

## การปิดตลาดซื้อคืน ธปท.

เมื่อวันที่ 29 พฤศจิกายน 2550 ธปท. ได้ประกาศกำหนดให้วันที่ 12 กุมภาพันธ์ 2551 เป็นวันทำการสุดท้ายของตลาดซื้อคืน ธปท. การปิดตลาดดังกล่าวเป็นองค์ประกอบสำคัญของแผนปฏิรูปกรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่ ธปท. ได้วางแผนไว้และเริ่มดำเนินการในส่วนแรกไปแล้วตั้งแต่วันที่ 17 มกราคม 2550 กล่าวคือ (1) คณะกรรมการนโยบายการเงินได้เริ่มใช้อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วันเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแทนอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน (2) ธปท. ได้ปรับช่วงเวลาในการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องของสถาบันการเงิน (Reserve Maintenance Period) ไม่ให้ครอบคลุมการประชุม กนง. และ (3) ธปท. ได้สร้างกลไกการจำกัดขอบเขตความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยตลาด (Interest Rate Corridor) (รายละเอียดเพิ่มเติมตามบทความในกรอบเรื่องการปฏิรูปกรอบการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. ที่เผยแพร่ในรายงานแนวโน้มเงินเฟ้อ ฉบับเดือนมกราคม 2550)

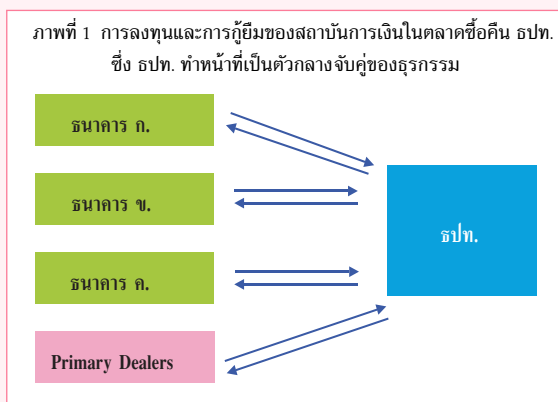
### ประวัติความเป็นมาของตลาดซื้อคืน ธปท.

ตลาดซื้อคืน ธปท. เปิดดำเนินการมาตั้งแต่เดือนมีนาคม 2522 โดย ธปท. ทำหน้าที่เป็นตัวกลางจับคู่ระหว่างสถาบันการเงินผู้กู้และผู้ให้กู้ (ภาพที่ 1) จึงเท่ากับเป็นผู้สัญญาโดยตรงกับทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้ (Matched-Principal Broker) บทบาทดังกล่าวช่วยจำกัดความเสี่ยงทางด้านคู่ค้า (Counterparty Risk) แก่สมาชิกตลาดซื้อคืนฯ ทำให้สถาบันการเงินพึ่งพาการบริหารสภาพคล่องระยะสั้นผ่านตลาดซื้อคืนฯ เป็นหลัก แต่เมื่อภาวะตลาดและมาตรฐานสากลเปลี่ยนแปลงไป หลักปฏิบัติบางประการที่อยู่ในตลาดซื้อคืนฯ จึงเริ่มไม่เหมาะสม ไม่ส่งเสริมการทำงานของกลไกตลาด และเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดเงินและตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทย ดังนั้น ธปท. จึงเริ่มทยอยลดบทบาทของตลาดซื้อคืนฯ ลงตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2547 โดยลดเวลาทำการจากวันละ 2 รอบเป็น 1 รอบ นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้ร่วมตลาดคุ้นเคยและมีความพร้อมที่จะทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชน (Private Repurchase) ทดแทนการใช้ตลาดซื้อคืนฯ ธปท. ได้ปรับหลักเกณฑ์บางประการให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล อาทิ ใช้ราคาตลาดในการประเมินมูลค่าหลักประกัน และมีอัตราส่วนลดขั้นต้น (Initial Haircut)

