



GARIS BESAR Ed. 2/2021

Yielding to pressure : Tekanan suku bunga berlanjut

BCA Economic, Banking, & Industry Research

- Pasca-FOMC Maret lalu, tren kenaikan *yield* dan penguatan USD masih berlanjut
- Fed belum akan menaikkan suku bunga di jangka pendek, tapi pasar bergerak seolah suku bunga bisa mulai naik setidaknya di 2023

- Rapat dewan gubernur *Fed* (FOMC) 17 Maret lalu mestinya jadi obat ampuh untuk mengatasi gejala *yield* sebulan terakhir. *After all, the Fed had done it before*. Sejak awal pandemi, mereka cukup sukses mengintervensi di saat pasar modal bergejolak lewat kebijakan moneter longgar. Alhasil, likuiditas global tetap terjaga dan harga aset finansial terus meroket meski ekonomi dunia mengalami kontraksi.
- Tapi FOMC teranyar ini terkesan kurang efektif. Suku bunga obligasi pemerintah AS (*US Treasury/UST*) tenor panjang sempat turun tipis **[5-kiri]**, tapi ini tidak bertahan lama di tengah ekspektasi inflasi yang masih terus naik **[5-kanan]**. Nilai tukar Rupiah pun masih tertekan oleh penguatan USD.
- Kenapa *Fed* kurang bisa menahan kenaikan *yield* ini? Pertama-tama, kita perlu melihat hal yang sudah dilakukan – ***what the Fed did do***. Jerome Powell & co. menegaskan bahwa kebijakan moneter longgar

akan diteruskan, walau ekonomi AS akan pulih lebih cepat **[6-kanan]** dan inflasi – *at least* untuk jangka pendek – bakal lebih tinggi. Secara teori, seharusnya tidak perlu ada kekhawatiran akan likuiditas global.

- Tapi ada masalah di sini, karena *messaging Fed* tidak 100% dipercaya oleh *market*, terutama pasca-2021 – padahal *market* sifatnya *forward-looking*. **Mayoritas pelaku pasar memprediksi suku bunga *Fed* (FFR) akan naik di 2023, dan malah ada minoritas yang memprediksi naik di 2022 **[6-kiri]****. FOMC sendiri juga terbelah – ada beberapa anggotanya yang pro-kenaikan FFR di 2023 **[6-tengah]**.
- Masalahnya lagi: ekspektasi pengetatan lebih awal hanya satu dari sekian banyak faktor yang memicu gejala saat ini **[4-A]**. Di sinilah kita melihat pentingnya hal-hal yang tidak dilakukan untuk mengontrol *yield* – ***what the Fed didn't do*** **[4-B]**.

- *Operation Twist* jadi harapan utama untuk mengendalikan *yield*, tapi belum ada komitmen jelas dari Fed ke arah ini
- Meski QE berlanjut, suntikan likuiditas Fed untuk ke sektor riil dan luar AS sudah jauh berkurang dibanding awal pandemi

- Kita semua tahu bahwa *the Fed* sedang melakukan “cetak uang” alias *quantitative easing* (QE), dengan membeli surat berharga, terutama *US Treasury* dan juga *mortgage-backed securities* (MBS) [7-kiri]. Nah, sebetulnya komposisi aset yang dibeli bisa diubah – misalnya dengan membeli lebih banyak UST tenor panjang dan menjual tenor pendek – agar *yield tenor panjang* turun. Ini pernah dilakukan *the Fed* pada 2011-12, yang disebut *Operation Twist* [8-kiri].
- Tapi untuk saat ini, belum terlalu jelas apakah *Fed* akan melakukan *Twist* ini atau tidak. Kenapa tidak? Salah satu alasan *Twist* saat itu adalah agar suku bunga KPR AS – yang mengacu pada UST tenor panjang – ikut turun [8-kanan]. Ini dilakukan untuk menstimulasi sektor properti AS yang kolaps akibat krisis finansial 2008.
- Kali ini, Fed mungkin menilai bahwa sektor riil dan permintaan kredit akan pulih dengan sendirinya

pasca-vaksinasi, dan belum perlu dorongan lanjutan. Ini bisa terlihat dari berkurangnya bantuan likuiditas yang diberikan *the Fed* ke sektor riil AS [7-kanan].

- Hal lain yang juga sangat berkurang adalah suntikan likuiditas USD untuk bank sentral lain, lewat fasilitas *swap* atau *repo* [7-kanan]. Ini bisa dilihat sebagai hal positif – artinya, bank sentral lain masih punya suplai USD yang cukup dan tidak perlu bantuan *Fed*. Tapi ini juga berarti ketersediaan USD di luar AS tergantung sepenuhnya pada arus modal dan arus perdagangan internasional – dan hal ini tidak selalu *favorable*.
- Kenapa suplai USD penting? Karena suka tidak suka, USD adalah “darah” utama dalam sistem ekonomi global. Negara *core* seperti AS, ibarat jantung, bisa menciptakan atau mengendalikan aliran darahnya sendiri, tapi negara *periphery* seperti Indonesia bergantung pada aliran darah dari *core* [9].

