จากดาวรุ่งแห่งอาเซียน สู่ความกังวลของนักลงทุน: อินโดนีเซีย ณ ทางแยกสำคัญ



มิถุนายน 2569 วิจัยกรุงศรี

krungsri Research

A member of MUFG

สารบัญ

บทสรุปผู้บริหาร	**3**
บทนำ	**4**
พัฒนาการด้านนโยบายที่สำคัญของประธานาธิบดีปราโบโว	**5**
ผลกระทบต่อตลาดการเงินและภาคเศรษฐกิจจริง รวมถึงมาตรการรับมือล่าสุด	**7**
สาเหตุของปัญหาความเชื่อมั่น และนัยยะต่อเศรษฐกิจ	**10**
มุมมองวิจัยกรุงศรี	**11**

Subscribe Us

สมัครสมาชิกวิจัยกรุงศรี...

krungsri.research@krungsri.com

คำสงวนสิทธิ์

เนื้อหาและข้อมูลใดๆ ทั้งหมดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ หากมิได้ระบุไว้เป็นอย่างอื่น ถือเป็นลิขสิทธิ์ของวิจัยกรุงศรี ห้ามมิให้ผู้ใดกระทำการใดๆ เกี่ยวข้องกับเนื้อหา สำเนา หรือดัดแปลงแก่บุคคลอื่นโดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากวิจัยกรุงศรี รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยอาศัยข้อมูลจากแหล่งที่เชื่อหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม วิจัยกรุงศรีไม่อาจรับรองความครบถ้วนสมบูรณ์หรือความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว อีกทั้งไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้หรือเนื้อหาในรายงานฉบับนี้ ข้อมูล ความคิดเห็น และการประมาณการที่ปรากฏในรายงานนี้ถือเป็นความคิดเห็นของวิจัยกรุงศรี ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) และบริษัทในเครือ ความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้เป็นไปตามสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่มีการเผยแพร่รายงาน วิจัยกรุงศรีขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงโดยมิต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทสรุปผู้บริหาร

อินโดนีเซียเคยได้รับการยกย่องว่าเป็นประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่มีศักยภาพสูงแห่งหนึ่งของโลกในช่วงรัฐบาลประธานาธิบดี โจโก วีโดโด (Jokowi) อย่างไรก็ตาม หลังจากประธานาธิบดีปราโบโว ซูเบียนโต เข้ารับตำแหน่งในปี 2567 การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่เน้นแนวทางประชานิยม การแทรกแซงเศรษฐกิจโดยภาครัฐ และชาตินิยมด้านทรัพยากร ได้ก่อให้เกิดความกังวลในคุณภาพธรรมาภิบาล วินัยทางการคลัง และความน่าเชื่อถือของนโยบาย ขณะที่ความขัดแย้งในตะวันออกกลางและการตัดสินใจตรึงราคาพลังงานภายในประเทศ ได้ตอกย้ำความกังวลต่อเสถียรภาพการคลัง จนนำไปสู่สิ่งที่อาจนิยามได้ว่าเป็น “วิกฤตความเชื่อมั่น” ในช่วงกลางปี 2569 สะท้อนจากการปรับลดมุมมองความน่าเชื่อถือของรัฐบาลอินโดนีเซียโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือชั้นนำ การทบทวนสถานะตลาดเกิดใหม่ของอินโดนีเซียโดย MSCI ซึ่งตามมาด้วยแรงขายสินทรัพย์ในตลาดการเงินอย่างมหาศาล

ในระยะสั้น ทิศทางของปัญหาดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับสองปัจจัยสำคัญ ได้แก่ ผลการพิจารณาสถานะตลาดของ MSCI ในช่วงปลายเดือนมิถุนายน และความสามารถของรัฐบาลในการฟื้นฟูความน่าเชื่อถือของนโยบาย ในระยะต่อไป หากนักลงทุนยังขาดความเชื่อมั่นอย่างต่อเนื่อง ความเสี่ยงที่ผลกระทบจะลุกลามจากตลาดการเงินไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงก็จะเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลเชิงลบต่อการลงทุน การจ้างงาน และการเติบโตทางเศรษฐกิจ อันจะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการบรรลุเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจระยะยาวของอินโดนีเซีย

วนิชา ดิเรกอุดมศักดิ์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

wanicha.direkudomsak@krungsri.com

+662 296 4734





บทนำ

ในสมัยประธานาธิบดีโจโก วิโดโด (Joko Widodo **หรือ** Jokowi) **เมื่อปีพ.ศ.** 2557-2567 **อินโดนีเซียได้รับการยอมรับว่าเป็นหนึ่งในตลาดเกิดใหม่ที่มีศักยภาพสูง** ท่ามกลางปัจจัยเชิงบวกหลายประการ ทั้งจากฐานประชากรขนาดใหญ่ ทรัพยากรธรรมชาติที่หลากหลายและอุดมสมบูรณ์ และการปฏิรูปเชิงโครงสร้างหลายด้านที่ช่วยเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุน นอกจากนี้ อินโดนีเซียยังเป็นหนึ่งในสมาชิกผู้ก่อตั้งกลุ่ม G20 จากเศรษฐกิจที่มีขนาดใหญ่อีกด้วย

