

EARLY WARNING BRIEFING: KONFLIK RUSIA-UKRAINA

Dibayangi 'hantu' stagflasi

15 MARET 2022

RISET EKONOMI, PERBANKAN & INDUSTRI GRUP BCA

Executive Summary

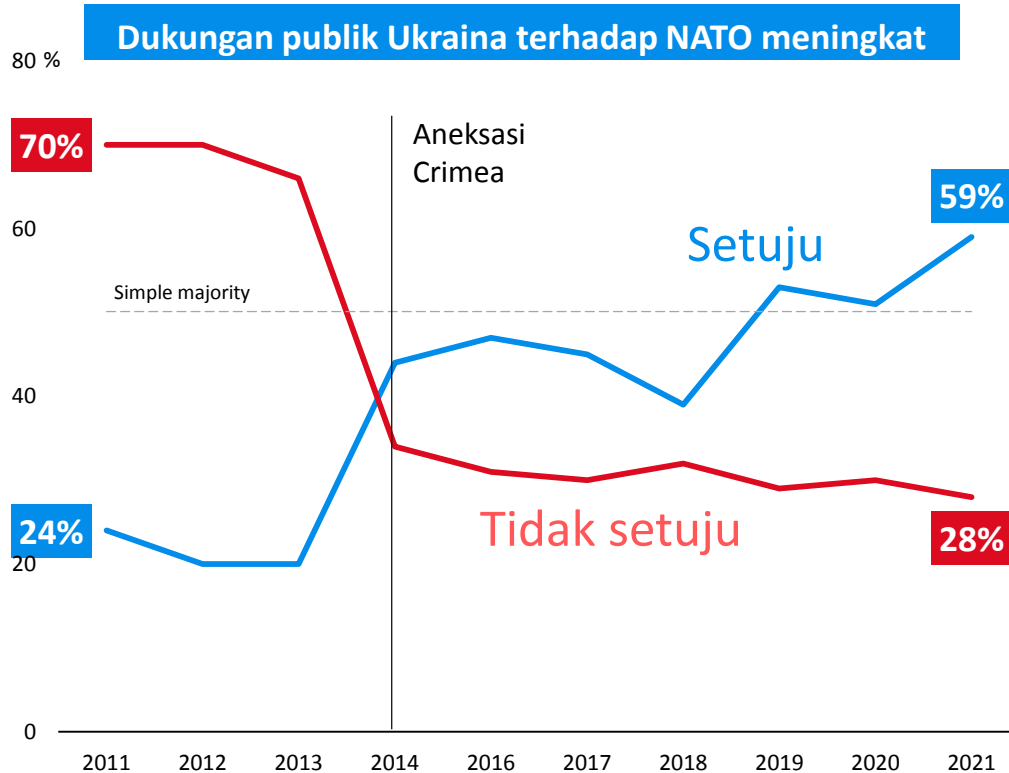
Konflik Rusia-Ukraina menyebabkan kelangkaan komoditas ditengah kondisi permintaan agregat yang semakin kuat. Skenario ini menyerupai *oil shock* di era 1970an, saat *runaway inflation* akhirnya berujung pada stagflasi.

Dampak turunan konflik Rusia-Ukraina terhadap perekonomian Indonesia tidak sepenuhnya negatif. Eksposur langsung perekonomian Indonesia dengan Rusia dan Ukraina relatif terbatas, dan kenaikan harga komoditas akan memperpanjang tren surplus perdagangan Indonesia.

Namun, ancaman tetap datang lewat kenaikan harga energi. Meskipun pemerintah tetap berkomitmen menjaga harga domestik, penyesuaian aturan subsidi mungkin perlu dilakukan dilakukan untuk mengurangi beban non-fiskal serta lonjakan impor secara berlebihan, yang dapat meningkatkan tekanan depresiasi Rupiah.

Kenaikan harga komoditas menjadi sentimen positif bagi beberapa sektor, terutama sektor pengeksport komoditas seperti CPO dan Batu bara. Akan tetapi, sektor manufaktur pada umumnya justru tertekan akibat kenaikan harga barang input.

Kedekatan Ukraina dengan NATO mengancam hegemoni Rusia di Eropa Timur

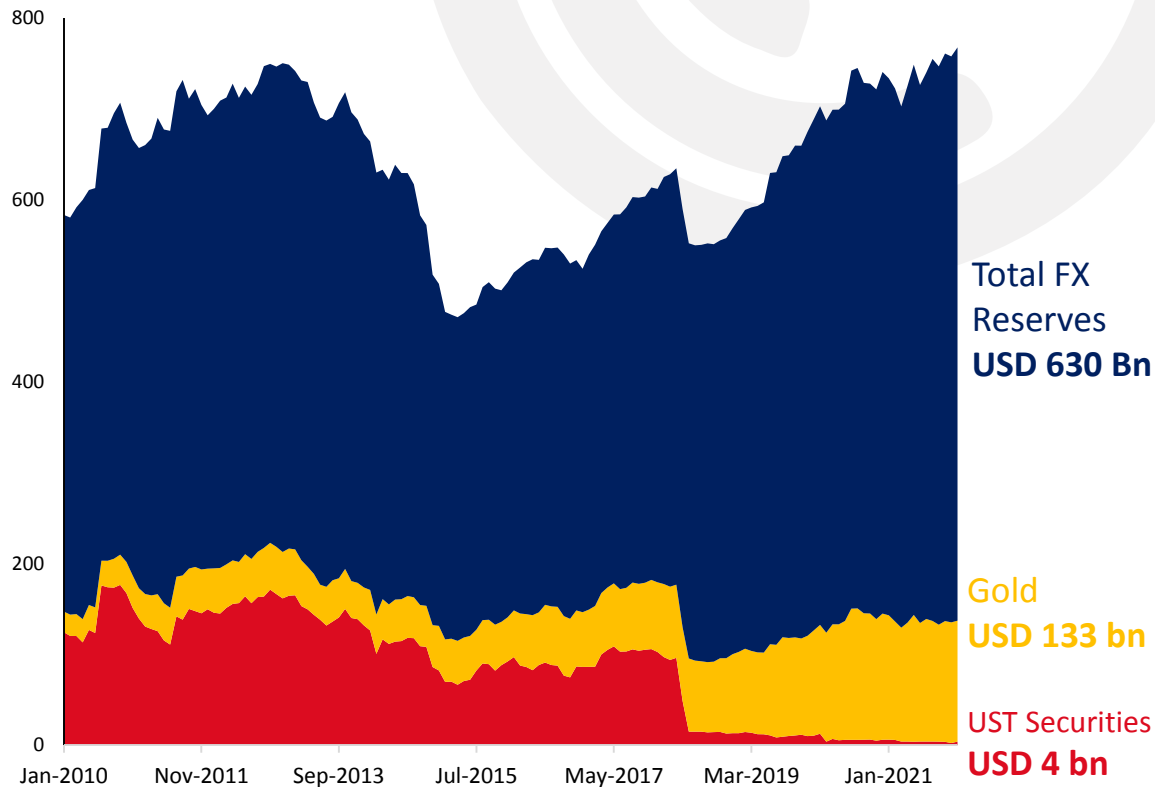


Ukraina merupakan *buffer zone* antara Rusia dan NATO, sehingga prospek Ukraina mengikuti aliansi NATO mengancam kepentingan keamanan teritorial Rusia

Rusia telah mempersiapkan diri menghadapi sanksi dan alienasi dari sistem keuangan barat

