

## Buletin Bulanan

### Bunyi Peringatan Bahaya

Ada kutipan menarik dan menggelitik dari seorang penulis Amerika kelahiran Israel Nir Eyal - "Semua manusia termotivasi untuk mencari kesenangan dan menghindari rasa sakit, untuk mencari harapan dan menghindari rasa takut, dan akhirnya, untuk mencari penerimaan sosial dan menghindari penolakan."

Mantan kepala ekonom BIS, William White, telah membuat peringatan karir tentang rasa sakit (ekonomi) dan ketakutan yang dia yakini ada di depan mengingat pandangannya bahwa sistem keuangan menjadi lebih tidak stabil. Kekhawatirannya telah dikesampingkan karena politisi dari semua keyakinan telah mampu menendang perhitungan ekonomi lebih jauh. Setelah direnungkan, mungkin yang kuat lebih termotivasi untuk menghindari rasa takut dan rasa sakit karena mereka memiliki lebih banyak kerugian.



Source : Hedgeye Cartoon



Source : Hedgeye Cartoon

Berikut adalah beberapa poin penting yang dikatakan bapak White dalam wawancara tersebut. Dia melihat kekuatan inflasi signifikan yang berkelanjutan dalam 1) Tenaga kerja berubah secara struktural melalui pensiunnya generasi baby boomer 2) Menangani perubahan iklim akan memakan biaya, lebih dari perkiraan saat ini. 3) Transformasi iklim membutuhkan perpindahan dari ekonomi yang digerakkan oleh bahan bakar fosil ke ekonomi berbasis logam 4). Pemisahan Tiongkok dan AS secara drastis mengubah rantai pasokan dengan banyak hal yang berakhir lebih mahal.

Kesulitan datang dari kenyataan bahwa ada batasan seberapa jauh dan berapa lama bank sentral dapat menaikkan suku bunga di dunia dengan beban utang yang berat.

Bulan lalu kita tidak sendirian dalam melihat tanda-tanda positif dari harga energi moderat dan meningkatnya prospek AS dan Eropa untuk menghindari resesi. Mungkin pandangan kami adalah naluri untuk menghindari rasa sakit dan ketakutan (resesi) tetapi kami sekarang telah menyaksikan kenaikan suku bunga yang signifikan yang telah menciptakan prospek yang jauh lebih kecil kemungkinannya untuk menghindari resesi dalam waktu dekat.

Menengok kembali pada analisa JP Morgan di bulan November lalu yang mempertimbangkan empat skenario ekonomi global:

