

## Economics Note

Berharap pada tingkat suku bunga yang lebih rendah dan pemerintahan baru

Oleh: Mika Martumpal

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

**Ringkasan.** Pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat (AS), Eropa Barat dan Jepang diperkirakan turun cukup dalam pada tahun 2024 sedangkan pertumbuhan ekonomi Cina diperkirakan relatif stabil. Ekonomi nominal AS diperkirakan tumbuh 3,9% pada tahun 2024, lebih rendah dibandingkan dengan pertumbuhan 6,5% pada tahun 2023. Ekonomi nominal Cina diperkirakan tumbuh 5,9% pada tahun 2024, relatif sama dengan pertumbuhan 5,6% pada tahun 2023. Perkiraan ini dapat dilihat pada konsensus ekonom yang dikumpulkan oleh Bloomberg pada Desember 2023.

### Indikasi Kurs, Suku Bunga, Komoditas dan Indeks Saham

IDR Cross	13-Oct-23	9-Jan-24
USD/IDR	15,709	15,522
EUR/IDR	16,510	17,015
CNY/IDR	2,150	2,167
JPY/IDR	105.0	108.1
SGD/IDR	11,471	11,696
THB/IDR	434.2	445.5
MYR/IDR	3,322	3,345
GBP/IDR	19,075	19,808
AUD/IDR	9,890	10,449
INR/IDR	188.7	186.7

Interest Rates	13-Oct-23	9-Jan-24
BI 7-day RR Rate	5.75	6.00
1M IDR Interbank	6.38	6.65
Inflation	2.28	2.61
USD Fed Funds	5.50	5.50
USD SOFR	5.31	5.31
3M IDR Jibor	6.74	6.95
10Y IDR Govt Bonds	6.79	6.72
10Y US Treasury	4.61	4.02

Commodity	13-Oct-23	9-Jan-24
Crude Oil (WTI) \$/bbl	87.7	70.9
Coal (Newcastle) \$/ton	143.9	132.0
Palm oil (RTM) \$/ton	905.0	900.0
Gold \$/t oz	1,933	2,035

Stock Market	13-Oct-23	9-Jan-24
JCI - Indonesia	6,927	7,279
Nikkei 225 - Japan	32,316	33,847
DJIA - US	33,670	37,683

Selain itu tekanan inflasi AS, Eropa Barat dan Jepang juga diperkirakan turun cukup banyak pada tahun 2024 sedangkan inflasi Cina diperkirakan naik tipis. Inflasi AS diperkirakan sebesar 2,6% pada tahun 2024, lebih rendah dibandingkan dengan inflasi 4,1% pada tahun 2023. Inflasi Cina diperkirakan sebesar 1,4% pada tahun 2024, lebih tinggi dibandingkan dengan inflasi 0,4% pada tahun 2023.

Ekspektasi pertumbuhan ekonomi dan inflasi ini terjadi seiring dengan meningkatnya risiko geopolitik. Perang di Ukraina dan Palestina adalah perang terbuka sedangkan perang dingin antara Amerika Serikat dan Cina lebih sulit untuk diamati. Serangan militer Rusia ke Ukraina tampaknya telah meningkatkan ketegangan di Asia Timur.

Perkembangan ekonomi dan inflasi dari negara-negara dengan ekonomi terbesar di dunia ini terjadi seiring dengan pola pertumbuhan ekonomi Indonesia mulai mendekati masa normal seperti sebelum pandemi COVID-19. Tingkat pertumbuhan belanja konsumsi rumah tangga sudah berada antara 4,50 – 5,50% *year-on-year* (yoy) dan pertumbuhan belanja investasi bergerak naik ke kisaran 4,50% yoy. Turunnya kontribusi ekspor pada pertumbuhan ekonomi juga merupakan pola yang mirip dengan masa normal. Yang menarik dari data pertumbuhan ekonomi domestik adalah bagaimana pertumbuhan ekonomi riil tumbuh di saat pertumbuhan nominal menurun. Hal ini terjadi akibat tekanan inflasi yang turun tajam.

Inflasi di dalam negeri yang terkendali dengan baik dan anggaran pemerintah yang sehat memberikan ruang untuk pemberian stimulus moneter dan fiskal pada tahun 2024. Kebijakan fiskal dan moneter yang akomodatif masih tetap dibutuhkan untuk memastikan pertumbuhan dalam negeri yang berkesinambungan di tengah potensi melambatnya ekonomi dari negara-negara besar dunia. Kebijakan yang akomodatif diharapkan akan mengurangi dampak negatif dari risiko eksternal dan juga kecenderungan pertumbuhan ekonomi dalam negeri yang melambat di tahun pemilihan umum.

Kecenderungan tingkat suku bunga global yang menurun di tahun 2024 dan selisih suku bunga rupiah dan dolar yang sangat tipis menjadi modal

bagi ekonomi dalam negeri untuk menggunakan rupiah sebagai pendanaan utama sehingga utang luar negeri dapat terus ditekan. Hal ini diharapkan dapat menjaga stabilitas pasar keuangan domestik di jangka panjang. Konsensus pelaku pasar keuangan adalah tingkat suku bunga acuan Federal Reserve diperkirakan turun antara 100 – 150 basis poin (bps) pada tahun 2024. Selain itu selisih tingkat suku bunga acuan The Fed dan Bank Indonesia hanya 50 bps pada akhir tahun 2023. Selain itu potensi kenaikan peringkat utang Indonesia di tahun 2024 dapat membantu menekan turun biaya bunga di dalam negeri.

