

Angka-Angka Penting

- Pertumbuhan PDB* (Q4 '18)
5,1%
- Pertumbuhan PDB* (FY 2018)
5,1-5,2%
- Pertumbuhan PDB* (FY 2019)
5,2-5,3%
- Inflasi (y.o.y. Des '18)
3,13%
- Pertumbuhan Kredit (y.o.y. Des '18)
16,2%
- Neraca Perdagangan (2018)
USD -8,57 miliar
- Neraca Transaksi Berjalan (Q3 '18)
-3,37%

*) Proyeksi

Tekanan Eksternal Berkurang: Sedikit Menghela Nafas

Ringkasan

- PDB diperkirakan tumbuh 5,1% pada Triwulan IV-2018, mencapai 5,1-5,2% sepanjang tahun 2018, dan sedikit meningkat menjadi 5,2-5,3% di tahun 2019
- Pertumbuhan sektor manufaktur masih berada di bawah 5% di tahun 2018; sedikit dipengaruhi oleh depresiasi Rupiah
- Pertumbuhan konsumsi diperkirakan akan tumbuh melebihi 5% sepanjang 2018 dan meningkat di tahun 2019 jika inflasi tetap di bawah kendali; akan tertahan jika pemerintah menaikkan harga BBM
- Defisit neraca berjalan diprediksikan akan berlanjut hingga Triwulan IV-2018 dan sedikit membaik di Triwulan-I 2019
- FDI cenderung membaik akibat potensi investasi yang lebih tinggi di negara berkembang dan upaya pemerintah dalam meningkatkan ketertarikan pasar
- Utang pemerintah Indonesia berada di tingkat rendah dan dikelola dengan hati-hati. Beberapa risiko terkait tingginya pangsa kepemilikan asing memerlukan *negative Tobin Tax* yang lebih luas

Laporan bulanan dan kuartalan kami distribusikan secara gratis. Untuk berlangganan, silahkan pindai QR code di bawah ini



atau ikuti tautan
<http://bit.ly/LPEMCommentarySubscription>

Mengikuti ekspektasi akhir tahun lalu, kami melihat perekonomian di Triwulan I-2019 akan sedikit membaik. Serangkaian tren tak terduga sejak November seperti kembalinya modal ke pasar negara berkembang, harga minyak yang lebih rendah, dan negosiasi di antara AS dan Tiongkok telah membawa sentiment positif pada pasar domestik. Pengaruh dari masuknya investasi portofolio asing dalam tiga bulan terakhir telah memperbaiki Rupiah menjadi salah satu mata uang yang mengalami kemajuan paling pesat bersamaan dengan mata uang Thailand, Filipina, dan Malaysia, di mana Rupiah dalam dua bulan terakhir berada di sekitar Rp14.000 per dolar AS. Tren penurunan harga minyak dalam dua kuartal ke depan akibat produksi global yang berlebih dapat memberikan ruang jeda bagi pemerintah di mana penurunan tersebut cenderung akan memperbaiki neraca perdagangan dan menurunkan tekanan pada keputusan pemerintah untuk menahan harga BBM di tingkat yang sama hingga Pemilu mendatang.

Tabel 1: Proyeksi Tingkat Pertumbuhan PDB LPEM FEB UI

| Q4 2018 | FY 2018 | FY 2019 |
|---------|----------|----------|
| 5,1% | 5,1-5,2% | 5,2-5,3% |

Kami tetap memproyeksikan PDB akan tumbuh sebesar 5,2-5,3% di tahun 2019. Meskipun terjadi penurunan pada harga komoditas, defisit neraca berjalan perlahan-lahan akan membaik dan tetap berada pada tingkat yang terjaga akibat upaya pemerintah untuk meredam impor barang konsumsi dan tren penurunan harga minyak membantu meredam ketidakseimbangan neraca perdagangan. Di sisi lain, FDI akan menjadi perhatian utama pemerintah karena tren penurunannya sejak tahun lalu. Kami melihat bahwa serangkaian reformasi struktural dan peraturan yang efektif sangat dibutuhkan untuk meningkatkan ekspor dan juga FDI.

Macroeconomic & Financial Sector Policy Research

Febrio N. Kacaribu, Ph.D.
(Head of Research)
febrio.kacaribu@lpem-feui.org

Syahda Sabrina
syahda.sabrina@lpem-feui.org

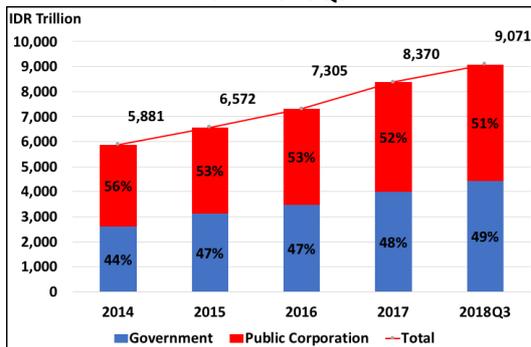
Nauli A. Desdiani
nauli.desdiani@lpem-feui.org

Nisrina Qurratu'Ain
nisrina@lpem-feui.org

Peningkatan Utang Indonesia: Kegaduhan Berlebihan di Luar Substansi

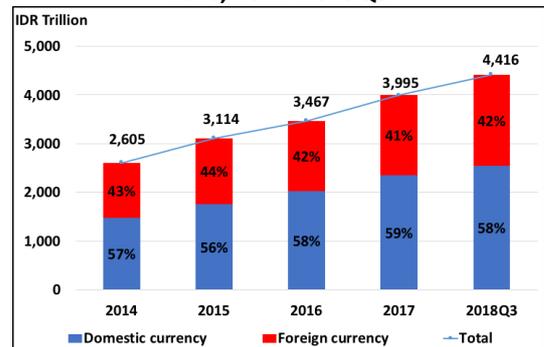
Utang pemerintah Indonesia meningkat relatif lebih cepat selama empat tahun terakhir, ditandai oleh jumlah utang yang saat ini berkisar 1,7 kali lebih besar dibandingkan dengan tahun 2014. Tren kenaikan utang pemerintah telah memicu kegelisahan publik dan perdebatan. Sekilas, kenaikan utang pemerintah terlihat sangat tinggi dan berlawanan dengan pengelolaan utang yang dilakukan secara hati-hati. Meski meningkat cepat, kami melihat bahwa utang pemerintah masih dalam kondisi yang terkendali.

Gambar B1: Total Utang Publik, 2014-2018Q3



Sumber: Statistik Utang Sektor Publik Indonesia, 2018Q3

Gambar B2: Utang Pemerintah Berdasarkan Kurs, 2014-2018Q3



Sumber: Statistik Utang Sektor Publik Indonesia, 2018Q3

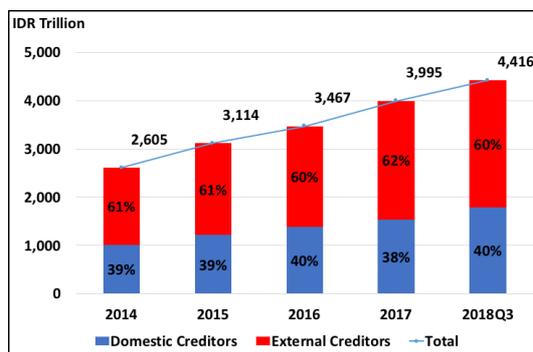
Pertama, sebagian besar utang berada dalam mata uang domestik. Pada Triwulan-III 2018, utang dalam mata uang asing mencapai Rp1.873 triliun, sementara utang dalam mata uang Rupiah mencapai Rp2.544 triliun atau setara dengan 58% dari total utang. Namun demikian, jika dibandingkan dengan tahun 2014, porsi utang dalam mata uang asing mengalami sedikit penurunan dari 43% menjadi 42%. Walaupun Rupiah terdepresiasi sekitar 20% sejak akhir 2014, proporsi utang dalam mata uang asing yang cukup stabil ini sangat mengesankan. Hal ini menjelaskan bahwa utang Indonesia yang dikelola dapat bertahan lebih baik terhadap fluktuasi mata uang; menandakan adanya disiplin yang kuat dalam memitigasi risiko nilai tukar serta mampu mengurangi kerentanan terhadap guncangan eksternal terkait dengan utang luar negeri.

