GARIS BESAR

Ed. 3/21

Stagflasi Bag. 1

Masa Lalu & Masa Kini

Riset Ekonomi, Perbankan, & Industri BCA

- Istilah stagflasi mendadak *trending* di dunia keuangan dan bisnis beberapa pekan terakhir (***Exhibit 1***), seiring tingginya inflasi dan menguatnya indikasi perlambatan ekonomi AS (***Exhibit 2***). Kelangkaan energi global, yang memicu lonjakan harga minyak, batu bara, dan gas, makin menambah santer isu ini. Lantas apakah ketakutan ini beralasan? Dan bagaimana dampaknya buat ekonomi Indonesia? Dalam beberapa edisi Garis Kecil ke depan, kami akan mengupas isu stagflasi ini dari beberapa sudut pandang – dimulai dari perspektif makro global terutama tentang AS (edisi ini), dan dilanjutkan dengan tinjauan pasar komoditas dan ekonomi domestik.

Ford v ~~Ferrari~~ Truman – sejarah terulang lagi?

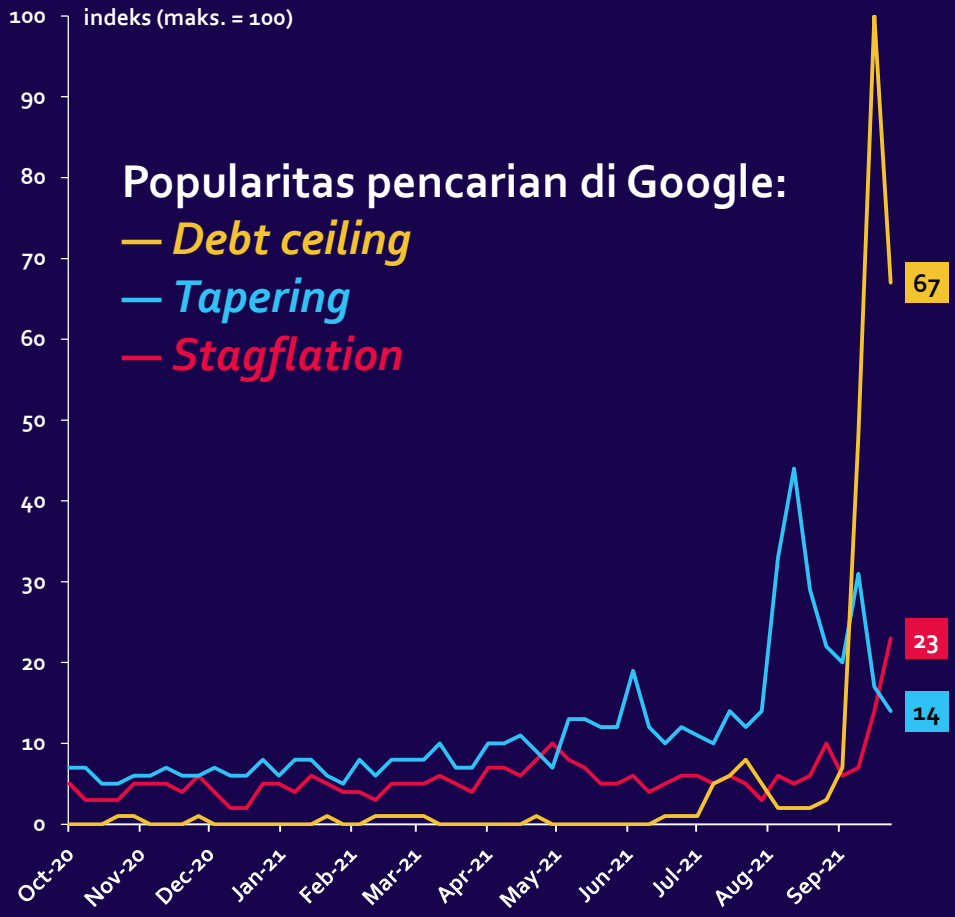
- Dari sudut pandang AS (dan negara maju pada umumnya), lonjakan inflasi saat ini memang mengagetkan, karena inflasi nyaris tidak pernah menembus angka 5% sejak era 1990-an. Tak heran, para pengamat di sana terpaksa mencari *reference point* yang lebih *jadul* (***Exhibit 3***) – kalau bukan era 70-an (masa Presiden Ford dan Carter), maka yang jadi referensi adalah periode akhir 40-an dan awal 50-an (masa Presiden Truman).

- Masalahnya, *lesson learned* dari dua periode ini bertolak belakang. Jika "teori Ford" yang benar, maka inflasi ini disebabkan oleh stimulus yang berlebihan, dan obatnya adalah pengetatan moneter luar biasa (*Volcker shock*). Artinya, kita harus bersiap bukan hanya untuk *tapering,* tapi juga kenaikan suku bunga yang boleh jadi lebih cepat dari *the Fed*.

- Tapi jika "teori Truman" yang benar, maka inflasi ini adalah sesuatu hal yang wajar terjadi setelah periode perang, ketika pemerintah melakukan belanja besar-besaran – dan pandemi Covid-19 bisa dianalogikan sebagai perang (melawan virus). Inflasi seperti ini tidak perlu diobati, karena akan hilang sendiri seiring tuntasnya "perang" tersebut.

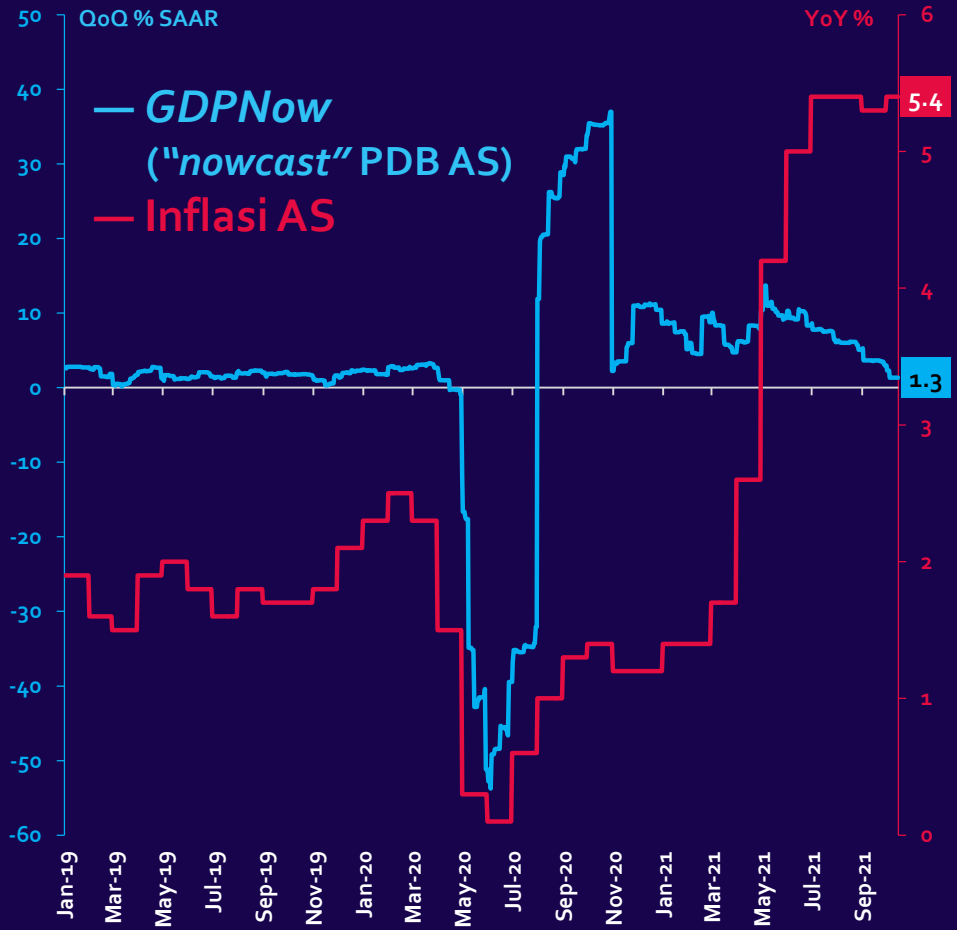
- Lantas hipotesis mana yang benar? *Well, it's complicated*, dan para ekonom dunia masih terbelah. Saat ini, inflasi berbanding terbalik dengan pertumbuhan, mirip era 70-an. Hal ini sejatinya menyalahi teori ekonomi ortodoks (*Phillips curve*), di mana inflasi biasanya sejalan dengan pertumbuhan, dan ada *tradeoff* antara inflasi dan angka pengangguran. Tapi pada prakteknya, *Phillips curve* bukan formula eksak – kurvanya bisa bergerak naik atau turun. Dan jika dilihat data beberapa bulan terakhir, kurvanya seolah sedang bergeser ke atas (***Exhibit 4***), yang lagi-lagi memperkuat "teori Ford" tadi.

