

Perkembangan Ekonomi Keuangan dan Kerja Sama Internasional

**Ekonomi Global Memasuki
Siklus Pengetatan Moneter**

Edisi IV 2017



PERKEMBANGAN EKONOMI KEUANGAN
DAN KERJA SAMA INTERNASIONAL
EDISI IV 2017

PERKEMBANGAN EKONOMI GLOBAL

PERKEMBANGAN EKONOMI
INDIVIDU NEGARA

PERKEMBANGAN KERJA SAMA
DAN LEMBAGA INTERNASIONAL

ARTIKEL



BANK INDONESIA

DEPARTEMEN INTERNASIONAL

Tulisan dalam buku Perkembangan Ekonomi, Keuangan, dan Kerja Sama Internasional ini bersumber dari berbagai publikasi dan pendapat pribadi para penulis dan bukan merupakan pendapat dan kebijakan Bank Indonesia. Pengutipan diizinkan dengan menyebut sumbernya.

Redaksi sangat mengharapkan komentar, saran, dan kritik demi perbaikan terbitan ini. Redaksi juga mengundang sumbangan artikel, karangan, laporan untuk dapat dimuat dalam terbitan ini.

Alamat Redaksi:

Divisi Penelitian dan Asesmen Internasional
Departemen Internasional
Bank Indonesia
Menara Sjafruddin Prawiranegara, Lantai 5
Jl. M.H. Thamrin No. 2, Jakarta 10350
Telepon: (021) 2981-6925, 2981-8631, Faksimili: (021) 2311529
<http://www.bi.go.id/id/publikasi/ekonomi-keuangan-kerjasama-internasional>

KATA PENGANTAR

Kami mengucapkan syukur kepada Tuhan YME atas selesainya penyusunan Buletin PEKKI Edisi IV/2017. Melalui Buletin PEKKI ini, kami ingin berbagi informasi mengenai perkembangan ekonomi global terkini, *outlook* ke depan, serta risiko yang membayangnya. Selain itu, Buletin PEKKI juga menjadi sarana untuk menyampaikan dinamika yang terjadi pada tataran kerja sama regional dan multilateral.

PEKKI Edisi IV/2017 mengangkat tema “**Ekonomi Global Memasuki Siklus Pengetatan Moneter**”. Tema ini merepresentasikan pemulihan ekonomi global yang terus terjadi sejak triwulan IV/2016 dan tumbuh semakin kuat, sehingga banyak pihak merevisi ke atas outlook pertumbuhan ekonomi global. Pemulihan ekonomi antara lain didorong oleh perbaikan ekonomi AS, Kawasan Euro, Jepang dan India, serta beberapa negara lain di Asia. Perbaikan ekonomi tersebut mengubah arah kebijakan bank sentral, terutama di negara maju, menjadi lebih ketat baik melalui kenaikan suku bunga maupun mengurangi besaran stimulus. Sementara itu, kebijakan moneter negara berkembang masih akomodatif untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Namun demikian, masih terdapat sejumlah risiko yang perlu dicermati antara lain rencana pengetatan kebijakan moneter AS dan ketidakpastian kebijakan pemerintah, inflasi yang persisten rendah di negara maju, risiko finansial di Tiongkok, serta meningkatnya tensi geopolitik.

Perkembangan dan dinamika ekonomi global, serta pencapaian yang diperoleh dalam kerangka kerjasama internasional telah kami rangkum dalam Buletin PEKKI ini. Kami berharap informasi dalam Buletin PEKKI dapat bermanfaat bagi para pembaca

Jakarta, Desember 2017

Departemen Internasional

DAFTAR ISI

Halaman

Kata Pengantar	iii
Daftar Isi	v
Daftar Singkatan	viii
RINGKASAN EKSEKUTIF	1
BAB I PERKEMBANGAN EKONOMI DAN PASAR GLOBAL	5
A. Perkembangan Ekonomi Global	6
A.1 Kinerja Ekonomi Global	6
A.2 Respons Kebijakan	17
A.3 <i>Outlook</i> Ekonomi	18
B. Pasar Keuangan	20
B.1 Pasar Saham	21
B.2 Pasar Obligasi	23
B.3 Pasar Valuta Asing	25
C. Pasar Komoditas	28
BAB II PERKEMBANGAN EKONOMI INDIVIDU NEGARA	31
2.1 Amerika Serikat	31
Boks 1. Bertahan di Tengah Badai Harvey dan Irma.....	41
2.2 Kawasan Euro	43
2.3 Inggris	53
2.4 Jepang	64
Boks 2. <i>Snap Election</i> Jepang.....	76
2.5 Tiongkok	78
2.6 India	88
2.7 ASEAN	98
2.8 Brazil	109

BAB III PERKEMBANGAN KERJA SAMA DAN LEMBAGA INTERNASIONAL	119
A. Kerja Sama Regional	120
A.1 Kerja Sama Integrasi Sektor Keuangan	120
A.2 Penguatan Resiliensi Kawasan dengan <i>Regional Financial Arrangement (RFA)</i>	122
B. Kerja Sama Multilateral	123
B.1 Pembahasan Implikasi Perkembangan Ekonomi Global	123
B.2 Kerja Sama Mendorong Pertumbuhan dan Pemulihan Ekonomi	126
B.3 Kerja Sama Meningkatkan Resiliensi	128
B.4 IMF-WB <i>Annual Meeting</i> 2017	129
B.5 <i>Article IV Consultation</i> IMF untuk Indonesia	130
B.6 Perkembangan Perumusan <i>15th General Review of Quota</i>	131
BAB IV ARTIKEL	133
Artikel 1 Kebijakan Moneter: Apakah Berdampak pada Inequality?	133
Artikel 2 Kebijakan Moneter, Aging Population, dan Intermediasi Perbankan Jepang.....	144

LAMPIRAN 153

Tabel 1 Produk Domestik Bruto 154

Tabel 2 Angka Pengangguran 155

Tabel 3 Inflasi IHK 156

Tabel 4 Suku Bunga Kebijakan Bank Sentral 157

Tabel 5 Pertumbuhan Uang Beredar 158

Tabel 6 Keseimbangan Fiskal 159

Tabel 7 Neraca Berjalan 160

Tabel 8 Cadangan Devisa 161

Tabel 9 Nilai Tukar Dunia terhadap USD 162

Tabel 10 Nilai Tukar Rupiah terhadap Mata Uang Dunia 163

Tabel 11 Indeks Harga Saham 164

Tabel 12 Utang Pemerintah 165

Tabel 13 Harga Komodits (spot) 166

DAFTAR SINGKATAN

AEC	ASEAN Economic Community
AMRO	ASEAN+3 Macroeconomic Research Office
ASEAN	Association of South East Asian Nations
ASEAN5	Negara ASEAN yang terdiri dari Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina
BAR	Beijing's Belt and Road
BIS	Bank for International Settlements
BNM	Bank Negara Malaysia
BOJ	Bank of Japan
BUMN	Badan Usaha Milik Negara
CA	Current Account
CF	Consensus Forecast
CMIM	Chiang Mai Initiative Multilateralization
CNH	Chinese Yuan (Offshore)
CNY	Chinese Yuan/Renminbi
CPI	Consumer Price Index
ECB	European Central Bank
EEC	European Economic Community
EMEAP	Executives Meeting of East Asia Pacific Central Banks
ETFs	Exchange-Traded Funds
EU	European Union
FAI	Fixed Asset Investment
FATF	Financial Action Task Force
FDI	Foreign Direct Investment
FFR	Fed Fund Rate
FOMC	Federal Open Market Committee

FTA	Free Trade Area
FWG	Framework Working Group
G20	Group-20 yang terdiri dari Argentina, Australia, Brazil, Kanada, China, Perancis, Jerman, India, Indonesia, Italia, Jepang, Meksiko, Rusia, Arab Saudi, Afrika Selatan, Korea, Turki, Inggris, Amerika Serikat dan Uni Eropa.
GFC	Global Financial Crisis
GFSN	Global Financial Safety Net
GNI	Gross National Income
GST	Goods and Services Tax
GVCs	Global Value Chains
GWM	Giro Wajib Minimum
IMF	International Monetary Fund
IO	International Organization
JPY	Japan Yen
J-REITs	Japan Real Estate Investments
MPC	Monetary Policy Committee
NFP	Non Farm Payroll
NPC	National People Congress
NPL	Non Performing Loans
MBDs	Multilateral Development Banks
MPM	Monetary Policy Meeting
MRO	Main Refinancing Operations
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTC	Over The Counter
PBC	People's Bank of China
PDB	Produk Domestik Bruto
PMI	Purchasing Manager Index
PPI	Producer Price Index

