

BAB

2

PERKEMBANGAN EKONOMI BEBERAPA NEGARA DAN KAWASAN

2.1. Amerika Serikat

Kinerja perekonomian Amerika Serikat melanjutkan tren perlambatan akibat eskalasi ketegangan perdagangan yang menyebabkan pelemahan permintaan global. Pertumbuhan ekonomi TW3-19 melambat lebih dalam menjadi 2,1% yoy (dari 2,3% pada TW2-19). Pelemahan investasi yang cukup tajam disertai moderasi konsumsi dan pengeluaran pemerintah menurunkan kinerja ekonomi AS. Pertumbuhan ekspor yang sedikit membaik tidak dapat mengompensasi penurunan komponen PDB lainnya.

Aktivitas manufaktur tertahan dan tekanan inflasi masih di bawah target. Aktivitas manufaktur tertekan oleh penurunan permintaan ekspor dan pelemahan ekonomi domestik. Selain terdampak kenaikan harga bahan baku akibat kenaikan tarif, pelaku bisnis cenderung menunggu perkembangan negosiasi perdagangan AS-Tiongkok dan meredanya ketegangan politik dalam negeri. Meski terjadi kenaikan harga, tekanan inflasi masih di bawah target. Inflasi personal consumption expenditure (PCE) dan PCE core

–yang menjadi target the Fed (2%)– pada September 2019 masing-masing mencapai 1,3% yoy dan 1,7%.

Ketegangan perdagangan diliputi ketidakpastian. Realisasi tambahan tarif impor, retaliasi Tiongkok, serta penundaan tarif mewarnai perjalanan negosiasi perdagangan. AS mengenakan tambahan tarif impor 15% terhadap produk Tiongkok senilai USD112 miliar efektif 1 September 2019. Tiongkok segera meretaliasi dengan menaikkan tarif produk impor AS. Namun sebagai itikad baik upaya negosiasi phase one deal yang masih bergulir, AS menunda kenaikan tarif dari 25% menjadi 30% terhadap impor Tiongkok senilai USD250 miliar. Sebagai kompensasi, Tiongkok berkomitmen meningkatkan pembelian produk agrikultur dari AS.

Ekonomi yang melemah serta inflasi yang masih di bawah target telah direspons dengan kebijakan moneter dan fiskal akomodatif. Selama 2019, the Fed telah memangkas Fed Fund Rate sebesar 75 bps dalam tiga kali rapat FOMC hingga berada pada level 1,5%–1,75%. Langkah pelonggaran moneter juga ditempuh

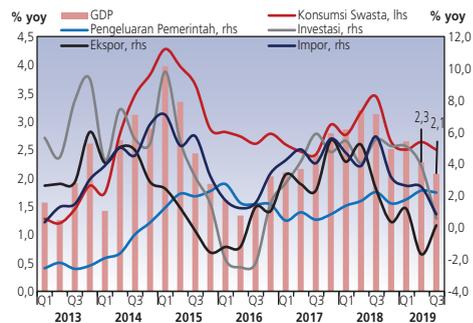
dengan melakukan pembelian aset (*US Treasury Bill*) dan injeksi cash pada *over night lending market* untuk menjamin ketersediaan likuiditas pada sektor perbankan, setelah sempat mengalami keketatan.

Ketidakpastian yang masih tinggi mendorong prakiraan ekonomi AS cenderung pesimis. IMF dalam *World Economic Outlook Oktober 2019* memprediksi pertumbuhan ekonomi AS pada 2019 akan melambat ke 2,4% yoy, cukup tajam dibandingkan 2,9% (2018). Pelemahan berlanjut menjadi 2,1% (2020). The Fed juga memprakirakan ekonomi AS tumbuh melambat menjadi 2,2% (2019) dan 2,0% (2020).

Perjalanan ekonomi AS ke depan akan dipengaruhi sejumlah peristiwa. Faktor yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi antara lain keberhasilan negosiasi perdagangan dengan Tiongkok, kesepakatan perdagangan dengan Jepang, kebijakan moneter dan fiskal akomodatif, serta sektor tenaga kerja yang masih solid. Namun terdapat risiko yang dapat menghambat laju pertumbuhan diantaranya produktivitas yang masih rendah, aging population, ketidakpastian politik dalam negeri, penyelenggaraan Pemilu 2020, retaliasi oleh negara mitra yang dikenakan kenaikan tarif impor, dan risiko geopolitik.

Kinerja perekonomian Amerika Serikat (AS) melanjutkan tren melambat, terdampak eskalasi ketegangan perdagangan dengan Tiongkok dan pelemahan ekonomi dunia. Pertumbuhan

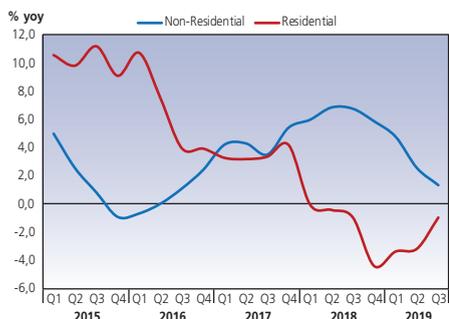
PDB AS pada TW3-19 kembali melambat menjadi hanya 2,1% yoy¹, dari TW2-19 sebesar 2,3%. Pelemahan investasi menjadi faktor utama penyebab penurunan pertumbuhan ekonomi AS. Eskalasi perdagangan dengan Tiongkok telah menahan bisnis investasi dan menurunkan upaya memupuk persediaan. Investasi TW3-19 menurun drastis (0,6%) dibandingkan TW2-19 (3,9%), terutama pada investasi non-residensial yang turun tajam ke 1,3% (dari 2,6% pada TW2-19).² Aktivitas konsumsi –pangsa terbesar PDB AS– termoderasi tipis menjadi 2,5% (dari 2,6% pada TW2-19).³ Perlambatan pertumbuhan juga dipengaruhi oleh perlambatan pengeluaran pemerintah (2,2% dari 2,3% pada TW2-19). Perbaikan pertumbuhan ekspor tidak dapat mengkompensasi pelemahan pada komponen lainnya.



Sumber: Bureau of Economic Analysis

Grafik 2.1 Pertumbuhan PDB

- 1 *Second estimates*. Pertumbuhan PDB TW3-19 sebesar 2,1% merupakan yang terendah sejak TW2-17.
- 2 Pelemahan tajam non-residensial terutama pada *structures* khususnya pelemahan kegiatan pertambangan.
- 3 Pangsa konsumsi dalam PDB mencapai 70% dari PDB. Meskipun sedikit melambat, konsumsi masih relatif solid dan berkontribusi terbesar pada pertumbuhan PDB (sekitar 1,7%).



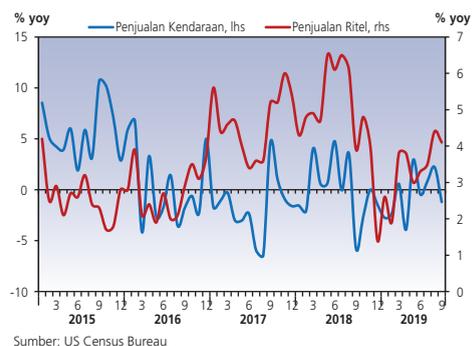
Sumber: Bureau of Economic Analysis

Grafik 2.2 Fixed Investment

Aktivitas konsumsi AS masih relatif baik, terindikasi dari peningkatan pertumbuhan penjualan ritel dan kendaraan. Penjualan ritel TW3-19 tumbuh 4% yoy (naik dari 3,4% pada TW2-19), ditunjang oleh penurunan tingkat pengangguran, pertumbuhan upah yang moderat, *disposable income* yang stabil, dan penurunan harga minyak. Konsumsi terbantu oleh inflasi yang rendah dan perbaikan kesejahteraan masyarakat dari kenaikan indeks saham dan akselerasi harga rumah. Penjualan kendaraan TW3-19 meningkat 0,6% yoy (dari -0,5% pada TW2-19) –setelah berkontraksi sejak TW3-18. Kenaikan terutama pada Agustus 2019 seiring pemberian diskon harga dari produsen, kenaikan permintaan pada tahun ajaran baru, pemesanan kendaraan model baru, serta *labor day week end sales*. Kepercayaan konsumen yang membaik menunjukkan optimisme konsumen terhadap prospek ekonomi ke depan setelah terdapat indikasi kesepakatan interim dengan

Tiongkok.⁴

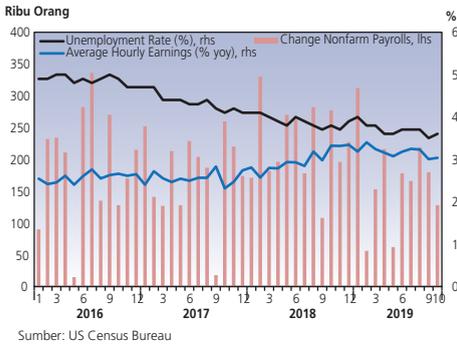
Konsumsi AS juga didukung oleh sektor tenaga kerja yang masih solid. Level pengangguran September 2019 merupakan yang terendah (3,5%) sejak Desember 1969. Tingkat partisipasi tenaga kerja juga terakselerasi ke 63,2% (September 2019), dari 62,9% (Juni 2019). Selain itu, tambahan penyerapan tenaga kerja (*change in non farm payroll*) selama TW3-19 (rerata) mencapai 188,3 ribu per-bulan, meningkat dari 152 ribu orang (TW2-19). Penyerapan tenaga kerja terbesar terjadi pada Agustus 2019 mencapai 219 ribu, antara lain dipengaruhi peningkatan kebutuhan tenaga kerja honorer oleh pemerintah untuk pelaksanaan sensus pada 2020. Sejalan dengan peningkatan penyerapan tenaga kerja, klaim asuransi dan tingkat pengangguran juga menurun.



Sumber: US Census Bureau

Grafik 2.3 Aktivitas Konsumsi

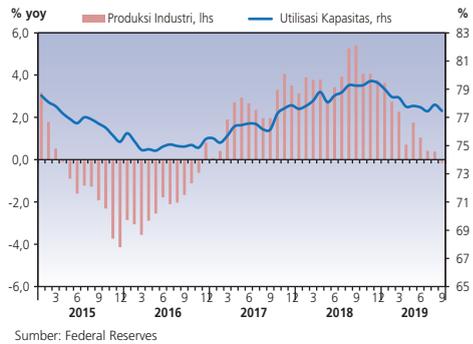
⁴ Rerata indeks keyakinan konsumen menurut US *consumer confidence board* TW3-19 naik 132,1 (dari 128,3), baik terhadap *current situation* (172,5 dari 168,0) maupun ekspektasi ke depan (105,2 dari 101,8).



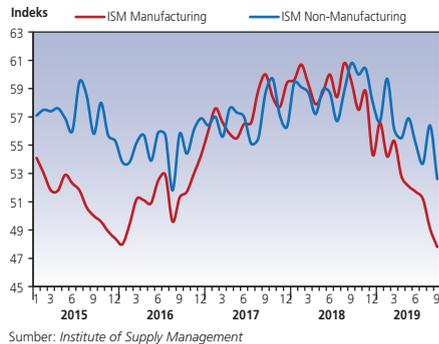
Grafik 2.4 Indikator Tenaga Kerja

Aktivitas produksi AS kian tertekan, terdampak pelemahan permintaan dan pesimisme pelaku bisnis. Ketidakpastian yang tinggi mengenai penyelesaian masalah *trade war* dan isu politik dalam negeri (tuntutan *impeachment* terhadap Presiden Trump) menahan minat berbisnis. Rerata produksi industri TW3-19 tumbuh melambat 0,2% yoy (dari 1,2% pada TW2-19), bahkan berkontraksi -0,1% pada September 2019. Pelemahan terutama pada sektor manufaktur dan pertambangan. Produksi pertambangan menurun tajam (4,7% dari 9,9%) terimbas pelemahan harga minyak global. Produksi manufaktur juga menurun akibat *uncertainty trade war* AS-Tiongkok yang menahan permintaan, serta hambatan produksi kendaraan akibat pemogokan pegawai *General Motor* selama satu bulan.⁵

⁵ Pemogokan General Motor berlangsung pada 16 September 2019 hingga 16 Oktober 2019 untuk menuntut perbaikan kesejahteraan. General Motor mengalami kerugian sekitar USD1,75 miliar. Pihak manajemen akhirnya mengabulkan tuntutan kenaikan gaji dan mengangkat pegawai honorer menjadi pegawai tetap.



Grafik 2.5 Aktivitas Produksi



Grafik 2.6 Keyakinan Bisnis

Penurunan permintaan dunia telah menurunkan aktivitas manufaktur, sementara ISM Nonmanufaktur masih ekspansif. Survei ISM Manufaktur telah berada pada zona kontraktif sejak Agustus 2019 (di bawah 50) sehingga rerata TW3-19 turun ke 49,4 (dari 52,2 pada TW2-19). Sektor jasa masih ekspansif meski juga telah mengalami perlambatan. Rerata ISM Nonmanufaktur TW3-19 sebesar 54,2, melambat dari 55,8. *New order* jasa yang tertahan serta kenaikan harga melatarbelakangi perlambatan sektor jasa. Pelaku usaha yang menjadi responden mengkhawatirkan beberapa aspek seperti

perang tarif, keterbatasan tenaga kerja, dan pergerakan ekonomi yang melemah.

Kinerja eskternal AS masih menghadapi tantangan defisit perdagangan yang masih cukup besar meski telah menaikkan tarif impor. Total defisit perdagangan TW3-19 mencapai -USD161,5 miliar, hanya sedikit menyempit dari TW2-19 (-USD163,3 miliar). Penyempitan defisit dipengaruhi oleh ekspor yang membaik tipis sehingga kontraksi menyempit (-0,8% yoy dari -1,7% pada TW2-19), di tengah terjadinya penurunan impor (-0,9% dari 1,6%). Kendati telah menaikkan tarif impor, defisit perdagangan dengan Tiongkok masih melebar ke -USD96,2 miliar pada TW3-19, dari -USD87,1 miliar (TW2-19). Kondisi ini menunjukkan bahwa kenaikan tarif impor tidak efektif untuk memperbaiki defisit perdagangan AS. Ketergantungan sektor industri dan masyarakat AS atas produk impor dari Tiongkok yang cukup tinggi menyebabkan impor dari Tiongkok masih cukup tinggi.

Konflik perdagangan antara AS dan Tiongkok pada TW3-19 makin tereskalasi. Setelah mengenakan tambahan tarif sebesar 25% terhadap produk impor dari Tiongkok senilai USD250 miliar, AS berencana menaikkan tambahan tarif impor sebesar 15% terhadap produk impor Tiongkok senilai USD300 miliar pada 1 September 2019. Langkah tersebut merupakan reaksi dari realisasi impor agrikultur AS oleh Tiongkok yang dinilai lambat dan tidak sesuai kesepakatan, serta ekspor *fentanyl* dari

Tiongkok ke AS yang masih berjalan.

Ancaman kenaikan tambahan tarif impor tidak direalisasikan sepenuhnya.

Pada 1 September 2019, AS merealisasikan kenaikan tarif sebesar 15% terhadap produk impor Tiongkok senilai USD112 miliar diantaranya alas kaki, pakaian dan tekstil. Namun AS menunda kenaikan tarif 15% atas produk impor Tiongkok senilai USD160 miliar menjadi 15 Desember 2019 karena tekanan dari pelaku bisnis dan konsumen. Mayoritas jenis barang yang ditunda kenaikan tarif impornya adalah *consumer goods* (seperti telepon genggam, laptop, mainan dan pakaian) yang kerap dibeli saat libur Natal dan tahun ajaran baru.

Tiongkok melakukan retaliasi atas keputusan AS menaikkan tarif impor.

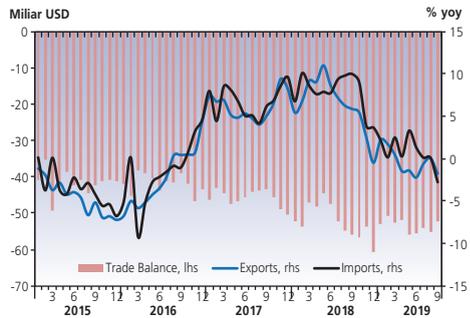
Merespons kenaikan tarif impor dari AS, pada tanggal yang sama (1 September 2019), Tiongkok juga mengenakan tambahan tarif kisaran 5%-10% atas produk impor dari AS senilai USD75 miliar.⁶ Salah satu produk AS yang terkena kenaikan tarif impor 5% adalah *crude oil*. Atas retaliasi Tiongkok tersebut, Presiden AS kembali mengancam menaikkan tarif impor (dari 25% menjadi 30%) terhadap produk impor Tiongkok senilai 250 miliar yang akan berlaku efektif pada 15 Oktober 2019.

⁶ Tiongkok mengenakan tarif terhadap produk impor AS senilai USD75 miliar secara bertahap yaitu 1 September 2019 dan 15 Desember 2019. Kenaikan tarif impor 1 September 2019 akan menyangar 1,717 produk seperti kedelai, *crude oil*, *steel plate*, dan kimia. Selanjutnya sekitar 3.361 produk termasuk *lumber*, *automobiles* dan *textiles* akan dikenakan tarif pada 15 Desember 2019.

Perundingan AS-Tiongkok diharapkan menurunkan ketegangan perdagangan global. AS dan Tiongkok kembali melakukan perundingan untuk mencapai kesepakatan *Phase One Deal*. Beberapa sumber informasi menyebutkan bahwa sebagai bagian dari kesepakatan, Tiongkok akan meningkatkan impor agrikultur AS, menurunkan *trade barrier* terhadap impor unggas AS, dan menerapkan standar *US' Public Health Information System* untuk produk daging. Sebagai itikad baik, AS telah menunda kenaikan tarif impor (dari 25% menjadi 30%) terhadap USD250 miliar produk impor Tiongkok hingga waktu yang belum ditentukan.⁷ Sebagai kompensasi, Tiongkok akan membeli produk agrikultur dari AS senilai USD40 miliar –USD50 miliar pertahun. Namun demikian, kesepakatan diperkirakan belum menyentuh aspek struktural seperti isu *intellectual property theft*, subsidi Tiongkok kepada sektor industri, dan pencabutan hambatan terhadap perusahaan teknologi Tiongkok.

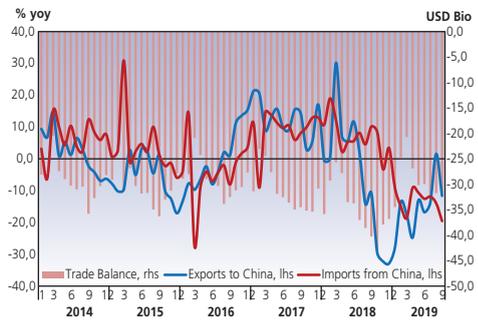
Ketegangan perdagangan dengan Jepang mereda, namun AS menaikkan tarif produk impor dari Eropa. AS dan Jepang pada 25 September 2019 telah bersepakat bahwa Jepang akan memangkas tarif impor produk makanan dan pertanian dari AS, hingga setara dengan tarif yang

⁷ Kenaikan tarif 15% atas USD112 miliar produk impor Tiongkok yang berlaku sejak 1 September 2019 masih tetap berlaku. Selain itu, belum terdapat *update* mengenai rencana kenaikan tarif 15% pada sisa impor produk Tiongkok (USD160 miliar) yang akan dikenakan pada 15 Desember 2019 (pasar memprediksi diundur hingga 2020).



Sumber: US Census Bureau

Grafik 2.7 Neraca Perdagangan AS



Sumber: US Census Bureau

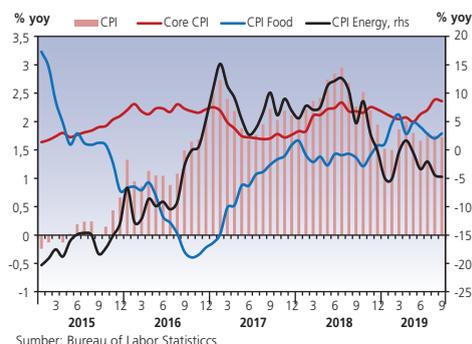
Grafik 2.8 Neraca Perdagangan AS-Tiongkok

ditetapkan oleh anggota *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership* (CPTPP). Meski tidak disebutkan dengan jelas, kesepakatan tersebut mengindikasikan AS belum akan mengenakan tarif terhadap produk otomotif Jepang. Namun pada 18 Oktober 2019, atas ijin WTO, AS mengenakan tambahan tarif impor pada produk Eropa senilai USD7,5 miliar. Pengenaan tarif terdiri dari 10% untuk impor pesawat (USD3,5 miliar), dan

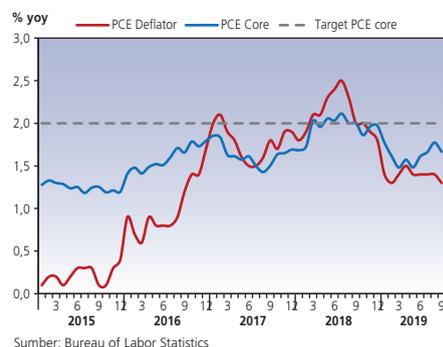
25% untuk produk makanan (USD4 miliar).⁸ Pengenaan tarif tersebut merupakan langkah retaliasi AS atas pemberian subsidi Eropa terhadap pesawat Airbus, yang dianggap merugikan Boeing.

Tekanan inflasi AS meningkat tipis tetapi masih di bawah target. Penambahan jenis produk yang dikenakan tarif, serta kenaikan nilai tarif meningkatkan inflasi AS. Indeks harga konsumen September 2019 meningkat tipis ke 1,7% yoy (dari 1,6% pada Juni 2019). Pergerakan tersebut dipengaruhi kenaikan biaya *healthcare* dan *apparel*, di tengah terjadinya penurunan biaya pendidikan serta harga energi dan transportasi (sejalan pelemahan harga minyak). Inflasi inti –mengeluarkan harga minyak dan makanan– meningkat lebih tajam (2,4% dari 2,1%). Sementara inflasi PCE core yang menjadi acuan juga naik tipis ke 1,7% (dari 1,6%) namun masih di bawah target 2%. Kenaikan tarif impor terhadap produk Tiongkok yang mulai menysar pada produk konsumsi diperkirakan meningkatkan laju inflasi ke depan.

Pertumbuhan ekonomi yang melambat dan inflasi yang masih di bawah target direspons the Fed dengan melonggarkan kebijakan moneter. The Fed telah menurunkan FFR pada FOMC Juli dan Oktober 2019 masing-masing sebesar 25 bps hingga menjadi 1,5%-1,75%. Dengan penurunan FFR ini maka selama 2019 telah



Grafik 2.9 Inflasi

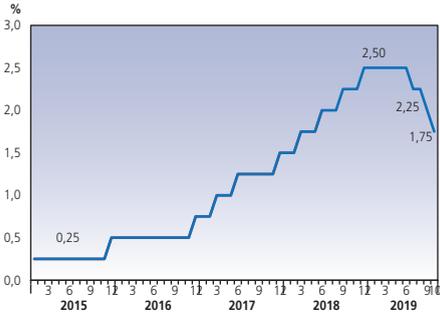


Grafik 2.10 Inflasi Personal Consumption Expenditure (PCE)

terjadi penurunan suku bunga sebanyak tiga kali berturut-turut dengan total 75 bps. Selain itu the Fed juga menurunkan *Interest Rate on Excess Reserves* (IOER) sebesar 25 bps menjadi 1,55% dari sebelumnya 1,8%, dan menurunkan *primary credit rate* sebesar 25 bps menjadi 2,25%. Guna melonggarkan keketatan likuiditas yang sempat terjadi pada September 2019, the Fed melakukan pembelian aset terutama *Treasury Bills* senilai USD60 miliar/bulan hingga TW2-20, serta melanjutkan *inject cash* pada

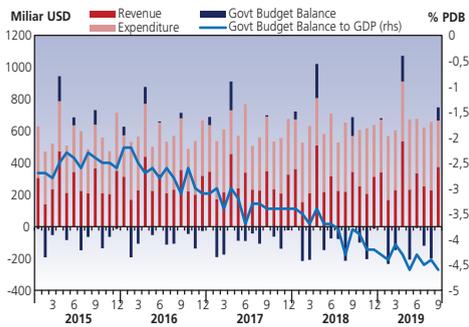
⁸ Pengenaan tarif produk food antara lain *French wine*, *Scottish whiskies*, *wine*, *olives*, *cheeses* seperti *English cheddar* dan *Swiss cheese*, serta *Irish butter*.

over night lending market hingga Januari 2020.⁹



Sumber: Federal Reserves

Grafik 2.11 Fed Fund Rate



Sumber: Congressional Budget Office

Grafik 2.12 Anggaran Pemerintah

Pemerintah menerapkan kebijakan fiskal akomodatif. Defisit fiskal TW3-19 mencapai -USD237,3 miliar, melebar dibandingkan TW3-18 (-USD171,9 miliar). Dengan defisit tersebut, defisit fiskal FY2019 (berakhir September) mencapai -USD984 miliar (diperkirakan sekitar -4,7% GDP),

melebar dibandingkan FY2018 (-USD779 miliar atau -3,9% GDP). Peningkatan penerimaan pemerintah, tidak mampu menutup kenaikan pengeluaran yang lebih besar. Belanja pemerintah terutama ditujukan untuk pembayaran bunga utang pemerintah sebagai konsekuensi dari kebijakan fiskal ekspansif. Anggaran pemerintah pada tahun mendatang akan lebih longgar seiring keputusan peningkatan *federal spending* sebesar USD320 miliar pada 2020-2021, lebih tinggi dari *spending cap* yang ditetapkan pada 2011.

Tabel 2.1 Anggaran Pemerintah AS

	Actual, FY 2018	Preliminary, FY 2019	Estimated Change
Receipts	3.329	3.462	133
Outlays	4.108	4.447	339
Deficit (-)	-779	-984	-205

Sumber: Congressional Budget Office, Department of the Treasury, Based on the Monthly Treasury Statement for August 2019 and the Daily Treasury Statements for September 2019.
FY = Fiscal Year

Kinerja ekonomi AS diperkirakan masih dalam tren melambat, terpengaruh perlambatan global dan eskalasi ketegangan perdagangan terutama dengan Tiongkok. IMF (WEO Oktober 2019) memprakirakan ekonomi AS akan kembali tumbuh melambat menjadi 2,4% yoy (2019), setelah tumbuh 2,9% pada tahun sebelumnya (2018). Perlambatan tersebut masih akan berlanjut menjadi 2,1% (2020), dan 1,7% (2021). Perlambatan ekonomi AS juga terlihat dari *outlook* yang dirilis oleh the Fed pada FOMC September 2019. The Fed memperkirakan ekonomi AS akan melambat menjadi 2,2% (2019), 2% (2020), dan 1,9% (2021). Ketidakpastian penyelesaian konflik perdagangan telah berdampak negatif

⁹ Langkah ini untuk merespons kelangkaan likuiditas pada 16 September 2019, disaat terjadi pembayaran pajak perusahaan dan setelah transaksi *treasury auction* sehingga terjadi transfer dalam jumlah besar kepada rekening pemerintah.

terhadap aktivitas bisnis dan menurunkan permintaan ekspor.

Perjalanan ekonomi AS ke depan akan dipengaruhi *upside* dan *downside risks*. Secara umum, faktor *upside risks* antara lain meredanya ketegangan perdagangan seiring rencana kesepakatan *phase one deal* dengan Tiongkok dan telah tercapainya kesepakatan dengan Jepang, kebijakan moneter dan fiskal longgar yang dapat memberi daya dorong bagi perekonomian, dan sektor tenaga kerja yang masih solid

(angka pengangguran rendah) berpeluang meningkatkan konsumsi. Sementara faktor *downside risks* yang dapat menghambat pertumbuhan diantaranya produktivitas yang masih rendah, problem *aging population*, ketidakpastian politik dalam negeri terkait proses *impeachment* Presiden Trump, penyelenggaraan Pemilu 2020, potensi retaliasi oleh Eropa atas kenaikan tarif impor produk pesawat terbang dan makanan oleh AS, serta risiko geopolitik global (Timur Tengah, Amerika Latin, dll).

Tabel 2.2 Outlook Ekonomi AS

Indikator	Realisasi	The Fed-FOMC Sep 2019 (Median)				IMF WEO Okt 2019			Consensus Forecast Oktober 2019	
		2018	2019	2020	2021	Longer Run	2019	2020	2021	2019
PDB Riil (% yoy)	2,9	2,2	2,0	1,9	1,9	2,4	2,1	1,7	2,3	1,8
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		2,1	2,0	1,8	1,9	2,6	1,9	N/A	2,3	1,8
Inflasi PCE (% yoy)	2,1	1,5	1,9	2,0	2,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		1,5	1,9	2,0	2,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Inflasi PCE Core (% yoy)	1,9	1,8	1,9	2,0	N/A	N/A	N/A	N/A	1,7	2,1
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		1,8	1,9	2,0	N/A	N/A	N/A	N/A	1,7	2,1
Inflasi CPI (% yoy)	2,4	N/A	N/A	N/A	N/A	1,8	2,3	2,4	1,8	2,1
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,8	2,1
Tingkat Pengangguran (%)	3,9	3,7	3,7	3,8	4,2	3,7	3,5	3,5	3,7	3,7
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		3,6	3,7	3,8	4,2	N/A	N/A	N/A	3,7	3,7
Fed Fund Rate	2,5	1,9	1,9	2,1	2,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		2,4	2,1	2,4	2,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Sumber: Federal Reserves, IMF

1. Data the Fed: estimasi sebelumnya adalah Juni 2019

2. Data WEO: estimasi sebelumnya adalah Juli 2019

3. Consensus Forecast: estimasi sebelumnya adalah Sept 2019

2.2. Kawasan Euro

Pertumbuhan ekonomi Kawasan Euro masih lemah, terbebani pemburuan sentimen dan ketidakpastian perdagangan global. PDB TW3-19 tumbuh tetap 1,2% yoy dibandingkan TW2-19, masih rendah secara historis. Pelemahan pada sentimen ekonomi, bisnis, dan kinerja perdagangan, diimbangi oleh perbaikan konsumsi –seiring pasar

tenaga kerja yang masih solid–, stimulus fiskal di sejumlah negara anggota, dan kebijakan moneter European Central Bank (ECB) yang makin akomodatif. Pertumbuhan ekonomi yang stabil dikontribusi oleh akselerasi ekonomi Jerman ke 0,5% yoy (dari 0,3% pada TW2-19) dan Italia (0,3% dari 0,1%), di tengah pertumbuhan ekonomi Spanyol yang stabil pada 2,0%, dan perlambatan Prancis menjadi 1,3% (dari 1,4%).

