่มเกิดขึ้นกลางปี 2007 และเห็นผลรุนแรงขึ้นเรื่อย ๆ ในปี 2008 ออกไปทั่วโลก หรือที่เรียกว่า วิกฤตการณ์แฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) ส่งผลให้เกิดปัญหาการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก เพื่อกระตุ้นและสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในภาวะที่ซบเซา รัฐบาลในประเทศต่าง ๆ ได้ดำเนินนโยบายขาดดุลอย่างต่อเนื่องและอยู่ในระดับที่สูงกว่าปกติ ส่งผลให้ระดับหนี้สาธารณะของประเทศเหล่านี้เพิ่มสูงขึ้นมาก จนอยู่ในระดับที่น่ากังวลต่อเสถียรภาพทางการคลังและการผิมนัดชำระหนี้ของรัฐบาล โดยเฉพาะประเทศในกลุ่มยูโรโซน

การดำเนินนโยบายการคลังขาดดุลต่อเนื่อง ส่งผลให้ระดับหนี้สาธารณะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน จนทำให้รัฐบาลในประเทศยูโรโซนออกนโยบายรัดเข็มขัด เพื่อลดปัญหาหนี้สาธารณะที่สูงจนเกินไป ซึ่งส่งผลให้การบริหารนโยบายการคลังมีความยากลำบากมากขึ้นด้วย Fiscal space ที่น้อยลงด้วย พร้อมทั้งยังมีผลต่อสถานะความยั่งยืนทางการคลัง

ขณะที่สถานการณ์หนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้น ประเทศและหน่วยงานต่าง ๆ เริ่มหันมาให้ความสนใจกับรอบความยั่งยืนทางการคลังมากขึ้นด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ Fiscal space ของรัฐบาลในการดำเนินนโยบายการคลัง โดยสำหรับผู้วิจัย Fiscal space ก็เปรียบได้เหมือนกับ ส่วนต่างระหว่างหนี้ในปัจจุบันกับหนี้สูงสุดที่รัฐบาลสามารถกู้ได้ (เพดานหนี้)

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาความสัมพันธ์ของอายุคงเหลือของหนี้หรือระยะเวลาในการกู้ยืมของรัฐบาลที่อาจจะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดต้นทุนการกู้ยืมและเพดานหนี้ของรัฐบาล ผ่านตัวแปรทางด้านผลดำเนินงานด้านการคลังของรัฐบาลทั้งในกรณีที่ว่าแปรดังกล่าวมีความผันผวน (ไม่รักษาวินัยทางการคลัง) และกรณีที่ตัวแปรดังกล่าวมีความแน่นอน (รักษาวินัยทางการคลัง)

ประเด็นที่น่าสนใจ

ต้นทุนทางการเงินของรัฐบาลสามารถลดต่ำลง ส่งผลให้เพดานหนี้ที่รัฐบาลเพิ่มขึ้นได้ หากรัฐบาลมีการรักษาวินัยการคลังและเน้นการกู้ยืมในระยะยาวมากขึ้น



คำสำคัญ (Key Word)

Debt maturity = อายุคงเหลือของหนี้

Debt limit = เพดานหนี้ (หนี้สูงสุดที่รัฐบาลสามารถกู้ได้)

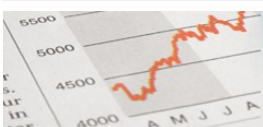
Fiscal space = ส่วนต่างระหว่างหนี้ในปัจจุบันกับหนี้สูงสุดที่รัฐบาลสามารถกู้ได้

ผู้เขียน

ดร. พีรพัฒน์ วงศ์ชัยวัฒน์
เศรษฐกรชำนาญการ

ขอขอบคุณ

นายสิทธิรัตน์ ดรคมมาศ
นายชุมพล สุวรรณกิจบริหาร
สำหรับคำแนะนำ



แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองที่กำหนดให้ตัวแปรที่มีการเปลี่ยนแปลงโดยการสุ่ม (Stochastic Model) โดยพิจารณาจากความต้องการในการใช้เงินของรัฐบาล (Gross Financing Need: GFN) ซึ่งกำหนดให้ขึ้นกับภาระผูกพันในการชำระหนี้จากการออกพันธบัตรที่ไร้ระบุดอกเบี้ย (โดยมีการกำหนดให้เป็นพันธบัตรที่ไร้ระบุดอกเบี้ย zero coupon bond) และสมการดุลงบประมาณแสดงได้ในสมการนี้