**Tabel perkiraan pertumbuhan ekonomi dan tingkat inflasi negara-negara ekonomi besar di dunia**

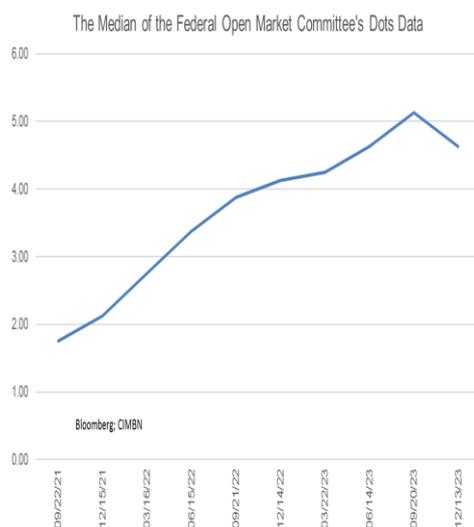
	2023 E	2024 F
<b>US</b>		
Real GDP growth	2.4%	1.3%
Consumer inflation	4.1%	2.6%
<b>China</b>		
Real GDP growth	5.2%	4.5%
Consumer inflation	0.4%	1.4%
<b>Japan</b>		
Real GDP growth	2.0%	0.8%
Consumer inflation	3.2%	2.3%
<b>Germany</b>		
Real GDP growth	-0.2%	0.3%
Consumer inflation	6.1%	2.7%
<b>India</b>		
Real GDP growth	6.6%	6.2%
Consumer inflation	5.4%	4.7%
Bloomberg		

**Ekonomi global.** Pertumbuhan ekonomi global secara umum menguat pada tahun 2023 dibandingkan dengan 2022. Inflasi yang menurun berperan besar pada pertumbuhan ekonomi riil yang meningkat di saat pertumbuhan ekonomi nominal cenderung melambat. Pertumbuhan ekonomi global yang lebih tinggi pada tahun 2023 memberikan harapan bahwa risiko resesi dapat dihindari pada tahun 2024. Pertumbuhan ekonomi riil Amerika Serikat (AS) sebesar 2,3% (*run rate/ RR*) pada tahun 2023, naik dari 2,1% pada 2022 dan pertumbuhan ekonomi Cina sebesar 5,2% RR pada 2022 naik dari 3,0% pada 2022.

Pada tahun 2023, kebijakan moneter yang ketat diterapkan oleh AS dan Eropa sebaliknya kebijakan moneter yang longgar diterapkan oleh Cina dan Jepang. Pada tahun 2024, AS, Eropa dan Cina mungkin akan menerapkan kebijakan moneter yang longgar sedangkan Jepang diperkirakan akan menerapkan kebijakan moneter yang netral/ ketat. Ekspektasi ini mungkin berdampak pada penguatan nilai tukar yen Jepang terhadap mata uang global.

Harga komoditas pada akhir 2023 telah turun antara 30 – 50% jika dibandingkan dengan posisi tertinggi di tahun 2022. Sayangnya harga komoditas ekspor Indonesia secara umum turun lebih banyak dibandingkan dengan harga komoditas impor. Sebagai contoh harga batu bara, yang merupakan komoditas ekspor andalan Indonesia, turun sekitar 65%, sedangkan harga minyak mentah, yang merupakan komoditas impor utama Indonesia, hanya turun sekitar 30%.

**Grafik median perkiraan dari anggota Federal Reserve untuk tingkat suku bunga acuan pada akhir 2024**



Inflasi inti (PCE) di AS bergerak menurun ke arah 3,2% yoy pada akhir 2023 dari kisaran 4,9% yoy pada akhir 2022. Inflasi AS sudah turun tajam namun masih di atas target Federal Reserve (The Fed) yang sebesar 2,0%. Kondisi ini tampaknya akan diikuti dengan penurunan tingkat suku bunga acuan secara bertahap oleh The Fed. Artinya pada akhir tahun 2024, tingkat suku bunga The Fed mungkin tetap relatif tinggi di kisaran 4,0%.

Tingkat suku bunga jangka panjang AS telah bergerak menurun sebagai antisipasi pelaku pasar keuangan terhadap ekspektasi tingkat suku bunga The Fed yang lebih rendah. Yield obligasi tenor 10 dan 30 tahun pemerintah AS pada akhir 2023 masing-masing berada pada level 3,80% dan 4,0%, sudah turun antara 100 - 120 bps dibandingkan posisi tertinggi pada Oktober 2023.

**Pertumbuhan ekonomi.** Tahun pemilu Indonesia, umumnya disertai dengan pertumbuhan belanja rumah tangga yang relatif stabil namun diikuti dengan pertumbuhan belanja investasi dan belanja pemerintah yang cenderung menurun. Hal ini terlihat pada angka pertumbuhan PDB pada tahun 2014 (periode kedua SBY) dan 2019 (periode pertama Jokowi). Hanya belanja organisasi non-laba yang mengalami

pertumbuhan yang meningkat pada tahun pemilu. Sayangnya peran organisasi non-laba pada PDB sangat kecil hanya sekitar 1,1% saja. Kecenderungan ini dapat kembali terjadi pada tahun 2024.

**Tabel Pekerja Indonesia Berdasarkan Tingkat Upah (ribuan orang)**

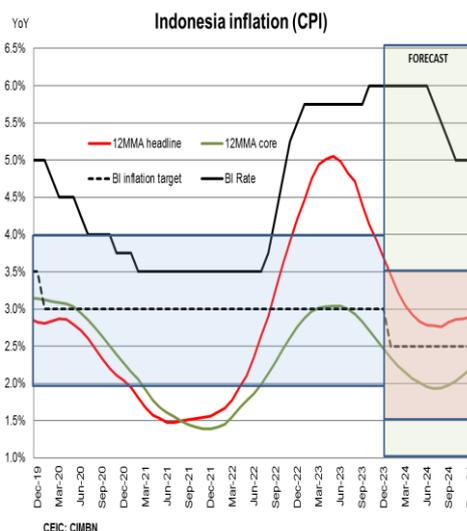
	Aug 2020	Aug 2023
<b>Higher wage sectors:</b> information, finance, mining, utilities, real estate, business services, public admin, transportation, health	18,505	20,660
<b>Lower wage sectors:</b> manufacturing, water supply, construction, trade, education, accommodation, agriculture, other services	109,949	119,190
BPS; CEIC; CIMBN		

Pertumbuhan ekonomi riil (PDB riil) Indonesia pada kuartal tiga 2023 (3Q2023) sebesar 4,94% yoy, senilai IDR 3.124,9 triliun. Pertumbuhan riil 4,94% yoy adalah pertumbuhan yang paling rendah dalam dua tahun. Di sisi lain, pertumbuhan ekonomi nominal (PDB nominal) Indonesia pada 3Q2023 sebesar 4,52% yoy, setara dengan IDR 5.296 triliun. Pertumbuhan nominal 4,52% yoy juga adalah pertumbuhan yang paling rendah dalam dua tahun.

Dari sisi pengeluaran, pertumbuhan PDB riil 3Q2023 ditopang oleh belanja rumah tangga dan belanja investasi. Dua komponen pengeluaran ini masing-masing memberikan kontribusi 2,63% dan 1,81% pada pertumbuhan ekonomi 3Q2023 yang sebesar 4,94% yoy. Di sisi lain kontribusi ekspor neto adalah 0,24% persen pada 3Q2023, naik dari negatif 0,1% pada 2Q2023. Kontribusi ekspor neto berbalik positif pada 3Q2023 karena impor turun lebih banyak dibandingkan penurunan ekspor.