Laju inflasi September 2019 masih rendah sebesar 0,8% yoy, seiring aktivitas ekonomi yang masih lemah serta harga minyak dunia yang rendah. Kenaikan upah juga belum menunjukkan dampak positif terhadap tingkat inflasi. Korporasi masih mengorbankan profit untuk menjaga harga produk tetap terjangkau bagi konsumen, guna mengatasi pelemahan permintaan. Untuk menstimulasi pemulihan ekonomi dan inflasi, ECB melonggarkan kebijakan moneter lebih lanjut dengan meluncurkan paket kebijakan akomodatif. ECB menurunkan deposit facility rate menjadi -0,5% dan reaktivasi program pembelian aset. Pelonggaran kebijakan fiskal juga dipertahankan oleh sebagian besar negara, seperti penurunan pajak, yang akan berlanjut pada 2020 guna menopang aktivitas konsumsi dan ekonomi.

Pelemahan aktivitas ekonomi diprediksi berlanjut hingga akhir 2019 seiring masih tingginya ketidakpastian domestik dan global, lalu membaik tipis pada 2020. ECB dan European Commission (EC) memperkirakan pertumbuhan ekonomi 2019 hanya sebesar 1,1% yoy, jauh menurun dari realisasi 2018 sebesar 1,9%. Selanjutnya kedua lembaga tersebut memprediksi ekonomi Kawasan Euro membaik tipis menjadi 1,2% pada 2020, meski lebih pesimis dari prediksi sebelumnya (1,4%). Sementara itu, IMF memprediksi pertumbuhan ekonomi 2019 sebesar 1,2% dan berlanjut ke 1,4% pada 2020 (revisi ke bawah dari 1,6%).

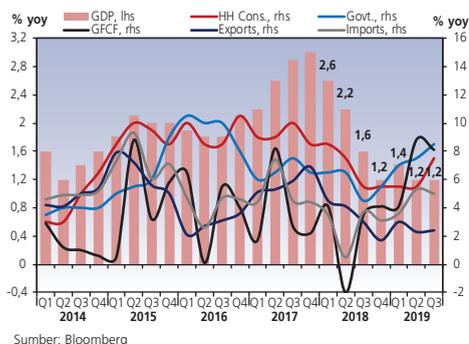
Pesimisme prospek pertumbuhan dipengaruhi imbalan risiko yang berlanjut

bias ke bawah. Downside risks masih mendominasi terutama dari eksternal, antara lain eskalasi trade tensions, peningkatan tensi geopolitik, dan perlambatan ekonomi Tiongkok. Sedangkan risiko domestik berasal dari ketidakpastian Brexit dan potensi hambatan temporer –seperti perlambatan manufaktur dan otomotif– yang berlangsung lebih lama dari perkiraan, serta risiko suku bunga rendah yang berkepanjangan terhadap kesehatan sektor perbankan.

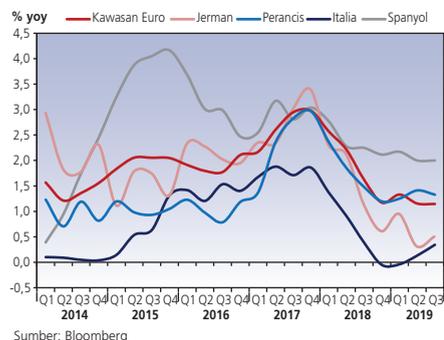
Ekonomi Kawasan Euro TW3-19 tumbuh stabil pada level yang rendah.

Perekonomian TW3-19 tumbuh sebesar 1,2% yoy, tidak berubah dibandingkan capaian TW2-19.¹⁰ Konsumsi masih solid, ditopang oleh perbaikan daya beli konsumen seiring kenaikan upah minimum dan tingkat pengangguran yang tetap rendah. Ekspansi kebijakan moneter dan fiskal turut menunjang aktivitas konsumsi. Namun demikian, ketidakpastian global yang masih tinggi memperburuk sentimen dan ekspor, sehingga menahan laju pertumbuhan ekonomi. Confidence pelaku ekonomi yang makin pesimis terhadap prospek ekonomi domestik, menyebabkan perlambatan ekspansi bisnis dan investasi. Ekspor juga tumbuh di level yang rendah, dipengaruhi penurunan permintaan eksternal akibat sentimen perlambatan global dan eskalasi konflik perdagangan AS-Tiongkok.

¹⁰ Ekonomi TW2-19 juga mencatatkan pertumbuhan 1,2% yoy, revisi ke atas dari rilis sebelumnya 1,1%.



Grafik 2.13 Pertumbuhan PDB



Grafik 2.14 Pertumbuhan PDB Negara Inti Kawasan Euro

Pertumbuhan ekonomi Jerman dan Italia tetap rendah, disertai stagnasi ekonomi di Spanyol dan perlambatan di Prancis. Jerman sebagai ekonomi terbesar di kawasan, tumbuh rendah sebesar 0,5% yoy pada TW3-19, meski lebih baik dari TW2-19 sebesar 0,3%. Perbaikan pertumbuhan tersebut di luar ekspektasi sebagian besar pelaku pasar yang sebelumnya memprediksi Jerman akan mengalami *technical recession*

pada TW3-19.¹¹ *Positive growth surprise* Jerman ditopang perbaikan konsumsi dan kenaikan belanja pemerintah. Meski tumbuh meningkat, ekonomi Jerman masih tetap dalam tren melemah sejak akhir 2017, yang mengubah posisi Jerman dari mesin pertumbuhan menjadi sumber pelemahan Kawasan Euro.¹² Materialisasi dari berbagai *downside risks –trade tensions*, pelemahan permintaan global, gejala sektor otomotif–telah menyebabkan kinerja sektor manufaktur Jerman memburuk tajam ke level terendah dalam satu dekade.¹³

Ekonomi Italia TW3-19 juga terakselerasi pada tingkat pertumbuhan yang rendah sebesar 0,3% yoy (dari TW2-19 sebesar 0,1%) ditopang oleh resiliensi konsumsi. Ketenagakerjaan tetap solid disertai inflasi yang menurun, sehingga menunjang *disposable income* dan *private consumption*. Sentimen konsumen

11 *Technical recession* didefinisikan sebagai kontraksi pertumbuhan PDB kuartalan (qtq) selama 2 periode berturut-turut. PDB Jerman TW2-19 terkontraksi -0,2% qtq, dan *market* memprediksi akan kembali terkontraksi sebesar -0,1% qtq pada TW3-19. Namun rilis data PDB menunjukkan bahwa Jerman terhindar dari risiko resesi dan tumbuh positif 0,1% qtq pada TW3-19.

12 Pangsa ekonomi Jerman tetap yang terbesar (28%) diantara negara anggota lainnya. Namun kontribusi Jerman terhadap PDB Kawasan Euro turun signifikan, dari 1,0% pada TW4-17 (puncak pertumbuhan Kawasan Euro) menjadi hanya 0,1% terhadap keseluruhan PDB Kawasan (TW3-19). Kontribusi Jerman yang turun -0,9pp tersebut di tengah penurunan *growth* Kawasan Euro -1,8pp (dari 3,0% yoy pada TW4-17 ke 1,2% pada TW3-19), menandakan bahwa hampir 50% pelemahan Kawasan Euro disebabkan oleh Jerman.

13 Pertumbuhan sektor manufaktur Jerman memburuk selama 7 kuartal berturut-turut, dan terkontraksi hingga -3,9% yoy pada TW3-19, terendah sejak TW4-09.

cenderung membaik seiring meredanya gejala politik pasca pembentukan koalisi pemerintahan baru. Sementara kinerja ekspor masih melemah dan menahan pertumbuhan lebih lanjut. Sektor manufaktur Italia memburuk lebih dalam, imbas pesimisme *outlook* ekonomi global, serta terdampak pelemahan Jerman.¹⁴

PDB Spanyol TW3-19 tumbuh stabil 2,0% yoy, tidak berubah dibandingkan TW2-19. Pertumbuhan ditopang oleh perbaikan konsumsi domestik (1,5% yoy pada TW3-19; dari 0,6% pada TW2-19), sebagai dampak positif dari stimulus kenaikan minimum upah sejak awal 2019. Sejalan dengan itu, belanja pemerintah tumbuh terakselerasi 2,5% yoy (dari 2,2%). Investasi tumbuh meningkat (2,0% yoy; dari 1,0%), namun masih rendah secara historis dipengaruhi sentimen negatif dari gejala politik.¹⁵ Ekonomi juga terbebani oleh pelemahan ekspor (2,3% yoy; dari 2,2%) – sejalan dengan perlambatan permintaan global– yang tidak dapat mengimbangi laju kenaikan impor (2,0% yoy; dari -0,7%).

Pertumbuhan Prancis tertahan oleh pelemahan kinerja ekspor. PDB Prancis TW3-19 tumbuh 1,3% yoy, lebih rendah dari TW2-19 (1,4%). Ekspor Prancis melambat (2,3% yoy; dari 2,5%) terbebani

oleh rendahnya permintaan eksternal. Di sisi lain, impor tumbuh terakselerasi (3,4% yoy; dari 1,9%) sehingga secara keseluruhan menyebabkan net ekspor berkontribusi negatif terhadap pertumbuhan (-0,4%; dari 0,2%). Namun demikian, komponen pengeluaran PDB Prancis lainnya tetap solid. Ekonomi TW3-19 ditopang oleh konsumsi yang resilien terutama di sektor jasa¹⁶, didorong oleh stimulus fiskal pemerintah sebagai respons atas aksi protes pada akhir 2018.¹⁷ Oleh karena itu, pertumbuhan TW3-19 turut ditunjang oleh akselerasi pertumbuhan belanja pemerintah, disertai investasi yang tetap tumbuh stabil.

Ekonomi Kawasan Euro ditunjang oleh konsumsi, meskipun terindikasi belum solid. Rerata penjualan ritel –*leading indicator* konsumsi– tumbuh membaik menjadi 2,7% yoy (TW3-19), dari 2,1% (TW2-19). Penjualan tekstil dan pakaian meningkat tertinggi diantara komponen lainnya –setelah sempat berkontraksi berturut-turut pada TW2-19–, diikuti oleh penjualan barang *online* yang tetap tumbuh solid di atas 10% yoy sepanjang TW3-19. Kinerja positif tersebut diantaranya ditopang oleh ketenagakerjaan yang masih *robust* –*unemployment* rendah dan upah meningkat– yang mendorong daya beli dan perbaikan sentimen konsumen.

14 Italia memiliki keterkaitan produksi dan perdagangan yang erat dengan Jerman, sehingga pelemahan manufaktur Jerman yang signifikan berpengaruh negatif terhadap kinerja domestik Italia.

15 Dukungan kepada pemerintah rendah, sehingga memicu rencana pemerintah untuk melaksanakan pemilu ulang (*snap election*) pada 10 November 2019.

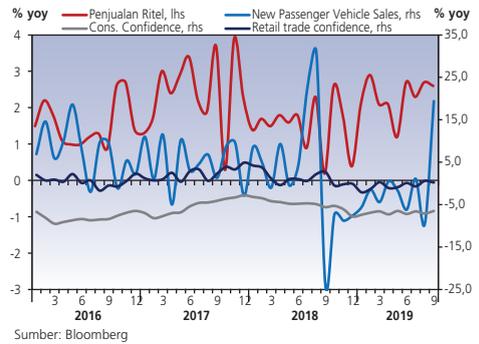
16 Konsumsi merupakan komponen pengeluaran dengan pangsa terbesar (51,8%) terhadap PDB Prancis. Berdasarkan sektor, jasa memiliki pangsa terbesar 72,5%.

17 Pengeluaran pemerintah TW3-19 tumbuh 1,3% yoy (dari 1,0% pd TW2-19), dengan peningkatan kontribusi menjadi 0,3% terhadap PDB (dari 0,2%). Investasi tumbuh stabil 3,6% yoy, dan tetap berkontribusi terbesar (0,8%) terhadap PDB.

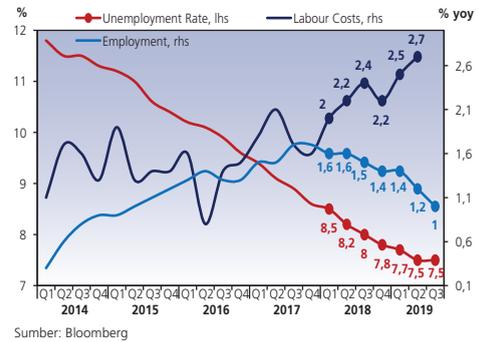
Penjualan kendaraan membaik akibat pengaruh *base-effect* penurunan tajam 2018. Rerata penjualan kendaraan TW3-19 tumbuh 3,6% yoy, dari kontraksi -2,5% (TW2-19). Kendati demikian, keseluruhan penjualan kendaraan terpantau masih lemah. Perbaikan angka rerata lebih disebabkan oleh lonjakan penjualan pada September 2019 (19,4% yoy) akibat faktor *base-effect* anjloknya penjualan September 2018 seiring implementasi *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure* (WLTP). Sementara itu, penjualan kendaraan pada bulan lainnya selama TW3-19 masih tumbuh rendah.¹⁸

Sentimen konsumen relatif membaik seiring perbaikan upah dan ketidakpastian perdagangan dunia yang mereda. Kontraksi indeks *consumer confidence* TW3-19 menyempit ke rerata -6,7, dari -7,0 (TW2-19), seiring asesmen positif konsumen terhadap kondisi finansial. Prospek keuangan rumah tangga membaik ditunjang kebijakan kenaikan upah 2019 pada sejumlah negara anggota, seperti Jerman, Perancis, dan Spanyol. Selain itu, konflik hubungan perdagangan AS-Tiongkok yang cenderung mereda pada Juli dan September 2019 turut mendorong optimisme kepercayaan konsumen.

Kinerja konsumsi ditopang oleh ketenagakerjaan Kawasan Euro yang masih solid. Tingkat pengangguran berada



Grafik 2.15 Indikator Konsumsi



Grafik 2.16 Tingkat Pengangguran, Penyerapan Tenaga Kerja, dan Upah

di level terendah sejak 2008, yaitu 7,5% pada TW3-19. Upah juga terakselerasi menjadi 2,7% yoy pada TW2-19, dari 2,5% (TW1-19), seiring kenaikan minimum upah pada sejumlah negara anggota. Namun demikian, terdapat indikasi bahwa pelemahan aktivitas ekonomi domestik dan sektor manufaktur yang persisten mulai berdampak negatif terhadap penyerapan tenaga kerja. Pertumbuhan *employment* TW3-19 melambat menjadi 1,0%, dari 1,2% (TW2-19). *Unemployment rate* TW3-19 –meski tercatat rendah pada 7,5%– tidak berubah dibandingkan TW2-

¹⁸ Penjualan kendaraan tumbuh rendah sebesar 1,1% yoy pada Juli 2019 dan berkontraksi -9,6% pada Agustus 2019.

19, pertama kalinya *unemployment rate* triwulanan tidak mengalami penurunan sejak 2014.

Pertumbuhan produksi makin terkontraksi akibat permintaan eksternal yang rendah. Pelaku usaha cenderung menahan aktivitas produksi karena *demand* yang rendah, imbas kekhawatiran prospek perdagangan dan perlambatan ekonomi global. Rerata produksi industri TW3-19 terkontraksi -2,2% yoy, lebih dalam dari TW2-19 (-1,3%). Penurunan produksi terjadi pada sebagian besar jenis barang yaitu *intermediate goods*, *energy*, dan *non-durable goods*. Pertumbuhan *capital goods* dan *durable goods* lebih baik dibandingkan TW2-19, namun masih di level yang cukup rendah.¹⁹ Produksi *capital goods* yang tetap terkontraksi juga mencerminkan minat investasi pelaku usaha yang masih tertahan.

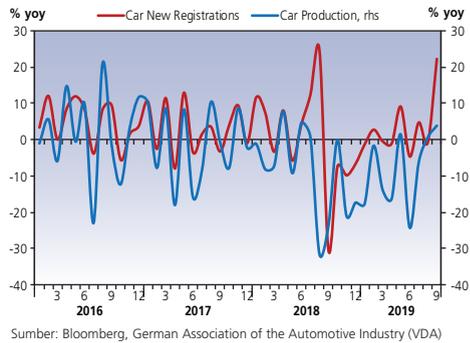
Pelemahan produksi industri Kawasan Euro turut dikontribusi oleh disrupsi otomotif Jerman. Kinerja industri otomotif Jerman telah melemah signifikan selama setahun terakhir, dipicu oleh penyesuaian regulasi uji emisi kendaraan (WLTP) pada September 2018 yang berdampak pada penurunan tajam produksi otomotif.²⁰ Rerata produksi otomotif Jerman TW3-19 masih terkontraksi (-0,6% yoy),

19 Produksi *capital goods* TW3-19 terkontraksi -2,6% yoy (dari -2,7% pada TW2-19), sedangkan *durable goods* tumbuh 0,3% (dari -0,9%)

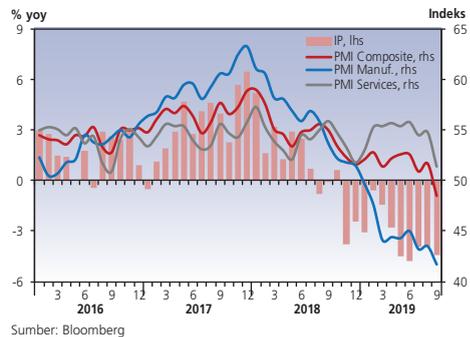
20 *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure* (WLTP) merupakan standar baru pada uji coba emisi kendaraan yang di-klaim merefleksikan konsumsi bahan bakar dan emisi kendaraan secara lebih akurat.



Grafik 2.17 Indikator Produksi dan Sentimen Industri Kawasan Euro



Grafik 2.18 Produksi dan Penjualan Kendaraan Jerman



Grafik 2.19 Produksi Industri dan PMI Jerman

meski lebih baik dari TW2-19 (-13,1%). Namun, perbaikan lebih dipengaruhi *base-effect* anjloknya produksi pada Agustus dan September 2018. Ekspor otomotif Jerman juga tertekan oleh pelemahan ekonomi Tiongkok yang merupakan salah satu mitra dagang otomotif terbesar Jerman. Ke depan, prospek otomotif Jerman masih menghadapi ketidakpastian, khususnya menjelang pengetatan regulasi penurunan target emisi CO₂ kendaraan yang dimulai pada Januari 2020.²¹

Ekspansi bisnis terus tertahan akibat perlambatan ekonomi domestik dan global. Sejak mencapai puncak pada akhir 2017, *Purchasing Managers Index* (PMI) Komposit turun bertahap hingga 51,2 (rerata) pada TW3-19, lebih rendah dari TW2-19 (51,8), sekaligus rerata triwulanan terendah sejak 2013. Secara bulanan, PMI Komposit turun hampir menyentuh *threshold level* 50 pada September 2019 (50,1).²² Pergerakan PMI menimbulkan kekhawatiran stagnasi ekonomi Kawasan Euro, serta pelemahan aktivitas manufaktur yang mulai merambat ke sektor jasa. PMI Manufaktur TW3-19 jatuh makin dalam di bawah *threshold* (rerata 46,4;

dari 47,7). PMI Jasa TW3-19 juga memburuk menjadi rerata 52,8 (dari 53,1).

Pelemahan PMI disebabkan pemburukan *new orders for goods and services* dan penurunan *new export orders* akibat lesunya aktivitas perdagangan global.²³ *Backlogs of work* menurun seiring pelemahan *new orders*, sehingga mendorong produksi menggunakan stok lama. Permintaan yang rendah menyebabkan *input* dan *output inflation* melemah. Kepercayaan pelaku usaha terhadap prospek 12 bulan ke depan tetap di level terendah sejak 2012, dipengaruhi kekhawatiran terhadap *trade tensions* global, ketidakpastian geopolitik dan perkembangan Brexit. Pemburukan permintaan dan sentimen menyebabkan pelaku usaha menahan pembukaan lapangan kerja dan *job creation*.

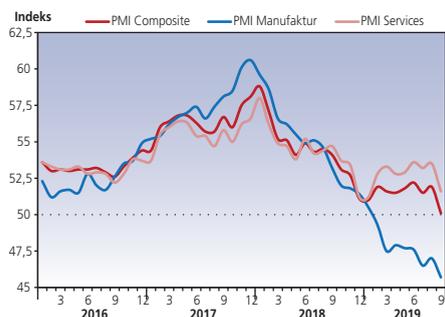
Penurunan PMI Kawasan Euro sebagian besar dikontribusi oleh pelemahan Jerman. Rerata PMI Komposit Jerman TW3-19 turun paling signifikan diantara negara inti lainnya, menjadi 50,4 dari 52,5 (TW2-19). Pelemahan manufaktur Jerman secara tajam sejak akhir 2017, mulai berdampak negatif terhadap sektor jasa, tercermin dari turunnya PMI Jasa dari 55,8 (Juni 2019) hingga 51,4 (September 2019). Kondisi tersebut menyebabkan PMI Komposit September 2019 jatuh di bawah *threshold*

21 Pada April 2019, EU memutuskan akan memperketat standar emisi CO₂ bagi *passenger car* (dari regulasi saat ini 130 gram CO₂/km menjadi 95 gram CO₂/km), dan *vans/komersial* (175 gram CO₂/km menjadi 147 gram CO₂/km). Kebijakan tersebut mulai diterapkan pada 1 Januari 2020. Khusus untuk *passenger car*, penerapan akan dilakukan secara bertahap. Target emisi akan berlaku untuk 95% kendaraan baru penghasil emisi terendah pada 2020, dan akan berlaku bagi seluruh kendaraan baru pada 2021. Sementara target emisi seluruh *vans* akan berlaku pada 2020.

22 Indeks di atas 50 mencerminkan bisnis mengalami ekspansi, dan sebaliknya.

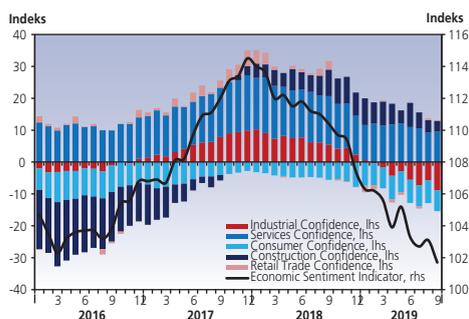
23 Berdasarkan publikasi Markit PMI September 2019, *new orders for goods and services* memburuk pertama kali sejak Januari 2019, dengan penurunan tertajam sejak Juni 2013.

menjadi 48,5.²⁴ Spanyol juga mengalami penurunan rerata PMI Manufaktur dan Jasa karena ketidakpastian politik.²⁵ PMI Manufaktur Prancis dan Italia turun lebih lanjut, namun diimbangi sektor jasa yang masih solid sehingga menopang perbaikan PMI Komposit.²⁶



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.20 Indikator PMI

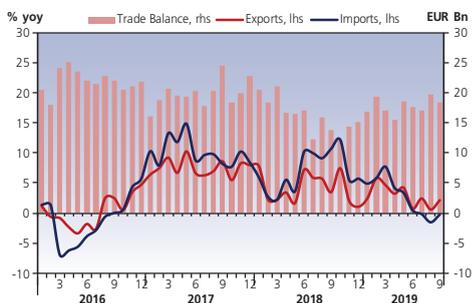


Sumber: Bloomberg

Grafik 2.21 Indikator Keyakinan Ekonomi

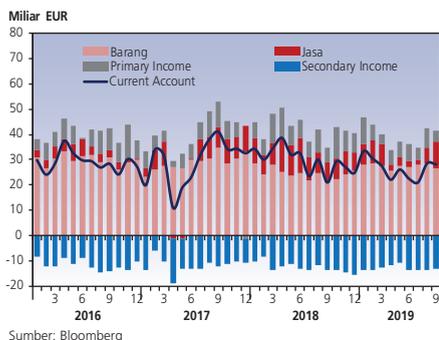
- 24 Level PMI Komposit Jerman pada September 2019 tersebut merupakan yang terendah sejak Juni 2012 (87 bulan).
- 25 Spanyol TW3-19: PMI Komposit (52,0 dari 52,4), Manufaktur (48,7 dari 49,9), Jasa (53,1 dari 53,2).
- 26 Prancis TW3-19: PMI Komposit (51,9 dari 51,3), Manufaktur (50,3 dari 50,8), Jasa (52,4 dari 51,6). Italia TW3-19: PMI Komposit (50,3 dari 49,8), Manufaktur (48,9 dari 49,1), Jasa (50,7 dari 50,3).

Kinerja perdagangan masih lemah terdampak oleh penurunan permintaan global. Rerata pertumbuhan ekspor TW3-19 masih tertekan dan melambat lebih lanjut menjadi 1,7% yoy (dari 2,7%). Kinerja ekspor terimbas dampak negatif ketidakpastian ekonomi dan perdagangan global (sentimen *trade tensions* AS-Tiongkok dan ancaman tarif impor otomotif oleh AS) yang menyebabkan permintaan ekspor turun signifikan. Berdasarkan produk, ekspor barang manufaktur khususnya permesinan dan transportasi masih rendah, sehingga menahan kinerja keseluruhan ekspor. Berdasarkan negara tujuan, pelemahan ekspor terjadi pada tujuan AS, Tiongkok, Korea Selatan, dan Turki. Di sisi lain, impor TW3-19 melambat lebih dalam dari ekspor (terkontraksi -0,6% yoy; dari 2,7%), sehingga mendorong surplus perdagangan TW3-19 meningkat moderat menjadi EUR55,2 miliar (*seasonally-adjusted*), dari EUR51,8 miliar (TW2-19). *Leading indicators* PMI (*export orders*) Oktober 2019 mengonfirmasi kinerja ekspor yang masih lemah, sekaligus mensinyalir bahwa ekspor masih tertahan di awal TW4-19.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.22 Neraca Perdagangan

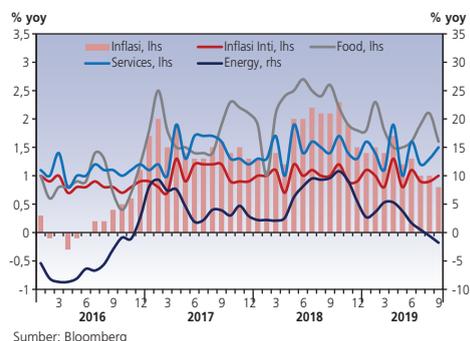


Grafik 2.23 Neraca Transaksi Berjalan

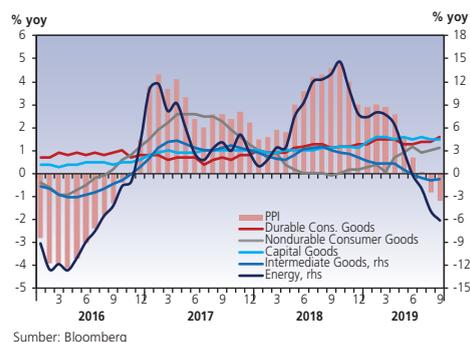
Surplus neraca transaksi berjalan (current account) meningkat pada level yang masih rendah. *Current account surplus* TW3-19 mencapai EUR77,7 miliar, lebih tinggi dibandingkan TW2-19 (EUR70,7 miliar). Pelebaran surplus disebabkan oleh peningkatan surplus neraca barang (sejalan dengan pelebaran *trade surplus* akibat impor yang melambat melebihi ekspor) dan surplus neraca jasa. Sementara itu, surplus neraca pendapatan primer dan defisit neraca pendapatan sekunder memburuk, sehingga menahan perbaikan keseluruhan *current account*.

Laju inflasi kembali termoderasi karena aktivitas ekonomi yang masih lemah dan tekanan harga minyak yang rendah. Inflasi *headline* melambat lebih dalam menjadi 0,8% yoy pada September 2019, dari 1,3% pada Juni 2019, makin menjauhi target inflasi ECB *below but close to* 2%. Kondisi tersebut dikontribusi oleh harga energi yang jauh menurun (terkontraksi -1,8% yoy pada September 2019; dari 1,7% pada

Juni 2019), sejalan dengan penurunan harga minyak dunia.²⁷ Harga makanan tumbuh stabil 1,6% yoy, sedangkan harga jasa turun tipis ke 1,5% yoy (dari 1,6%) dan menekan *core inflation* menjadi 1,0% yoy (dari 1,1%). Pergerakan harga makanan dan jasa tersebut mengindikasikan bahwa korporasi cenderung menyerap kenaikan biaya (upah) dengan mengorbankan *profit margins* dibandingkan menaikkan harga jual, di tengah lesunya permintaan dan tingginya ketidakpastian.



Grafik 2.24 Inflasi Kawasan Euro



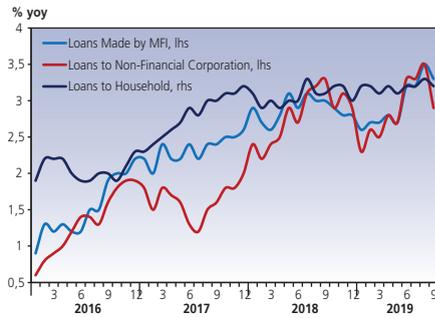
Grafik 2.25 Producer Price Index

²⁷ Harga minyak TW3-19 secara rerata terkontraksi -9,7% qtq (Brent) dan -5,9% qtq (WTI), dengan harga penutupan lebih rendah -7,1% ptp (Brent) dan -7,5% (WTI).