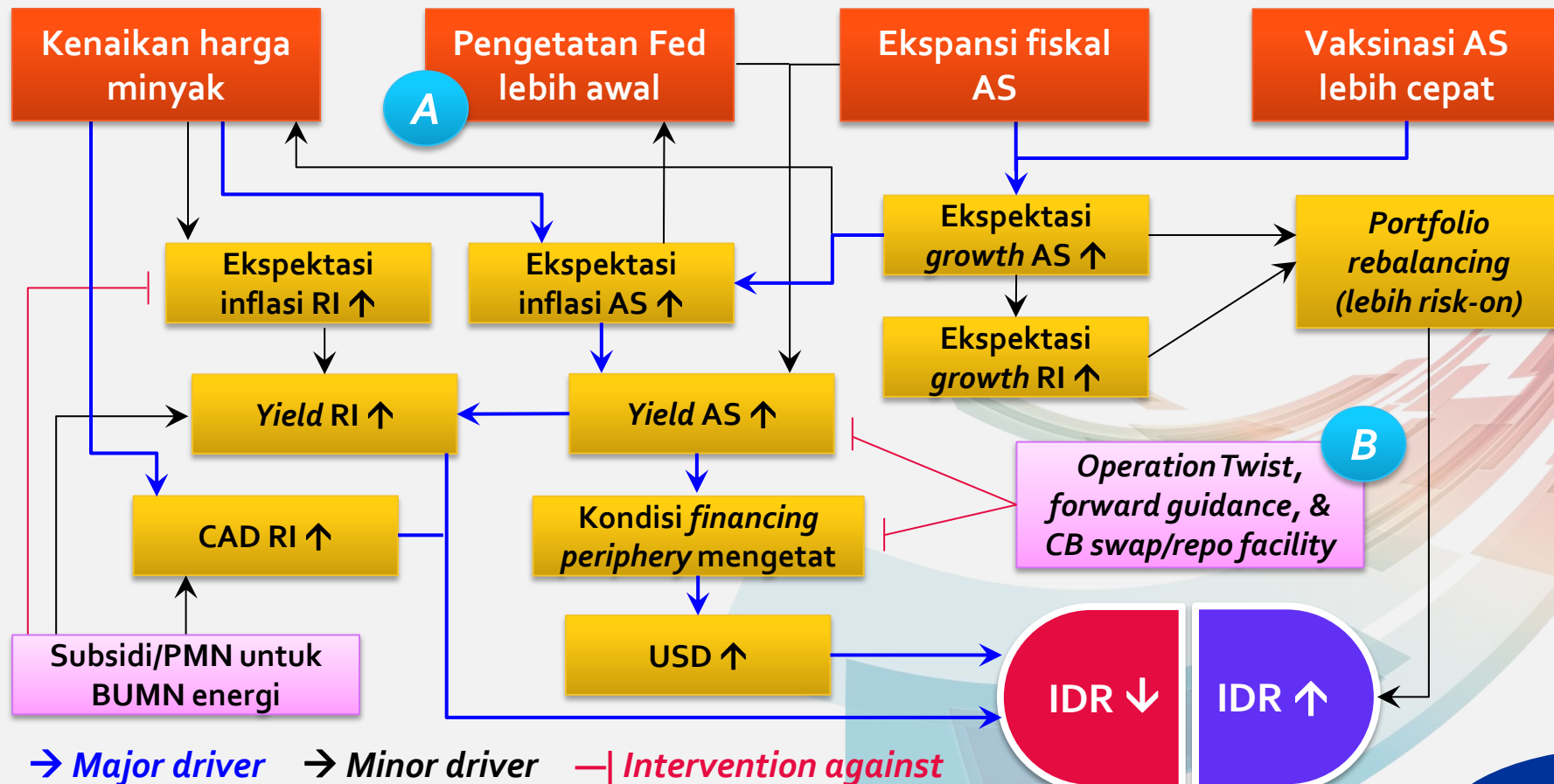
- Kenaikan inflasi dan *yield* AS mendorong aliran modal kembali ke *core* (AS), dengan efek negatif terutama untuk obligasi negara *periphery*
- Defisit neraca transaksi berjalan dan arus *portfolio* yang tidak stabil bisa berdampak negatif pada neraca pembayaran dan kurs

- Tidak ada *metric* yang sempurna untuk menangkap fluktuasi “aliran darah” ini, tapi satu yang cukup mendekati adalah data kepemilikan aset AS *versus* non-AS dari *Treasury International Capital* (TIC) [\[10-kiri\]](#). Dari data ini, kami dapat mengukur seberapa banyak likuiditas cenderung pergi ke aset berisiko (*long-term*) ketimbang *safe assets*, dan juga ke *periphery* (non-AS) ketimbang ke *core* (AS).
- Dapat dilihat bahwa kedua *metric* ini berkorelasi erat dengan berbagai indikator *market risk* yang umum digunakan [\[11-kiri\]](#). Nilai USD, misalnya, cenderung melemah saat ada *risk-on* dan *periphery-bias*, dan menguat saat ada *risk-off* dan *core-bias* [\[10-kanan\]](#).
- Bagaimana dengan situasi sekarang? Ekspektasi inflasi berefek besar pada *risk-on bias*, sedangkan kenaikan *yield* tenor panjang (*yield curve* lebih curam) untuk instrument *core* seperti UST akan mendorong *core bias* [\[11-kiri\]](#).

- Ini artinya, kita memasuki situasi di kuadran kiri atas [\[11-kanan\]](#), di mana Rupiah dan obligasi pemerintah (FR) cenderung tertekan. Efek terhadap IHSG lebih ambivalen, dan – walaupun kenaikan suku bunga BI secara historis paling mungkin terjadi di kuadran ini – peluang BI menaikkan suku bunga masih kecil karena adanya *dovish bias* untuk memulihkan ekonomi.
- Artinya, pemulihan ekonomi global di tahun 2021 belum tentu disertai pemulihan arus modal *portfolio* ke Indonesia [\[12-kanan atas\]](#). Ini tentunya negatif untuk neraca pembayaran dan kurs, terlebih jika digabung dengan neraca berjalan yang makin defisit (lihat **Garis Besar #1 – Oil turmoil**).
- *Overall*, jika *bias Fed* saat ini (membiarkan PDB dan inflasi naik) tidak diimbangi *counter-measure* untuk menahan *yield* dan likuiditas di *periphery*, *yield* UST 10Y bisa menuju 2.0 – 2.5% tahun ini, dengan konsekuensi negatif bagi Rupiah.