$$x = d - s$$

โดยที่ x = ความต้องการในการใช้เงินของรัฐบาล GFN

d = ภาระผูกพันในการชำระหนี้จากการออกพันธบัตร (ขึ้นอยู่กับภาระหนี้คงค้างและปริมาณพันธบัตรออกใหม่)

s = ดุลงบประมาณเบื้องต้น

ทั้งนี้ ดุลงบประมาณ (s) ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรที่มีการเปลี่ยนแปลงแบบสุ่ม โดยขึ้นอยู่กับดุลงบประมาณปกติ และ shock ที่ส่งผลกระทบต่องบประมาณ (e) ตามสมการ

$$s = s^* + e$$

ในขณะที่รัฐบาลจะผิมนัดชำระหนี้บนเงื่อนไขว่า $x \geq \bar{x}$ หรือความต้องการใช้เงินของรัฐบาลสูงกว่าเพดานหนี้ที่กำหนด \bar{x} ซึ่งสะท้อนอยู่ในราคาพันธบัตร ตามสมการดังนี้

$$q_t = [(1 - p_{t+1}) / (1 + r)] [1 + (1 - \delta) q_{t+1}^e]$$

โดยที่ q_t = ราคาพันธบัตร ณ เวลา t

p_{t+1} = ความน่าจะเป็นที่รัฐบาลจะผิมนัดชำระหนี้ในช่วงเวลา $t+1$

r = อัตราดอกเบี้ยส่วนลด (Discount rate)

δ = กระแสอัตราผลตอบแทนในอนาคต

q_{t+1}^e = ราคาพันธบัตรที่ตลาดคาดหวังในช่วงเวลา $t+1$ กรณีรัฐบาลไม่มีการผิมนัดชำระหนี้

จากสมการข้างต้น หากพันธบัตรแบบ zero coupon bond มีราคาสูง จะสะท้อนถึงต้นทุนการกู้ยืมเงินของรัฐบาลที่ลดลง (จากปริมาณพันธบัตรที่ลดลง) ดังนั้น หากรัฐบาลไม่มีการรักษาวินัยทางการคลัง เช่น ปล่อยให้เกิดการขาดดุลงบประมาณในระดับสูงจนความต้องการใช้เงินของรัฐบาลสูงขึ้นหรือใกล้เคียงกับเพดานหนี้ที่กำหนด จนส่งผลให้ประชาชนคาดหวังว่าจะเกิดการผิมนัดชำระหนี้ ราคาพันธบัตรจะลดลง ส่งผลให้ต้นทุนการกู้ยืมเงินของรัฐบาลเพิ่มขึ้น

จากสมมุติฐานข้างต้น ผู้วิจัยค้นพบความสัมพันธ์ต่อไปนี้

$$\bar{x} > \bar{x}(1)$$

สมการข้างต้น แสดงให้เห็นว่า เพดานหนี้ในอนาคตจะสูงกว่าเพดานหนี้ในระยะแรก

คำอธิบายเพิ่มเติมจากแบบจำลอง

- จากสมการข้างต้น $\bar{x} > \bar{x}(1)$

ราคาของหนี้ระยะยาวที่สูงกว่าหนี้ระยะสั้นมาจากมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ของหนี้ระยะยาวในการรวมถึงโอกาสที่สถานการณ์ด้านการคลังจะดีขึ้นในอนาคต (โอกาสที่รัฐบาลจะสามารถหารายได้เพิ่มขึ้นในอนาคต) ไปไว้ในราคาในปัจจุบัน โดยที่ความสัมพันธ์ดังกล่าวมาจากสมการต่อไปนี้

$$\bar{q}^e > \bar{q}$$

แสดงให้เห็นว่า ราคาคาดหวังในอนาคตจะมากกว่าราคาเฉลี่ยเสมอ เนื่องจากราคาในอนาคตจะรวมถึงสถานการณ์ด้านการคลังที่ดีขึ้นในอนาคต โดยที่ความน่าจะเป็นในการผิมนัดชำระหนี้จะต้องน้อยกว่า 1 ด้วยเหตุผลนี้ หนี้ระยะยาวจะครอบคลุมถึงสถานการณ์ด้านการคลังที่ดีขึ้นในอนาคตมาไว้ในราคาในปัจจุบัน (price in) ของหนี้ระยะยาว