Perlambatan inflasi *headline* terjadi pada seluruh negara inti. Inflasi Jerman dan Italia menurun paling besar, masing-masing ke 0,9% yoy (dari 1,5%) dan 0,2% (dari 0,8%). Inflasi Spanyol dan Prancis juga melambat ke 0,2% (dari 0,6%) dan 1,1% (dari 1,4%). Sejalan dengan indeks harga konsumen, *Producer Price Index* (PPI) terkontraksi -1,2% yoy (September 2019), dari 0,7% (Juni 2019), dan merupakan yang terendah dalam tiga tahun terakhir. Pelemahan PPI juga disebabkan oleh kontraksi harga energi yang lebih dalam menjadi -6,1% yoy, dari sebelumnya -0,2%.

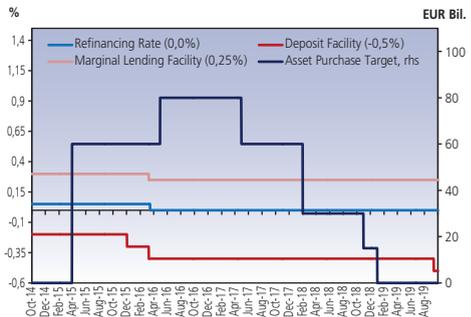
Penyaluran kredit ke sektor swasta relatif solid, ditopang oleh suku bunga rendah. Pertumbuhan kredit oleh lembaga keuangan (*Monetary Financial Institution*/MFI) rerata tumbuh 3,2% yoy pada TW3-19, lebih tinggi dari 2,9% pada TW2-19. Kinerja tersebut ditunjang oleh akselerasi pinjaman kepada *non-financial counterparties* (NFC), rerata tumbuh 3,2% (dari 2,9%). Sedangkan kredit kepada rumah tangga (RT) tetap tumbuh stabil sebesar 3,2% yoy. Secara keseluruhan, kinerja positif pertumbuhan kredit TW3-19 ditopang oleh suku bunga rendah dan kecukupan suplai pinjaman perbankan. Namun demikian, terdapat indikasi risiko pemburukan standar kredit perbankan untuk meningkatkan kredit dalam mengatasi pelemahan ekonomi, sehingga perlu mewaspadaai risiko kenaikan *Non-Performing Loan* (NPL).

ECB mengadopsi kebijakan moneter yang lebih akomodatif di tengah aktivitas ekonomi yang terus



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.26 Pertumbuhan Kredit Perbankan



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.27 Suku Bunga ECB

melemah. Pada pertemuan *Governing Council* 27 Juli 2019, ECB kembali mempertahankan suku bunga rendah yakni *main refinancing operations* (MRO) pada 0,0%; *marginal lending facility* (LF) rate pada 0,25%; dan *deposit facility* (DF) rate pada -0,4%. Namun, ECB melakukan penyesuaian pada *forward guidance* suku bunga.²⁸ ECB makin melonggarkan *stance* moneter pada pertemuan *Governing Council* 12 September

²⁸ Rincian hasil *Governing Council* 27 Juli 2019 selengkapnya dapat dibaca pada PEKKI Edisi III 2019.

2019, melalui peluncuran paket stimulus kebijakan sebagai berikut:

1. Suku bunga MRO dan LF dipertahankan pada level yang sama, namun DF diturunkan 10 bps menjadi -0,5% (dari sebelumnya -0,4%).
2. Menyesuaikan kembali *forward guidance*, bahwa suku bunga akan dipertahankan pada *level* yang sama atau lebih rendah hingga *outlook* konvergen ke level *below but close to 2%*, dan konvergensi tersebut telah konsisten tercermin dalam dinamika *underlying inflation*.
3. Mereaktivasi stimulus non-konvensional *Asset Purchase Program* (APP), dengan *net purchase* sebesar EUR20 miliar per bulan mulai 1 November 2019. APP akan diterapkan sepanjang dibutuhkan untuk memperkuat dampak akomodatif dari *policy rate* ECB, dan akan diakhiri sebelum ECB memutuskan mulai menaikkan suku bunga.
4. Mengubah modalitas kebijakan *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTRO-III). Suku bunga pinjaman kini ditetapkan setara dengan rerata MRO (dari sebelumnya 10 bps di atas rerata MRO). Bagi *counterparties* dengan *eligible net lending* melebihi *benchmark*, akan memperoleh insentif keringanan suku bunga yang lebih rendah dan dapat setara dengan suku bunga DF (diubah dari sebelumnya setara DF plus 10 bps). *Maturity* TLTRO-III juga diperpanjang, dari sebelumnya ditetapkan dua tahun,

kini menjadi tiga tahun.²⁹

5. Menerapkan *two-tier system for reserve remuneration*—yaitu kepemilikan bank atas *excess liquidity* akan dikecualikan dari suku bunga DF negatif—guna mendukung transmisi kebijakan moneter perbankan.
6. Melanjutkan kebijakan nonkonvensional reinvestasi obligasi jatuh tempo (yang diperoleh dari APP sebelumnya) hingga setelah ECB memutuskan untuk mulai menaikkan suku bunga, dan sepanjang dibutuhkan untuk menjaga kondisi likuiditas dan mendukung kebijakan moneter akomodatif ECB.³⁰

Pada pertemuan *Governing Council* terkini (24 Oktober 2019), ECB tetap konsisten dengan keputusan paket kebijakan tersebut, dan akan mempertahankan *stance* sepanjang rilis data ke depan dapat mengonfirmasi *outlook* inflasi jangka menengah sesuai dengan target ECB.

Kebijakan fiskal secara agregat lebih ekspansif untuk menopang ekonomi. Belanja pemerintah terakselerasi 3,5% yoy pada TW2-19, lebih tinggi dibandingkan 3,1% pada TW1-19, diantaranya didorong oleh peningkatan upah buruh di Jerman yang merupakan rangkaian

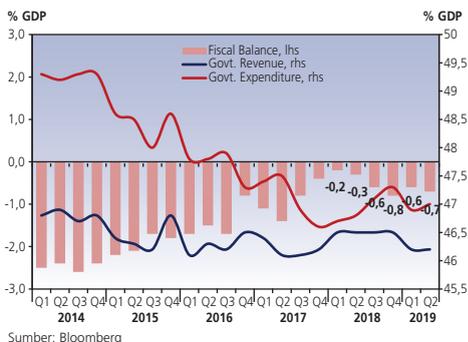
²⁹ Penjelasan kebijakan TLTRO-III secara lebih rinci dapat dibaca pada PEKKI Edisi III 2019.

³⁰ *Reinvesting maturing debt* merupakan instrumen kebijakan ECB yang me-reinvestasikan aset yang diperoleh dari program pembelian aset (APP) yang akan jatuh tempo dalam 12 bulan, dengan mengalirkannya kembali ke pasar obligasi. Langkah tersebut ditujukan untuk menjaga tingkat *borrowing cost* dan likuiditas.

dari kebijakan fiskal 2018.³¹ Penerimaan pemerintah juga tumbuh meningkat 2,5% yoy, dari 2,1% pada TW1-19. Dengan dinamika tersebut, rasio defisit fiskal TW2-19 mencatat pelebaran tipis menjadi -0,7% terhadap PDB (*seasonally adjusted*), dari -0,6% PDB pada TW1-19. Di sisi utang, rasio utang agregat terhadap PDB sedikit menurun, menjadi 86,4% terhadap PDB pada TW2-19, lebih rendah dari TW1-19 (86,5% PDB). Yunani, Italia, dan Portugal tetap menjadi tiga negara pengutang terbesar dengan rasio masing-masing 180,2%, 138,0%, dan 121,2% terhadap PDB. Sedangkan negara dengan penurunan rasio utang terbesar selama TW2-19 adalah Portugal (-2,5 pp), Yunani (-1,9 pp), dan Irlandia (-1,6 pp).

Defisit fiskal diprakirakan melebar seiring arah pelanggaran kebijakan fiskal.

Berdasarkan proyeksi ECB (September 2019), defisit fiskal Kawasan Euro diproyeksi melebar dari -0,5% PDB (2018), menjadi -0,8% PDB (2019 dan 2020), kemudian menjadi -1,0% PDB pada 2021.³² Meski defisit fiskal melebar, rasio utang pemerintah diperkirakan turun dari 85,4% PDB (2018), menjadi 83,8% PDB (2019), 82,5% (2020), dan 81,2% PDB (2021).



Grafik 2.28 Rasio Defisit Fiskal Terhadap PDB



Grafik 2.29 Rasio Utang Publik Terhadap PDB

Perekonomian Kawasan Euro diprakirakan melambat lebih lanjut sejalan dengan masih tingginya ketidakpastian domestik dan perdagangan global.

Pada rilis *outlook* ekonomi September 2019, ECB memproyeksikan pertumbuhan Kawasan Euro 2019 akan melambat signifikan menjadi 1,1% yoy pada 2019 (dari capaian 2018 sebesar 1,9%). Proyeksi tersebut lebih rendah dari estimasi sebelumnya (Juni 2019) yakni 1,2%, dengan mempertimbangkan pergerakan *leading indicators* makroekonomi yang berlanjut melemah secara persisten, yang melebihi ekspektasi pada estimasi Juni 2019.

31 Pasca aksi mogok pekerja publik Jerman pada April 2018, pemerintah mencapai kesepakatan dengan serikat buruh dan pekerja publik, bahwa upah sekitar 2,3 juta pekerja publik akan dinaikkan secara bertahap selama 2,5 tahun ke depan, yaitu: 3,19% pada 1 Maret 2018 (dirapel), 3,09% pada 1 April 2019, dan 1,06% pada 1 Maret 2020.

32 ECB juga memperkirakan pertumbuhan belanja pemerintah dalam PDB terakselerasi dari 1,1% yoy pada 2018 menjadi 1,5% yoy pada 2019 dan 2020, kemudian turun menjadi 1,4% pada 2021.

ECB menyatakan bahwa indikasi pemulihan yang diproyeksikan pada Juni 2019 akan tertunda akibat eskalasi *global uncertainty*, *trade tensions*, dan pelemahan permintaan eksternal. Ketidakpastian tersebut khususnya akan membebani ekspektasi bisnis sektor manufaktur dan diperkirakan menghambat aktivitas di Kawasan Euro dalam jangka pendek.

Momentum pertumbuhan 2019 yang lebih lemah diprediksi akan carry-over ke 2020 dan 2021. ECB merevisi ke bawah *outlook* 2020 menjadi 1,2% yoy, dari estimasi sebelumnya 1,4%. Selanjutnya, pertumbuhan 2021 diproyeksi meningkat di level yang masih rendah pada 1,4% yoy –tidak berubah dari prakiraan Juni 2019–, dengan asumsi bahwa dampak negatif dari *shocks* temporer (seperti hambatan permintaan dan perdagangan global, serta permasalahan otomotif Jerman) akan mereda. Sejalan dengan ECB, European Commission juga menjadi lebih pesimis, dengan memprediksi *outlook* 2019 menjadi 1,1% yoy (revisi dari 1,2%), 2020 menjadi 1,2% (dari 1,4%), dan stabil 1,2% pada 2021. IMF pada rilis WEO Oktober 2019 turut memprediksi perlambatan ekonomi –meski sedikit lebih tinggi dari ECB

dan EC– menjadi 1,2% yoy pada 2019 (revisi dari 1,3%), kemudian tumbuh 1,4% pada 2020 dan 2021.

Tekanan inflasi jangka pendek juga diprakirakan lebih rendah dari estimasi sebelumnya. ECB merevisi ke bawah *outlook* inflasi 2019 menjadi 1,1% yoy, dari proyeksi Juni 2019 (1,2%). *Outlook* inflasi 2020 juga menjadi lebih rendah ke 1,2% yoy, dari sebelumnya 1,4%. Perubahan tersebut mempertimbangkan perkembangan harga minyak yang lebih lemah dari ekspektasi sebelumnya, yang diperkirakan berlanjut hingga 2020. Laju inflasi diprakirakan meningkat pada 2021 menjadi 1,5% yoy – meskipun tetap lebih rendah dari estimasi sebelumnya 1,6%– ditopang oleh asumsi pemulihan aktivitas ekonomi.

Ekonomi Kawasan Euro menghadapi risiko ketidakpastian yang lebih tinggi, khususnya dari perdagangan global. Imbangan risiko *outlook* Kawasan Euro masih didominasi oleh *downside risks*, yang menyebabkan pesimisme proyeksi pertumbuhan ekonomi jangka pendek. *Downside risks* terutama berasal dari eksternal, antara lain: (i) eskalasi *trade tensions* AS-Tiongkok dan ancaman

Tabel 2.3 Estimasi Pertumbuhan PDB dan Inflasi

Estimasi	Realisasi 2018	ECB (September 2019)			EC (November 2019)			IMF (WEO Oktober 2019)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GDP (% yoy)	1,9	1,1	1,2	1,4	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		1,2	1,4	1,4	1,2	1,4	-	1,3	1,6	-
HICP (% yoy)	1,8	1,2	1,0	1,5	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	1,5
<i>Estimasi Sebelumnya</i>		1,3	1,4	1,6	1,3	1,3	-	1,3*	1,6*	1,7*

Ket. estimasi sebelumnya: ECB (Juni 2019), EC (Juli 2019), IMF (WEO Juli 2019)

*merujuk ke estimasi WEO April 2019

Tabel 2.4 Realisasi dan Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi

Negara	Realisasi	EU Commission Nov-2019		IMF WEO Okt-2019			CF Okt-2019		Realisasi/Proyeksi									
		2019		2020			2019		2020		2019				2020			
		2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4
Kawasan Euro	1,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,1	0,9	1,3	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0	1,0	1,2	
Jerman	1,6	0,4	1,0	1,0	0,5	1,2	1,4	0,5	0,8	1,0	0,3	0,5	0,4	0,3	0,6	1,0	1,2	
Prancis	1,7	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	
Italia	0,7	0,1	0,4	0,7	0,0	0,5	0,8	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	
Spanyol	2,4	1,9	1,5	1,4	2,2	1,8	1,7	2,1	1,7	2,2	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	

Keterangan: cetak miring dan biru merupakan angka proyeksi. Consensus Forecast Oktober 2019

penerapan tarif oleh AS terhadap produk impor Uni Eropa (tarif otomotif; dan tarif akibat kasus subsidi Airbus dan pajak digital Prancis), yang akan berdampak signifikan terhadap aktivitas bisnis dan investasi; (ii) perubahan signifikan pada sentimen risiko global dan pengetatan pasar keuangan akibat kekhawatiran atas *trade tensions*; (iii) peningkatan tensi geopolitik yang berpotensi menyebabkan ketidakpastian pergerakan harga minyak dunia; (iv) perlambatan ekonomi Tiongkok secara persisten yang menurunkan permintaan ekspor lebih dalam dari perkiraan; dan (v) risiko *climate change* yang dapat berdampak negatif pada *output* agrikultural dan komoditas, serta mendisrupsi rantai produksi.

Kawasan Euro perlu mencermati beberapa faktor *downside risks* dari domestik, yaitu (i) pelemahan kinerja sektor manufaktur *spillover* ke sektor lainnya khususnya sektor jasa; (ii) ketidakpastian perkembangan negosiasi Brexit antara Inggris-Uni Eropa; (iii) hambatan temporer-pelemahan sektor otomotif- yang berlangsung lebih lama dari ekspektasi dan menahan pemulihan ekonomi domestik; dan

(iv) suku bunga rendah yang berkepanjangan menurunkan profitabilitas dan meningkatkan aksi *risk-taking* perbankan, sehingga lebih terekspos terhadap *sudden market shocks*. Sementara itu, terdapat beberapa *upside risks* yang dapat menopang pertumbuhan, diantaranya penyelesaian konflik perdagangan dunia (seperti *trade truce* AS-Tiongkok, penghapusan ancaman tarif otomotif oleh AS), *positive growth surprise* pada ekonomi Tiongkok yang memulihkan permintaan ekspor, dan ekspansi kebijakan fiskal di negara inti yang melebihi ekspektasi.

2.3. Inggris

Kinerja ekonomi Inggris kembali melambat akibat ketidakpastian penyelesaian Brexit dan pelemahan pertumbuhan ekonomi dunia. Pertumbuhan PDB Inggris TW3-19 termoderasi menjadi 1,0% yoy (preliminary data), menurun tipis dari TW2-19 (1,2%)—namun masih lebih baik dari ekspektasi pasar (0,8%). Perlambatan ekonomi dipengaruhi oleh penurunan investasi dan pengeluaran pemerintah. Perbaikan pada konsumsi dan net ekspor tidak dapat mengompensasi

pelemahan investasi dan pengeluaran pemerintah, sehingga ekonomi tetap melambat.

Tekanan inflasi menurun terutama dipengaruhi pelemahan harga bahan bakar. Inflasi headline September 2019 sebesar 1,7% yoy, turun dibandingkan Juni 2019 (2,0%). Inflasi inti September 2019 juga turun menjadi 1,7% yoy, dari 1,8% pada Juni 2019. Inflasi yang di bawah target menjadi salah satu pertimbangan menerapkan kebijakan easing.

Otoritas moneter menempuh kebijakan akomodatif untuk mengatasi ekonomi yang masih lemah. Bank of England (BoE) mempertahankan tingkat suku bunga pada level 0,75%. BoE juga mempertahankan jumlah kepemilikan surat berharga pemerintah dan obligasi korporasi dalam program pembelian aset masing-masing sebesar GBP435 miliar dan GBP10 miliar. Pemerintah juga mencanangkan kebijakan fiskal akomodatif. Di sisi fiskal, pemerintah menahan pengeluaran seiring pemangkasan belanja rutin pada sejumlah kementerian. Penerimaan pajak yang meningkat menjadikan defisit anggaran menyempit.

Prospek ekonomi Inggris diprediksi masih lemah seiring ketidakpastian Brexit yang masih tinggi. BOE pada Monetary Policy Report November 2019 memprediksi ekonomi Inggris 2019 akan tumbuh sebesar 1,0% yoy, melemah dari 2018 yang mencapai 1,4%. Ekonomi kemudian diprediksi membaik menjadi 1,6% pada 2020. IMF juga

memprediksi pertumbuhan 2019 melambat ke 1,2% dan membaik ke 1,5% pada 2020. Perbaikan outlook 2020 didasari asumsi bahwa ketidakpastian Brexit memudar, proses transisi berjalan lancar, pemerintah konsisten meningkatkan pengeluaran pemerintah, dan ekonomi global yang akan membaik.

Sejumlah risiko domestik dan eksternal membayangi ekonomi Inggris ke depan. Dari sisi domestik, Inggris menghadapi risiko ketidakpastian negosiasi Brexit yang berkepanjangan, dan berlarutnya polemik politik dalam memutuskan kesepakatan Brexit. Sedangkan risiko dari eksternal yang perlu dicermati adalah perlambatan perekonomian global, ketegangan perdagangan AS-Tiongkok, dan faktor geopolitik.

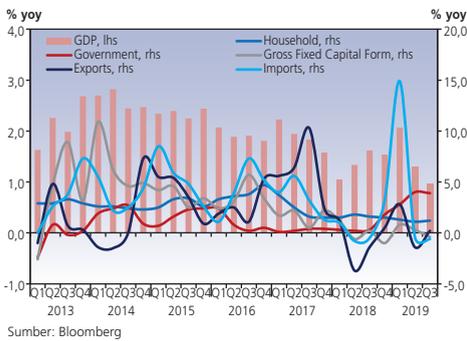
Perekonomian Inggris kembali tumbuh melambat pada TW3-19 akibat ketidakpastian penyelesaian Brexit dan eskalasi konflik perdagangan.³³

Pertumbuhan PDB TW3-19 kembali termoderasi menjadi hanya 1,0% yoy (*preliminary data*), melambat dari TW2-19 (1,2%).³⁴ Kinerja ekonomi yang tertahan disebabkan oleh pelemahan investasi dan penurunan pengeluaran pemerintah. Konsumsi dan net ekspor yang membaik tipis belum dapat mendorong ekonomi untuk tumbuh lebih tinggi.

³³ Brexit (*British Exit*) adalah keluarnya Inggris dari Uni Eropa (UE) yang didasarkan pada hasil referendum 23 Juni 2016.

³⁴ Pertumbuhan PDB tersebut di atas ekspektasi *Consensus Forecast* November 2019 sebesar 0,8% yoy.

Perekonomian Inggris tertahan oleh perlambatan investasi dan pengeluaran pemerintah.³⁵ *Gross Fixed Capital Formation* (GFCF) TW3-19 terkontraksi menjadi -0,4% yoy (dari 0,3% pada TW2-19) disebabkan ketidakpastian Brexit dan penurunan permintaan dunia akibat ketegangan perdagangan AS-Tiongkok. Pengeluaran pemerintah juga termoderasi menjadi 3,9% yoy (dari 4,0% pada TW2-19). Pemerintah menahan pengeluaran karena tingkat utang yang sudah tinggi (di atas 80% GDP).

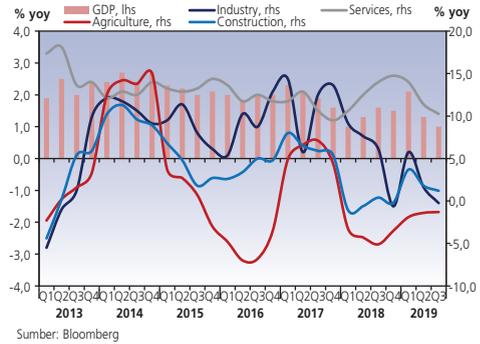


Grafik 2.30 Pertumbuhan PDB

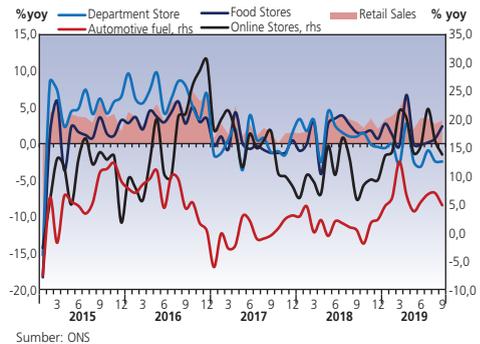
Perbaikan konsumsi dan ekspor tidak dapat mengompensasi pelemahan investasi dan pengeluaran pemerintah. Konsumsi rumah tangga TW3-19 tumbuh tipis menjadi 1,2% yoy (dari 1,1% pada TW2-19), terdorong oleh perbaikan sektor tenaga kerja (tingkat pengangguran menurun dan upah membaik). Net ekspor juga membaik seiring perbaikan ekspor—terutama

³⁵ Konsumsi rumah tangga memberikan sumbangan terbesar yaitu 1,2%, sementara aktivitas perdagangan berkontribusi 0,8%.

permintaan mesin dan peralatan—di tengah impor yang terkontraksi. Perusahaan menahan impor karena *stock* (persediaan) barang yang sudah tinggi pasca pemupukan persediaan (*stockpiling*) pada TW1-19 untuk mengantisipasi dampak Brexit.³⁶



Grafik 2.31 Pertumbuhan PDB sektoral



Grafik 2.32 Penjualan Ritel

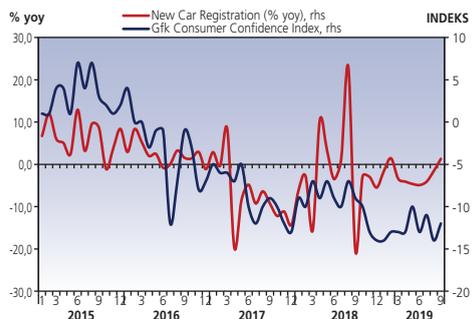
Secara umum, seluruh sektor ekonomi Inggris tumbuh melambat.³⁷ Pada TW3-19 sektor jasa tumbuh melemah

³⁶ Upaya *stockpiling* merupakan langkah *contingency plan* pelaku usaha dalam menghadapi Brexit dengan meningkatkan impor barang dari UE.

³⁷ Sektor jasa memiliki pangsa 80% PDB, sementara sektor industri 13% PDB dan konstruksi 6% PDB.

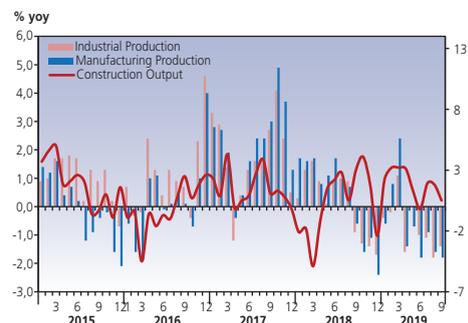
(1,4% yoy dari 1,7 pada TW2-19) karena kondisi ekonomi domestik yang lesu dan perilaku masyarakat yang menghindari risiko akibat ketidakpastian Brexit.³⁸ Permintaan jasa profesional seperti layanan keuangan juga melemah seiring ketidakpastian politik di Inggris. Sektor industri terkontraksi kian dalam (-1,4% dari -0,9% pada TW2-19) akibat pelemahan *demand*. Sektor konstruksi juga melambat menjadi 1,2% yoy (dari 1,8% pada TW2-19), karena penurunan permintaan, kekhawatiran prospek penjualan properti, dan penundaan dimulainya proyek baru. Sektor agrikultur masih terkontraksi (-1,3%), sedikit menyempit dari -1,4 (TW2-19).

Aktivitas konsumsi secara umum masih lemah. Penjualan ritel menurun dan registrasi mobil baru masih di zona kontraksi. Rerata penjualan ritel TW3-19 turun ke 3,1% yoy, dari 4,2% pada TW2-19. Penurunan penjualan ritel terutama terjadi pada kategori nonmakanan, karena konsumen mengurangi pembelian barang bukan pokok akibat ketidakpastian negosiasi Brexit. Registrasi mobil baru TW3-19 masih berada di zona kontraksi (-1,5% yoy), meski membaik dari -4,5% (TW2-19). Perbaikan terutama ditopang penjualan mobil listrik dan faktor *base effect* 2018 rendahnya penjualan kendaraan pada 2018 setelah implementasi penerapan standar emisi baru *Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure*



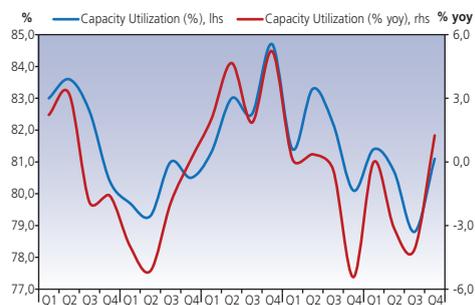
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.33 Registrasi Mobil Baru dan Tingkat Kepercayaan Konsumen



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.34 Produksi Industri



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.35 Utilisasi Kapasitas

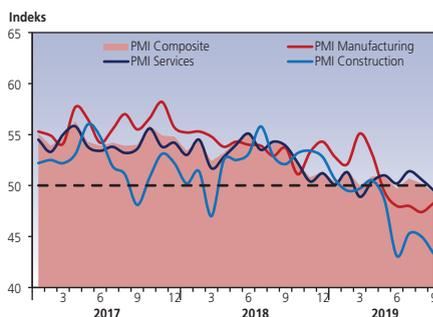
³⁸ Dengan pangsa yang relatif besar (80% PDB), sektor jasa memainkan peran penting dalam pertumbuhan ekonomi Inggris.

(WLTP). Indeks kepercayaan konsumen juga masih negatif yang menunjukkan kekhawatiran ketidakpastian negosiasi Brexit (rerata indeks TW3-19 sebesar -12,3, memburuk dari -12,0 pada TW2-19).

Aktivitas produksi dan investasi berkontraksi, terdampak perlambatan ekonomi global dan ketidakpastian Brexit. Rerata produksi industri TW3-19 berkontraksi mendalam ke level -1,4% yoy (dari -0,9% pada TW2-19). *Output* produk pertambangan bahkan berkontraksi tajam -5,2% (dari -0,3%) sebagai imbas proses pemeliharaan di sejumlah ladang minyak dan gas. *Output* manufaktur juga berkontraksi tipis (-1,4% dari -1,3%).

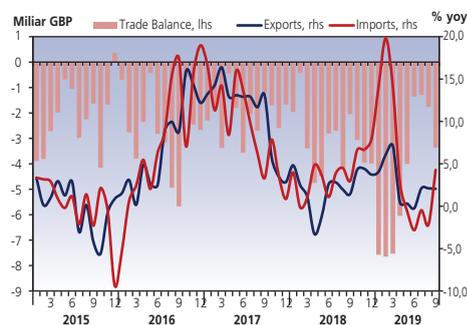
Sentimen bisnis ke depan diperkirakan masih gloomy, tercermin dari pelemahan PMI Manufaktur dan Konstruksi yang memasuki zona kontraktif. PMI Manufaktur melemah ke 47,9% dari 53,2% (TW2-19) dan PMI Konstruksi turun ke 44,5% dari 47,4% (TW2-19). Pelaku usaha mengkhawatirkan terjadinya penurunan pesanan, pelemahan ekspor dan terbatasnya lapangan kerja. Sebaliknya, PMI jasa stabil (50,5% seperti pada TW2-19) dan masih di zona ekspansif, sehingga diharapkan dapat menjadi pendorong ekonomi Inggris.

