

Economics Note

Kenaikan infeksi COVID-19 yang tajam dapat menekan pertumbuhan ekonomi Indonesia

Oleh: Mika Martumpal

Mika Martumpal
Economist
mika.martumpal@cimbniaga.co.id

Indikasi Kurs, Suku Bunga, Komoditas dan Indeks Saham

SPOT RATES	16-Jul	16-Apr
USD/IDR	14,503	14,565
USD/CNY	6.46	6.52
EUR/USD	1.18	1.20
USD/JPY	109.88	108.80
USD/MYR	4.20	4.13
USD/SGD	1.36	1.33
AUD/USD	0.74	0.77
USD/THB	32.71	31.22
USD/INR	74.55	74.36
USD/PHP	50.21	48.39

Interest Rates (%)	16-Jul	16-Apr
BI 7-day RR Rate	3.50	3.50
1M IDR Interbank	3.58	2.33
USD Fed Funds	0.25	0.25
3M USD Libor	0.13	0.19
3M IDR Jibor	3.75	3.75
10Y IDR Govt Bonds	6.39	6.49
10Y US Treasury	1.31	1.58

Commodity	16-Jul	16-Apr
Crude Oil (WTI) \$/bbl	71.5	63.1
Coal (Newcastle) \$/ton	146.0	94.3
Palm oil (CME) \$/ton	954	835
Gold \$/t oz	1,831	1,777

Stock Market Index	16-Jul	16-Apr
JCI - Indonesia	6,047	6,086
Nikkei 225 - Japan	27,956	29,683
DJIA - US	34,987	34,201

Bloomberg; CIMBN

Penggerak pasar keuangan. Saat ini pasar utamanya digerakkan oleh naiknya infeksi COVID-19 di Indonesia yang mencapai rekor tertinggi (lebih dari 50 ribu kasus baru per hari) sehingga memaksa diberlakukannya pembatasan kegiatan masyarakat (PPKM) darurat di Jawa dan Bali (3 – 20 Juli). PPKM darurat diharapkan akan menekan turun mobilitas masyarakat hingga 30% sehingga dapat mengurangi penularan virus mematikan tersebut. Selain itu di Amerika Serikat data pasar tenaga kerja terus menguat yang ditandai dengan tingkat pengangguran yang turun ke kisaran 6%.

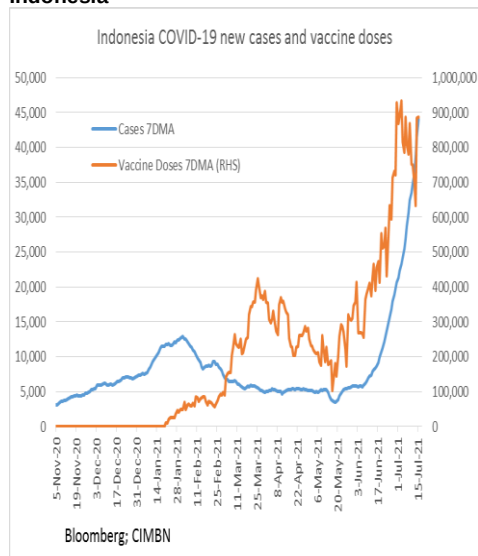
Reaksi di pasar keuangan global pasca berita ekonomi tersebut antara lain adalah yield obligasi *safe haven* AS tenor 10 tahun bergerak turun ke sekitar 1,30%, dari puncaknya di kisaran 1,70% pada awal bulan April. Selain itu pasar saham di AS terus naik ke level tertinggi sepanjang sejarah (indeks saham S&P 500 berada di kisaran 4.300). Indeks USD cenderung bergerak naik ke level 92,8 – tertinggi sejak awal bulan April, dari sebelumnya di sekitar 90 pada akhir bulan Mei. Di dalam negeri yield obligasi pemerintah tenor 10 tahun awalnya naik ke arah 6,60% dari 6,40% namun kemudian turun lagi ke level awal. Sedangkan kurs USD/IDR cenderung naik mendekati 14.600 dari kisaran 14.200.