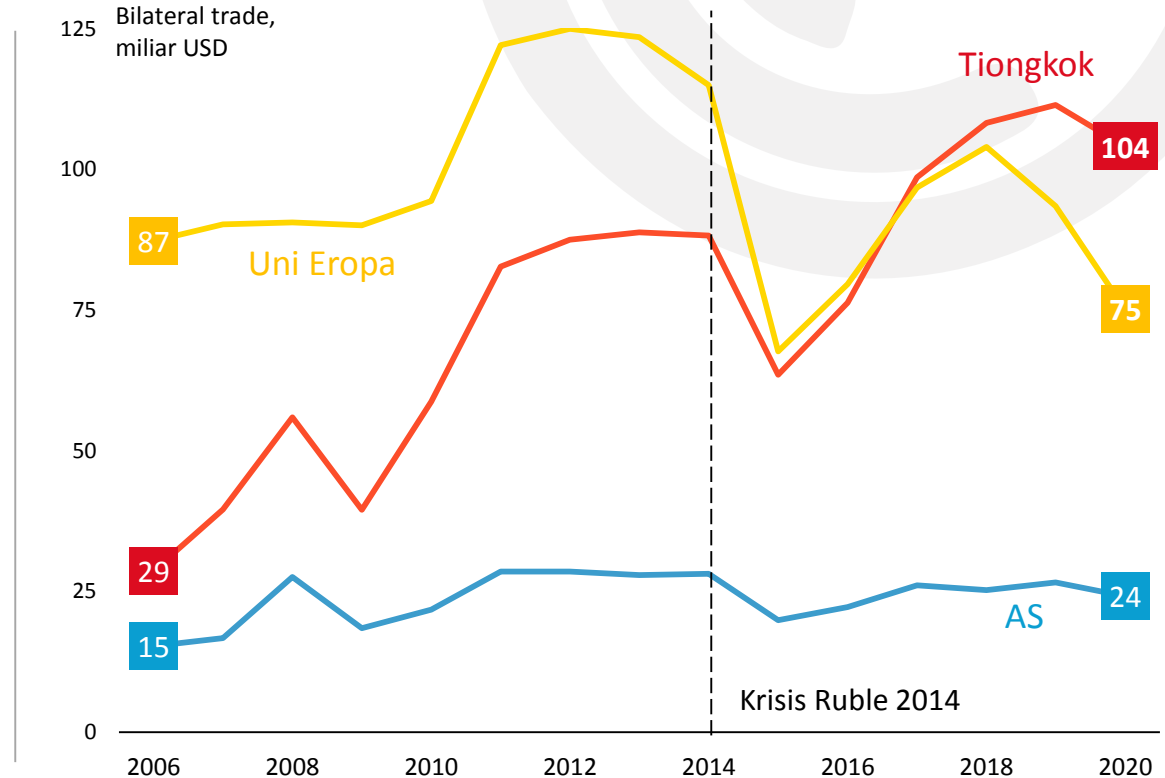
- Rusia mempertahankan surplus neraca transaksi berjalan sejak 2011*, menumpuk likuiditas untuk mengurangi *exposure* pada *forex market*
- Rusia juga membatasi eksposur terhadap *soft power* US dengan mengurangi porsi USD dalam cadangan devisa (20.5% pada Feb'20, 49.5% pada Dec'16), meningkatkan porsi cadangan devisa dalam Euro dan Renminbi

* Lihat slide 19



Perusahaan barat eksodus, Rusia dapat semakin dekat dengan pasar Tiongkok

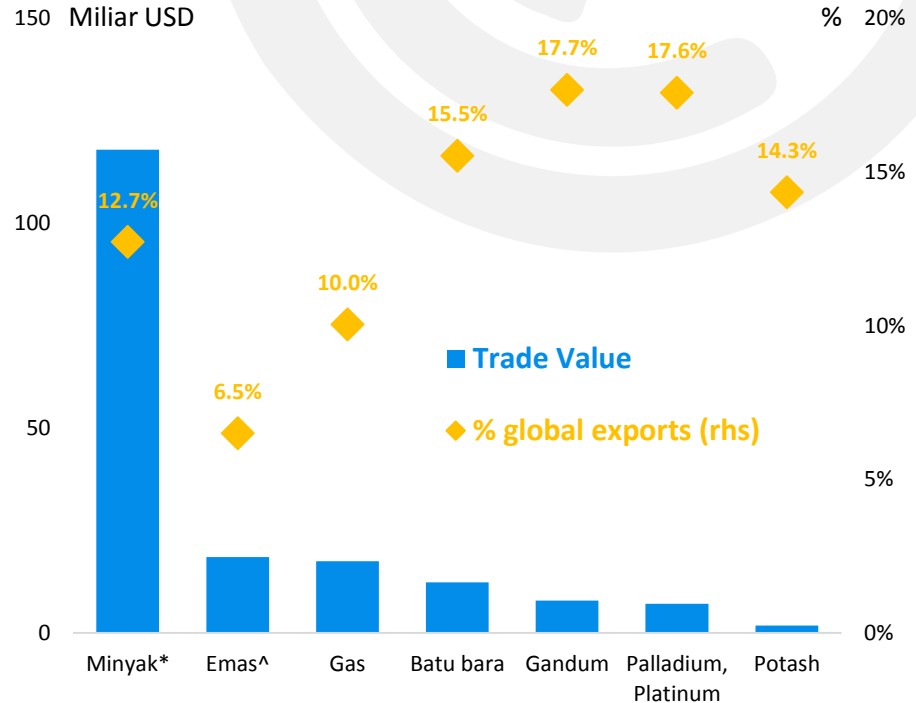
- Peningkatan pengaruh Tiongkok dalam perdagangan dengan Rusia (dan perdagangan global) akan semakin mendorong penggunaan Renminbi dalam *settlement* transaksi internasional, mengancam hegemoni Dollar dalam sistem keuangan global.
- Namun, berkurangnya penggunaan USD pada masa pemulihan pandemi mungkin lebih disebabkan oleh *swap agreement* antara the Fed dan beberapa bank sentral, serta tingginya likuiditas yang menambah insentif investor untuk memegang *exotic currencies*.



Russia: Too big to sanction?

- Sanksi terhadap Rusia menyebabkan Arab Saudi menjadi *swing producer* tunggal di OPEC+¹ memperburuk kondisi fundamental pasar minyak global serta menambah tekanan inflasi global akibat krisis energi yang berkelanjutan.
- Aksi balasan Rusia yang memberlakukan pelarangan ekspor komoditas menuju NATO dan sekutu memperparah tekanan inflasi akibat *supply shock*.

1. Lihat *slide 20*

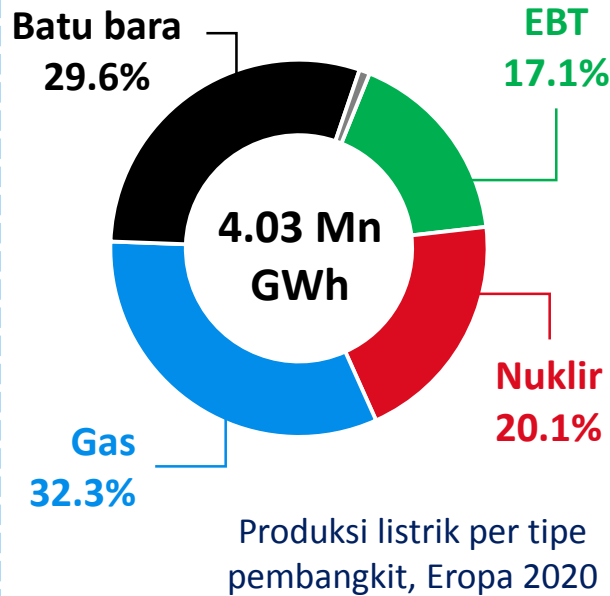


*Termasuk *crude* dan *refined*

^Termasuk *nuggets* dan *powder*

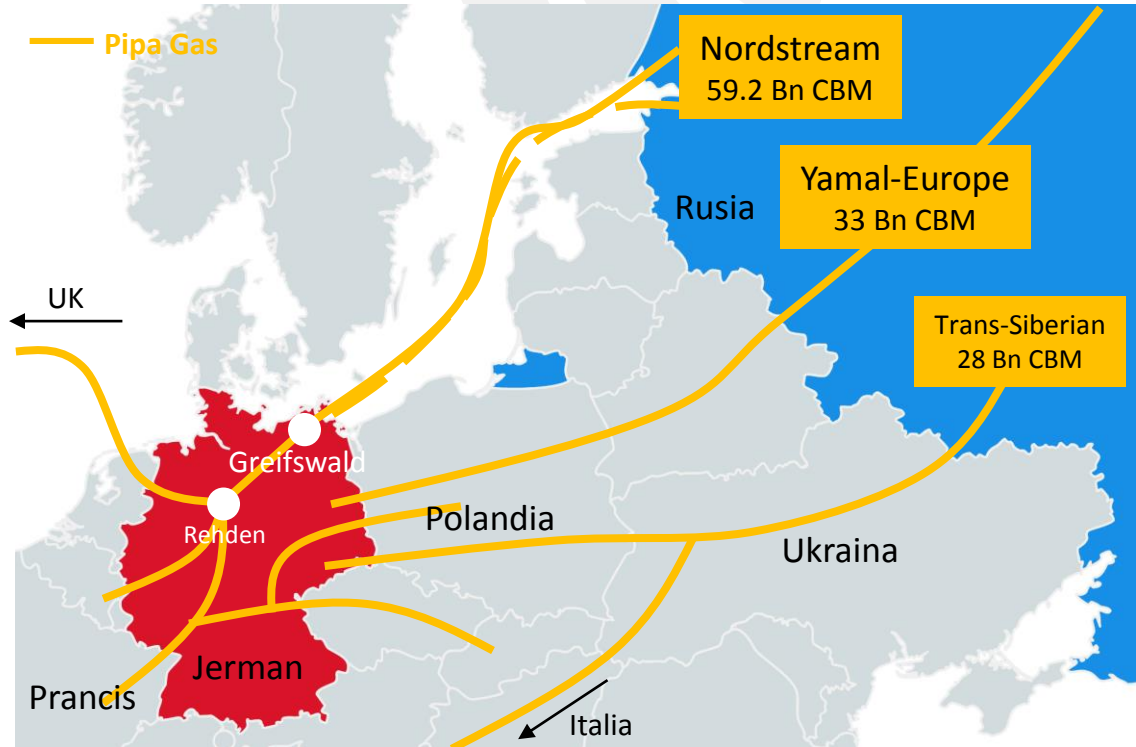
Eropa sulit menghadapi musim dingin tanpa Rusia