Aktivitas perdagangan mengalami perbaikan, dengan defisit yang menyempit. Rerata ekspor TW3-19 tumbuh 2,1% yoy (naik dari 0,2% pada TW2-19), terutama ekspor mesin dan peralatan transportasi. Rerata impor TW3-19 naik



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.36 Purchasing Manager Index



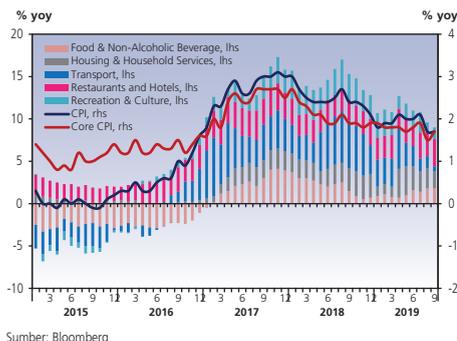
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.37 Neraca Perdagangan

menjadi 0,6% yoy (dari -0,2% pada TW2-19). Peningkatan impor terutama untuk bahan kimia, medis, farmasi, serta mesin dan peralatan transportasi untuk impor mobil dan pesawat. Seiring laju pertumbuhan ekspor yang lebih tinggi dibandingkan impor, defisit neraca perdagangan TW3-19 menyempit menjadi -GBP6,4 miliar, dari defisit -GBP11,4 miliar pada TW2-19. Perbaikan kinerja eksternal juga tercermin dari defisit transaksi berjalan TW2-19 (-GBP25,2 miliar), yang menyempit dari -GBP33,1 miliar (TW1-19). Sejauh ini defisit transaksi berjalan Inggris dibiayai arus modal asing yang besar. Kondisi ini membuat Inggris

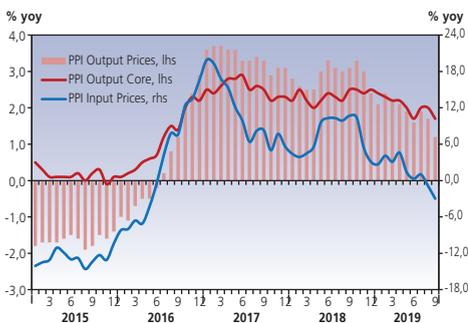
rentan terhadap perubahan *apetite* investor untuk asset keuangan. Minat investor untuk aset Inggris sangat terpengaruh dengan isu Brexit sejak referendum.

1,7% yoy September 2019 (sama seperti pada Juni 2019) karena penurunan harga bahan bakar diimbangi oleh kenaikan harga pakaian, tekstil dan produk kulit.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.38 Inflasi IHK

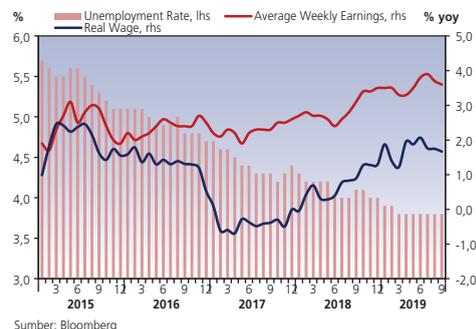


Sumber: Bloomberg

Grafik 2.39 Indeks Harga Produsen

Tekanan inflasi menurun, sedikit di bawah target 2,0%. Inflasi *headline* (indeks harga konsumen/IHK) September 2019 sebesar 1,7% yoy, turun dibandingkan Juni 2019 (2,0%) dipengaruhi penurunan harga bahan bakar motor, mobil bekas, listrik, gas dan bahan bakar lainnya. Inflasi inti September 2019 juga turun sebesar 1,7% yoy, dari 1,8% pada Juni 2019. Sementara itu, inflasi di tingkat produsen stagnan pada

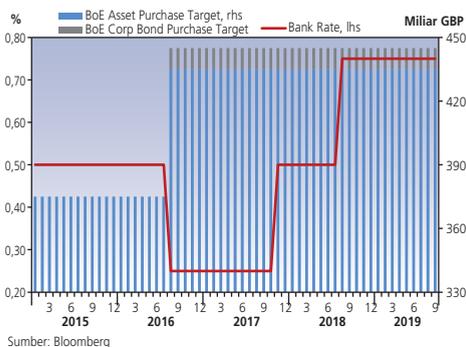
Pasar tenaga kerja cukup solid seiring penurunan tingkat pengangguran dan perbaikan upah. Tingkat pengangguran September 2019 turun menjadi 3,8% yoy, dari 3,9% pada Juni 2019. Perusahaan cenderung merekrut pekerja untuk memenuhi permintaan pelanggan, dibandingkan dengan investasi pada teknologi baru ataupun bangunan dan peralatan pabrik, karena ketidakpastian Brexit. Pasar tenaga kerja Inggris sangat fleksibel, artinya pekerja lebih mudah dipekerjakan dan diberhentikan dengan cepat jika situasi ekonomi berubah. Rerata upah mingguan TW3-19 tumbuh stabil 3,7% yoy (dari 3,5% pada TW2-19).³⁹ Kenaikan upah didorong oleh peningkatan bonus pada sektor konstruksi dan pemerintah, serta terdapat *base effect* dari tahun sebelumnya (diakibatkan kenaikan gaji tahunan bagi petugas kesehatan masyarakat pada 2018 yang tertunda).



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.40 Tingkat Pengangguran dan Upah

³⁹ Sebaliknya, upah riil menurun ke 1,7% yoy dari 2,0%.



Grafik 2.41 Kebijakan Moneter

BOE mempertahankan suku bunga kebijakan sejalan dengan tekanan inflasi yang di bawah target dan ketidakpastian prospek ekonomi.

Pada pertemuan *Monetary Policy Committee* (MPC) tanggal 1 Agustus 2019, 19 September 2019 dan 7 November 2019, BoE mempertahankan *Bank Rate* sebesar 0,75% dan melanjutkan program pembelian aset (*Asset Purchase Program*).^{40,41} BoE kembali menekankan bahwa arah kebijakan ke depan akan sangat dipengaruhi oleh perkembangan penyelesaian Brexit. Apabila ekonomi berkembang sejalan dengan proyeksi MPC, pengetatan kebijakan moneter secara bertahap hingga batas tertentu dinilai tepat untuk mengembalikan inflasi menuju target 2,0%.

Pemerintah Inggris menahan pengeluaran meski PM Boris menjanjikan

tambahan belanja. Pengeluaran pemerintah tumbuh melambat 4,5% yoy (GBP211,1 miliar), dari 5,2% yoy (GBP211,4 miliar). *Ministry of Justice* dan *Department for Environment, Food and Rural Affairs* memangkas belanja rutin sekitar 40%. Pemangkasan anggaran terjadi di tengah upaya pemerintahan PM Boris Johnson meningkatkan tambahan belanja publik terutama untuk *National Health Services* (NHS). Berbeda dengan pengeluaran, pendapatan pemerintah TW3-19 tumbuh 4,0% yoy (GBP197,2 miliar) dari 2,8% (GBP184,7 miliar) pada TW2-19, seiring kenaikan penerimaan pajak. Peningkatan penerimaan pajak di tengah pelemahan *spending* menyebabkan defisit anggaran pemerintah TW3-19 menyempit menjadi -GBP12,3 miliar, dari -GBP24,2 miliar pada TW2-19. Di tengah perkembangan tersebut, tingkat utang pemerintah relatif stabil sebesar USD1,79 miliar atau 80,3% PDB pada September 2019.

Prospek ekonomi Inggris diprediksi masih lemah seiring masih tingginya ketidakpastian Brexit.

Bank of England (BOE) pada *Monetary Policy Report* November 2019 memprediksi ekonomi Inggris 2019 akan tumbuh sebesar 1,0% yoy, lebih rendah dari capaian 2018 sebesar 1,4%.⁴² Ekonomi kemudian diprediksi membaik pada 2020 dengan tumbuh 1,6%.⁴³ Sejalan dengan BoE, IMF juga memprediksi pertumbuhan

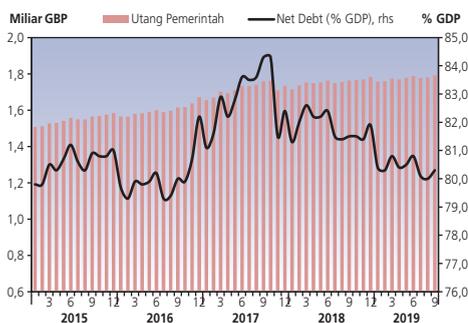
40 Suku bunga kembali dipertahankan pada MPC tanggal 7 November 2019.

41 Program APP BoE terdiri dari: (i) mempertahankan stok pembelian obligasi korporasi nonkeuangan berperingkat kredit layak investasi (*investment-grade*) pada level GBP10 miliar, dan (ii) mempertahankan stok pembelian obligasi pemerintah sebesar GBP435 miliar.

42 *Outlook* PDB 2019 oleh BOE telah direvisi ke bawah dari 1,3% pada estimasi Agustus 2019.

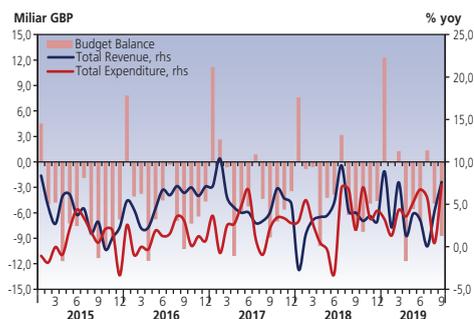
43 Proyeksi 2020 lebih optimis dari prediksi Agustus 2019 sebesar 1,3%.

2019 lebih rendah menjadi 1,2% yoy, dan kemudian membaik menjadi 1,5% pada 2020.⁴⁴ Perbaikan kinerja ekonomi 2020 didasarkan pada asumsi ketidakpastian Brexit mulai memudar dan transisi berjalan mulus, kebijakan fiskal yang lebih longgar, dan pemulihan pertumbuhan global.



Sumber: ONS

Grafik 2.42 Utang Pemerintah



Sumber: ONS

Grafik 2.43 Keseimbangan Fiskal

Inflasi diperkirakan masih berada di bawah target 2,0% yoy. Harga minyak dunia, gas, listrik dan air yang menurun memberikan

tekanan inflasi dalam jangka pendek. BoE (pada November 2019) memperkirakan inflasi 2019 sebesar 1,4% yoy, lebih rendah dari 1,6% pada proyeksi Agustus 2019. Inflasi kemudian diperkirakan meningkat ke 1,5% yoy pada 2020, revisi ke bawah dari proyeksi Agustus 2019 sebesar 2,1%. Peningkatan *demand* domestik yang sejalan dengan kenaikan upah, dan meredanya ketidakpastian Brexit, melatarbelakangi prakiraan inflasi tersebut.

Sejumlah risiko domestik dan eksternal membayangi ekonomi Inggris.

Dari sisi domestik, Inggris menghadapi risiko ketidakpastian negosiasi Brexit yang berkepanjangan, dan berlarutnya polemik politik dalam memutuskan kesepakatan Brexit. Terdapat potensi Inggris dan Uni Eropa tidak memperoleh kesepakatan terkait perdagangan sehingga Inggris dapat keluar dari Uni Eropa dengan tanpa kesepakatan perdagangan. Sedangkan risiko dari eksternal yang perlu dicermati adalah perlambatan perekonomian global, ketegangan perdagangan Tiongkok-AS, dan faktor geopolitik.

Ketidakpastian penyelesaian Brexit masih mengelayuti perkembangan ekonomi Inggris.

Batas waktu Brexit yang semula ditetapkan pada 31 Oktober 2019, kembali ditunda karena usulan *Brexit Deal* baru yang diajukan PM Boris Johnson belum diratifikasi oleh Parlemen Inggris. Dalam *Brexit Deal* baru tersebut, *backstop* dihilangkan dan Irlandia Utara tetap berada dalam *single market* Uni

⁴⁴ IMF (WEO Oktober 2019) merevisi ke bawah PDB 2019 Inggris menjadi 1,2% (dari 1,3% pada WEO Juli 2019), dan merevisi ke atas PDB 2020 menjadi 1,5% dari 1,4%.

Tabel 2.5 Estimasi Pertumbuhan dan Inflasi

Estimasi	Realisasi	IMF			BoE			European Commission (EC)			Consensus Forecast	
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020
GDP (%yoy)	1,4	1,2	1,4	1,5	1,0	1,6	1,8	1,3	1,4	1,4	1,3	1,1
Estimasi Sebelumnya	-	1,2	1,4	-	1,3	1,3	2,3	1,3	1,3	-	1,2	1,0
CPI (%yoy)	2,1	1,8	1,9	2,0	1,4	1,4	2,0	1,8	2,0	2,2	1,9	1,9
Estimasi Sebelumnya	-	1,8	2,0	-	1,6	1,6	2,2	1,8	2,0	-	1,9	2,1

Keterangan Referensi:

Estimasi terkini: IMF-WEO Oktober 2019, BoE Monetary Policy Report November 2019, European Commission Autumn Forecast 2019, Consensus Forecast November 2019.

Estimasi sebelumnya: IMF-WEO Juli 2019, BoE Inflation Report Agustus 2019, European Commission Summer Forecast 2019, CF Oktober 2019.

BOKS

DINAMIKA BREXIT TETAP PERLU DICERMATI

Eropa (UE) untuk kategori barang, tetapi keluar dari *custom union* UE.⁴⁵ Irlandia Utara akan mengikuti regulasi UE untuk kategori barang selama periode empat tahun. Selanjutnya setiap akhir periode *Assembly*, Irlandia Utara akan diberikan kewenangan untuk menentukan apakah akan melanjutkan atau keluar dari *single market* UE. UE menyetujui penundaan tanggal Brexit hingga 31 Januari 2020 dengan skema "*Flexension*", yaitu Inggris dapat meninggalkan UE sewaktu-waktu sebelum tanggal Brexit apabila *Brexit Deal* telah diratifikasi oleh Parlemen Inggris.

⁴⁵ Barang yang diproduksi Irlandia Utara harus mengikuti aturan standar keamanan produk UE, yang meliputi standar kesehatan dan lingkungan, standar khusus sektor, serta standar dalam perdagangan internasional. Dengan demikian, barang dari Irlandia Utara tidak perlu diperiksa untuk standar produk ketika dikirim ke wilayah UE.

Pemilihan umum awal akan diselenggarakan pada 12 Desember 2019 untuk memecahkan *Brexit deadlock*. PM Johnson berharap Partai Konservatif dapat memperoleh kursi mayoritas dalam parlemen sehingga usulan *Brexit Deal* baru yang diusungnya dapat segera diratifikasi. Pada 6 November 2019, parlemen dibubarkan dan masa kampanye dimulai. PM Boris Johnson dari Partai Konservatif mengampanyekan janji untuk "*get Brexit done*" dengan mengajukan kembali *Brexit Deal* baru melalui Parlemen, dan menghindari pelaksanaan referendum. Sebaliknya, oposisi terbesar Jeremy Corbyn dari Partai Buruh berkampanye akan bernegosiasi dengan UE untuk *Brexit Deal* yang berbeda, kemudian menyerahkan *Brexit*

Deal tersebut kepada publik melalui referendum.

Survei *voting intention* dari YouGov memprediksi Partai Konservatif memenangkan pemilihan umum, namun belum tentu memperoleh mayoritas kursi di Parlemen. Survei *voting intention* YouGov pada 2-3 November 2019 menunjukkan bahwa Partai Konservatif unggul pada 42% diikuti oleh Partai Buruh pada 33%. Sementara, untuk menjadi partai mayoritas di Parlemen diperlukan minimal 326 dari total 650 kursi atau 51%. Apabila Partai Konservatif tidak menjadi partai mayoritas, PM Johnson kemungkinan akan menghadapi situasi yang sama dengan

sebelum pemilihan umum dan sulit untuk meratifikasi *Brexit Deal* baru.

Seiring dengan ketidakpastian hasil pemilihan umum, proses penyelesaian Brexit semakin berlarut.

Apapun hasil dari pemilihan umum tersebut, masih terdapat kemungkinan *no-deal Brexit* pada 31 Januari 2019 atau penundaan tanggal Brexit lebih lanjut. Seiring berlarutnya proses penyelesaian Brexit yang menimbulkan ketidakpastian global, maka dinamika antara pemerintah dan parlemen Inggris serta perkembangan negosiasi Brexit antara Inggris dengan UE perlu tetap dicermati.

2.4. Jepang

Kinerja ekonomi Jepang menghadapi tantangan perlambatan permintaan global akibat eskalasi konflik perdagangan. Peningkatan pertumbuhan PDB TW3-19 lebih dipengaruhi oleh front-loading konsumsi menjelang kenaikan pajak konsumsi pada Oktober 2019 dan low-base effect. Pada TW3-19, ekonomi Jepang tumbuh 1,3% yoy (first estimate), membaik dari 0,9% (TW2-19), namun masih di bawah perkiraan pasar (1,6%).

Kinerja konsumsi, investasi, dan belanja pemerintah memperbaiki pertumbuhan, di tengah pelemahan sektor eksternal. Konsumsi rumah tangga TW3-19 tumbuh meningkat ditopang front-loading belanja mengantisipasi kenaikan pajak konsumsi. Investasi tumbuh signifikan menjadi 4,1% (dari 0,8%), terutama sektor nonmanufaktur, dengan sektor konstruksi yang tetap terjaga. Belanja pemerintah juga meningkat, seiring kegiatan rekonstruksi pasca bencana dan pembangunan infrastruktur pendukung Olimpiade 2020. Sementara, pertumbuhan ekspor masih berkontraksi di tengah terjadinya kenaikan impor.

Tekanan inflasi kembali menjauh dari target 2%, seiring penurunan harga minyak dunia dan biaya telekomunikasi. Inflasi headline (IHK) September 2019 turun menjadi 0,2% yoy, dari 0,7% (Juni 2019). Core inflation (di luar fresh food) juga turun menjadi 0,3%, dari 0,6% (Juni 2019). Sementara, core core inflation (diluar fresh food dan energi) stabil

pada level 0,3%. Inflasi di level konsumen yang masih rendah juga dipengaruhi oleh tingkat harga di level produsen yang tumbuh negatif. Indeks harga produsen September 2019 terdeflasi makin dalam (-1,1% yoy), dan terendah sejak Desember 2016, dari -0,1% yoy (Juni 2019)—akibat pelemahan harga minyak dunia dan batubara, serta daya beli masyarakat yang terbatas.

Ekonomi Jepang ke depan diperkirakan masih lemah. BOJ memprediksi pertumbuhan ekonomi Fiscal Year 2019 (FY 2019) melambat menjadi 0,6% yoy, dibandingkan capaian 0,7% pada FY 2018. Selanjutnya pada FY 2020 dan FY 2021 diprediksi membaik secara gradual meski pada level yang masih rendah masing-masing menjadi 0,7% dan 1%. Berbeda dengan BOJ, IMF masih mempertahankan outlook ekonomi Jepang 2019 dengan level yang lebih rendah dibandingkan proyeksi BOJ. IMF (WEO Oktober 2019) memprakirakan ekonomi Jepang 2019 tumbuh 0,9% yoy (sama dengan prakiraan WEO Juli 2019), sedikit meningkat dari 2018 (0,8%). Selanjutnya pada 2020, ekonomi Jepang diperkirakan kembali melambat menjadi 0,5%—akibat koreksi konsumsi karena kenaikan pajak konsumsi.

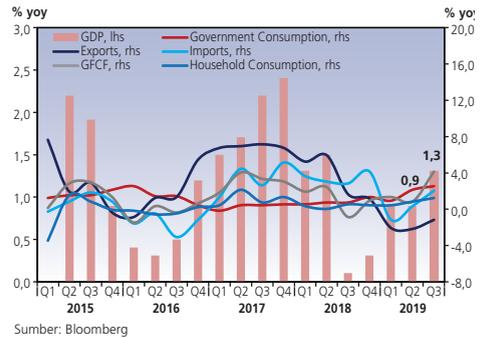
Faktor risiko yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi (upside risk) antara lain sentimen positif dari dunia usaha dan masyarakat terhadap keberhasilan upaya pemerintah dalam memitigasi dampak kenaikan pajak konsumsi, reformasi di bidang ketenagakerjaan, kependudukan dan inovasi industri, serta menjaga kesinambungan

fiskal. Sementara *downside risks* yang harus dihadapi diantaranya ketidakpastian kebijakan makroekonomi AS, ketegangan perdagangan, pelemahan ekonomi global, dan risiko geopolitik.

Kinerja ekonomi Jepang menghadapi tantangan perlambatan permintaan global akibat eskalasi konflik perdagangan. Peningkatan pertumbuhan PDB yang terjadi pada TW3-19 lebih dipengaruhi oleh *front-loading* konsumsi menjelang kenaikan pajak konsumsi pada 1 Oktober 2019 dan *low-base effect*.⁴⁶ Pada TW3-19, ekonomi Jepang tumbuh 1,3% yoy (*first estimate*), membaik dari 0,9% (TW2-19), namun masih di bawah perkiraan pasar.⁴⁷ Dibandingkan triwulan sebelumnya, selain faktor *base effect*, pertumbuhan PDB Jepang ditopang oleh akselerasi konsumsi, investasi, belanja pemerintah.

Kinerja konsumsi, investasi, dan belanja pemerintah mengompensasi pelemahan sektor eksternal. Konsumsi rumah tangga TW3-19 tumbuh 1,2% yoy, meningkat dari 0,8% (TW2-19). Investasi tumbuh signifikan menjadi 4,1% (dari 0,8%)—ditopang pertumbuhan sektor nonmanufaktur yang tetap terjaga. Belanja pemerintah juga meningkat menjadi 2,5% (dari 2,1%), seiring kegiatan rekonstruksi

pasca bencana dan pembangunan infrastruktur pendukung Olimpiade yang masih berlangsung. Sementara pertumbuhan ekspor masih berkontraksi di tengah terjadinya kenaikan impor.



Grafik 2.44 Pertumbuhan PDB Jepang

Konsumsi rumah tangga meningkat, sejalan dengan aktivitas *front-loading* belanja menjelang kenaikan pajak konsumsi. Pemerintah Jepang memutuskan untuk meningkatkan pajak konsumsi dari 8% menjadi 10% pada 1 Oktober 2019. Mengantisipasi kenaikan pajak tersebut, konsumen meningkatkan belanja sehingga tingkat belanja rumah tangga TW3-19 tumbuh (3,9% yoy, dari 2,7% pada TW2-19). Penjualan ritel juga tumbuh 3% (dari 0,7%), didominasi oleh belanja *durable goods*, seperti televisi, pendingin ruangan, dan pakaian mewah. Penjualan kendaraan juga tumbuh meningkat menjadi 7,9%, dari 3,1% (TW2-19).

Upah yang tertahan dan kepercayaan konsumen yang rendah mengonfirmasi kinerja konsumsi yang belum solid. Upah riil TW3-19 masih

46 Pertumbuhan PDB yang lebih tinggi dipengaruhi faktor *low base effect* rendahnya pertumbuhan pada TW3-18 yang hanya 0,1% yoy –terendah sejak TW1-15.

47 Perkiraan *Consensus Forecast* Oktober 2019 PDB Jepang akan tumbuh 1,6% yoy.

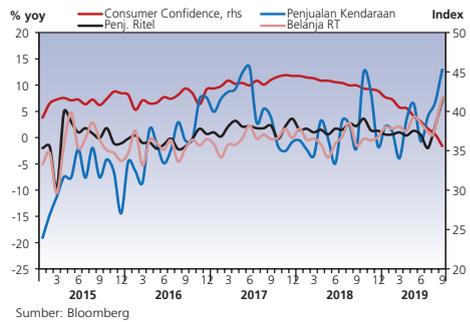
terkontraksi -0,5% yoy (meski sedikit membaik dibanding -1,1% pada TW2-19), diikuti dengan upah nominal yang berkontraksi -0,1% pada TW2-19 dan TW3-19. Penyaluran bonus musim panas tidak signifikan memperbaiki tingkat upah—terhambat oleh perlambatan kinerja industri manufaktur. Sejalan dengan upah yang tertahan, aktivitas konsumsi diperkirakan kembali melambat pasca kenaikan pajak konsumsi.⁴⁸ Argumentasi tersebut juga sejalan dengan penurunan kepercayaan konsumen ke 36,8 dari 39,5 (TW2-19), terendah sejak 2003. Konsumen akan menahan pembelian *durable goods* seiring kekhawatiran eskalasi ketegangan perdagangan dan risiko geopolitik.

Kenaikan tingkat pengangguran juga akan menahan konsumsi. Tingkat pengangguran September 2019 naik menjadi 2,4% (dari 2,3% pada Juni 2019). Pengangguran bertambah seiring penundaan *job hiring* akibat pelemahan kinerja sektor manufaktur, serta kenaikan jumlah pegawai yang mengundurkan diri secara sukarela untuk mencari pekerjaan yang lebih baik.⁴⁹ Peningkatan pengangguran juga dipengaruhi oleh ketersediaan lapangan kerja yang menurun. Indikator "*jobs-to-applicant ratio*" September 2019 turun ke 1,57 (dari 1,61 pada Juni 2019), terendah dalam lebih dari satu tahun terakhir.⁵⁰ Kenaikan tingkat

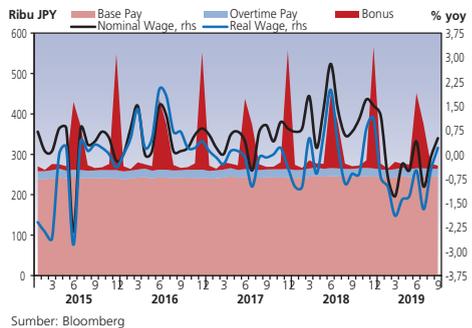
48 Survei BOJ menunjukkan sekitar 70% rumah tangga Jepang akan mengurangi pengeluaran pasca kenaikan pajak.

49 Jumlah pegawai yang mengundurkan diri secara sukarela naik menjadi 730.000 orang pada September 2019 (dari 660.000 orang pada Juni 2019).

50 Rasio *jobs-to-applicants* mengindikasikan terdapat 157 lowongan pekerjaan untuk setiap 100 pelamar.



Grafik 2.45 Indikator Konsumsi



Grafik 2.46 Perkembangan Upah

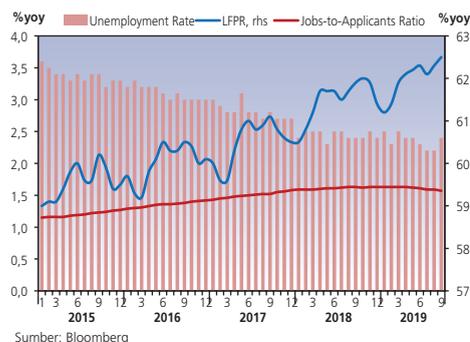
pengangguran terjadi pada saat partisipasi tenaga kerja (*Labor Force Participation Ratio* atau LFPR) meningkat, ditopang peningkatan jumlah tenaga kerja wanita (program '*Womenomics*').^{51,52,53} Kondisi ini

51 LFPR naik menjadi 62,5% pada September 2019 (dari 62,3% pada Juni 2019)—tertinggi sepanjang sejarah.

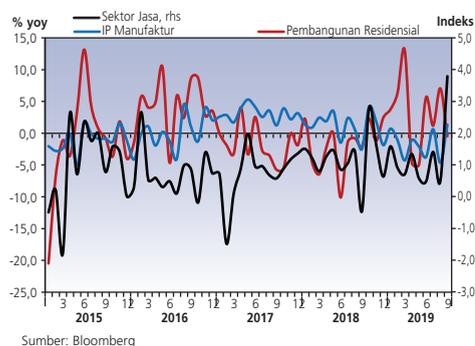
52 Partisipasi tenaga kerja wanita naik menjadi 30,96 juta (dari 30,7 juta pada Juni 2019), tertinggi dalam sejarah.

53 *Womenomics* adalah salah satu program dalam *third arrow* Abenomics yang diluncurkan sejak 2013. Dalam program tersebut, Jepang menargetkan peningkatan jumlah tenaga kerja perempuan untuk mengatasi keketatan tenaga kerja dan partisipasi perempuan dalam posisi *top level* minimal 30% pada 2020, melalui pembenahan dan penambahan fasilitas *day care*, serta peningkatan fasilitasi di lingkungan kerja yang mengakomodasi kebutuhan pekerja perempuan.

menunjukkan peningkatan LFPR belum dapat terserap ke dalam dunia kerja secara optimal.



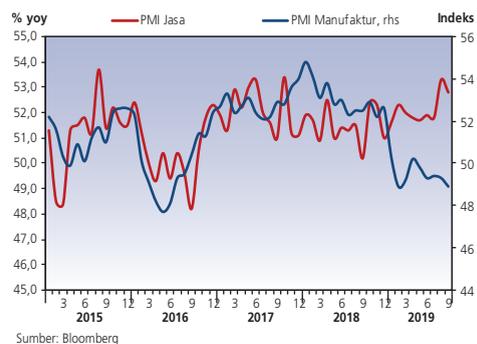
Grafik 2.47 Kondisi Ketenagakerjaan



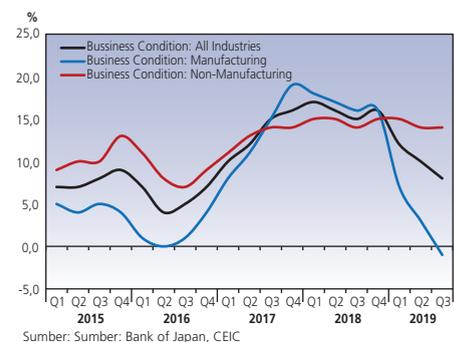
Grafik 2.48 Sektor Manufaktur dan Jasa

Aktivitas ekonomi sektor nonmanufaktur menopang pertumbuhan ekonomi TW3-19. Rerata sektor jasa meningkat signifikan pada TW3-19 (1,9% yoy) dari 0,8% pada TW2-19, terutama ditopang pertumbuhan jasa transportasi, telekomunikasi, dan perdagangan. Selain itu, perkembangan sektor pariwisata yang pesat, turut mendorong pembangunan penginapan dan sarana lainnya, sehingga berdampak positif pada sektor konstruksi. Pembangunan residensial swasta pada TW3-19 tumbuh

2,6%, dari -1,3% (TW2-19). Sentimen bisnis sektor jasa ke depan diprediksi masih membaik, terindikasi dari peningkatan PMI Jasa menjadi 52,6 (dari 51,8 pada TW2-19).



Grafik 2.49 PMI Jasa dan Manufaktur



Grafik 2.50 Survei Kondisi Bisnis (Tankan BOJ)

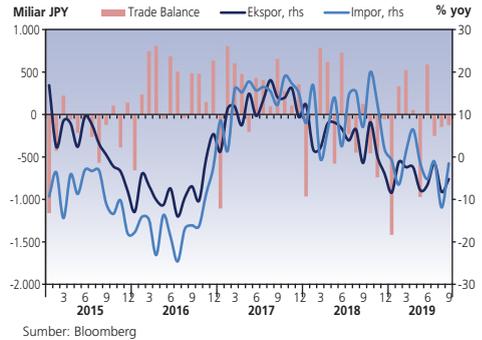
Berbeda dengan jasa, sektor manufaktur melemah terdampak trade tensions. Pelemahan permintaan global akibat ketegangan perdagangan berdampak negatif terhadap kinerja produksi Jepang. Produksi industri manufaktur berkontraksi -0,9% (TW3-19) dari -2,3% (TW2-19), dengan *capacity utilization* yang menurun ke 100,6%, dari 102,4% (TW2-19). Kinerja sektor manufaktur diperkirakan belum akan membaik, terindikasi

dari pelemahan PMI Manufaktur menjadi 49,2 dari 49,8 (TW2-19). Hasil survei Tankan BOJ juga menunjukkan pemburukan sentimen kondisi bisnis. Kondisi bisnis perusahaan manufaktur besar bahkan turun ke angka terendah dalam enam tahun (*diffusion index* turun menjadi 5 dari 7).