Terkait dengan poin pertama di atas, aspek **kedua** yang kami analisis adalah perbandingan pemberi pinjaman antara domestik dan asing. Pemerintah Indonesia lebih bergantung pada kreditor eksternal dibandingkan kreditor domestik (Lihat Gambar B3). Hal tersebut cukup menguatirkan mengingat 57,6% dari utang pemerintah Indonesia berada dalam bentuk Rupiah, dan sekitar 40% (sekitar Rp850 triliun) di antaranya dimiliki oleh asing. Aliran modal portofolio yang secara tiba-tiba mengalami goncangan dapat menimbulkan ancaman serius terhadap nilai tukar; seperti pada contoh di periode 2018 dan 2013-2015¹. Namun, sejalan dengan hal tersebut, jika kita bandingkan dengan apa yang terjadi di tahun 2014, rasio kreditor asing dalam utang pemerintah Indonesia kurang lebih konstan. Di samping itu, pemerintah berhasil menurunkan rasio dari 62% pada 2017 menjadi 60% pada 2018.

Aspek **ketiga** yang kami perhatikan adalah berkaitan dengan rasio nilai utang terhadap PDB. Meskipun terlihat semakin tinggi selama lima tahun terakhir, rasio utang terhadap PDB Indonesia masih jauh lebih rendah dibandingkan dengan 15 tahun yang lalu (Lihat Gambar B6). Perlu dicatat bahwa sebagian besar dari tambahan utang pemerintah Indonesia digunakan untuk investasi "produktif", terutama pada proyek infrastruktur, yang dapat mendorong aliran PDB di masa depan. Utang tidak digunakan untuk konsumsi, seperti misalnya, digunakan untuk pembiayaan subsidi sektor energi. Oleh karena itu, peningkatan rasio

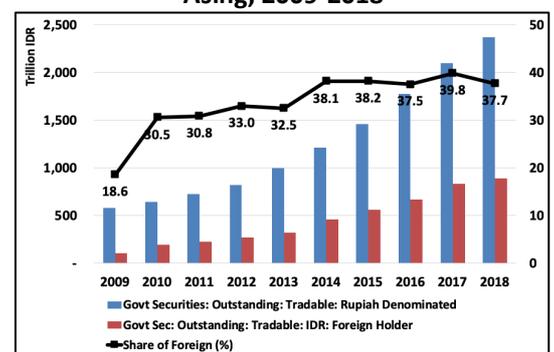
utang terhadap PDB yang terjadi saat ini sebenarnya tidak perlu dikhawatirkan secara berlebihan. Terlihat dalam tiga tahun terakhir, meskipun pembiayaan proyek infrastruktur yang dikeluarkan lebih besar, pemerintah Indonesia telah berhasil secara signifikan memperlambat peningkatan rasio utang dan menahan rasio tersebut berada di bawah 30%². Disisi lain, rasio utang terhadap PDB Indonesia relatif jauh lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara berkembang lainnya; seperti Thailand (42%), Malaysia (55%), Vietnam (58%), atau Brasil (88%) (Lihat Gambar B5).

Gambar B3: Utang Pemerintah Berdasarkan Kreditur, 2014-2018Q3



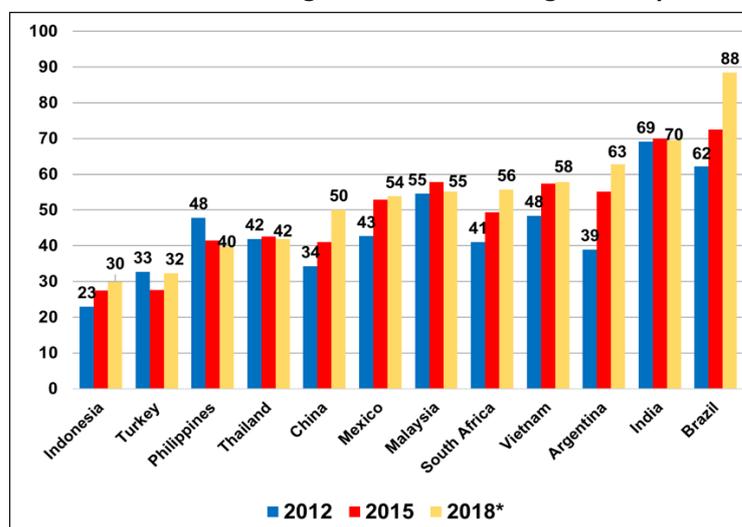
Source: Statistik Utang Sektor Publik Indonesia, 2018

Gambar B4: Surat Berharga Negara (SBN) Berdenominasi Rupiah yang Dimiliki Oleh Asing, 2009-2018



Sumber: CEIC

Gambar B5: Perbandingan Rasio Total Utang terhadap PDB



Sumber: IMF World Economic Outlook, 2018Q3

Aspek **keempat** yang kami lihat adalah mengenai kecenderungan pemerintah Indonesia untuk menambah pinjaman jangka panjang dibandingkan jangka pendek. Aspek ini sangat penting dalam pengelolaan utang. Hampir semua utang pemerintah Indonesia merupakan utang yang jatuh tempo dalam jangka Panjang;

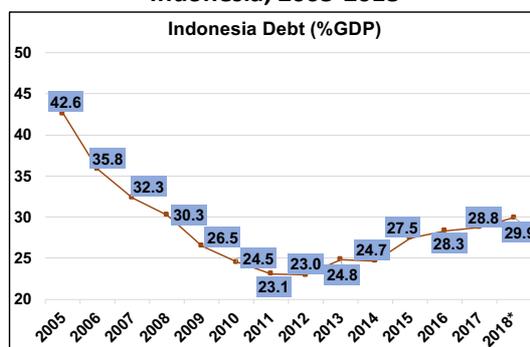
¹ Setelah terjadi peningkatan tajam dari 18,6% pada akhir 2009 menjadi sekitar 38% pada akhir 2014, rasio orang asing yang memegang obligasi Rupiah terhadap total obligasi Rupiah yang diperdagangkan cukup konstan dalam empat tahun terakhir (Lihat Gambar B4).

² Rasio ini jauh di bawah batas maksimum 60% yang ditentukan oleh Perjanjian Maastricht yang diadopsi Indonesia dalam UU 17 tahun 2003 tentang Keuangan Negara.

jauh lebih tinggi dibandingkan dengan utang yang jatuh tempo dalam jangka pendek. Pinjaman pemerintah tepat dilakukan ketika potensi tingkat pertumbuhan PDB cukup menjanjikan. Utang [produktif] akan menstimulus pertumbuhan ekonomi melalui pembangunan infrastruktur maupun sumber daya manusia yang telah ditargetkan. Oleh karena itu, pinjaman yang dikelola dengan baik dapat menghasilkan pertumbuhan jangka panjang yang berkelanjutan, sejalan dengan peningkatan standar hidup yang dihasilkan melalui peningkatan produktivitas dan beban utang yang terkelola. Dalam hal ini, kami melihat bahwa komposisi utang pemerintah Indonesia saat ini cukup aman.

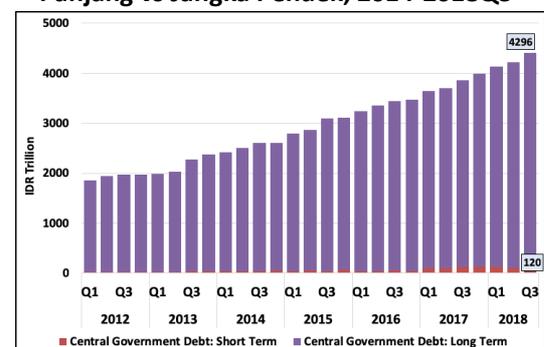
Sisi positifnya, pemerintah telah menunjukkan komitmen untuk mempertahankan utang dengan meningkatkan dominasi utang jangka panjang, setidaknya dalam enam tahun terakhir. Data terakhir pada Triwulan-III 2018 menunjukkan bahwa total utang pemerintah sebesar Rp4.416 triliun atau tumbuh sebesar 14,2% (y.o.y), sejalan dengan kebutuhan pembiayaan untuk pembangunan infrastruktur dan kegiatan produktif lainnya. Secara khusus, berdasarkan waktu jatuh tempo, utang Indonesia didominasi oleh utang jangka panjang, yaitu sekitar Rp4.296 triliun atau 97% dari total utang pemerintah dan tumbuh sebesar 14,7% (y.o.y). Sementara utang jangka pendek mencapai Rp120 Triliun atau 2,7% dari total utang, turun sebesar 2% dari tahun sebelumnya (y.o.y). Hal ini menunjukkan bahwa beban pembayaran utang dalam anggaran pemerintah akan menurun bersamaan dengan peningkatan utang jangka menengah dan panjang. Pembayaran utang hanya akan sedikit membebani anggaran di tahun mendatang.