Waktu yang diperlukan untuk menekan infeksi COVID-19. Pertanyaan yang muncul adalah berapa lama waktu yang dibutuhkan untuk menurunkan infeksi ke level yang rendah (4-5 ribu/ hari)? Jika melihat peristiwa kenaikan kasus serupa di saat hari raya Natal dan tahun baru di Indonesia maka butuh 1 hingga 2 bulan. Jika melihat kondisi serupa di India di bulan Mei maka butuh sekitar 1 bulan. Vaksinasi yang cepat dan luas serta penerapan PPKM darurat diharapkan akan mempercepat penurunan infeksi. Namun sayangnya PPKM darurat akan mengurangi mobilitas orang dengan drastis dan dapat menekan aktivitas ekonomi nasional yang sangat bergantung pada belanja rumah tangga.

Vaksinasi COVID-19. Indonesia adalah salah satu negara dengan jumlah vaksinasi COVID-19 terbesar di dunia. Hingga tanggal 14 Juli 2021 sudah sekitar 54 juta dosis vaksin diberikan di Indonesia dari total 3,51 miliar dosis vaksin di seluruh dunia. Namun rasio vaksinasi terhadap populasi Indonesia terbilang rendah relatif dibandingkan dunia. Vaksinasi COVID-19 di Indonesia telah naik mencapai sekitar 900 ribu dosis per hari. Jika vaksinasi dapat mencapai rata-rata 1 juta dosis per hari maka hingga akhir tahun 2021 akan mencapai total sekitar 228 juta dosis. Butuh kira-kira 364 juta dosis untuk mencapai target vaksinasi pemerintah yaitu 182 juta orang.

Perlu diingat bahwa pada umumnya setiap orang memerlukan dua dosis vaksin agar imunitas terhadap COVID-19 meningkat. Dari 15 negara yang

Infeksi harian dan vaksinasi COVID-19 di Indonesia

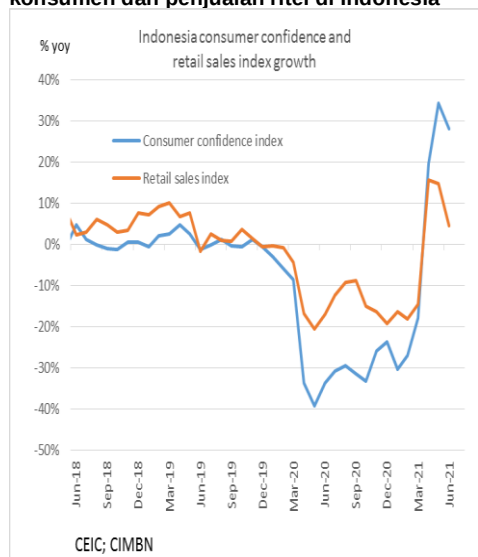


jumlah vaksinasi COVID-19 terbesar, hanya ada tiga negara berkembang dan bukan produsen vaksin termasuk Indonesia, sisanya adalah negara maju dan atau produsen vaksin. Jadi jelas COVID-19 adalah masalah yang lebih besar di negara-negara berkembang atau miskin yang bukan negara produsen vaksin.

Kondisi sebelum lonjakan infeksi COVID-19. Lalu lintas orang di Indonesia naik pesat menjelang hari raya Idul Fitri di bulan Mei. Di satu sisi kondisi ini berdampak positif pada ekonomi nasional di kuartal dua 2021 (2Q2021). Di sisi lain hal ini juga berperan pada kenaikan infeksi COVID. Pusat keramaian seperti pusat perbelanjaan dan tempat rekreasi mengalami kenaikan aktivitas yang melebihi masa sebelum pandemi (*baseline* adalah Januari 2020). Tetapi aktivitas di transportasi umum/stasiun dan perkantoran memang masih tetap jauh di bawah normal sehingga menghambat laju ekonomi.