PPP	Public Private Partnership
QQE	Quantitative and Qualitative Easing
RBI	Reserve Bank of India
RFA	Regional Financial Arrangement
RMB	Renmimbi
ROI	Rate of Investment
RRR	Reserve Requirement Ratio
SAP	Strategic Action Plan
SDR	Special Drawing Rights
SGD	Singapore Dollar
SLC	Senior Level Committee
TFP	Total Factor Productivity
TLTRO	Targeted Long Term Refinancing Operation
TPIP	Transatlantic Trade and Investment Partnership
TW	Triwulan
USD	US Dollar
WEO	World Economic Outlook
WTI	Western Texas Intermediate
WTO	World Trade Organization
WTV	World Trade Volume

RINGKASAN EKSEKUTIF

Ekonomi Global Memasuki Siklus Pengetatan Moneter

Ekonomi global yang berhasil mencatatkan perbaikan tingkat pertumbuhan membangkitkan secerah harapan akan momentum perbaikan ekonomi dunia. Selama triwulan tiga 2017, PDB berhasil tumbuh sebesar 3,8% yoy, lebih tinggi dari pencapaian triwulan sebelumnya sebesar 3,7%. Dengan perkembangan tersebut, ekonomi global 2017 diprediksi dapat tumbuh mencapai 3,6%, di atas perkiraan sebelumnya yang hanya akan mencapai 3,5%. Perbaikan ekonomi yang telah berlangsung selama empat kuartal membentuk ekspektasi positif akan perbaikan ekonomi global ke depan. Pemulihan ini diharapkan dapat ditransmisikan kepada peningkatan aktivitas ekonomi dan bisnis.

Perbaikan kinerja ekonomi global pada umumnya didorong oleh peningkatan konsumsi yang diharapkan akan mendorong investasi. Akselerasi konsumsi terjadi di AS, Kawasan Euro dan Tiongkok, serta India, Brazil dan Rusia yang antara lain didorong perbaikan sektor tenaga kerja. Namun, perbaikan konsumsi belum merata di seluruh negara, seperti di Jepang -karena upah yang masih relatif rendah-, dan Inggris -akibat ketidakpastian proses Brexit.

Konsumsi yang terakselerasi menggerakkan aktivitas produksi domestik serta meningkatkan impor, yang pada gilirannya berperan dalam memperbaiki perdagangan global. Ekspor dan impor global terindikasi meningkat meski dengan *pace* yang masih sangat moderat. Namun demikian, pertumbuhan ekspor dan impor, selain dipicu meningkatnya permintaan, juga didorong oleh kenaikan harga komoditas terutama energi dan pertambangan.

Aktivitas ekonomi global yang meningkat tersebut telah menggerakkan inflasi meskipun secara rata-rata triwulanan relatif stabil dibandingkan triwulan lalu. Inflasi pada akhir September 2017 mencapai 2,3% yoy, meningkat terbatas dari 2,0% di TW2-17 karena perbaikan konsumsi yang masih sangat moderat. Kenaikan inflasi yang terbatas juga dipengaruhi oleh terjadinya peningkatan inflasi di negara maju namun menurun di negara berkembang.

Di tengah momentum pemulihan ekonomi global yang semakin menguat, terdapat beberapa isu atau hal penting yang menarik perhatian dan memengaruhi kinerja ekonomi dan *outlook*-nya. Ekonomi global menghadapi beberapa *event* politik di sejumlah negara seperti Pemilu Jerman dan Jepang, Kongres Partai Komunis Tiongkok, meningkatnya ketegangan di Semenanjung Korea, dan gejolak politik di Spanyol.

Kinerja ekonomi global yang terus membaik juga menghadapi sejumlah permasalahan yang dapat menghambat sustainabilitasnya dalam jangka panjang. Permasalahan sustainabilitas kinerja ekonomi global disebabkan oleh beberapa hal, yaitu (1) peningkatan pertumbuhan belum diiringi oleh peningkatan perdagangan global, peningkatan investasi belum cukup kuat untuk meningkatkan *output* potensial, reformasi struktural berjalan sangat lambat sehingga produktivitas belum membaik, dan ekspektasi pertumbuhan jangka panjang cenderung menurun. Selain itu, juga terdapat potensi meningkatnya *imbalances*, ditunjukkan oleh *current account balance* dan *International Investment Position* (IIP) di berbagai negara yang cenderung melebar.

Kinerja ekonomi yang cenderung membaik serta inflasi yang mulai meningkat direspons oleh kebijakan moneter yang variatif dengan kecenderungan lebih ketat, kecuali di Jepang. Pengetatan moneter dilakukan oleh AS, Inggris, Kanada dan Kawasan Euro. Sinyal dari the Fed semakin jelas akan melakukan pengetatan dengan menaikkan *Fed Fund Rate* (FFR) dan mulai mengurangi pembelian aset untuk mengurangi *balance sheet* sejak Oktober 2017 sesuai dengan *path* yang telah ditentukan. Sedikit berbeda, European Central Bank (ECB) belum menaikkan suku bunga setelah mempertimbangkan inflasi yang masih jauh di bawah target. Namun sejalan dengan pertumbuhan ekonomi yang terus membaik, ECB akan mengurangi jumlah pembelian aset menjadi EUR30 miliar (dari sebelumnya EUR60 miliar).

Berbeda dengan negara maju, negara berkembang belum melakukan pengetatan kebijakan moneter. Bahkan beberapa negara menurunkan suku bunganya seperti di Indonesia, India, Brazil, Rusia, dan Viet Nam. Tiongkok –meski mempertahankan kebijakan *neutral prudent-*, melonggarkan kewajiban giro wajib minimum dan melakukan injeksi likuiditas secara *targeted* pada bank-bank tertentu. Tiongkok juga melakukan *deleveraging* untuk mengatasi tingginya tingkat utang dan mengurangi eksese kapasitas produksi untuk memperbaiki struktur dan sumber pertumbuhan ekonomi agar menjadi lebih *sustainable*.

Sementara itu, perkembangan di pasar keuangan global cenderung membaik searah dengan perkembangan positif ekonomi dunia. Ekonomi global yang mengalami pemulihan mendorong investor untuk mengalihkan investasi ke pasar saham (*yield seeking behavior*) sehingga pasar saham *bullish*. Perilaku tersebut menurunkan kinerja obligasi –ditandai dengan peningkatan *yield-* kecuali di Indonesia, Thailand dan Perancis. Pasar juga relatif tenang dalam menyikapi kebijakan pengetatan moneter di negara maju, karena telah dikomunikasikan dengan baik dan dilakukan secara gradual.

Dengan perkembangan ekonomi global yang terus membaik dan tumbuh di atas ekspektasi, IMF dalam WEO Oktober 2017 merevisi ke atas proyeksi ekonomi global menjadi 3,6% pada 2017 dan berlanjut meningkat mencapai 3,7% pada 2018. *Outlook* pertumbuhan

tersebut lebih tinggi dari perkiraan sebelumnya (WEO Juli 2017) yang hanya diprediksi sebesar 3,5% pada 2017 dan 3,6% pada 2018. Perbaikan *outlook* tersebut didukung oleh pemulihan ekonomi pada hampir seluruh regional, terutama kelompok negara maju seperti AS, Kawasan Euro, dan Jepang. Aktivitas ekonomi ke depan diperkirakan akan terbantu oleh perbaikan investasi, perdagangan, produksi, serta menguatnya sentimen bisnis dan konsumsi.

Di tengah optimisme, pertumbuhan ekonomi global masih berpotensi bergeser dari *outlook* tersebut. Risiko jangka pendek cenderung imbang, dimana *downside risk* dari ketidakpastian kebijakan global mampu diimbangi oleh *upside risk* dari persepsi positif di kalangan konsumen maupun bisnis. Namun *downside risks* diperkirakan lebih dominan dalam jangka waktu lebih panjang. Beberapa risiko dimaksud yaitu (i) posisi utang yang tinggi terutama di negara berkembang di tengah pengetatan kebijakan moneter di negara maju, sehingga berpotensi memicu pembengkakan *debt service* dan *refinancing cost* saat terjadi pemburukan sentimen global; (ii) *output* potensial rendah karena masih terbatasnya produktivitas dan lambatnya progres reformasi struktural; (iii) kebijakan AS yang sulit diprediksi baik di sisi moneter (percepatan normalisasi suku bunga AS) maupun fiskal (reformasi pajak dan stimulus fiskal); (iv) inflasi yang persisten rendah -terutama di negara maju- berpotensi mendorong kondisi suku bunga rendah yang berkepanjangan; (v) risiko geopolitik terkait konflik antarnegara, aksi terorisme, keamanan, dan pengungsi; (vi) peningkatan rasio ketergantungan pada populasi usia tua sehingga membebani produktivitas dan pertumbuhan.