**Gambar B6: Rasio Utang terhadap PDB
Indonesia, 2005-2018**



Sumber: Statistik Utang Sektor Publik Indonesia, 2018

Gambar B7: Utang Pemerintah: Jangka Panjang vs Jangka Pendek, 2014-2018Q3³



Source: Statistik Utang Luar Negeri Indonesia, 2018

Indikator **kelima** yang kami perhatikan ialah pembayaran bunga utang. Semakin besar utang, semakin besar pula pembayaran bunganya. Terlepas dari kenaikan nilai nominal utang yang belum terbayar, pembayaran bunga yang lebih tinggi juga disebabkan oleh kenaikan pada imbal hasil obligasi pemerintah, yang nilainya sangat bergantung pada keadaan pasar obligasi pemerintah itu sendiri. Tren penurunan pembayaran bunga utang relatif terhadap anggaran sebelum tahun 2013 disebabkan oleh menurunnya rasio utang terhadap PDB dan juga oleh penurunan imbal hasil obligasi. Setelah 2013, imbal hasil obligasi pemerintah cukup stabil di tingkat rata-rata 7%, yang memperlihatkan bahwa kenaikan beban bunga pada periode ini disebabkan oleh jumlah utang yang meningkat.

Lebih rinci, beban pembayaran bunga utang berada konstan di tingkat 10,8% dalam dua tahun terakhir. Kami melihat bahwa kenaikan beban pembayaran bunga merupakan kekhawatiran yang masuk akal. Namun begitu, kami juga melihat bahwa pemerintah sudah melakukan upaya yang cukup terkait efisiensi anggaran di mana saat ini anggaran sangat terjaga dan mengalami penurunan meskipun pengeluaran

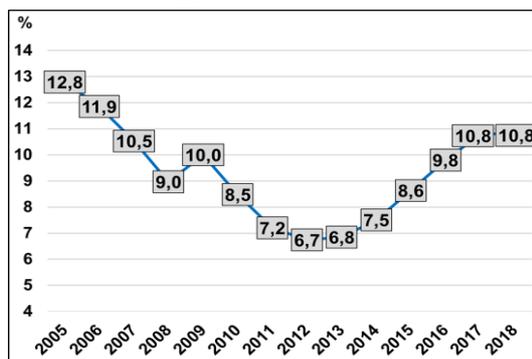
³ Jumlah pembayaran utang luar negeri pada Tier 1 termasuk pembayaran pokok utang dan bunga utang jangka panjang dan pembayaran bunga utang jangka-pendek

produktif masih tetap tinggi dalam dua tahun terakhir. Di sisi lain, seiring aliran modal masuk portofolio telah dimulai kembali sejak Oktober 2018, imbal hasil obligasi pemerintah diperkirakan juga akan menurun. Kami mengestimasi beban pembayaran bunga utang akan berkurang pada tahun 2019.

Terakhir, indikator **keenam** yang kami perhatikan ialah dominasi utang jenis sekuritas yang terlihat terlalu besar dalam komposisi utang pemerintah. Kontribusi utang jenis ini terhadap total utang sudah mengalami peningkatan dari 68% di Triwulan III-2012 menjadi 81% di Triwulan III-2018. Berkaitan dengan indikator kelima sebelumnya, kondisi ini yang menjadi salah satu penyebab dari relatif tingginya beban pembayaran bunga, khususnya pada saat kondisi pasar sedang tidak menguntungkan bagi obligasi pemerintah. Sayangnya, isu-isu penentangan dominansi sekuritas pada total utang ini sering kali merujuk ke era ketika utang pemerintah masih didominasi oleh pinjaman dari organisasi multilateral seperti World Bank; pada saat itu Indonesia masih negara miskin yang memiliki akses ke pinjaman murah.

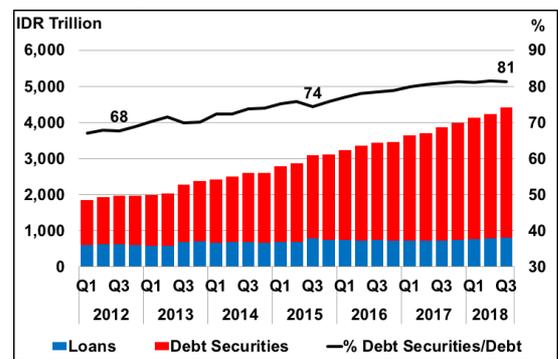
Setidaknya terdapat dua alasan mengapa dominasi surat berharga atas utang merupakan hal yang baik. Pertama, pemerintah akan dipaksa untuk menjaga disiplin fiskal yang tinggi setiap tahunnya. Kesalahan dalam pengelolaan utang akan secara otomatis menyebabkan imbal hasil yang lebih tinggi; menyebabkan pemegang obligasi pemerintah akan cenderung menjual obligasi mereka. Mengingat saat ini pemerintah masih memiliki tekad kuat untuk menaikkan peringkat kredit negara, disiplin fiskal akan menjadi topik utama pemerintah dalam beberapa tahun ke depan. Jika berhasil, pemerintah akan mendapatkan peringkat yang lebih tinggi dan imbal hasil yang lebih rendah, sehingga dapat mendorong beban pembayaran bunga utang yang jauh lebih rendah di masa depan. Alasan kedua adalah bahwa pemerintah dapat menggunakan obligasi ini sebagai katalis untuk pendalaman pasar keuangan sehingga mampu menciptakan lebih banyak tabungan dengan menggunakan instrumen yang aman.

Gambar B8: Pembayaran Bunga (% Realisasi Anggaran) 2005-2018Q



Sumber: CEIC

Gambar B9: Utang Pemerintah Indonesia dalam Pinjaman dan SBN, 2012Q1-2018Q3



Sumber: CEIC

Harus diakui, besarnya porsi utang dalam bentuk surat berharga menimbulkan risiko, yakni rentan terhadap guncangan pasar global. Setiap kali guncangan global terjadi, investor cenderung menjual aset dari negara berkembang, termasuk di dalamnya obligasi pemerintah Indonesia, dan memindahkan uang mereka pada aset yang lebih aman. Setelah kejadian seperti di tahun 2009, 2013-2015, dan 2018, pemerintah sudah seharusnya lebih memerhatikan risiko yang akan terjadi. Bank Indonesia telah melakukan perannya dengan memperdalam pasar nilai tukar pada jangka pendek dengan memperkenalkan berbagai instrumen pelindung jangka pendek. Di sisi lain, pemerintah juga meluncurkan insentif bagi eksportir untuk mengubah DHE dalam mata uang dolar AS mereka ke dalam Rupiah, contohnya dengan pembebasan pajak atas bunga apabila eksportir menahan DHE dengan mata uang Rupiah selama 6 bulan dalam deposito berjangka. Kami melihat insentif jenis ini, yang biasa disebut

dengan *negative Tobin Tax*, seharusnya juga dapat diimplementasikan pada lebih banyak jenis aset, khususnya obligasi Rupiah, dengan tujuan untuk menarik lebih banyak investor agar menyimpan uang mereka dalam nilai Rupiah pada jangka waktu yang lebih lama bahkan saat terjadi guncangan global.

Sebagai kesimpulan, utang pemerintah Indonesia saat ini masih berada dalam tingkatan yang rendah dan dikelola secara hati-hati. Rasio utang terhadap PDB Indonesia merupakan yang terendah jika dibandingkan dengan negara-negara berkembang lainnya. Selain itu, sebagian besar utang terdapat dalam bentuk utang jangka panjang, bukan utang jangka pendek. Beban pembayaran bunga utang memang telah meningkat dalam beberapa tahun terakhir, namun penerapan disiplin fiskal yang baik dapat menahan dan bahkan mengurangi beban tersebut dalam waktu dekat. Risiko utang yang tinggi terjadi akibat relatif besarnya proporsi utang dalam mata uang asing dan tingginya kepemilikan asing atas utang pemerintah, hal tersebut perlu diperhatikan oleh Bank Indonesia dan pemerintah untuk dapat membuat kebijakan yang lebih baik di masa yang akan datang.