Kekhawatiran stagflasi makin mengemuka



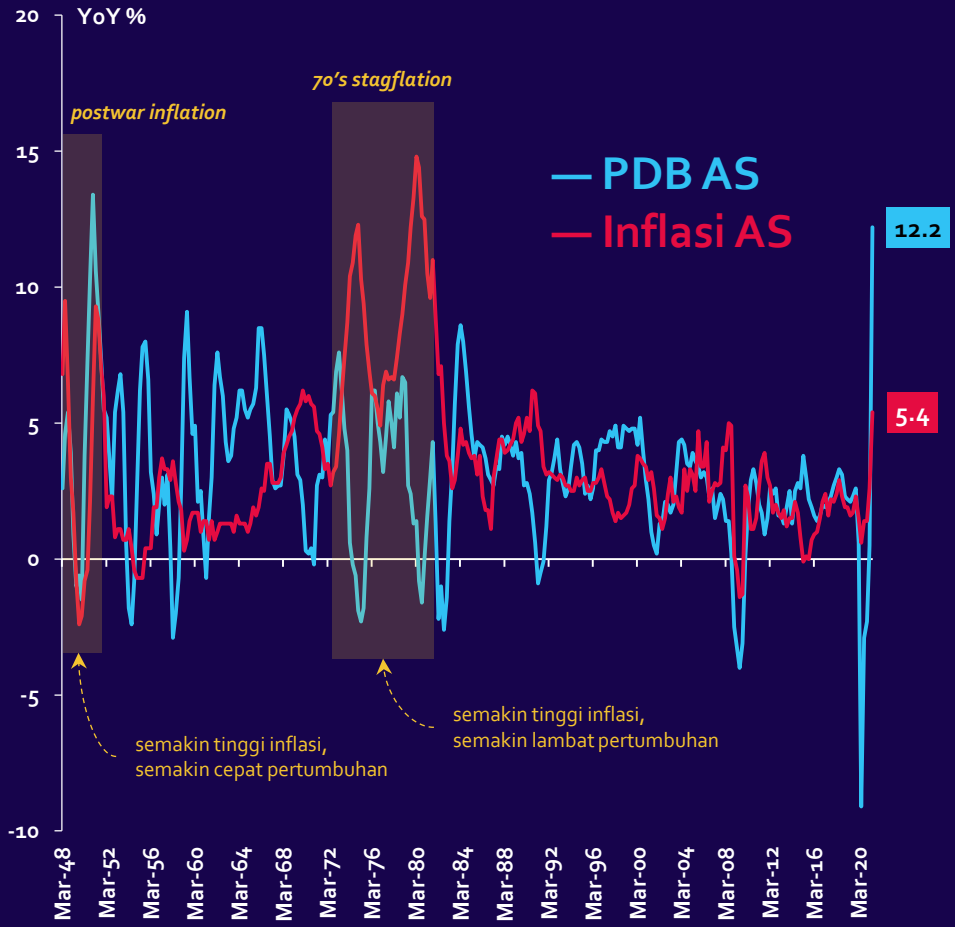
Sumber : *Google Trends, BCA Economist*

Sinyal perlambatan ekonomi AS kian tampak



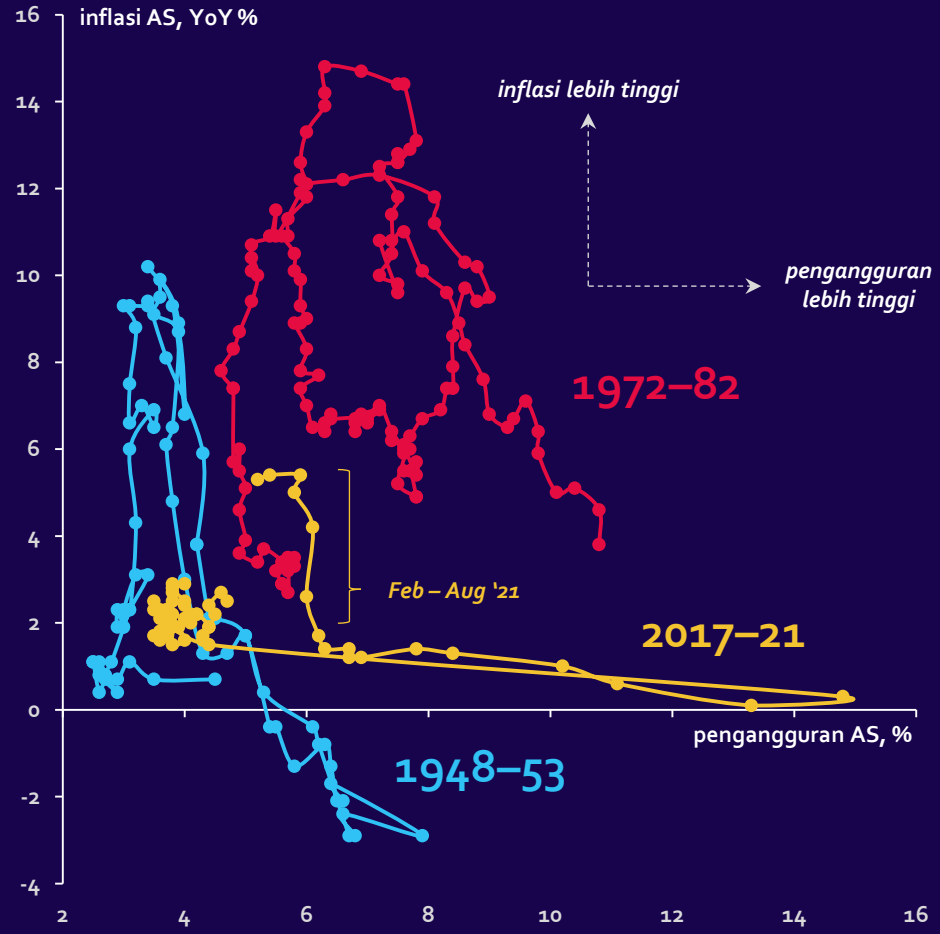
Sumber : *Atlanta Fed, Bloomberg, BCA Economist*

Inflasi tinggi terjadi di awal 50-an dan 70-an



Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

Inflasi tinggi terjadi di awal 50-an dan 70-an



Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

Of beers & accordions (tapi bukan *Oktoberfest*)

- Tapi penganut "teori Truman" punya poinnya sendiri. Jika inflasi AS adalah fenomena makro akibat over-stimulus, maka kenaikan harga mungkin akan terjadi relatif merata untuk berbagai jenis barang dan jasa. Dalam kenyataannya, inflasi kali ini sangat heterogen – terlihat dari dispersi inflasi yang melebar (***Exhibit 5***). Beberapa *items* seperti BBM dan kendaraan bekas mengalami inflasi sangat tinggi, tapi beberapa lainnya seperti pakaian dan sewa rumah kurang terdampak. Ini menunjukkan bahwa inflasi juga sangat dipengaruhi faktor *supply*, yang unik untuk tiap jenis barang/jasa.