อย่างไรก็ตาม หลายฝ่ายเริ่มตั้งคำถามถึงคุณภาพและความน่าเชื่อถือด้านนโยบายของอินโดนีเซีย หลังประธานาธิบดีปราโบโว ซูเบียนโต (Prabowo Subianto) **เข้ารับตำแหน่งในเดือนตุลาคม** 2567 **โดยนักลงทุนเริ่มแสดงความกังวลในด้านธรรมาภิบาล** (Governance) **วินัยทางการคลัง ไปจนถึงบรรยากาศการลงทุนโดยรวม** ต่อมาเมื่อภูมิภาคตะวันออกกลางเกิดความขัดแย้งขึ้น และส่งผลกระทบต่ออินโดนีเซียในฐานะผู้นำเข้าน้ำมันสุทธิ เหตุการณ์นี้เป็นเหมือนฟางเส้นสุดท้ายที่กดดันความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจอินโดนีเซีย จนเกิดแรงขายสินทรัพย์ต่างๆ ในตลาดการเงินของอินโดนีเซีย และส่งผลให้ค่าเงินรูเปียห์อ่อนค่าแตะระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์

บทความนี้มีจุดประสงค์เพื่อวิเคราะห์พัฒนาการด้านนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลปราโบโว ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันและบั่นทอนความเชื่อมั่นในตลาดการเงินของอินโดนีเซีย ผลกระทบและมาตรการรับมือกับแรงกดดันที่เกิดขึ้น และประเด็นที่ควรจับตาในระยะข้างหน้า

พัฒนาการด้านนโยบายที่สำคัญของประธานาธิบดีปราโบโว

นโยบายภายใต้รัฐบาลปราโบโวสามารถแบ่งออกเป็น 3 แนวทางหลัก ได้แก่ นโยบายประชานิยม (Populism) นโยบายแทรกแซงเศรษฐกิจโดยรัฐ (State-interventionism) และนโยบายชาตินิยมด้านทรัพยากร (Resource Nationalism)

2567: จุดเริ่มต้นของนโยบายประชานิยม

ประธานาธิบดีปราโบโวเข้ารับตำแหน่งพร้อมเป้าหมายผลักดันให้อินโดนีเซียมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงถึง 8% ภายในปี 2572 โดยหนึ่งในนโยบายเรือธง (Flagship Policy) คือโครงการอาหารกลางวันและอาหารเสริมฟรีสำหรับนักเรียน (Free Nutritious Meals Program) อย่างไรก็ตาม นโยบายดังกล่าวได้ก่อให้เกิดความกังวลต่อความยั่งยืนทางการคลัง โดยเฉพาะการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับโครงการดังกล่าว ภายใต้ข้อจำกัดที่รัฐบาลต้องรักษาระดับการขาดดุลงบประมาณไม่ให้เกินเพดานตามกฎหมายที่ 3% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศหรือ GDP

2568: บทบาทของนโยบายแทรกแซงเศรษฐกิจโดยภาครัฐ

ในปีที่สองของรัฐบาลปราโบโว นโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญหลายนโยบายได้สะท้อนบทบาทของภาครัฐในการแทรกแซงเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น ซึ่งถือว่าเป็นจุดเปลี่ยนที่เริ่มบั่นทอนคุณภาพธรรมาภิบาล คุณภาพเชิงสถาบัน และความน่าเชื่อถือของนโยบาย ดังนี้

- **กุมภาพันธ์ 2568: รัฐบาลจัดตั้งกองทุน Danantara** ซึ่งหวังให้เป็นกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund: SWF) ที่มีเป้าหมายลงทุนเชิงรุก แม้รัฐบาลมองว่ากองทุนฯ เป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่เนื่องจากการลงทุนของกองทุนฯ มีความเชื่อมโยงกับภาระทางการคลังของภาครัฐ ทำให้ความโปร่งใสและธรรมาภิบาลของกองทุนฯ ถูกตั้งคำถามตั้งแต่ระยะแรกเริ่ม
- **สิงหาคม 2568: การประท้วงในหลายพื้นที่ทั่วประเทศเกิดขึ้นหลังรัฐสภาอนุมัติเงินสนับสนุนค่าที่อยู่อาศัยให้แก่สมาชิกสภาผู้แทนราษฎรในระดับที่สูงกว่าค่าแรงขั้นต่ำถึง 10 เท่า** ขณะที่รัฐบาลกลับลดงบประมาณบางส่วนที่เกี่ยวข้องกับสวัสดิการและโครงการทางสังคมลง
- **กันยายน 2568: ประธานาธิบดีปราโบโวประกาศปลดนางศรี มุลยานี อินทราวาตี (Sri Mulyani Indrawati) ออกจากตำแหน่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังอย่างกะทันหัน** ซึ่งเพิ่มความกังวลต่อทิศทางนโยบายเศรษฐกิจ เนื่องจากนางศรี มุลยานีได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางว่าเป็นผู้รักษาวินัยการคลังและเสถียรภาพเศรษฐกิจมหภาคของอินโดนีเซียนับตั้งแต่วิกฤตการเงินในเอเชียปี 2540
- **ในช่วงปลายปี 2568: หลายฝ่ายตั้งคำถามต่อความเป็นอิสระของธนาคารกลางอินโดนีเซีย (Bank Indonesia)** หลังรัฐบาลกดดันให้ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ขณะเดียวกัน ธนาคารกลางอินโดนีเซียกลับมาใช้มาตรการแบ่งเบาภาระทางการคลัง (Burden sharing) แบบเดียวกับช่วงวิกฤตโควิด-19 ผ่านการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรอง เพื่อสนับสนุนโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐ (Quasi-debt monetization)

2569: ความเสี่ยงถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ และนโยบายชาตินิยมทางทรัพยากร