## Buletin Bulanan

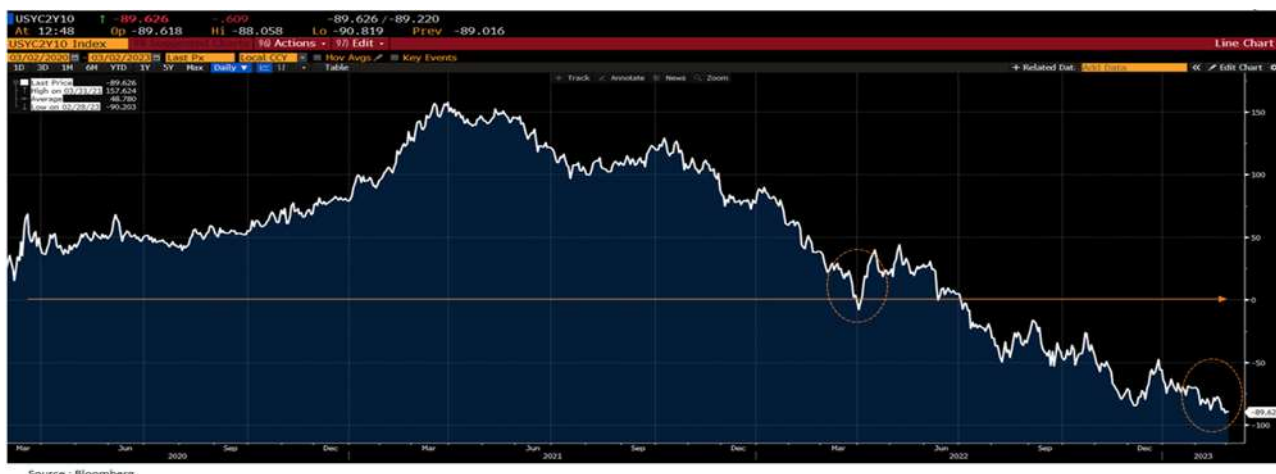
- 1) Resesi jangka pendek dengan penurunan suku bunga: peluang 20%: Perekonomian global berjuang di awal tahun 2023 karena suku bunga yang lebih tinggi membuat segalanya lebih mahal dan membatasi pertumbuhan. Suku bunga Fed diharapkan akan mencapai 5% sebelum Fed dengan cepat melonggarkan suku bunga karena bank sentral global melihat pertumbuhan yang melambat, pasar tenaga kerja yang melemah dan normalisasi rantai pasokan yang cukup untuk menurunkan inflasi.
- 2) Resesi akan tiba di penghujung tahun 2023: peluang 32%: Skenario kedua adalah di mana AS dapat mencegah resesi yang akan segera terjadi tetapi memasukinya di akhir tahun 2023 karena kondisi kredit AS yang memburuk dan penguatan mata uang dolar akan melemahkan pertumbuhan. Resesinya diharapkan akan ringan dan pertumbuhan global lambat tetapi tetap positif.
- 3) Kenaikan suku bunga yang agresif mengirim ekonomi global ke dalam resesi langsung: peluang terjadinya sebanyak 28%: Bank sentral menghentikan kenaikan suku bunga setelah 1Q2023 karena kebijakan moneter yang ketat mengurangi inflasi. Namun, bank sentral terpaksa melanjutkan kenaikan ketika terlihat dengan jelas bahwa inflasi susah turun dan membutuhkan tingkat pengetatan moneter yang lebih besar.
- 4) Soft landing, inflasi ditekan tanpa peningkatan pengangguran: peluang 20%: Resesi dihindari karena inflasi bergerak menuju 2% tanpa adanya penurunan tajam di pasar tenaga kerja. Pertumbuhan ekonomi lemah tetapi tetap positif, dan dengan memudarnya kekhawatiran inflasi, bank sentral mulai menormalkan suku bunga kebijakan pada tahun 2023, menetapkan dasar untuk periode ekspansif.

Sayangnya, pandangan positif tentang pilihan manusia yang dikutip oleh Nir Eyal tidak tercermin dalam skenario ini karena dua skenario yang lebih optimis (1 dan 4) memiliki probabilitas paling rendah.

Indikator ekonomi makro yang sangat kuat baru-baru ini dari AS telah memaksa pembuat kebijakan untuk memberi sinyal bahwa suku bunga akan lebih tinggi untuk waktu yang lebih lama. The Fed telah menggandakan misi utamanya untuk menurunkan inflasi, dengan menghancurkan permintaan, pemotongan margin, pengangguran yang lebih tinggi, kebangkrutan, dll. Data makro yang kuat tampaknya telah mengurangi kemungkinan terjadinya skenario pertama dan terakhir. Ekonomi AS yang kuat, setidaknya untuk pemikiran saat ini, meningkatkan peluang skenario kedua dan ketiga.

Tampaknya ada kasus untuk pandangan yang dipegang oleh William White (dikatakan dalam sebuah wawancara dengan Invesco) akhir bulan lalu karena ada beberapa bendera merah yang muncul termasuk:

### 1. Inversi yang lebih curam



## Buletin Bulanan

Banyak yang percaya bahwa inversi kurva hasil adalah salah satu indikator utama untuk potensi resesi di masa depan. Selama 43 tahun terakhir, rata-rata 17 bulan dan median 19 bulan telah terjadi inversi awal kurva imbal hasil dan resesi terjadi di AS.