- Hal ini pada dasarnya *same old story* yang sudah sering kita dengar selama pandemi ini, di mana gangguan rantai pasok global memicu kelangkaan barang. Tapi alih-alih membaik, disrupsi ini justru makin parah dalam 4-5 bulan terakhir (***Exhibit 6-7***), di tengah permintaan global yang mulai pulih dan gelombang Delta yang mengganggu aktivitas industri/logistik khususnya di Asia.

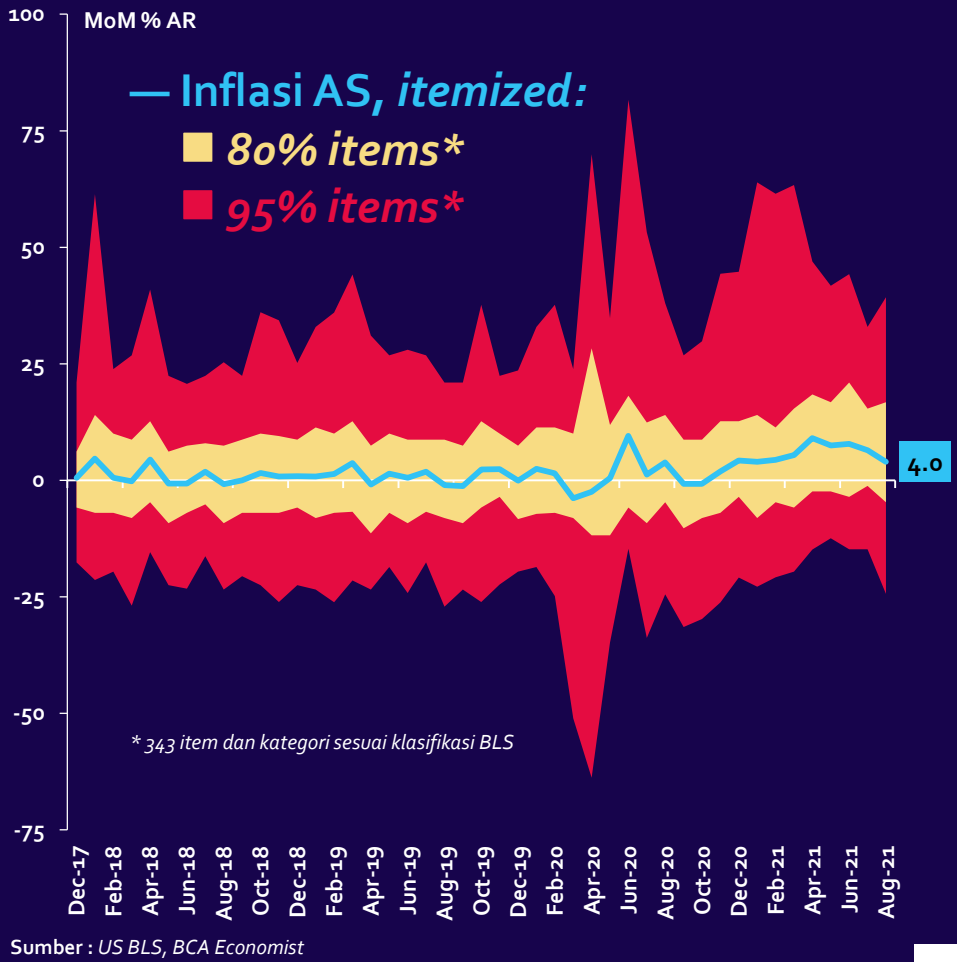
- Kapan gangguan ini akan berakhir? Sulit diketahui dengan pasti, karena hal ini belum ada presedennya, terutama di era *globalized supply chain* (di masa Truman ataupun Ford, rantai pasok lebih terpusat secara geografis di AS dan Eropa). *Best case scenario* mungkin bisa dilihat dari harga kayu AS/Kanada, yang sempat melejit namun…

turun drastis di Q3-21 (***Exhibit 8***), seiring dilepasnya *"shadow inventory"* oleh pelaku industri. Masalahnya, ini belum tentu berlaku buat industri seperti semikonduktor yang lebih *"lean"* dan rantai pasoknya lebih kompleks, melibatkan banyak pemain di banyak negara.

- Ekonom terbiasa mengasumsikan inflasi dari sisi *supply* sebagai sesuatu yang bersifat sementara (*transitory*), seperti sering dikemukakan Gubernur Fed Jerome Powell. Tapi pada prakteknya, gangguan sementara pada *supply chain* bisa berdampak lebih lama. Ibarat mobil di jalan raya, satu-dua mobil yang melambat bisa menimbulkan "gelombang kemacetan" untuk kendaraan di belakangnya, yang bisa terus menyebar bagai akordion (*"accordion effect"*) walaupun mobil di depan tadi sudah kembali melaju.