พัฒนาการด้านนโยบายตั้งแต่ปี 2567 ทำให้สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือเริ่มทบทวนมุมมองต่ออินโดนีเซียมากขึ้น โดยในเดือนกุมภาพันธ์ 2569 Moody's ปรับแนวโน้ม (Outlook) อันดับความน่าเชื่อถือของรัฐบาลอินโดนีเซีย (Baa2) จากมีเสถียรภาพ (Stable) เป็นเชิงลบ (Negative) โดยให้เหตุผลถึงความไม่แน่นอนของนโยบายและคุณภาพด้านธรรมาภิบาลที่อ่อนแอลง ขณะที่ Fitch ปรับแนวโน้มในลักษณะเดียวกันเมื่อเดือนมีนาคม โดยชี้ถึงความกังวลต่อการรวมศูนย์อำนาจของรัฐในการกำหนดนโยบาย

ธุรกิจอื่น ๆ ในภาคการเงินเริ่มแสดงความกังวลด้านธรรมาภิบาลเช่นกัน โดยในเดือนเมษายน 2569 ที่ผ่านมา บริษัทจัดทำดัชนีหลักทรัพย์และการลงทุนชั้นนำระดับโลกอย่าง MSCI (Morgan Stanley Capital International) ถอดบริษัทขนาดใหญ่ของอินโดนีเซีย 6 แห่งออกจากดัชนีฯ โดยอ้างถึงปัญหาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่กระจุกตัวและมาตรฐานกำกับดูแลกิจการ

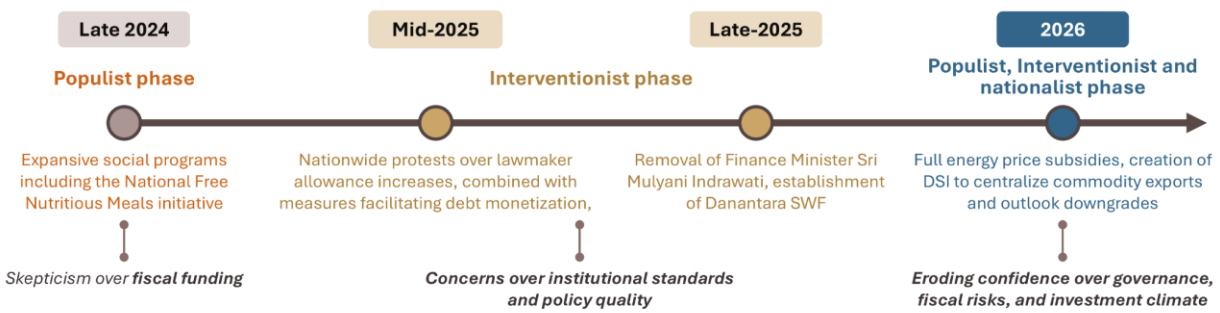
ต่อมาในเดือนพฤษภาคม 2569 ประธานาธิบดีปราโบโวประกาศจัดตั้งบริษัท PT Danantara Sumberdaya Indonesia (DSI) เพื่อให้ทำหน้าที่เป็นตัวกลางเพียงรายเดียวในการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์สำคัญหลายประเภท เช่น ถ่านหิน น้ำมันปาล์มดิบ ตั้งแต่วันที่ 1 มิถุนายน 2569 เป็นต้นไป **มาตรการดังกล่าวสะท้อนนโยบายชาตินิยมทางทรัพยากร** (Resource nationalism) **และการแทรกแซงของภาครัฐที่ชัดเจนขึ้น และเนื่องจากนโยบายนี้มีแนวโน้มบิดเบือนกลไกตลาด** MSCI **จึงได้ส่งสัญญาณว่าอาจพิจารณาปรับสถานะอินโดนีเซียจากกลุ่มตลาดเกิดใหม่** (Emerging Market: EM) **ลงสู่กลุ่มตลาดชายขอบ** (Frontier Market) ส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากอินโดนีเซียอย่างมีนัยสำคัญ

ขณะเดียวกัน นโยบายประชานิยมยังเพิ่มแรงกดดันต่อฐานะการคลังในปีนี้ เนื่องจากเมื่อเกิดความขัดแย้งในตะวันออกกลางขึ้นตั้งแต่ช่วงปลายเดือนกุมภาพันธ์ 2569 ราคาน้ำมันโลกได้ปรับสูงขึ้นมาก แต่รัฐบาลอินโดนีเซียเลือกตรึงราคาพลังงานภายในประเทศผ่านการอุดหนุนเต็มจำนวน แม้นโยบายนี้จะช่วยลดภาระค่าครองชีพของประชาชน แต่ก็สร้างภาระทางการคลังเพิ่มเติม

กล่าวโดยสรุป พัฒนาการด้านนโยบายของอินโดนีเซียตั้งแต่ปี 2567 สร้างความกังวลให้แก่นักลงทุนมากขึ้น ในด้านคุณภาพของธรรมาภิบาล คุณภาพของนโยบายเศรษฐกิจ ความเป็นอิสระของธนาคารกลาง และความมุ่งมั่นของรัฐบาลในการรักษาวินัยการคลัง ซึ่งความกังวลเหล่านี้สะสมมาต่อเนื่องได้ค่อย ๆ บั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนมาโดยตลอด และนำไปสู่ปัญหาความเชื่อมั่นที่ปรากฏชัดในปีนี้