Usulan kenaikan pajak. Aktivitas ekonomi yang mulai menguat di 2Q2021 tampaknya memberikan keyakinan pada pemerintah untuk mengusulkan kenaikan pajak agar kesehatan fiskal terjaga. Pemerintah berupaya untuk menekan turun defisit anggaran di bawah 3% dari produk domestik bruto (PDB) di tahun 2023 dari kisaran 5% PDB antara tahun 2020 - 2022. Rencana kenaikan pajak di negara-negara maju untuk membiayai defisit anggaran masing-masing tampaknya juga menjadi latar belakang dari keinginan pemerintah untuk menaikkan penerimaan pajak.

Pertumbuhan indeks tingkat keyakinan konsumen dan penjualan ritel di Indonesia



Beberapa usulan kenaikan pajak pemerintah antara lain adalah kenaikan pajak penjualan, kenaikan pajak penghasilan orang kaya, pemberlakuan pajak minimum korporasi, penerapan pajak karbon dan tax amnesty jilid dua. Rasio penerimaan pajak Indonesia sekitar 8% PDB di masa pandemi, termasuk sangat rendah dibandingkan dengan negara lain di dunia. Namun usulan kenaikan pajak ini dianggap banyak pihak tidak tepat waktu mengingat kondisi ekonomi yang masih lemah.

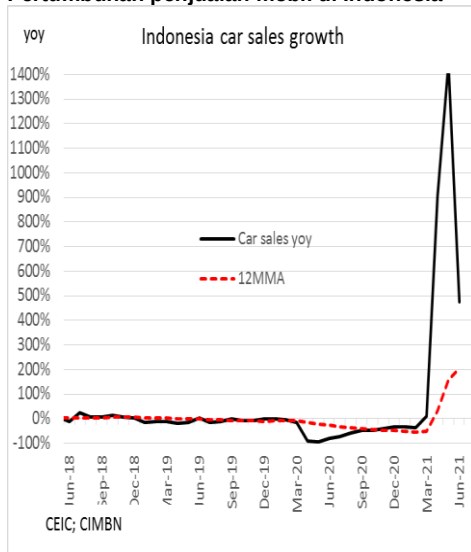
Minat investor asing. Kekhawatiran pemerintah tampaknya juga bersumber dari keringnya minat *investor* pada obligasi negara dalam denominasi rupiah sejak awal tahun ini. Rasio *investor* asing terhadap total pemilik obligasi IDR hanya berkisar 21% - 23%, jauh merosot dibandingkan masa sebelum pandemi yang dapat mencapai antara 35% - 40%. Penerimaan pemerintah yang turun banyak selama pandemi COVID dan ketergantungan pada pembelian obligasi oleh Bank Indonesia sebagai pendanaan utama di saat belanja negara tumbuh cukup tinggi tampaknya dianggap tidak mencerminkan pengelolaan keuangan yang baik di mata *investor* global.

Kepemilikan obligasi pemerintah Indonesia

	IDR trillion			% total		
	31-Dec-19	30-Dec-20	30-Jun-21	31-Dec-19	30-Dec-20	30-Jun-21
Bank	581	1,376	1,392	21.1	35.5	32.5
Bank Indonesia (gross)	273	875	987	9.9	22.6	23.0
Non bank	1,909	2,041	2,213	69.3	52.7	51.7
Mutual Fund	131	161	135	4.8	4.2	3.2
Insurance and Pension Fund	472	543	610	17.1	14.0	14.2
Non Resident	1,062	974	977	38.6	25.2	22.8
Individual	81	131	192	2.9	3.4	4.5
Others	163	232	298	5.9	6.0	7.0
TOTAL	2,753	3,871	4,283	100.0	100.0	100.0