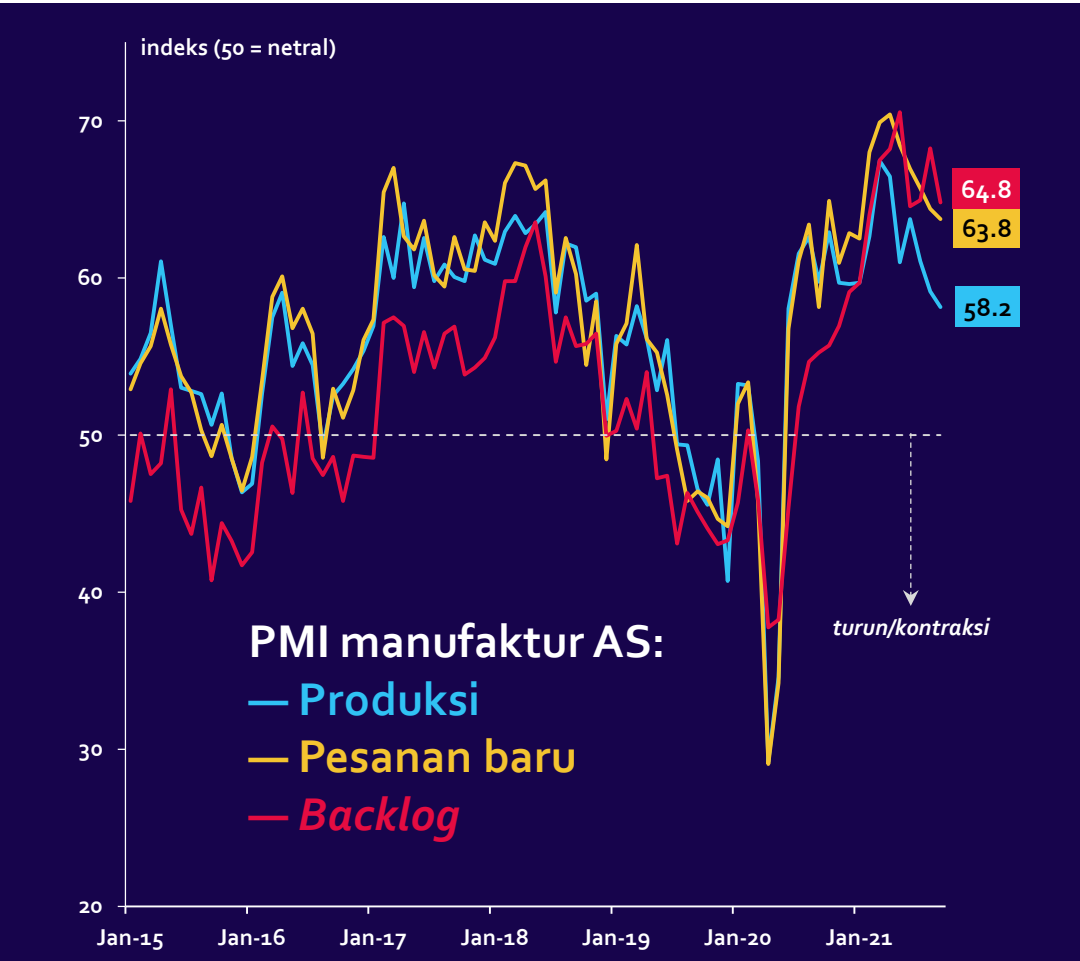
- Fenomena serupa juga pernah diteliti oleh Jay Forrester, seorang profesor di bidang *supply chain management*. Forrester membuat simulasi rantai pasok bir, yang dinamakan *"Beer Game"*, untuk memperlihatkan bagaimana riak-riak kecil di sisi *demand* atau logistik bisa menimbulkan gelombang kerugian cukup besar (akibat kelangkaan atau kelebihan barang), terutama jika para pemain dalam rantai pasok kurang berkoordinasi. Jadi, meski *shock* inflasi sejak era 90-an biasanya hanya bertahan 1-2 kuartal (per analisis *Bloomberg*), bukan tidak mungkin inflasi global kali ini bisa bertahan lebih lama dari itu.

Dispersi lebar, inflasi didorong beberapa *item*



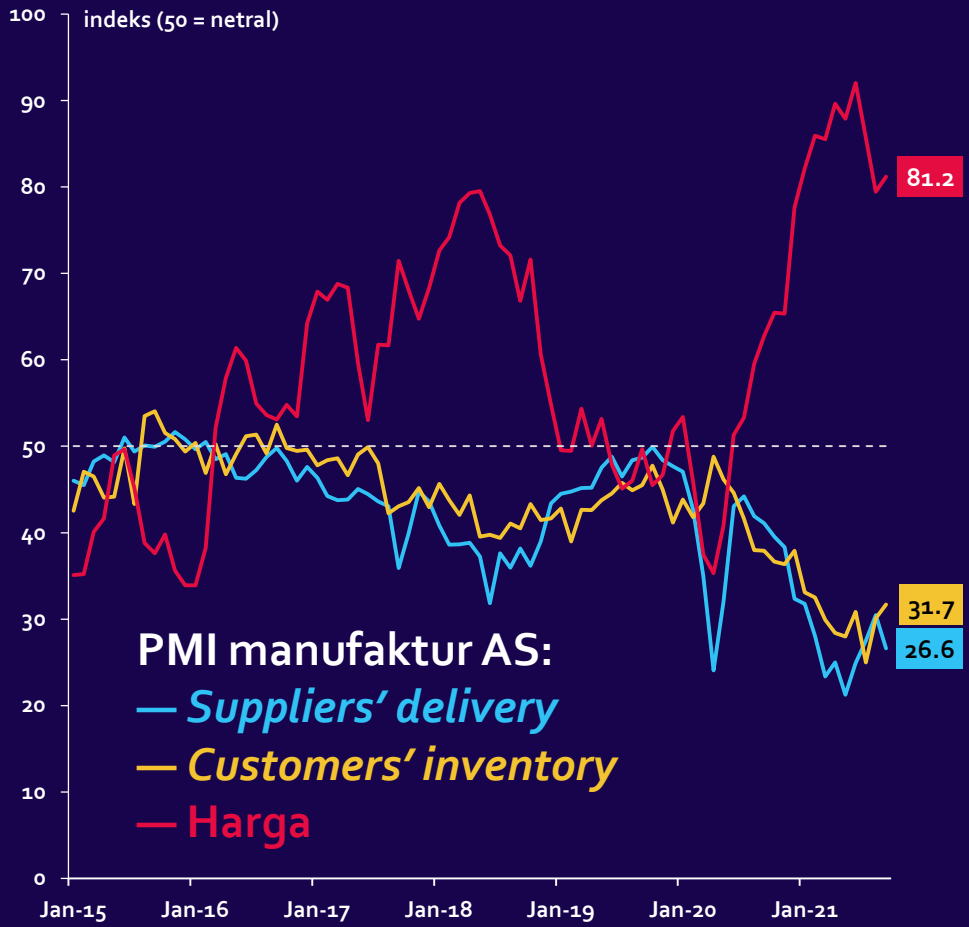
Sumber : *US BLS, BCA Economist*

Produksi terhambat, *backlog* menumpuk



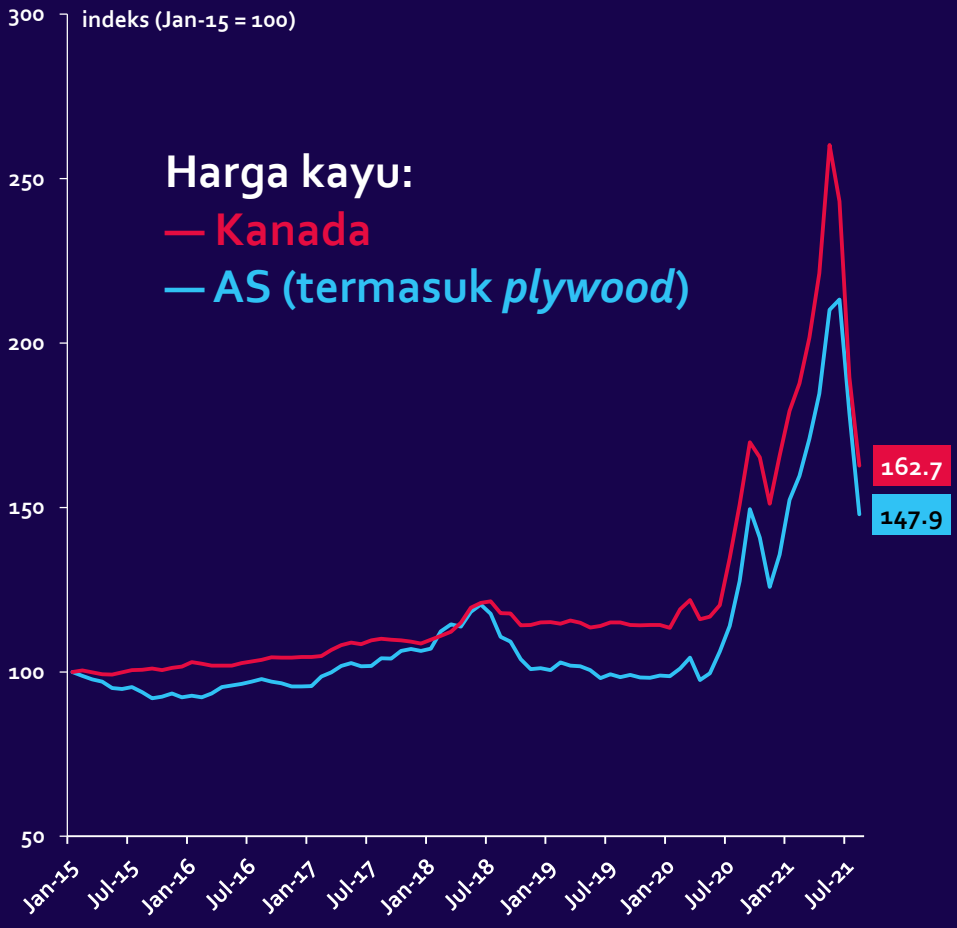
Sumber : *ISM, Bloomberg, BCA Economist*