1/3 Kebutuhan energi
Eropa dipenuhi oleh gas



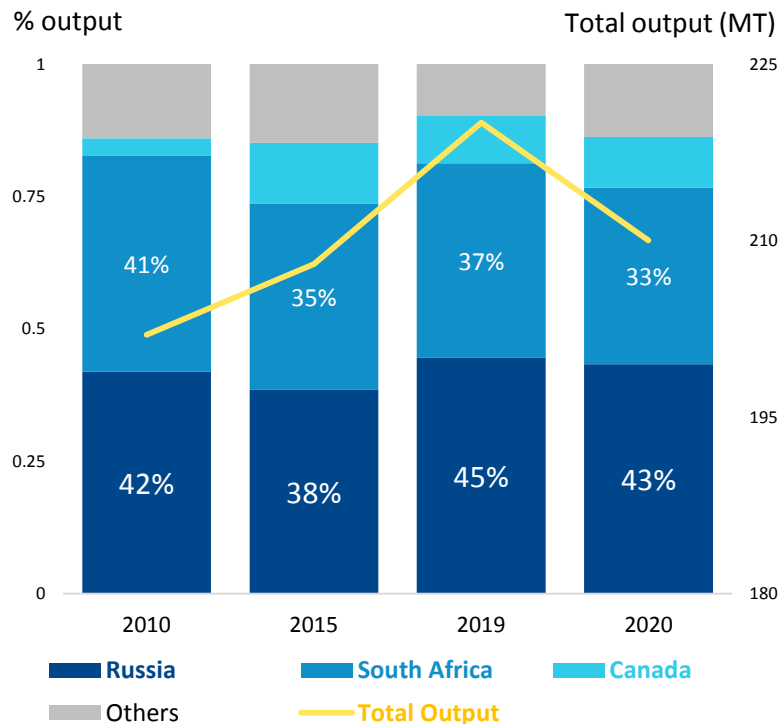
Sumber: Rystad Energy, Nordstream AG, Gazprom

~40% pasokan gas Eropa berasal dari Rusia

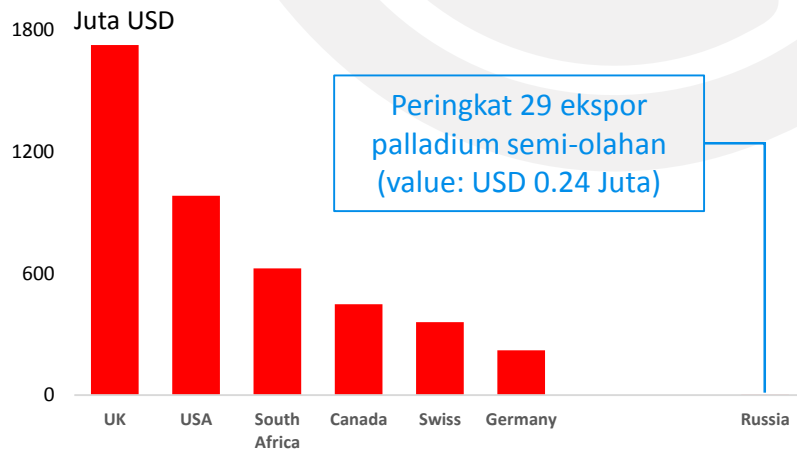


Sektor manufaktur utama Eropa bergantung pada pasokan komoditas dari Rusia

Rusia dominasi output Palladium global...

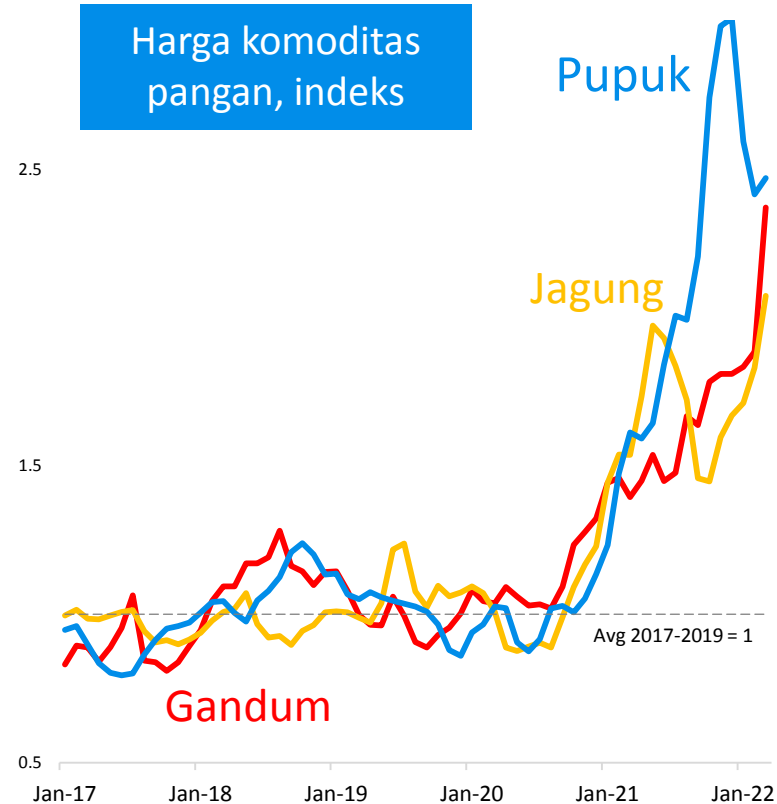


...namun kemampuan pengolahan Palladium masih terbatas



Palladium digunakan sebagai bahan baku pada industri permesinan dan otomotif, ~34% ekspor EU

Keamanan pangan juga banyak bergantung pada pasokan dari *Black Sea*



Sumber: Bloomberg

- Ekspor gandum Rusia dan Ukraina pada tahun 2020 mencapai USD 11.5 Miliar, 25.7% ekspor gandum global.
- 37.% ekspor potash global berasal dari Rusia dan Belarusia, yang kemudian banyak di ekspor ke Amerika Selatan.

Prospek pasokan pupuk semakin diperparah disrupsi suplai input bahan baku –gas dan potash– akibat penerapan sanksi terhadap Rusia dan Belarus; menyebabkan lonjakan harga pupuk yang lebih dramatis

Supply shock akibat perang picu kenaikan harga komoditas

Harga komoditas energi dan CPO, indeks

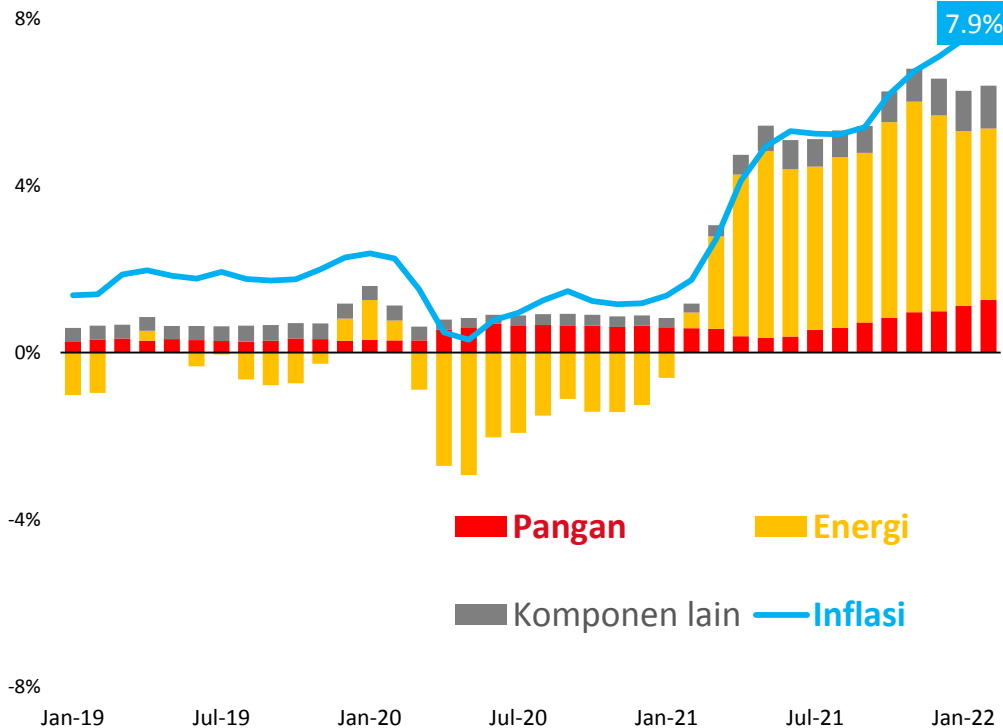


Sumber: Bloomberg

- Urgensi negara-negara Eropa untuk mengurangi ekspor gas dan membatasi dependensi energi terhadap Rusia meningkatkan harga komoditas energi lain seperti batu bara.
- Perang mengancam pasokan 11.8%* minyak nabati di pasar global, mendorong kenaikan harga minyak nabati lainnya seperti minyak CPO karena efek substitusi
- Kenaikan harga batu bara lebih dramatis mengingat porsi ekspor batu bara Rusia yang lebih besar dibandingkan minyak dan gas.