Perlunya Reformasi Struktural untuk Meningkatkan Pertumbuhan Sektor Industri yang Lambat

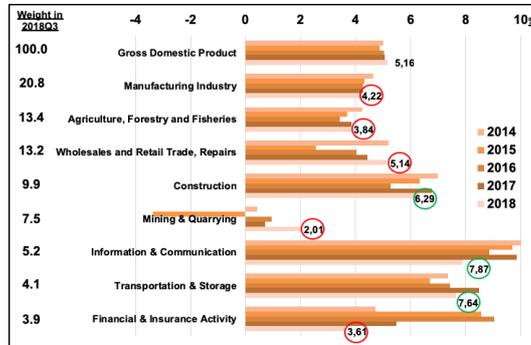
Indeks daya saing global Indonesia pada tahun 2018 meningkat menjadi 64,95 dengan peringkat yang sedikit lebih tinggi menjadi peringkat ke-45 dibandingkan dengan ke-47 pada tahun 2017. Di sisi lain, data terbaru menunjukkan bahwa peringkat Indonesia dalam daya saing manufaktur global pada tahun 2016 berada ke-19; masih lebih rendah dari negara berkembang yang terdekat: Thailand, Malaysia, dan Vietnam. Dengan tren saat ini, peringkat Indonesia diproyeksikan meningkat menjadi ke-15 pada 2020 tetapi masih di berada bawah Thailand, Malaysia, dan Vietnam.

Pertumbuhan industri manufaktur meningkat dari kuartal sebelumnya sebesar 3,84% menjadi 4,33% di Triwulan-III 2018. Namun, ketika melihat tren rata-rata tahunan di 2018, sektor ini sedikit mengalami penurunan menjadi 4,22% dari 4,27% pada 2017. Subsektor makanan dan minuman terus menjadi pendorong pertumbuhan terbesar dan tercepat dalam industri manufaktur, dengan pertumbuhan keseluruhan sebesar 9,82% (yoy) pada tahun 2018. Namun demikian, meskipun terjadi sedikit perlambatan pada subsektor ini di Triwulan-III 2018 (8,10%) jika dibandingkan dengan Triwulan-II 2018 (8,67%), kami memproyeksikan bahwa industri makanan dan minuman akan kembali meningkat di Triwulan-IV 2018 bersamaan dengan perayaan Natal dan Tahun Baru dan terus menjadi sektor utama dalam mendukung industri manufaktur Indonesia dan pertumbuhan ekonomi di Triwulan-I 2019.

Sementara itu, subsektor peralatan transportasi dan industri pakaian jadi & tekstil secara keseluruhan menikmati pertumbuhan yang cepat, dari 3,67% pada tahun 2017 menjadi 4,76% pada tahun 2018 untuk subsektor peralatan transportasi, dan dari 3,76% pada tahun 2017 menjadi 8,03% pada tahun 2018 untuk subsektor tekstil & pakaian jadi. Demikian pula, pertumbuhan industri pengolahan tembakau di subsektor manufaktur juga meningkat meskipun dengan jumlah peningkatan yang kecil, sehingga mencatat pertumbuhan positif sebesar 0,92% dari tren negatifnya pada tahun 2017. Naiknya ekspor industri pengolahan tembakau merupakan penyebab utama dari peningkatan pertumbuhan di subsektor tersebut.

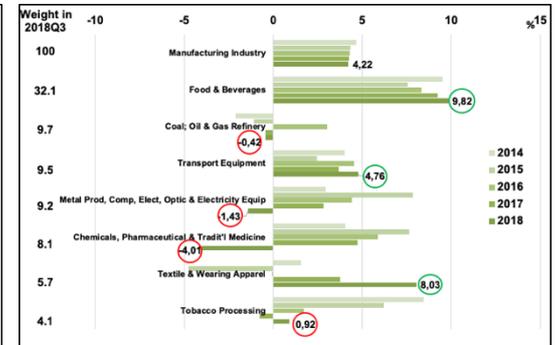
“...kami memproyeksikan bahwa industri makanan dan minuman akan kembali meningkat di Triwulan-IV 2018 bersamaan dengan perayaan Natal dan Tahun Baru dan terus menjadi sektor utama dalam mendukung industri manufaktur Indonesia dan pertumbuhan ekonomi di Triwulan-I 2019.”

Grafik 1: Pertumbuhan PDB dan Industri Utama 2014-2018Q3



Sumber: CEIC

Grafik 2: Pertumbuhan Industri Pengolahan dan Subsektor, 2014-2018Q3



Sumber: CEIC

Di sisi lain, terlihat bahwa terjadi penurunan (kontraksi pertumbuhan) di subsektor logam, komputer, elektronik, dan peralatan listrik, dimana sektor tersebut turun menjadi -1,84% di Triwulan-III 2018 dari 0,47% di Triwulan-II 2018, membuat pertumbuhan keseluruhan subsektor ini menjadi -1,43% (yoy) pada tahun 2018. Demikian juga, pertumbuhan kilang batubara, minyak, dan gas turun secara signifikan menjadi -1,63% pada Triwulan-III 2018 setelah sebelumnya tumbuh positif sebesar 0,23% pada Triwulan-II 2018, membuat pertumbuhan keseluruhan subsektor ini negatif menjadi -0,42% (yoy) pada tahun 2018. Penyebab utama tren penurunan kedua subsektor tersebut yakni disebabkan oleh tingginya harga minyak mentah global. Sementara itu, subsektor kimia dan farmasi tetap dalam tren pertumbuhan negatif, dengan nilai sebesar -2,80% pada Triwulan-III 2018. Mencermati lebih spesifik, rata-rata pertumbuhan subsektor kimia dan farmasi turun secara substansial menjadi -4,01% pada 2018 dari 4,71% pada 2017. Depresiasi Rupiah merupakan penyebab utama dari penurunan tersebut.

Selanjutnya, pertumbuhan di sektor pertanian telah melambat menjadi 3,84% pada tahun 2018, sebagian karena disebabkan oleh efek dari musim panen tahun lalu dan lebih rendahnya produksi tanaman pangan dan komoditas seperti minyak kelapa sawit dan karet. Sementara itu, sektor pertambangan dan penggalian tumbuh dari 2,60% di Triwulan-II menjadi 2,68% di Triwulan-III, membuat pertumbuhan keseluruhan menjadi 2,01% di 2018 sebagai akibat dari harga komoditas global yang menguat. Masih didukung oleh aktivitas investasi yang kuat di proyek-proyek infrastruktur, terutama pada bangunan dan struktur, pertumbuhan sektor konstruksi mengalami sedikit kenaikan dari 5,73% di Triwulan-II menjadi 5,79% di Triwulan-III.

Terdapat urgensi yang cukup jelas bagi Indonesia untuk beralih dari ekonomi yang bergantung pada komoditas menjadi ekonomi berbasis manufaktur untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Industri manufaktur dapat memberikan efek yang lebih luas pada peningkatan nilai tambah, pekerjaan, tambahan pajak dan bea, serta pendapatan devisa dari ekspor. Mempertimbangkan bahwa kontribusi sektor manufaktur dalam lima tahun terakhir telah mengalami perlambatan dan tetap berada di bawah pertumbuhan PDB (4,22%), Indonesia harus segera melakukan reformasi struktural untuk industri secara nasional. Pentingnya memperbaiki struktur ekonomi, khususnya industrialisasi, sangat perlu dilakukan untuk menghindari jebakan pendapatan kelas menengah.

Kami melihat bahwa pemerintah Indonesia perlu mengimplementasikan reformasi struktural yang dapat mendorong industri manufaktur berorientasi ekspor. Andaikata reformasi tersebut berhasil, hal ini dapat mengurangi defisit neraca berjalan Indonesia yang semakin melebar (-

"Kami memandang bahwa pemerintah Indonesia perlu mengimplementasikan reformasi struktural yang dapat mendorong industri manufaktur berorientasi ekspor."

3,37% dari PDB). Melihat strategi negara-negara tetangga seperti Thailand, Malaysia, dan Vietnam, mereka telah berhasil mengintegrasikan ekonomi mereka ke dalam rantai nilai global dan tidak memiliki masalah dalam mengimpor barang input untuk keperluan produksi. Dengan demikian, kami melihat bahwa hambatan bukan datang dari sisi impor, melainkan dari bagaimana negara dapat memanfaatkan impor barang modal dan barang-barang penting lainnya untuk membangun industri sehingga tercipta surplus produksi. Oleh karena itu, Indonesia perlu mengambil keuntungan dan berkontribusi dalam rantai nilai global agar tidak tertinggal dari negara-negara tetangga yang lebih ramah bisnis seperti Vietnam dan Thailand. Insentif fiskal untuk sektor hulu juga perlu diperluas dan diimplementasikan dengan cepat.