Pembalikan kurva imbal hasil terbaru terjadi pada 31 Maret hingga 1 April 2022, namun cukup singkat. Kurva imbal hasil terbalik dan normal kembali pada 4 Juni 2022. Kesenjangan antara surat berharga pemerintah dua dan sepuluh tahun tidak signifikan pada tanggal 4 Juni, sebesar 0,26% tetapi kemudian pada bulan itu, imbal hasil surat berharga pemerintah dua tahun berlanjut untuk naik dan akhirnya melampaui surat berharga pemerintah 10 tahun.

Kesenjangan telah melebar sejak 7 Juli 2022 menjadi -0,89% pada 2 Maret, paling curam dalam 42 tahun. Sangat menarik untuk melihat berapa lama waktu yang dibutuhkan inversi kurva imbal hasil untuk mencapai resesi AS. Analisis JPMorgan kali ini mengaitkan peluang 70% dengan kemungkinan resesi "pada akhir 2023 atau 2024".



Source : Bloomberg

## 2. Beberapa sektor yang sensitif terhadap suku bunga mulai memperlihatkan penurunan

Memang, suku bunga yang lebih tinggi sekarang sudah mulai mengurangi permintaan dan kami belajar dari *Greed and Fear* bahwa total pertumbuhan pinjaman bank komersial AS telah melambat dari 12,5% YoY pada awal Desember 2022 menjadi 11,6% YoY pada pekan yang berakhir 15 Februari, sementara pertumbuhan kredit komersial dan industri turun dari 16,3% YoY pada akhir November 2022 menjadi 13,6% YoY.

Kecenderungan itu juga menyebar ke benua lain termasuk di Zona Euro. Pinjaman bank zona tersebut ke sektor swasta masih meningkat sebesar 4,9% YoY pada Januari 2023, tetapi turun dari 7,0% YoY pada September 2022. Sementara Survei Pinjaman Bank ECB baru-baru ini juga menunjukkan bahwa 74% bank-

## Buletin Bulanan

bank di Zona Euro melaporkan permintaan pinjaman yang lebih lemah untuk properti di 4Q22, level tertinggi sejak data survei dimulai di 4Q02.

Sementara itu di Inggris, data dari Persimmon, salah satu pengembang properti terbesar di Inggris menunjukkan bahwa penjualan rumah baru bisa turun hingga 40% tahun ini di tengah tingginya tingkat bunga hipotek dan ketidakpastian ekonomi. Data lain dari Bank of England mengecewakan karena persetujuan hipotek untuk pembelian rumah turun menjadi 39.600 pada Januari 2023, turun dari 40.500 bulan sebelumnya dan terendah sejak Mei 2020. Jika BoE mengecualikan permulaan pandemi Covid-19, maka membaca pada bulan Januari adalah tingkat persetujuan terendah sejak Januari 2009, ketika Inggris terperosok dalam resesi menyusul krisis perbankan.

### 3. Sementara itu, ketegangan meningkat antara Tiongkok dan AS...

Pemisahan antara dua ekonomi terbesar di dunia dan dampaknya dapat memengaruhi rantai pasokan global secara signifikan. Setiap kali ada detil yang tidak menguntungkan tentang proses tersebut, pasar keuangan bereaksi negatif. Persewaan terbaru adalah ketika AS menembak jatuh balon mata-mata Tiongkok di atas Atlantik.

Presiden Biden akan menandatangani pengesahan Chips and Science Act yang membuka jalan bagi lebih dari USD50 miliar dalam hibah federal untuk perusahaan yang membangun manufaktur semikonduktor canggih di AS, sambil mewajibkan penerima dana tersebut untuk tidak meningkatkan pabrik yang berbasis di Tiongkok selama satu dekade. AS juga meminta sekutunya termasuk Uni Eropa dan Jepang untuk memperlakukan Tiongkok sebagai ancaman ekonomi dan keamanan.

Satu hal yang menarik adalah TikTok yang selama ini menjadi pusat perdebatan politik, berhasil menyatukan Demokrat dan Republik untuk membuat undang-undang yang akan memberi pemerintah kekuatan baru untuk melarang aplikasi Tiongkok yang menimbulkan ancaman keamanan.