* Termasuk ekspor *sunflower & rapeseed oil* Rusia dan Ukraina

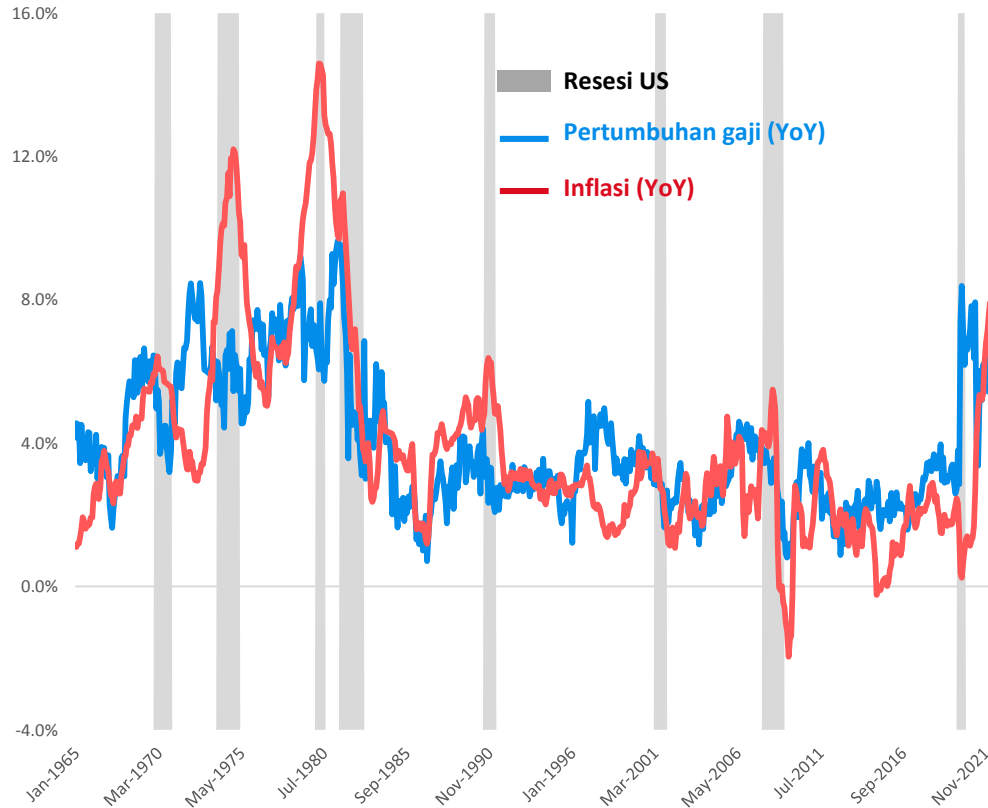
Energi menjadi katalis utama inflasi global pasca pandemi



Sumber: US Bureau of Labour Statistics

- Tekanan kenaikan harga komoditas energi terhadap inflasi makin intense di negara pengguna kendaraan pribadi seperti AS, dan negara dengan musim dingin panjang seperti Eropa Tengah dan Timur.
- Walaupun inflasi energi masih mendominasi, pengaruh kenaikan harga pangan semakin signifikan terutama setelah pemerintah AS melarang impor potash dari Belarus dan Rusia.
- Larangan impor gas dan potash dapat memperburuk pasokan bahan produksi pupuk, meningkatkan resiko disrupsi produksi pangan di AS

Kondisi pasar tenaga kerja turut berkontribusi menambah *inflationary shocks*

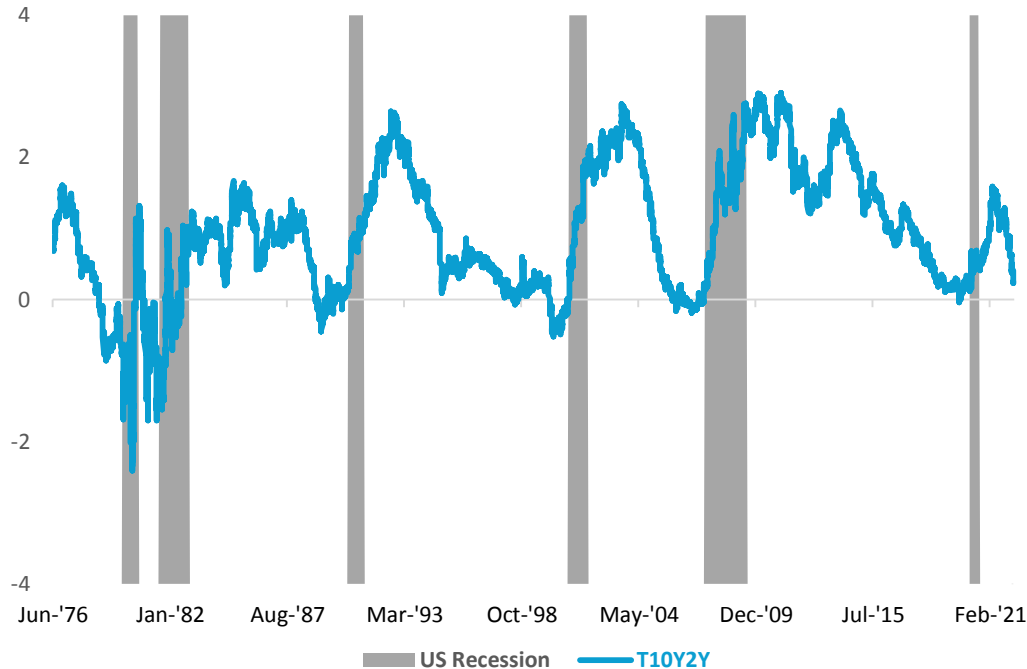


Sumber: St Louis Fed

- Pasar tenaga kerja yang semakin ketat memicu resiko *wage-price spiral*; peningkatan tekanan inflasi akibat pertumbuhan permintaan agregat seiring kenaikan pendapatan
- *Runaway inflation* menekan suku bunga riil, mendorong yield obligasi jangka pendek sehingga *yield curve* semakin datar.
- Namun, perlu dicermati bahwa kenaikan *yield* obligasi jangka panjang AS masih lebih terjaga akibat prospek inflasi dan *growth* yang cenderung lebih moderat di jangka panjang. Selain itu, instrument moneter the Fed seperti *quantitative easing* juga dapat dimanfaatkan untuk meredakan kenaikan *yield*.

Implikasi perang pangkas *outlook* pertumbuhan ekonomi global

Yield curve dapat berbalik di tahun 2022, pertanda resesi?

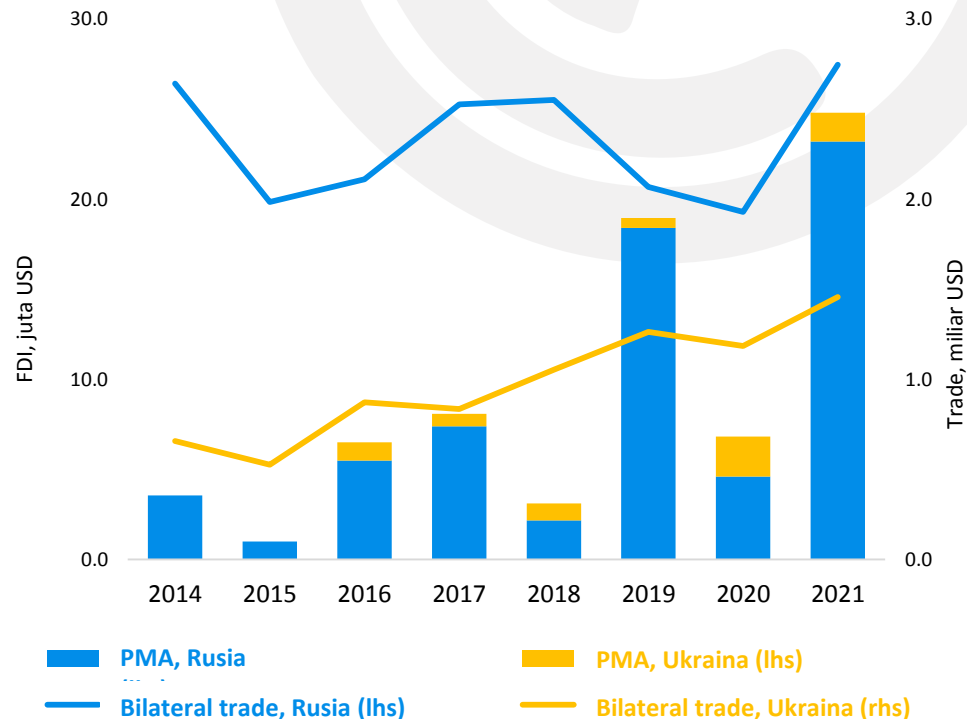


- Ketidakpastian perang dan tekanan inflasi menyudutkan the Fed dalam posisi dilematis: meningkatkan suku bunga secara agresif untuk menstabilkan harga, atau mempertahankan stimulus untuk menjaga momentum pemulihan ekonomi.
- *Yield spread* yang semakin datar menunjukkan ekspektasi pasar bahwa perekonomian tengah mengarah pada perlambatan.