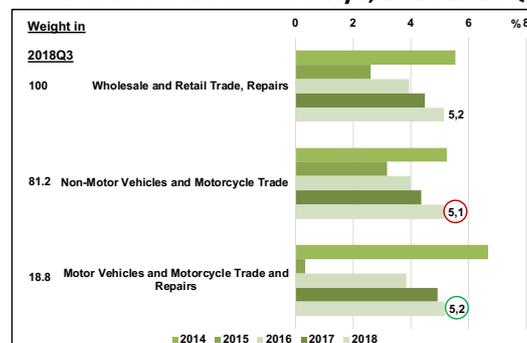
Aspek penting lain yang mendorong pertumbuhan industri manufaktur pada Triwulan-IV 2018 dan Triwulan-I 2019 adalah momentum Pemilihan Umum 2019. Jika kondisi ekonomi dan politik dapat dipertahankan terus sepanjang tahun politik ini, hal tersebut dapat mendorong pertumbuhan industri manufaktur, terutama industri pengolahan makanan dan minuman serta industri tekstil dan pakaian jadi akibat meningkatnya permintaan kedua komoditas ini selama musim kampanye.

“Saat ini, Indonesia menjadi rumah bagi berbagai gerai ritel tradisional dan modern yang meningkatkan aktivitas e-commerce mereka, mendorong pertumbuhan ritel modern, dan menciptakan peluang bisnis baru.”

Membaiiknya Industri Ritel di Tengah Pertumbuhan Sektor Jasa

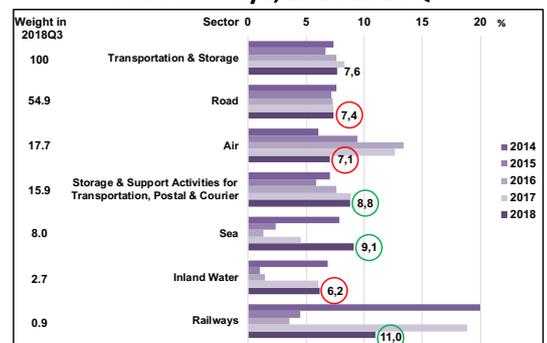
Sektor ritel Indonesia tetap menjadi salah satu yang paling menjanjikan di Asia dengan daya beli rumah tangga yang lebih tinggi dan kebiasaan belanja yang semakin modern berkat populasi yang besar dan kelas menengah yang terus tumbuh. Industri ritel saat ini membaik dari titik terendahnya pada tahun 2015. Sektor ini tumbuh sebesar 5,26% pada Triwulan-III 2018, didorong oleh peningkatan penjualan kendaraan bermotor, meskipun hanya terjadi sedikit peningkatan dari 5,24% pada Triwulan-II 2018, membuat sector ini meningkat menjadi 5,2% di tahun 2018. Sementara itu, pertumbuhan perdagangan ritel kendaraan bermotor mengalami sedikit penurunan menjadi 5,32% dari 5,44% (yoy) pada Triwulan-II 2018 meskipun masih relatif tinggi dan memiliki tren kenaikan selama lima tahun terakhir. Momentum Asian Games 2018, yang dimulai pada Triwulan-III 2018, memberikan dorongan bagi industri ritel, berkontribusi terutama melalui peningkatan konsumsi subsektor kendaraan bermotor dan motor dengan pertumbuhan keseluruhan sebesar 5,1% di 2018.

Grafik 3: Pertumbuhan Perdagangan Besar dan Eceran serta Subsektornya, 2014-2018Q3



Sumber: CEIC

Grafik 4: Pertumbuhan Transportasi serta Subsektornya, 2014-2018Q3



Sumber: CEIC

Mengikuti reformasi bisnis dan komitmen untuk pengembangan infrastruktur, beberapa pengusaha ritel terbesar dunia telah meningkatkan kehadiran mereka di Indonesia. Pada saat

yang sama, berlanjutnya liberalisasi sektor telah menyebabkan tingkat risiko yang lebih rendah dan penetrasi pasar yang lebih besar. Saat ini, Indonesia menjadi rumah bagi berbagai gerai ritel tradisional dan modern yang meningkatkan aktivitas *e-commerce* mereka, mendorong pertumbuhan ritel modern, dan menciptakan peluang bisnis baru. Prospek perdagangan grosir dan eceran untuk Triwulan-I 2019 akan dimulai dengan optimisme, meskipun masih dengan sedikit peningkatan. Meskipun demikian, para pebisnis ritel harus memantau dengan cermat jika ada penurunan mendadak dalam pengeluaran konsumen.

Pemerintah dan pebisnis saat ini berusaha untuk memperkuat peran sektor jasa Indonesia dalam mengelola neraca transaksi berjalan dan neraca pembayaran negara dalam menghadapi penurunan harga komoditas dan industri manufaktur. Sektor jasa Indonesia tumbuh kuat dengan rata-rata 7% per tahun, dengan pertumbuhan sector TIK, transportasi & penyimpanan, serta sektor keuangan & asuransi masing-masing mencapai 7,8%, 7,6%, dan 3,6%, jauh lebih tinggi dibanding dengan sektor manufaktur dan pertanian. Semakin maju suatu negara, semakin besar peran sektor jasanya, dimana hal ini sangat penting bagi Indonesia sejalan dengan penerapan revolusi industri keempat.

Namun demikian, menurut OECD 2017 *Services Trade Restrictiveness Index*, Indonesia dianggap sebagai negara yang paling ketat dalam hal distribusi legal, asuransi, telekomunikasi dan jasa transportasi laut, dibandingkan dengan 43 negara lainnya. Sebagian penyerapan pekerja jasa saat ini lebih bergerak ke sektor informal dan pekerjaan kasar dalam perdagangan dan konstruksi, sedangkan lebih sedikit pekerja yang berada di sektor layanan yang lebih modern dan berketerampilan tinggi. Selain itu, pengembangan sektor jasa dapat tertunda dalam waktu dekat karena kurangnya partisipasi Indonesia dalam rantai nilai global, dimana membutuhkan sumber daya manusia mumpuni untuk membawa nilai tambah yang lebih besar.

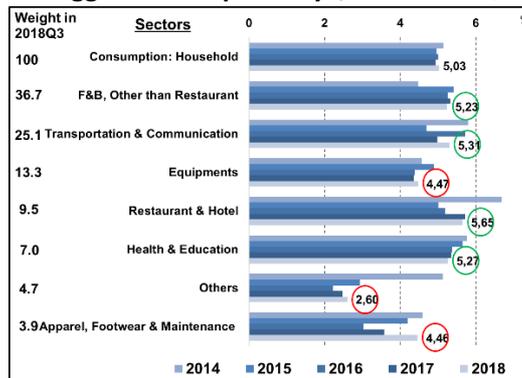
Meskipun pertumbuhan sektor transportasi dan pergudangan pada Triwulan-III 2018 menurun sebesar 3,06%, dari 8,7% pada Triwulan-II 2018 menjadi 5,64% dikarenakan terjadi peningkatan yang dialami oleh semua subsektor, namun tampaknya industri secara keseluruhan masih menjanjikan untuk tumbuh cukup tinggi di atas pertumbuhan ekonomi pada Triwulan-I 2019. Pasar angkutan barang di Indonesia diperkirakan akan terus tumbuh disebabkan oleh upaya pemerintah dalam memperbaiki situasi ekonomi di Indonesia juga meningkat. Pertumbuhan pasar penyimpanan dan pengangkutan di Indonesia didukung oleh meningkatnya tingkat pertumbuhan segmen domestik. Meningkatnya permintaan dari pasar *e-commerce* Indonesia telah memicu pertumbuhan pasar pengiriman dan logistik domestik. Faktor lain adalah fokus utama pemerintah Indonesia pada pengembangan jaringan jalan nasional untuk mengatalisasi pasar angkutan jalan negara. Selain itu, pemerintah juga telah membuat banyak kemajuan dalam menutup kesenjangan infrastruktur di Indonesia sehingga meningkatkan permintaan untuk layanan transportasi darat, maritim, dan penerbangan serta membantu sektor ini mempertahankan momentum yang kuat ketika negara bergerak menuju 2019.

Konsumsi Tumbuh di Atas 5% pada 2018, Dapat Membaik di Triwulan I-2019

Pertumbuhan konsumsi rumah tangga di tahun 2018 sempat mengalami perlambatan ke level 5,01% (y.o.y), membuat rata-rata pertumbuhan konsumsi dalam tiga kuartal pertama di 2018 menjadi 5,03%. Kondisi ini diakibatkan oleh ketidakstabilan perekonomian global seiring dengan penerapan normalisasi kebijakan The Fed, yang meningkatkan suku bunga acuannya sebanyak empat kali di tahun 2018. Perlambatan tersebut diperburuk oleh isu perang dagang antara

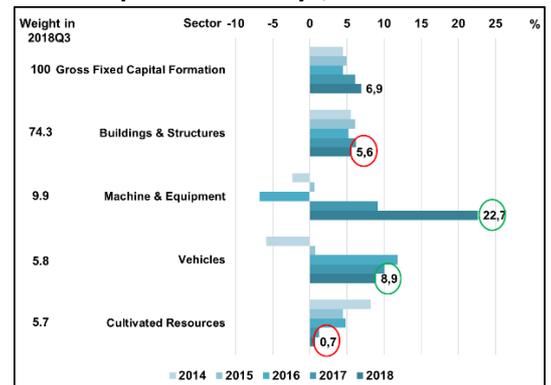
Amerika Serikat dan Tiongkok. Akan tetapi, resistensi Bank Indonesia untuk tidak kembali meningkatkan suku bunga dalam dua bulan terakhir diprediksi mampu mendorong adanya peningkatan konsumsi di Triwulan IV-2018 serta Triwulan I-2019 mendatang. Pertumbuhan konsumsi pada Triwulan IV-2018 diperkirakan akan cenderung lebih *flat*, sejalan dengan stagnasi indeks tingkat kepercayaan konsumen BI sebesar 123 di Triwulan IV-2018, tidak jauh berbeda dari Triwulan III-2018 sebesar 122,9.

Grafik 5: Pertumbuhan Konsumsi Rumah Tangga dan Komponennya, 2014-2018Q3



Sumber: CEIC

Grafik 6: Tingkat Pertumbuhan Investasi dan Komponen Utamanya, 2014-2018Q3

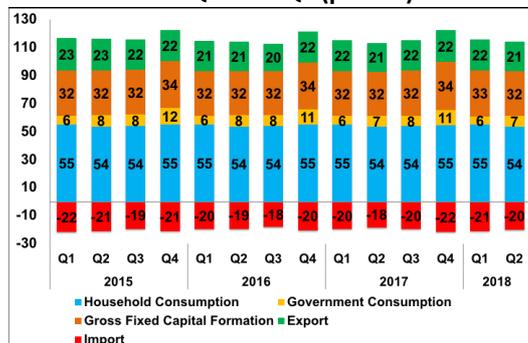


Sumber: CEIC

“Pertumbuhan konsumsi yang tetap kuat ini didukung oleh terjaganya laju inflasi serta dipicu oleh serangkaian aktivitas menuju pemilihan umum legislatif dan Presiden 2019.”

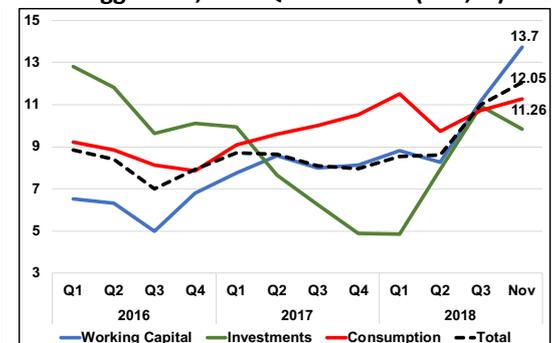
Sebagian besar komponen yang berkontribusi pada pertumbuhan konsumsi rumah tangga tumbuh pada kisaran 5% pada Triwulan III-2018, walaupun mengalami perlambatan pertumbuhan dibandingkan dengan triwulan sebelumnya dimana terdapat event besar Ramadhan dan Idul Fitri. Pertumbuhan yang lebih cepat pada Triwulan-III terdapat pada konsumsi transportasi dan komunikasi (menjadi 5,68% di Triwulan III-2018 dari 5,32% di Triwulan II-2018) serta konsumsi pakaian, alas kaki, dan pemeliharaan (menjadi 4,45% di Triwulan III-2018 dari 2,86% di Triwulan II-2018). Secara keseluruhan, pertumbuhan konsumsi di 2018 mengalami pertumbuhan paling tinggi selama empat tahun terakhir ini.

Grafik 7: Komposisi PDB, 2015Q1-2018Q3 (persen)



Sumber: CEIC

Grafik 8: Pertumbuhan Kredit Berdasarkan Penggunaan, 2016Q1-Nov 2018 (YoY, %)

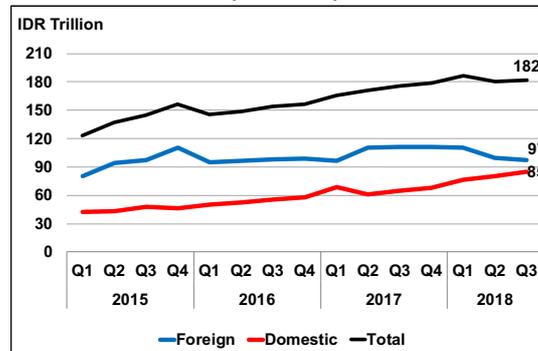


Sumber: CEIC

Pertumbuhan konsumsi yang tetap kuat ini didukung oleh terjaganya laju inflasi. Kinerja konsumsi juga dipicu oleh pertumbuhan kinerja komponen pengeluaran LNPRT sebesar 8,54%, yang timbul dikarenakan banyaknya aktivitas sosial terkait dengan bencana gempa dan tsunami di Donggala serta dipicu oleh serangkaian aktivitas menuju pemilihan umum legislatif dan Presiden 2019.

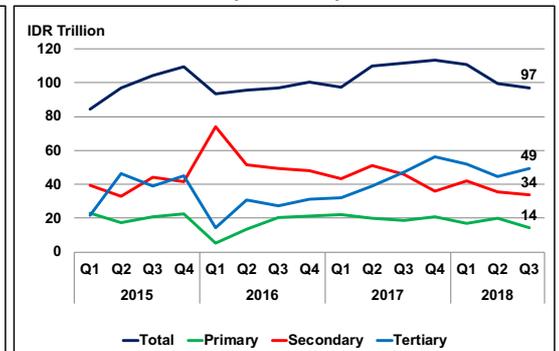
Inflasi umum dan inflasi inti di 2018 relatif masih terjaga, dimana masing-masing mencapai 3,13%

Grafik 11: Realisasi Penanaman Modal Asing (Nominal)



Sumber: CEIC

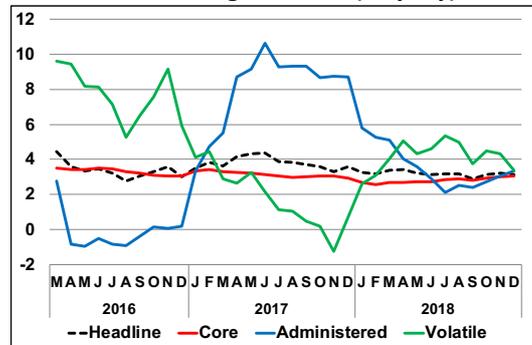
Grafik 12: Investasi Asing dan Domestik (Nominal)



Sumber: CEIC

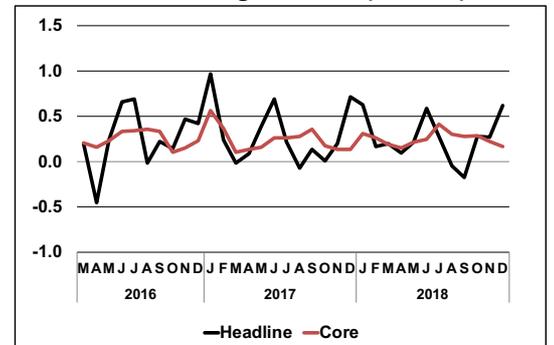
dan 3,07% (y.o.y). Inflasi umum pada Triwulan-IV menyatakan kinerja yang lebih baik seiring dengan kembali stabilnya harga setelah mengalami deflasi pada triwulan sebelumnya. Inflasi inti terus menerus mengalami penurunan sejak Triwulan-III hingga akhir tahun, berakhir di level 0,17%. Rendahnya permintaan masyarakat di semester dua menjadi penyebab utama deflasi pada inflasi inti. Secara kumulatif, inflasi di tahun 2018 bersumber dari inflasi *volatile food*, yang mengalami tekanan di awal dan akhir tahun.

Grafik 9: Tingkat Inflasi (% , y.o.y)



Sumber: CEIC

Grafik 10: Tingkat Inflasi (% , mtm)



Sumber: CEIC

“...bahwa pengenalan 94 sektor yang baru dibuka untuk investasi asing akan menarik lebih banyak investor hanya apabila pemerintah juga mencoba untuk menghilangkan proses birokrasi yang tidak diperlukan.”

Kami melihat adanya kecenderungan sedikit peningkatan konsumsi di tahun 2019, bersamaan dengan tingkat inflasi yang sedikit lebih tinggi sekitar 3,2-3,5%. Kami melihat pertumbuhan konsumsi berpotensi akan meningkat pada Triwulan I-2019. Meski terdapat risiko terhadap ketidakpastian global, sentimen tahun politik sampai dengan berlangsungnya pemilu pada bulan April tetap mampu meningkatkan aktivitas perekonomian Indonesia.

Investasi Sedikit Membaik di Triwulan IV-2018 dan Lebih Baik di Tahun 2019

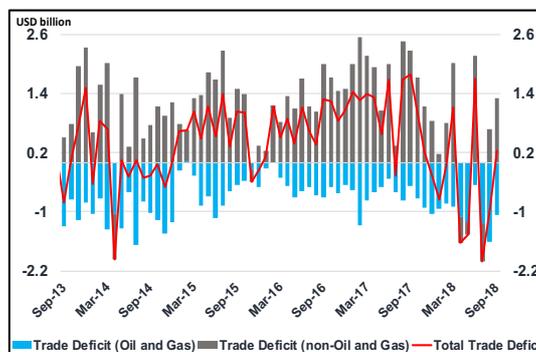
Setelah melambat akibat keputusan pemerintah untuk menunda beberapa proyek infrastruktur pada kuartal sebelumnya, investasi terus meningkat di Triwulan III-2018 dengan lonjakan pertumbuhan hingga 6,9% dari 5,9% (y.o.y). Kontributor utama dari investasi masih terdapat pada Investasi kerangka konstruksi dengan proporsi sebesar 74% dari total pembentukan modal tetap bruto. Pertumbuhan investasi jenis ini tercatat meningkat menjadi 5,66%. Di sisi lain, pertumbuhan investasi mesin dan peralatan relative tidak berubah di tingkat 22,13%. Mengikuti

tren sebelumnya, kami melihat bahwa investasi dua digit pada mesin dan peralatan belum diterjemahkan ke pertumbuhan manufaktur, mengingat pertumbuhan Triwulan III-2018 untuk sektor ini masih berada di bawah 5%. Kami juga melihat bahwa kombinasi yang membingungkan ini akan tetap terjadi dalam waktu dekat karena semakin besarnya kemungkinan bahwa investasi mesin dan peralatan tidak sepenuhnya diserap oleh industri, melainkan bermanfaat ke sektor lain, terutama konstruksi. Data terbaru juga menunjukkan bahwa pertumbuhan di sektor konstruksi saat ini berada di atas 5% dan sedikit meningkat menjadi 5,79% pada Triwulan III-2018.

Pergejolakan Rupiah dan pengetatan moneter global terus membawa dampak negatif pada nilai investasi asing di Triwulan III-2018. Dampak tersebut dicerminkan dalam penurunan kedua berturut-turut realisasi investasi asing langsung yang berada di bawah Rp100 triliun sepanjang 2018. Namun demikian, total investasi hanya menurun sedikit dibandingkan dengan penurunan tajam FDI berkat pertumbuhan 30% (y.o.y) pada investasi domestik. Masih sama dengan tren sebelumnya, peningkatan investasi domestik pada kuartal ini juga sejalan dengan pertumbuhan yang kuat pada pinjaman untuk tujuan investasi dan modal kerja. Selain itu, data investasi langsung oleh Badan Koordinasi Penanaman Modal Indonesia (BKPM) menunjukkan bahwa sektor transportasi dan telekomunikasi serta bisnis ketenagalistrikan masih memperoleh keuntungan terbesar dibandingkan dengan industri lainnya.

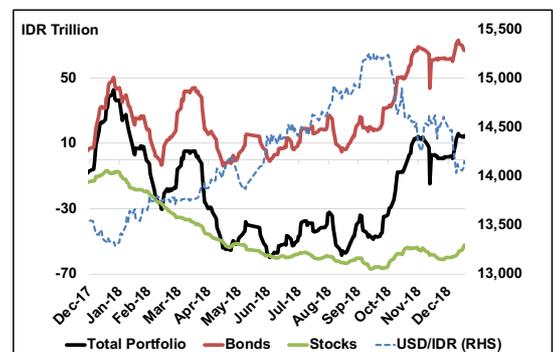
Meskipun tren Rupiah telah membaik sejak Oktober 2018 berkat menurunnya tekanan eksternal, kami melihat bahwa FDI tidak akan banyak berubah pada Triwulan IV-2018 dan total investasi diperkirakan akan berada kurang dari USD20 miliar untuk sepanjang tahun. Namun, kami percaya bahwa tren penurunan FDI tidak akan berlanjut pada 2019 akibat beberapa langkah yang telah dilakukan oleh pemerintah dalam Paket Kebijakan Ekonomi ke-16. Kombinasi dari tiga kebijakan utama, yakni (1) revisi daftar investasi negatif, (2) perluasan pembebasan pajak, dan (3) pengembangan insentif pajak untuk hasil ekspor diperkirakan akan merangsang investasi dalam waktu dekat. Namun perlu dicatat bahwa pengenalan 94 sektor yang baru dibuka untuk investasi asing akan menarik lebih banyak investor hanya apabila pemerintah juga mencoba untuk menghilangkan proses birokrasi yang tidak diperlukan. Dengan demikian, Indonesia dapat meningkatkan daya saingnya dibandingkan dengan negara tetangga dan memperbaiki peringkatnya dalam Indeks Kemudahan Berbisnis yang belakangan tidak banyak berubah.

Grafik 13: Neraca Perdagangan Bulanan (Nominal) (Sept2013-Sept2018)



Sumber: CEIC

Grafik 14: Kurs dan Akumulasi Arus Modal Jangka Pendek (Des '17-Des '18)



Sumber: CEIC

Memburuknya Posisi Transaksi Berjalan di Tengah Risiko Eksternal Yang Lebih Baik

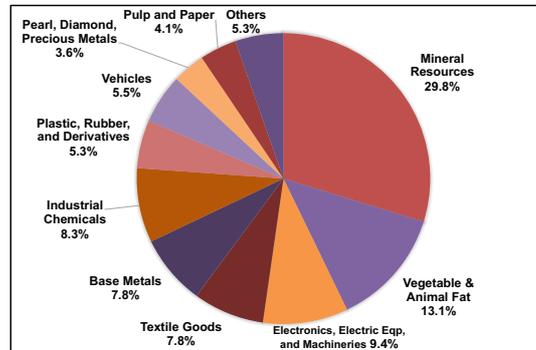
Dengan total sebesar USD8,8 miliar, defisit transaksi berjalan pada Triwulan III-2018 mencapai level nominal tertinggi dalam satu dekade terakhir dan setara dengan 3,4% dari PDB. Ketidakseimbangan neraca Indonesia sedikit melebar karena permintaan domestik yang lebih kuat dibandingkan dengan Triwulan III-2018, yang mencatat defisit USD8 miliar (3,02% dari PDB). Kinerja perdagangan barang yang melemah ditambah dengan peningkatan defisit neraca jasa merupakan pendorong utama dari memburuknya defisit neraca berjalan. Peningkatan defisit perdagangan migas bersama dengan surplus non-migas yang terbatas telah menyebabkan pembalikan neraca perdagangan barang menjadi neraca yang defisit. Defisit terus-menerus pada perdagangan migas dapat dijelaskan oleh kenaikan harga minyak mentah bersamaan dengan terbatasnya kapasitas produksi nasional yang menurunkan kompensasi peningkatan permintaan domestik terhadap minyak. Namun, kami memperkirakan neraca migas akan lebih baik dalam dua kuartal setelahnya karena harga minyak telah menurun setelah mencapai puncaknya pada awal Oktober. Sebagai akibat dari penurunan tiba-tiba harga minyak mentah, tekanan pada keputusan pemerintah untuk menahan harga bahan bakar di tingkat yang sama dapat sedikit dikurangi setidaknya sampai setelah Pemilu pada bulan April mendatang.