ภาพที่ 1

ลำดับนโยบายสำคัญของรัฐบาลปราโบโว



Source: Krungsri Research

ผลกระทบต่อตลาดการเงินและภาคเศรษฐกิจจริง รวมถึงมาตรการรับมือล่าสุด

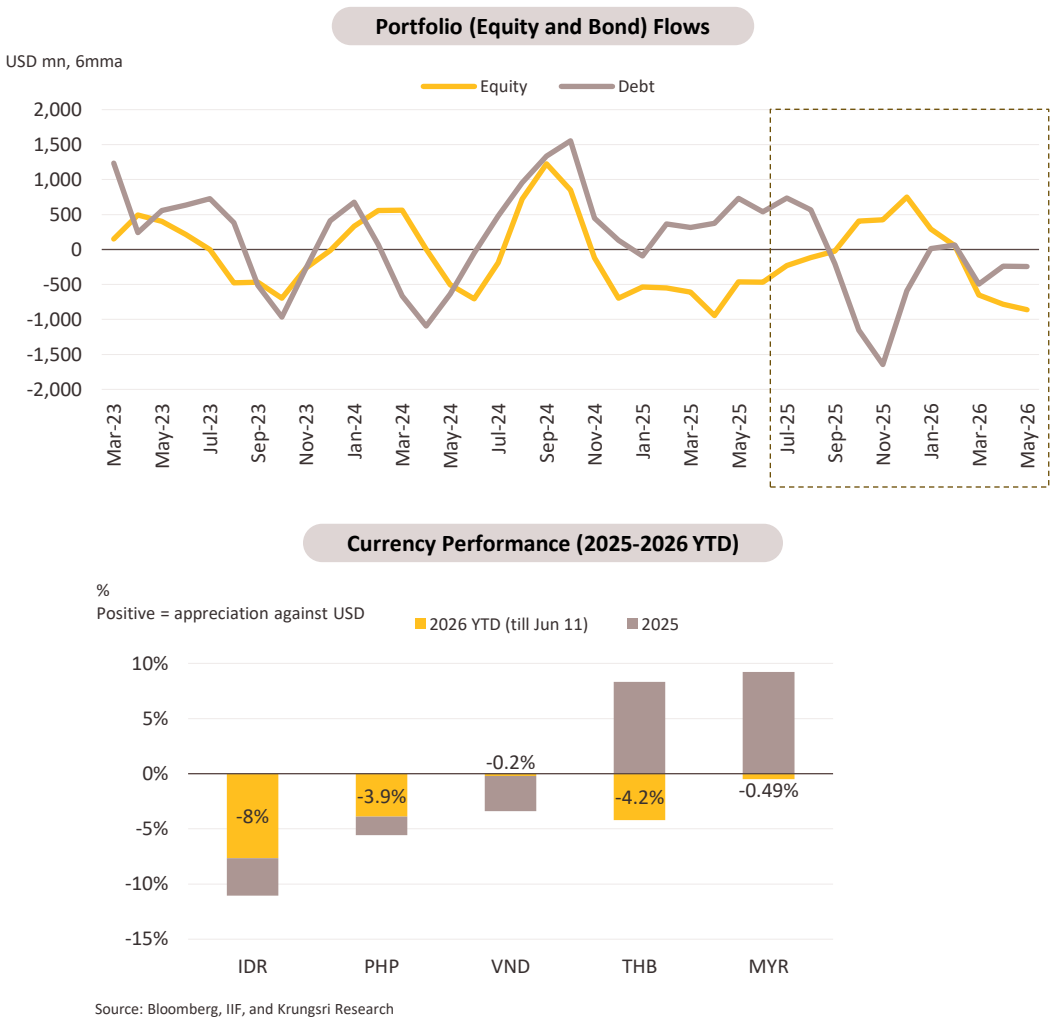
1. ตลาดการเงิน

อินโดนีเซียเป็นประเทศที่มีภาวะ “ขาดดุลแฝด” (Twin-deficit economy) กล่าวคือขาดดุลงบประมาณพร้อมกับขาดดุลบัญชีเดินสะพัด จึงต้องพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อชดเชยการขาดดุลดังกล่าว ดังนั้น โจทย์สำคัญของอินโดนีเซียคือ ต้องรักษาความเชื่อมั่นของนักลงทุนผ่านความน่าเชื่อถือของนโยบายและวินัยทางการคลัง ซึ่งมีความสำคัญต่อเสถียรภาพภายนอก (External stability) ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงเสถียรภาพทางเศรษฐกิจสำคัญที่ยังเหลืออยู่

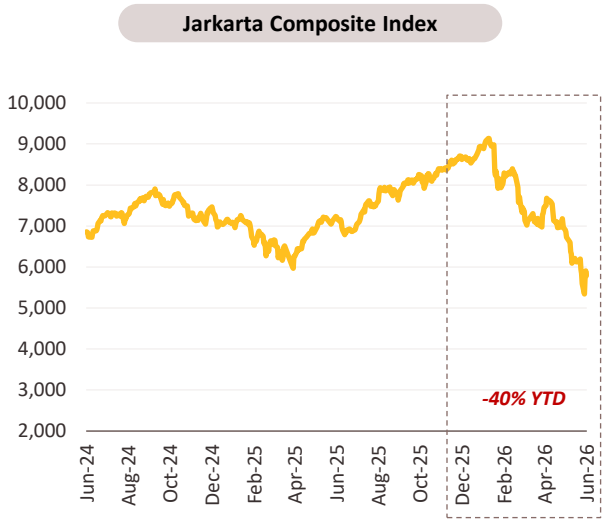
อย่างไรก็ตาม นโยบายทางเศรษฐกิจที่ผ่านมา กลับสร้างความกังวลจนส่งผลให้เกิดแรงขายสินทรัพย์ในตลาดการเงินอย่างมหาศาล โดยตลาดหุ้นปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง และค่าเงินรูเปียห์อ่อนค่าลงทำสถิติระดับต่ำสุดครั้งแล้วครั้งเล่า แม้ธนาคารกลางอินโดนีเซียจะเข้าแทรกแซงต่อเนื่องก็ตาม ส่วนราคาพันธบัตรรัฐบาลที่ปรับลดลง สอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Bond yields) ที่ปรับสูงขึ้น สะท้อนว่านักลงทุนต้องการผลตอบแทนสูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ในการถือครองสินทรัพย์อินโดนีเซีย