Pada 3Q2023, belanja rumah tangga dan investasi memberikan kontribusi yang mendekati masa sebelum pandemi. Kontribusi belanja rumah tangga dan belanja investasi pada pertumbuhan ekonomi Indonesia 3Q2019 adalah masing-masing 2,69% dan 1,38%.

**Grafik perkiraan inflasi Indonesia dan BI Rate**



Industri manufaktur dan perdagangan menunjukkan kinerja yang relatif tinggi ketika konsumsi rumah tangga Indonesia cenderung menguat. Selain itu industri transportasi dan akomodasi yang kembali tumbuh kuat pada tahun 2023, seperti tahun 2022, terjadi seiring dengan meningkatnya mobilitas masyarakat yang disertai dengan tingginya minat masyarakat untuk wisata. Industri informasi/ komunikasi menunjukkan pertumbuhan yang tinggi dan konsisten di masa pandemi dan masa normal.

Dari sisi wilayah, ada sepuluh provinsi Indonesia yang menyumbang sekitar 77% dari pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2023 yaitu provinsi DKI Jakarta, Jawa Timur, Jawa Barat, Jawa Tengah, Sumatera Utara, Riau, Kalimantan Timur, Banten, Sulawesi Selatan dan Sumatera Selatan. Provinsi-provinsi yang padat penduduk di pulau Jawa dan Sumatera umumnya mengalami pertumbuhan ekonomi yang melambat pada tahun 2023 dibandingkan dengan 2022. Di sisi lain provinsi yang kaya sumber daya alam seperti Kalimantan Timur, Sulawesi Tengah dan Maluku Utara mengalami pertumbuhan yang pesat.

Berdasarkan kinerja ekonomi antara Januari - September tahun 2023, dapat disimpulkan bahwa ada kecenderungan tingkat konsumsi dan investasi yang meningkat mendekati masa normal, sedangkan tekanan inflasi turun tajam. Selain itu kontribusi ekspor pada pertumbuhan ekonomi cenderung menurun. Dengan perkembangan ini maka pertumbuhan ekonomi riil Indonesia diperkirakan mencapai 5,05% pada tahun 2023 dan 4,95% pada tahun 2024.

**Aktivitas perbankan.** Pertumbuhan uang beredar (M2) sebesar 3,30% yoy pada November 2023. Pertumbuhan M2 di tahun 2023 sudah jauh lebih rendah dibandingkan dengan level tertinggi pada masa pandemi COVID-19 yang terjadi pada Desember 2021 yang mencapai 13,97% yoy. Pertumbuhan M2 yang cenderung menurun ini terjadi seiring dengan kebijakan moneter BI yang lebih ketat. BI telah menaikkan giro wajib

minimum (GWM) perbankan sejak Maret 2022 dan suku bunga acuan BI Rate total 225 bps sejak kuartal tiga 2022 hingga Oktober 2023.

Tabel Komponen Inflasi Indonesia (% yoy)

	Dec 2022	Dec 2023
<b>Consumer Price Index Headline</b>	<b>5.51%</b>	<b>2.61%</b>
Food, Beverage and Tobacco	5.83%	6.18%
Housing, Water, Electricity, and Other Fuel	3.78%	0.50%
Transportation	15.26%	1.27%
Food and Beverage Provision/Restaurant	4.49%	2.07%
Household Equipment, Equipment and Routine Maintenance	4.86%	1.57%
Personal Care and Other Services	5.91%	3.55%
Information, Communication, and Financial Service	-0.36%	0.20%
Education	2.77%	1.97%
Clothing and Footwear	1.40%	0.78%
Health	2.87%	1.94%
Recreation, Sports, and Culture	3.04%	1.69%
<b>Consumer Price Index Core</b>	<b>3.36%</b>	<b>1.80%</b>
<b>CEIC; CIMBN</b>		

Pertumbuhan M2 yang lebih rendah juga disertai dengan melambatnya pertumbuhan dana pihak ketiga perbankan (DPK). Pertumbuhan DPK perbankan sebesar 3,0% yoy pada November 2023, turun dibandingkan dengan pertumbuhan sebesar 8,8% yoy pada November 2022. Pertumbuhan DPK yang lebih landai terutama disebabkan oleh pertumbuhan tabungan yang hanya sebesar 1,5% dan pertumbuhan giro yang negatif 0,6% yoy. Yang menopang pertumbuhan DPK adalah simpanan berjangka yang tumbuh 4,9% yoy. Rasio giro dan tabungan terhadap total DPK sekitar 62% pada November 2023, terbilang tinggi jika dibandingkan dengan masa sebelum pandemi di kisaran 57% pada Desember 2019.

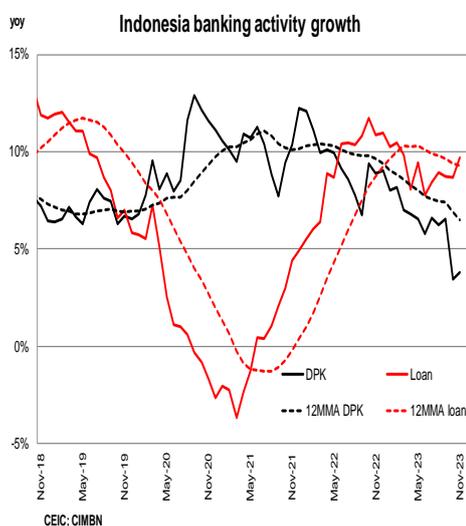
Pertumbuhan kredit perbankan tetap baik yaitu 9,7% yoy pada November 2023, lebih rendah jika dibandingkan dengan pertumbuhan 10,9% yoy pada November 2022. Likuiditas perbankan yang relatif besar menyokong pertumbuhan kredit walaupun pertumbuhan M2 melandai. Hal ini terlihat pada rasio kredit terhadap DPK masih terbilang rendah di dalam kisaran 85%.

Pelonggaran besaran minimal GWM perbankan hingga 400 bps yang akan berlaku mulai awal Oktober 2023 diharapkan dapat menambah likuiditas perbankan. Pelonggaran GWM ini diberikan sebagai insentif kepada bank yang dapat memenuhi ambang batas minimal penyaluran kredit pada sektor hilirisasi mineral, perumahan, pariwisata, ultramikro dan lingkungan.