Momentum pemulihan ekonomi global yang terus berlanjut mewarnai pembahasan dalam fora kerjasama internasional. Berbagai fora kerjasama internasional berkomitmen untuk memanfaatkan momentum perbaikan ekonomi tersebut dan meningkatkan resiliensi ekonomi melalui berbagai inisiatif kerjasama dan diskusi. Perhatian khusus juga diberikan pada isu perkembangan penerapan teknologi dalam bidang keuangan (*Financial Technology* atau *FinTech*) dan pemanfaatan *Big Data*.

Di tataran *regional*, ASEAN melanjutkan proses integrasi Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) termasuk di jalur keuangan dan memonitor implementasi *Strategic Action Plan* (SAP), serta memantau risiko yang dapat menghambat proses integrasi keuangan ASEAN 2025. Upaya untuk meningkatkan resiliensi kawasan juga terus dibangun melalui penguatan *Chiang Mai Initiatives Multilateralization* (CMIM) dan peningkatan peran *surveillance* oleh ASEAN+3 *Macroeconomic Research Office* (AMRO).

Selanjutnya pada tataran kerjasama multilateral, Bank for International Settlement (BIS), International Monetary Fund (IMF) dan Forum G20 juga memperhatikan perkembangan ekonomi dunia. Perhatian tersebut difokuskan pada upaya untuk melanjutkan komitmen mendorong stabilitas dan pertumbuhan ekonomi global yang berkelanjutan. Bahkan secara

khusus, Forum G20 berkomitmen untuk tetap mendorong pertumbuhan ekonomi yang kuat, berkelanjutan, berimbang dan inklusif. Forum G20 dan IMF juga berpandangan perlunya kombinasi kebijakan moneter, fiskal dan struktural (*three-pronged approach*) untuk menjaga momentum penguatan pertumbuhan ekonomi global, serta memperkuat resiliensi ekonomi dan pasar keuangan global.

PERKEMBANGAN EKONOMI GLOBAL

Momentum pemulihan ekonomi global terus berlanjut dan pertumbuhan output terus meningkat. Beberapa negara utama kembali tumbuh meningkat – seperti AS, Kawasan Euro dan Jepang – atau tumbuh relatif stabil – seperti Tiongkok dan Inggris. Beberapa negara berkembang juga berhasil tumbuh lebih tinggi, termasuk Indonesia. Peningkatan pertumbuhan pada umumnya didorong oleh konsumsi yang terus membaik dan diikuti oleh peningkatan ekspor-impor dan aktivitas produksi. Ekspor dan impor yang meningkat – dan harga beberapa komoditas yang meningkat – juga menunjukkan mulai bangkitnya perdagangan dunia. Kinerja ekonomi yang membaik juga diikuti oleh kinerja pasar keuangan yang cenderung membaik dan relatif stabil.

Sejalan dengan peningkatan konsumsi, tekanan inflasi sedikit meningkat meskipun secara rata-rata relatif stabil sepanjang TW3-17 dibanding TW2-17. Di kelompok negara maju, kinerja ekonomi yang membaik cenderung mendorong peningkatan inflasi –inflasi di AS dan Inggris bahkan melampaui target– sehingga direspon dengan kebijakan moneter yang semakin ketat. Berbeda dengan negara maju, tekanan inflasi di negara berkembang bervariasi. Meski bervariasi, kebijakan moneter di negara berkembang cenderung semakin longgar, terutama di negara-negara yang inflasinya menurun atau berada di level yang rendah (relatif terhadap target inflasi).

Perkembangan ekonomi global di sepanjang TW3-17 menunjukkan kinerja ekonomi yang masih solid, terutama AS dan Tiongkok –lokomotif pertumbuhan ekonomi global– dan memberikan positive spillover bagi negara-negara lainnya. Perkembangan positif lainnya adalah perdagangan dunia yang juga ikut meningkat dan kebijakan moneter negara maju (Advance Economies atau AEs) yang cenderung lebih ketat namun dikomunikasikan dengan baik sehingga tidak menimbulkan gejolak di pasar keuangan global.

Namun demikian, perkembangan ekonomi global tersebut juga menyiratkan beberapa hal yang perlu menjadi perhatian. Pemulihan ekonomi global yang berlangsung cukup solid dikhawatirkan akan terkendala sustainabilitasnya dalam jangka menengah panjang. Hal ini disebabkan oleh faktor pendorong pertumbuhan di AS yang lebih banyak bersumber dari peningkatan inventories, sementara konsumsi cenderung menurun. Sementara itu, pertumbuhan Tiongkok telah mencapai di atas target (6,8% vs 6,5%) sehingga mengurangi insentif bagi pemerintah untuk terus mendorong pertumbuhan, mengingat pertumbuhan yang tinggi tersebut lebih banyak didorong oleh stimulus pemerintah. Faktor lain yang menahan sustainabilitas pemulihan ekonomi global adalah kebijakan moneter negara maju yang semakin ketat ke depan dan output potensial masih rendah akibat investasi dan produktivitas yang masih rendah.

Dengan perkembangan tersebut, ekonomi global pada 2017 diperkirakan tumbuh sebesar 3,6%, sementara di 2018 diperkirakan tumbuh sedikit meningkat menjadi 3,7%. Faktor risiko jangka pendek relatif balanced, namun risiko jangka panjang cenderung ke arah bawah (downside risks). Dalam jangka pendek terdapat upside risk berupa persepsi positif (konsumen dan pelaku bisnis) terhadap berlanjutnya pemulihan ekonomi global yang terus berlanjut, sehingga memberikan insentif untuk meningkatkan konsumsi, produksi dan investasi. Di sisi lain masih terdapat beberapa downside risks yang masih bersumber pada ketidakpastian kebijakan dan kondisi politik global, serta mulai efektifnya kebijakan moneter ketat yang diimplementasikan oleh negara maju. Dalam jangka panjang, risiko terbesar ekonomi global adalah sustainabilitas peningkatan pertumbuhan sehubungan dengan rendahnya pertumbuhan output potensial akibat investasi yang rendah, produktivitas yang belum membaik, reformasi struktural yang tertahan, serta permasalahan aging population.

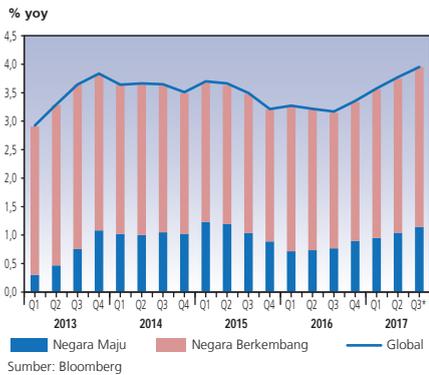
A. Perkembangan Ekonomi Global

A.1 Kinerja Ekonomi Global

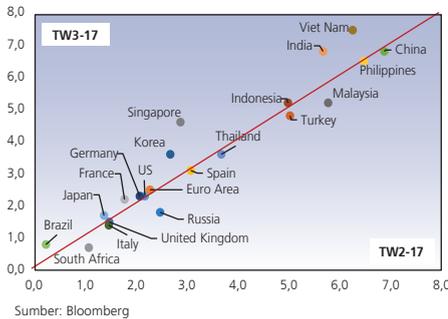
Ekonomi global pada TW3-17 diperkirakan tumbuh mencapai 3,8% – lebih tinggi dibanding TW2-17 yang tumbuh 3,7% – sehingga secara keseluruhan 2017 ekonomi global dapat tumbuh mencapai 3,6%¹. Laju

pertumbuhan tersebut lebih tinggi dibanding ekspektasi yang diperkirakan hanya akan mencapai 3,5% sepanjang 2017. Laju pertumbuhan pada TW3-17 yang kembali meningkat tersebut menjadikan ekonomi global terus tumbuh meningkat sepanjang empat triwulan terakhir – meski dengan pace yang sangat moderat –, sekaligus menunjukkan momentum pemulihan ekonomi yang masih terus berlanjut. Momentum pemulihan ekonomi yang

¹ Estimasi dengan menggunakan angka aktual pertumbuhan PDB (rilis sebelum 15 Oktober 2017) dan forecast TW3-17 di 32 negara dan Euro Area (share 85% dari GDP dunia)



Grafik 1.1 Pertumbuhan PDB Global



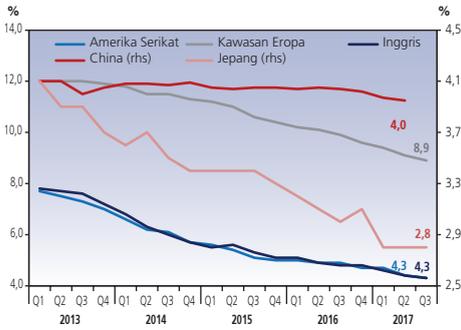
Grafik 1.2 Pertumbuhan PDB Beberapa Negara, TW3-17 vs TW2-17 (% yoy)

berlangsung dalam durasi yang cukup panjang tersebut diharapkan akan membentuk ekspektasi positif terhadap prospek ekonomi global ke depan. Lebih jauh lagi, ekspektasi positif tersebut akan diimplementasikan dalam peningkatan aktivitas ekonomi, termasuk investasi bisnis.