Direct economic exposure Indonesia ke Rusia dan Ukraina relatif terbatas

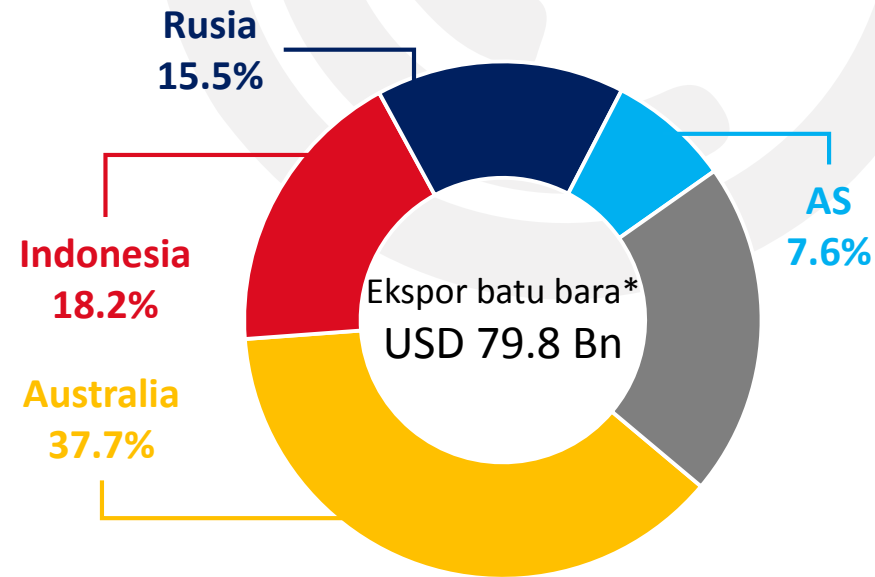
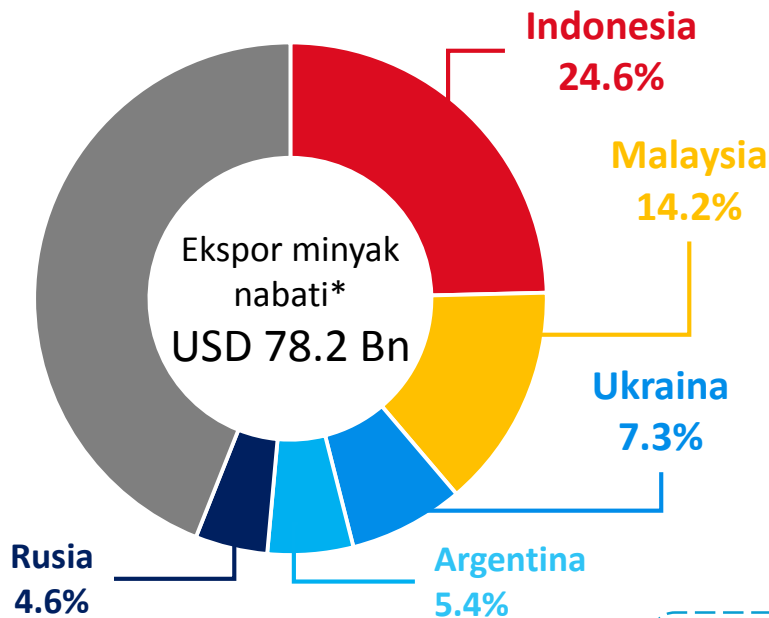
- PMA Rusia dan Ukraina pada tahun 2021 sebesar USD 2.48 Miliar, 0.08% dari total PMA Indonesia.
- Pada periode yang sama, perdagangan bilateral Indonesia dengan Rusia dan Ukraina mencapai USD 3.85 Miliar, 0.9% dari total perdagangan Indonesia.

Dampak perang menular ke Indonesia secara tidak langsung, terutama melalui kenaikan harga komoditas energi maupun pangan yang berdampak pada neraca transaksi berjalan



Sumber: BKPM

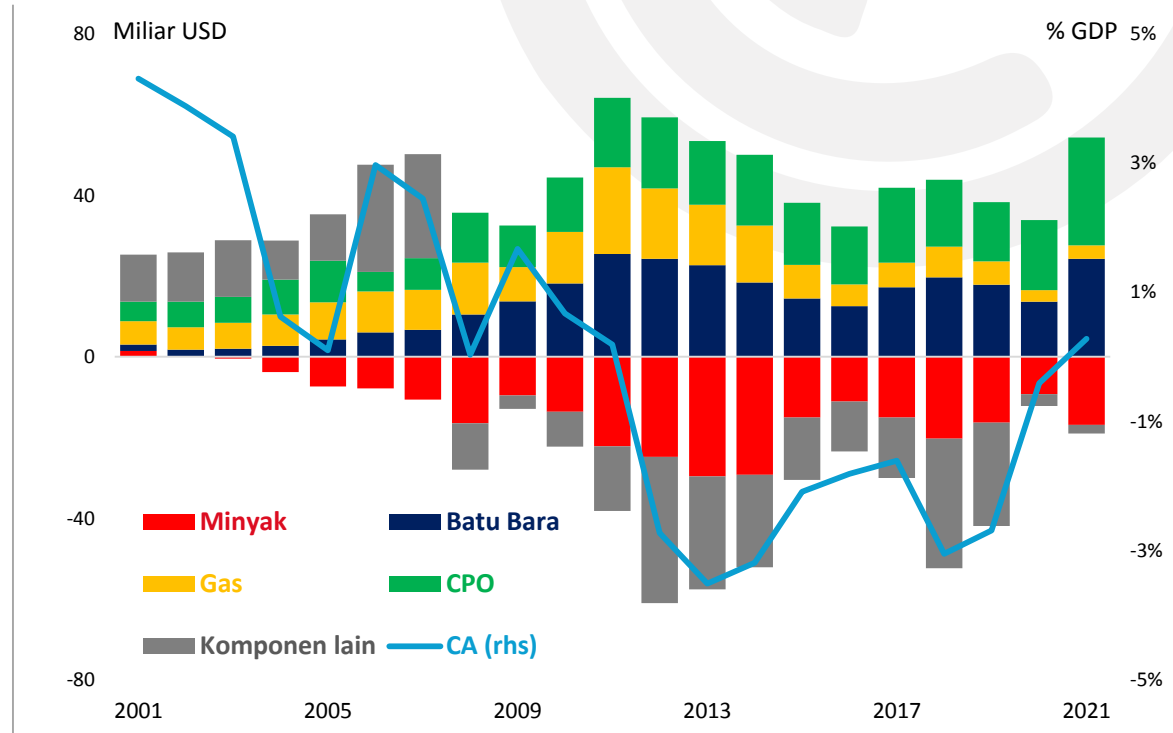
Supply shock menguntungkan eksportir komoditas dalam negeri



Disrupsi pasokan dari Ukraina dan Rusia memperkuat peran penting Indonesia dalam perdagangan minyak nabati dan batu bara, membantu memperpanjang tren surplus neraca perdagangan dan neraca transaksi berjalan