Inflasi domestik yang rendah memberikan ruang pada BI untuk mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Kebijakan makroprudensial longgar terus ditempuh oleh BI melalui penguatan implementasi Kebijakan Insentif Likuiditas Makroprudensial (KLM) dan penurunan rasio Penyangga Likuiditas Makroprudensial (PLM) untuk mendorong kredit/pembiayaan kepada dunia usaha. Likuiditas perbankan yang tetap memadai juga didukung oleh implementasi KLM yang efektif berlaku sejak 1 Oktober 2023, dengan besaran total insentif likuiditas mencapai Rp163 triliun per Desember 2023.

Pada akhir 2024, pertumbuhan DPK diperkirakan antara 5,0 – 7,0% yoy sedangkan pertumbuhan kredit antara 8,0 – 10,0% yoy.

Grafik pertumbuhan dana pihak ketiga dan pertumbuhan kredit perbankan Indonesia



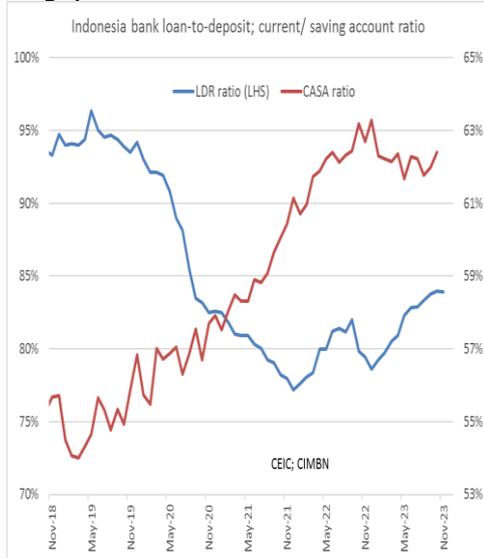
**Inflasi.** Turunnya PDB *deflator* Indonesia dan semakin rendahnya tingkat inflasi konsumen merupakan pertanda bahwa aktivitas ekonomi masih dalam tahap pemulihan. Inflasi umum (*headline*) Indonesia pada bulan Desember 2023 adalah sebesar 2,61% yoy, jauh lebih rendah dibandingkan dengan Desember 2022 yang sebesar 5,51% yoy.

Selain itu inflasi inti, yang mencerminkan permintaan agregat, sebesar 1,80% yoy pada bulan Desember 2023. Ini adalah inflasi inti yang paling rendah sejak November 2021. Bobot inflasi inti adalah sekitar 65% dari inflasi *headline*. Sebagai informasi, sasaran inflasi Bank Indonesia (BI) adalah sebesar 2,5% ± 1% pada tahun 2024.

Namun inflasi bahan makanan yang tinggi merupakan momok yang dihadapi ekonomi Indonesia. Inflasi bahan makanan kembali naik mencapai 6,71% yoy pada November 2023 setelah sempat berada di

kisaran 1,90% pada Juli 2023. Tingginya harga beras dan bumbu dapur menjadi penyebab utama tingginya inflasi bahan makanan. Harga beras acuan di pasar komoditas global bahkan mencapai level tertinggi sejak tahun 2008 akibat rendahnya pasokan di tengah musim kering yang panjang.

**Grafik rasio kredit terhadap dana pihak ketiga dan rasio giro/ tabungan terhadap dana pihak ketiga perbankan Indonesia**



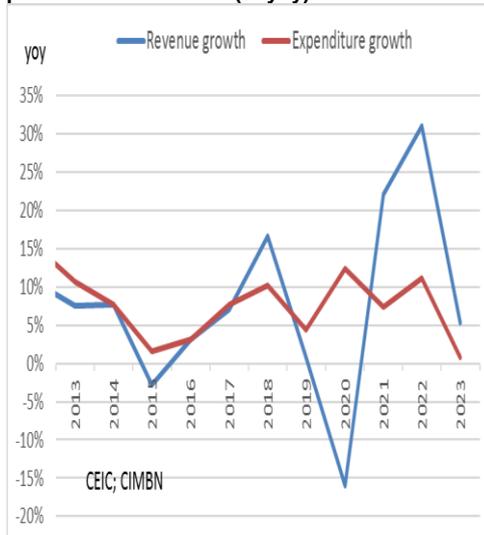
Intervensi pemerintah seperti pengendalian harga, impor pangan, subsidi, atau paket stimulus telah membantu menstabilkan harga. Perubahan perilaku konsumen, seperti peningkatan belanja online, yang dapat meningkatkan transparansi harga dan penawaran yang lebih baik bagi konsumen, juga dapat membatasi kenaikan harga. Langkah-langkah tersebut tampaknya berhasil menekan kenaikan harga ketika permintaan pangan meningkat cukup banyak pada tahun 2023.

Inflasi IHK telah kembali ke bawah 3,5% yoy, yang merupakan batas atas target Bank Indonesia. Di sisi lain, inflasi inti tidak pernah meningkat di atas 3,5% yoy sejak sebelum pandemi COVID-19. Melambatnya pertumbuhan jumlah uang beredar (M2) mengiringi penurunan inflasi.

Inflasi *headline* Indonesia diperkirakan lebih rendah di tahun 2024 dibandingkan dengan tahun 2023. Rata-rata inflasi *headline* Indonesia sebesar 3,7% yoy pada tahun 2023, sedangkan rata-rata inflasi *headline* pada tahun 2024 diperkirakan sebesar 3,0%. Sedangkan inflasi *headline* akhir tahun 2024 diperkirakan sebesar 3,0% yoy, naik dari 2,59% yoy pada akhir tahun 2023.

**Suku bunga.** Bank Indonesia (BI) memutuskan untuk mempertahankan suku bunga acuan BI-Rate (penamaan BI-Rate mulai digunakan untuk menggantikan penamaan BI 7-day *reverse repo*) pada 6,0% pada rapat tanggal 21 Desember 2023. BI telah menaikkan suku bunga acuan BI-Rate total sebanyak 250 bps sejak Agustus 2022 hingga Oktober 2023. BI menekankan kebijakan moneter ini untuk penguatan stabilisasi nilai rupiah dan mengurangi dampak buruk ketidakpastian pasar keuangan global. Langkah ini sebagai pencegahan dampak inflasi impor sehingga inflasi tetap terkendali dalam target 2,5% ± 1% pada tahun 2024.