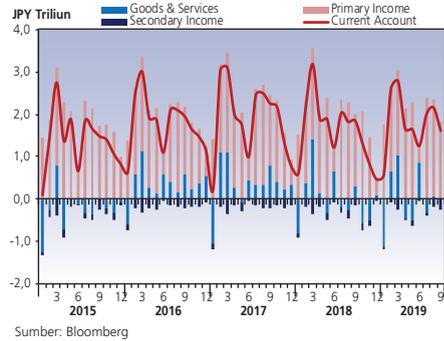
Kinerja perdagangan masih lemah, terdampak ketidakpastian konflik perdagangan. Pertumbuhan ekspor TW3-19 masih berkontraksi, meski sedikit menyempit menjadi -5,0% yoy (dari -5,6% pada TW2-19) —ditopang kenaikan ekspor ke Eropa dan Timur Tengah. Perdagangan dengan AS, Tiongkok, dan Korsel diperkirakan berkontraksi makin dalam, sejalan dengan prospek ekonomi negara-negara tersebut yang melemah. Rerata pertumbuhan impor TW3-19 kembali berkontraksi -4,8% (dari -0,03% pada TW2-19), imbas dari penurunan harga minyak dan permintaan barang input. Seiring pelemahan kinerja ekspor, defisit neraca perdagangan melebar menjadi -JPY552,8 miliar dari -JPY329,2 miliar (TW2-19).

Surplus current account (CA) meningkat, ditopang perbaikan pendapatan primer. Surplus CA TW3-19 naik menjadi JPY5,8 miliar, dari JPY4,6 miliar (TW2-19), ditopang oleh pendapatan primer—terutama pendapatan investasi perusahaan Jepang di luar negeri. Surplus *Capital* dan *Financial Account* (CFA) juga naik menjadi JPY6,8 miliar, dari JPY6,4 miliar (TW2-19). Surplus CFA tersebut dihasilkan dari kenaikan portofolio investasi seiring

permintaan yang tinggi atas aset Jepang yang dianggap sebagai *safe haven*.



Grafik 2.51 Neraca Perdagangan



Grafik 2.52 Neraca Transaksi Berjalan

Outbound investment Jepang diperkirakan masih tinggi. *Japan's Government Pension Investment Fund* (GPIF) berencana mengalokasikan sejumlah besar dana untuk *green bonds* pada FY 2020.⁵⁴ Selain itu, pemerintah juga berencana menginvestasikan USD10 miliar untuk

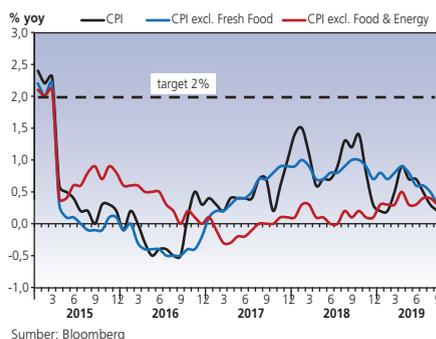
⁵⁴ GPIF merupakan investor publik terbesar Jepang dengan aset dana kelolaan mencapai JPY159 triliun (USD1,5 triliun). Mulai Oktober 2019, GPIF akan mengevaluasi *index green bonds* dari perusahaan swasta. Langkah GPIF akan memengaruhi perilaku investor institusi lainnya di Jepang.

mendorong penggunaan *Liquid Natural Gas* (LNG) yang lebih besar di seluruh dunia dengan membiayai *processing plant*, *receiving terminal*, dan *power generation* berbasis LNG.⁵⁵ Kegiatan sejenis sebelumnya mampu merealisasikan pendapatan investasi lebih dari USD10 miliar melalui kerja sama perusahaan Jepang dengan LNG Canada, Petronas, Petro China, dan Korea Gas.

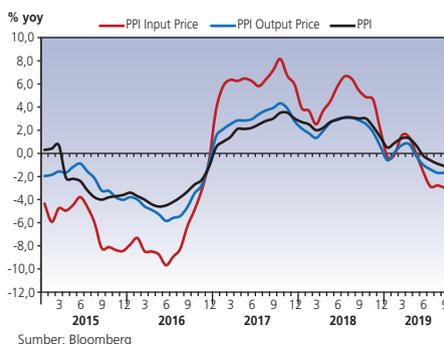
Tekanan inflasi kembali menjauh dari target 2%, seiring penurunan harga minyak dunia dan biaya telekomunikasi.

Inflasi *headline* (IHK) September 2019 turun menjadi 0,2% yoy, dari 0,7% (Juni 2019), terutama akibat penurunan harga bahan bakar dan tarif telekomunikasi. Biaya telekomunikasi diturunkan seiring menguatnya tekanan pemerintah yang menilai tarif di Jepang terlalu mahal dibandingkan negara lain. *Core inflation* (di luar *fresh food*) juga turun menjadi 0,3%, dari 0,6% (Juni 2019). Sementara, *core core inflation* (diluar *fresh food* dan energi) stabil pada level 0,3%. Inflasi di level konsumen yang masih rendah dipengaruhi oleh tingkat harga di level produsen yang tumbuh negatif. Indeks harga produsen September 2019 terdeflasi makin dalam (-1,1% yoy)—terendah sejak Desember 2016—dari -0,1% yoy (Juni 2019).⁵⁶ Pelemahan harga minyak dunia dan batubara, menyebabkan deflasi

harga bahan baku dan *intermediate goods*. Selain itu, daya beli masyarakat yang masih lemah menyebabkan produsen enggan menaikkan harga.



Grafik 2.53 Inflasi



Grafik 2.54 Indeks Harga Produsen

Bank of Japan (BOJ) melanjutkan kebijakan moneter longgar untuk memperbaiki kinerja perekonomian domestik. BOJ mempertahankan *stance* akomodatif dan mengubah artikulasi *forward guidance* terkait suku bunga pada *Monetary Policy Meeting* (MPM) 30-31 Oktober 2019. Pernyataan BOJ diubah menjadi “mempertahankan suku bunga

55 Investasi senilai USD10 miliar tersebut juga didukung oleh perusahaan pemerintah seperti JBIC, Japan Oil, Gas and Metal National Corp, serta Nippon Export and Investment Insurance.

56 Indeks harga produsen mencerminkan harga barang yang ditransaksikan antarkorporasi.

jangka pendek dan jangka panjang pada level rendah sepanjang diperlukan guna menjaga momentum pencapaian target inflasi.” Kalimat tersebut menggantikan pernyataan “setidaknya sampai sekitar musim semi 2020” yang telah dicantumkan sejak MPM April 2019. BOJ juga menegaskan peluang pelonggaran kebijakan moneter lebih lanjut jika terdapat potensi gangguan terhadap momentum pencapaian target stabilisasi harga.⁵⁷ Selain itu, BOJ juga mereiterasi *guideline market operations* dan *asset purchase*, yaitu:

- i. melanjutkan kebijakan *qualitative and quantitative easing* (QQE) with *yield curve control*;
- ii. mempertahankan suku bunga jangka pendek sebesar -0,1%;
- iii. melanjutkan pembelian JGB dalam jumlah yang fleksibel sehingga *yield* JGB tenor 10 tahun berada di kisaran 0%;⁵⁸
- iv. mempertahankan target kenaikan *outstanding* JGB sebesar JPY80 triliun per tahun;⁵⁹
- v. melanjutkan pembelian ETF dan J-REITS sehingga *outstanding* pada neraca

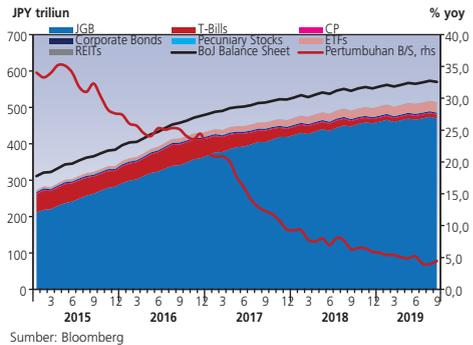
57 “...the Bank will not hesitate to take additional easing measures if there is a greater possibility that the momentum toward achieving the price stability target will be lost.” (Monetary Policy Release BOJ, 30-31 Oktober 2019).

58 *Yield* JGB tenor 10 tahun merepresentasikan suku bunga jangka panjang.

59 *Share* JGB dalam neraca BOJ pada September 2019 sebesar 82,4%, sedikit menurun dibanding posisi Juni 2019 (82,5%). Posisi total kepemilikan obligasi pemerintah oleh BOJ merupakan yang tertinggi dibanding bank sentral lain. Total pembelian JGB oleh BOJ selama TW3-19 sebesar JPY13,3 triliun, naik dari TW2-19 (JPY9,8 triliun).

meningkat masing-masing JPY6 triliun dan JPY90 miliar per-tahun;

- vi. mempertahankan *outstanding commercial paper* dan *corporate bonds* pada level JPY2,2 triliun dan JPY3,2 triliun.



Grafik 2.55 Balance Sheet BOJ

Sejalan dengan bank sentral, pemerintah masih menempuh kebijakan yang akomodatif pada *Fiscal Year (FY) 2019*.⁶⁰ Belanja pemerintah terus ditingkatkan untuk menjaga ketahanan ekonomi terhadap beberapa risiko, seperti tekanan eksternal dan domestik, *aging population*, bencana alam, serta mengantisipasi dampak negatif kenaikan pajak konsumsi. Belanja fiskal TW3-19 tumbuh 5,9% yoy dari 1% (TW2-19), terutama untuk ketahanan nasional, *social security*, dan *public works* untuk revitalisasi infrastruktur di wilayah terdampak bencana.

Dalam jangka menengah-panjang, pemerintah tetap berupaya melakukan konsolidasi fiskal. Pemerintah menargetkan pencapaian *primary surplus* di level nasional dan daerah pada FY 2025, serta secara

60 *Fiscal Year (FY)* berlangsung dari April tahun berjalan hingga Maret tahun selanjutnya.

bertahap mengurangi rasio utang publik terhadap PDB. Pemerintah akan me-review kemajuan target tersebut pada FY 2021, dengan acuan: (i) mencapai rasio defisit primer terhadap PDB sekitar 1%-5%; (ii) rasio defisit fiskal terhadap PDB sekitar 3% atau lebih rendah; dan (iii) rasio utang publik terhadap PDB maksimal 180%. Selanjutnya, seiring dengan pergantian kekaisaran, *Cabinet Office* merilis kerangka kebijakan ekonomi dan reformasi fiskal yang berfokus pada pewujudan “*Society 5.0*”, antara lain:⁶¹

Dalam jangka pendek, prioritas kebijakan diarahkan untuk menjaga momentum pertumbuhan ekonomi a.l. melalui (i) insentif untuk meredam koreksi permintaan pasca kenaikan pajak melalui program *reward point* untuk transaksi *non-cash*; (ii) insentif pajak dan stimulus untuk pembelian barang tahan lama, seperti kendaraan dan perumahan;⁶² dan (iii) alokasi anggaran untuk revitalisasi dan rekonstruksi wilayah terdampak bencana.

Dalam jangka panjang, pemerintah fokus membangun sistem untuk era “*Society 5.0*”, a.l. (i) menyusun “*Action Plan of The Growth Strategy*” untuk mendorong pertumbuhan potensial melalui pemanfaatan teknologi, reformasi sistem keamanan

sosial, dan menambah pasokan tenaga kerja; (ii) meningkatkan pembangunan SDM melalui *work-style reform*; (iii) revitalisasi daerah melalui program desentralisasi serta dukungan kepada UMKM dan sektor industri (termasuk pariwisata); dan (iv) meningkatkan interkoneksi ekonomi dan masyarakat global.

Ekonomi Jepang ke depan diperkirakan masih lemah. BOJ memprediksi pertumbuhan ekonomi FY 2019 melambat menjadi 0,6% yoy, dibandingkan capaian 0,7% pada FY 2018. Selanjutnya pertumbuhan ekonomi FY 2020 dan FY 2021 diprediksi membaik gradual pada level yang masih rendah masing-masing menjadi 0,7% dan 1%. Estimasi tersebut didasari asumsi bahwa stimulus fiskal yang lebih tinggi akan menopang permintaan domestik sehingga dapat mengompensasi dampak negatif dari kenaikan pajak konsumsi. Selain itu, ekspor diproyeksikan meningkat seiring pemulihan perdagangan global. Namun jika diperhatikan, prakiraan PDB tersebut mengalami revisi ke bawah, yang menunjukkan masih adanya pesimisme terhadap efektivitas kebijakan yang ditempuh pemerintah.⁶³

Berbeda dengan BOJ, IMF masih mempertahankan outlook ekonomi Jepang 2019 dengan level yang lebih rendah dibandingkan proyeksi BOJ. IMF (WEO Oktober 2019) memprakirakan ekonomi Jepang 2019 tumbuh 0,9% yoy (sama dengan prakiraan WEO Juli 2019), sedikit meningkat

61 Era Reiwa akan secara resmi dimulai dengan pengangkatan Kaisar Naruhito pada 1 Mei 2019, sekaligus menandai berakhirnya Era Heisei yang dipimpin oleh Kaisar Akihito.

62 Pemerintah menyiapkan insentif khusus bagi warganya yang memiliki rumah pintar (*innovative housing*)—yakni rumah yang dibangun dengan mempertimbangkan penghematan energi dan tahan gempa.

63 Prediksi *output* BOJ untuk FY 2020 dan FY 2021 masing-masing direvisi ke bawah dari 0,9% dan 1,1% yoy.

Tabel 2.6 Realisasi dan Proyeksi Pertumbuhan PDB dan Inflasi

Institusi	PDB (% yoy)				Inflasi (% yoy)			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
BOJ (Oktober 2019)	0,7 (FY18)	0,6	0,7	1,0	0,5 (FY18)	0,7	1,1	1,5
		(FY19)	(FY20)	(FY21)		(FY19)	(FY20)	(FY21)
BOJ (Juli 2019)		0,7 (FY19)	0,9 (FY20)	1,1 (FY21)		1,0 (FY19)	1,3 (FY20)	1,6 (FY21)
CF (Oktober 2019)	0,8 (CY18)	1,0	0,2	-	0,3 (CY18)	0,6	0,7	-
CF (September 2019)		1,0 (CY18)	0,2 (CY18)	- (CY18)		0,6 (CY18)	0,8 (CY18)	- (CY18)
IMF WEO (Oktober 2019)		0,9	0,5	0,5		1,0	1,3	0,7
PDB: IMF WEO (Juli 2019)	0,9	0,4	0,5					
Inflasi: IMF WEO (April 2019)					1,1	1,5	1,1	

Sumber: BOJ Outlook for Economic Activity and Prices Juli dan Oktober 2019, IMF WEO April, Juli, Agustus 2019, Consensus Forecast September dan Oktober 2019.

dari 2018 (0,8%).⁶⁴ Selanjutnya pada 2020, ekonomi Jepang diperkirakan kembali melambat menjadi 0,5%. Pertumbuhan ekonomi akan termoderasi akibat kenaikan pajak konsumsi.

Tekanan inflasi diproyeksikan meningkat gradual meski tetap di bawah target. BOJ memperkirakan tingkat inflasi FY 2019 naik menjadi 0,7% yoy, meningkat dibandingkan 0,5% pada FY 2018⁶⁵. Selanjutnya inflasi akan meningkat bertahap pada FY 2020 dan FY 2021 masing-masing menjadi 1,1% dan 1,5%, antara lain terdampak kenaikan pajak konsumsi.⁶⁶ *Path outlook* inflasi tersebut memperkuat indikasi bahwa target inflasi 2% belum akan tercapai dalam dua tahun mendatang.

Kinerja ekonomi Jepang akan dipengaruhi oleh faktor *upside* dan

***downside risks*.** Faktor risiko yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi (*upside risk*) antara lain, sentimen positif dari dunia usaha dan masyarakat terhadap keberhasilan upaya pemerintah dalam (i) memitigasi risiko terkait dampak kenaikan pajak konsumsi; (ii) melaksanakan reformasi di bidang ketenagakerjaan, kependudukan, dan inovasi industri (otomasi proses produksi); serta (iii) menjaga kesinambungan fiskal. Sementara *downside risk* yang dihadapi antara lain: (i) ketidakpastian arah kebijakan makroekonomi AS dan dampaknya terhadap pasar keuangan global; (ii) kebijakan proteksionisme perdagangan; (iii) pelemahan kinerja ekonomi global; (iv) ketidakpastian negosiasi Brexit; (v) pelemahan permintaan produk elektronik dan komponen elektronik yang diakibatkan oleh *global adjustment* pada industri teknologi informasi yang berlangsung lebih lama dari ekspektasi; serta (vi) ketegangan geopolitik.⁶⁷

64 Outlook PDB 2020 sebesar 0,5% yoy adalah revisi ke atas dari WEO Juli 2019 sebesar 0,4%.

65 Proyeksi inflasi FY2019 sebesar 0,7% merupakan revisi ke bawah dari 1% pada *outlook* Juli 2019.

66 Proyeksi inflasi FY2020 juga direvisi ke bawah menjadi 1,1% (dari 1,3%), dan FY 2021 menjadi 1,5% (dari 1,6%).

67 Dikutip dari Bank of Japan's "Outlook for Economic Activity and Prices October 2019".

Tabel 2.7 Rencana Aksi Reformasi Struktural Jepang

Kebijakan Dasar 2019 “A New Era of Reiwa”	Action Plan of the Growth Strategy
<p>Pengembangan Sumber Daya Manusia, Reformasi <i>Work-style</i>, Kebijakan untuk Meningkatkan Pendapatan Rumah Tangga</p> <p><u>Fokus:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Pengembangan SDM, contoh: Peningkatan anggaran pendidikan; • Reformasi <i>work-style</i>, contoh: reformasi kebiasaan <i>long-working hours</i>, pewujudan <i>work-style</i> yang inklusif dan fleksibel. • Kebijakan peningkatan pendapatan rumah tangga, melalui penciptaan 300.000 lapangan kerja, peningkatan upah minimum (target <i>national weighted average</i> sebesar JPY1.000/jam). <p>Peningkatan Kerja Sama Ekonomi dan Masyarakat Global</p> <p><u>Fokus:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Kerja sama ekonomi, contoh: CPTPP • SDG, contoh: <i>G20 Quality Infrastructure Investment</i> <p>Reformasi Fiskal dan Penciptaan Proses Administrasi yang Efisien dan Berkualitas melalui Layanan Administratif <i>Next-Generation</i>.</p> <p><u>Fokus:</u></p> <p>Digitalisasi, contoh: penyiapan sistem informasi, digitalisasi data pemerintah daerah, dan layanan publik berbasis teknologi informasi.</p> <p>Mengatasi Dampak Kenaikan Pajak Konsumen</p> <p><u>Fokus:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Diferensiasi skema pajak • Implementasi “<i>temporary and special measures</i>” termasuk anggaran pencegahan bencana alam, mitigasi bencana alam, dan membangun ketahanan nasional pada FY 2019 <p>Mendorong Implementasi Rencana Memajukan Ekonomi dan Revitalisasi Fiskal</p> <p><u>Fokus:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Mencapai target konsolidasi fiskal pada FY 2025 • Formulasi anggaran yang sejalan dengan <i>benchmark</i> selama FY 2019 hingga FY 2021 	<p>Realization of “Society 5.0”</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pengaturan <i>Digital Market</i>; • <i>Fintech-Finance</i>; • Pengaturan penerapan teknologi untuk mobilitas, contoh: <i>ride sharing, use of drones</i>; • Pembenahan <i>corporate governance</i>; • Penciptaan sistem <i>smart public services</i>; • <i>Next-generation infrastructure</i>; • <i>Carbon-free society</i>. <p>Reformasi <i>Social Security System</i> untuk Seluruh Generasi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Menjamin kesempatan kerja hingga usia 70 tahun (manfaat pensiun baru dapat dicairkan ketika usia melebihi 70 tahun) • <i>Mid career hiring</i> dan <i>experienced personnel training</i> • Pencegahan penyakit dan peningkatan layanan lansia/balita <p>Mengatasi Penurunan Jumlah Populasi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pemeliharaan infrastruktur publik • Pemerataan SDM ke daerah • Revitalisasi sarana dan prasarana publik • Pengembangan pariwisata • Penyiapan <i>national strategic special zones</i> • Peningkatan produktivitas UMKM

Sumber: Ministry of Finance Japan

2.5. Tiongkok

Eskalasi ketegangan perdagangan dengan AS makin memperlambat laju pertumbuhan ekonomi Tiongkok. Perekonomian Tiongkok kembali melambat menjadi 6,0% yoy pada TW3-19 (dari 6,2% pada TW2-19) dan di bawah prediksi (6,1%). Pelemahan ekonomi dipengaruhi oleh penurunan kinerja konsumsi dan net ekspor. Sementara, kontribusi investasi stabil, didukung investasi BUMN. Ditinjau dari sektoral, kinerja sektor sekunder dan primer melemah, sedangkan sektor tersier membaik.

Konsumsi masyarakat tertekan oleh kenaikan tingkat pengangguran, karena eskalasi konflik perdagangan yang berlarut-larut dengan AS menyebabkan perusahaan mengurangi tingkat produksi dan meningkatkan efisiensi. Dampak negatif konflik perdagangan makin dirasakan oleh perusahaan swasta, tercermin dari tingkat investasi yang terus menurun, produksi yang melambat, sentimen yang tetap buruk, dan margin keuntungan yang berkontraksi. Kinerja perdagangan juga kembali tertekan akibat kenaikan tarif ekspor ke AS per 1 September 2019 dan kelesuan ekonomi di negara mitra dagang.

Tingkat inflasi headline kembali meningkat dan mencapai target pemerintah (3,0%), akibat kendala suplai makanan terutama akibat kelangkaan daging babi yang disebabkan oleh wabah flu. *People's Bank of China* menempuh kebijakan moneter akomodatif secara terbatas untuk mencegah pelemahan ekonomi lebih dalam, melalui

penurunan suku bunga loan prime rate dan reserve requirement ratio. Kebijakan tersebut diiringi dengan kebijakan fiskal yang ekspansif melalui penerbitan obligasi spesial oleh pemerintah daerah.

Aktivitas ekonomi Tiongkok berpotensi melambat lebih dalam, seiring ketidakpastian penyelesaian konflik perdagangan dengan AS. IMF memprakirakan ekonomi Tiongkok tumbuh sebesar 6,0% yoy (2019) dan 6,8% (2020), melambat dari 6,6% pada 2018. Sedangkan pemerintah menetapkan target PDB sebesar 6,0%-6,5%. Sejumlah risiko membayangi perekonomian Tiongkok baik dari sisi internal maupun eksternal. Dari dalam negeri, terdapat risiko kenaikan inflasi, risiko default perusahaan, demografi penduduk yang menua, dan stimulus kebijakan yang kurang memadai. Sementara risiko utama dari eksternal adalah ketegangan hubungan perdagangan dengan AS dan serta risiko geopolitik dengan Hong Kong.

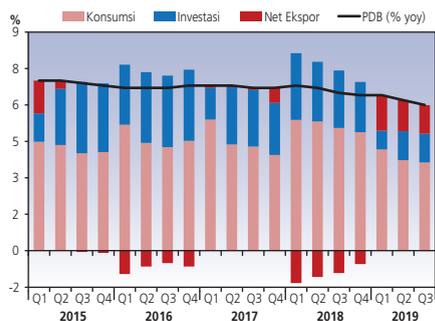
Pada triwulan ketiga 2019, ekonomi Tiongkok tumbuh melambat menjadi 6% yoy (dari 6,2% pada TW2-19), terendah sejak 1991. Meski masih dalam rentang target pemerintah untuk 2019 (6%-6,5%), pertumbuhan PDB sedikit di bawah ekspektasi (6,1%)⁶⁸ dan berada dalam tren perlambatan selama tujuh triwulan beruntun. Pelemahan ekonomi disebabkan penurunan kinerja konsumsi dan net ekspor—akibat permintaan domestik yang kian lemah dan eskalasi konflik

68 *Consensus Forecast* Oktober 2019.

perdagangan dengan AS. Kontribusi konsumsi (pemerintah dan rumah tangga) TW3-19 turun menjadi 3,6% (dari 3,7% pada TW2-19). *Demand* domestik yang lemah dan sentimen ekonomi yang buruk menyebabkan konsumen menyetatkan alokasi belanja barang tersier/mahal (terutama otomotif). Kontribusi net ekspor juga turun menjadi 1,2% (dari 1,3%), karena eskalasi konflik perdagangan dengan AS yang berujung pada kenaikan tarif pada September 2019. Adapun kontribusi investasi (*gross capital formation/GCF*) tumbuh stabil di level 1,2%, karena penurunan investasi swasta dikompensasi akselerasi investasi sektor publik (didukung kebijakan fiskal akomodatif).

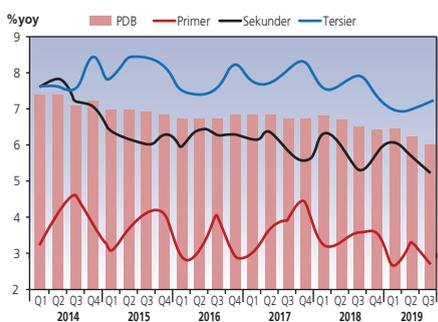
Secara sektoral, perlambatan pertumbuhan ekonomi TW3-19 disebabkan penurunan kinerja sektor sekunder dan primer, sementara sektor tersier membaik.⁶⁹ Aktivitas sektor primer melambat 2,7% yoy (TW3-19) dari 2,9% (TW2-19). Sektor sekunder (manufaktur dan konstruksi) melambat menjadi 5,2% yoy (dari 5,6%)—terutama industri manufaktur yang tertekan faktor internal (deflasi harga produsen) dan eksternal (perlambatan ekonomi negara mitra dagang utama dan disrupsi *supply chains* akibat konflik perdagangan). Sektor tersier (jasa) kembali menjadi penopang ekonomi dan naik 7,2% yoy (dari 7%), seiring reformasi pemerintah menjadi ekonomi berbasis jasa. Hal ini menandakan sektor jasa relatif belum

terdampak oleh perlambatan global dan efek negatif akibat ketidakpastian konflik perdagangan dengan AS.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.56 Kontribusi PDB Menurut Pengeluaran



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.57 Pertumbuhan PDB Menurut Sektoral

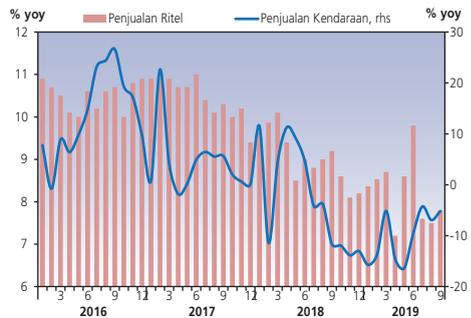
Kinerja konsumsi menurun terdampak *demand* domestik yang lemah. Rerata penjualan ritel TW3-19 tumbuh melambat 7,6% yoy (dari 8,5% pada TW2-19), di bawah rerata historis *double digit*. Konsumen menyetatkan alokasi belanja barang tersier/mahal (*big tickets*), akibat kenaikan angka pengangguran di kawasan urban menjadi 5,2% (September), dari 5,1%

⁶⁹ *Share* sektor primer, sekunder, dan tersier terhadap PDB TW3-19 masing-masing sebesar 8%, 39,7%, dan 52,3% terhadap PDB.

(Juni 2019). Rerata penjualan otomotif masih kontraktif -5,5% (TW3-19), dari -13,5% (TW2-19). Meski membaik, hal ini lebih didorong oleh *low base effect*, peluncuran produk baru, dan pelonggaran ijin kendaraan di sebagian provinsi. Tren perlambatan penjualan otomotif beberapa tahun terakhir disebabkan oleh restriksi pemerintah terhadap praktik *shadow banking*, yang menjadi sumber pembiayaan mayoritas pembelian kendaraan. Sementara itu, konsumsi jasa (pendidikan, transportasi, dan medis) masih resilien, tercermin dari PDB yang stabil.

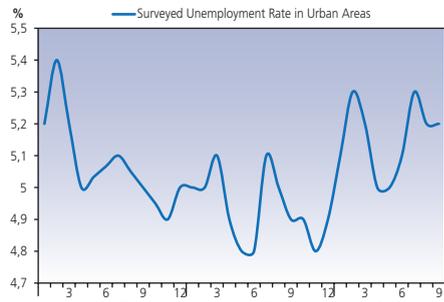
Konsumsi barang ditengarai terus menurun akibat beberapa isu struktural jangka panjang. Tingkat utang rumah tangga (*household debt to disposable income*) meningkat tajam dari 91% (2013) menjadi 139% (2018). Maraknya investasi properti menyebabkan masyarakat terilit kredit perumahan. *Real growth in disposable income* menurun sejak pertengahan 2017. Kolapsnya *peer-to-peer lending platforms* sejak 2016 menyebabkan kreditur kehilangan investasinya dan debitur kehilangan sumber kredit konsumsi.⁷⁰ Dalam horizon waktu yang lebih panjang, konsumsi Tiongkok juga tertekan seiring struktur demografi penduduk yang menua.