Delay di hulu picu kelangkaan dan inflasi di hilir



Sumber : *ISM, Bloomberg, BCA Economist*

Delay di hulu picu kelangkaan dan inflasi di hilir



Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

Spiral staircase – upah jadi penentu

- Lantas kalau inflasi belum tentu *kelar* di jangka pendek, apa artinya inflasi akan terus tinggi untuk beberapa tahun ke depan? Mungkin tidak juga. Sejak Maret lalu, ekspektasi inflasi AS untuk 5 tahun ke depan relatif stabil di kisaran 2.5% (***Exhibit 9***), meski inflasi aktual sempat menyentuh 5.4%. Memang ada kenaikan tipis ~15 bps sejak mid-September, seiring kekhawatiran stagflasi, dan ini menjelaskan kurang lebih separuh dari kenaikan *yield* Treasury belakangan ini – separuhnya lagi, dari *expected real rate*, mungkin terkait rencana *tapering*.

- Apakah ekspektasi pasar ini selalu akurat? Tentunya tidak. Tapi riset terbaru dari *the Fed* sendiri (Rudd 2021) menunjukkan bahwa ekspektasi inflasi jangka panjang lebih relevan dalam memprediksi inflasi ketimbang ekspektasi jangka pendek. Dengan kata lain, angka 2.5% tadi semestinya lebih bisa jadi pegangan dibandingkan kisruh stagflasi saat ini.

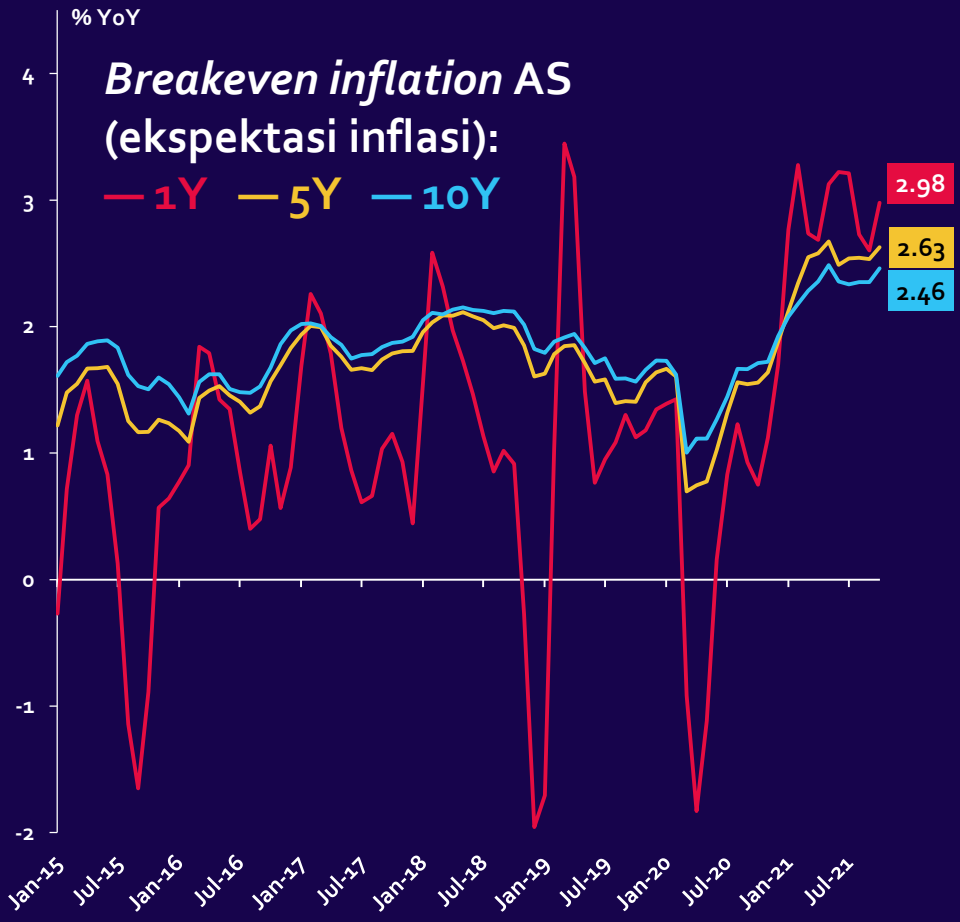
- Riset yang sama juga menunjukkan bahwa tingkat upah/gaji adalah penentu inflasi yang sangat penting dalam jangka panjang. Kita tentu mafhum kalau harga barang dan upah saling terkait. Semakin harga-harga naik, semakin pekerja menuntut kenaikan upah – tapi semakin besar belanja para pekerja tadi, semakin naik pula harga-harga. Proses ini, yang sering disebut *wage-inflation spiral*, terputus di AS sejak tahun 90-an, seiring banyaknya pekerjaan yang di-*outsource* ke luar negeri dan berkurangnya kekuatan serikat buruh. *Et voilà*, inflasi pun jadi lebih stabil.

- Walau begitu, kita tidak bisa berasumsi bahwa pasar tenaga kerja AS, pasca-pandemi ini, akan adem ayem seperti tiga dekade sebelumnya. Indikasi awal menunjukkan bahwa upah pekerja AS naik kencang beberapa bulan terakhir, dipicu salah satunya oleh banyaknya pekerja yang pindah tempat kerja untuk mencari upah lebih tinggi (***Exhibit 10***).

- Kenapa pekerja AS tiba-tiba lebih pede pindah kerja sejak pandemi? Ada beberapa alasan yang masih diperdebatkan. Salah satu yang mungkin memperkuat posisi tawar pekerja adalah bantuan tunai (*stimulus checks*) dari pemerintah AS, sehingga mereka merasa lebih aman untuk *resign.* Jika ini benar, boleh jadi kenaikan upah tadi akan berangsur mereda setelah *stimulus checks* berakhir September lalu.