Kenaikan harga minyak tidak mengancam neraca energi dan dagang Indonesia

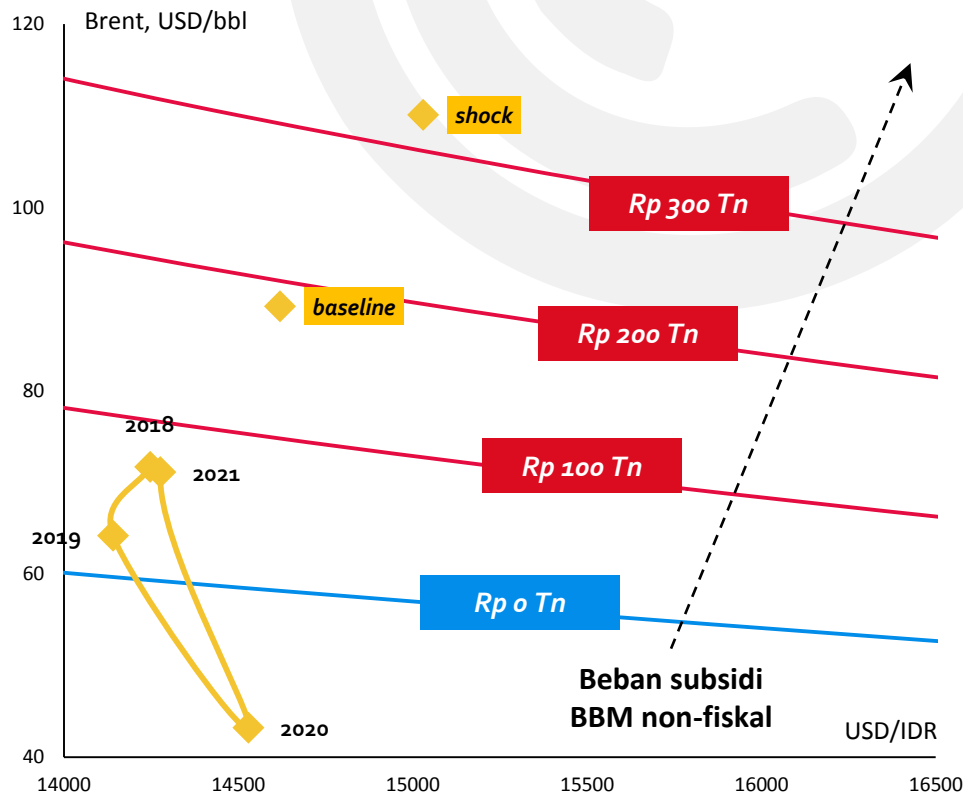
- Kenaikan harga CPO dan batu bara (yang mencapai tingkat *all-time high* di minggu awal perang) berdampak positif pada neraca perdagangan Indonesia.
- Namun, beban impor akan tetap bertambah seiring pemulihan permintaan agregat dan aktifitas manufaktur, serta *rally* harga minyak.
- Kenaikan harga minyak cenderung membebani keuangan BUMN energi, mengingat porsi pemasukan dari kegiatan hulu yang rendah.



Sumber: UN Comtrade, BPS

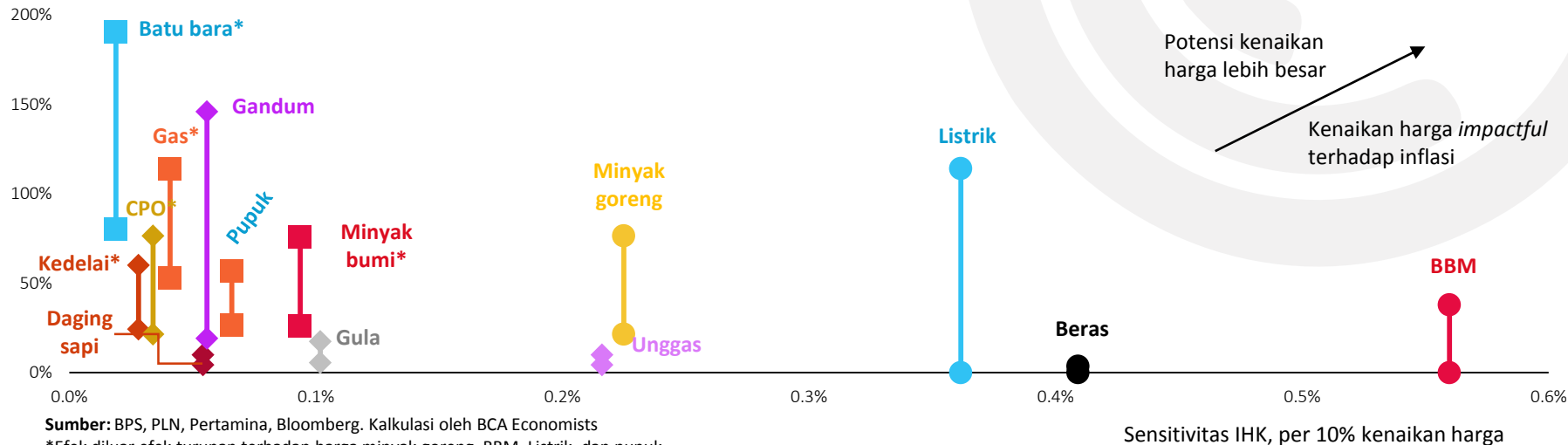
Tanpa penyesuaian aturan subsidi, *rally* harga minyak bisa mengancam neraca transaksi berjalan...

- Kenaikan harga minyak di pasar global meningkatkan harga ekonomis BBM, sedangkan harga jual di pasar domestik stagnan sehingga beban subsidi BBM mengalami peningkatan.
- Selain pemerintah dan BUMN energi, produsen batu bara juga berkontribusi terhadap pembiayaan subsidi listrik dalam bentuk *foregone exports* akibat kebijakan *domestic market obligation* di harga \$70/mt.
- Permintaan yang tetap tinggi (akibat subsidi), ditambah **kenaikan harga energi di pasar global**, dapat memperburuk defisit yang pada akhirnya memperbesar resiko depresiasi Rupiah.



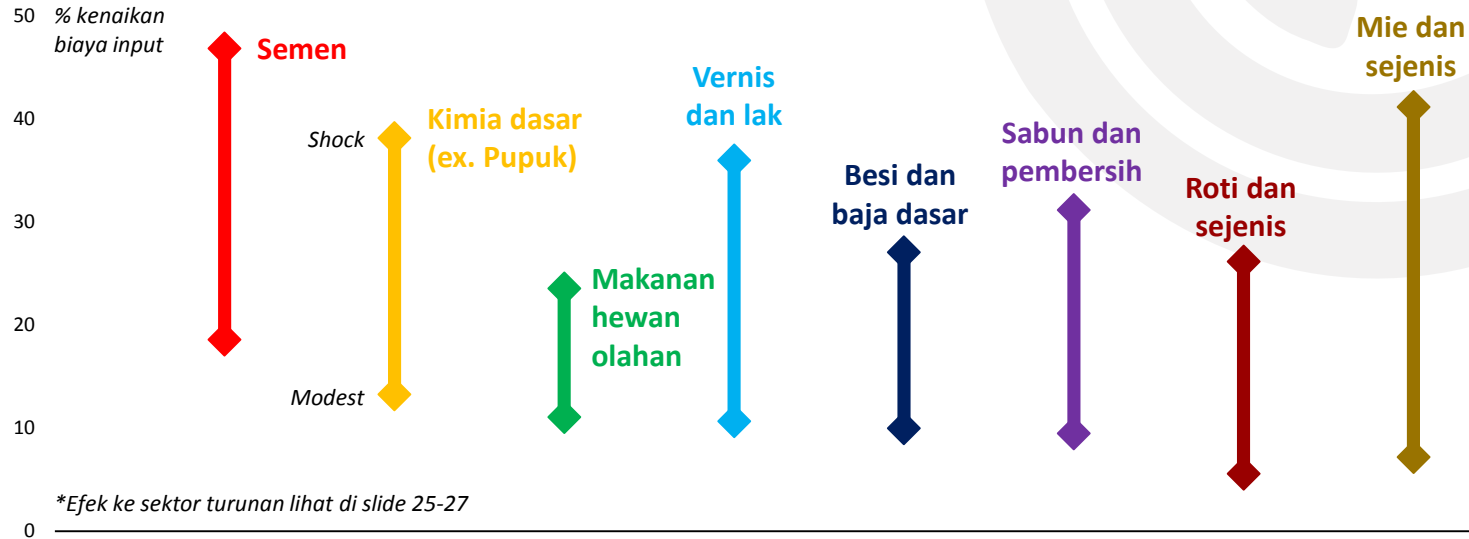
...namun, penyesuaian harga energi cenderung berdampak besar terhadap inflasi

Proyeksi harga
2022 v. 2021 (YoY)



- Durasi dan efektifitas sanksi terhadap Rusia menjadi faktor kunci pergerakan harga komoditas, secara tidak langsung mempengaruhi pengeluaran untuk subsidi dan aturan pengaturan harga domestik lain; **semakin menekan keuangan pemerintah jika aturan subsidi tidak disesuaikan.**
- Namun, penyesuaian harga energi dapat mendorong inflasi diatas koridor target Bank Indonesia, yang jika terjadi secara ekstrem dapat memaksa Bank Indonesia untuk lebih agresif melakukan normalisasi kebijakan.

Dampak kelangkaan komoditas terhadap kenaikan biaya input berbeda pada tiap sektor*



- Kenaikan biaya input dapat menekan ekspektasi *return* pengusaha, mengurangi minat investasi usaha yang dapat menghambat permintaan terhadap pekerja.
- Kenaikan biaya input juga dapat secara signifikan mempengaruhi inflasi apabila tambahan biaya produksi dibebankan pada konsumen.