Di tengah perlambatan konsumsi, kinerja investasi TW3-19 stabil ditopang oleh stimulus pemerintah bagi sektor



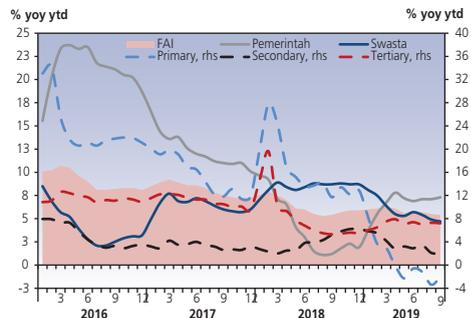
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.58 Penjualan Ritel dan Kendaraan



Sumber: National Bureau of Statistics (NBS)

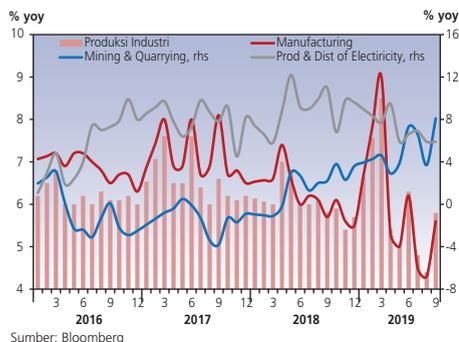
Grafik 2.59 Tingkat Pengangguran



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.60 Fixed-Asset Investment (FAI)

⁷⁰ P2P sempat tumbuh sangat pesat di Tiongkok pada 2011-15, dengan *outstanding loans* mencapai USD218 miliar (lebih besar dari total P2P semua negara lainnya dikombinasikan).



Grafik 2.61 Industrial Production (IP)

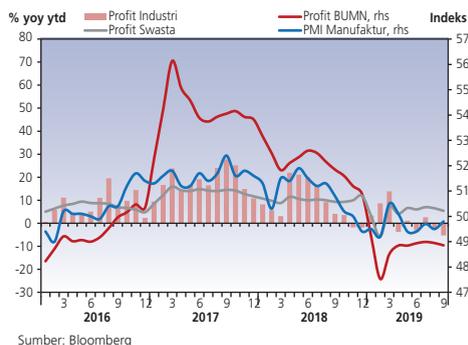
publik. Investasi aset tetap (*Fixed Asset Investment/FAI*) pemerintah naik 7,3% yoy ytd pada September 2019 (dari 6,9% pada Juni 2019). Peningkatan dipengaruhi stimulus pemerintah berupa pembangunan proyek infrastruktur skala besar (terutama jalur rel kereta dan infrastruktur urban lainnya).⁷¹ Akselerasi infrastruktur didukung oleh pemulihan bisnis konstruksi, pencairan dana pemerintah yang lebih cepat, dan penerbitan *bond* Pemda yang dipercepat (*frontloaded*) dengan skala lebih besar. Pemerintah juga merelaksasi regulasi penggunaan dana hasil penerbitan *bonds* tersebut.⁷² Stimulus fiskal mulai ditransmisikan pada peningkatan gradual investasi BUMN. Berbeda dengan investasi pemerintah, investasi swasta menjadi 4,7% yoy ytd pada September 2019 (dari 5,7% pada Juni 2019).⁷³ Hal ini

71 Secara historis, stimulus pemerintah kerap menyasar sektor infrastruktur di kala ekonomi melambat.

72 Jika sebelumnya dana tersebut hanya dapat digunakan sebagai pinjaman dalam proyek infrastruktur, kini dapat dinilai sebagai penyertaan saham (maksimal 25%).

73 Sektor swasta memiliki *share* sekitar 60% dari total investasi tetap, sisanya oleh sektor publik (pemerintah dan BUMN). Sumber: BIBM Securities Research.

disebabkan oleh likuiditas pembiayaan yang mengetat, pelemahan *demand* global (akibat konflik perdagangan), dan penurunan profit. Perbankan cenderung enggan menyalurkan kredit bagi sektor swasta, karena sejumlah perusahaan mengalami gagal bayar.⁷⁴



Grafik 2.62 Profit Industri dan PMI Manufaktur

Sisi produksi kembali melambat dan sentimen bisnis manufaktur melemah.

Rerata produksi industri TW3-19 melambat ke 5% yoy (dari 5,6%), terutama sektor manufaktur (tumbuh 4,8% dari 5,5%).⁷⁵ Kenaikan tarif ekspor ke AS dan ancaman eskalasi lebih lanjut, serta *demand* domestik yang masih lesu menyebabkan perusahaan menahan produksi dan enggan menaikkan harga. Hal ini terkonfirmasi dari rerata PMI manufaktur TW3-19 yang masih kontraksi (49,7; dari 49,6). Indikator *demand* dan *supply*

74 Sebanyak 120 *onshore company bonds* telah mengalami *default* hingga TW3-19 (sama dengan jumlah *default* sepanjang 2018). *Stance* pemerintah kini cenderung membiarkan perusahaan dengan tingkat utang tinggi untuk gagal, sejalan dengan upaya *deleveraging*.

75 Rerata IP pertambahan meningkat 6,1% yoy (dari 4,7%), sementara IP kelistrikan naik 6,2% (dari 7,3%).

masih lemah, tercermin dari komponen *new orders* yang masih kontraksi (meski sedikit meningkat karena stimulus pemerintah di sektor konstruksi) dan indikator produksi yang masih buruk (terutama untuk produk berorientasi ekspor).⁷⁶ Tingkat *inventory* yang masih tinggi turut menandakan produksi ke depan masih akan melemah. Perusahaan manufaktur menghadapi stagnasi harga pada tingkat produsen yang mengurangi *margin* keuntungan. Rerata profit industri terkontraksi -1,6% yoy pada TW3-19 (dari -1,9%), terimbas oleh harga produsen (PPI) yang mengalami deflasi -0,8% yoy pada TW3-19 (dari 0,5%). Penurunan profit terutama pada perusahaan BUMN yang anjlok -9,6% yoy ytd pada September (dari -8,7% pada Juni). Sementara profit perusahaan swasta naik 5,4% yoy ytd (dari 6%).

Konflik perdagangan dengan AS dan perlambatan ekonomi global menurunkan kinerja perdagangan.

Rerata pertumbuhan ekspor TW3-19 kembali terkontraksi -0,3% yoy, dari -1,0% (TW2-19). Konflik perdagangan AS-Tiongkok TW3-19 diwarnai keputusan mengejutkan Presiden Trump yang berencana mengenakan tarif atas seluruh impor AS dari Tiongkok (senilai hampir USD300 miliar). Tahap pertama kenaikan ini adalah penerapan tarif 15% atas USD125 miliar per 1 September 2019. Tiongkok me-retaliasi dengan menaikkan level *existing tariff* pada impor dari AS senilai USD25 miliar (dari rencana total USD75

miliar).⁷⁷ AS merencanakan kenaikan tarif selanjutnya (15%) atas sekitar USD160 miliar impor dari Tiongkok pada 15 Desember 2019. Kenaikan tarif pada September 2019 melanjutkan eskalasi tarif pada Mei 2019, saat AS menaikkan tarif impor dari Tiongkok menjadi 25% (dari 10%) senilai USD250 miliar (lihat PEKKI Edisi III-2019).⁷⁸

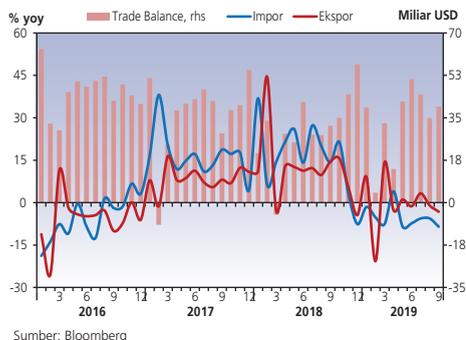
Eskalasi tarif memengaruhi ekspor Tiongkok ke AS. Menjelang kenaikan tarif, eksportir melakukan *frontloading* terutama produk yang akan terkena kenaikan tarif pada 15 Desember 2019 (mayoritas barang konsumsi dengan *demand* tinggi pada Natal dan Tahun Baru). Namun kinerja ekspor ke depan diprediksi terkontraksi lebih dalam, terdampak kenaikan tarif AS sejak April 2018 dan rencana kenaikan tarif atas seluruh produk impor dari Tiongkok.⁷⁹ Selain dampak langsung dari tarif AS, ekspor Tiongkok juga tertahan oleh perlambatan ekonomi mitra dagang utama (EU dan Jepang) dan restriksi AS terhadap perusahaan IT Tiongkok (Huawei dan afiliasinya).

⁷⁷ Rencana retaliasi Tiongkok sebesar USD75 miliar akan terbagi menjadi dua tahap (1 September 2019 dan 15 Desember 2019). Retaliasi ini jauh lebih rendah dari segi nominal dan dari level *additional tariff*. Tiongkok hanya menambahkan 5%-10% tarif atas produk agrikultur yang telah dikenakan tarif sebelumnya, serta *crude oil* sebesar 5%.

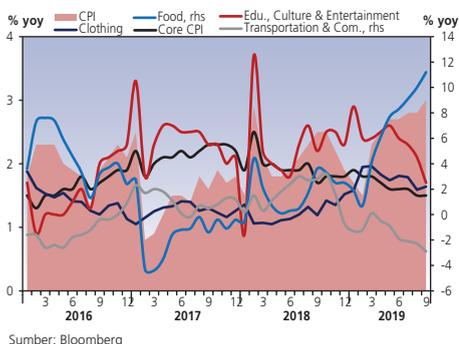
⁷⁸ Kenaikan tarif berlaku bagi produk ekspor Tiongkok yang memasuki teritorial AS setelah 15 Juni 2019. Tiongkok me-retaliasi dengan menaikkan tarif sebesar 5%-25% atas USD60 miliar impor dari AS, a.l. kosmetik, reptil, berlian, dan *video games*.

⁷⁹ Ekspor Tiongkok ke AS turun 6% yoy pada Januari-September dan impor dari AS turun tajam 22,5% yoy (dalam RMB). Total perdagangan bilateral dengan AS hingga September (TW3-19) hanya RMB2,75 triliun, turun 10,3% yoy.

⁷⁶ Komponen *export orders* pada PMI Manufaktur telah berada dalam area kontraksi sejak Juni 2018.



Grafik 2.63 Neraca Perdagangan



Grafik 2.64 Inflasi Consumer Price Index (CPI)

Aktivitas impor kembali terkontraksi akibat kenaikan tarif impor produk AS dan kelesuan demand domestik. Rerata pertumbuhan impor terkontraksi -6,6% yoy (TW3-19), dari -3,9% (TW2-19), akibat permintaan domestik yang lemah di tengah perlambatan ekspor.⁸⁰ Impor barang mentah dan setengah-jadi menurun drastis (terutama untuk *input* manufaktur). Kenaikan tarif AS mengakibatkan ekspor Tiongkok kurang kompetitif dibandingkan negara lain dan *demand* dari negara lain

80 Impor Tiongkok sebagian untuk memproduksi barang ekspor.

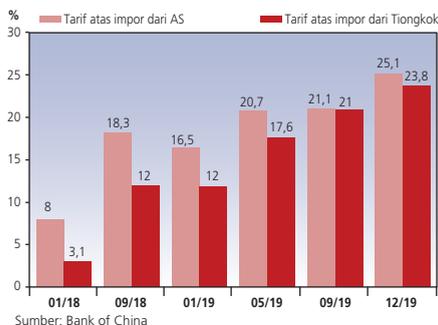
turut melambat akibat kelesuan ekonomi global. Kontraksi impor yang lebih dalam dibandingkan ekspor mendorong pelebaran surplus neraca perdagangan menjadi USD119,1 miliar (TW3-19) dari USD106,5 miliar (TW2-19). Salah satu penyebab kontraksi impor yang lebih dalam dari ekspor adalah kenaikan tarif yang asimetris sepanjang eskalasi konflik perdagangan AS-Tiongkok.⁸¹

Konflik perdagangan dengan AS sejak 2018 mendisrupsi *global supply chain*. Hingga TW3-19, AS telah menaikkan tarif bagi sekitar USD360 miliar impor dari Tiongkok, setara dengan 68,5% total ekspor Tiongkok ke AS.⁸² Sebelum dimulainya konflik perdagangan pada 2018, hanya 8,1% ekspor Tiongkok yang terkena tarif (mayoritas berupa tarif standar, *most favorable nations/MFN*). Eskalasi tarif sejak April 2018 mendorong *weighted average tariff rate* untuk impor dari Tiongkok naik menjadi 21% (dari 3,1% sebelum konflik perdagangan) mulai 1 September 2019.⁸³ Jika AS jadi menaikkan

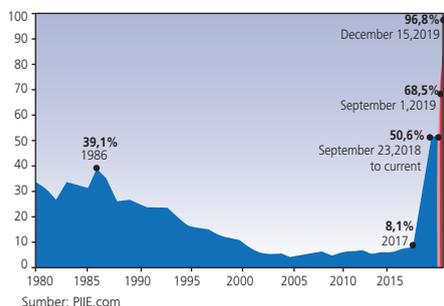
81 Hingga 1 September 2019, AS menaikkan tarif bagi USD250 miliar ekspor Tiongkok (setara 46% total ekspor Tiongkok ke AS). Sedangkan Tiongkok menaikkan tarif bagi USD110 miliar ekspor AS (mencapai 70% total ekspor AS ke Tiongkok). Kenaikan tarif yang asimetris (dalam persentase ekspor masing-masing negara) menyebabkan penurunan impor dari AS lebih tajam.

82 Hampir seluruh kenaikan tarif tersebut menggunakan latar belakang US Section 301 (presiden AS berhak mengenakan tarif kepada negara lain).

83 Trump memulai konflik perdagangan global dengan menaikkan tarif impor baja dan aluminium sebesar 25% dan 10% bagi mayoritas negara (termasuk Tiongkok) pada April 2018. Langkah ini di-retaliasi Tiongkok dengan menaikkan tarif 15-25% atas USD3 miliar impor AS, a.l. produk *wine*, babi, pipa baja dan



Grafik 2.65 Rerata Tarif Perdagangan Bilateral AS -Tiongkok



Grafik 2.66 Persentase Impor AS dari Tiongkok yang Terkena Tarif Proteksi Khusus (US Section 301)

tarif impor 15% atas terhadap USD160 miliar impor Tiongkok pada 15 Desember 2019, rerata tarif berpotensi naik menjadi 23,8%. Sebaliknya, retaliasi Tiongkok menyebabkan *weighted average tariff rate* untuk impor dari AS naik menjadi 21,1% (dari 8% sebelum konflik perdagangan) dan berpotensi naik menjadi 25,1% jika Tiongkok me-retaliasi kenaikan tarif AS pada 15 Desember 2019.

Tekanan inflasi *consumer price index* (CPI) *headline* terus meningkat

recycled aluminium.

akibat kendala suplai makanan, dan mencapai target 3%. Inflasi *headline* September 2019 naik menjadi 3,0% yoy (tertinggi sejak Oktober 2013), dari 2,7% pada Juni 2019. Inflasi kelompok makanan kembali melesat hingga 11,2% yoy (dari 8,3% pada Juni),⁸⁴ terutama sub-kelompok daging babi yang naik 69,3% (dari 21,1%) akibat wabah *swine fever* sejak Agustus 2018.⁸⁵ Lonjakan harga daging babi domestik mendorong peningkatan impor agrikultur dari AS, termasuk melalui negosiasi *phase one trade deal*. Tiongkok akan menurunkan tarif impor babi dari AS yang selama ini dikenakan tarif hingga 62%. Impor daging untuk substitusi babi (ayam, sapi, kambing) juga akan ditingkatkan dari negara selain AS, sehingga berpotensi mendorong harga pangan global.

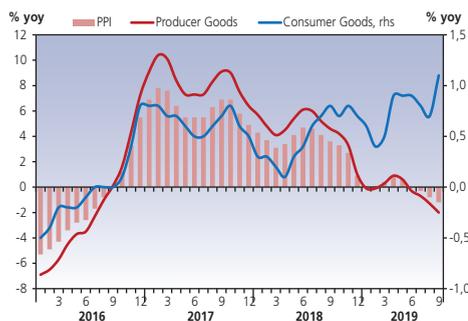
Peran impor dalam memenuhi defisit suplai daging babi di Tiongkok sangat terbatas. Impor hanya dapat memenuhi kurang dari 4% kebutuhan konsumsi daging babi, yang mencapai 30,4 kg/kapita pada 2018 (tertinggi kedua di dunia).⁸⁶ Pemerintah berupaya mengatasi kelangkaan ternak babi melalui peternakan babi domestik. Namun upaya tersebut lebih bersifat jangka panjang karena membutuhkan

⁸⁴ Bloomberg mengestimasi kelompok makanan memiliki *share* 19,9% pada keranjang inflasi Tiongkok dalam kurun waktu 2018-19. *Share* ini menurun jauh dibandingkan 30% pada 2015 (Tiongkok memodifikasi komposisi keranjang inflasi setiap lima tahun, terakhir pada 2016).

⁸⁵ Sub-komponen daging babi memiliki *share* 2,5% pada keranjang inflasi *headline* Tiongkok. Sumber: NAB (estimasi).

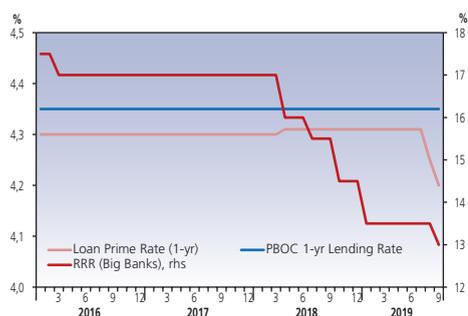
⁸⁶ Sumber: CMB International Securities

waktu relatif lama untuk mencapai hasil yang memadai. Akibatnya, kekurangan suplai daging babi akan tetap menjadi penyebab kenaikan inflasi hingga H1-20.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.67 Inflasi PPI



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.68 Kebijakan Moneter

Inflasi inti melandai ditopang harga nonpangan yang relatif stabil. Inflasi inti (nonmakanan dan energi) TW3-19 justru melandai ke level 1,5% yoy (dari 1,6%), menandakan *domestic demand* yang belum pulih.⁸⁷ Tren kenaikan inflasi *headline* yang disebabkan oleh *supply-side shock* dan berlawanan dengan inflasi inti,

dinilai mempersempit ruang PBOC dalam menempuh kebijakan moneter akomodatif dalam jangka pendek. Inflasi *headline* diprediksi makin tinggi dan melewati target inflasi pemerintah (3%) dalam 2-3 triwulan mendatang, akibat kenaikan harga daging babi dan substitusinya (ayam, sapi, kambing).

Berbeda dengan peningkatan tekanan harga konsumen, harga produsen justru menurun. Indeks harga produsen September 2019 terdeflasi -1,2% yoy, dari 0% pada Juni 2019. Harga bahan baku mentah terdeflasi, akibat *demand* domestik yang makin lemah (yang menekan daya tawar produsen) dan rendahnya investasi swasta. Deflasi harga produsen (PPI) yang berkepanjangan makin menekan profit perusahaan (di tengah *demand* yang lesu), sehingga upaya *deleveraging* korporasi akan tertunda dan investasi berkurang. PPI diperkirakan masih berada pada level deflasi (sejak Juli 2019), seiring penurunan harga komoditas dan pemburukan *outlook* manufaktur.

Pemerintah dan bank sentral cenderung berhati-hati dalam memberikan stimulus, meski ekonomi makin kehilangan momentum. Tiongkok memilih melakukan penyesuaian akomodatif dengan skala yang terbatas, *targeted*, dan berhati-hati untuk menahan perlambatan ekonomi. Otoritas berusaha mendorong pertumbuhan ekonomi tanpa meningkatkan level utang. People's Bank of China (PBC) telah melakukan berbagai langkah pelonggaran kebijakan dalam skala kecil untuk meningkatkan

⁸⁷ Core CPI memiliki share 77%-78% dari inflasi *headline* (Sumber: Bloomberg Intelligence).

ketersediaan kredit dan permintaan. Kebijakan dilakukan dengan berhati-hati agar likuiditas tidak berlebihan, yang dapat berisiko meningkatkan utang dan mendorong *housing bubble* berikutnya (seperti pada periode mini-krisis 2015-16).

PBC menggunakan suku bunga acuan kebijakan baru. Pada TW3-19, PBC menetapkan *1-year loan prime rate* (selanjutnya disebut LPR) sebagai suku bunga kebijakan *de facto* yang baru – menggantikan *benchmark rate*. Perubahan ini adalah langkah lanjutan *structural reform* suku bunga untuk menyederhanakan *framework* kebijakan moneter dan menurunkan suku bunga pinjaman tanpa memicu *capital outflow* dan meningkatkan pertumbuhan hipotek. Mulai Agustus 2019, PBC akan mengumumkan tingkat LPR pada tanggal 20 setiap bulan, sebagai *reference rate* bagi *commercial lender* dalam menetapkan *new loan rates* bertenor 0-5 tahun.⁸⁸ LPR 1 tahun akan menjadi *benchmark* suku bunga kredit korporasi yang umumnya berdurasi hingga tiga tahun, sedangkan LPR 5 tahun sebagai *benchmark* untuk *mortgage rate*. PBC telah dua kali menurunkan LPR masing-masing 5 bps pada Agustus dan September 2019 menjadi 4,2%. Namun PBC menahan LPR pada Oktober 2019 (berlawanan dengan ekspektasi penurunan 5 bps). Hal ini mengindikasikan PBOC menghindari *easing* agresif, mempertahankan ruang kebijakan, serta masih memantau transmisi dan

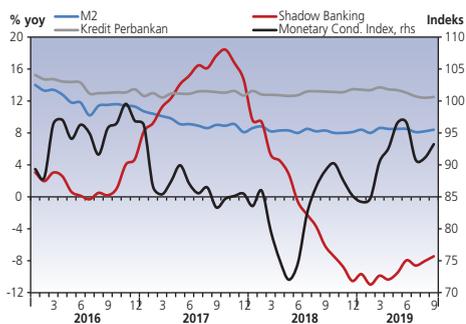
efektivitas pemangkasan LPR sebelumnya.

PBC juga menempuh kebijakan moneter akomodatif melalui *broad* dan *targeted reserve requirement ratio (RRR) cut* untuk meningkatkan likuiditas dan kredit. Pada 6 September 2019, PBC melakukan RRR *cut* bagi seluruh bank sebesar 50 bps, menjadi 13,0% untuk bank besar. Kebijakan tersebut merupakan penurunan ketiga yang ditempuh oleh PBC pada 2019, setelah *broad cut* 100 bps (Januari 2019) dan *targeted cut* 100 bps (Mei 2019). PBC juga melakukan *targeted easing* dengan *additional RRR cut* khusus bagi *city commercial banks* (yang hanya beroperasi di level provinsi) dan kreditur rural sebesar 100 bps. Penurunan ini akan dilakukan dalam dua tahap, yakni 15 Oktober dan 15 November 2019 (masing-masing 50 bps). PBC berharap relaksasi RRR sebanyak 7 kali sejak April 2018 dapat meningkatkan kredit UMKM di tengah keketatan likuiditas.

Pertumbuhan kredit dan likuiditas terus memburuk. Likuiditas perekonomian riil mengetat meskipun PBC terus menurunkan RRR, terindikasi dari rerata jumlah uang beredar (M2) yang melambat menjadi 8,2% (TW3-19) dari 8,5% (TW2-19). Kontraksi ekspor diduga turut menyebabkan suplai uang turut menurun. Rerata pertumbuhan total kredit turut melambat menjadi 12,5% yoy pada TW3-19 (dari 13,3%). *Share* pinjaman korporasi jangka panjang dari total pinjaman baru terus melambat signifikan—menandakan iklim investasi tetap lesu dan perbankan enggan menyalurkan

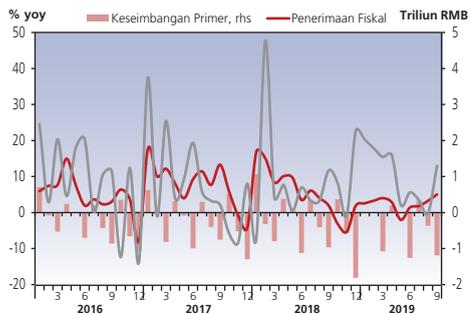
⁸⁸ Dengan perhitungan berdasarkan *spread* sekian bps di atas LPR.

kepercayaan kepada perusahaan kecil-menengah. Kesulitan akses pembiayaan korporasi melalui perbankan mendorong korporasi mencari pembiayaan melalui *shadow banking* (sehingga kontraksinya menyempit).



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.69 Likuiditas dan Kredit



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.70 Keseimbangan Fiskal

PBC cenderung *hawkish* dan hanya akan melakukan *easing* secara bertahap dan dalam skala yang kecil. Pada *meeting* 24 September 2019, PBC menekankan bahwa kebijakan ekonomi didasari oleh kondisi ekonomi domestik (yang dinilai masih tumbuh dalam rentang yang wajar) dan inflasi, bukan arah kebijakan bank

sentral lain. Hal ini menjelaskan mengapa PBC cenderung konservatif dalam *easing*, berbeda dengan langkah akomodatif yang cukup signifikan di bank sentral negara maju (the Fed terus menurunkan FFR dan ECB memulai QE). Dalam Monetary Policy Report 18 November 2019, PBC menegaskan akan berupaya mengurangi tekanan terhadap ekonomi dengan *incremental easing*. Pernyataan ini sejalan dengan tema kebijakan moneter 2019 "*measured easing stance*", melalui pemangkasan suku bunga yang sering (*frequent*) namun dalam jumlah kecil. Dengan demikian, *outlook* kebijakan moneter Tiongkok lebih *hawkish* dari ekspektasi pasar, yakni RRR dan LPR *cut* dalam jumlah kecil pada TW4-19 hingga H1-20 (dengan mewaspadai tren kenaikan inflasi *headline*). Selain itu, PBC dinilai tidak akan mengucurkan stimulus kredit yang agresif, agar kerentanan eksternal (*debt-to-GDP ratio*) tetap terjaga.

Dari sisi fiskal, pemerintah menempuh kebijakan fiskal ekspansif untuk menahan perlambatan ekonomi. Defisit fiskal melebar menjadi -RMB1,2 triliun (TW3-19) dari -RMB1,07 triliun (TW2-19) karena pertumbuhan belanja melebihi pertumbuhan pendapatan.⁸⁹ Selama Januari-September 2019, *general government budget revenue* tumbuh 3,3% yoy (dari proyeksi 5,1% untuk keseluruhan 2019). Sementara *general government budget expenditure* naik

⁸⁹ Secara triwulanan, rata-rata belanja pemerintah TW3-19 melambat ke 5,4% yoy, dari 7,9% pada TW2-19. Rata-rata pendapatan pemerintah TW3-19 meningkat 3,4% yoy, dari 0,7%.

tajam 9,4%, melebihi target 6,5%. Sementara pendapatan di bawah target karena kelesuan ekonomi domestik, pengurangan pajak sejumlah barang konsumsi, dan pengurangan pajak pendapatan.

Stimulus fiskal Pemda bertumpu pada penerbitan *Local Government Special Bond*. Hingga TW3-19, pemerintah telah menerbitkan *local special bonds* senilai RMB2,12 triliun, setara 99% dari total kuota RMB2,15 triliun pada 2019. Pemda melakukan penerbitan *bond* sejak awal 2019, indikasi terjadi *frontloading*.⁹⁰ Dana hasil penerbitan *local bonds* hingga TW3-19 digunakan untuk renovasi area kumuh/tertinggal (39%), pembangunan infrastruktur jalan/rel (9,9%) dan konstruksi *municipal* (7,5%). Pemerintah juga melonggarkan kebijakan fiskal dengan mengizinkan Pemda memakai kuota *bonds* yang dialokasikan untuk 2020. Pemda dapat menerbitkan *special bonds* senilai maksimal RMB1 triliun pada November-Desember 2019, menggunakan kuota 2020.⁹¹ Kebijakan *frontloading* akan berlaku hingga 2022. Selain itu, pemerintah mengurangi *minimum capital money requirement* terhadap beberapa proyek infrastruktur, sejalan dengan prioritas belanja fiskal pada 2020 yang berfokus pada pembangunan infrastruktur. Sejalan dengan penambahan kuota penerbitan *local bonds*, National Development and Reform

Commission juga telah menyetujui sejumlah besar proyek pada H1-20, sehingga banyak proyek infrastruktur yang akan dimulai pada TW4-19 hingga 2020. Persetujuan tersebut diharapkan dapat memberikan *trickle-down effect* pada sektor riil.

Kinerja ekonomi Tiongkok diperkirakan makin melambat. IMF (WEO Oktober 2019) kembali merevisi ke bawah proyeksi pertumbuhan ekonomi Tiongkok menjadi 6,1% pada 2019 (dari 6,2% pada WEO Juli 2019) dan 5,8% pada 2020 (dari 6,0%), keduanya jauh di bawah pencapaian 6,6% (2018) dan 6,9% (2017). Pemerintah menetapkan target pertumbuhan ekonomi 2019 pada kisaran 6,0%–6,5% (dari target 6,5% pada 2018). Otoritas akan bergantung pada stimulus fiskal untuk menahan perlambatan ekonomi, mengingat ruang kebijakan moneter cukup terbatas akibat tingkat utang tinggi dan tren kenaikan inflasi. Stimulus fiskal melalui Pemda diharapkan dapat mengompensasi perlambatan drastis pada investasi swasta. Pemotongan pajak pada H1-19 diharapkan dapat menahan perlambatan konsumsi.

Ekonomi Tiongkok ke depan dibayangi sejumlah risiko, baik dari domestik maupun eksternal. Risiko eksternal terbesar bersumber dari eskalasi konflik perdagangan dengan AS, berupa pembatalan/penundaan *phase one deal* karena belum terdapat kesepakatan terkait isu krusial (*rollback* tarif eksisting dan rencana impor agrikultur senilai USD40-50 miliar). Perkembangan negosiasi hingga awal

90 Pada 2018, penerbitan *bond* dimulai pada Juni 2019 dan mencapai puncak pada September 2019. Pada 2019, penerbitan dimulai sejak Januari 2019 dan mencapai puncaknya pada Juni 2019.