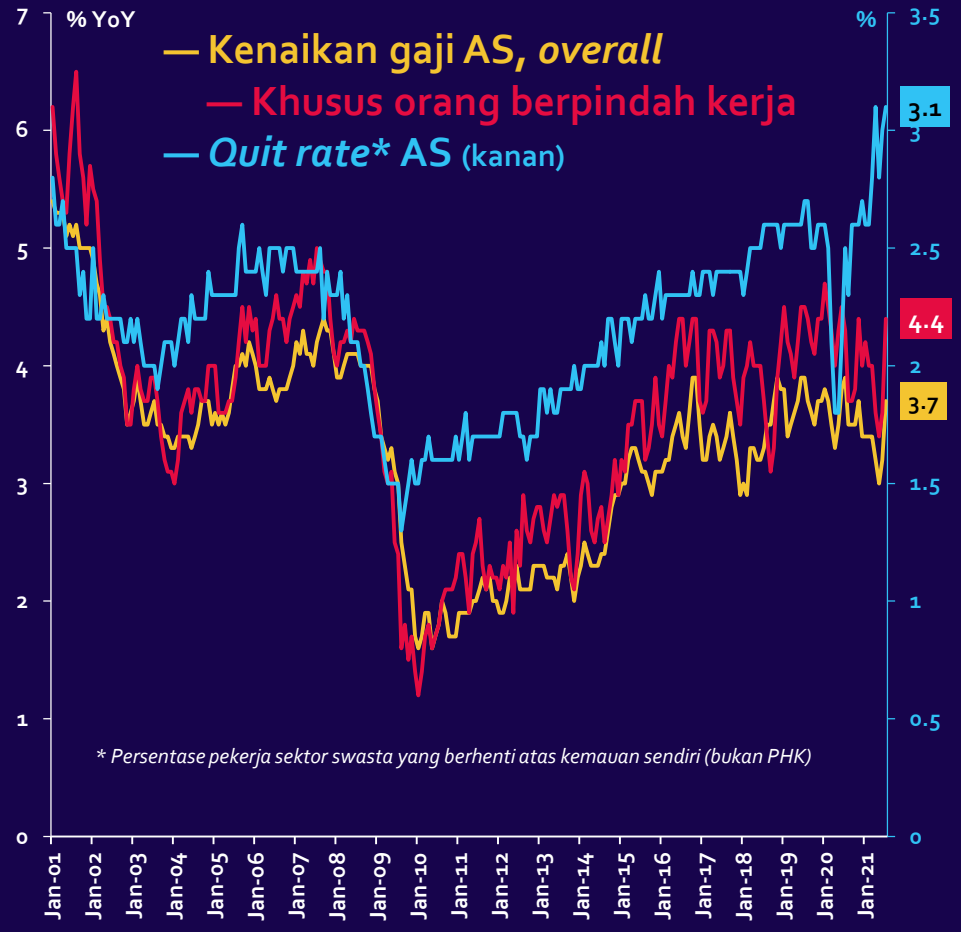
- Tapi ini bukan satu-satunya alasan. Beberapa survei menunjukkan bahwa kepuasan kerja selama WFH – dan keengganan kembali WFO – jadi motivator sebagian pekerja untuk berpindah perusahaan. *Plus*, pandemi juga membuka mata banyak warga AS (dan Indonesia, *for that matter*) tentang besarnya kesempatan berbisnis *online*. Alhasil, tingkat pendaftaran usaha baru di AS justru meroket selama pandemi (***Exhibit 11***), dan ini tentu jadi alternatif bagi para pekerja yang kurang puas selama ini.

Ekspektasi inflasi jangka panjang masih ~2.5%



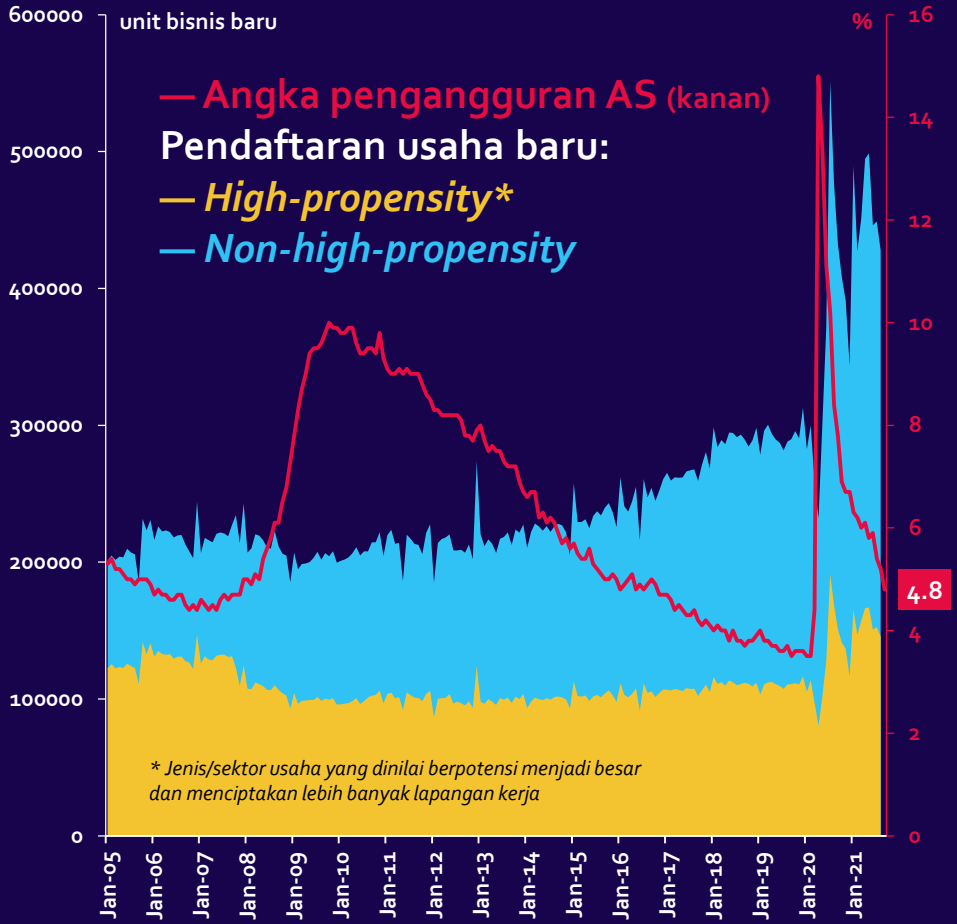
Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

Gaji mulai naik, posisi tawar pekerja menguat?



Sumber : *Atlanta Fed, Bloomberg, BCA Economist*

Minat membuka bisnis naik selama pandemi



Sumber : *US Census, BCA Economist*

Implikasi – *Don't fear the reaper?*

- Dari pembahasan tadi, kami melihat bahwa inflasi global saat ini belum tentu bisa selesai dalam jangka pendek, apalagi jika disrupsi akibat pandemi masih terjadi ke depannya (entah itu dari varian baru, atau dari negara yang menerapkan strategi *"zero Covid"* seperti Tiongkok atau Taiwan). Dan bahkan tanpa disrupsi tersebut, "gelombang kemacetan" mirip akordion tadi masih bisa bergema di rantai pasok global hingga setahun mendatang atau bahkan lebih – tentunya dengan intensitas yang berbeda-beda untuk tiap industri.

- Dan kenaikan *supply* bukan satu-satunya jalan keluar dari tekanan inflasi ini – bukan tidak mungkin, justru *demand*-lah yang turun. Hal ini mulai terlihat bukan hanya dari *real-time forecast* (*nowcast*) AS dan permintaan industri yang mulai turun, tapi juga dari disrupsi industri manufaktur di Tiongkok akibat kelangkaan energi. Ditambah lagi dengan *crackdown* dan perlambatan sektor properti di Tiongkok, bukan tidak mungkin dunia akan memasuki *double-dip recession* di akhir tahun ini.