Fakta menarik lainnya – kedua negara saling membutuhkan sebagai mitra dagang. Bloomberg melaporkan bahwa meskipun ketegangan meningkat, total perdagangan barang dagangan antara kedua negara naik menjadi USD690,6 miliar pada tahun 2022, melebihi rekor yang ditetapkan pada tahun 2018. Defisit perdagangan barang tahunan dengan Tiongkok meningkat sebesar 8% menjadi USD382,9 miliar, rekor terbesar setelah penurunan USD419,4 miliar pada 2018.

Tiongkok sendiri kini fokus memperluas ekonominya sebesar 5% untuk FY2023, mejadi target terendah selama lebih dari tiga dekade. Angka tersebut di bawah target tahun lalu sebesar 5,5% oleh perdana menteri Tiongkok sebelumnya dan terdengar lebih realistis dan mudah dicapai terutama setelah jauh dari targetnya pada tahun 2022.

Namun, satu perubahan nyata, Tiongkok mengalokasikan 7,2% lebih tinggi dalam pengeluaran militer, laju tercepat dalam empat tahun dan melampaui kategori pengeluaran lainnya. Keputusan tersebut memicu analisis untuk berpikir bahwa negara tersebut meningkatkan militernya setelah serangkaian insiden yang tidak menguntungkan baru-baru ini dengan AS terkait Taiwan dan balon udara.

Oleh karena itu, ke depan, kami memperkirakan volatilitas di pasar keuangan akan terus berlanjut, tetapi kami akan memantau perkembangan berita tentang tindakan *decoupling* dengan cermat. Beberapa pakar

## Buletin Bulanan

pasar telah memperkirakan hubungan tersebut malah akan semakin memburuk tahun ini, bukannya membaik. Suara apa pun bisa menjadi kontraproduktif.

### 4. Limit Pinjaman AS

Seperti yang telah kita ketahui bahwa pemerintah AS mencapai pagu utangnya (USD31,4 triliun) pada pertengahan Januari dan memicu Janet Yellen untuk mengambil “langkah-langkah luar biasa” termasuk menanggukkan investasi baru dalam upaya untuk dapat membayar tagihan tersebut. Dengan begitu, Menkeu berharap pemerintah bisa membayar kewajibannya hingga awal Juni. Plafon utang AS telah dinaikkan 22 kali dari tahun 1997 hingga 2022 dengan yang terakhir terjadi pada Desember 2021.

Bank of America (BofA) percaya bahwa pemerintah federal AS untuk sementara dapat dipaksa untuk gagal bayar sebagian dari kewajiban hariannya untuk waktu mulai dari beberapa hari hingga beberapa minggu pada akhir musim panas atau awal musim gugur. Jika ini terjadi, ini akan menjadi pertama kalinya dalam sejarah bahwa AS akan gagal memenuhi kewajibannya karena plafon utang dan dengan demikian, akan menjadi negatif untuk harga aset. BofA berpikir bahwa setiap penurunan harga aset akan menjadi peluang pembelian karena mengharapkan plafon utang pada akhirnya akan dinaikkan.

Harap diperhatikan bahwa karena meningkatnya politik dalam negeri di AS termasuk Kongres yang terpecah belah dan konflik kepentingan, menaikkan plafon utang kemungkinan akan lebih menantang dan berat tahun ini.

Moody's Analytics telah memperingatkan panel Senat awal pekan ini bahwa pengangguran dapat meningkat dengan cepat dan negara dapat jatuh ke dalam resesi jika anggota parlemen gagal melakukannya. Partai Republik ingin Pemerintahan Biden mengurangi pengeluarannya dengan imbalan pemungutan suara untuk menaikkan batas. Sepertinya Pemerintahan Biden tidak akan dapat memenuhi harapan Partai Republik.