Proyeksi Indikator Makroekonomi

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
Pertumbuhan PDB (% YoY)	5.07	5.17	5.02	-2.07	3.69	5.23
PDB per kapita (USD)	3877	3927	4175	3912	4350	4640
Inflasi harga konsumen (% YoY)	3.61	3.13	2.59	1.68	1.87	3.65
BI 7-day Repo Rate (%)	4.25	6.00	5.00	3.75	3.50	4.00
Yield SBN 10Y (%)	6.29	7.98	7.04	5.86	6.36	7.45
Nilai tukar USD/IDR	13,433	14,390	13,866	14,050	14,262	14,680
Neraca dagang (USD Milyar)	+11.8	-8.5	-3.2	+21.7	+35.3	+35.7
Neraca transaksi berjalan (% thd PDB)	-1.60	-2.94	-2.71	-0.42	+0.28	+0.5

Sumber: BPS, Bloomberg, BCA Economist calculations

Notes:

- Numbers marked with asterisk (*) for 2021 are provisional
- BI 7-day Repo Rate, 10Y yield, and USD/IDR exchange rate all refers to end of year position
- 10Y yield and USD/IDR exchange rate projections refer to fundamental values; actual market values may vary depending on sentiment and technical factors

TERIMA KASIH



Economic, Banking & Industry Research Team

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

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

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

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

Gabriella Yolivia
Industry 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

Lazuardin Thariq Hamzah
Economist / Analyst
lazuardin_hamzah@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: -

Keely Julia Hasim
Economist / Analyst
keely_hasim@bca.co.id
+6221 2358 8000 Ext: -

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

PT Bank Central Asia Tbk

Economic, Banking & Industry Research of BCA Group

20th Grand Indonesia, Menara BCA

Jl. M.H Thamrin No. 1, Jakarta 10310, Indonesia

Ph : (62-21) 2358-8000 Fax : (62-21) 2358-8343

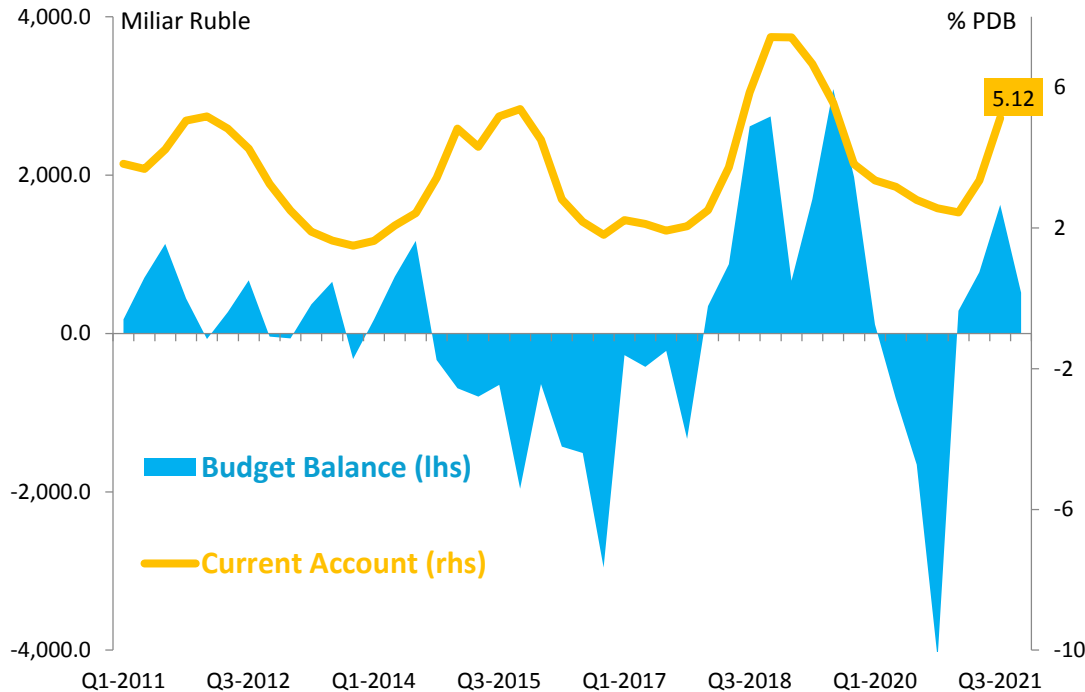
DISCLAIMER

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 redist fed 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

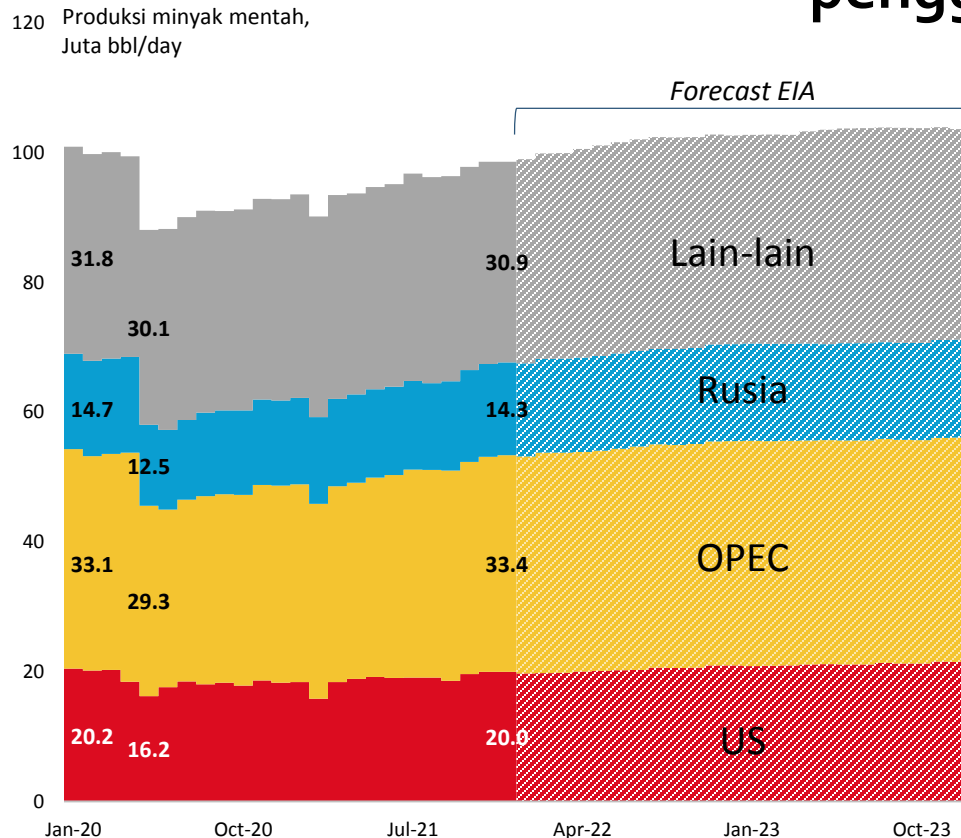
Lampiran

Strategi Rusia untuk menumpuk likuiditas mungkin tidak berjalan seperti rencana



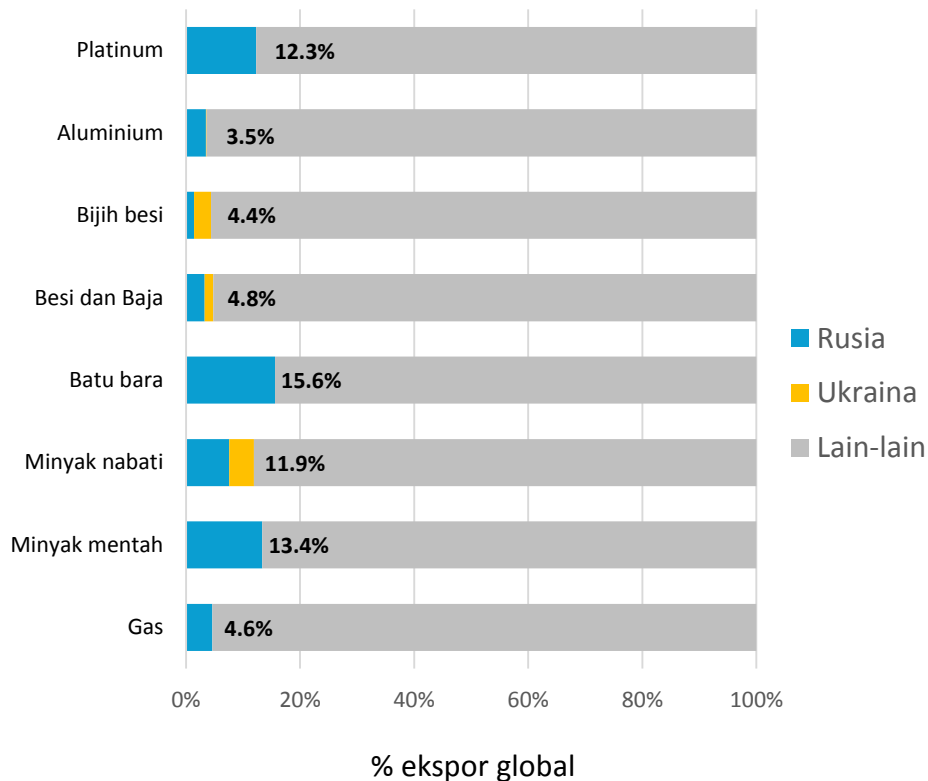
- Walaupun Rusia telah secara konsisten mempertahankan surplus neraca berjalan, Ruble pada akhirnya tetap terdepresiasi akibat kondisi Ruble yang semakin *illiquid* dan *capital flight*.
- Depresiasi Ruble akan mempersulit Rusia untuk membayar utang luar negeri, meningkatkan resiko *default*