**Grafik pertumbuhan belanja dan pengeluaran pemerintah Indonesia (% yoy)**



Stabilisasi nilai tukar rupiah juga dilakukan BI melalui intervensi di pasar valas pada transaksi spot, *Domestic Non-Deliverable Forward* (DNDF), serta pembelian Surat Berharga Negara (SBN) di pasar sekunder. Selain itu penguatan strategi operasi moneter dengan cara optimalisasi Sekuritas Rupiah Bank Indonesia (SRBI), Sekuritas Valas Bank Indonesia (SVBI) dan Sukuk Valas Bank Indonesia (SUVBI) sebagai instrumen moneter yang pro-market. Instrumen moneter tersebut diharapkan mendukung upaya menarik portfolio inflows, dengan mengoptimalkan aset surat berharga dalam valuta asing yang dimiliki Bank Indonesia sebagai underlying.

Dibandingkan dengan negara-negara tetangga anggota ASEAN, kenaikan suku bunga acuan bank sentral di Indonesia terbilang lebih kecil pada tahun 2023. Tahun ini, BI hanya menaikkan suku bunga sebesar 50 bps sedangkan suku bunga di Thailand dan Filipina masing-masing naik 125 bps dan 100 bps. Kenaikan suku bunga acuan BI yang lebih kecil ini terjadi seiring dengan kinerja nilai tukar rupiah yang relatif stabil pada tahun ini. Rupiah menguat sekitar 1,1% terhadap dolar Amerika Serikat (USD) jika membandingkan posisi tanggal 29 Desember 2023 dan 31 Desember 2022. Di sisi lain peso Filipina menguat 0,6% dan baht Thailand menguat 1,4% terhadap USD dalam periode yang sama. Sebagai

perbandingan, Federal Reserve (The Fed) menaikkan suku bunga acuan sebesar 100 bps pada tahun 2023.

**Tabel Tingkat Suku Bunga Acuan Bank Indonesia dan Federal Reserve (%)**

	BI Rate	FFR	Spread
Dec-19	5.00	1.75	3.25
Dec-20	3.75	0.25	3.50
Dec-21	3.50	0.25	3.25
Dec-22	5.50	4.50	1.00
Mar-23	5.75	5.00	0.75
Jun-23	5.75	5.25	0.50
Sep-23	5.75	5.50	0.25
Oct-23	6.00	5.50	0.50
Nov-23	6.00	5.50	0.50
Dec-23	6.00	5.50	0.50

Bloomberg; CIMBN

Inflasi domestik yang rendah memberikan ruang pada BI untuk mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Kebijakan makroprudensial longgar terus ditempuh oleh BI melalui penguatan implementasi Kebijakan Insentif Likuiditas Makroprudensial (KLM) dan penurunan rasio Penyangga Likuiditas Makroprudensial (PLM) untuk mendorong kredit/pembiayaan kepada dunia usaha. Likuiditas perbankan yang tetap memadai juga didukung oleh implementasi KLM yang efektif berlaku sejak 1 Oktober 2023, dengan besaran total insentif likuiditas mencapai Rp163 triliun per Desember 2023.

Stabilitas pasar keuangan dapat dijaga dengan upaya menarik pendanaan asing dan atau menekan konsumsi dalam negeri/ impor dengan tingkat suku bunga rupiah yang lebih tinggi terutama ketika neraca transaksi berjalan Indonesia mengalami defisit yang dibarengi dengan rasio cadangan devisa terhadap impor cenderung menurun. Di sisi lain, munculnya kemungkinan The Fed menurunkan tingkat suku bunga acuannya pada semester satu 2024 dapat meningkatkan daya tarik investasi pada aset utang rupiah. BI diperkirakan akan mempertahankan suku bunga BI-Rate pada 6,0% pada triwulan satu 2024 jika nilai tukar rupiah tetap stabil.

BI diperkirakan akan mempertahankan suku bunga acuan BI Rate pada 6,0% hingga akhir semester satu tahun 2024. Suku bunga BI Rate diperkirakan baru akan turun total 100 bps pada semester dua 2024 ke 5,0% setelah pemilu.

**BI non-interest rate policy to stabilize the rupiah**

- FX intervention in the spot transactions and Domestic Non-Deliverable Forward (DNDF).
- Purchasing Government Securities (SBN) in the secondary market.
- Strengthening monetary operations strategies by optimizing Bank Indonesia Rupiah Securities (SRBI), Bank Indonesia Foreign Currency Securities (SVBI) and Bank Indonesia Foreign Currency Sukuk (SUVBI) as a pro-market monetary instrument and to support efforts to attract portfolio inflows.

Bank Indonesia

**Anggaran pemerintah.** Anggaran pemerintah tetap sehat hingga akhir tahun 2023, yang tercermin dari pertumbuhan penerimaan yang lebih tinggi (5,3% yoy) dibandingkan dengan pertumbuhan pengeluaran (0,8% yoy). Defisit anggaran hanya sebesar IDR 348,0 triliun atau setara 1,65% PDB pada tahun 2023, lebih rendah dibandingkan dengan defisit IDR 460 triliun pada tahun 2022. Rasio defisit anggaran pemerintah terhadap Produk Domestik Bruto yang cenderung menurun dalam tiga tahun terakhir dan pertumbuhan penerimaan pemerintah yang tinggi membuka kemungkinan kenaikan peringkat utang Indonesia di tahun 2024 (2,40% PDB).

Fitch adalah perusahaan pemeringkat utama dunia yang pertama kali menaikkan peringkat utang valuta asing jangka panjang (peringkat utang) pemerintah Indonesia ke BBB- (Desember 2011) dan BBB (Desember 2017), sebelum diikuti oleh perusahaan pemeringkat Moody's dan S&P. Fitch menaikkan peringkat utang Indonesia enam kali antara tahun 2002 dan 2011 dan hanya satu kali antara 2011 hingga 2023. Keputusan Fitch menaikkan peringkat utang Indonesia tampaknya terkait dengan tata kelola anggaran pemerintah yang baik. Ketika penerimaan pemerintah tumbuh lebih cepat dibandingkan dengan pertumbuhan belanja pemerintah, Fitch menaikkan peringkat utang Indonesia lebih sering dan sebaliknya. Antara tahun 2001 dan 2011, rata-rata pertumbuhan penerimaan pemerintah adalah 18,6% per tahunnya sedangkan rata-rata pertumbuhan belanja pemerintah adalah 18,5%. Antara tahun 2012 dan 2017, rata-rata pertumbuhan penerimaan pemerintah adalah 5,6% per tahunnya sedangkan rata-rata pertumbuhan belanja pemerintah adalah 7,7%.