### Di dalam negeri? Indikator makro ekonominya kuat tapi....

Berkat harga komoditas yang lebih tinggi di awal tahun, pembukaan kembali ekonomi dan tingkat inflasi yang lebih lambat dibandingkan dengan negara lain, ekonomi Indonesia pada 4Q22 tumbuh sebesar 5,01% YoY. Itu sedikit lebih tinggi dari perkiraan konsensus sebesar 4,92% YoY, meskipun lebih rendah dari 3Q22 sebesar 5,7% YoY. Permintaan domestik agak melambat menjadi 3,1% YoY (vs 4,6% YoY di 3Q22) karena efek dasar pembukaan kembali berkurang, tetapi ekspor bersih mencatat angka yang kuat di 86% YoY. Pembentukan modal tetap bruto menurun menjadi 3,3% di 4Q22 dari 5%, karena investasi di sektor pertambangan melambat, sementara pengeluaran pemerintah melanjutkan tren penurunannya menjadi -4,8% YoY (vs 2,6% YoY di 3Q22).

Bank Indonesia (BI) membiarkan 7DRR tidak berubah di 5,75%, dan menyatakan bahwa angka tersebut relatif telah mencapai puncaknya. Secara terpisah, IHK pada Januari 2023 mencapai 5,3% YoY, sedikit lebih rendah dari 5,5% YoY pada Desember 2022, dan lebih rendah dari angka konsensus 5,4% YoY. Inflasi yang lebih rendah berasal dari biaya transportasi yang lebih rendah (+14% YoY pada Januari-23, vs +15,3% YoY pada Desember 2022), sementara harga makanan tetap tinggi di +5,8% YoY (relatif sama dengan level Desember 2022). Inflasi inti relatif stabil di 3,3% YoY.



## Buletin Bulanan

Secara terpisah – Current Account Surplus (CAS) Tumbuh menjadi USD13,2 miliar di FY22, terbesar sejak 2009 dalam hal persentase PDB. Berkat harga komoditas dan volume penjualan yang lebih tinggi tahun lalu, kami dapat membukukan surplus neraca berjalan sebesar USD13,2 miliar, yang terbesar sejak 2009 dalam hal persentase PDB.

Kelebihan tersebut menyumbang 1% dari PDB menurut Bank Indonesia vs 0,3% dari PDB pada tahun 2021 (pada saat itu CAS berada di USD3,5 miliar). Neraca pembayaran tetap berada dalam kegelapan di USD4,3 miliar pada tahun 2022, turun dari USD13,5 miliar pada tahun 2021 karena negara tersebut mengalami arus keluar yang besar dari rekening modal dan keuangan.

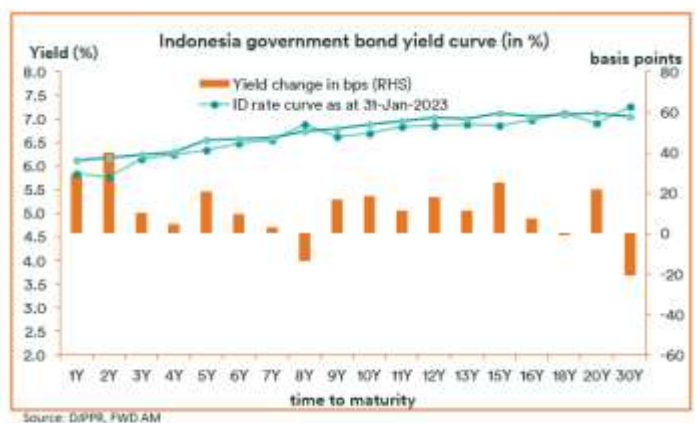
Kabar baik lainnya -- Kami juga membukukan surplus perdagangan tertinggi sepanjang masa pada USD54,5 miliar meskipun permintaan komoditas global melambat dan harga melemah dalam beberapa bulan terakhir di tahun 2022. Itu adalah surplus perdagangan ke-33 bulan berturut-turut.

BI berpendapat bahwa transaksi berjalan dapat bergerak antara +0,4% dari PDB hingga -0,4% dari PDB hingga akhir tahun ini. Surplus neraca berjalan 4Q22 menyusut menjadi USD4,27 miliar tetapi neraca pembayaran naik menjadi USD4,7 miliar pada periode yang sama.