DJPPR; CIMBN

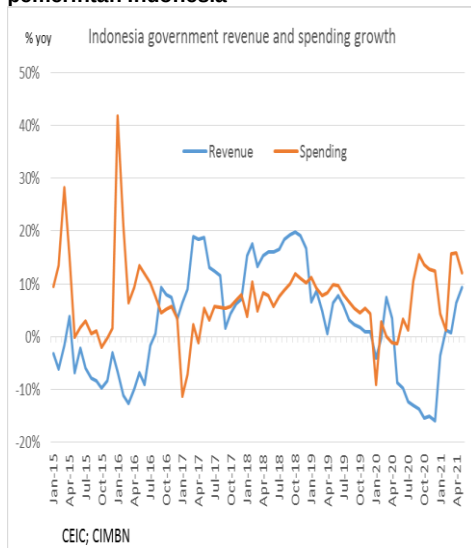
Pertumbuhan penjualan mobil di Indonesia



Belanja rumah tangga. Aktivitas belanja rumah tangga (RT) meningkat pesat di kuartal dua tahun ini jika melihat indikator survei tingkat keyakinan konsumen dan penjualan ritel Bank Indonesia. Pertumbuhan dua digit di bulan April dan Mei sedikit mengobati setelah terjadi kontraksi dengan besaran yang sama dalam setahun terakhir. PPKM darurat diperkirakan akan menekan turun belanja RT di 3Q2021. Belanja RT diharapkan naik dengan kuat di 4Q2021. Konsumsi diperkirakan tumbuh 3,0% di tahun 2021, lebih rendah dari estimasi saya di bulan April yaitu 3,9%.

Belanja investasi. Komponen ekonomi lain yang dominan yaitu belanja investasi juga menunjukkan trend yang sama dengan belanja rumah tangga di 2Q21. Pertumbuhan penjualan kendaraan bermotor dan semen tumbuh tinggi walaupun memang ada peran *base effect*. Volume penjualan kendaraan bermotor dan semen sudah lebih tinggi dari tahun 2020 namun masih lebih rendah dari 2019. Namun jika membandingkan data penjualan di kuartal dua dan kuartal satu 2021 tidak memperlihatkan perubahan yang signifikan bahkan ada sedikit penurunan terutama pada penjualan sepeda motor dan semen. Belanja investasi diperkirakan tumbuh 2% di tahun 2021, lebih rendah dari estimasi saya di bulan April yaitu 2,7%.

Pertumbuhan penerimaan dan belanja pemerintah Indonesia



Pertumbuhan kredit perbankan. Banjir likuiditas berkat kebijakan suku bunga rendah dan QE oleh BI adalah salah satu *feature* dari ekonomi pada saat *new normal*. Hal ini menyebabkan pertumbuhan uang beredar meningkat pesat yang tujuannya mendorong orang untuk konsumsi dan investasi. Tetapi sayangnya pertumbuhan kredit perbankan sebagai salah satu indikator meningkatnya permintaan masyarakat masih sangat rendah bahkan negatif. Rata-rata pertumbuhan kredit di 2Q2021 adalah negatif 1,9% yoy, sedikit membaik dari negatif 2,7% yoy di 1Q2021. Kondisi ini juga yang masih akan menekan angka pertumbuhan ekonomi di tahun 2021.

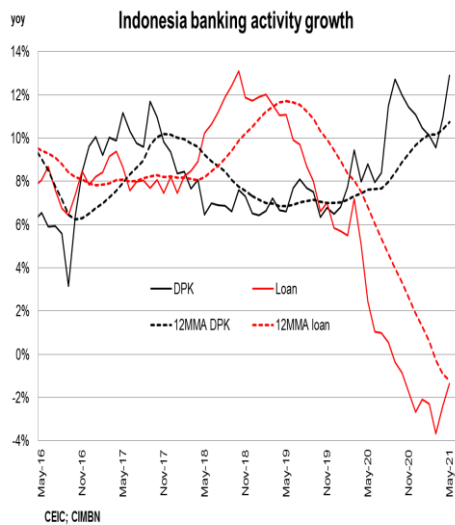
Pendanaan di pasar obligasi korporasi juga menunjukkan kondisi yang serupa. Pertumbuhan *outstanding* obligasi korporasi dalam denominasi rupiah masih di kisaran negatif 1% *year-on-year* per Juni 2021.