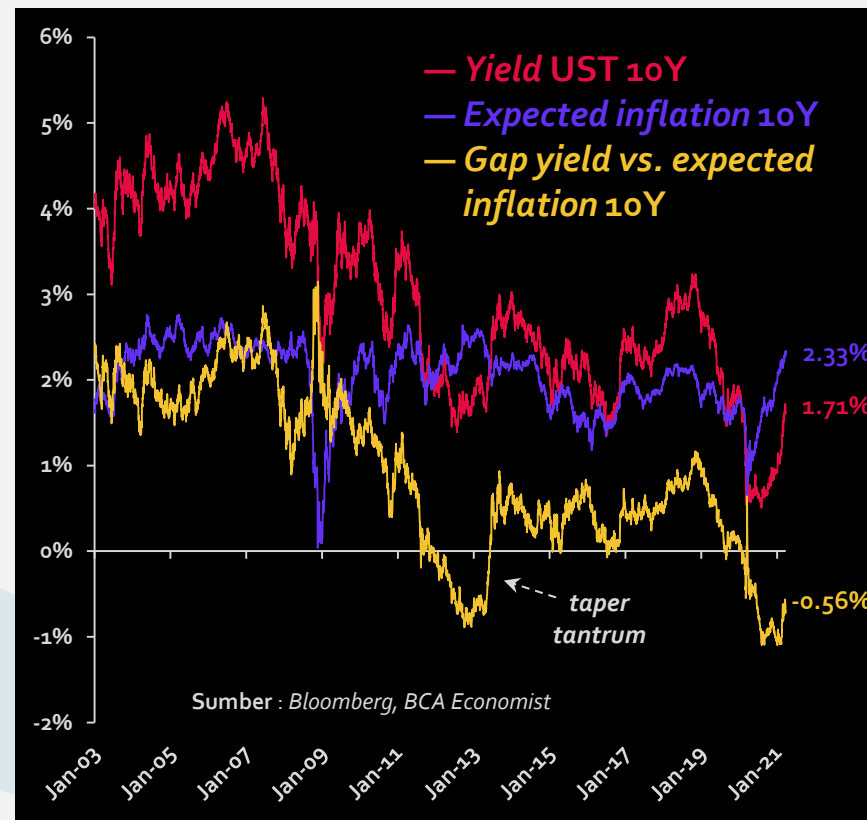
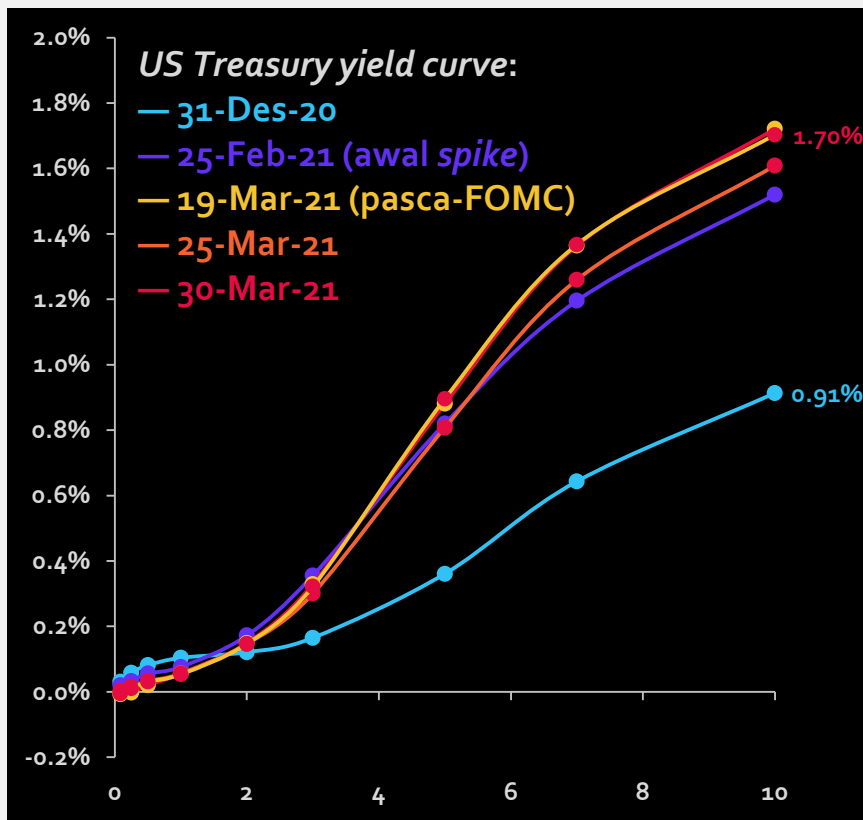
- Ekspektasi pemulihan ekonomi AS yang lebih cepat – efek vaksinasi dan stimulus – jadi pendorong kenaikan *yield* UST
- Dalam FOMC Maret lalu, Fed memastikan kebijakan belum akan mengetat di jangka pendek (A), tapi belum ada komitmen jelas untuk menjaga ekspektasi inflasi, *yield*, atau likuiditas di luar AS (B)

PERKEMBANGAN GLOBAL CENDERUNG NEGATIF UNTUK RUPIAH



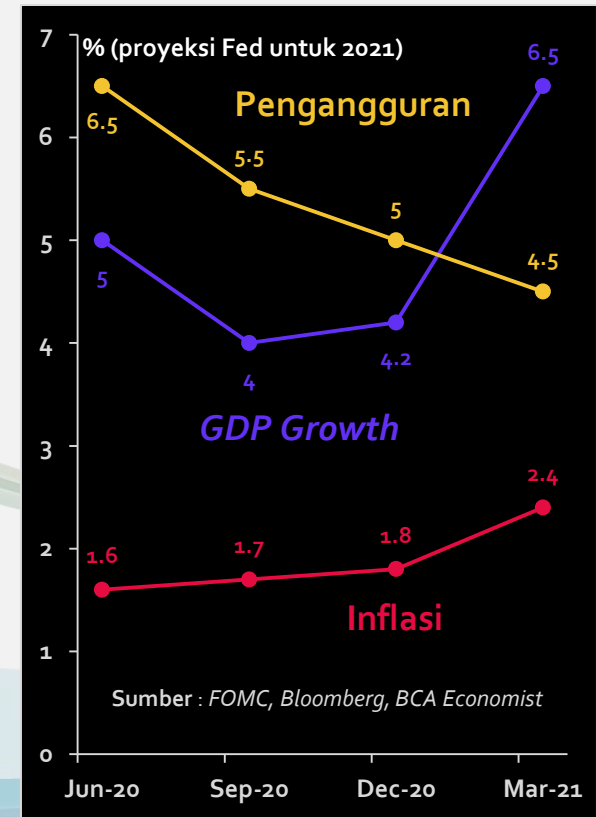
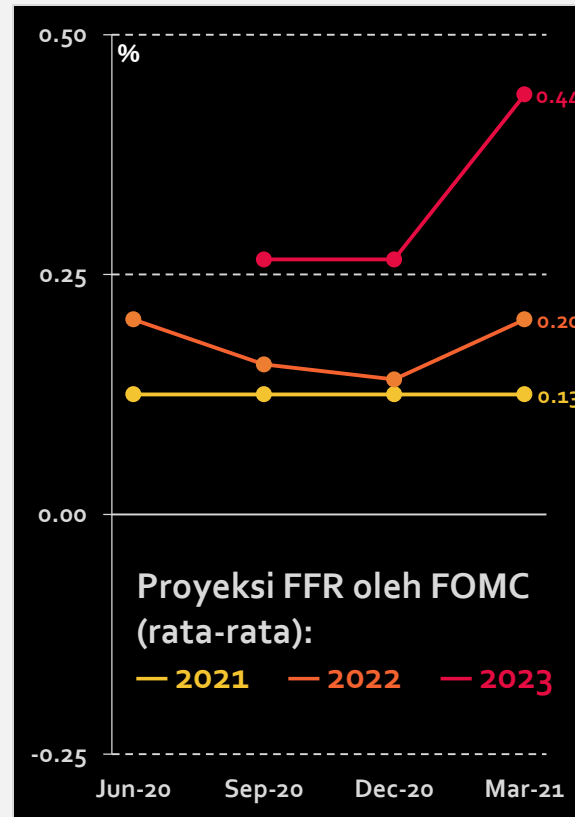
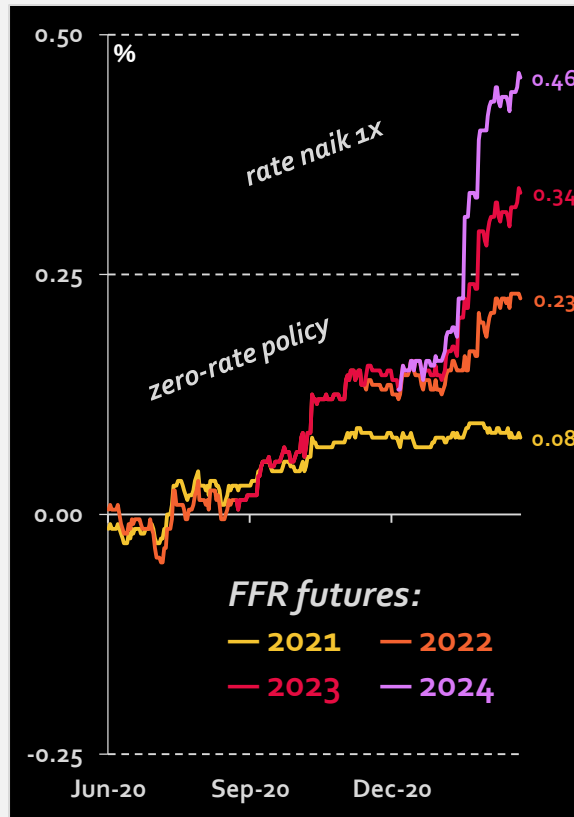
- *Yield UST* sudah naik ~80 bps year-to-date, sejalan dengan ekspektasi inflasi
- *Taper tantrum a la 2013* dipicu repricing di luar dari ekspektasi inflasi, akibat pengurangan pembelian UST oleh Fed
- Untuk saat ini, belum ada sinyal bahwa QE akan melambat, sehingga risiko *full tantrum* masih relatif terbatas