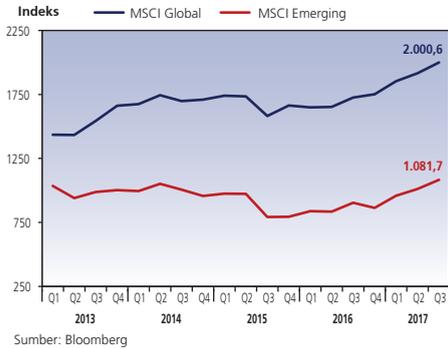
Pertumbuhan ekonomi global di TW3-17 pada umumnya didorong oleh konsumsi yang meningkat. Konsumsi yang solid antara lain terjadi di AS, Kawasan Euro dan Tiongkok. Bahkan, beberapa negara

yang sedang menghadapi permasalahan domestik cukup berat juga menunjukkan peningkatan konsumsi, seperti India yang kinerja ekonominya melambat akibat kebijakan demonetisasi dan penerapan sistem perpajakan baru, serta Brazil dan Rusia yang baru keluar dari resesi. Namun demikian, peningkatan konsumsi tidak terjadi secara merata di seluruh negara. Beberapa negara justru mengalami pelemahan, seperti Jepang dan Inggris. Konsumsi di Jepang masih menurun akibat tingkat upah yang belum meningkat signifikan meskipun pasar tenaga kerja semakin ketat. Sementara itu, konsumsi di Inggris terpengaruh *uncertainty* proses Brexit yang mengakibatkan konsumen sangat berhati-hati dalam pengeluarannya.

Konsumsi yang meningkat tidak terlepas dari perbaikan *employment*, terutama peningkatan penyerapan tenaga kerja – atau penurunan angka pengangguran – dan peningkatan upah, meskipun hanya meningkat moderat. Kondisi tersebut memperbaiki daya beli masyarakat. Daya beli masyarakat juga terbantu oleh inflasi yang relatif stabil atau tetap rendah, bahkan menurun di beberapa negara (seperti Brazil dan Rusia). Sebagian masyarakat – terutama kelompok menengah atas – juga mengalami peningkatan daya beli yang didorong oleh peningkatan harga aset (*wealth effect*), terutama aset keuangan seperti saham dan obligasi.

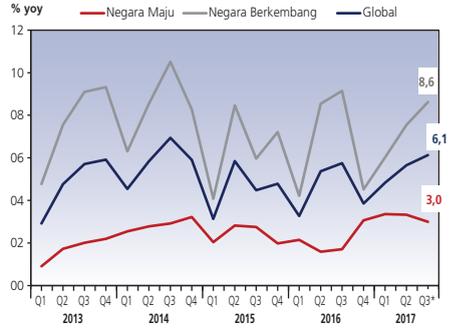


Grafik 1.3 Unemployment di Beberapa Negara

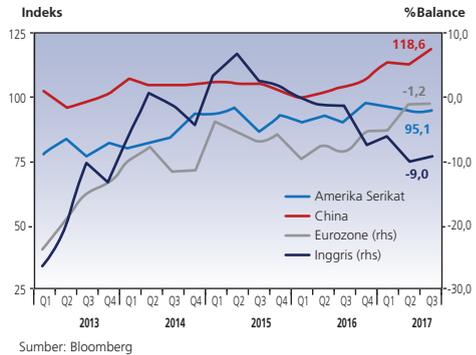


Grafik 1.4 Harga Saham Global

Peningkatan konsumsi tercermin pada beberapa indikator, seperti penjualan ritel dan keyakinan konsumen. Angka penjualan ritel secara rata-rata tumbuh 6,0% yoy di sepanjang TW3, meningkat dari 5,6% pada triwulan sebelumnya. Peningkatan angka penjualan ritel pada umumnya terjadi di kelompok negara berkembang, sementara di negara maju cenderung melambat. Di sisi lain, konsumen tetap optimis bahwa kondisi ekonomi membaik dan konsumsi ke depan berpotensi meningkat



Grafik 1.5 Pertumbuhan Penjualan Ritel



Grafik 1.6 Keyakinan Konsumen (beberapa negara)

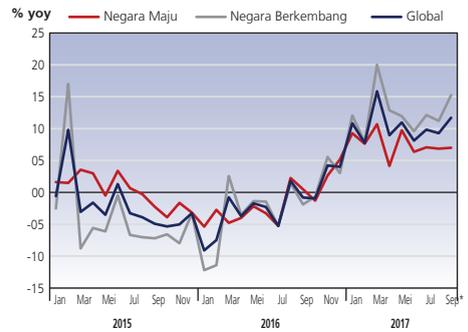
sebagaimana tercermin pada indeks keyakinan konsumen.

Permintaan konsumsi yang meningkat dipenuhi baik oleh barang produksi domestik maupun barang impor. Permintaan konsumsi yang dipenuhi oleh barang impor dengan sendirinya meningkatkan perdagangan dunia – meningkatkan impor negara tersebut atau ekspor bagi negara mitra dagangnya. Selain meningkatkan perdagangan, meningkatnya permintaan konsumsi tersebut juga mendorong

peningkatan aktivitas produksi di dalam negeri dan di negara mitra dagang. Lebih jauh lagi, peningkatan produksi di tengah kondisi kapasitas produksi yang mendekati *full employment* juga mendorong peningkatan investasi bisnis.

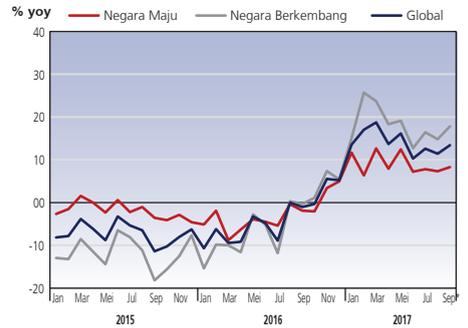
Ekspor dan impor pada TW3-17 kembali menunjukkan perkembangan yang meningkat. Pertumbuhan ekspor kembali *rebound* setelah Juni 2017 meskipun dengan *pace* peningkatan yang masih sangat moderat. Kembali meningkatnya pertumbuhan ekspor dan impor ini berpeluang mengembalikan tren perbaikan (*upswing*) pertumbuhan ekspor yang terjadi sejak awal 2016. Namun demikian, pertumbuhan ekspor dan impor tersebut juga didorong oleh kenaikan harga komoditas (terutama komoditas energi dan pertambangan) selain didorong oleh peningkatan permintaan global.

Sejalan dengan peningkatan permintaan – domestik dan permintaan ekspor – aktivitas produksi juga terus meningkat. Indeks Produksi Industri pada TW3-17 meningkat sekitar 3,8% yoy, sedikit lebih tinggi dibanding triwulan sebelumnya yang tumbuh 3,6%. Sejalan dengan perkembangan tersebut, sentimen bisnis juga kembali meningkat. Setelah cenderung *flat* pada TW2-17, indeks PMI Manufaktur kembali bergerak meningkat pada TW3-17. Indeks bergerak dari level 52,9 pada Juli 2017 ke level 54,2 dan 54,5 pada Agustus dan September 2017.



Sumber: Bloomberg

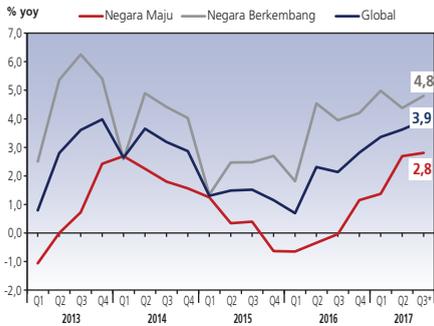
Grafik 1.7 Pertumbuhan Ekspor



Sumber: Bloomberg

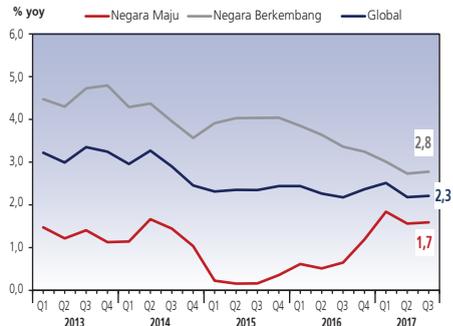
Grafik 1.8 Pertumbuhan Impor

Peningkatan berbagai aktivitas ekonomi tersebut pada gilirannya juga mendorong kenaikan inflasi. Tekanan inflasi CPI yang cenderung menurun sejak awal 2017 mulai *rebound* pada Juli dan Agustus 2017, meskipun secara rata-rata triwulanan inflasi relatif stabil di TW3-17 dibanding TW2-17. Peningkatan konsumsi relatif masih sangat moderat sehingga tidak berdampak signifikan mendorong inflasi. Inflasi hanya meningkat terbatas, yaitu dari 2,0% pada Juni 2017 menjadi 2,3% pada September 2017. Peningkatan konsumsi



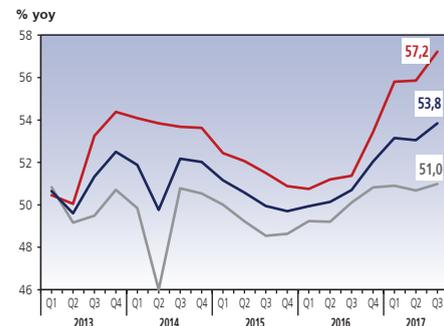
Sumber: Bloomberg

Grafik 1.9 Produksi Industri



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.11 Inflasi



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.10 PMI Manufaktur

tersebut masih dapat dipenuhi oleh sisi produksi yang masih memiliki *spare capacity* yang cukup sehingga mampu meningkatkan produksi dan mencegah kelangkaan barang yang menyebabkan kenaikan harga secara tajam. Meskipun inflasi global relatif stabil, tekanan inflasi di berbagai negara cukup bervariasi. Negara maju pada umumnya mengalami peningkatan inflasi, sementara tekanan inflasi di negara berkembang cenderung menurun. Perkembangan tersebut saling menetralkan sehingga inflasi pada TW3-17 relatif stabil.