ภาพที่ 2

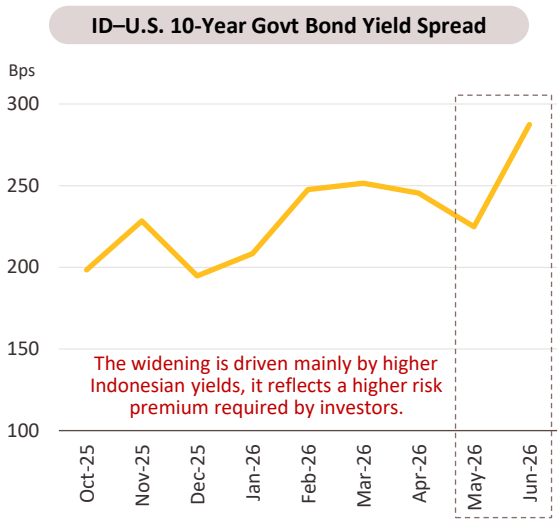
ความเคลื่อนไหวในตลาดการเงินอินโดนีเซีย



Source: Bloomberg, IIF, and Krungsri Research



Source: Bloomberg, IIF, and Krungsri Research



Source: Bloomberg, IIF, and Krungsri Research

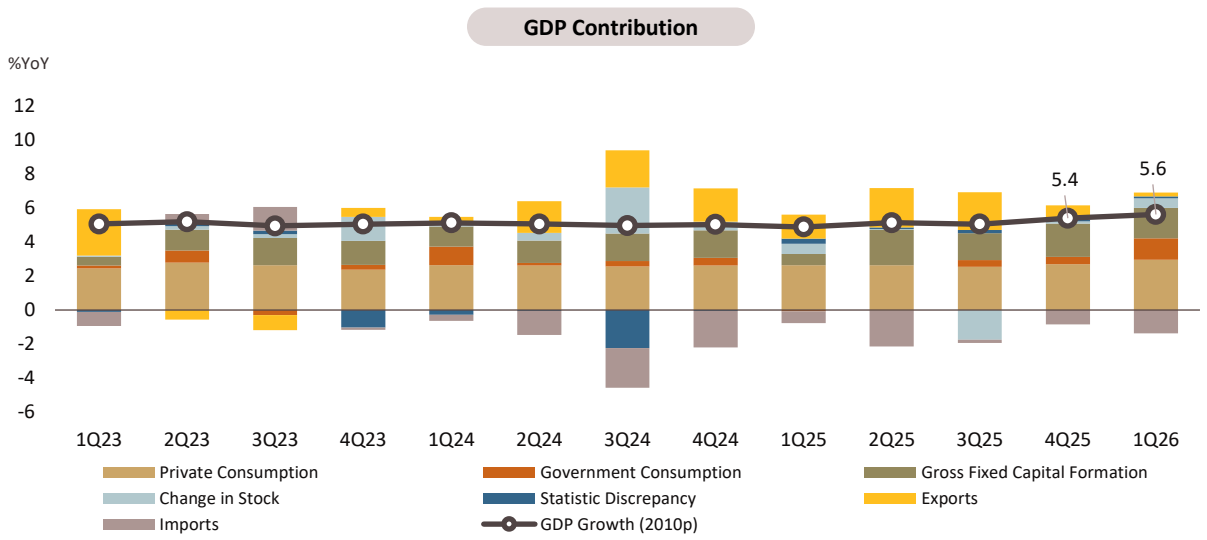
2. ภาคเศรษฐกิจจริง

หากมองเผิน ๆ ภาคเศรษฐกิจจริงของอินโดนีเซียอาจยังดูไม่ค่อยน่ากังวลนัก เพราะยังคงขยายตัวในระดับสูงได้ต่อเนื่อง ด้วยอัตราการเติบโตของ GDP ในไตรมาสแรกของปี 2569 ที่ 5.6% (ภาพที่ 3) อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาในรายละเอียดพบว่านอกเหนือจากการบริโภคภาคเอกชนที่ยังเติบโตดี แรงขับเคลื่อนส่วนใหญ่จะมาจากมาตรการกระตุ้นทางการคลังและปัจจัยชั่วคราว ซึ่งอาจไม่ยั่งยืนหากแรงส่งแผ่วลง

อย่างไรก็ตาม ตัวเลขการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) **กลับสะท้อนภาพที่ต่างออกไป** โดยภายหลังจากเกิดความกังวลด้านความเชื่อมั่นระลอกแรกในปี 2568 เงินลงทุนที่เคยหลั่งไหลเข้าอินโดนีเซียเริ่มชะลอลงเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆ ในอาเซียน และเมื่อความเชื่อมั่นถดถอยต่อเนื่องในปีนี้ ทำให้การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสุทธิ (Net FDI) ในไตรมาสที่ 1 หดตัวถึง -26 %YoY (ภาพที่ 4)

ภาพที่ 3

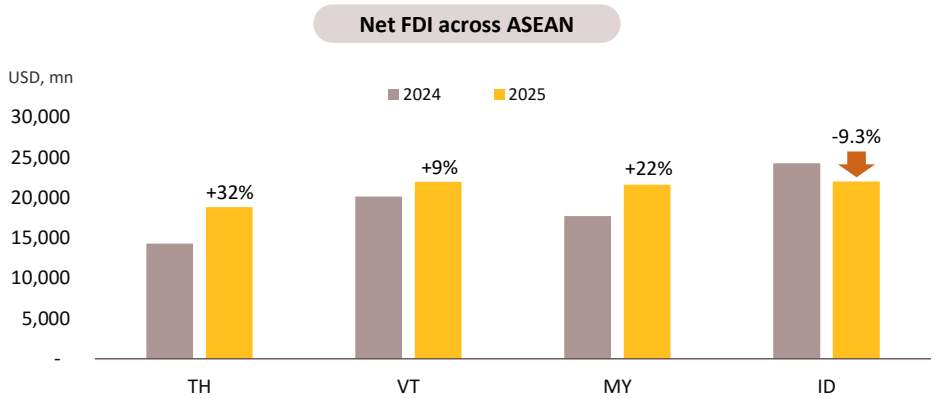
อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของอินโดนีเซีย



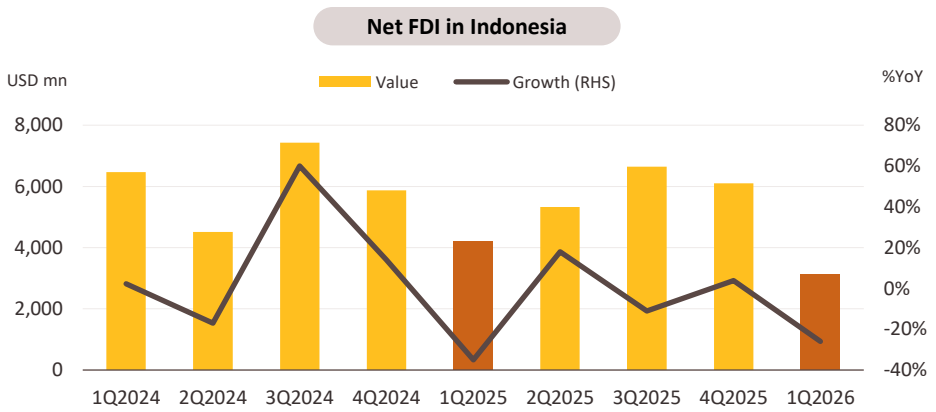
Source: Statistics Indonesia, CEIC, Krungsri Research

ภาพที่ 4

การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI)



Note: Net FDI = FDI inflows – (Outward FDI by residents + Repatriation/Disinvestment by foreign investors). In Thailand's case, although inflows grew only 2%, a sharp drop in outward FDI, driven by slower Thai overseas investment and lower foreign disinvestment, pushed net FDI higher.



Source: Statistics Indonesia, CEIC, Krungsri Research

โดยภาพรวม พัฒนาการล่าสุดสะท้อนว่าปัญหาความเชื่อมั่นส่งผลชัดเจนต่อตลาดการเงิน และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศยังคงอยู่ในวงจำกัด แต่หากความเชื่อมั่นของนักลงทุนยังไม่ฟื้นตัวในอนาคตอันใกล้ เราอาจเห็นผลกระทบเริ่มขยายวงไปสู่การจ้างงาน การบริโภค และการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป

3. มาตรการรับมือล่าสุด

การตอบสนองเชิงนโยบายของรัฐบาลที่ผ่านมายังคงเน้นไปที่ฝั่งการรักษาเสถียรภาพภายนอกเป็นหลัก โดยธนาคารกลางอินโดนีเซียได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.50% ในเดือนพฤษภาคม 2569 ตามด้วยการปรับขึ้นฉุกเฉินอีก 0.25% เมื่อวันที่ 9 มิถุนายน ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 5.50% ต่อปี การปรับขึ้นดังกล่าวมีจุดประสงค์หลักเพื่อชะลอการอ่อนค่าของค่าเงินรูเปียห์ ซึ่งแม้จะเป็นการปรับขึ้นที่ตลาดไม่คาดคิดมาก่อน แต่แทบไม่ส่งผลต่อค่าเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดย ณ วันที่ 15 มิถุนายน 2026 เงินรูเปียห์ยังคงเคลื่อนไหวอยู่บริเวณ 18,000 รูเปียห์ต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งอ่อนค่าลงกว่า 8% เมื่อเทียบกับปลายปี 2568 นอกจากนี้ รัฐบาลและธนาคารกลางได้ประกาศมาตรการร่วมเชิงการคลังและการเงินเมื่อวันที่ 6 มิถุนายน ซึ่งเน้นปรับเพิ่มอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเพื่อรักษาความน่าสนใจของสินทรัพย์อินโดนีเซีย และช่วยพยุงค่าเงินอย่างต่อเนื่อง

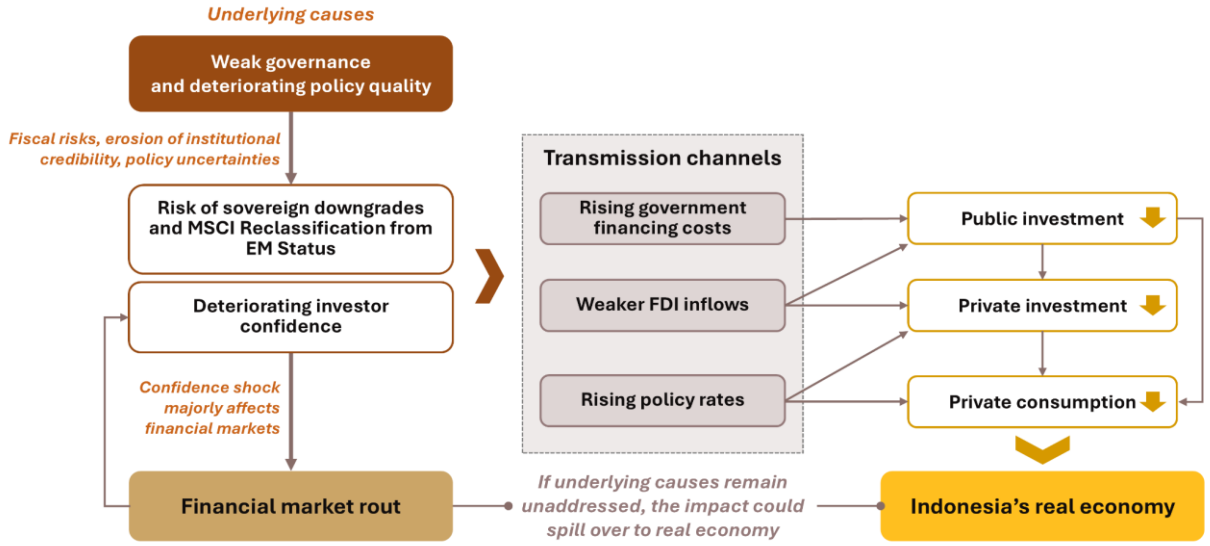
อย่างไรก็ตาม นักลงทุนมิได้พิจารณาเพียงแค่อัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพียงอย่างเดียว แต่ให้ความสำคัญกับคุณภาพและความน่าเชื่อถือของนโยบายเป็นหลัก ดังนั้น เราน่าจะยังได้เห็นแรงกดดันในตลาดการเงินอยู่ หากต้นตอของปัญหาความเชื่อมั่นยังไม่ได้รับการแก้ไขอย่างเป็นรูปธรรม