EKSPEKTASI INFLASI, BUKAN DINAMIKA TANTRUM PER SE, KATROL YIELD



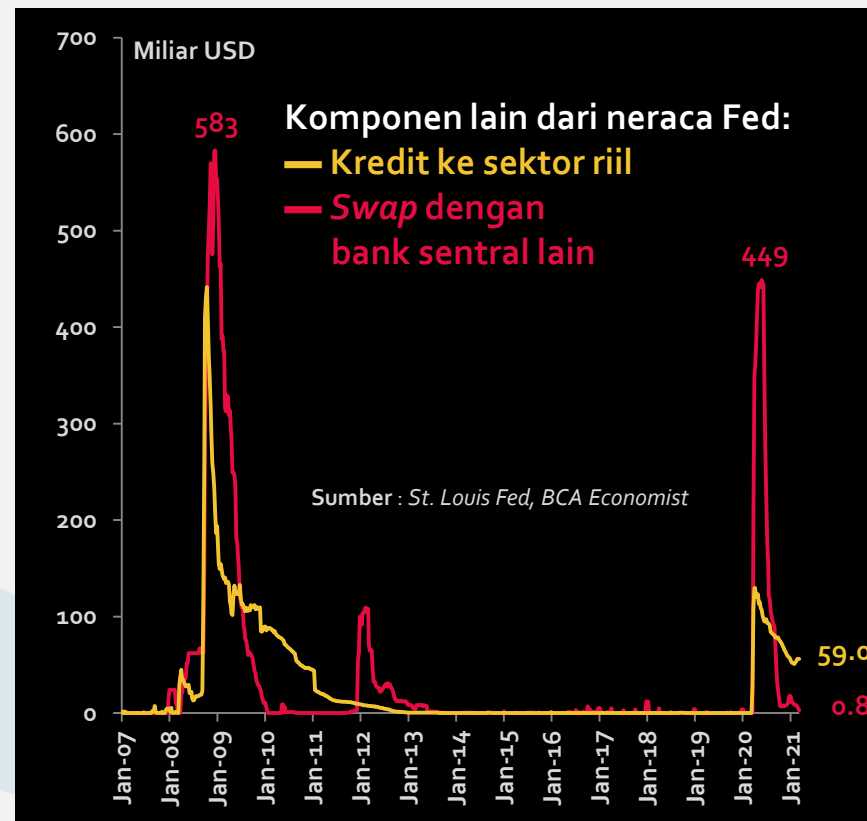
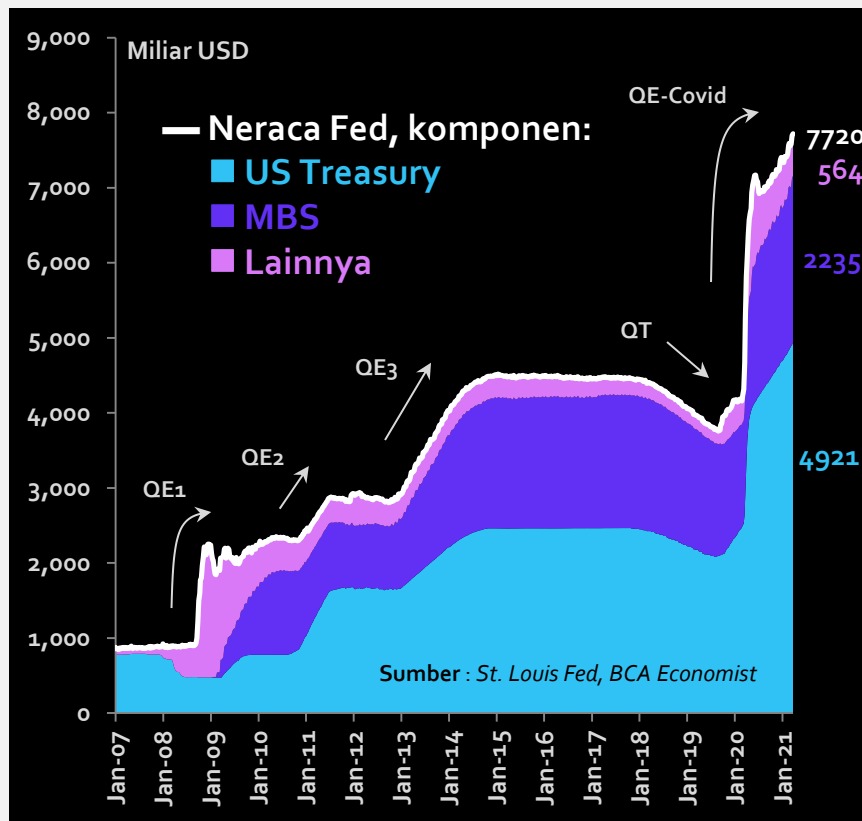
- Mayoritas pelaku pasar sudah *price-in* FFR naik di 2023, dan peluang kenaikan di 2022 mendekati 50:50
- Proyeksi PDB dan inflasi oleh FOMC semakin optimis, angka pengangguran mendekati ekuilibrium
- Ada faksi minoritas *hawkish* di Fed, yang belum tentu setuju dengan argumen untuk membiarkan inflasi AS “agak panas” pasca-pemulihan dari Covid