Harap dicatat bahwa ada rencana dari pemerintah untuk membuat eksportir menyimpan hampir 30% dari pendapatan mereka di dalam negeri setidaknya selama tiga bulan dalam upaya untuk mendukung pasokan lokal mata uang asing. Menko Perekonomian memperkirakan rencana tersebut dapat membantu cadangan hingga USD50 miliar per tahun.

### ... Pasar Valas, Obligasi dan Saham Tidak menunjukkan kinerja yang baik selama bulan Februari

Rupiah terdepresiasi terhadap USD pada Februari 2023 sebesar -1,7% dan kami dapat menghubungkan penurunan nilai Rupiah dengan arus keluar obligasi luar negeri. Kesenjangan baru-baru ini antara surat berharga pemerintah AS 10 tahun vs surat berharga pemerintah Indonesia 10 tahun menyempit menjadi 299,6 bps pada 20 Februari 2023. Kesenjangan di masa lalu sekitar 400 bps hingga 450bps. Oleh karena itu, tidak mengherankan melihat arus keluar dari pasar obligasi sebesar IDR6,7 triliun pada Februari 2023. Arus keluar tersebut menyebabkan kepemilikan asing turun menjadi 14,79% dari 15,09% pada bulan sebelumnya.



## Buletin Bulanan

Namun demikian, pasar obligasi bertahan relatif baik bulan lalu, terutama obligasi 10 tahun yang yield-nya hanya naik 18bps secara bulanan di tengah aksi jual obligasi global. Kami percaya ketahanan harga obligasi kami disebabkan oleh kuatnya indikator ekonomi makro yang disebutkan sebelumnya.

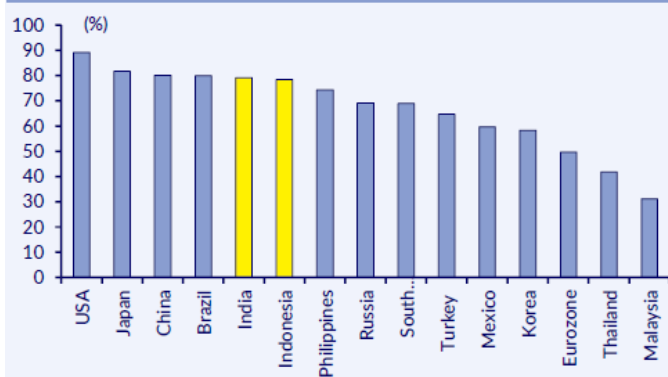
Sementara itu di pasar saham, IHSG (+0,06% MoM) dan LQ45 (+0,7% MoM) berakhir hampir tidak berubah pada Februari 2023 dan secara mengejutkan lebih baik dibandingkan dengan indeks Asia lainnya. Beberapa pemenang adalah BBKA (+3,2% MoM), UNTR (+13,6% MoM), dan GOTO (+5,4% MoM), sedangkan BYAN (-4,5% MoM), CPIN (-7,7% MoM), dan BBNI (-4,1%) termasuk di antara penyeret utama pada indeks. Meskipun kinerjanya rendah bulan lalu, investor asing masih mencatatkan arus masuk sebesar Rp 5,7 triliun pada Februari 2023.

Berdasarkan sektor, transportasi & logistik (+8,2% MoM), industri (+2% MoM), dan siklus konsumen (+1,6% MoM) merupakan sektor dengan kinerja terbaik, sementara di sisi lain, energi (-2,8% MoM), sektor dasar material (-2,1% MoM), dan teknologi (-1,9% MoM) adalah yang terburuk. Saham-saham Indonesia masih berada dalam tren konsolidasi, karena kurangnya katalis positif dan aksi ambil untung dari beberapa saham unggulan.

Ke depan, akan lebih menantang bagi pasar keuangan untuk bergerak positif karena ketidakpastian ekonomi global terus meningkat, membebani pertumbuhan. Namun, Indonesia sangat bergantung pada konsumsi domestik (sekitar 80%), sehingga harus mampu meredam pukulan yang datang dari guncangan eksternal. Kami menemukan bahwa tahun 2023 IHSG akan lebih tertekan untuk mencapai level tertinggi baru, oleh karena itu kami juga menurunkan ekspektasi kami ke 6.900 untuk akhir Maret dan FY2023 di 7.200 vs 7.300 sebelumnya.