Inflasi. Ekonomi Indonesia yang masih lemah ditandai dengan rendahnya tekanan kenaikan harga-harga barang dan jasa konsumen atau inflasi. Inflasi Indonesia baik umum maupun inti bergerak cenderung menurun dan bahkan berada cukup jauh di bawah target Bank Indonesia. Rata-rata inflasi umum Indonesia di 2Q2021 dan 1Q2021 adalah masing-masing 1,48% *year-on-year* (yoy) dan 1,43% yoy, di bawah target Bank Indonesia yaitu 2% - 4%. Inflasi diperkirakan rata-rata sebesar 1,6% di tahun 2021 turun, lebih rendah dari prediksi di bulan April yaitu 1,9%.

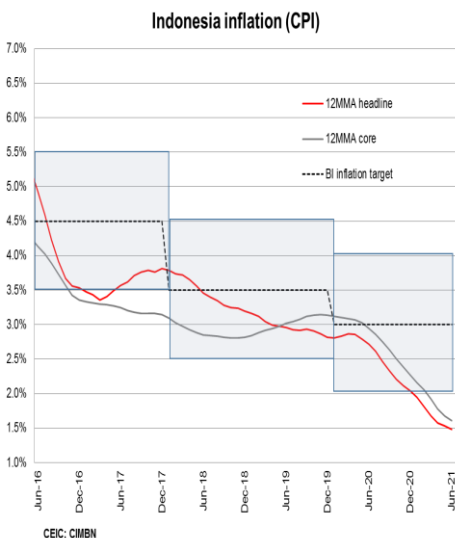
Di sisi lain ekonomi Amerika Serikat yang bergerak naik mendekati normal berkat program vaksinasi yang sukses mengalami tekanan inflasi yang meningkat pesat. Tingkat pengangguran di AS turun dari puncaknya 14,8% di April 2020 ke 5,9% di Juni 2021, jauh lebih cepat dibandingkan dengan saat krisis keuangan global 2008 yang membutuhkan waktu 5 tahun untuk tingkat pengangguran bisa turun ke level yang sama dari puncaknya.

Tekanan inflasi yang naik level 5% yoy dari kisaran 0% yoy di Amerika Serikat potensial mendorong Federal Reserve untuk mengambil kebijakan

Pertumbuhan dana pihak ketiga dan kredit perbankan Indonesia



Inflasi Indonesia



moneter yang lebih ketat. Semakin banyak anggota dewan gubernur The Fed yang melihat suku bunga acuan USD yang lebih tinggi di tahun 2022 walaupun mayoritas masih memperkirakan suku bunga naik di tahun 2023. Kebijakan yang mungkin diambil oleh The Fed dalam waktu dekat adalah mengurangi program *quantitative easing* (QE).

Perdagangan internasional. Aktivitas ekspor dan impor Indonesia meningkat pesat di tahun 2021 ini. Bahkan nilai impor tahun ini sudah melebihi tahun 2019 untuk periode Januari - Juni. Ini adalah salah satu indikator ekonomi yang mulai meningkat. Selain itu ekspor manufaktur dan harga komoditas yang tinggi juga berperan mendorong naik ekspor dan impor Indonesia. Peran ekspor neto pada pertumbuhan ekonomi di tahun 2021 diperkirakan tetap positif dan dominan. Perkiraan pertumbuhan ekspor dan impor (barang) di tahun 2021 adalah masing-masing 22% dan 25%.