Sedangkan antara tahun 2018 dan 2023, rata-rata pertumbuhan penerimaan pemerintah adalah 10,0% per tahunnya sedangkan rata-rata pertumbuhan belanja pemerintah adalah 7,7% per tahun. Dengan pertumbuhan penerimaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan pengeluaran maka potensi kenaikan peringkat utang pemerintah oleh Fitch dari BBB menjadi BBB+ menjadi lebih besar pada tahun 2024.

Tabel peringkat utang Indonesia oleh Fitch dan tanggal efektif

Rating	Date
BBB+	Dec-24
BBB	Dec-17
BBB-	Dec-11
BB+	Jan-10
BB	Feb-08
BB-	Jan-05
B+	Nov-03
B	Aug-02
B-	Mar-98
B+	Jan-98
BB-	Jan-98
BB+	Dec-97
BBB-	Jun-97

Bloomberg; Yellow shaded area is CIMBN economist forecast

Namun demikian Indonesia juga menghadapi beberapa risiko dalam tata kelola anggaran. Pertumbuhan penerimaan pemerintah yang menurun, rasio pembayaran bunga utang terhadap penerimaan yang meningkat dan rasio utang terhadap PDB yang lebih tinggi adalah tiga risiko utama yang dihadapi pemerintah.

Pertumbuhan pendapatan pemerintah cenderung melandai seiring dengan menurunnya pertumbuhan ekspor dan impor Indonesia. Pertumbuhan pendapatan pada tahun 2023 turun drastis jika dibandingkan dengan tahun 2022 yang tumbuh 31,1% yoy. Berdasarkan data per November 2023 *year-to-date* (YTD), ekspor barang Indonesia turun 11,83% yoy dan impor turun 6,80% yoy. Jika penerimaan ekspor dan pendapatan pemerintah terus menurun sedangkan belanja relatif stabil maka defisit anggaran pemerintah dapat kembali meningkat pada tahun 2024. Selain itu rasio beban bunga utang terhadap penerimaan pemerintah cenderung meningkat dalam sepuluh tahun terakhir, dari kisaran 9% ke 16%. Perkembangan ini menunjukkan bahwa kesehatan anggaran pemerintah menjadi rentan pada saat suku bunga global relatif tinggi.

Pada akhir 2023, utang pemerintah diperkirakan sebesar IDR 8.341 triliun (39,5% dari PDB). Pada tahun 2019, utang pemerintah sebesar IDR 4.839 triliun (30,5% PDB). Kenaikan utang disebabkan oleh meningkatnya belanja untuk pemulihan ekonomi dan turunnya pendapatan pemerintah di awal pandemi. Defisit anggaran yang telah kembali di bawah 3,0% PDB pada tahun 2022 dan 2023, adalah upaya pemerintah untuk menjaga kesehatan fiskal dan menjaga tingkat utang tetap terkendali.

Tabel rata-rata selisih yield obligasi pemerintah Indonesia dan Amerika Serikat (%)

	UST 10Y	INDOGB 10Y	Spread INDOGB and UST
2019	2.14	7.53	5.39
2020	0.89	6.98	6.09
2021	1.44	6.34	4.90
2022	2.95	7.02	4.07
2023	3.96	6.62	2.67

Bloomberg; CIMBN

Defisit anggaran pemerintah diperkirakan sebesar 2,0% dari PDB (IDR 456 triliun) pada tahun 2024. Prediksi ini berdasarkan asumsi bahwa pertumbuhan penerimaan pemerintah sebesar 3% (IDR 2.857 triliun) dan pertumbuhan belanja pemerintah sebesar 6% (IDR 3.313 triliun). Selain itu penerbitan obligasi bruto diperkirakan sebesar IDR 990 triliun pada tahun 2024, lebih tinggi dari penerbitan bruto tahun 2023 yang diperkirakan sebesar IDR 846 triliun.

**Yield obligasi.** Inflasi domestik yang lebih terkendali dibandingkan dengan inflasi di negara-negara maju dan kondisi keuangan pemerintah Indonesia yang baik adalah faktor-faktor utama yang mendukung pasar obligasi di dalam negeri. Turunnya imbal hasil (yield) obligasi pemerintah Indonesia juga didukung oleh ekspektasi turunnya tingkat suku bunga di negara-negara maju. Selain itu selisih yield yang sangat tipis, dibandingkan data historis, antara obligasi pemerintah Indonesia dibandingkan dengan obligasi pemerintah di negara-negara maju menjadi indikasi dari kenaikan peringkat utang pemerintah Indonesia sebanyak satu tingkat secara *de facto*. Artinya peringkat utang pemerintah Indonesia saat ini dianggap sama dengan BBB+ walaupun secara resmi peringkat utang masih BBB.

Yield obligasi IDR tenor 10 tahun pemerintah Indonesia diperkirakan turun ke arah 6,0% pada akhir tahun 2024 dari kisaran 6,51% pada akhir tahun 2023. Selain itu selisih yield obligasi 10 tahun pemerintah Indonesia dan AS diperkirakan relatif stabil antara 250 – 300 bps di tahun 2024.

**Tabel arus dana asing di pasar modal Indonesia (USD miliar)**

	Stock market	Bond market
Jan-23	-\$0.21	\$3.32
Feb-23	\$0.37	-\$0.50
Mar-23	\$0.28	\$0.95
Apr-23	\$0.84	\$0.28
May-23	\$0.11	\$0.44
Jun-23	-\$0.29	\$1.17
Jul-23	\$0.18	\$0.55
Aug-23	-\$1.32	-\$0.58
Sep-23	-\$0.26	-\$1.50
Oct-23	-\$0.50	-\$0.79
Nov-23	-\$0.03	\$1.52
Dec-23	\$0.50	\$0.53

Bloomberg; CIMBN

**Neraca perdagangan.** Neraca perdagangan barang Indonesia kembali mencatatkan surplus USD 2,41 miliar di bulan November 2023. Surplus perdagangan telah terjadi setiap bulan dalam 43 bulan terakhir. Ekspor turun lebih banyak dibandingkan penurunan impor pada tahun 2023 dibandingkan dengan tahun 2022. Berdasarkan data per November 2023 YTD, ekspor turun 11,83% yoy dan impor turun 6,80% yoy. Perkembangan ini menyebabkan surplus perdagangan turun menjadi USD 33,63 miliar pada November 2023 YTD dari USD 50,54 miliar pada November 2022 YTD.