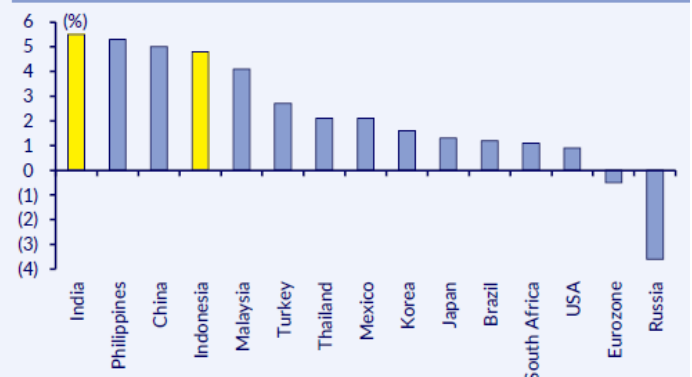
Kami tidak berharap Indonesia jatuh ke dalam resesi, mungkin hanya akan mengalami perlambatan ekonomi akhir tahun ini sebagai akibat dari suku bunga yang lebih tinggi yang menekan permintaan domestik dan menahan pertumbuhan.

**Domestic demand as % of GDP across key economies**



Source: CLSA, World Bank, Bloomberg

**Real GDP growth (2023)**



Source: CLSA, Bloomberg

## Buletin Bulanan

### Strategi di bulan Maret 2023

Karena pasar AS memberikan sedikit atau tidak ada arah untuk perdagangan, kami di Asia, melakukannya sendiri.

Pasar saham dimulai dengan bunga yang diredam pada Maret 2023 meskipun melihat aliran masuk sebesar USD177 juta (pada tiga hari pertama bulan Maret). Pelaku pasar saham di Indonesia tampaknya menunggu di sela-sela meningkatnya volatilitas harian dan ketidakpastian geopolitik global. Tim investasi kami juga lebih memilih untuk beli saat turun dan segera membukukan keuntungan dalam situasi tersebut.

Kami percaya bahwa Bank Indonesia akan menyesuaikan tingkat bunga hingga 6% untuk FY2023 dari saat ini 5,75% mencerminkan apa yang dilakukan FED di AS. Namun demikian, kami terus mengakumulasi obligasi pemerintah karena imbal hasil yang menarik dan harga yang menarik. Kami perkirakan imbal hasil obligasi pemerintah 10 tahun akan melonjak hingga 7,50% untuk FY2023 dan Rupiah diperdagangkan antara Rp15.500/USD – USD15.800/USD. Kami yakin tahun 2024 akan memberikan peluang yang lebih baik termasuk ruang bagi harga obligasi untuk melonjak.

*Laporan ini disiapkan oleh PT FWD Asset Management dan disediakan hanya untuk kepentingan penyampaian informasi. Investor harus membaca dan memahami Prospektus sebelum memutuskan untuk membeli Unit Penyertaan Reksa Dana ini. Jika terdapat perbedaan antara laporan ini dan Prospektus, maka ketentuan Prospektuslah yang berlaku. Nilai Unit Penyertaan dan pendapatan dari Reksa Dana bisa naik maupun turun. Kinerja masa lalu bukan merupakan jaminan untuk kinerja masa depan dan juga bukan merupakan perkiraan dan/atau indikasi kinerja di masa depan Reksa Dana. Informasi mengenai efek-efek terbesar dalam portofolio bukan merupakan rekomendasi untuk membeli efek-efek tersebut. PT FWD Asset Management berizin dan diawasi oleh OJK dan telah memperoleh izin usaha dari OJK (d/h BAPEPAM dan LK) pada Desember 2003 dengan izin usaha No. KEP-12/PM/MI/2003.*

#### **PT FWD Asset Management**

Gedung Artha Graha, lantai 29  
SCBD, Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190 – Indonesia

**T** (+62) 21 2935 3300

**F** (+62) 21 2935 3388