สาเหตุของปัญหาความเชื่อมั่น และนัยยะต่อเศรษฐกิจ

การปรับลดแนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ ค่าเงินรูเปียห์ที่อ่อนค่า และการเทขายสินทรัพย์ในตลาดการเงิน ล้วนเป็นอาการ (Symptoms) **แต่ไม่ใช่สาเหตุของปัญหาความเชื่อมั่นนี้ เพราะสาเหตุสำคัญคือคือ คุณภาพธรรมาภิบาลและความน่าเชื่อถือด้านนโยบายที่ถดถอยลงภายใต้รัฐบาลปราโบโว จนกัดกร่อนความเชื่อมั่นของนักลงทุน** นอกจากนี้ แม้ความขัดแย้งในตะวันออกกลางที่เกิดขึ้นจะไม่ใช่ต้นตอของปัญหาความเชื่อมั่นนี้ แต่ได้ "จี้จุด" ให้เห็นความเปราะบางด้านวินัยการคลังของอินโดนีเซีย โดยเฉพาะการที่รัฐบาลตัดสินใจอุดหนุนราคาพลังงานในประเทศเต็มจำนวน ท่ามกลางราคาน้ำมันโลกที่มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง (ภาพที่ 5)

ภาพที่ 5

สาเหตุของปัญหาความเชื่อมั่นและช่องทางการส่งผ่านมาเศรษฐกิจจริง



Source: Krungsri Research

หากต้นตอของปัญหาเหล่านี้ยังไม่ได้รับการแก้ไข ปัญหาความเชื่อมั่นอาจส่งผ่านไปยังเศรษฐกิจจริงผ่านหลายช่องทาง ประการแรก ต้นทุนการกู้ยืมของภาครัฐที่สูงขึ้นจะส่งผลให้พื้นที่การคลังลดลง จนภาครัฐจำเป็นต้องชะลอหรือลดขนาดโครงการลงทุนที่สำคัญ **ประการที่สอง** หากปัญหาความเชื่อมั่นทำให้ FDI ชะลอลงต่อเนื่อง อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนและการสร้างงานในประเทศได้ **ประการที่สาม** ภาวะการเงินที่ตึงตัวและอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สูงขึ้นอาจชะลอการขยายตัวของสินเชื่อ และกดดันทั้งการลงทุนของภาคธุรกิจและการบริโภคของครัวเรือน



มุมมองวิจัยกรุงศรี

● ประเด็นที่ต้องติดตามในระยะต่อไป

ในระยะสั้น แนวโน้มแนวโน้มปัญหาของอินโดนีเซียจะคลี่คลายได้หรือไม่ ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลัก 2 ด้าน คือ การพิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือ และความน่าเชื่อถือของนโยบาย โดยสำหรับการพิจารณาจัดอันดับความน่าเชื่อถือนั้น MSCI จะประกาศผลการพิจารณาการจัดอันดับตลาดภายในปลายเดือนมิถุนายนนี้ ซึ่งหากอินโดนีเซียถูกปรับออกจากกลุ่มตลาดเกิดใหม่ไปอยู่ในกลุ่มตลาดชายขอบ จะส่งผลต่อกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายและทิศทางความเชื่อมั่นของนักลงทุน **ในด้านความน่าเชื่อถือของนโยบาย** ในระยะนี้ นักลงทุนต่างให้ความสำคัญกับพัฒนาการของแนวนโยบายประชานิยม นโยบายแทรกแซงของภาครัฐ และนโยบายชาตินิยมด้านทรัพยากร ที่กำลังกดดันวินัยทางการคลังและบรรยากาศการลงทุนภาคเอกชนในภาพรวม

ทั้งนี้ หากความกังวลด้านธรรมาภิบาลและคุณภาพของนโยบายยังคงยืดเยื้อ ในระยะกลาง ความเสี่ยงที่ผลกระทบจะขยายไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงก็จะยิ่งเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ การจัดสรรทรัพยากรภาครัฐที่เอนเอียงไปสู่นโยบายเชิงประชานิยมมากขึ้น อาจเบียดบังงบประมาณสำหรับการลงทุนที่ช่วยเพิ่มผลิตภาพในระยะยาว โดยโครงการย้ายเมืองหลวงนูซันตารา (IKN) เป็นตัวอย่างที่สะท้อนความท้าทายดังกล่าว โดยรัฐบาลอินโดนีเซียจำต้องปรับลดงบประมาณสนับสนุนโครงการต่อเนื่อง ซึ่งหากทางการอินโดนีเซียยังต้องการดึงดูดเงินลงทุนภาคเอกชนในโครงการดังกล่าว **ภาครัฐจำเป็นต้องยกระดับธรรมาภิบาล ความโปร่งใส และความชัดเจนในแนวทางการพัฒนาโครงการ แต่หากรัฐบาลไม่สามารถสร้างความเชื่อมั่นในประเด็นเหล่านี้ได้ ก็อาจเป็นเรื่องยากที่จะระดมเงินลงทุนจากภาคเอกชนได้เพียงพอสำหรับการดำเนินโครงการให้แล้วเสร็จตามเป้าหมาย**

● อินโดนีเซียกำลังเผชิญวิกฤตหรือไม่?