Berdasarkan negara tujuan, ekspor non-migas turun paling banyak ke negara-negara ASEAN, Amerika Serikat, Uni Eropa, India dan Jepang. Sebaliknya ekspor ke Cina hanya turun tipis. Berdasarkan negara asal, impor turun paling banyak dari Cina dan negara-negara ASEAN. Sebaliknya impor hanya naik dari Uni Eropa.

Per November 2023 YTD, impor barang konsumsi dan barang modal meningkat masing-masing 8,16% yoy dan 9,74% yoy, sedangkan impor bahan baku turun 11,67% yoy. Bobot impor barang konsumsi, bahan baku dan barang modal masing-masing adalah 9,6%, 72,7% dan 17,7%, terhadap total impor barang. Meningkatnya impor barang konsumsi disertai dengan konsumsi rumah tangga yang relatif kuat pada tahun 2023. Pertumbuhan PDB nominal belanja rumah tangga Indonesia pada tahun 2023 diperkirakan mencapai 9,80%, lebih tinggi dari pertumbuhan PDB nominal total yang diperkirakan sebesar 7,75%.

Neraca perdagangan barang diperkirakan surplus USD 20,5 miliar pada tahun 2024, lebih rendah dibandingkan dengan surplus USD 35,2 miliar pada tahun 2023.

**Tabel Neraca Perdagangan Indonesia (USD juta)**

	Nov 2022 YTD	Nov 2023 YTD
<b>Exports: fob</b>	<b>268,069</b>	<b>236,405</b>
Exports: fob: Excludes Oil and Gas	253,689	222,022
Exports: fob: Oil and Gas	14,380	14,444
<b>Imports: cif</b>	<b>217,584</b>	<b>202,779</b>
Imports: cif: Excludes Oil and Gas	180,369	170,321
Imports: cif: Oil and Gas	37,215	32,458
<b>Trade balance</b>	<b>50,485</b>	<b>33,626</b>

CEIC; CIMBN

**Neraca transaksi berjalan.** Pertumbuhan ekspor yang lebih rendah dibandingkan dengan pertumbuhan impor diperkirakan akan berlanjut di tahun 2024. Prediksi pertumbuhan ekonomi di negara-negara maju yang melambat di tahun 2024 dan meningkatnya pertumbuhan konsumsi masyarakat di dalam negeri tampaknya akan menekan neraca transaksi berjalan Indonesia.

Perkiraan ini membawa pada prediksi neraca transaksi berjalan Indonesia defisit USD 6,5 miliar (0,44% PDB) pada tahun 2024. Sebagai perbandingan neraca transaksi berjalan Indonesia pada tahun 2023 defisit USD 3,0 miliar (0,20% PDB). Defisit transaksi berjalan menjadi sinyal akan meningkatnya kebutuhan untuk pendanaan asing. Hal ini terlihat pada penerimaan pemerintah yang hanya tumbuh sekitar 5,0% yoy pada tahun 2023, turun dari sekitar 30% yoy pada tahun 2022.

**Kurs USD/IDR.** Inflasi dunia yang terkendali, potensi suku bunga acuan yang lebih rendah, neraca transaksi berjalan Indonesia yang seimbang dan kondisi keuangan pemerintah Indonesia yang baik akan menjadi pendukung utama nilai tukar rupiah pada tahun 2024. Potensi turunnya tingkat suku bunga acuan Federal Reserve dapat disertai dengan semakin melemahnya nilai tukar dolar AS terhadap mata uang dunia karena pelaku pasar keuangan akan mengurangi investasi pada aset utang dengan

denominasi USD. Sebaliknya pelaku pasar mungkin akan menambah investasi pada aset utang negara lain yang menawarkan suku bunga lebih tinggi dengan potensi kenaikan harga aset dan penguatan nilai tukar.

**Tabel posisi cadangan devisa Indonesia (USD miliar) dan kurs USDIDR**

	FX Reserve	USD/IDR
Jan-23	\$139.4	14,992
Feb-23	\$140.3	15,240
Mar-23	\$145.2	14,977
Apr-23	\$144.2	14,661
May-23	\$139.3	15,003
Jun-23	\$137.5	15,000
Jul-23	\$137.7	15,092
Aug-23	\$137.1	15,237
Sep-23	\$134.9	15,487
Oct-23	\$133.1	15,897
Nov-23	\$138.1	15,484
Dec-23	\$146.4	15,439
Bloomberg; CIMBN		

Namun demikian rupiah juga menghadapi risiko seperti neraca transaksi berjalan yang kembali defisit dan ketidakpastian hasil pemilu. Selain itu tingkat suku bunga global pada akhir tahun 2024 diperkirakan tetap relatif tinggi walaupun sudah memperhitungkan kemungkinan penurunan suku bunga. Kecenderungan neraca transaksi berjalan yang menurun menjadi pertanda bahwa kebutuhan akan valuta asing akan meningkat. Pemilu 2024 dapat menimbulkan ketidakpastian pada kebijakan pemerintah di masa depan, yang mendorong masyarakat dan pelaku usaha untuk mengambil langkah aman.

Ekspektasi turunnya tingkat suku bunga USD pada tahun 2024 disertai dengan melemahnya nilai tukar USD terhadap mata uang global. Indeks DXY turun dari kisaran 107,0 pada awal Oktober 2023 ke kisaran 101,0 pada Desember 2023. Dalam periode ini kurs USDIDR turun sekitar 1,4%. Sebagai perbandingan kurs USDJPY turun sekitar 5,9% dan kurs USDTHB turun sekitar 8,4% dalam periode yang sama.

Pada akhir tahun 2024, kurs USDIDR diperkirakan berada pada 15.000, lebih rendah dibandingkan akhir tahun 2023 yang berada pada 15.439.