Inflasi yang stabil tersebut juga merefleksikan perkembangan harga komoditas yang bervariasi (*mixed*) sehingga terjadi saling *set-off* antara satu komoditas dengan komoditas lainnya. Harga minyak dan komoditas pertambangan cenderung meningkat sepanjang TW3-17, sebaliknya harga komoditas pertanian – terutama harga produk makanan – cenderung mengalami penurunan. Dampak kenaikan harga minyak juga relatif terbatas terhadap inflasi konsumen – padahal sebagai komoditas yang merupakan input bagi produk-produk lainnya, kenaikan harga minyak pada umumnya meningkatkan inflasi secara cukup signifikan. Dampak yang terbatas pada inflasi tersebut disebabkan penjual (*retailer*) tidak membebaskan sepenuhnya kenaikan harga minyak pada harga jual produk akhir ke konsumen, sebagaimana tercermin pada kenaikan inflasi CPI yang relatif lebih moderat dibanding kenaikan

inflasi PPI atau WPI. Perilaku tersebut pada umumnya dilakukan pedagang eceran untuk mempertahankan penjualan dan pangsa pasarnya di tengah kondisi permintaan yang masih belum cukup solid dan konsumen sangat sensitif terhadap perubahan harga.

Sebagaimana disinggung di atas, perkembangan ekonomi di masing-masing negara cenderung tetap bervariasi, terlepas dari perkembangan ekonomi global yang semakin terintegrasi. Di AS, kinerja ekonomi kembali membaik dan menunjukkan pemulihan ekonomi yang terus berlanjut sebagaimana tercermin pada pertumbuhan PDB yang secara gradual terus meningkat dalam lima triwulan terakhir², termasuk pada TW3-17 yang tumbuh mencapai 2,3% yoy. Peningkatan pertumbuhan tersebut ditopang oleh konsumsi yang masih cukup kuat dan investasi yang mulai meningkat.

Konsumsi yang masih cukup solid didukung oleh perbaikan *employment* di AS. Penyerapan tenaga kerja masih cukup solid dan disertai dengan peningkatan *labor participation rate* dan penurunan angka pengangguran. Perkembangan ini menunjukkan semakin banyak individu yang memiliki pekerjaan dan sumber

pendapatan, sehingga berpotensi mendorong konsumsi. Pada saat yang sama, tingkat upah juga meningkat – meskipun peningkatannya masih sangat terbatas – sehingga meningkatkan daya beli masyarakat. Sementara itu, peningkatan investasi didorong oleh investasi di sektor pertambangan dan peningkatan *inventories*.

Namun demikian, kedua faktor pendorong tersebut menghadapi kendala yang dapat mengganggu sustainabilitasnya di masa yang akan datang. Konsumsi tetap memberikan kontribusi terbesar terhadap pertumbuhan PDB AS, namun kontribusinya cenderung menurun pada beberapa triwulan terakhir. Penurunan konsumsi disebabkan oleh kenaikan upah yang masih sangat terbatas di tengah beban utang rumah tangga yang cenderung meningkat, sejalan dengan kenaikan suku bunga AS yang berdampak meningkatkan beban *debt service* dan *refinancing* utang rumah tangga. Penurunan konsumsi diperkirakan juga disebabkan oleh perilaku konsumen yang lebih menahan diri dalam membelanjakan uangnya sebagai cerminan dari pesimisme konsumen. Hal ini sejalan dengan indeks keyakinan konsumen yang cenderung menurun di TW3-17 dibanding TW2-17, akibat menurunnya ekspektasi masyarakat terhadap stimulus ekonomi dan perbaikan ekonomi ke depan.

2 Tren peningkatan pertumbuhan PDB AS dimulai setelah PDB AS mencapai pertumbuhan terendah sebesar 1,2% yoy pada TW2-16. Selanjutnya, pertumbuhan PDB terus meningkat secara gradual mencapai 1,5% (TW3-16), 1,8% (TW4-16), 2,0% (TW1-17), 2,2% (TW2-17) dan 2,3% (TW3-17).

Beruntung pada saat konsumsi menurun, kontribusi investasi meningkat dan peningkatannya dapat mengimbangi penurunan konsumsi sehingga pertumbuhan PDB AS tetap meningkat pada TW3-17. Namun demikian, sebagian peningkatan investasi bersumber dari peningkatan *inventories* yang pergerakannya cenderung *erratic* dan *unpredictable*. Selain itu, peningkatan investasi juga masih bertumpu pada sektor *mining* – dan belum merata di seluruh sektor ekonomi – yang peningkatannya tidak terlepas dari meningkatnya harga minyak sehingga menjadikan investasi *shale oil/gas* menguntungkan. Namun demikian, peningkatan investasi *shale oil/gas* tersebut akan meningkatkan produksi minyak dunia sehingga pada gilirannya akan kembali menekan harga minyak dan menjadikan investasi *shale oil/gas* kurang menguntungkan. Dengan demikian, peningkatan investasi yang didorong oleh faktor temporer kenaikan *inventories* dan kenaikan harga minyak menjadi kurang *sustainable* dalam mendukung pertumbuhan PDB, terutama dalam periode waktu yang lebih panjang.

Kondisi ekonomi AS yang membaik mendorong *the Fed* untuk melanjutkan *stance* kebijakan moneter yang semakin ketat. *The Fed* diperkirakan akan menaikkan *Fed Fund Rate* pada *FOMC meeting* bulan Desember 2017.

Sementara itu, pengurangan *balance sheet* dilakukan *the Fed* mulai Oktober 2017 dengan *pace* penurunan aset dalam bentuk *US Treasury notes* sebesar USD 6 miliar per bulan dan *mortgage back securities* sebesar USD 4 miliar per bulan hingga Desember 2017. Selanjutnya, *pace* akan ditingkatkan secara gradual sebagaimana *forward guidance* pada *FOMC meeting* di bulan Juni 2017.

Seperti AS, ekonomi Kawasan Euro juga secara gradual terus membaik sebagaimana tercermin pada peningkatan pertumbuhan PDB sepanjang empat triwulan terakhir. PDB Kawasan Euro pada TW3-17 tumbuh sebesar 2,5% yoy, melanjutkan tren peningkatan sejak *rebound* di TW4-16³. Peningkatan pertumbuhan pada TW3-17 didorong oleh konsumsi dan aktivitas produksi yang tetap solid. Perbaikan konsumsi didorong oleh kondisi *employment* yang terus membaik dimana angka pengangguran terus menurun mencapai 8,9% pada September 2017 (dari 9,1% pada Juni 2017). Sementara itu, aktivitas produksi yang solid ditunjukkan oleh produksi industri yang tetap tinggi dan indeks PMI Manufaktur yang terus meningkat. Indikator aktivitas produksi yang membaik tersebut mengimplikasikan peningkatan investasi.

3 Pertumbuhan PDB Kawasan Euro mulai kembali meningkat pada TW4-16 dengan laju pertumbuhan sebesar 1,9% (dari 1,7% pada TW3-16) dan terus meningkat mencapai 2,0% (TW1-17), 2,3% (TW2-17) dan 2,5% (TW3-17).

Namun demikian, kinerja perdagangan Kawasan Euro sedikit memburuk yang antara lain disebabkan oleh apresiasi nilai tukar euro. Apresiasi euro menjadikan daya saing ekspor sedikit melemah sehingga ekspor tumbuh sedikit melambat di sepanjang TW3-17. Di sisi lain, pertumbuhan impor juga melambat namun dengan *pace* yang lebih moderat, sehingga *trade balance* sedikit memburuk. Beruntung *primary income* meningkat cukup signifikan, sehingga surplus *current account* meningkat.