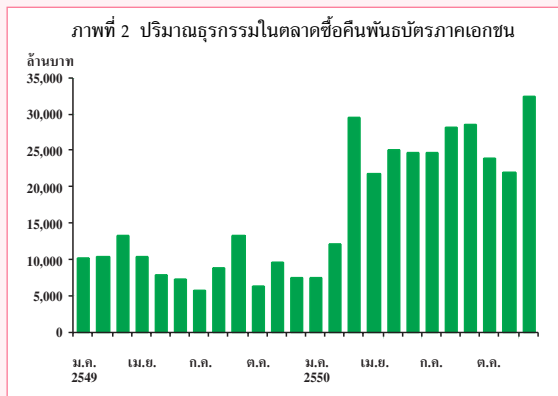
### ความพร้อมในการปิดตลาดซื้อคืน ธปท.

ธปท. ได้เตรียมความพร้อมในหลายๆ ด้านเพื่อรองรับการปิดตลาดซื้อคืนฯ ทั้งในส่วนของ ธปท. และในส่วนของผู้ร่วมตลาด เพื่อให้สอดคล้องกับการส่งเสริมพัฒนาการของตลาดเงินและสนับสนุนกลไกตลาดให้ทำงานได้สมบูรณ์มากขึ้น โดยการดำเนินการที่สำคัญ ได้แก่

- ส่งเสริมการเพิ่มช่องทางการบริหารสภาพคล่องที่สถาบันการเงินสามารถใช้แทนตลาดซื้อคืนฯ เพื่อให้มั่นใจว่าสถาบันการเงินจะสามารถบริหารสภาพคล่องของตนเองผ่านตลาดเงินอื่นๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ อาทิ (1) จัดหลักสูตรให้ความรู้กับสถาบันการเงินและผู้ร่วมตลาดเกี่ยวกับธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชน และสัญญามาตรฐานในการทำธุรกรรมดังกล่าว (Global Master Repurchase Agreement: GMRA) และ (2) ประสานงานกับชมรมเอซีไอ ประเทศไทย (ACI Thailand Club) ให้จัดทำเอกสารแนบท้ายสัญญา (Annex) ฉบับมาตรฐาน เพื่อใช้เป็นต้นแบบในการเจรจาขานามในสัญญา GMRA ซึ่งจะช่วยลดค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาทางกฎหมายเป็นต้น ทั้งนี้ ในปี 2550 ธุรกรรมในตลาดซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชนมีปริมาณมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (ภาพที่ 2) สะท้อนการเตรียมการในส่วนของสถาบันการเงินให้พร้อมรองรับการปิดตลาดซื้อคืนฯ



โดยลดเวลาทำการจากวันละ 2 รอบเป็น 1 รอบ นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้ร่วมตลาดคุ้นเคยและมีความพร้อมที่จะทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชน (Private Repurchase) ทดแทนการใช้ตลาดซื้อคืนฯ ธปท. ได้ปรับหลักเกณฑ์บางประการให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล อาทิ ใช้ราคาตลาดในการประเมินมูลค่าหลักประกัน และมีอัตราส่วนลดขั้นต้น (Initial Haircut)



ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

นอกจากนี้ ธปท. ได้ประสานงานกับกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงินซึ่งเคยเป็นผู้กู้รายใหญ่ในตลาดซื้อคืนฯ ให้หาแหล่งกู้ยืมอื่นทดแทน ทำให้ในปัจจุบันกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ได้ลดยอดกู้ยืมผ่านตลาดซื้อคืนฯ ลงเกือบทั้งหมดแล้ว โดยหันไปกู้เงินจากการจำหน่ายพันธบัตรระยะยาวให้แก่ผู้ลงทุนแทน เช่น พันธบัตรออมทรัพย์กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ อายุ 2 และ 4 ปีเมื่อเดือนพฤศจิกายน 2550 เป็นต้น ทั้งนี้ คาดว่ากองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ จะปรับลดยอดหนี้ในตลาดซื้อคืนฯ ได้ทั้งหมดก่อนการปิดตลาดซื้อคืนฯ ในเดือนกุมภาพันธ์ 2551