- Tapi, hipotesis bahwa kondisi saat ini adalah permulaan dari stagflasi panjang *à la* 70-an ("teori Ford") juga belum tentu benar. Meskipun stimulus moneter luar biasa dari *the Fed* dan bank sentral global lainnya tentu akan berdampak pada harga-harga, tak ada jaminan …

bahwa efeknya akan seragam untuk semua jenis aset, barang, dan jasa (*Cantillon effect*). Malah, sejak 90-an ada indikasi bahwa stimulus moneter efektif menaikkan harga aset (saham, obligasi, properti, dst.) tapi tidak untuk barang dan jasa *in general*.

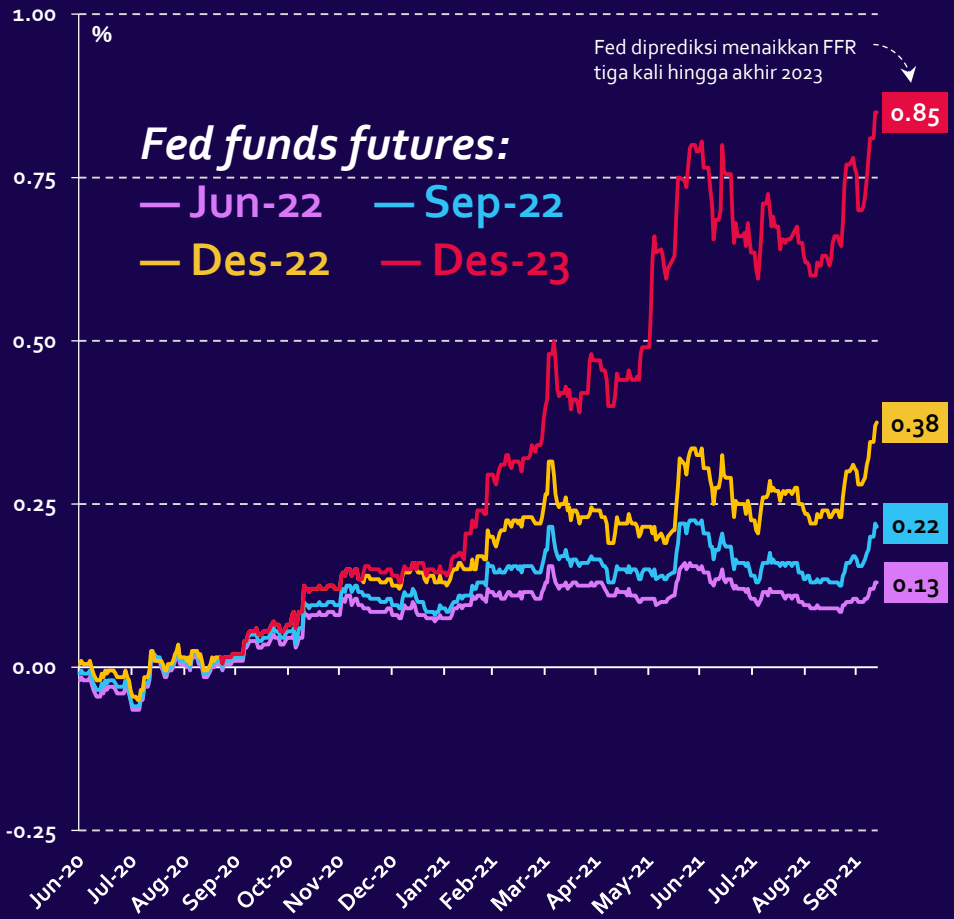
- *Wildcard*-nya dalam hal ini adalah dinamika pasar tenaga kerja AS (dan global). Jika efek kumulatif dari WFH, *Zoom*, dan *digital entrepreneurship* memicu revolusi di pasar tenaga kerja, bukannya tidak mungkin posisi tawar dan upah pekerja akan semakin kuat. Pengalaman historis seperti *Black Death* juga menunjukkan bahwa pandemi cenderung memperkuat posisi tawar pekerja *vis-à-vis* pemilik modal.

- *All in all,* belum ada argumen yang cukup kuat bahwa *the Fed* akan mempercepat *timeline* kenaikan suku bunga dari ekspektasi saat ini di akhir 2022 (***Exhibit 12***) – walaun ini bisa berubah jika kenaikan upah terus berlanjut, sesuai *view* kami tentang upah sebagai *wildcard*. Ini memberi ruang bagi BI untuk melakukan normalisasi kebijakan secara gradual, didukung oleh selisih suku bunga riil yang lebar antara Indonesia dan AS (***Exhibit 13***) dan surplus perdagangan dari komoditas (*edisi berikutnya*).

- Pertimbangan politik juga mengindikasikan bahwa *the Fed* belum akan menaikkan suku bunga secara agresif. Baik Powell ataupun Lael Brainard, dua kandidat terkuat Gubernur Fed periode 2022-26, terbilang cukup *dovish* ketimbang kolega mereka. Baik Partai Demokrat maupun Partai Republik (pasca-Trump) juga cenderung pro terhadap suku bunga rendah, terlepas dari retorika politik yang terkadang digunakan.

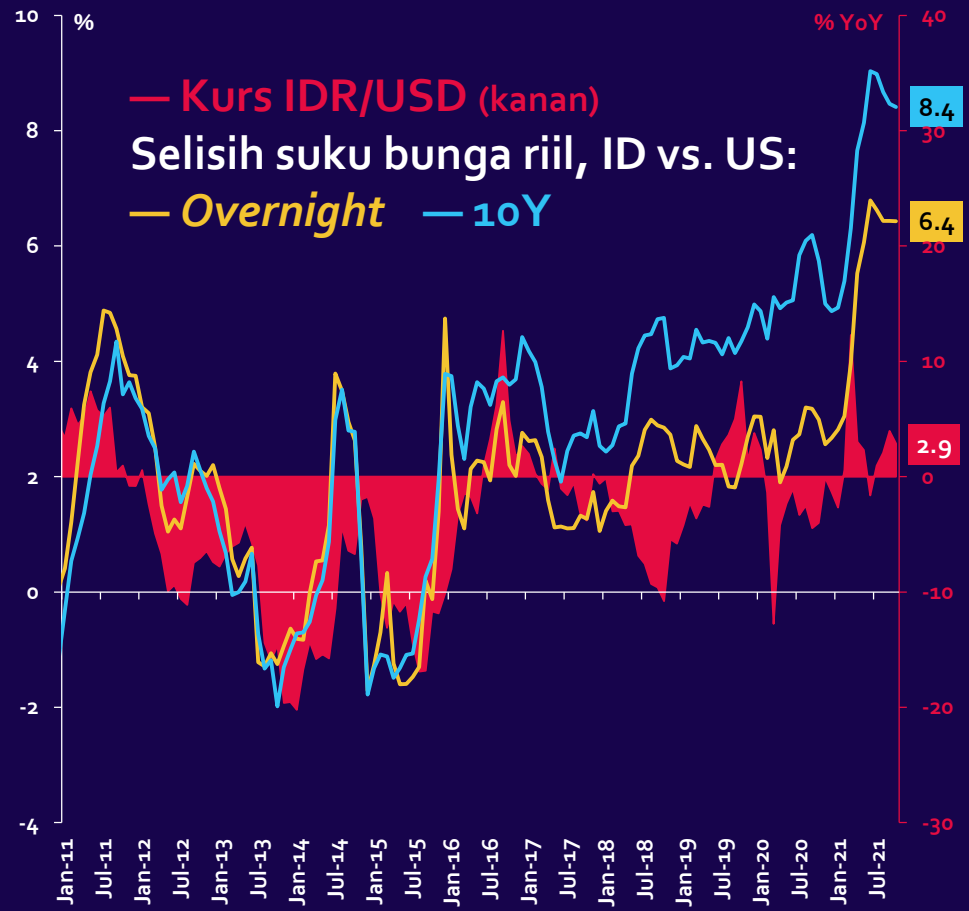
- *Last but not least*, utang pemerintah AS yang makin besar pasca-pandemi (***Exhibit 14***) mendukung dilakukannya *financial repression*, yakni kebijakan suku bunga riil negatif (suku bunga lebih rendah dari inflasi) guna memperingan pembayaran utang tersebut. Baik di era Ford/Carter dan terlebih di era Truman (dengan beban utang pasca Perang Dunia II dan Perang Korea), suku bunga cenderung lebih rendah dari inflasi (***Exhibit 15***). Hal ini juga positif untuk neraca pembayaran dan stabilitas Rupiah di jangka menengah.