Proyeksi pertumbuhan ekonomi. Dampak PPKM darurat pada ekonomi Indonesia tampaknya akan mirip dengan episode yang serupa di kuartal satu 2021 dibandingkan dengan masa awal pandemi di kuartal 2 2020. Angka pertumbuhan masih mungkin tertolong jika di awal Agustus aktivitas ekonomi dan sosial sudah lebih tinggi. Pola musiman belanja pemerintah yang tinggi di kuartal dua dan tiga juga dapat mengurangi dampak buruk PPKM darurat pada pertumbuhan ekonomi.

Sektor yang tertekan selama PPKM darurat tampaknya adalah pusat perbelanjaan, transportasi, restoran, hotel, perdagangan konvensional. Sektor yang diuntungkan tampaknya adalah pasar swalayan, pasar tradisional, belanja daring, transportasi daring, *cargo/ delivery services*, restoran daring, kesehatan dan teknologi informasi.

Pertumbuhan ekonomi 2Q2021 diperkirakan 6,3% yoy, naik dari estimasi saya di bulan April yaitu 6,0%. Sedangkan pertumbuhan 3Q2021 diperkirakan sebesar 2,8% yoy, lebih rendah dari estimasi 4,3% yoy pada prediksi April. Pertumbuhan ekonomi 2021 diperkirakan sebesar 3,4%, lebih rendah dari prediksi sebelumnya yaitu 3,8%.

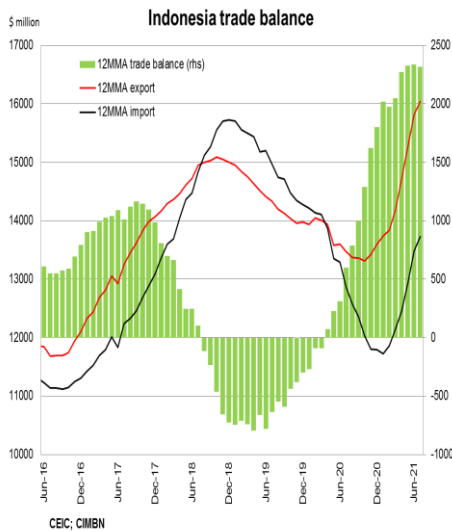
Kebijakan moneter. Kondisi ekonomi Indonesia yang masih lemah membutuhkan dukungan kebijakan moneter Bank Indonesia. Tingkat inflasi yang masih di bawah target menunjukkan adanya ruang untuk menurunkan suku bunga acuan. Namun risiko eksternal dari kemungkinan kebijakan moneter The Fed yang lebih ketat dapat menyebabkan ketidakstabilan di pasar keuangan domestik jika BI menurunkan suku bunga acuan. Pilihan untuk meneruskan kebijakan QE tampaknya lebih tepat untuk diambil BI. Suku bunga *7-day reverse repo* diperkirakan akan tetap pada level 3,5% hingga akhir tahun 2021.

Proyeksi pasar keuangan. Dampak pemberlakuan pembatasan kegiatan masyarakat darurat pada pasar keuangan tampaknya juga mirip dengan 1Q2021, dimana kurs USD/IDR dapat naik ke kisaran 14700 dan yield obligasi INDOGB 10 tahun naik ke level 6,75% jika terjadi kepanikan. Namun permintaan masyarakat yang diperkirakan turun tajam di kuartal tiga malah dapat mengurangi nilai impor sehingga dapat menopang nilai tukar rupiah. Prospek pertumbuhan ekonomi yang rendah di 3Q2021 juga dapat mendorong investasi pada obligasi pemerintah yang dianggap aman.

Arah perdagangan mata uang global. Nilai tukar USD cenderung kuat

terhadap mata uang global sedangkan rupiah lemah dibandingkan posisi akhir tahun 2020. Kurs USD/IDR diperkirakan rata-rata 14.300 di 3Q2021 dan 14.500 di 4Q2021.