จากสมการข้างต้น จะเห็นได้ว่า ราคาพันธบัตรในแต่ละช่วงจะสะท้อนให้เห็นถึงความน่าจะเป็นในการผิมนัดชำระหนี้ ดังนี้

- ราคาในปัจจุบัน สะท้อนความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระหนี้ในอนาคตในทุกช่วงเวลาจนถึงระยะเวลาการจ่ายคืนหนี้ (Maturity) ดังนั้น ราคาที่คาดหวังในช่วงต่อไปก็จะส่งผลต่อราคาในปัจจุบัน กล่าวคือ ราคาที่คาดหวังเพิ่มขึ้นในช่วงต่อไปมาจากราคาในปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระหนี้ด้วย เนื่องจากระดับหนี้สาธารณะจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง

- สำหรับพันธบัตรระยะสั้น เมื่อนักลงทุนตัดสินใจซื้อพันธบัตรระยะสั้น นักลงทุนเหล่านี้จะไม่สนใจราคาในช่วงต่อไป ถ้าเกิดการผิมนัดชำระหนี้ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ราคาของพันธบัตรระยะสั้นจะมีความสัมพันธ์กับปัจจัยพื้นฐานของตัวพันธบัตร เช่น อัตราผลตอบแทนเพียงอย่างเดียว ในขณะที่หนี้ระยะยาวมีลักษณะคล้ายกับการถือหุ้น กล่าวคือการถือหุ้นระยะยาวจะต้องคำนึงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทในอนาคตด้วย



Thailand
Ministry of Finance



ผลจากการศึกษาพบว่า รัฐบาลจะมีเพดานหนี้ที่สูงกว่าในกรณีที่มีการกู้ยืมด้วยหนี้ระยะยาว ซึ่งแสดงให้เห็นถึงข้อได้เปรียบของการกู้ยืมด้วยหนี้ระยะยาว เนื่องจากต้นทุนของการกู้ยืมจะมีส่วนที่ค้ำประกันถึงผลการดำเนินงานด้านการคลังในอนาคตไว้ด้วย ดังนั้น หากรัฐบาลสามารถรักษาวินัยการคลังและส่งผลให้โอกาสในการผิदनชำระหนี้ที่อยู่ในระดับต่ำ ตลาดจะค้ำประกันปัจจัยนี้เข้าไปในต้นทุนเงินและทำให้ต้นทุนการกู้ยืมเงินของรัฐบาลลดลงในที่สุด (เพดานหนี้จะเพิ่มขึ้นจากการที่รัฐบาลสามารถหาแหล่งเงินทุนมาใช้จ่ายได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำลง ทำให้ภาระในการชำระหนี้ในอนาคตลดลง)

ในทางตรงกันข้าม หากรัฐบาลมีการกู้ยืมเงินระยะสั้น ตลาดจะไม่ค้ำประกันถึงปัจจัยเรื่องผลการดำเนินงานด้านการคลัง เนื่องจากนักลงทุนจะค้ำประกันถึงเฉพาะผลตอบแทนที่จะได้รับ โดยจะละเลยผลที่จะเกิดขึ้นในช่วงเวลาถัดไป