โดยนิยามแล้ว ปัจจุบันอินโดนีเซียยังไม่อยู่ในภาวะวิกฤตเศรษฐกิจเต็มรูปแบบ ตามแนวทางที่เคยเกิดขึ้นมาแล้วในอดีต ไม่ว่าจะเป็นวิกฤตดุลการชำระเงิน วิกฤตภาคธนาคาร หรือภาวะเศรษฐกิจหดตัวรุนแรง **แต่เราอาจนิยามปรากฏการณ์ที่กำลังเกิดขึ้นตอนนี้ได้ว่าเป็น "วิกฤตความเชื่อมั่น" ซึ่งมีรากฐานมาจากจุดอ่อนด้านธรรมาภิบาล** อันเป็นหนึ่งในอุปสรรคสำคัญที่ขัดขวางไม่ให้ประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่หลายแห่งก้าวข้ามกับดักรายได้ปานกลางได้ ซึ่งนั่นคือเป้าหมายหลักที่รัฐบาลประธานาธิบดีปราโบโวประกาศไว้ตั้งแต่เข้ารับตำแหน่ง

แม้ว่าความเชื่อมั่นของนักลงทุนอาจสามารถฟื้นกลับมาได้ แต่ต้องอาศัยการยอมรับต่อต้นตอของปัญหาและการสร้างความน่าเชื่อถือของนโยบายขึ้นใหม่ ผ่านการกำหนดนโยบายที่โปร่งใสและคาดการณ์ได้ภายใต้หลักธรรมาภิบาล โดยหากขาดปัจจัยดังกล่าว อินโดนีเซียมีความเสี่ยงที่จะเผชิญแรงกดดันต่ออันดับความน่าเชื่อถือ ความผันผวนในตลาดการเงินที่ยืดเยื้อ ซึ่งอาจขยายวงกว้างไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงอันจะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการบรรลุเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจในระยะยาวของอินโดนีเซียได้

วิจัยกรุงศรี

ดร.พิมพ์นารา หิรัญกสิ

ผู้บริหารสายงานวิจัยและหัวหน้าทีมวิจัยเศรษฐกิจ

ทีมวิจัยเศรษฐกิจ

สุจิต ชัยวิชญชาติ

ผู้บริหารทีมวิจัยเศรษฐกิจมหภาค

วนิชา ดิเรกอุดมศักดิ์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ปิยะวดี จิระศิริสุวรรณ

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ทรรศิน กลิ่นถนอม

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

กฤตพร ศิริใจชิงกุล

นักเศรษฐศาสตร์

ศุภสิน อิทธิพัทธ์วงศ์

นักเศรษฐศาสตร์

วณัช บัณฑิตาโสภณ

นักเศรษฐศาสตร์

ทีมวิเคราะห์และพัฒนางานวิจัย

พูลสุข นิลกิจศรานนท์

ผู้บริหารทีมวิเคราะห์และพัฒนางานวิจัย

ณธัญอร รัตนาธรรมวัฒน์

นักวิจัยอาวุโส

นฤชยา สาตแฟง

นักวิจัย

ปริญญา มิ่งสกุล

นักวิจัย

ชณัฐฐา ธาระรส

นักวิจัย

ทีมวิจัยอุตสาหกรรม

ธเนศ มหัทธนาลัย

ผู้บริหารทีมวิจัยอุตสาหกรรม

ดร.ปฏิญญา หรรษ์อิทธินันท์

นักวิเคราะห์อาวุโส (IECC Project, Petrochemicals, Refinery, Bio-Diesel, Ethanol, Plastic)

ชัยวัช โชวเจริญสุข

นักวิเคราะห์อาวุโส (Agriculture,Fertilizer)

พุทธชาด ลุนคำ

นักวิเคราะห์อาวุโส (Construction Contractors, Construction Materials, Hotels, Steel)

พัชรา กลิ่นชวนชื่น

นักวิเคราะห์อาวุโส (Real Estate)

ธรัทนล ศรีทองเติม

นักวิเคราะห์อาวุโส (Industrial Estate, Mobile Operator, Modern Trade, Mass Transit, Transportation)

ประพันธ์ ลีน้อย

นักวิเคราะห์ (Power Generation, Renewable Energy, ESG, Taxonomy)

ศุภวัฒน์ โชคสวัสดิ์ไพศาล

นักวิเคราะห์ (Automobile, Auto-Hire Purchase)

รพีภูมิ ลาภมาก

นักวิเคราะห์ (Electronics & Electrical Appliances, Food & Beverages, Restaurant, Data Center, PCB)

ฉัตรวลี เมธาสถิตย์สุข

นักวิเคราะห์ (Healthcare, Pharmaceutical, Medical Devices)

ทีมบริหารระบบข้อมูลวิจัย

ธมณ เสริญสุขสกุล

เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ข้อมูล

เชิดศักดิ์ ศรีชัยตัน

เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ข้อมูล

วงศกร แก้วอุดทัง

เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ข้อมูล