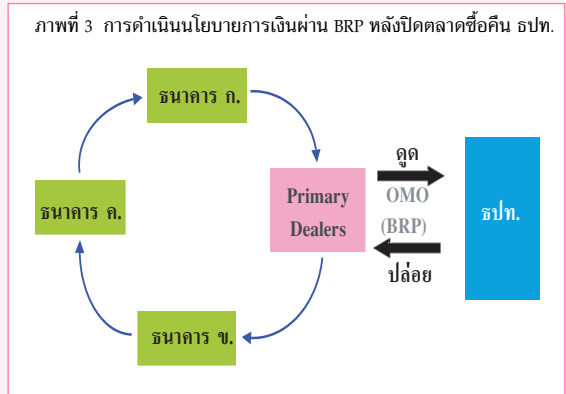
2. ทอยลดบทบาทของตลาดซื้อคืนฯ โดยปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมรายหน้า (Principal Broker Fee) ในการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนฯ จากร้อยละ 0.03 เป็นร้อยละ 0.06 ต่อปีของมูลค่าธุรกรรม และปรับเพิ่มวงเงินขั้นต่ำของการทำธุรกรรมในตลาดซื้อคืนฯ จาก 10 ล้านบาทเป็น 300 ล้านบาท เพื่อผลักดันให้สถาบันการเงินลดการทำธุรกรรมผ่านตลาดซื้อคืนฯ และเปลี่ยนไปทำธุรกรรมผ่านตลาดเงินอื่นๆ แทน

3. เพิ่มประสิทธิภาพของ ธปท. ในการดูแลสภาพคล่องผ่านหน้าต่างอื่น เพื่อรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เป็นไปตามที่กนง. กำหนด การปรับกฎเกณฑ์ในการดำเนินนโยบายการเงินที่ได้นำไปดำเนินการไปแล้วตั้งแต่วันที่ 17 มกราคม 2550 ส่งผลให้การดำเนินการของ ธปท. ผ่านตลาดการเงินเพื่อดูแลสภาพคล่อง (Open Market Operations หรือ OMOs) มีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการเตรียมความพร้อมเพื่อรองรับการปิดตลาดซื้อคืนฯ นอกจากนี้ นับตั้งแต่ต้นปี 2550 ธปท. ได้ทอยเพิ่มปริมาณธุรกรรมของ ธปท. ผ่านหน้าต่างซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (Bilateral Repo หรือ BRP)<sup>1/</sup> อย่างมีนัยสำคัญ เห็นได้จากสัดส่วนการทำธุรกรรมของ ธปท. ผ่านหน้าต่าง BRP เทียบกับการทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรโดยรวม (BRP และตลาดซื้อคืนฯ) ที่เพิ่มขึ้นจากประมาณร้อยละ 40 ในช่วงสิ้นปี 2549 เป็นประมาณร้อยละ 85 ในช่วงสิ้นปี 2550 กล่าวได้ว่า ธปท. ได้ดำเนินนโยบายการเงินผ่านหน้าต่าง BRP ทดแทนตลาดซื้อคืนฯ ได้เกือบทั้งหมด ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการที่ ธปท. แต่งตั้งคู่ค้าสำหรับธุรกรรม BRP (Bilateral PDs) เพิ่มขึ้นอีก 5 รายเป็น 14 รายตั้งแต่เดือนตุลาคม 2550 ทั้งนี้ เพื่อให้ ธปท. สามารถบริหารสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นทั้งในภาวะปกติและฉุกเฉิน โดยเฉพาะในช่วงแรกหลังปิดตลาดซื้อคืนฯ