PERBAIKAN EKONOMI AS BISA MEMPERCEPAT *TIMELINE* PENGETATAN FED



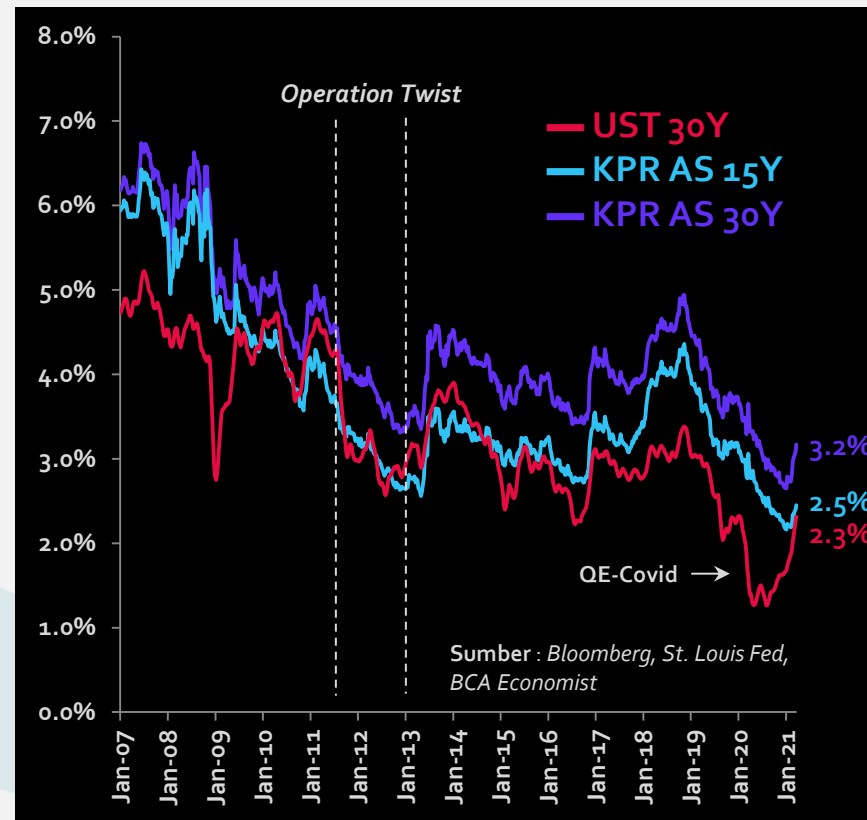
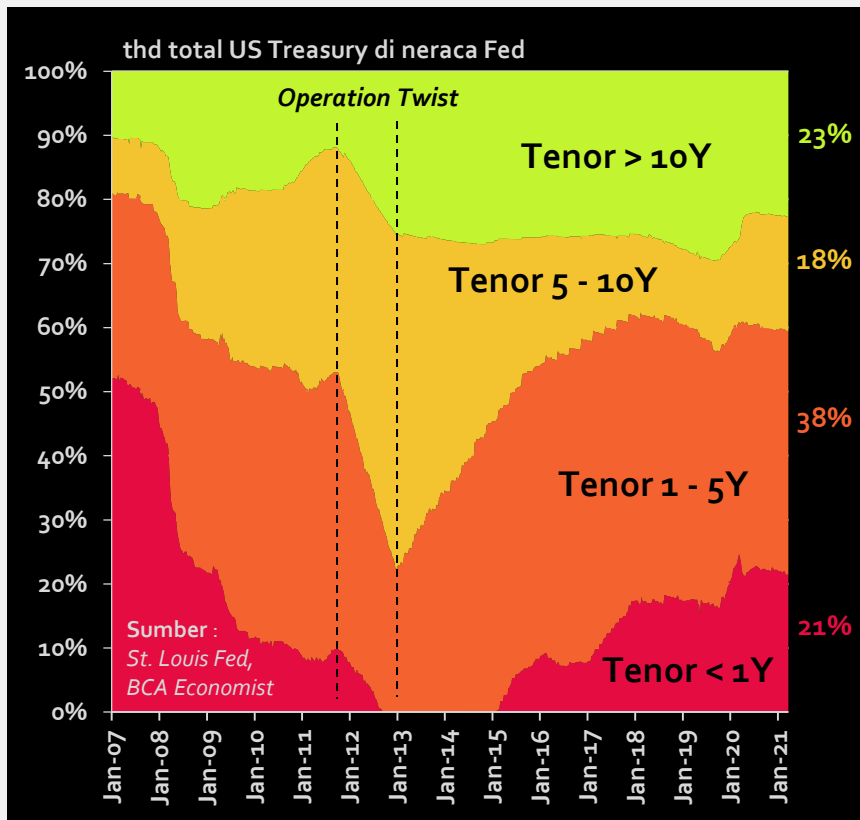
- Fed tetap pada komitmen ekspansi neraca USD 120 M per bulan (minimum)
- Pembelian UST dan MBS, sebagai *safe assets/collateral* utama bagi sektor keuangan AS, berfungsi untuk menjaga likuiditas di pasar uang
- *Central bank swap* masih jadi instrumen darurat, meskipun Fed secara *de facto* adalah bank sentral global