91 RMB1 triliun setara dengan 47% kuota *special bonds* pada 2019.

Tabel 2.8 Outlook PDB dan Inflasi

	Realisasi	Target Otoritas	IMF			CF	
	2018	2019	2019	2020	2021	2019	2020
PDB (% yoy)	6,6	6,0-6,5	6,1	5,8	5,9	6,1	5,8
Estimasi sebelumnya			6,2	6,0	-	6,2	5,9
Inflasi (% yoy)	2,1	3,0	-	-	-	2,6	2,7
Estimasi sebelumnya			-	-	-	2,5	2,5

Keterangan:

Sumber estimasi terkini: IMF-WEO Oktober dan Consensus Forecast November 2019.

Sumber estimasi sebelumnya: IMF-WEO Juli 2019 dan Consensus Forecast Oktober 2019.

Desember 2019 sangat dinamis, diwarnai oleh berbagai isu politik yang berpotensi menganulir kemajuan positif yang telah berhasil diperoleh.⁹² Tidak hanya berdampak pada aktivitas produksi dan investasi, fluktuasi pasar keuangan global juga akan membebani perusahaan Tiongkok yang tengah mengalami kesulitan finansial dan akses pembiayaan. Peningkatan konflik geopolitik (terutama demonstrasi di Hong Kong) dapat menjadi distraksi bagi otoritas Tiongkok, yang tengah fokus menyelesaikan konflik perdagangan dengan AS dan menahan perlambatan ekonomi domestik.

Tiongkok juga menghadapi risiko dari dalam negeri yang tidak ringan.

Risiko dari domestik yang mengemuka, antara lain: 1) inflasi CPI *headline* terus meningkat (disebabkan kelangkaan suplai makanan), sementara deflasi harga produsen makin dalam, sehingga ruang pelonggaran kebijakan moneter makin sempit; 2)

pengetatan *real estate financing* (awalnya ditujukan untuk mencegah *property bubble* seperti periode 2015-2016) menyebabkan investasi konstruksi melambat dan harga properti sebagai aset *middle class* menurun—sehingga menahan belanja konsumen; 3) jumlah *bond default* perusahaan meningkat dan pemerintah cenderung berhati-hati dalam mem-*bailout* sehingga memberikan tekanan pada stabilitas keuangan dan meningkatkan pengangguran; 4) *aging population* dan perpindahan *supply chain* global akan menekan daya beli masyarakat; dan 5) stimulus sepanjang 2019 tidak cukup menahan perlambatan ekonomi, sehingga dapat mendorong Tiongkok kembali melonggarkan kebijakan moneter pada 2020.

2.6 India

Ekonomi India mengalami tekanan akibat eskalasi konflik perdagangan dan sejumlah permasalahan domestik. Kinerja perekonomian India di luar prediksi turun lebih dalam menjadi 4,5% yoy pada TW3-19, dari 5,0% pada TW2-19. Pelemahan

⁹² Isu politik yang berpotensi menghambat negosiasi *phase one* adalah demonstrasi Hong Kong yang makin memanas sejak 15 Maret 2019 dan isu pelanggaran HAM oleh *official* Tiongkok terhadap minoritas Muslim di Xinjiang.

ini menandai perlambatan ekonomi selama tujuh triwulan berturut-turut sejak TW2-18. Investasi yang melemah tajam menjadi faktor utama penurunan PDB. Ekspor tertekan akibat penurunan permintaan eksternal dan terdampak pencabutan fasilitas Generalized System of Preferences (GSP) oleh AS. Impor turun makin kontraktif sejalan dengan pelemahan permintaan dalam negeri dan kebijakan retaliasi. Pemerintah meningkatkan pengeluaran untuk menahan pelemahan ekonomi yang lebih dalam.

Di tengah pertumbuhan ekonomi yang masih lemah, inflasi justru meningkat akibat gangguan sisi supply. Pada Oktober 2019, inflasi consumer price index (CPI) naik menjadi 4,62% yoy meski masih dalam kisaran medium target ($4\% \pm 2\%$ yoy). Peningkatan CPI dipicu oleh inflasi makanan dan minuman, khususnya harga tomat dan bawang yang melonjak karena suplai yang terganggu hujan. Namun inflasi wholesale price index (WPI) bergerak ke arah sebaliknya, yaitu turun lebih dalam, dipicu permintaan bahan bakar, listrik dan barang manufaktur yang melemah.

Dalam rangka mendorong pertumbuhan, Reserve Bank of India (RBI) dan Pemerintah menerapkan kebijakan akomodatif. RBI menurunkan suku bunga acuan sebesar 25 bps menjadi 5,15% pada Oktober 2019, yang kemudian dipertahankan pada Desember 2019. RBI juga mengeluarkan peraturan acuan suku bunga pada penyaluran kredit untuk memperbaiki transmisi kebijakan. Dari sisi fiskal, pemerintah

mengeluarkan kebijakan akomodatif dengan memberikan pemotongan pajak bagi korporasi. Pemangkasan pajak ditempuh untuk meningkatkan aliran masuk investasi asing dan memperbaiki konsumsi India yang masih tertekan.

Ekonomi India yang berjalan lambat mendorong RBI dan IMF kembali merevisi ke bawah proyeksi pertumbuhan ekonomi. IMF memprediksi pertumbuhan ekonomi India tahun fiskal 2019/20 (WEO Oktober 2019) sebesar 6,1% yoy (direvisi dari estimasi sebelumnya 7,0%). Sementara, RBI lebih pesimis-karena mempertimbangkan pertumbuhan TW3-19 yang turun signifikan dan kembali merevisi ke bawah prospek ekonomi tahun fiskal 2019/20 menjadi hanya 5,0% yoy (MPC Desember 2019), dari perkiraan sebelumnya 6,1% (MPC Oktober).

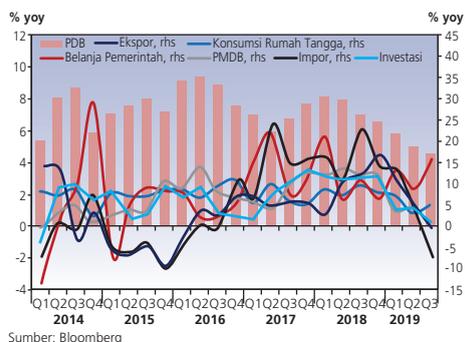
India perlu mencermati sejumlah faktor yang memengaruhi kinerja perekonomian. Faktor yang dapat memperkuat pertumbuhan ekonomi (upside risks) adalah pelonggaran kebijakan moneter dan stimulus fiskal yang dapat memperbaiki konsumsi dan investasi. Namun, otoritas juga perlu mewaspadai faktor yang dapat menekan ekonomi (downside risks), antara lain keketatan likuiditas, keterbatasan ruang fiskal, mismatch pada perusahaan keuangan nonperbankan, kenaikan inflasi, ketegangan perdagangan, dan risiko geopolitik.

Kinerja ekonomi India pada TW3-19 turun tajam dibandingkan

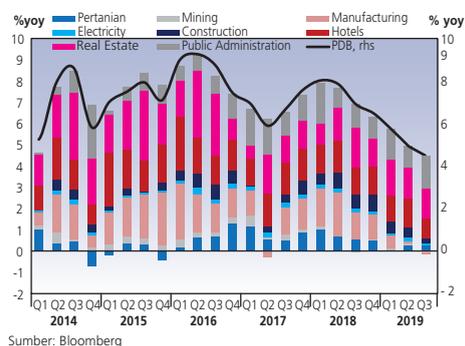
triwulan sebelumnya, melanjutkan tren pelemahan sejak TW2-18. Pertumbuhan PDB TW3-19 makin melemah menjadi 4,5% yoy, dibandingkan TW2-19 (5,0%), jauh di bawah prediksi *market* (5,8%). Moderasi pertumbuhan ekonomi pada TW3-19 terutama disebabkan penurunan investasi atau pembentukan modal tetap domestik bruto (PMDB) menjadi hanya 1% yoy (dari 4,0% pada TW2-19), terimbas pengetatan likuiditas yang menahan pembiayaan. Kinerja perdagangan tertekan oleh pelemahan permintaan eksternal yang menurunkan ekspor makin dalam (-0,4% dari 5,7%). Impor melemah tajam (-6,9% yoy, dari 4,2% pada TW2-19), dipicu deselerasi permintaan domestik dan retaliasi India terhadap produk impor dari AS.⁹³ Konsumsi (*share* 69,5% terhadap PDB India) secara umum masih rendah meski sedikit membaik didorong oleh akselerasi belanja pemerintah dan faktor musiman. Konsumsi swasta tumbuh 5,1% yoy (dari 3,1% pada TW2-19) didorong oleh belanja untuk perayaan Diwali. Konsumsi pemerintah alami perbaikan ke 15,6% (dari 8,8%), didorong oleh belanja barang.

Konsumsi swasta masih lemah seiring perlambatan pemulihan daya beli konsumen di pedesaan dan tertahannya

93 Sebagai balasan atas pengenaan tarif oleh AS atas komoditas ekspor India, pada 16 Juni 2019 India mengenakan tarif terhadap 28 produk AS yang masuk ke India dengan besaran tarif yang bervariasi (contoh: tarif *walnuts* naik menjadi 120% (dari 30%), dan *chickpea* (70% dari 30%)). Retaliasi mengakibatkan kenaikan tarif pada sekitar 5,5% komoditas ekspor AS ke India. Langkah retaliasi ditempuh India sebagai respons atas pengenaan tarif impor aluminium (10%) dan baja (25%) oleh AS.



Grafik 2.71 PDB Berdasarkan Pengeluaran



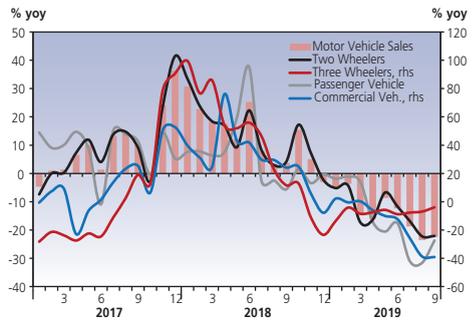
Grafik 2.72 Kontribusi PDB

konsumsi di perkotaan. Konsumsi di pedesaan berkontraksi makin tajam, tercermin dari indikator penjualan motor yang turun menjadi -22,4% (TW3-19) dari -12,3% (TW2-19). Pelemahan juga terjadi pada konsumsi di perkotaan, bahkan kontraksi penjualan *passenger vehicles* berlanjut menjadi -23,7% (TW3-19) dari -17,5% (TW2-19). Pelemahan konsumsi merupakan yang terburuk selama lima tahun terakhir, akibat berlanjutnya keketatan likuiditas dan masalah pada *Non-Bank Financial Corporation* (NBFC) atau *shadow banking* yang meningkatkan kredit macet bank. Kebijakan RBI yang melakukan

easing sebanyak 5 kali dengan penurunan suku bunga hingga 135 bps sejak awal 2019 belum efektif meningkatkan konsumsi karena masalah *non-performing loan* (NPL) yang tinggi—terutama berasal dari *shadow banking*. Tingkat kepercayaan konsumen atas kondisi ekonomi India saat ini yang turun menjadi 89,4%, dari 95,7% (TW2-19) turut menahan konsumsi.

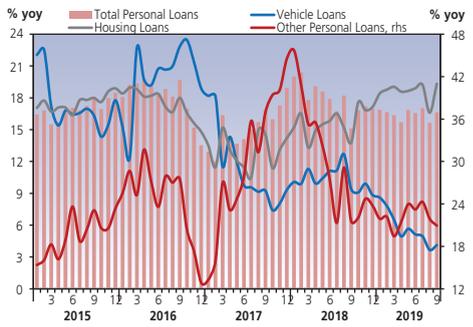
Penyaluran kredit perbankan secara umum masih lemah dengan pertumbuhan kredit relatif stabil. Kredit konsumsi (*total personal loan*) TW3-19 stabil di level 16,6% yoy, didorong oleh pertumbuhan *housing loans* yang sedikit meningkat menjadi 19,3% (TW3-19) dari 18,9% (TW2-19). Namun peningkatan *housing loans* tersebut lebih dipengaruhi faktor *seasonal* perayaan Diwali. Sementara, kredit pembelian kendaraan (*vehicle loan*) tumbuh melambat menjadi 3,1% (TW3-19) dari 5,1% (TW2-19). Pelemahan kredit juga tercermin pada realisasi *personal loan* lainnya yang juga turun menjadi 20,9% (TW3-19), dari 23,2% (TW2-19).

Pelemahan konsumsi yang persisten dipengaruhi oleh tingkat pengangguran yang masih tinggi. Tingkat pengangguran India masih relatif tinggi meski sempat menurun pada September 2019 menjadi 7,6%, dari 7,9% (Juni 2019). Tingkat partisipasi kerja juga membaik menjadi 43,2% dari 42,8% (Juni 2019). Namun kinerja sektor tenaga kerja tersebut bersifat temporer, seiring datangnya musim tanam yang membutuhkan tenaga kerja *outsourcing*



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.73 Penjualan Kendaraan



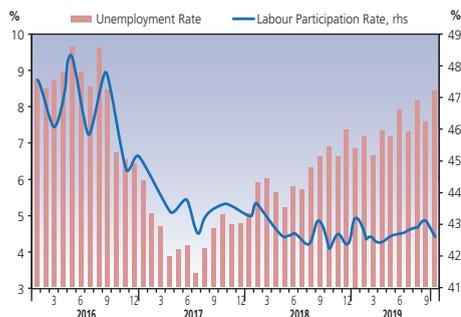
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.74 Kredit Personal

pada September 2019.⁹⁴ Siklus musim tanam padi yang bergeser menjadi September 2019 akibat mundurnya permulaan musim hujan serta curah hujan yang abnormal, meningkatkan kebutuhan tenaga kerja. Hal ini terkonfirmasi dari tingkat pengangguran dan partisipasi kerja yang kembali menurun masing-masing 8,5% dan 42,7% yoy pada Oktober 2019. Selain itu, penyerapan tenaga kerja pada sektor manufaktur masih tertahan oleh penurunan kinerja sektor tersebut yang

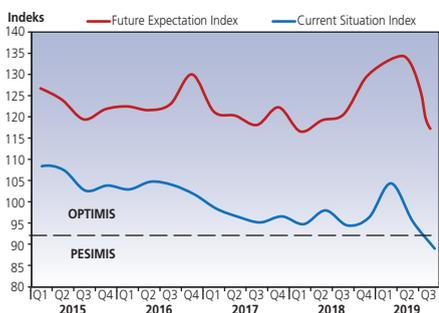
⁹⁴ Sektor pertanian menyerap lebih dari 40% tenaga kerja di India, diikuti oleh sektor jasa dan manufaktur.

terkontraksi pada September 2019.⁹⁵



Sumber: Centre for Monitoring of Indian Economy

Grafik 2.75 Tingkat Pengangguran



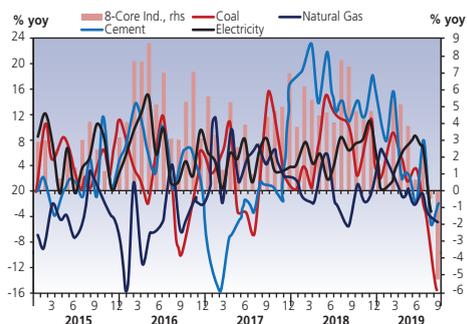
Sumber: Reserve Bank of India

Grafik 2.76 Kepercayaan Konsumen

Pelemahan permintaan global dan domestik menurunkan aktivitas produksi.

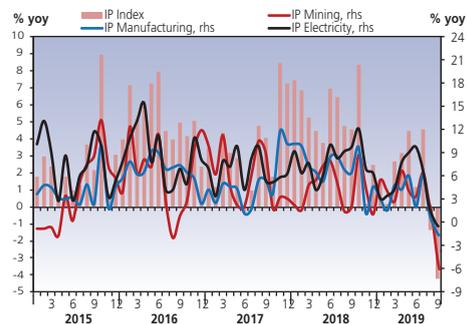
Rerata produksi industri TW3-19 terkontraksi -4,3% yoy, turun dari 1,3% (TW2-19). Pemburukan terjadi merata pada delapan *core production* yang turun tajam -5,2% yoy, dari 3,2% yoy (TW2-19), terburuk selama 14 tahun, terutama pada sektor pertambangan

95 IP Manufacturing turun dalam menjadi -3,9% pada September 2019, dari 0,3% pada Juni 2019.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.77 Output Industri



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.78 Produksi Industri

batubara^{96,97}. Kinerja batubara yang melemah signifikan dipengaruhi musim hujan yang panjang dan aksi mogok buruh tambang batubara terbesar di India (Coal India Ltd). Sektor manufaktur juga terkendala oleh pelemahan permintaan global dan domestik akibat keterbatasan kredit. Aktivitas bisnis ke depan diperkirakan makin melemah seiring

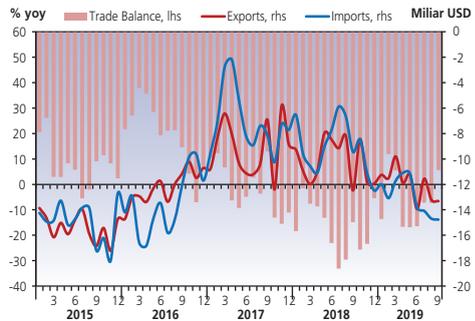
96 <https://www.livemint.com/news/india/output-of-8-infra-industries-shrink-5-2-in-september-11572526252301.html>

97 Core Infrastructure memiliki pangsa 40% dari total produksi industri, terdiri dari *electricity, steel, refinery products, crude oil, coal, cement, natural gas* dan *fertilizers*.

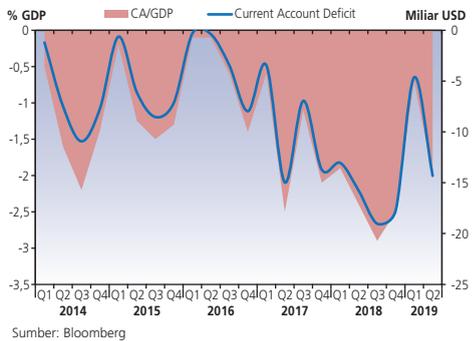
sentimen bisnis yang turun pada level terendah selama lima tahun terakhir.⁹⁸ Hal tersebut tercermin dari pelemahan kinerja produksi sektor listrik, tambang, dan manufaktur yang secara bersama-sama menyebabkan indeks produksi industri mengalami penurunan paling tajam sejak Februari 2013.⁹⁹

Kinerja perdagangan secara umum masih lemah. Ekspor India berkontraksi dalam sejak TW2-19 akibat tensi perdagangan, penghapusan status *beneficial trade* India dari AS, serta kenaikan pajak *diamond*, aluminium dan baja.¹⁰⁰ Memasuki TW3-19, ekspor sedikit mengalami penyempitan kontraksi menjadi -6,6% yoy, dari -9,7% (TW2-19). Perbaikan ekspor bersumber dari kenaikan permintaan ekspor emas oleh AS dan Eropa, sehingga dapat mengompensasi penurunan tajam ekspor *diamond* yang terjadi sejak TW2-19.

Impor menurun sejalan dengan pelemahan permintaan domestik. Impor berkontraksi makin dalam dari -9,1% (TW2-19) menjadi -13,9 (TW3-19), didorong oleh pelemahan ekonomi India dan penenaan tarif impor tambahan sebesar 30% terhadap 29 produk dari AS—sebagai retaliasi atas kebijakan AS menaikkan tarif impor aluminium dan baja dari India masing-masing sebesar 25% dan 10%. Dengan kinerja



Grafik 2.79 Neraca Perdagangan



Grafik 2.80 Current Account (% PDB)

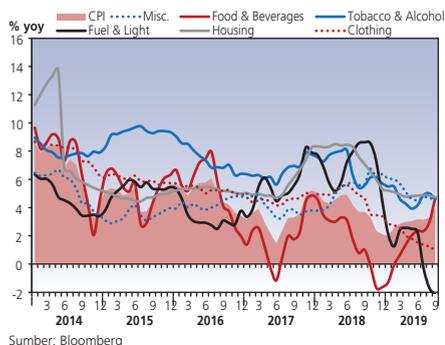
penurunan impor yang tajam, defisit neraca perdagangan TW3-19 menyempit menjadi USD10,86 miliar (-0,3% PDB) dari USD15,28 miliar (-0,4% PDB) pada TW2-19.

Inflasi meningkat dipicu kenaikan harga makanan, namun masih pada kisaran target. Pada September 2019, inflasi CPI melonjak 3,99% yoy dari 3,28% yoy (Agustus 2019). Kenaikan tersebut berlanjut pada Oktober 2019 hingga mencapai 4,62% yoy. Angka inflasi ini merupakan yang tertinggi sejak Juli 2018. Meskipun meningkat, tingkat inflasi masih berada dalam kisaran target pemerintah (4%±2%). Peningkatan CPI tersebut didorong

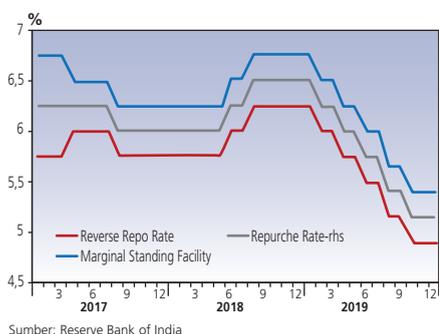
98 Business Expectation Index September 2019 sebesar 102,2, turun dibandingkan Juni 2019 sebesar 116,2.

99 <https://www.bloombergquint.com/global-economics/india-s-sluggish-animal-spirits-signal-no-economic-recovery-yet>

100 India sebelumnya memperoleh *beneficial trade* melalui pemberian fasilitas GSP oleh AS yang mengijinkan sekitar USD5,6 miliar produk India memasuki AS tanpa bea (*duty free*).



Grafik 2.81 Inflasi



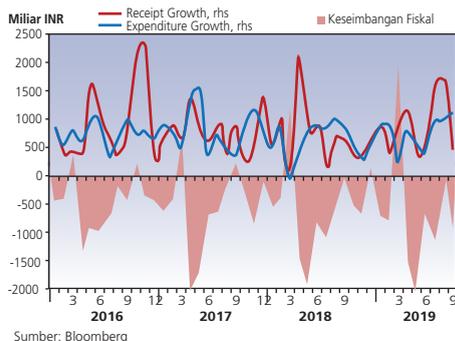
Grafik 2.82 Suku Bunga Kebijakan

oleh kenaikan harga bawang merah dan tomat akibat panen yang terganggu oleh curah hujan tinggi.¹⁰¹ Namun berbeda dengan CPI, nilai indeks WPI (yang mencerminkan indeks harga grosir produsen) pada September 2019 turun menjadi 0,33% dari 2,02% (Juni 2019), terendah dalam tiga tahun terakhir. Penurunan WPI disebabkan pelemahan harga bahan bakar, listrik, dan barang manufaktur pada September 2019 akibat lesunya permintaan¹⁰². Penurunan

101 Makanan dan minuman memiliki pangsa 45% terhadap CPI dan 15% terhadap WPI.

102 <https://economictimes.indiatimes.com/news/et-explains/et-explains-the-cpi-wpi-gap-and-how-cpi-movements-impact-your-grocery-bill/articleshow/71628518.cms?from=mdr>

WPI makin mengonfirmasi pelemahan permintaan domestik.



Grafik 2.83 Keseimbangan Fiskal

RBI melanjutkan *stance* kebijakan akomodatif dan mengeluarkan ketentuan memperbaiki transmisi suku bunga. Inflasi yang masih rendah (hingga Agustus 2019) memberikan ruang bagi RBI untuk kembali melakukan *easing* 25bps menjadi 5,15% pada *Monetary Policy Committee* (MPC) Oktober 2019, dari sebelumnya 5,40% (MPC Agustus 2019). Dengan demikian, RBI telah melakukan penurunan suku bunga kebijakan sebanyak lima kali dengan total 135 bps selama 2019. RBI juga merilis ketentuan yang mengatur acuan suku bunga bank untuk memperbaiki transmisi kebijakan moneter yang selama ini tidak berjalan baik. Mulai 1 Oktober 2019, penetapan suku bunga pinjaman baru yang berbasis *floating rate* harus mengacu pada *external benchmark*, dari sebelumnya menggunakan suku bunga internal. Kredit dengan *floating rate* diwajibkan mengacu pada *external benchmark* yaitu *RBI policy rate*, *yield Treasury Bill* pemerintah (tenor 3 dan 6 bulan), serta *benchmark* dari Financial Benchmarks

India Private Ltd (FBIL). Bagi akad kredit yang telah berjalan, RBI mengizinkan penggunaan referensi tingkat bunga internal bank.

Sejalan dengan kebijakan moneter, pemerintah menempuh kebijakan fiskal yang akomodatif sebagai stimulus bagi perekonomian. Pemerintah meningkatkan pengeluaran sehingga defisit anggaran September 2019 mencapai INR650 miliar atau 93% dari *budget*, mendekati target defisit tahun fiskal/*fiscal year* (FY) 2019/20. Defisit tersebut sedikit lebih rendah dari periode yang sama pada 2018 (September) sebesar INR595 miliar (95,3% dari *budget*). Fiskal pemerintah tertolong oleh transfer *net interim* dividen RBI kepada pemerintah untuk meningkatkan fleksibilitas fiskal. Realisasi transfer tersebut pada Juli 2019 mencapai INR1,5 triliun (0,7% PDB), lebih besar dari rencana semula (INR829 miliar atau 0,4% PDB).

Realisasi pertumbuhan ekonomi India selama tiga triwulan pertama

2019 yang lebih rendah dari prediksi menjadikan outlook pertumbuhan ekonomi India FY2019/20 direvisi ke bawah. Pada MPC Desember 2019, RBI menilai perbaikan *domestic demand* masih tertahan dan aktivitas perdagangan menurun lebih dalam. Atas pertimbangan tersebut, RBI menurunkan *outlook* pertumbuhan PDB FY2019/20 menjadi 5,0% yoy, dari proyeksi sebelumnya sebesar 6,1% yoy (MPC Oktober 2019). Penurunan *outlook* India untuk FY2019/20 telah dilakukan beberapa lembaga *rating* sebelum rilis PDB TW3-2019, diantaranya OECD menjadi 5,8% (estimasi November 2019), dari 5,9% (estimasi September 2019). Terkait tekanan harga, RBI masih mempertahankan estimasi inflasi FY2019/20 pada MPC Desember 2019. Inflasi diperkirakan masih berada dalam target jangka menengah RBI sebesar 4%±2% yoy, yaitu 3,5% (FY2019/20) dan 4% (FY2020/21).

India perlu mencermati sejumlah faktor yang memengaruhi kinerja

Tabel 2.9 Proyeksi Pertumbuhan PDB (%)

Periode	Realisasi	Proyeksi PDB							
		RBI		OECD		IMF-WEO		Consensus Forecast	
		Des-19	Okt-19	Nov-19	Sep-19	Okt-19	Jul-19	Okt-19	Agt-19
FY 2018-19	6,8								
FY 2019-20		5,0	6,1	5,8	5,9	6,1	7,0	6,0	6,8
FY 2020-21		-	7,2	6,2	6,3	7,0	7,2	6,8	7,0

Tabel 2.10 Proyeksi Pertumbuhan Inflasi (%)

Periode	Realisasi	Proyeksi Inflasi CPI							
		RBI		OECD		IMF-WEO		Consensus Forecast	
		Des-19	Okt-19	Nov-19	Sep-19	Okt-19	Jul-19	Okt-19	Agt-19
FY 2018-19	3,4								
FY 2019-20		3,5	3,5	3,2	3,2	3,4	3,9	3,7	3,9
FY 2020-21		4,0	4,0	4,2	4,2	4,1	4,2	4,3	-

perekonomian. Faktor yang dapat memperkuat pertumbuhan ekonomi (*upside risks*) adalah pelonggaran kebijakan moneter dan fiskal yang diharapkan dapat meningkatkan konsumsi dan memperbaiki pertumbuhan ekonomi. Kebijakan *corporate tax rate cut* akan dapat memperbaiki investasi dan ekspor. Namun demikian, otoritas juga perlu mewaspadai faktor yang dapat menekan ekonomi (*downside risks*).

Risiko *downside* dapat berasal dari domestik maupun eksternal. Risiko dari domestik antara lain (a) pengetatan likuiditas perbankan meski RBI telah melakukan *policy easing* dan pengaturan acuan suku bunga bank; (b) keterbatasan ruang fiskal akibat kebijakan *corporate tax rate cut* (dapat memperlebar defisit fiskal dan meningkatkan utang); (c) kerentanan sektor keuangan yang dibayangi risiko *mismatch* dari NBFC; (d) *monsoon* lebih buruk dari perkiraan; dan (e) eskalasi geopolitik dengan Kashmir. Sementara risiko dari eksternal yang perlu dicermati adalah (a) pelemahan permintaan global; (b) berlanjutnya tensi dagang dengan AS; (c) eskalasi konflik dagang AS-Tiongkok; dan (d) risiko geopolitik. Reformasi struktural yang dijalankan dengan disiplin dan memperbaiki efektivitas transmisi kebijakan moneter memegang peranan penting dalam mengatasi berbagai *downside risks* tersebut.

2.7. ASEAN-5¹⁰³

Pertumbuhan ekonomi ASEAN-5 pada TW3-19 secara umum membaik. Empat dari lima negara ASEAN-5, mengalami perbaikan pertumbuhan ekonomi yaitu Vietnam, Filipina, Thailand, dan Singapura. Hal tersebut menunjukkan resiliensi sebagian negara ASEAN di tengah tren pelemahan ekonomi dunia. Vietnam kembali mencatatkan pertumbuhan ekonomi tertinggi sebesar 7,3% yoy pada TW3-19, dari 6,7% (TW2-19), diikuti oleh Filipina (6,2% dari 5,5%), dan Thailand (2,4% dari 2,3%). PDB Singapura terindikasi ada perbaikan meski masih sangat rendah (0,5% dari 0,2%). Namun sebaliknya ekonomi Malaysia mengalami perlambatan menjadi 4,4%, dari 4,9% pada TW2-19.¹⁰⁴

Konsumsi rumah tangga ASEAN-5 bergerak variatif. Perbaikan konsumsi terjadi di Vietnam dan Singapura ditopang sektor tenaga kerja yang sehat dan upah yang memadai. Sementara konsumsi di Thailand, Filipina dan Malaysia menurun antara lain dipengaruhi oleh faktor kekeringan dan pelemahan kinerja pariwisata khususnya di Thailand.