ผลการศึกษาในครั้งนี้ สะท้อนถึงข้อเสนอแนะในเชิงนโยบายได้ ดังนี้

1. การที่เพดานหนี้มีระดับสูงกว่าในกรณีที่รัฐบาลกู้ยืมในระยะเวลายาว ไม่ได้หมายความว่า การกู้ยืมในระยะเวลายาวจะดีกว่าการกู้ยืมในระยะเวลาสั้นเสมอไป แต่ผลการศึกษาในครั้งนี้ แสดงให้เห็นว่าในการกู้ยืมควรมีการค้ำประกันถึงความเสี่ยงอื่นๆ นอกเหนือจากความเสี่ยงทางการคลังของรัฐบาลด้วย ซึ่งมักจะสะท้อนอยู่ในรูปค่าส่วนเกินของพันธบัตร (premium) ที่เพิ่มขึ้นตามอายุการกู้ยืม เช่น กรณีประเทศพัฒนาแล้วมีโครงสร้างหนี้ในระยะเวลายาวมากกว่ากรณีประเทศกำลังพัฒนาที่มีการกู้ยืมที่สั้นกว่า หากค่า premium นั้นมีจำนวนสูงมาก ก็อาจจะไม่จำเป็นต้องเน้นการกู้ยืมในระยะเวลายาวได้
2. การที่รัฐบาลเน้นการกู้ยืมในระยะเวลายาวเป็นหลัก จะส่งผลดีต่อความสามารถในการปฏิรูปทางการคลังของรัฐบาล ซึ่งหากรัฐบาลมีการปฏิรูปทางการคลังและส่งผลดีต่อดุลการคลัง ต้นทุนการกู้ยืมเงินในระยะเวลายาวจะยิ่งถูกลงจากโอกาสในการผิदनชำระหนี้ที่น้อยลง ในขณะที่การกู้ยืมเงินในระยะเวลาสั้น ซึ่งนักลงทุนจะค้ำประกันถึงผลตอบแทนเป็นหลัก จะไม่มีการนำปัจจัยเรื่องนี้ไปรวมคำนวณไว้ในต้นทุนของการกู้ยืม (ในทางกลับกัน หากรัฐบาลไม่รักษาวินัยทางการคลัง ต้นทุนการกู้ยืมในระยะเวลายาวก็จะเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ในขณะที่ไม่มีผลกระทบต่อต้นทุนการกู้ยืมในระยะเวลาสั้นด้วยเหตุผลเดียวกัน)
3. การเตือนภัยทางการคลังจะส่งสัญญาณได้เร็วขึ้นในกรณีที่รัฐบาลเน้นการกู้ยืมระยะยาว เนื่องจากต้นทุนการกู้ยืมในระยะเวลายาวจะเริ่มผันผวนเมื่อรัฐบาลมีระดับหนี้ที่เพิ่มขึ้น หรือมีระดับหนี้สูงกว่าเพดานที่กำหนดไว้ ในขณะที่ต้นทุนการกู้ยืมเงินในระยะเวลาสั้นจะไม่สามารถสะท้อนสถานการณ์การคลังดังกล่าว ซึ่งผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าในการวิเคราะห์ความยั่งยืนทางการคลังควรเน้นการศึกษาในระยะเวลายาวเพื่อให้แบบจำลองที่ศึกษาสามารถค้ำประกันถึงความเสี่ยงทางการคลังในลักษณะนี้ได้ด้วย



ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1. กรณีของประเทศไทย รัฐบาลเน้นการกู้เงินในระยะยาว เพื่อกระจายภาระหนี้ในแต่ละช่วงเวลา และเป็นการสร้าง benchmark สำหรับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (ในขณะที่การกู้ยืมระยะสั้น มักเป็นไปเพื่อการรักษาสภาพคล่องชั่วคราว) ดังนั้น การรักษาวินัยทางการคลังของรัฐบาลจะสามารถนำไปสู่ช่องว่างทางการคลังที่เพิ่มขึ้น จากต้นทุนการกู้ยืมที่ถูกลงด้วย อีกทั้ง การปรับโครงสร้างหนี้เพื่อขยายอายุคงเหลือของหนี้ให้เพิ่มขึ้น จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารหนี้สาธารณะของประเทศได้
2. อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงช่องว่างทางการคลังเป็นหลัก การดำเนินการหนึ่งที่สามารถส่งผลกระทบต่อช่องว่างทางการคลังได้โดยตรง ได้แก่ การจัดสรรงบประมาณเพื่อการชำระหนี้ในระดับที่เหมาะสม ซึ่งจะช่วยลดยอดหนี้สาธารณะคงค้าง ตลอดจนภาระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้น การจัดสรรงบประมาณจึงควรให้ความสำคัญกับการจัดสรรงบประมาณเพื่อการชำระหนี้ด้วย
3. ปัจจุบัน รัฐบาลได้มีความพยายามในการรักษาวินัยทางการคลังหลายประการ เช่น การกำหนดกรอบความยั่งยืนทางการคลัง รวมถึงการร่างกฎหมายการเงินการคลังของรัฐ เป็นต้น ซึ่งจะเป็นส่วนสำคัญในการกำหนดวินัยการคลังของรัฐบาลในอนาคต การดำเนินการดังกล่าวควรมีการชี้แจงให้สาธารณะรับทราบและเข้าใจถึงความพยายามของรัฐบาล โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agencies) เพื่อให้ประชาชนและนักลงทุนสามารถนำปัจจัยบวกเหล่านี้เข้าไปรวมในการคำนวณ (price in) ต้นทุนเงินที่เหมาะสมของรัฐบาล