QE BERLANJUT, TAPI SUNTIKAN UNTUK SEKTOR RIIL DAN NON-AS SUSUT



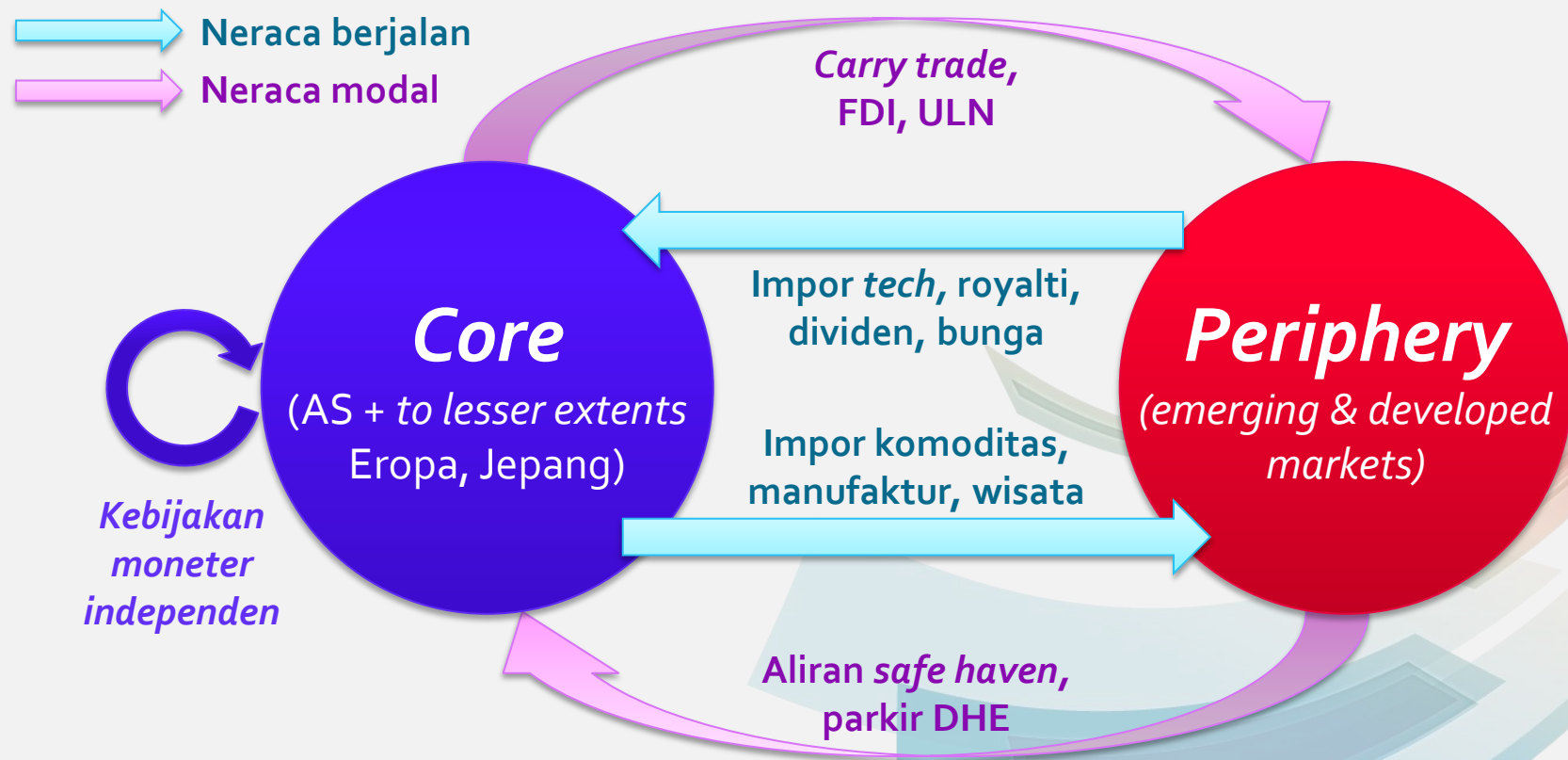
- *Operation Twist* tahun 2011-12 menambah proporsi UST tenor panjang (> 5 tahun) hingga hampir 78% dari total UST yang dimiliki Fed (*versus* 40% saat ini)
- *Operation Twist* cukup efektif menekan suku bunga kredit di AS, terutama KPR, tapi kali ini sepertinya Fed belum melihat urgensi penurunan suku bunga kredit

QE SAAT INI BELUM DIBARENGI UPAYA MENEKAN *YIELD* TENOR PANJANG



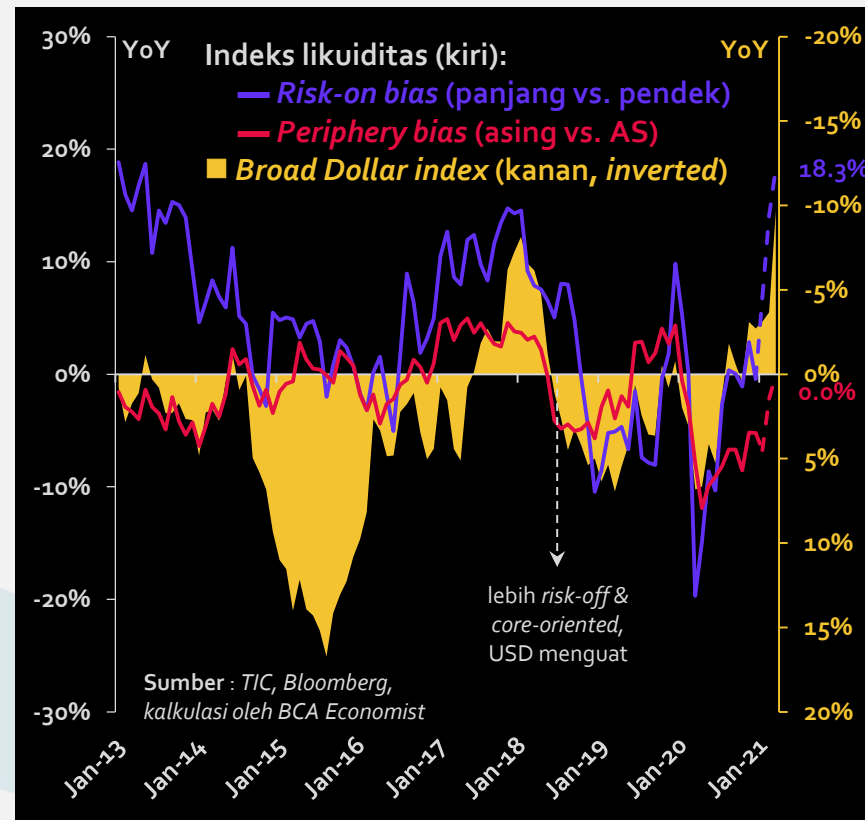
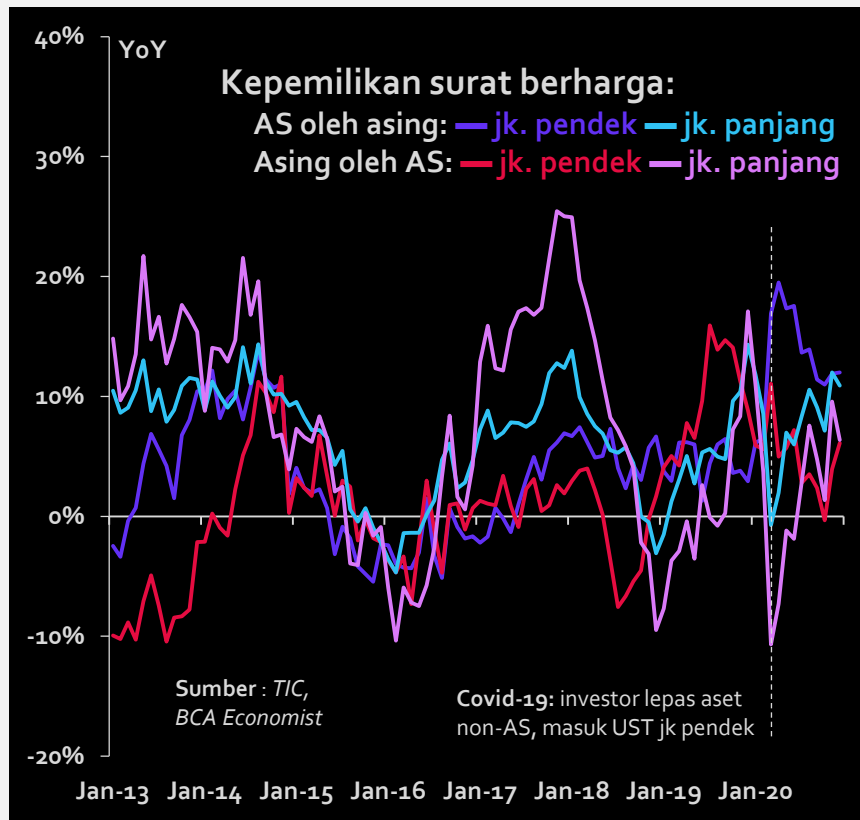
- Negara *core* memiliki mata uang yang diterima secara global (*reserve currency*), sehingga lebih dapat mengendalikan likuiditasnya
- Surplus neraca berjalan ke satu arah umumnya diimbangi aliran modal ke arah sebaliknya
- Kenaikan *yield* UST menjadikan *carry trade* kurang menarik, sementara aliran ke *core* (*safe haven*) lebih atraktif