Peran US semakin penting dalam mencari pengganti minyak Rusia



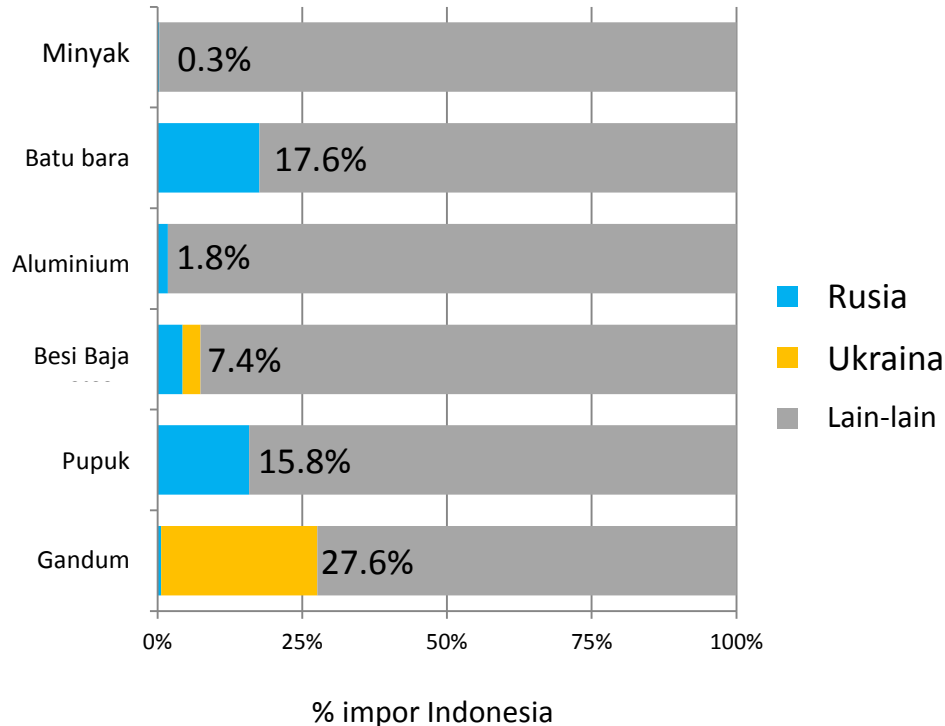
- Rusia berkontribusi terhadap 14.5% produksi minyak global, **dan masih memiliki *spare capacity* untuk meningkatkan produksi** (lihat garis besar edisi 1/2022)
- Pemerintah US mencoba memitigasi risiko ketidakseimbangan pasar minyak dengan cara melepas cadangan minyak strategis, serta mendorong produsen minyak *shale* untuk meningkatkan produksi.
- Normalisasi hubungan dengan produsen minyak seperti Iran dan Venezuela juga perlu dilakukan untuk men-*offset* defisit suplai minyak di jangka pendek.

Reputasi Rusia sebagai *commodity giant* bukan *understatement*



- 77.3% ekspor Rusia merupakan komoditas energi dan logam industri. Komoditas pangan dan pupuk mencapai 8.3% dari total ekspor Rusia di tahun 2020.
- Ekspor produk manufaktur terbesar di Rusia merupakan komponen pembangkit nuklir (2.8%) dan baja (1.1%)
- Sebagai negara penghasil komoditas, penurunan diversifikasi pasar akibat sanksi akan beresiko bagi Rusia

Bahan baku industri dominasi impor Indonesia dari Rusia dan Ukraina



- Selain gandum dan pupuk, kebijakan substitusi impor dapat menjadi solusi hilangnya komoditas dari Rusia dan Ukraina di pasar domestik.
- Disrupsi pasokan gandum dan pupuk dapat meningkatkan biaya input pada sektor agrikultur dan pengolahan pangan. IHK Indonesia tidak begitu sensitive terhadap perubahan harga pangan (kecuali beras). Namun, secara kumulatif perubahan harga pangan cukup signifikan terhadap inflasi.

Bagaimana dampak efek kenaikan harga komoditas pada biaya input sektor turunan?

Sektor	% Biaya input YoY		Sektor	% Biaya input YoY	
	Modest	Extreme		Modest	Extreme
Semen	18.6	46.9	Kosmetik	6.7	21.5
Mie, Macaroni dan Sejenisnya	7.2	41.2	Barang-Barang dari tanah liat, keramik dan porselen	7.9	20.7
Kimia Dasar Kecuali Pupuk	13.3	38.2	Kedelai Olahan	6.9	20.6
Vernis Dan Lak	10.7	36.0	Barang-Barang dari Plastik	6.7	19.5
Sabun dan bahan pembersih	9.5	31.2	Kaca dan Barang-barang dari Kaca	7.2	18.3
Besi dan Baja Dasar	10.0	27.1	Pestisida	6.2	18.1
Roti, Biskuit dan Sejenisnya	5.6	26.2	Barang-barang kimia lainnya	5.5	16.0
Damar Sintetis, Bahan Plastik dan Serat Sintetis	9.0	25.1	Bahan Bangunan dari Logam	5.8	15.2
Makanan Hewan Olahan	11.1	23.6	Kertas	5.5	15.0
Cat dan tinta cetak	7.1	21.8	Bubur Kertas	5.4	14.5

Bagaimana dampak efek kenaikan harga komoditas pada biaya input sektor turunan? (#2)

Sektor	% Biaya input YoY <i>Modest Extreme</i>		Sektor	% Biaya input YoY <i>Modest Extreme</i>	
Tepung Lainnya	6.7	14.4	Barang-barang Logam Lainnya	4.0	11.7
Baterai Dan Aki	4.6	14.1	Barang-barang hasil Pengecoran logam	4.4	11.7
Makanan Lainnya	3.4	13.6	Jasa Angkutan Rel	3.3	11.5
Benang	4.5	13.4	Barang-barang Rajutan	3.9	11.1
Tekstil	4.6	13.1	Alat Permainan dan mainan anak-anak	3.3	10.4
Jasa Konsultasi komputer dan teknologi informasi	3.3	12.7	Produk farmasi	3.1	10.3
Pengelolaan Sampah, Limbah dan Daur Ulang	3.8	12.3	Jasa Pos dan Kurir	2.8	10.2
Jasa Angkutan Laut	4.0	12.3	Barang-barang Lainnya dari Karet	3.4	10.1
Jasa Angkutan Udara	3.9	12.1	Barang Cetakan	3.4	10.0
Mesin untuk keperluan kantor dan akunting, dan bagian serta perlengkapannya	3.8	11.8	Alat Listrik Untuk Rumah Tangga	3.1	9.8

Bagaimana dampak efek kenaikan harga komoditas pada biaya input sektor turunan? (#3)

Sektor	% Biaya input YoY		Sektor	% Biaya input YoY	
	Modest	Extreme		Modest	Extreme
Mesin Pembangkit Dan Motor Listrik	2.9	9.6	Coklat dan Kembang Gula	2.9	9.0
Jasa Angkutan Sungai Danau dan Penyeberangan	3.0	9.5	Pakaian Jadi	3.0	9.0
Jasa Angkutan Darat Selain Angkutan Rel	3.1	9.4	Alat Kedokteran	2.6	8.9
Alat-alat dapur, pertukangan, perabot rumah tangga dan kantor dari logam	3.3	9.4	Alat Ukur, Fotografi, Optik dan Jam	2.8	8.6
Barang-Barang Dari Kertas Dan Karton	3.3	9.3	Perlengkapan Listrik Lainnya	2.8	8.6
Hasil Pengolahan dan Pengawetan Buah-buahan dan Sayur-sayuran	3.6	9.3	Alat-Alat Musik	2.8	8.6
Permadani,Tali & Penutup Lantai Lainnya	3.2	9.3	Bangunan Tempat Tinggal Dan Bukan Tempat Tinggal	2.9	8.2
Barang dari Tekstil Selain Kain dan Pakaian Jadi	3.1	9.1	Penyediaan Makan dan Minum	2.3	8.1
Mesin lainnya dan perlengkapannya	3.1	9.1	Hasil-hasil Penerbitan	2.4	8.0
Mesin Penggerak Mula	3.0	9.0	Tembakau	3.5	8.0