Neraca perdagangan Indonesia



Arah perdagangan obligasi pemerintah. Yield obligasi pemerintah Amerika Serikat dan Indonesia cenderung bergerak naik sejak awal tahun 2021 seiring dengan vaksinasi COVID-19 yang semakin luas di seluruh dunia. Rata-rata yield obligasi 10 tahun AS naik menjadi 1,51% di bulan Juni 2021 dari 1,06% di Desember 2020. Rata-rata yield obligasi 10 tahun Indonesia naik menjadi 6,48% dari 6,16% pada saat yang sama. Prospek pertumbuhan ekonomi AS yang tinggi di tahun 2021 tampaknya menyebabkan kenaikan yield obligasi pemerintah AS yang relatif lebih besar dibandingkan Indonesia. Rata-rata yield obligasi pemerintah Indonesia tenor 10 tahun diperkirakan sebesar 6,4% di 3Q2021 dan 6,5% di 4Q2021.

Arus dana asing di pasar modal Indonesia dan kurs USD/IDR

(USD bn)	Stock	Government bond	FX reserve	USD/IDR
Jan 2021	\$0.78	\$0.95	\$138.0	14,084
Feb 2021	\$0.25	-\$1.12	\$138.8	14,229
Mar 2021	-\$0.19	-\$1.37	\$137.1	14,572
Apr 2021	-\$0.25	\$0.91	\$138.8	14,453
May 2021	\$0.25	-\$0.50	\$136.4	14,292
June 2021	\$0.33	\$1.37	\$137.1	14,542

Bloomberg; CIMB

Forecast table: Macroeconomic and Financial Market Indicators

Annual Data	2018	2019	2020	2021F		
Nominal GDP (US\$ bn)	1,042	1,119	1,058	1,094		
GDP Per capita (US\$)	3,947	4,050	3,870	3,964		
Population (mn)	264	267	271	276		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
Real GDP growth (%yoy)	5.0	5.1	5.2	5.0	-2.1	3.4
Real Consumption growth (%yoy)	4.3	4.6	5.1	4.9	-2.1	3.0
Real gross fixed capital formation growth (%yoy)	4.5	6.2	6.7	4.5	-4.9	2.0
Real export growth (%yoy)	-1.7	9.1	6.5	-0.9	-7.7	22.0
Real import growth (%yoy)	0.9	1.2	12.0	-7.7	-14.7	25.0
Nominal export (USD mn)	144,490	168,811	180,059	167,683	163,307	199,000
Nominal import (USD mn)	135,653	156,925	188,626	171,276	141,568	177,000
Unemployment Rate (%)	5.61	5.50	5.30	5.30	7.07	7.00
Minimum wage (IDR mn)	1,906	2,074	2,269	2,451	2,671	2,650
Trade Balance (US\$ mn)	8,837	11,886	-8,567	-3,197	21,739	22,000
Current account balance (US\$ mn)	-16,347	-17,293	-31,523	-30,415	-4,739	-7,000
- % of GDP (%)	-1.8	-1.7	-3.2	-2.7	-0.4	-0.6
Reserves (US\$ mn)	116,362	130,200	120,654	129,200	135,897	140,000
- Months of Import	8.6	8.3	6.5	7.6	10.2	9.5
	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
Fiscal balance (% of GDP)	-2.5	-2.5	-1.8	-1.9	-5.9	-5.3
Tax revenue (IDR tn)	1,285	1,344.0	1,519.0	1,546.0	1,285.0	1,285.0
Tax ratio (% of GDP)	10.4	10.7	11.5	9.8	8.0	8.2
Gross bonds issuance (IDR tn)	651.9	710.0	800.0	890.0	1,539.0	1,350.0
SILPA (IDR tn)	26.0	25.6	40.5	25.0	235.0	100.0
Government debt, total (IDR tn)	3,515	3,993	4,462	4,779	6,074	7,000
Government expenditure, total, LCU (IDR tn)	1,864	2,007	2,213	2,300	2,595	2,500
Retail sales growth (% yoy)	10.5	0.7	7.7	3.5	-21.0	12.0
Consumer confidence index (% yoy)	7.3	9.5	0.5	-0.5	-23.6	20.0
Household Debt (IDR tn)	2,164	2,348	2,569	2,752	2,800	2,900
Industrial production growth (% yoy)	4.3	4.0	6.4	4.0	-10.0	4.0
Industry capacity utilization (yr avg, %)	72.3	74.4	76.0	76.0	69.0	70.0
Narrow money (M1) growth (%yoy)	17.3	12.4	4.8	7.0	18.5	12.0
Broad Money (M2) growth (%yoy)	10.0	8.3	6.3	7.0	12.4	9.0
Loan growth (% yoy)	7.8	8.2	11.7	7.0	-2.7	3.0
Third party fund growth (% yoy)	9.8	9.3	6.5	6.5	11.1	9.0
NPL (% yoy)	2.9	2.6	2.4	2.7	3.1	3.3
LDR (%)	97.5	90.0	94.8	94.0	82.5	80.0
CAR (%)	22.9	23.2	23.0	23.5	22.2	24.0