DALAM SISTEM GLOBAL, *PERIPHERY* TERGANTUNG PADA LIKUIDITAS DARI *CORE*



- Aliran modal di sistem global dapat dimonitor dari kepemilikan surat berharga
- Penguatan/pelemahan USD adalah refleksi arus modal global, kecuali *circa* 2015 ketika neraca berjalan (efek penurunan minyak) lebih dominan
- Kondisi *risk-off* jarang mendorong dana ke *periphery*, tapi kondisi *risk-on* bisa disertai *core bias* ataupun *periphery bias*

LIKUIDITAS GLOBAL: MAKIN *RISK-ON*, TAPI *PERIPHERY* TERABAIKAN?



- *Risk-on bias* cenderung ditentukan kebijakan moneter dan kondisi ekonomi AS, *periphery bias* lebih berkorelasi dengan *yield curve* dan risiko di pasar uang global
- *Return* aset justru paling tinggi pada periode *risk-off*, imbas dari intervensi Fed yang lebih proaktif (terutama QE) jika terjadi volatilitas pasar

KONDISI *RISK-ON* & *CORE BIAS* NEGATIF UNTUK OBLIGASI RI & RUPIAH

<i>Regressand</i> <i>Regressor</i>	<i>Risk-on bias</i>	<i>Periphery bias</i>
UST 3Mo rate*	-0.0506	-0.0065
US 10Y expected inflation*	0.1950	0.0345
US yield curve (10Y - 3Mo)	0.0044	-0.0244
VIX index	-0.0399	-0.0272
MOVE index	0.0212	0.0177
TED spread	0.0172	0.0413
LOIS spread (3Mo)	-0.0198	-0.0352
Konstanta	0.0455	-0.0218

Sumber : TIC, Bloomberg, estimasi oleh BCA Economist
 Note : Biru/Merah = koefisien signifikan positif/negatif,
 Abu-abu = tidak signifikan
 * selisih dari tren jangka panjang (H-P filter)

Risk-on & core bias

BI hike	14.9%
BI cut	9.0%
IDR	-7.2%
INDON	6.3%
FR	7.1%
IHSG	8.1%

Biru = di atas baseline
 Merah = di bawah baseline

Risk-on & periphery bias

BI hike	0.0%
BI cut	12.9%
IDR	1.2%
INDON	2.6%
FR	8.7%
IHSG	7.2%

Overall (2010-20)	
BI hike	9.1%
BI cut	15.9%
IDR	-3.2%
INDON	7.7%
FR	10.6%
IHSG	9.3%