Pasar *expect* kenaikan FFR dimulai di H2-22



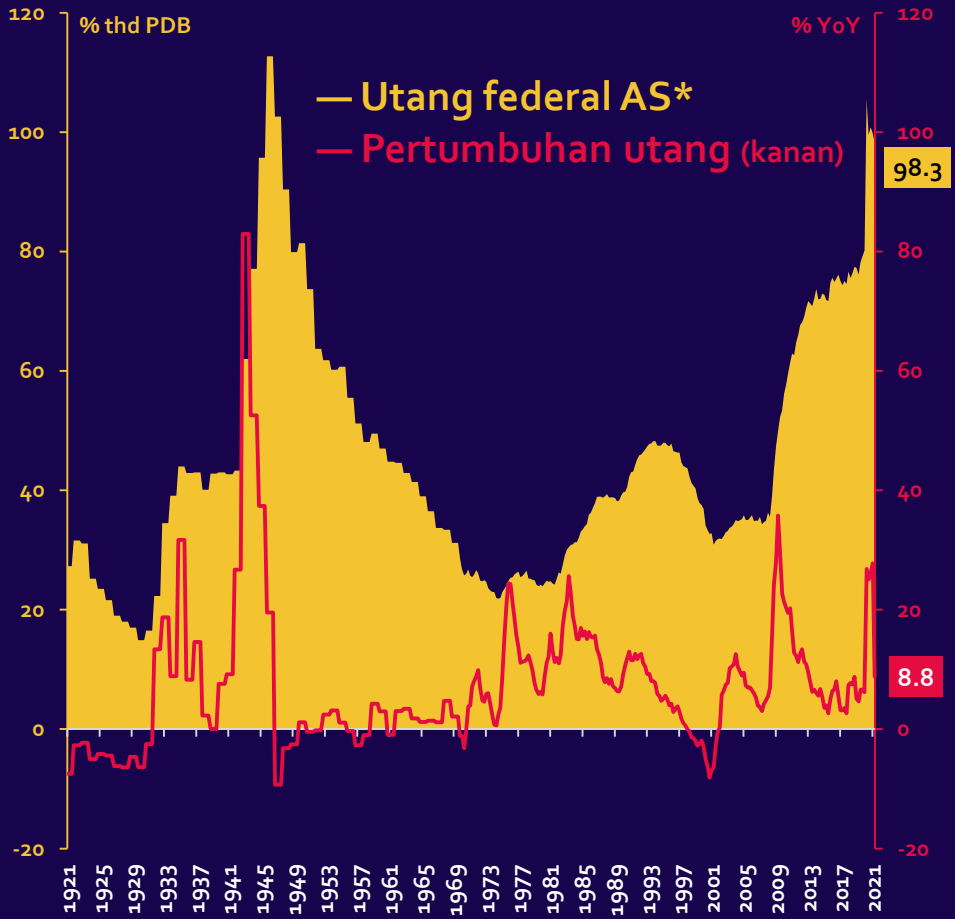
Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

Selisih suku bunga riil dukung stabilitas Rupiah



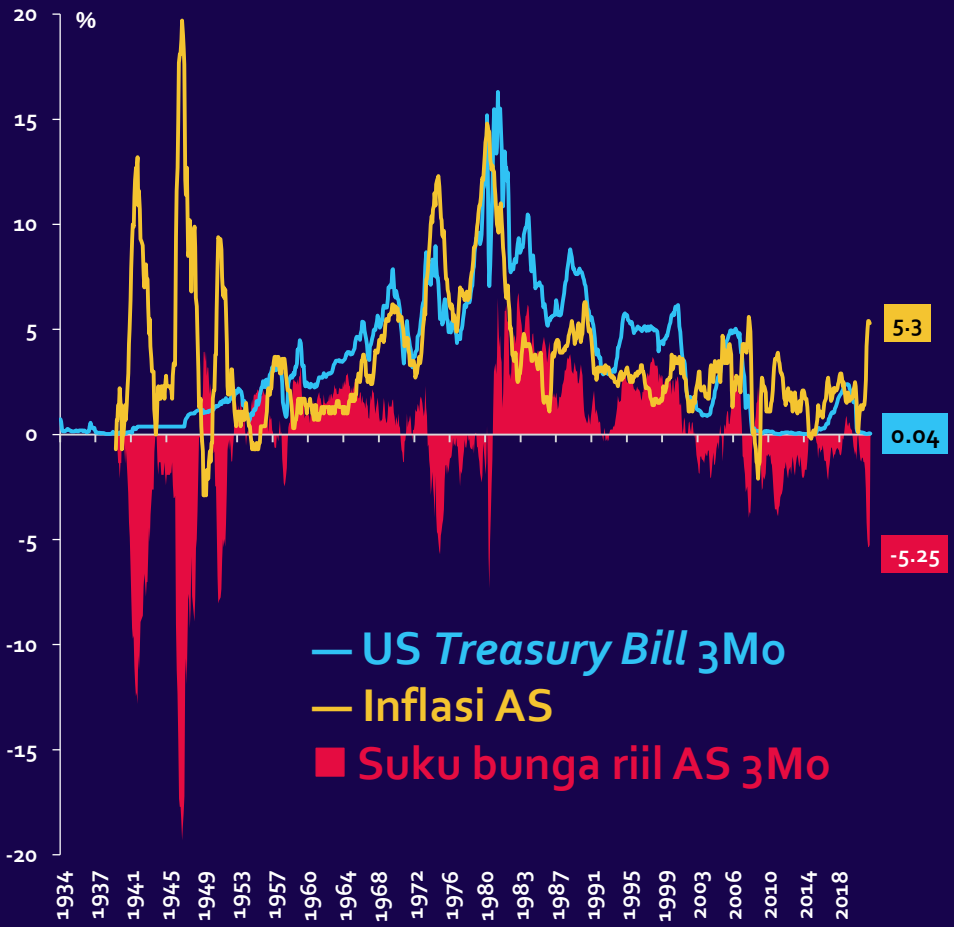
Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

Beban utang AS saat ini mirip pasca-PD II



Sumber : *US Congressional Budget Office, St. Louis Fed, BCA Economist*

AS kembali ke rezim *financial repression?*



Sumber : *Bloomberg, BCA Economist*

PT Bank Central Asia Tbk

Economic, Banking & Industry Research Team

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 redist ted 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