#### ผลกระทบของการปิดตลาดซื้อคืนฯ ต่อการดำเนินนโยบายการเงิน

1. เครื่องมือในการส่งสัญญาณนโยบายการเงิน (อัตราดอกเบี้ยนโยบาย) การปิดตลาดซื้อคืนฯ จะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายต้องเปลี่ยนจากอัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 1 วันที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน เป็นอัตราดอกเบี้ยธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรแบบทวิภาคี (BRP) ระยะ 1 วัน ทั้งนี้ หาก ธปท. ประสงค์จะทำธุรกรรม BRP ระยะ 1 วัน ธปท. จะกู้หรือให้กู้ที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายเท่านั้น (Fixed-Rate Tender)

2. การดูแลสภาพคล่องในตลาดเงิน การเตรียมพร้อมรองรับการปิดตลาดซื้อคืนฯ ดังที่กล่าวมาช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของ ธปท. ในการดูแลปริมาณสภาพคล่องให้เหมาะสมสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยหลังจากการปิดตลาดซื้อคืนฯ แล้ว ตลาดจะต้องหาช่องทางในการปรับสภาพคล่องระหว่างกันเองมากขึ้น ในขณะที่ ธปท. จะดูแลสภาพคล่องโดยรวมทั้งระบบให้เหมาะสมด้วยการเพิ่มปริมาณธุรกรรมกับ PDs ผ่านหน้าต่าง Open Market Operations (ภาพที่ 3) ซึ่งแนวทางดังกล่าวจะช่วยส่งเสริมให้ตลาดเงินมีการพัฒนาในเชิงลึกและกลไกตลาดทำงานได้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น โดยทางอ้อมจะช่วยเสริมกลไกการส่งผ่านนโยบายการเงินด้วย



โดยสรุป การเตรียมความพร้อมเพื่อรองรับการปิดตลาด

ซื้อคืนฯ ในช่วงปีที่ผ่านมา<sup>2/</sup> และในระยะต่อไปน่าจะช่วยให้การปรับตัวของผู้ร่วมตลาดหลังปิดตลาดซื้อคืนฯ เป็นไปอย่างราบรื่น แม้ว่าการบริหารสภาพคล่องของสถาบันการเงินอาจถูกกระทบบ้างในช่วงแรกหลังปิดตลาดซื้อคืนฯ ทั้งนี้ ภายในเดือนกุมภาพันธ์ 2551 การดำเนินการปฏิรูปกรอบการดำเนินนโยบายการเงินคาดว่าจะเสร็จสมบูรณ์ตามที่วางแผนไว้ อันจะเป็นการวางรากฐานที่ดีสำหรับกรอบการดำเนินนโยบายการเงินที่โปร่งใสและเป็นไปตามกลไกตลาด อีกทั้งยังจะเอื้อต่อการพัฒนาตลาดเงินของไทยต่อไป

<sup>1/</sup> ตั้งแต่ปี 2543 ธปท. ได้เริ่มทำธุรกรรมผ่านหน้าต่าง BRP ซึ่งเป็นการทำธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตรกับ Primary Dealers (PDs) เท่านั้น และ PDs มีหน้าที่เป็นตัวแทนของ ธปท. ในการกระจายสภาพคล่องไปสู่ระบบการเงิน โดย ธปท. ทำธุรกรรม BRP ควบคู่ไปกับการทำธุรกรรมผ่านตลาดซื้อคืนฯ โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อช่วยกระตุ้นและพัฒนาลาดตลาดซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชน

<sup>2/</sup> ผลการสำรวจความพร้อมของสถาบันการเงินต่อการปิดตลาดซื้อคืนฯ ครึ่งล่าสุดเมื่อเดือนกันยายน 2550 พบว่าสถาบันการเงินทุกแห่งมีช่องทางอื่นที่สามารถใช้ทดแทนตลาดซื้อคืนฯ ในการบริหารสภาพคล่องของตนเอง แต่อาจมีข้อจำกัดในการทำหน้าที่กระจายสภาพคล่องอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะหากอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะยังคงอยู่ในระดับเดิมที่ร้อยละ 3 ซึ่งจะทำให้ต้นทุนในการส่งผ่านสภาพคล่องต่อเนื่องกันเป็นทอดๆ อยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง