SERI ANALISIS MAKROEKONOMI

Rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia

Juli 2020

Ringkasan

- BI perlu memangkas suku bunga kebijakan menjadi 4,00% bulan ini.
- Untuk pertama kalinya di tahun 2020 angka inflasi turun dibawah koridor target BI sebesar 3±1%.
- BI dan Kementerian Keuangan harus berhati-hati dalam implementasi skema *burden-sharing* agar kredibilitasnya tetap terjaga.

Macroeconomic & Financial Sector Policy Research

Riatu M. Qibthiyyah, Ph.D.
(Director)
riatu.mariatul@lpem-feui.org

Syahda Sabrina
syahda.sabrina@lpem-feui.org

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

Teuku Riefky
teuku.riefky@lpem-feui.org

Amalia Cesarina
amalia.cesarina@lpem-feui.org

Meila Husna
meila.husna@lpem-feui.org

Akhir dari masa pandemi yang belum terlihat akan selesai dalam waktu dekat telah menempatkan pemerintah di situasi yang sulit karena kegiatan bisnis yang berhenti selama beberapa bulan dan skema pembatasan sosial berskala besar (PSBB) yang memaksa beberapa kelompok masyarakat mendapatkan penghasilan lebih sedikit. Kondisi tersebut sangat mahal bagi pemerintah karena harus menyediakan kebutuhan sosial dan beberapa stimulus lainnya untuk melindungi masyarakat dengan mempertahankan kebutuhan dasar dan untuk menjaga perusahaan-perusaan dari kebangkrutan. Sementara tingkatan covid-19 makin memburuk dalam hal penyebarannya, pemerintah telah berusaha mencapai jalan tengah dengan menerapkan protokol "*new normal*" untuk merangsang aktivitas ekonomi tanpa secara signifikan membahayakan aspek kesehatan dan keamanan dari masyarakat. Terlepas dari hal tersebut, dampak dari meningkatnya kegiatan ekonomi masih belum tercermin dalam data inflasi Juni.

Kebijakan moneter yang tidak biasa melalui monetisasi utang untuk berbagi beban ekonomi antara pemerintah dan bank sentral telah ditetapkan. Menurut teori, pelaksanaan dari monetisasi utang ini dapat menimbulkan risiko kredibilitas karena memberikan beberapa dimensi *moral hazard* dari bank sentral yang dinilai kurang independen. Selain itu, jumlah uang beredar yang lebih tinggi akibat skema *burden-sharing* juga akan memberikan tekanan pada inflasi dan volatilitas nilai tukar. Namun, BI dan Kementerian Keuangan tampaknya sangat menyadari risiko-risiko tersebut karena keduanya telah memberikan klarifikasi bahwa skema *burden-sharing* ini akan menjadi "*one-off*" *policy* untuk memastikan kredibilitas bank sentral kepada investor. Mengikuti perkembangan terkini dari perjanjian *burden-sharing* antara BI dengan Kementerian Keuangan, tekanan eksternal dan nilai tukar yang relatif stabil, cadangan yang memadai, dan para investor yang cukup yakin akan langkah-langkah otoritas yang telah dan akan diambil di masa depan, kami memandang pemotongan suku bunga kebijakan sebesar 25bps merupakan langkah yang tepat untuk diambil. Pemotongan suku bunga ini dapat mendorong permintaan agregat dan meringankan beban dari skema *burden-sharing* dimana pemotongan suku bunga akan meringankan operasi moneter yang menggunakan instrumen "*burden-sharing*" atau beban obligasi yang diterbitkan Kementerian Keuangan.

Dampak "New Normal" Masih Belum Terasa

Untuk merangsang aktivitas ekonomi, pemerintah telah menetapkan protokol "new normal" untuk menggantikan pembatasan sosial berskala besar (PSBB) yang memungkinkan masyarakat untuk kembali melakukan aktivitas rutin seperti bekerja dan membuka kembali usaha ditengah pandemi. Namun, dampak dari sudah dimulainya aktivitas ekonomii belum terefleksikan di data inflasi Juni. Inflasi bulanan di juni masih meneruskan polapertumbuhan rendah selama masa pandemi yang hanya sebesar 0,18% (mtm), relatif lebih rendah ketimbang bulan yang sama di tahun lalu (0,41%, mtm). Narasi yang serupa ditunjukkan oleh angka inflasi umum tahunan, dimana turun dari 2,19% (yoy) di Mei menjadi 1,96% (yoy) di Juni, terhitung sebagai penurunan selama lima bulan beruntun sejak Februari. Hal ini bukanlah sesuatu yang mengherankan mengingat angka kasus Covid-19 terus meningkat secara drastis dan munculnya beberapa *epicentrum* baru di penjuru Indonesia membuat masyarakat masih menahan diri untuk melakukan aktivitas ekonomi seperti biasanya. Lebih lanjut, inflasi inti tahunan juga turun ke angka 2,26% (yoy) di Juni dari sebelumnya 2,65% (yoy) di Mei. Pada dasarnya, rendahnya angka inflasi umum dan inti menangkap kondisi terkini yaitu lemahnya permintaan agregat dan dampak dari "new normal" yang belum terasa.

Rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia

Juli 2020

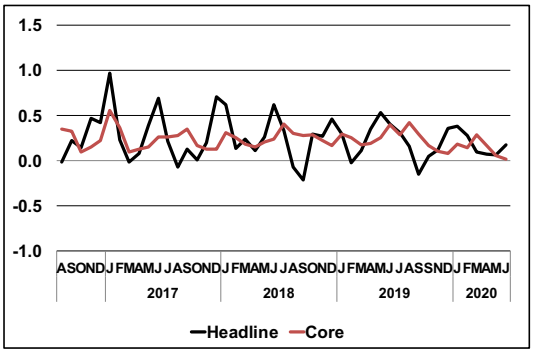
Angka-angka Penting

- BI Repo Rate (7-day, Mei '20)
  4,25%
- Pertumbuhan PDB (Q1 '20)
  2,97%
- Inflasi (y.o.y, Mei '20)
  1,96%
- Inflasi Inti (y.o.y, Mei '20)
  2,26%
- Inflasi (m.t.m, Mei '20)
  0,18%
- Inflasi Inti (m.t.m, Mei '20)
  0,02%
- Cadangan Devisa (Mei '20)
  131,7 miliar USD

Untuk mendapatkan publikasi kami secara rutin, silahkan berlangganan dengan memindai *QR code* di bawah ini

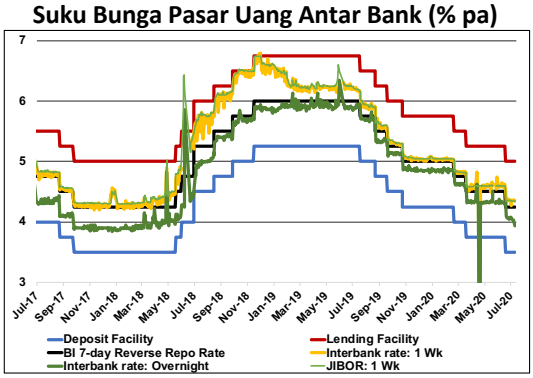
atau klik tautan http://bit.ly/LPEMCommentarySubscription

Grafik 1: Tingkat Inflasi (%, mtm)



Sumber: CEIC

Grafik 2: Tingkat Suku Bunga Kebijakan dan Suku Bunga Pasar Uang Antar Bank (% pa)



Sumber: CEIC

Melihat lebih rinci, komponen inflasi lainnya juga relatif serupa. Walaupun kenaikan harga ayam dan telur ayam memberikan tekanan terhadap inflasi, turunnya harga cabai dan bawang merah memberikan tekanan dengan arah sebaliknya, sehingga efek netonya adalah penurunan komponen harga bergejolak dari 2,65% (yoy) di Mei menjadi 2,26% (yoy) di Juni. Meski harga minyak global telah menunjukkan kenaikan setelah penurunan tajam dan mencapai titik terendahnya di akhir April, penurunan komponen harga energi terus berlanjut akibat permintaan industri yang masih lemah. Di Juni, komponen ini mencatakan deflasi yang sedikit lebih dalam sebesar -0.5% (yoy) dari -0.4% (yoy) di bulan sebelumnya. Di sisi lain, komponen harga yang diatur pemerintah mencatatkan peningkatan baik secara bulanan maupun tahunan. Inflasi harga yang diatur pemerintah naik ke 0,5% (yoy) di Juni dari 0,3% (yoy) di May dan juga meningkat ke 0,22% (mtm) dibandingkan Juni tahun lalu yang mencatat deflasi sebesar -0.02% (mtm). Tekanan inflasi ini didorong oleh sektor transportasi, yang sebagian besar akibat kenaikan harga tiket pesawat yang sudah meningkat jumlah penumpangnya.

Penurunan angka inflasi ini melanjutkan tren selama tahun 2020 dan untuk pertama kalinya di tahun ini angka inflasi tercatat diluar koridor target BI 3±1% (1,96 (yoy) inflasi umum). Namun, seiring dengan berlakunya protokol "new normal", kami meyakini bahwa dimulainya kembali aktivitas ekonomi dan bisnis akan mampu mendorong daya beli dan permintaan agregat kedepannya. Ditambah lagi, program pemerintah untuk menjaga suplai barang dan jasa serta daya beli memiliki cakupan yang luas dan diharapkan mampu mengembalikan inflasi ke dalam koridor target inflasi BI dalam waktu dekat.

Guncangan di tengah Badai

Selama satu bulan terakhir, tercatat terjadi beberapa kali guncangan di pasar modal seiring meningkatnya ketidakpastian. Pergeseran dari PSBB ke protokol "new normal", isu monetisasi utang, kenaikan tajam kasus harian Covid-19 berdampak terhadap tingkat kepercayaan investor terhadap Indonesia. Sejak pertengahan Juni, Rupiah telah terdepresiasi dari 14.050 IDR ke sekitar 14.450 IDR minggu lalu dan terakhir menguat sedikit ke level 14.350 IDR. Lebih jauh, pasar modal Indonesia telah mengalami arus modal keluar sebesar sekitar 0.7 miliar USD dalam 30 hari terakhir.

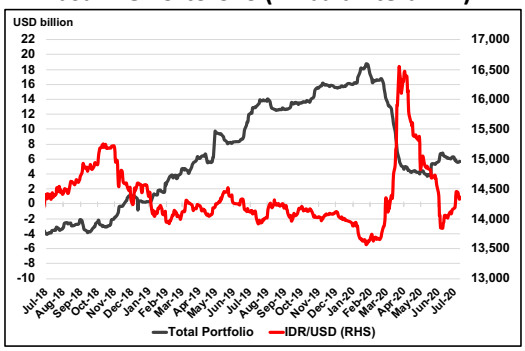
Angka-angka Penting

- BI Repo Rate (7-day, Mei '20) **4,25%**
- Pertumbuhan PDB (Q1 '20) **2,97%**
- Inflasi (y.o.y, Mei '20) **1,96%**
- Inflasi Inti (y.o.y, Mei '20) **2,26%**
- Inflasi (m.t.m, Mei '20) **0,18%**
- Inflasi Inti (m.t.m, Mei '20) **0,02%**
- Cadangan Devisa (Mei '20) **131,7 miliar USD**

Untuk mendapatkan publikasi kami secara rutin, silahkan berlangganan dengan memindai *QR code* di bawah ini

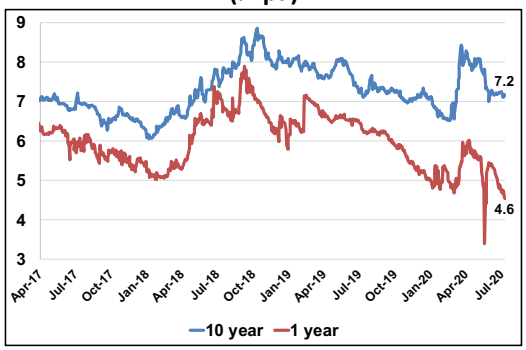
atau klik tautan http://bit.ly/LPEMCommentarySubscription

Grafik 3: IDR/USD dan Akumulasi Arus Modal Masuk ke Portofolio (24 bulan terakhir)



Sumber: CEIC

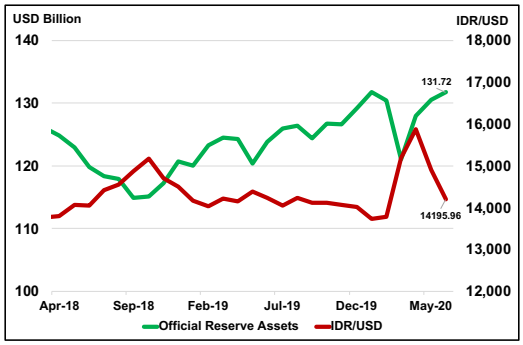
Grafik 4: Imbal Hasil Surat Utang Pemerintah (% pa)



Sumber: Investing.com

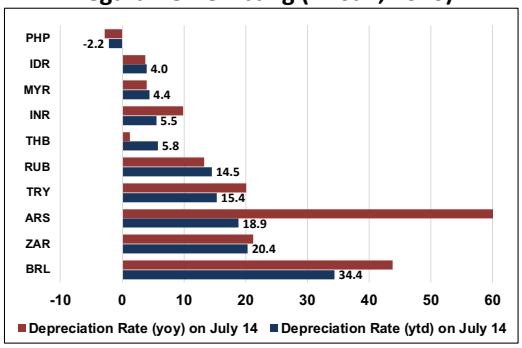
Di sisi lain, peningkatan cadangan devisa kembali terjadi ke level 131,72 miliar USD di Juni dari 130,54 miliar USD di Mei, melanjutkan tren positif sejak Maret. Kenaikan cadangan devisa BI sebagian besar dikontribusi oleh penerbitan surat utang global. Cadangan devisa yang lebih tinggi juga membuat BI memiliki ketahanan lebih dalam menghadapi gejolak eksternal dan menjaga stabilitas finansial. Lebih lanjut, walaupun ditengah guncangan, Rupiah secara relatif masih memiliki performa yang lebih baik ketimbang beberapa mata uang negara *emerging* lainnya dimana sejauh ini Rupiah mencatatkan tingkat depresiasi yang relatif rendah yaitu sebesar 4,0% (ytd).

Grafik 5: IDR/USD dan Cadangan Devisa



Sumber: CEIC

Grafik 6: Tingkat Depresiasi Nilai Tukar Negara-Negara Berkembang (14 Juli, 2020)



Sumber: CEIC

Tambahan Bahu untuk Memikul Beban Stimulus

Seiring kondisi pandemi yang terus memburuk dan tidak terlihat akan berakir dalam waktu dekat, membuat pemerintah berada dalam situasi yang sulit mengingat aktivitas bisnis yang sudah tertahan selama beberapa bulan dan penerapan PSBB yang membuat sebagian besar kelompok masyarakat kehilangan pendapatannya. Kondisi ini tentunya sangat mahal untuk pemerintah dimana pemerintah harus membiayai jaring pengaman sosial dan beberapa paket stimulus lainnya untuk memastikan masyarakat dapat memenuhi kebutuhan dasarnya dan menjaga agar perusahaan-perusahaan tidak gulung tikar. Sementara eskalasi Covid-19 terus memburuk, pemerintah berusaha untuk memberikan jalan tengah dengan menerapkan protokol "new normal" dalam rangka menggerakkan lagi aktivitas ekonomi tanpa membahayakan aspek kesehatan dan keamanan masyarakat.

Rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia

Juli 2020

Angka-angka Penting

- BI Repo Rate (7-day, Mei '20) **4,25%**
- Pertumbuhan PDB (Q1 '20) **2,97%**
- Inflasi (y.o.y, Mei '20) **1,96%**
- Inflasi Inti (y.o.y, Mei '20) **2,26%**
- Inflasi (m.t.m, Mei '20) **0,18%**
- Inflasi Inti (m.t.m, Mei '20) **0,02%**
- Cadangan Devisa (Mei '20) **131,7 miliar USD**

Untuk mendapatkan publikasi kami secara rutin, silahkan berlangganan dengan memindai *QR code* di bawah ini

atau klik tautan http://bit.ly/LPEMCommentarySubscription

Walaupun demikian, beban yang harus dipikul pemerintah tidaklah ringan. Sejauh ini, seperti yang sudah tertulis dalam Perpres No.72 tahun 2020, defisit fiskal telah melebar menjadi -6,34% dari PDB (1.039 triliun IDR) dari sebelumnya sebesar 5,07% (853 triliun IDR), akibat semakin melebarnya penurunan pendapatan pemerintah yaitu 533 triliun IDR (sebelumnya sebesar 472 triliun IDR). Berikutnya, dalam postur APBN terbaru diestimasi beban pembayaran bunga akan melonjak menjadi 17% dari sebelumnya 12% (sebelum pandemi) dari total pengeluaran pemerintah. Beban ini, walaupun berat dan mahal, adalah beban yang memang harus ditanggung untuk melawan pandemi dan memulihkan ekonomi. Namun, beban yang tidak dapat ditawar ini memiliki beberapa risiko pada kondisi makroekonomi, terutama jangan menengah hingga jangka panjang. Pemerintah masih memerlukan pendanaan sebesar 397,6 triliun IDR untuk barang publik yang mencakup sektor kesehatan, bantuan sosial, dan dukungan terhadap pemerintah daerah dan K/L. Pemerintah pusat juga memerlukan pendanaan sebesar 505,6 triliun IDR untuk dukungan terhadap UMKM dan dunia usaha (dikelompokkan sebagai belanja bukan barang publik). Kalau beban pendanaan ini hanya ditanggung oleh pemerintah pusat (dalam hal ini Kementerian Keuangan), maka beban pembayaran utang dalam APBN diestimasi akan melonjak hingga 20% dari keseluruhan pengeluaran pemerintah. Hal ini memiliki risiko besar terhadap keberlanjutan utang pemerintah di jangka menegah hingga jangka panjang, yang konsekuensinya akan memberi tekanan terhadap rating kredit Indonesia. Didesak oleh segala jenis risikonya dan beban berat yang harus ditanggung, BI dan Kementerian Keuangan telah mencapai kesepakatan untuk berbagi beban ini atau disebut juga *burden-sharing*.

Mekanisme *burden-sharing* antara Kemenkeu dan BI dalam mendanai pengeluaran fiskal yaitu memindahkan sebagian beban pembayaran bunga SBN yang dibeli langsung oleh BI. Secara rinci, BI akan menanggung semua imbal hasil dari SBN yang diterbitkan untuk mendanai barang publik (sebesar 7DRR). Untuk barang non-publik, biaya imbal hasil akan mengikuti tingkat imbal hasil pasar dan Kemenkeu akan menanggung biaya sebesar *reverse repo rate* 3 bulan dikurangi 1 persen, dan sisanya akan ditanggung oleh BI. Secara teori, tindakan monetisasi utang membawa risiko kredibilitas akibat adanya ruang terjadinya *moral hazard* yang ditimbulkan oleh bank sentral yang menjadi kurang independen. Risiko kredibilitas ini dapat meningkatkan *perceived risks* Indonesia yang selanjutnya dapat mengarah kepada penurunan rating negara dan memicu kenaikan imbal hasil yang harus ditawarkan dari surat utang pemerintah. Lebih lanjut, kenaikan jumlah uang beredar akibat skema *burden-sharing* ini akan memberikan tekanan terhadap kenaikan inflasi dan volatilitas nilai tukar Rupiah. Namun, BI dan Kemenkeu nampak sudah sangat menyadari risiko ini melihat kedua institusi tersebut secara aktif melakukan klarifikasi terkait skema *burden-sharing* ini sifatnya akan *"one-off" policy* untuk meyakinkan investor akan kredibilitas bank sentral yang tetap dijaga. Lebih lanjut, seiring dengan lemahnya kondisi permintaan agregat (tercermin dari angka inflasi yang berada di bawah target BI), tekanan ke atas terhadap inflasi akibat peningkatan jumlah uang beredar diharapkan dapat mengembalikan inflasi kedalam rentang target BI.

Kebijakan moneter non-konvensional yang ditambah komunikasi aktif antara Kemenkeu dan BI ke publik ini, telah cukup menetapkan preseden terkait monetisasi utang untuk saat ini. Menimbang kondisi terkini, dan dengan bank sentral lainnya di seluruh dunia yang juga menerapkan berbagai bentuk kebijakan moneter non-konvensional, tingkat kepercayaan investor dirasa tidak akan menurun secara signifikan dan pasar kemungkinan akan memberikan "*benefit of the doubt*" terhadap BI dan Kemenkeu untuk sekarang. Tetapi, langkah-langkah BI dalam melakukan *exit strategy* dari skema *burden-sharing* ini dan implementasinya akan menjadi

Angka-angka Penting

- BI Repo Rate (7-day, Mei '20)
  4,25%
- Pertumbuhan PDB (Q1 '20)
  2,97%
- Inflasi (y.o.y, Mei '20)
  1,96%
- Inflasi Inti (y.o.y, Mei '20)
  2,26%
- Inflasi (m.t.m, Mei '20)
  0,18%
- Inflasi Inti (m.t.m, Mei '20)
  0,02%
- Cadangan Devisa (Mei '20)
  131,7 miliar USD

Untuk mendapatkan publikasi kami secara rutin, silahkan berlangganan dengan memindai *QR code* di bawah ini

atau klik tautan http://bit.ly/LPEMCommentarySubscription

faktor krusial dalam menjaga kredibilitasnya dan sentimen pasar terhadap perekonomian Indonesia.

Secara keseluruhan, dengan angka kasus Covid-19 yang terus meningkat, pemerintah dan otoritas keuangan berusaha mengantisipasi potensi krisis dengan segala cara, baik dari aspek kesehatan maupun ekonomi. Kedepannya, pemerintah harus tetap mempertahankan kesigapan dan fokusnya dalam menangani krisis ini hingga berakhir. Melihat perkembangan terkini mengenai skema *burden-sharing* antara BI dan Kemenkeu, kondisi eksternal dan nilai tukar yang relatif stabil, cadangan devisa yang cukup, dan tingkat kepercayaan investor yang terjaga dengan langkah yang sudah dan akan diambil pemerintah, kami memandang pemotongan suku bunga kebijakan sebesar 25bps merupakan langkah yang tepat. Pemotongan suku bunga ini dapat mendorong permintaan agregat dan meringankan beban dari skema *burden-sharing,* dimana pemotongan suku bunga akan meringankan beban dari operasi moneter BI yang menggunakan skema *burden-sharing* atau penerbitan obligasi oleh Kementerian Keuangan.