Di tengah tren pelemahan manufaktur global, aktivitas produksi di Vietnam, Singapura dan Filipina terpantau menguat. Aktivitas produksi Vietnam terakselerasi sejalan dengan relokasi beberapa pabrik dari Tiongkok ke Vietnam, serta pengalihan impor

¹⁰³Negara ASEAN-5 pada publikasi PEKKI terdiri dari Singapura, Malaysia, Thailand, Filipina dan Vietnam.

AS dari Tiongkok ke Vietnam. Sejalan dengan Vietnam, aktivitas produksi Singapura juga meningkat didorong oleh produksi sektor farmasi. Namun sebaliknya, produksi Malaysia dan Thailand terindikasi melambat antara lain terdampak penurunan permintaan produk manufaktur.

Tekanan inflasi di seluruh negara ASEAN-5 melemah bahkan sudah berada di bawah rentang target otoritas. Inflasi Filipina turun signifikan menjadi hanya 0,9% yoy pada September 2019, dari 2,7% yoy (Juni 2019). Penurunan inflasi tersebut dipicu pelemahan harga beras, sebagai imbas dari penerapan kebijakan liberalisasi perdagangan oleh pemerintah. Sementara penurunan inflasi di empat negara lainnya terpantau lebih moderat.

Bank sentral negara-negara ASEAN-5 menerapkan kebijakan akomodatif. Otoritas moneter di Filipina, Thailand dan Vietnam menurunkan suku bunga kebijakan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Bank Sentral Singapura melakukan pelonggaran kebijakan moneter dengan menurunkan slope apresiasi SGD NEER policy band. Sementara, pada periode yang sama, otoritas moneter Malaysia mempertahankan suku bunga pada level yang rendah sebesar 3%.

Kinerja ekonomi ASEAN-5 dihadapkan pada sejumlah risiko. ASEAN-5 menghadapi risiko dari perlambatan ekonomi Tiongkok, konflik perdagangan AS-Tiongkok yang memperlemah sektor manufaktur, perdagangan, dan investasi, serta risiko

fluktuasi pasar keuangan global. Disamping risiko tersebut, ASEAN-5 juga menghadapi risiko domestik yang berbeda di masing-masing negara.

Pertumbuhan ekonomi ASEAN-5 pada TW3-19 secara umum mengalami perbaikan. Hal ini menunjukkan resiliensi beberapa negara ASEAN di tengah tren pelemahan ekonomi dunia. Perbaikan pertumbuhan ekonomi dialami oleh Vietnam, Filipina, Thailand, dan Singapura, sementara Malaysia tumbuh melambat. Vietnam kembali mencatatkan level pertumbuhan tertinggi seiring *benefit* yang diterima dari eskalasi ketegangan perdagangan dari AS-Tiongkok. Ketegangan perdagangan menimbulkan fenomena *trade diversion* yang menguntungkan Vietnam.

PDB Vietnam TW3-19 tumbuh impresif mencapai 7,3% yoy, dari 6,7% pada TW2-19—tertinggi diantara negara ASEAN-5. Peningkatan didorong oleh sektor industri dan konstruksi yang tumbuh 9,4% (dari 8,9% pada TW2-19). Kinerja positif ditunjukkan oleh subsektor manufaktur, didorong relokasi beberapa pabrik dari Tiongkok ke Vietnam untuk menghindari kenaikan tarif impor yang dikenakan AS terhadap produk Tiongkok.¹⁰⁵ Sementara itu, sektor jasa tumbuh stagnan (6,7%), dan sektor agrikultur tumbuh melambat menjadi 2,1% (dari 2,2%). Sektor agrikultur Vietnam

¹⁰⁵Vietnam tidak merilis data PDB berdasarkan pengeluaran.

terdampak gelombang panas berkepanjangan dan penyebaran wabah *African swine fever* pada ternak babi.

Pertumbuhan ekonomi Filipina TW3-19 juga menguat menjadi 6,2% yoy (dari 5,5% pada TW2-19). Pertumbuhan didorong oleh investasi, belanja pemerintah dan konsumsi rumah tangga. *Gross Fixed Capital Formation* (GFCF) membaik meski masih berkontraksi -2,1% (dari -8,5%). Konsumsi swasta terakselerasi (5,9% dari 5,5%) terbantu oleh penurunan tingkat inflasi dan biaya pinjaman. Belanja pemerintah juga meningkat (9,6% dari 7,3%) seiring pembangunan proyek infrastruktur pasca persetujuan anggaran nasional yang sebelumnya tertunda. Sebaliknya, sektor eksternal melambat 0,2% (dari 4,9%) pada TW2-19 akibat ekspor yang turun tajam terutama pada tujuh dari sepuluh komoditas ekspor utama akibat konflik perdagangan AS-Tiongkok yang berlarut-larut.¹⁰⁶

Ekonomi Thailand membaik tipis dipicu perbaikan net ekspor, investasi, dan belanja pemerintah. PDB Thailand TW3-19 tumbuh sebesar 2,4% yoy (naik dari 2,3% pada TW2-19). Net ekspor membaik (5,8% dari -5,3%) akibat penurunan impor yang sejalan dengan penurunan kegiatan ekonomi. Investasi juga membaik dengan tumbuh 2,8% yoy (dari 1,9%) terutama pada konstruksi dan infrastruktur. Belanja pemerintah yang naik (1,8% yoy dari 1,1%)

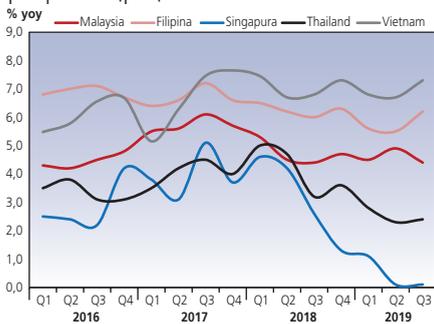
memberi daya dorong pada perekonomian melalui kenaikan upah pegawai publik. Namun sebaliknya, konsumsi rumah tangga melambat (4,2% yoy dari 4,6%) imbas dari utang rumah tangga yang sudah tinggi.

Ekonomi Singapura juga mengalami perbaikan meski tingkat pertumbuhannya masih sangat rendah. Akselerasi ekonomi didorong oleh investasi, konsumsi rumah tangga dan net ekspor. Pertumbuhan ekonomi Singapura TW3-19 sebesar 0,5% yoy, membaik dari 0,2% (TW2-19), ditopang oleh investasi, konsumsi dan net ekspor. Investasi menguat (2,7% yoy dari -0,5%) seiring pemulihan sektor konstruksi. Konsumsi swasta juga meningkat (4,8% yoy dari 3,2% pada TW2-19) terbantu oleh sektor tenaga kerja yang sehat. Net ekspor membaik meskipun masih negatif -1,9% dari -3,3%, ditopang ekspor barang elektronik yang terakselerasi. Meskipun demikian, ekspor masih sangat lemah, mengindikasikan bahwa Singapura terdampak cukup parah akibat ketegangan perdagangan AS-Tiongkok.

Pertumbuhan ekonomi Malaysia TW3-19 tumbuh melambat, berbeda dengan keempat negara ASEAN lainnya. PDB Malaysia tumbuh 4,4% yoy, dari 4,9% pada TW2-19, akibat penurunan investasi, konsumsi swasta dan net ekspor. Investasi berkontraksi (-3,7% dari -0,6%) terutama pada infrastruktur, serta mesin dan peralatan akibat tensi perdagangan. Konsumsi swasta juga menurun (7,0% dari 7,8%) karena *base effect* dari perubahan ketentuan relaksasi pajak dari *Goods and Services Tax* (GST)

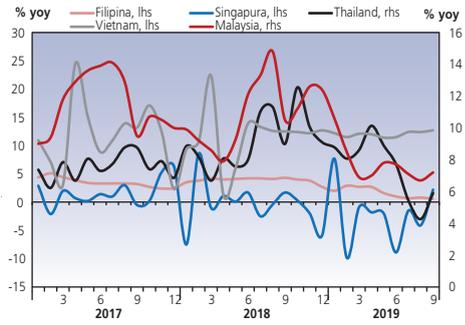
¹⁰⁶ Tujuh komoditas tersebut adalah besi, pakaian, mesin dan peralatan transportasi, kabel, kendaraan, barang manufaktur, dan emas.

menjadi *Sales and Service Tax* (SST) pada 2018, dan upah yang lebih rendah di sektor manufaktur. Net ekspor turut melambat (1,9% dari 2,2%) karena permintaan eksternal atas barang elektronik dan komoditas yang melemah. Sebaliknya, belanja pemerintah meningkat (1,0% dari 0,3%) terutama untuk pembangunan sarana transportasi, agrikultur



Grafik 2.84 Pertumbuhan PDB

Pertumbuhan konsumsi rumah tangga negara ASEAN-5 membaik terutama di Singapura dan Vietnam. Pertumbuhan penjualan ritel Singapura membaik, meski masih di zona kontraktif (menjadi -1,1% dari -4,2%). Perbaikan penjualan ritel juga terjadi di Vietnam menjadi 12,5% (dari 11,6%), ditopang oleh kenaikan upah minimum dan tingkat inflasi yang terjaga. Sebaliknya rerata penjualan ritel Thailand, Filipina, dan Malaysia pada TW3-19 melambat dibandingkan TW2-19. Penjualan ritel Thailand menurun paling signifikan, terkontraksi menjadi -0,4% (TW3-19) dari 10,1% (TW2-19). Perlambatan konsumsi terutama dipengaruhi oleh kekeringan panjang yang melanda sebagian besar wilayah Thailand dan pelemahan kinerja sek-



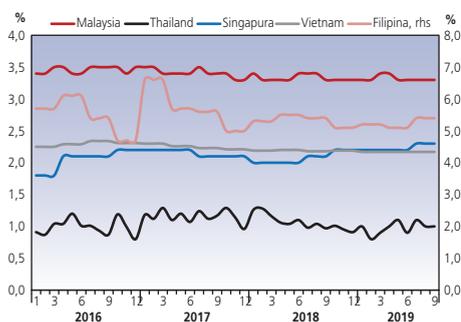
Sumber: Bloomberg, Tradingeconomics

Grafik 2.85 Penjualan Ritel

Sektor tenaga kerja di ASEAN-5 variatif. Pengangguran di Filipina, Thailand, dan Singapura meningkat, sementara di Malaysia dan Vietnam stabil. *Unemployment rate* Filipina pada September 2019 naik menjadi 5,4% (dari 5,1% pada Juni 2019)—yang tertinggi dibanding negara ASEAN-5 lain. Kenaikan tingkat pengangguran tersebut dipengaruhi oleh pelemahan penyerapan tenaga kerja di sektor manufaktur yang terdampak *trade tensions*. Tingkat pengangguran di Singapura dan Thailand pada TW3-19 juga naik masing-masing menjadi 2,3% (dari 2,2%) dan 1% (dari 0,9%). Sedangkan, tingkat pengangguran di Malaysia dan Vietnam masing-masing stabil pada level 3,3% dan 2,2%, sama dengan kondisi pada TW2-19.

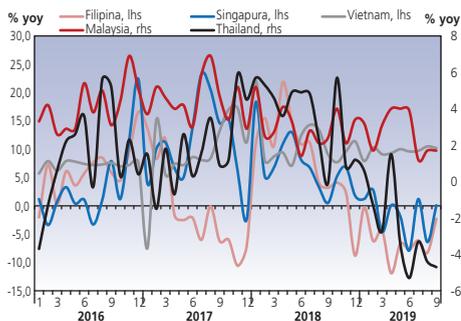
Aktivitas produksi pada TW3-19 menguat di Vietnam, Singapura dan Filipina. Aktivitas produksi Vietnam terakselerasi (10,1% yoy dari 9,6%) didukung oleh momentum kuat di sektor manufaktur, listrik, dan pasokan air. Pertumbuhan produksi industri Vietnam dipelopori oleh sektor manufaktur yang sedang berkembang sebagai

imbas positif dari realokasi beberapa pabrik dari Tiongkok ke Vietnam, serta pengalihan impor AS dari Tiongkok ke Vietnam. Aktivitas produksi Singapura juga tumbuh (1,2% dari 0,1%) didorong oleh produksi sektor farmasi. Aktivitas produksi Filipina turut membaik meskipun masih negatif (-5,6% yoy dari -8,8%) karena peningkatan *new orders*.



Sumber: Bloomberg, Tradingeconomics

Grafik 2.86 Tingkat Pengangguran



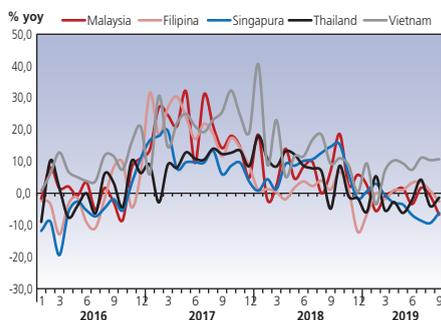
Sumber: Bloomberg, Tradingeconomics

Grafik 2.87 Produksi Industri

Aktivitas produksi Malaysia dan Thailand mengalami perlambatan.

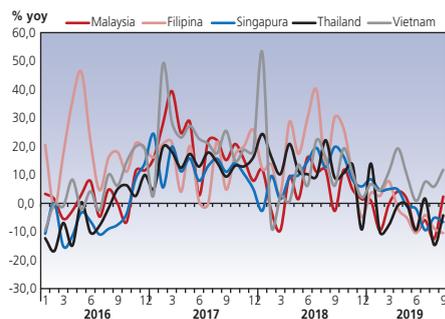
Produksi di Malaysia menurun (1,5% yoy dari 4,0%) dipicu oleh perlambatan output manufaktur karena permintaan yang lemah

untuk produk-produk listrik dan elektronik. Produksi Thailand juga berkontraksi menjadi (-4,1% dari -2,4%). Pelemahan dipicu oleh penurunan output produk makanan, kendaraan bermotor, serta produk karet dan plastik. Selain itu, penurunan output juga terjadi pada produk minyak dan olahan karena harga minyak yang rendah, serta produk komputer dan elektronik di tengah kemerosotan pasar teknologi global.



Sumber: CEIC

Grafik 2.88 Ekspor



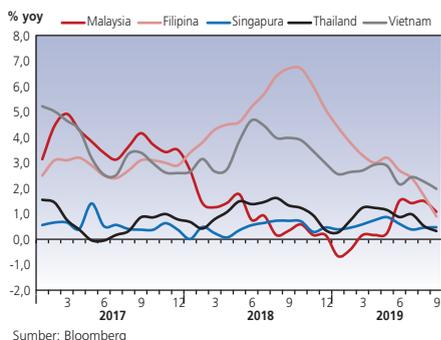
Sumber: CEIC

Grafik 2.89 Impor

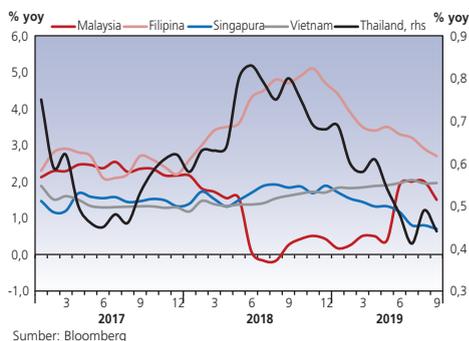
Kinerja perdagangan Vietnam membaik, sementara Malaysia, Filipina, dan Singapura melemah. Perdagangan Vietnam meningkat seiring *benefit* yang

diterima dari *trade diversion* dan relokasi sebagian pabrik dari Tiongkok ke Vietnam. Vietnam diprediksi menerima *benefit* hingga 7,9% PDB.¹⁰⁷ Rerata ekspor Vietnam pada TW2-19 tumbuh sebesar 10,7% yoy, dari 9,0% pada TW1-19. Kemiripan produk ekspor dengan Tiongkok menjadi pendorong AS mengalihkan impor dari Tiongkok ke Vietnam, khususnya produk elektronik. Hal tersebut tercermin pada peningkatan ekspor Vietnam ke negeri Paman Sam pada September 2019 yang tumbuh pesat 14,6% yoy, dibandingkan 9,1% pada Juni 2019.

Malaysia merupakan negara yang terdampak negatif tensi perdagangan AS dengan Tiongkok. Pertumbuhan ekspor TW3-19 Malaysia terkontraksi makin dalam mencapai -1,94% yoy, dari -0,42% (TW2-19). Malaysia mencatatkan penurunan ekspor terbesar selama hampir tiga tahun akibat pelemahan permintaan dari mitra dagang utama. Ekspor ke Tiongkok turun 3% yoy karena penurunan permintaan atas produk listrik dan elektronik, kimia dan minyak bumi, serta gas alam cair. Selain itu, ekspor minyak sawit yang merupakan komoditas ekspor utama turun signifikan pada akhir TW3-19 menjadi -17,3% yoy, akibat penurunan produksi CPO. Rerata pertumbuhan impor pada TW3-19 berlanjut terkontraksi -5,4% yoy dari -1,4% pada TW2-19 terutama disebabkan penurunan permintaan bahan bakar dan pelumas dari pasar domestik.



Grafik 2.90 Inflasi Headline



Grafik 2.91 Inflasi Inti

Perkembangan inflasi di seluruh negara ASEAN-5 melemah dan berada di bawah rentang target otoritas. Tekanan inflasi *headline* Filipina September 2019 melanjutkan tren penurunan menjadi 0,9% yoy dari 2,7% (Juni 2019)—di bawah rentang target otoritas dan terendah sejak Mei 2016.¹⁰⁸ Tekanan inflasi melemah akibat penurunan harga beras.¹⁰⁹ Harga beras di Filipina terus menurun setelah liberalisasi

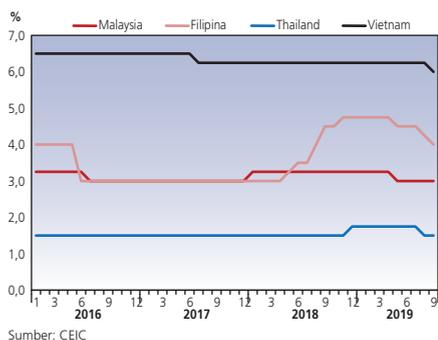
¹⁰⁸ Target inflasi Filipina 2019 adalah sebesar 2%-5%.

¹⁰⁹ Beras merupakan salah satu komponen terbesar pada inflasi Filipina.

¹⁰⁷ Sumber: Nomura

perdagangan beras termasuk penghapusan *quantitative import restrictions* disetujui oleh Pemerintah.¹¹⁰ Tekanan inflasi inti juga turun menjadi 2,7% pada September 2019, dari 3,3% pada Juni 2019.

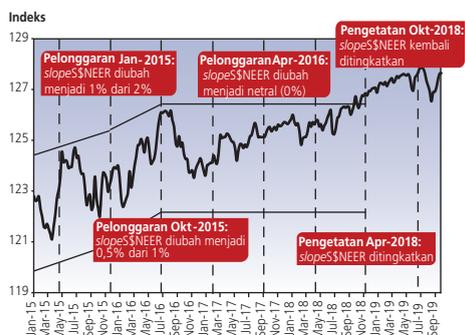
Inflasi di negara ASEAN-5 lain juga menurun dengan level yang lebih moderat dari Filipina. Inflasi Malaysia pada September 2019 turun menjadi 1,1%, dari 1,5% (Juni 2019), disebabkan penurunan harga bahan bakar dan biaya transportasi. Inflasi Thailand dan Vietnam September 2019 juga turun hingga berada di bawah target otoritas, masing-masing menjadi 0,3% (dari 0,9% pada Juni 2019) dan 2% (dari 2,2%).¹¹¹ Sedangkan inflasi Singapura menurun menjadi 0,5% dari 0,6%--masih sejalan dengan perkiraan bank sentral (0,5%–1,5%), terpengaruh penurunan biaya akomodasi dan harga energi.



Grafik 2.92 Suku Bunga Kebijakan

110 Pada 14 Februari 2019, Presiden Duterte menyetujui *the Rice Tariffication Law* untuk mengamendemen *the Agricultural Tariffication Act* yang telah berlaku sejak tahun 1996.

111 Inflasi Thailand dan Vietnam berada di bawah rentang target 2019 masing-masing sebesar 2,5%±1,5 dan 4%.



Grafik 2.93 Kebijakan Moneter Singapura

Bank Sentral ASEAN-5 menerapkan kebijakan moneter akomodatif. Otoritas moneter Filipina, Thailand, dan Vietnam menurunkan suku bunga kebijakan. Tekanan inflasi yang tetap dalam kisaran target mendasari keputusan Banko Sentral ng Pilipinas (BSP) menurunkan suku bunga acuan sebesar 25 bps menjadi 4,0% pada 26 September 2019. Bank of Thailand (BoT) juga menurunkan suku bunga kebijakan 25 bps menjadi 1,5%. BoT memandang kebijakan moneter akomodatif akan mendukung pencapaian target inflasi dan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi di tengah meningkatnya risiko eksternal. Namun, BoT juga mengkhawatirkan apresiasi baht yang dapat menahan ekspor. Sementara, kondisi ekonomi global yang melambat melatarbelakangi keputusan The State Bank of Vietnam untuk menurunkan suku bunga kebijakan sebesar 25 bps menjadi 6,0%.

Monetary Authority of Singapore (MAS) melakukan easing kebijakan moneter pada 14 Oktober 2019, dan Malaysia mempertahankan suku

bunga.¹¹² MAS menurunkan secara *slightly atas the rate of appreciation* dari SGD NEER *policy band* –pertama kali sejak 2016. Kebijakan tersebut ditempuh untuk merespons perlambatan pertumbuhan PDB Singapura. MAS menyatakan siap melakukan kalibrasi kebijakan moneter apabila prospek ekonomi dan inflasi melemah signifikan. Bank Negara Malaysia (BNM) mempertahankan suku bunga kebijakan sebesar 3% yang ditetapkan sejak April 2019. Keputusan tersebut mempertimbangkan peningkatan ketidakpastian global akibat ketegangan perdagangan dan geopolitik.

Kinerja ekonomi ASEAN-5 diprakirakan melambat pada 2019 dan bergerak variatif pada 2020. Perlambatan tersebut dipengaruhi oleh penurunan permintaan global akibat peningkatan tensi perdagangan. Pemerintah Malaysia memproyeksikan pertumbuhan PDB 2019 menjadi 4,7%, lebih rendah dibandingkan 4,8% pada 2018. IMF juga memproyeksi pertumbuhan PDB 2019 menjadi 4,5%. Selanjutnya, Pemerintah Malaysia memprediksi ekonomi akan membaik pada 2020 menjadi 4,8%, berbeda dengan IMF yang memprediksi ekonomi akan melemah pada 2020 menjadi 4,4%. Sektor eksternal Malaysia diperkirakan lebih moderat seiring pelemahan permintaan eksternal dan perlambatan ekonomi global.

Kinerja ekonomi Singapura diprediksi melambat pada 2019 dan menguat pada 2020. Pemerintah Singapura memproyeksi pertumbuhan PDB 2019 sangat rendah menjadi 0%-1% yoy, jauh lebih rendah dari 3,3% pada 2018. IMF juga memproyeksi pertumbuhan PDB 2019 menjadi 0,5%. Sektor manufaktur menjadi hambatan utama pertumbuhan ekonomi Singapura, dengan penurunan *output* pada barang elektronik. Selanjutnya, Pemerintah Singapura memprediksi ekonomi akan membaik pada 2020 menjadi 0,5-2,5%, dan IMF memprediksi sebesar 1,0%.

Kinerja ekonomi Thailand diprediksi melambat pada 2019 dan menguat pada 2020. Bank of Thailand memproyeksi PDB 2019 menjadi 2,8%, lebih rendah dari 4,2% pada 2018. IMF juga memproyeksi PDB 2019 menjadi 2,9%. Ekspor barang diperkirakan tumbuh melambat akibat pelemahan ekonomi negara mitra dagang, yang dipengaruhi oleh meningkatnya ketegangan perdagangan antara Amerika Serikat dan Tiongkok. Selanjutnya Pemerintah Thailand memprediksi ekonomi akan membaik pada 2020 menjadi 3,3%, sedikit lebih rendah dari prediksi IMF (3,0%).

Kinerja ekonomi Vietnam diprediksi melambat pada 2019. Pemerintah Vietnam dan IMF memproyeksi PDB 2019 masing-masing menjadi 6,6%-6,8% yoy dan 6,5%, lebih rendah dari pertumbuhan 2018 sebesar 7,1%. Perlambatan ekonomi Vietnam didorong oleh pelemahan permintaan eksternal, *heatwave*

¹¹²MAS menggunakan target NEER (*Nominal Effective Exchange Rate*) sebagai sasaran operasional kebijakan moneter. Penurunan *slope* SGD NEER mencerminkan pelanggaran kebijakan.

Tabel 2.11 Proyeksi PDB ASEAN-5 (% yoy)

Negara	Realisasi 2018	Pemerintah		Bank Sentral		IMF-WEO (Okt-19)			CF (Nov-19)	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020	2021	2019	2020
Malaysia	4,8	4,7	4,8	4,3-4,8	-	4,5	4,4	4,9	4,5	4,2
Filipina	6,2	6-7	6,5-7,5	-	-	5,7	6,2	6,4	5,8	6,1
Singapura	3,3	0-1	0,5-2,5	0,5	-	0,5	1,0	1,6	0,5	1,4
Thailand	4,2	2,8	3,3	2,8	3,3	2,9	3,0	3,5	2,8	3,0
Vietnam	7,1		6,8	-	-	6,5	6,5	6,5	6,8	6,6

Sumber: Otoritas, IMF World Economic Outlook Oktober 2019, Consensus Forecast November 2019

Tabel 2.12 Proyeksi Inflasi ASEAN-5 (% yoy)

Negara	Realisasi 2018	Target	Bank Sentral		IMF-WEO (Okt-19)			CF (Nov-19)	
		2019	2019	2020	2019	2020	2021	2019	2020
Malaysia	1,0	-	0,7-1,7	-	1,0	2,1	2,2	0,7	1,9
Filipina	5,2	3,0 ± 1,0	2,5	3,2	2,5	2,3	3,1	2,6	3,0
Singapura	0,4	-	0,5-1,5	-	0,7	1,0	1,3	0,6	1,0
Thailand	1,1	2,5 ± 1,5	0,8	1,0	0,9	0,9	1,2	0,8	1,0
Vietnam	3,5	4,0	2,7	3,7	3,6	3,7	3,8	2,7	3,4

Sumber: Otoritas, IMF World Economic Outlook Oktober 2019, Consensus Forecast November 2019

yang berkepanjangan, dan penyebaran wabah *African swine fever*. Selanjutnya, Pemerintah Vietnam memprediksi ekonomi akan membaik pada 2020 menjadi 6,8%, di atas prediksi IMF (6,5%).

Kinerja ekonomi Filipina diprediksi melambat pada 2019. Pemerintah Filipina dan IMF memproyeksi PDB 2019 akan melambat masing-masing menjadi 6% yoy dan 5,7%, lebih rendah dibandingkan 6,2% pada 2018. Perlambatan ekonomi Filipina 2019 dikarenakan penundaan persetujuan anggaran nasional 2019 yang menahan implementasi program dan proyek utama, serta pelemahan permintaan eksternal. Kemudian pada 2020, Pemerintah Filipina dan IMF memprediksi ekonomi akan membaik masing-masing menjadi 6,5%-7,5% dan 6,2%.

Inflasi ASEAN-5 bergerak variatif pada 2019–2020, sesuai dengan

kebijakan domestik masing-masing negara dan pergerakan harga minyak. Selain harga energi, inflasi Malaysia akan dipengaruhi oleh kebijakan *targeted fuel subsidy*. Otoritas Malaysia memperkirakan inflasi 2019 masih akan berada pada kisaran 0,7%-1,7% yoy, dari capaian 2018 (1,0%). Inflasi 2020 diperkirakan meningkat moderat dipengaruhi fluktuasi harga komoditas energi global dan kebijakan *targeted fuel subsidy*.¹¹³ Di Singapura, kecukupan pasokan bahan makanan dan minyak menjadikan risiko *imported inflation* relatif minim. Sedangkan

¹¹³Per 1 Januari 2020, Malaysia akan memberlakukan kebijakan *targeted fuel subsidy*. Warga negara yang memiliki kendaraan (mobil/motor) tidak lebih dari 2 buah, berhak mendapat subsidi untuk salah satu kendaraannya. Pemilik mobil berhak mendapat subsidi sebesar RM30/bulan, dengan kualifikasi mesin kendaraan ≤1.600 cc atau ≥1.600 cc apabila usia kendaraan >10 tahun. Sementara, pemilik motor mendapat subsidi sebesar RM12/bulan, dengan kualifikasi mesin kendaraan ≤150 cc atau ≥150 cc apabila usia kendaraan >7 tahun.

inflasi Vietnam dibayangi kenaikan harga makanan akibat El Nino, flu babi "*African Swine Fever*", dan kenaikan tarif listrik.

Kinerja ekonomi ASEAN-5 dihadapkan pada sejumlah risiko.

ASEAN-5 menghadapi risiko dari perlambatan ekonomi Tiongkok, konflik perdagangan AS-Tiongkok yang memperlemah sektor manufaktur, perdagangan, dan investasi, serta risiko fluktuasi pasar keuangan global. Disamping risiko tersebut, masing-masing

negara juga menghadapi risiko idiosinkratik. Malaysia menghadapi risiko penurunan upah di sektor manufaktur. Filipina menghadapi risiko ketidakpastian kebijakan dan bencana alam. Risiko Singapura berasal dari penurunan *demand* elektronik global. Di Thailand terdapat risiko peningkatan utang rumah tangga. Sementara, ekonomi Vietnam dibayangi oleh *heatwave* yang berkepanjangan, penyebaran wabah flu babi "*African Swine Fever*", serta reformasi perbankan dan BUMN yang belum selesai.