BI hike	5.9%	IDR	0.8%	FR	19.3%
BI cut	32.4%	INDON	15.5%	IHSG	13.9%

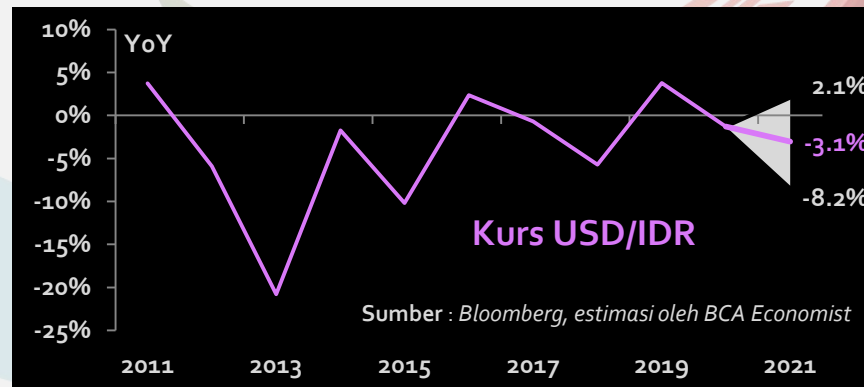
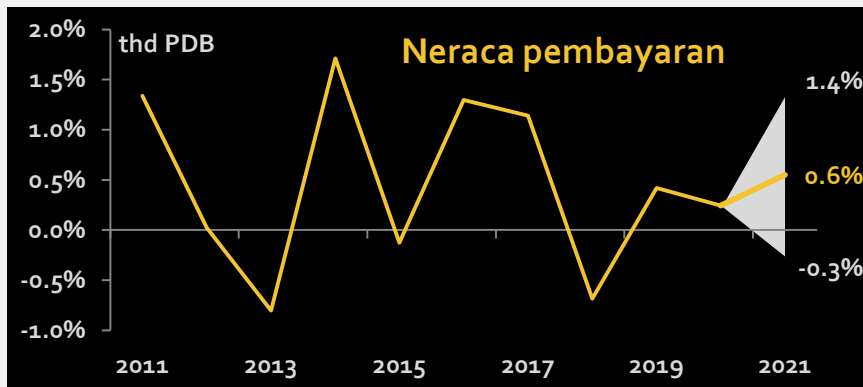
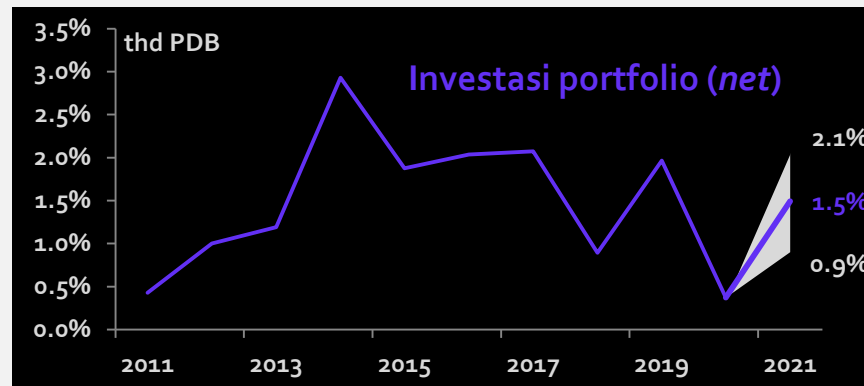
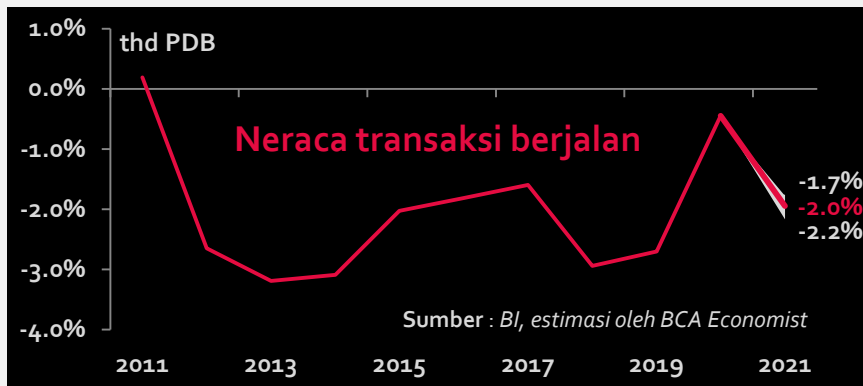
Risk-off

Sumber : TIC, Bloomberg, kalkulasi oleh BCA Economist

Note : Aset mengacu pada *annualized total return*, BI hike/cut adalah probabilitas aktual BI menaikkan/menurunkan suku bunga pada periode yang termasuk kuadran tersebut

- Defisit neraca berjalan (CAD) melebar seiring pemulihan ekonomi, dan bisa diperparah oleh kenaikan harga minyak
- Kenaikan *yield* bisa batasi pemulihan aliran portfolio, meski secara *country risk* Indonesia cukup baik
- Untuk meminimalisir efek CAD dan *yield*, perlu peningkatan aliran FDI, baik secara langsung ataupun melalui SWF

TEKANAN CAD DAN YIELD BISA BERIMBAS PADA NILAI TUKAR



INDONESIA – ECONOMIC INDICATORS PROJECTION

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Gross Domestic Product (% YoY)	5.0	5.1	5.2	5.0	-2.1	4.8
GDP per Capita (US\$)	3605	3877	3927	4175	3912	4055
Consumer Price Index Inflation (% YoY)	3.0	3.6	3.1	2.7	1.7	3.1
BI 7 day Repo Rate (%)	4.75	4.25	6.00	5.00	3.75	3.50
USD/IDR Exchange Rate (end of year)*	13,475	13,433	14,390	13,866	14,050	14,460
Trade Balance (US\$ billion)	8.8	11.8	-8.5	-3.2	21.7	10.1
Current Account Balance (% GDP)	-1.8	-1.6	-3.0	-2.7	-0.4	-1.8

* Estimation of Rupiah's fundamental exchange rate

TERIMA KASIH

Economic, Banking & Industry Research Team

David E. Sumual
Chief Economist
david_sumual@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1051352

Victor George Petrus Matindas
Industry Analyst
victor_matindas@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1058408

Livia Angelica Thamsir
Economist / Analyst
livia_thamsir@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1069933

Agus Salim Hardjodinoto
Industry Analyst
agus_lim@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1005314

Gabriella Yolivia
Economist / Analyst
gabriella_yolivia@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1063933

Ahmad Aprilian Rizki
Research Assistant
ahmad_rizki@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 20378

Barra Kukuh Mamia
Economist / Analyst
barra_mamia@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1053819

Derrick Gozal
Economist / Analyst
derrick_gozal@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 1066122

Arief Darmawan
Research Assistant
arief_darmawan@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: 20364

PT Bank Central Asia Tbk

Economic, Banking & Industry Research of BCA Group - DKP
20th Grand Indonesia, Menara BCA
Jl. M.H Thamrin No. 1, Jakarta 10310, Indonesia
Ph : (62-21) 2358-8000 Fax : (62-21) 2358-8343

DISCLAIMER

This report is for information only, and is not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of a security. We deem that the information contained in this report has been taken from sources which we deem reliable. However, we do not guarantee their accuracy, and any such information may be incomplete or condensed. None of PT. Bank Central Asia Tbk, and/or its affiliated companies and/or their respective employees and/or agents makes any representation or warranty (express or implied) or accepts any responsibility or liability as to, or in relation to, the accuracy or completeness of the information and opinions contained in this report or as to any information contained in this report or any other such information or opinions remaining unchanged after the issue thereof. The Company, or any of its related companies or any individuals connected with the group accepts no liability for any direct, special, indirect, consequential, incidental damages or any other loss or damages of any kind arising from any use of the information herein (including any error, omission or misstatement herein, negligent or otherwise) or further communication thereof, even if the Company or any other person has been advised of the possibility thereof. Opinion expressed is the analysts' current personal views as of the date appearing on this material only, and subject to change without notice. It is intended for the use by recipient only and may not be reproduced or copied/photocopied or duplicated or made available in any form, by any means, or redistributed to others without written permission of PT Bank Central Asia Tbk.

All opinions and estimates included in this report are based on certain assumptions. Actual results may differ materially. In considering any investments you should make your own independent assessment and seek your own professional financial and legal advice. For further information please contact: (62-21) 2358 8000, Ext: 20364 or fax to: (62-21) 2358 8343 or email: ahmad_rizki@bca.co.id