Sementara sektor minyak dan gas terutama dipengaruhi oleh tingkat harga minyak mentah dunia, defisit transaksi berjalan yang melebar pada Triwulan III-2018 juga dikontribusikan oleh surplus perdagangan non-migas yang jauh lebih rendah yakni sebesar USD3,1 miliar dibandingkan dengan USD6,5 miliar pada kuartal yang sama tahun lalu. Tekanan dari pembatasan impor batubara Tiongkok dan penurunan harga CPO dunia telah melemahkan ekspor non-migas. Pertumbuhan impor barang konsumsi pada Triwulan III-2018 juga meningkat signifikan menjadi 36% (y.o.y) di tengah depresiasi Rupiah. Meningkatnya permintaan impor barang konsumsi telah didorong oleh pembelian lebih awal oleh rumah tangga untuk mengantisipasi penerapan pajak impor yang lebih tinggi di pertengahan September. Di sisi lain, pertumbuhan impor bahan baku dan barang modal menurun menjadi 17,2% (y.o.y) dari 21% pada Triwulan I-2018. Bagaimanapun, pertumbuhan ini masih jauh lebih tinggi dari pertumbuhan tahun lalu. Perlu diingat bahwa lonjakan pertumbuhan impor sepanjang 2018 didorong oleh pembelian mesin dan peralatan secara tiba-tiba yang terkait dengan pembangunan dan penyelesaian proyek infrastruktur utama sepanjang tahun 2018.

Lebih dari itu, neraca perdagangan Indonesia yang memburuk pada Triwulan III-2018 dapat dijelaskan oleh struktur ekspor dan impor Indonesia yang tidak banyak berubah. Ekspor masih sangat tergantung pada barang mentah, khususnya sumber daya mineral, lemak nabati, dan logam mulia dengan tiga kategori ini menyumbang 50,7% dari total nilai ekspor. Kombinasi besarnya ekspor barang mentah dan harga CPO yang lebih rendah telah mengurangi nilai tambah dari kegiatan ekspor. Di sisi lain, dorongan pemerintah untuk menyelesaikan proyek infrastruktur sebelum 2019 mendorong peningkatan impor bahan baku dan barang modal seperti mesin sepanjang tahun lalu. Bukan hanya barang modal, impor juga didominasi oleh sumber daya mineral, khususnya minyak, setidaknya dalam lima tahun terakhir ini. Oleh karena itu, peningkatan impor mesin-mesin berat dan kenaikan pergejolan harga minyak mentah, ditambah dengan kenaikan tren konsumsi di tengah pelemahan ekspor, telah mendorong melebarnya ketidakseimbangan pada Triwulan III-2018.

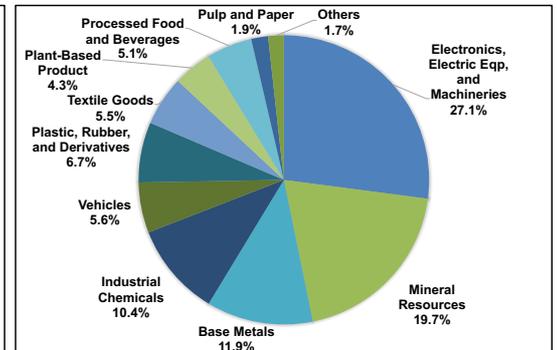
“Neraca migas akan lebih baik dalam dua kuartal setelahnya karena harga minyak telah menurun setelah mencapai puncaknya pada awal Oktober.”

Grafik 15: Profil Ekspor Indonesia (Nov-2018)



Sumber: CEIC

Grafik 16: Profil Impor Indonesia (Nov-2018)



Sumber: CEIC

Tren memburuknya posisi neraca berjalan diestimasikan akan berlanjut pada Triwulan IV-2018 karena data impor ekspor Desember menunjukkan defisit perdagangan bulanan ketiga berturut-turut, yang telah mendorong neraca perdagangan keseluruhan menjadi defisit USD8,57 miliar. Tekanan dalam perdagangan global dan turunnya harga komoditas telah mengganggu kinerja ekspor secara keseluruhan pada tahun 2018 dengan nilai penurunan sekitar 6,7% y.o.y menjadi USD180,1 miliar. Sementara itu, pertumbuhan impor dua digit karena permintaan domestik yang terus-menerus meningkat telah memicu nilai nominal total impor menjadi USD188,6 miliar. Karena ketidakpastian yang tinggi tahun lalu telah mendorong pemerintah untuk memainkan peran yang lebih aktif dalam mengelola stabilitas, kami melihat bahwa neraca perdagangan akan lebih baik setidaknya pada paruh pertama 2019 akibat beberapa mitigasi yang telah dilakukan oleh pemerintah, seperti menunda beberapa proyek infrastruktur dan menerapkan persyaratan wajib B20. Selain itu, hasil dari upaya pemerintah untuk menahan impor dengan mengenakan pajak yang lebih tinggi hingga 10% pada 1.147 barang impor konsumsi pada pertengahan September tahun lalu mulai terlihat sejak Desember dan diperkirakan akan menahan impor lebih lanjut pada 2019.

Pada sisi yang lebih positif, Rupiah terhadap dolar AS telah menikmati apresiasi yang kuat dalam dua bulan terakhir setelah mengalami depresiasi besar-besaran sepanjang tahun 2018 dengan tingkat depresiasi tertinggi di sekitar 12% (ytd) pada bulan Oktober. Perbaikan Rupiah di akhir tahun kemarin tidak terlepas dari kombinasi faktor eksternal dan sentimen ekonomi domestik. Hasil pemilu jangka menengah AS pada bulan November, penurunan harga minyak global, dan potensi gencatan senjata dalam perang dagang AS-Tiongkok merupakan di antara faktor positif terhadap Rupiah. Sementara itu, kuatnya indikator domestik didorong oleh pertumbuhan Triwulan III-2018 yang lebih baik dari perkiraan, aksi ahead of the curve, dan beberapa intervensi langsung dan tidak langsung oleh Bank Indonesia juga berkontribusi terhadap apresiasi Rupiah. Perbaikan indikator domestik di tengah perlambatan ekonomi global mendorong investor asing yakin untuk mengembalikan lebih banyak aset mereka ke Indonesia dibandingkan negara-negara berkembang lainnya. Masuknya investasi portofolio asing yang mengalir ke pasar domestik telah menjadikan Rupiah sebagai mata uang yang paling rentan bersama dengan mata uang Thailand, Filipina, dan Malaysia setidaknya dalam beberapa bulan terakhir, dengan nilai nominal mata uang sedikit di atas Rp14.000. per dolar AS.

Jika pembalikan modal ke negara-negara berkembang terus berlanjut, kami melihat Rupiah dapat menjadi penerima manfaat terbesar dari tren ini pada 2019 karena adanya peningkatan kepercayaan pasar keuangan. Beberapa langkah oleh Bank Indonesia seperti Domestic Non-

Deliverables Fund (DNDF) dan akun simpanan khusus untuk hasil ekspor (DHE) telah membantu investor lebih mempercayai pasar. Kontribusi DNDF untuk pendalaman pasar valuta asing domestik telah terlihat sejak minggu pertama pendiriannya, di mana total volume transaksi mencapai USD115 juta. Sementara itu, upaya untuk mengurangi kemungkinan pembalikan mendadak dengan memberlakukan *negative Tobin Tax* untuk hasil ekspor yang dikonversi dari dolar ke rupiah juga telah dimulai sejak 1 Januari. Dampaknya akan sedikit mulai terlihat pada Triwulan I-2019 dan kami melihat bahwa dampaknya akan lebih signifikan sesaat setelah Pemilu berakhir akibat masih tingginya sikap menunggu dari para eksportir untuk memastikan meletakkan DHE mereka selama 6 bulan atau lebih ke depan.