Sejalan dengan kondisi ekonomi yang secara gradual membaik, tekanan inflasi juga sedikit membaik di TW3-17 (1,5% pada September 2017) dibanding TW2-17 (1,3% pada Juni 2017). Namun demikian, tekanan inflasi di Kawasan Euro masih belum stabil dan masih jauh di bawah target (2,0%). ECB menilai dalam kondisi seperti ini perekonomian masih membutuhkan stimulus moneter, sehingga ECB tetap mempertahankan kebijakan moneter akomodatif melalui suku bunga rendah dan program pembelian aset (*quantitative easing*). Namun demikian, dengan ekspektasi kondisi ekonomi terus membaik dan inflasi yang diproyeksikan bergerak menuju target, ECB perlu mengurangi stimulus moneter. Untuk itu ECB memutuskan untuk mulai mengurangi nilai program pembelian aset pada

2018⁴.

Di Jepang, PDB kembali tumbuh meningkat pada TW3-17 yang didorong oleh peningkatan investasi. Investasi swasta yang meningkat tajam – setelah mengalami kontraksi pada triwulan sebelumnya – berhasil mendorong PDB tumbuh 1,7% yoy, dan meningkat dibanding TW2-17 yang hanya tumbuh 1,4%. Peningkatan investasi antara lain didorong oleh peningkatan laba usaha korporasi yang diinvestasikan kembali dan telah dimulainya persiapan Jepang untuk menjadi tuan rumah Olimpiade 2020. Peningkatan investasi tersebut berhasil mengimbangi penurunan pertumbuhan konsumsi, baik konsumsi swasta maupun pemerintah. Selain investasi, peningkatan pertumbuhan tersebut juga disumbang oleh perbaikan net ekspor, meskipun ekspor dan impor tumbuh melambat.

Pelemahan konsumsi swasta yang cukup signifikan menjadi *weak spot* dan perhatian utama pada perekonomian Jepang terkait dengan sustainabilitas pertumbuhan ekonomi ke depan. Konsumsi menjadi sangat penting oleh karena pangsa yang besar

4 Pada *Governing Council Meeting* Oktober 2017, ECB memutuskan untuk melanjutkan program pembelian aset dengan nilai pembelian tetap sebesar EUR 60 miliar per bulan hingga Desember 2017, dan akan mengurangi nilai pembelian aset tersebut menjadi EUR 30 miliar untuk periode Januari – September 2018. Selanjutnya, program pembelian aset akan di-*review* kembali dan dapat diperpanjang apabila diperlukan.

dalam PDB dan pengaruhnya pada aktivitas produksi. Pelemahan konsumsi disebabkan antara lain oleh upah yang tumbuh terbatas di tengah pasar tenaga kerja yang semakin ketat. Pasar tenaga kerja yang semakin ketat – angka pengangguran menurun dan rasio *job to applicant* meningkat – belum dapat meningkatkan upah pekerja, sehingga daya beli terus merosot dan konsumsi melemah. Konsumsi yang lemah juga tercermin pada inflasi yang masih sangat rendah –meskipun sedikit membaik di TW3-17. Kondisi ini menjadikan Bank of Japan mempertahankan kebijakan moneter yang ekstra akomodatif.

Kondisi ekonomi Jepang yang melemah juga dipengaruhi oleh meningkatnya tensi politik di Semenanjung Korea. Korea Utara yang berulang kali melakukan uji coba senjata nuklir meningkatkan risiko politik di kawasan yang pada gilirannya juga memengaruhi aktivitas ekonomi kawasan, termasuk Jepang. Salah satu dampaknya adalah menurunnya jumlah kunjungan turis asing ke Jepang sehingga angka penjualan ritel (salah satu indikator konsumsi) menurun.

Berbeda dengan negara maju lainnya, perekonomian Inggris tumbuh relatif stabil, namun beberapa indikator menunjukkan *weak spot* dalam perekonomian. Ekonomi Inggris diwarnai oleh inflasi yang tinggi – inflasi September 2017 mencapai 3,0%, jauh di atas target 2,0% – akibat depresiasi

nilai tukar poundsterling. Inflasi yang tinggi menekan daya beli sehingga konsumsi dan impor menurun. Namun, di sisi lain, depresiasi poundsterling tidak memperbaiki ekspor yang justru masih terus menurun. Inflasi yang tinggi dan persisten di atas target inflasi sejak Februari 2017 pada akhirnya memaksa *Bank of England* untuk menaikkan suku bunga kebijakan, meskipun BOE menghadapi dilema pelemahan konsumsi lebih lanjut. Selain itu, potensi pelemahan ekonomi Inggris juga disebabkan oleh *uncertainty* proses keluarnya Inggris dari Uni Eropa (Brexit).

Perkembangan ekonomi negara berkembang secara umum juga meningkat, meskipun secara individual negara cukup bervariasi. Beberapa negara yang mengalami peningkatan pertumbuhan di 2017 antara lain adalah Indonesia dan Vietnam. Brazil dan India diperkirakan juga tumbuh meningkat. Sebaliknya, beberapa negara yang (diperkirakan) tumbuh melambat antara lain adalah Tiongkok, Rusia dan Meksiko.

Di Tiongkok, pertumbuhan PDB memang melambat pada TW3-17, namun laju pertumbuhan tersebut –sebesar 6,8%– relatif masih tinggi dan di atas ekspektasi⁵. Pertumbuhan tersebut tercapai berkat

5 Pemerintah Tiongkok menargetkan pertumbuhan ekonomi sebesar 6,5% di 2017. Dengan pencapaian pertumbuhan sampai dengan TW2 sebesar 6,9%, pertumbuhan pada TW3 dan TW4 diharapkan hanya sebesar 6,1%.

konsumsi yang masih solid dan net ekspor yang masih tinggi –meskipun keduanya sedikit menurun. Penurunan tersebut berdampak pada penurunan produksi yang diikuti oleh penurunan investasi. Sejalan dengan itu, kredit yang merupakan sumber *financing* konsumsi dan investasi juga menurun. Namun demikian, penurunan kredit tersebut merupakan intensi otoritas untuk melakukan *deleveraging* dalam rangka mengurangi risiko utang Tiongkok yang sudah sangat tinggi. Selain melakukan *deleveraging*, pihak otoritas juga terus berupaya melaksanakan *rebalancing* perekonomian –antara lain dengan mengendalikan investasi, termasuk dengan cara menekan kredit (terutama kredit melalui *shadow banking*) dan mengurangi eksekutif kapasitas produksi– untuk memperbaiki struktur dan sumber pertumbuhan ekonomi agar menjadi lebih *sustainable*.

Konsumsi dan aktivitas ekonomi Tiongkok yang masih tumbuh tinggi mendorong peningkatan inflasi. Inflasi CPI pada akhir TW3-17 berada di level 1,6%, sedikit lebih tinggi dibanding level inflasi di akhir TW2-17 sebesar 1,5%. Satu hal yang sering disoroti pada perekonomian Tiongkok adalah risiko sektor keuangan yang tinggi terkait dengan posisi utang – termasuk utang luar negeri – yang relatif tinggi. Risiko tersebut cenderung meningkat dengan semakin ketatnya kebijakan moneter di

negara maju yang meningkatkan beban utang (*debt service*) dan *refinancing cost*. Kondisi likuiditas global yang semakin ketat menjadikan premi risiko meningkat dan pasar menjadi lebih sensitif terhadap sentimen negatif sehingga risiko *capital reversal* meningkat.

Dengan kondisi ekonomi yang masih solid, inflasi yang masih di bawah target, namun risiko di sektor keuangan yang tinggi, PBOC mempertahankan kebijakan moneter '*neutral-prudent*' yang antara lain diimplementasikan melalui pelonggaran GWM dan injeksi likuiditas secara *targeted* –untuk mendorong kredit secara selektif–, mengimplementasikan *spatial LTV* untuk mencegah *bubble* harga rumah, dan mendorong *deleveraging*. Selain itu, intervensi juga dilakukan untuk menjaga stabilitas nilai tukar yuan yang masih menghadapi tekanan aliran modal keluar.

Di India, kondisi ekonomi kembali membaik pada TW3-17 setelah sempat tumbuh melambat pada TW1 dan TW2-17 akibat kebijakan demonetisasi dan implementasi sistem perpajakan baru. Dampak demonetisasi yang mulai sirna tercermin pada peningkatan penjualan kendaraan yang kembali meningkat sepanjang TW3-17. Namun demikian, dinamika bulannya menunjukkan penjualan kendaraan cenderung menurun di sepanjang TW3-17, sejalan dengan tren keyakinan konsumen yang juga bergerak menurun. Di sisi

lain, kinerja ekspor membaik di tengah impor yang relatif stabil, sehingga memperbaiki *current account balance*. Peningkatan penjualan kendaraan dan ekspor juga mendorong naik aktivitas produksi sebagaimana tercermin pada peningkatan produksi industri, termasuk *8 core industries*, dan indeks keyakinan bisnis (PMI).