	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
Consumer Price Index Headline, (yr-end, % yoy)	3.0	3.6	3.1	2.7	1.7	1.8
Consumer Price Index Headline, (yr-avg, %yoy)	3.5	3.8	3.2	3.0	2.0	1.6
Pertamax fuel price (IDR)	7,750	8,400	10,400	9,850	9,000	9,000
House price index (% yoy)	2.4	3.5	3.0	1.8	1.0	1.0
Policy rates (%)	4.75	4.25	6.00	5.00	3.75	3.50
Consumer interest rate (%)	13.6	12.7	11.7	11.6	10.6	9.5
Corporate borrowing rate, yr-end (%)	11.4	10.7	10.4	10.1	9.2	8.8
5Y government bonds yield (yr avg, %)	7.46	6.81	7.25	7.05	6.15	5.20
10Y government bonds yield (yr avg, %)	7.72	7.33	7.60	7.40	6.98	6.45
10Y government bonds yield (yr end, %)	8.00	6.30	8.00	7.10	5.90	6.50
20Y government bonds yield (yr-avg, %)	8.07	7.79	7.90	8.00	7.53	7.20
Exchange Rate (yr-avg, USD/IDR)	13,307	13,400	14,250	14,150	14,577	14,350
Exchange Rate (yr-end, USD/IDR)	13,436	13,360	14,600	13,901	14,105	14,500
USD/IDR volatility (yr-avg, pips)	236	82	500	125	672	400
Share price index, (yr-end)	5,297	6,356	6,194	6,300	5,979	6,500
World commodity index price, non-fuel (IMF)	103.8	107.1	103.9	111.3	107.0	108.0
Brent crude oil price (yr-end, USD/ barrel)	45	56	70	65	43	65

	1Q2021	2Q2021E	3Q2021 F	4Q2021 F	1Q2022 F
GDP (% yoy)	-0.74	6.30	2.80	3.70	4.20
CPI average (% yoy)	1.43	1.48	1.60	1.80	1.90
BI7DRRR end-of-period (%)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
10Y bond yield average (%)	6.42	6.48	6.40	6.50	6.50
USD/IDR average	14,184	14,417	14,300	14,500	14,500

CIMB Niaga Economist's Forecast

Disclaimer

This report has been prepared by PT. Bank CIMB Niaga Tbk. (CIMB Niaga). While the information contained in this report has been compiled from reliable sources, CIMB Niaga makes no representation or warranty as to its accuracy or completeness. This report is not to be construed as a solicitation of any offer to buy or to sell any securities or foreign exchange. CIMB Niaga may from time to time have positions in or buy or sell any securities or foreign exchanges referred in this report. Foreign exchange rates stated in this report are indicative rate only and are not CIMB Niaga's foreign exchange rates. It is not allowed to reproduce by any media whatsoever, a part or a whole info, without CIMB-Niaga prior approval. Copyright 2021 PT. Bank CIMB Niaga Tbk.