**Tabel Prediksi Indikator Makroekonomi dan Pasar Keuangan**

Annual Data	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 F
Nominal GDP (IDR Bio)	15,832,657	15,438,018	16,970,789	19,588,446	21,100,000	22,788,000
Nominal GDP (USD Mio)	1,119,145	1,059,572	1,185,875	1,316,782	1,404,605	1,488,828
GDP Per-Capita (USD)	4,193	3,927	4,349	4,784	4,985	5,318
Population (Person Th)	266,912	270,204	272,249	274,859	277,432	279,965
	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 F
Real GDP Growth (%YoY)	5.02%	-2.00%	3.73%	5.31%	5.05%	4.95%
Real Consumption Growth (%YoY)	4.92%	-2.09%	2.28%	3.70%	4.90%	4.96%
Real Gross Fixed Capital Formation Growth (%YoY)	4.45%	-4.96%	3.80%	3.87%	4.30%	4.50%
Real Export Growth (%YoY)	-0.48%	-8.14%	24.04%	16.28%	1.00%	-2.00%
Real Import Growth (%YoY)	-7.13%	-16.72%	23.31%	14.75%	-2.00%	2.00%
Nominal Export (USD Mio)	167,683	163,192	231,522	291,979	258,000	232,200
Nominal Import (USD Mio)	171,276	141,569	196,190	237,447	222,800	211,660
Unemployment Rate (%)	5.18%	7.07%	6.49%	5.86%	5.32%	5.20%
Minimum Wage (IDR Mio)	2,456	2,672	2,685	2,728	3,011	3,113
Trade Balance (USD Mio)	-3,593	21,623	35,332	54,532	35,200	20,540
Current Account Balance (USD Mio)	-30,279	-4,433	3,326	13,216	-3,000	-6,500
Current Account to GDP (%)	-2.71%	-0.42%	0.28%	1.00%	-0.20%	-0.44%
Reserves (USD Mio)	129,183	135,897	144,905	137,200	146,400	140,000
Months of Import	8.9	9.4	6.8	6.9	6.7	6.8
	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 F
Fiscal Balance (%GDP)	-2.20%	-6.14%	-4.62%	-2.38%	-1.65%	-2.00%
Tax Revenue (IDR Bio)	1,546	1,285	1,547	2,034	2,155	2,220
Tax Ratio (%GDP)	9.77%	8.32%	9.11%	10.40%	10.2%	9.8%
Gross Bonds Issuance (IDR Tio)	890	1,539	1,302	1,054	846	990
SILPA (IDR Tio)	-53	-246	-85	-119.2	-12	-50
Government Debt, total (IDR Tio)	4,839	6,138	6,984	7,734	8,341	8,811
Government Debt to GDP (% GDP)	30.6%	39.8%	41.2%	39.5%	39.5%	38.7%
Government Expenditure, total, LCU (IDR Tio)	2,309	2,595	2,787	3,091	3,122	3,309
Retail Sales Growth (%YoY)	-0.52%	-19.16%	13.80%	0.68%	2.50%	7.00%
Consumer Confidence Index (%YoY)	-0.51%	-23.64%	22.64%	1.30%	5.00%	7.00%
Household Debt (IDR Tio)*	2,752	2,734	2,941	3,154	3,475	3,829
Industrial Production Growth (%YoY)	0.9%	-5.1%	5.4%	3.3%	1.0%	3.0%
Industry Capacity Utilization (year avg, %)	73.1%	69.7%	72.3%	68.7%	75.0%	76.0%
Narrow Money (M1) Growth (%YoY)	7.4%	18.5%	23.0%	14.3%	0.50%	7.00%
Broad Money (M2) Growth (%YoY)	6.5%	12.5%	13.9%	8.35%	2.00%	6.50%
Loan Growth (%YoY)	5.9%	-2.6%	4.9%	11.0%	10.0%	9.0%
Third Party Fund Growth (%YoY)	6.5%	11.1%	12.3%	9.00%	2.00%	6.50%
NPL (%YoY)	2.5%	3.1%	3.0%	2.40%	2.60%	2.60%
LDR (%)	94.2%	82.6%	77.2%	78.6%	84.1%	86.1%
CAR (%)	23.4%	23.9%	25.7%	25.6%	27.0%	25.0%
	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 F
Consumer Price Index Headline (year end, %YoY)	2.59%	1.68%	1.87%	5.51%	2.61%	2.86%
Consumer Price Index Headline (year avg, %YoY)	2.82%	1.68%	1.56%	4.21%	3.69%	2.89%
Pertamax Fuel Price (IDR)	9,850	9,000	9,000	13,900	13,500	11,500
House Price Index (%YoY)	1.24%	1.15%	1.19%	2.00%	2.02%	2.50%
Policy Rate (%)	5.00%	3.75%	3.50%	5.50%	6.00%	5.00%
Consumer Interest Rate (%)	11.62%	10.97%	10.53%	10.50%	10.20%	10.00%
Corporate Borrowing Rate (year end,%)	10.03%	9.15%	8.59%	8.50%	8.90%	8.50%
5Y Government Bonds Yield (year avg, %)	7.05%	6.15%	5.31%	6.22%	6.36%	5.90%
10Y Government Bonds Yield (year end,%)	7.10%	5.90%	6.38%	6.94%	6.51%	6.00%
10Y Government Bonds Yield (year avg, %)	7.40%	6.98%	6.34%	7.02%	6.62%	6.36%
20Y Government Bonds Yield (year avg, %)	8.00%	7.53%	7.05%	7.22%	6.87%	6.60%
Exchange Rate (year avg, USD/IDR)	14,150	14,577	14,312	14,876	15,254	15,306
Exchange Rate (year end, USD/IDR)	13,901	14,105	14,278	15,592	15,439	15,000
USD/IDR Volatility (year avg, pips)	125	672	161	486	308	200
Share Price Index (year end)	6,300	5,979	6,581	6,850	7,273	7,700
World Commodity Price Index, Non-Fuel (IMF)	111	150	150	150	148	146
Brent Crude Oil Price (year end, USD/barrel)	66	52	78	86	82.2	70

CEIC; Bank Indonesia; Bloomberg; CIMBN economist

Quarterly data	3Q2023	4Q2023 E	1Q2024 F	2Q2024 F	3Q2024 F	4Q2024 F
GDP (%YoY)	4.94%	5.03%	5.00%	4.84%	4.91%	5.07%
Consumer Price Index Headline (%YoY) (year end)	2.28%	2.61%	2.78%	2.99%	3.00%	2.86%
Policy Rate (%) (year end)	5.75%	6.00%	6.00%	6.00%	5.25%	5.00%
10Y Government Bonds Yield (%) (year end)	6.87%	7.00%	6.70%	6.50%	6.25%	6.00%
Exchange Rate (USD/IDR) (year end)	15,487	15,439	15,525	15,400	15,300	15,000

CEIC; Bank Indonesia; Bloomberg; CIMBN economist

**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 2024 PT. Bank CIMB Niaga Tbk.