Selain India, beberapa negara berkembang lain juga (diperkirakan) terus mengalami perbaikan, seperti Indonesia, Brazil, Rusia, Vietnam, dan sebagainya. Kinerja negara-negara tersebut yang cenderung membaik dapat mengompensasi pelemahan pertumbuhan di negara berkembang lainnya, termasuk Tiongkok, sehingga pertumbuhan di kelompok negara berkembang secara keseluruhan meningkat.

Di tengah momentum pemulihan ekonomi global yang semakin menguat, terdapat beberapa isu atau hal penting yang menarik perhatian dan memengaruhi kinerja ekonomi dan outlooknya. Pertama, ekonomi global masih menghadapi beberapa *event* politik, yaitu pemilu di Jerman (24 September 2017) dan Jepang (23 Oktober 2017), pelaksanaan kongres Partai Komunis Tiongkok (Oktober 2017), meningkatnya ketegangan di Semenanjung Korea, dan gejolak politik di Spanyol. Berbagai *event* politik tersebut dalam jangka pendek

memengaruhi perkembangan di pasar keuangan. Namun, beberapa *event* juga berpotensi memengaruhi ekonomi dalam jangka waktu yang lebih panjang, seperti pemilu Jepang yang memungkinkan PM Shinzo Abe untuk mengubah strategi kebijakan fiskal.

Kedua, kinerja ekonomi global yang terus membaik ternyata menghadapi permasalahan sustainabilitas dalam jangka panjang dan meningkatkan *imbalances*. Permasalahan sustainabilitas kinerja ekonomi global disebabkan oleh beberapa hal, yaitu (1) peningkatan pertumbuhan belum diiringi oleh peningkatan perdagangan global – yang mentransmisikan pertumbuhan ekonomi antar negara –, (2) investasi meningkat namun belum cukup untuk meningkatkan *output* potensial, (3) reformasi struktural masih berjalan sangat lambat sehingga produktivitas belum membaik, dan (4) ekspektasi pertumbuhan jangka panjang cenderung menurun. Berbagai hal tersebut mengakibatkan atau mengimplikasikan *output* potensial yang rendah, sehingga pertumbuhan dalam jangka menengah dan panjang akan menurun. Sementara itu, peningkatan *imbalances* ditunjukkan oleh *current account balance* dan *International Investment Position* (IIP) di berbagai negara yang cenderung melebar.

A.2 Respons Kebijakan

Perkembangan kondisi ekonomi global yang bervariasi direspon dengan kebijakan yang juga berbeda. Kinerja ekonomi yang cenderung membaik di negara maju dan diikuti oleh tekanan inflasi yang meningkat direspon dengan kebijakan moneter atau *forward guidance* yang cenderung ketat, kecuali di Jepang. Beberapa negara yang melakukan pengetatan moneter adalah AS, Inggris dan Kanada serta Kawasan Euro yang akan mulai mengurangi *quantitative easing* di 2018.

Kinerja ekonomi AS yang terus membaik – terutama *employment* yang membaik dan inflasi yang meningkat – mendorong *the Fed* untuk terus melakukan pengetatan kebijakan moneter. Sejauh ini *the Fed* telah menaikkan *Fed Fund Rate* sebanyak empat kali dengan total kenaikan sebesar 100 bps menjadi 1,25% dengan peningkatan terakhir dilakukan pada *FOMC meeting* Juni 2017. Selain itu, *the Fed* juga telah memulai proses pelepasan asetnya – dengan *caps* USD6 miliar untuk *US T-notes* dan USD4 miliar untuk *mortgage based securities* – pada Oktober 2017 untuk mengurangi *balance sheet*-nya.

Peningkatan suku bunga kebijakan juga dilakukan oleh bank sentral Kanada dan Inggris. Bank of Canada telah dua kali menaikkan suku bunga kebijakan pada Juni 2017 (25 bps) dan September 2017

(25 bps) menjadi 1,00%. Peningkatan suku bunga tersebut didorong oleh tekanan inflasi yang cenderung meningkat sejalan dengan aktivitas ekonomi yang meningkat. Sementara itu, Bank of England menaikkan suku bunga kebijakan satu kali sebesar 25 bps menjadi 0,50% pada November 2017. Keputusan BOE untuk meningkatkan suku bunga kebijakan didorong oleh inflasi yang terus meningkat dan bahkan telah melampaui target 2,00% sejak Februari 2017. Meskipun BOE telah cukup toleran dengan inflasi yang berada di atas target, namun inflasi yang persisten di atas target dan dengan kecenderungan terus meningkat pada akhirnya memaksa BOE menaikkan suku bunga kebijakan. Keputusan tersebut bahkan diambil pada saat kinerja ekonomi cenderung melemah, sehingga justru berpotensi semakin melemahkan perekonomian.

Ekonomi Kawasan Euro diwarnai oleh kinerja ekonomi yang terus membaik secara gradual. Namun demikian, perbaikan ekonomi Kawasan Euro diikuti oleh inflasi yang masih belum stabil dan relatif masih rendah – inflasi Oktober 2017 kembali turun menjadi 1,4%, jauh di bawah target inflasi 2,00%. Namun demikian, ECB meyakini inflasi ke depan akan terus membaik dan mendekati target. Dengan pertimbangan bahwa perbaikan kinerja ekonomi berjalan *gradual* sehingga masih membutuhkan

stimulus ekonomi, ECB memutuskan untuk mempertahankan *stance* kebijakan saat ini, yaitu suku bunga kebijakan sebesar 0,00% dan program pembelian aset sebesar EUR60 miliar per bulan hingga Desember 2017. Selanjutnya, dengan pertimbangan ekonomi terus membaik dan inflasi bergerak mendekati target, ECB memutuskan untuk mengurangi program pembelian aset menjadi EUR30 miliar per bulan untuk periode Januari – September 2018. Setelah itu, ECB akan me-*review* kembali program pembelian aset tersebut dan program dapat diperpanjang apabila diperlukan.

Di sisi lain, kinerja ekonomi negara berkembang relatif lebih lemah atau baru mulai membaik sehingga pada umumnya belum melakukan pengetatan kebijakan moneter. Sebagian negara berkembang bahkan menilai bahwa stimulus moneter masih diperlukan, terutama di negara-negara dengan inflasi yang menurun, sehingga negara-negara tersebut menurunkan suku bunga kebijakan atau melakukan pelonggaran moneter melalui instrumen kebijakan moneter lainnya. Beberapa negara yang bank sentralnya melakukan penurunan suku bunga kebijakan adalah Indonesia (masing-masing 25 bps di Agustus dan September 2017), India (25 bps di Agustus 2017), Brazil (100 bps di Juli 2017, 100 bps di September 2017 dan 75 bps di Oktober 2017), Rusia (50

bps di September 2017 dan 25 bps di Oktober 2017) dan Vietnam (25 bps di Juli 2017). Tiongkok mempertahankan kebijakan moneter '*neutral-prudent*', namun melakukan pelonggaran GWM dan injeksi likuiditas secara *targeted* untuk bank-bank tertentu. Sementara itu, sebagian negara berkembang lainnya mempertahankan *stance* kebijakan yang berlaku.

A.3 Outlook Ekonomi Global

Kinerja ekonomi global secara umum terus membaik dan tumbuh di atas ekspektasi⁶. Dengan perkembangan tersebut, IMF dalam WEO Oktober 2017 merevisi ke atas pertumbuhan ekonomi global menjadi 3,6% di 2017 (sebelumnya 3,5%) dan 3,7% di 2018 (sebelumnya 3,6%). Koreksi ke atas pada umumnya terjadi pada negara maju –terutama AS, Kawasan Euro dan Jepang– sejalan dengan kinerja ekonomi yang membaik. Sementara di kelompok negara berkembang terjadi koreksi yang bervariasi. *Outlook* ekonomi Tiongkok direvisi ke atas setelah pada tiga triwulan awal 2017 tumbuh persisten tinggi.

6 Sampai dengan TW2-17 rata-rata pertumbuhan ekonomi global telah mencapai 3,67% –sudah di atas perkiraan IMF sebesar 3,50% di 2017 (WEO Update Juli 2017). Dengan pertumbuhan ekonomi global pada TW3-17 yang diperkirakan tumbuh semakin tinggi mencapai 3,90% – dan perkiraan pertumbuhan di TW4-17 sebesar 3,70% – ekonomi global disepanjang 2017 diperkirakan dapat tumbuh lebih dari 3,60%.

Namun demikian, IMF menurunkan *outlook* India akibat penurunan aktivitas ekonomi pasca kebijakan demonetisasi dan implementasi sistem perpajakan baru.

Sejalan dengan revisi *outlook* tersebut, IMF juga mengidentifikasi berbagai risiko yang dapat menjadikan pertumbuhan ekonomi global menyimpang dari *outlook* tersebut. Risiko jangka pendek cenderung *balance* dimana terdapat *upside risk* dari persepsi positif baik di kalangan konsumen maupun kalangan bisnis, dan juga *downside risk* dari ketidakpastian yang terkait kebijakan (kebijakan fiskal AS, proteksionisme, negosiasi Brexit, dan sebagainya). Namun demikian, untuk jangka waktu yang lebih panjang *downside risks* diperkirakan lebih dominan. Risiko dimaksud terkait dengan risiko tekanan di pasar keuangan dan *output* potensial yang relatif rendah. Risiko tekanan di pasar bersumber dari posisi utang yang tinggi –terutama di negara berkembang– di tengah kebijakan moneter negara maju yang cenderung ketat. Dalam kondisi likuiditas global yang semakin ketat, pasar keuangan menjadi lebih sensitif terhadap sentimen negatif – yang dapat berujung pada *capital reversal* – serta meningkatkan *debt service* dan *refinancing cost*. Sementara itu, *output* potensial yang rendah diakibatkan oleh investasi yang masih terbatas, produktivitas yang rendah, dan reformasi

struktural yang masih berjalan dengan sangat lambat. Selain kedua risiko dimaksud, ekonomi global juga masih dihadapkan pada risiko geopolitik yang akan tetap membayangi dalam jangka waktu yang cukup panjang.

Dengan mempertimbangkan kinerja ekonomi global yang terus membaik dan sampai dengan TW3-17 tumbuh di atas perkiraan, ekonomi global di sepanjang 2017 berpeluang besar tumbuh di atas *outlook* 3,6%. Momentum peningkatan aktivitas ekonomi berpeluang untuk berlanjut pada TW4-17 dimana terdapat *event* perayaan natal dan tahun baru yang pada umumnya meningkatkan pengeluaran konsumsi. Hal ini diperkirakan dapat menahan pertumbuhan ekonomi global pada TW4-17 tetap tinggi (sekitar 3,6%), sehingga secara keseluruhan tahun 2017 tumbuh di atas 3,6%.

Sementara itu, *outlook* ekonomi global 2018 sebesar 3,7% diperkirakan akan dapat dicapai, namun diperlukan upaya yang lebih besar, terutama di negara berkembang yang masih memiliki potensi untuk tumbuh lebih cepat. Beberapa hal yang menjadi tantangan di 2018 adalah kebijakan moneter di negara maju yang semakin ketat yang diperkirakan mulai menahan aktivitas ekonomi di 2018. Berlanjutnya kenaikan *Fed Fund Rate* diperkirakan akan semakin menekan konsumsi AS yang sedang dalam tren menurun. Akibatnya, penurunan

konsumsi AS akan berdampak pada turunnya permintaan global. Di sisi lain, kenaikan FFR dan pengurangan *balance sheet the Fed* juga berpotensi menimbulkan dampak negatif bagi pasar keuangan global, terutama di negara berkembang. Untuk mengimbangi dampak negatif dari kebijakan moneter

yang semakin ketat di negara maju, diperlukan stimulus fiskal yang lebih kuat untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Stimulus fiskal tersebut juga perlu didukung oleh reformasi struktural yang difokuskan pada upaya meningkatkan produktivitas dan *output* potensial.

Tabel 1.1 Perkiraan Pertumbuhan Ekonomi Global

	% yoy												
	WEO IMF (Oktober 2017)			Perubahan dari WEO Juli 2017			World Bank (GEP Juni 2017)				Perubahan dari GEP (Januari 2017)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Dunia	3,2	3,6	3,7	0,0	0,1	0,1	2,4	2,7	2,9	2,9	0,1	0,0	0,0
AEs	1,7	2,2	2,0	0,0	0,2	0,1	1,7	1,9	1,8	1,7	0,1	0,1	0,0
Dunia (PDB PPP)	-	-	-	-	-	-	3,1	3,4	3,6	3,7	0,1	-0,1	-0,1
Amerika Serikat	1,5	2,2	2,3	-0,1	0,1	0,2	1,6	2,1	2,2	1,9	0,0	-0,1	0,1
Kawasan Euro	1,8	2,1	1,9	0,0	0,2	0,2	1,8	1,7	1,5	1,5	0,2	0,2	0,1
Jerman	1,9	2,0	1,8	0,1	0,2	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Perancis	1,2	1,6	1,8	0,0	0,1	0,1	-	-	-	-	-	-	-
Italia	0,9	1,5	1,1	0,0	0,2	0,1	-	-	-	-	-	-	-
Spanyol	3,2	3,1	2,5	0,0	0,0	0,1	-	-	-	-	-	-	-
Inggris	1,8	1,7	1,5	0,0	0,0	0,0	1,8	1,7	1,5	1,5	-0,2	0,5	0,2
Jepang	1,0	1,5	0,7	0,0	0,2	0,1	1,0	1,5	1,0	0,6	0,0	0,6	0,2
EMDEs	4,3	4,6	4,9	0,0	0,0	0,1	3,5	4,1	4,5	4,7	0,1	-0,1	-0,1
Brazil	-3,6	0,7	1,5	0,0	0,4	0,2	-3,6	0,3	1,8	2,1	-0,2	-0,2	0,0
Russia	-0,2	1,8	1,6	0,0	0,4	0,2	-0,2	1,3	1,4	1,4	0,4	-0,2	-0,3
Tiongkok	6,7	6,8	6,5	0,0	0,1	0,1	6,7	6,5	6,3	6,3	0,0	0,0	0,0
India*	7,1	6,7	7,4	0,0	-0,5	-0,3	6,8	7,2	7,5	7,7	-0,2	-0,4	-0,3
Indonesia	5,0	5,2	5,3	-	-	-	5,0	5,2	5,3	5,4	-0,1	-0,1	-0,2
Malaysia	4,2	5,4	4,8	-	-	-	4,2	4,9	4,9	5,0	0,0	0,6	0,4
Filipina	6,9	6,6	6,7	-	-	-	6,9	6,9	6,9	6,8	0,1	0,0	-0,1
Singapura	2,0	2,5	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Thailand	3,2	3,7	3,5	-	-	-	3,2	3,2	3,3	3,4	0,1	0,0	0,0
Viet Nam	6,2	6,3	6,3	-	-	-	6,2	6,3	6,4	6,4	0,2	0,0	0,1

Sumber: IMF-WEO Oktober 2017, World Bank Global Economic Prospects Juni 2017

Ket: *) Fiscal years starting in April

B. PASAR KEUANGAN

Perkembangan pasar keuangan global selama TW3-17 cukup *bullish* mengikuti pertumbuhan ekonomi dunia yang semakin membaik. Pertumbuhan ekonomi AS, Kawasan Euro dan Jepang yang meningkat, serta Tiongkok yang tumbuh di atas ekspektasi menumbuhkan optimisme dan

risk taking behavior. Market memburu aset di pasar saham yang menghasilkan *return* lebih tinggi, dan bahkan dengan mengalihkan investasi dari obligasi pemerintah yang lebih 'aman'.

Pasar juga relatif tenang sebagaimana tercermin pada volatilitas di pasar keuangan global yang relatif stabil. Keputusan AS untuk

melanjutkan pengetatan dengan menaikkan FFR dan mulai mengurangi kepemilikan surat berharga mengonfirmasi keyakinan akan perbaikan ekonomi AS. Komunikasi kebijakan the Fed yang menyatakan proses normalisasi kebijakan moneter akan dilaksanakan secara gradual dan terukur cukup menenangkan pasar. Kini *market* juga bersiap untuk menghadapi kenaikan FFR satu kali lagi di Desember 2017. *Shock* di pasar saham setelah uji coba peluncuran misil Korea Utara yang jatuh di wilayah perairan Jepang tidak memengaruhi kinerja saham global secara keseluruhan.

Pengalihan investasi dari pasar obligasi ke pasar saham ditunjukkan dari pergerakan *yield* obligasi yang secara umum mengalami peningkatan dan indeks harga saham yang meningkat. Di negara maju, *yield* obligasi Jerman terpantau juga mengalami kenaikan cukup tinggi yang lebih dipengaruhi oleh ketidakpastian politik menjelang Pemilu Jerman. Sementara itu, kenaikan *yield* obligasi Korea dan Tiongkok dipicu oleh sentimen negatif peningkatan tensi politik di semenanjung Korea. Arah yang berbeda terjadi pada *yield* obligasi Thailand, Indonesia dan Perancis yang justru mengalami penurunan. Kinerja ekonomi Thailand yang tumbuh tinggi dan Indonesia yang cukup resilien melatarbelakangi pergerakan tersebut.⁷

B.1. Pasar Saham

Kinerja ekonomi global yang terus membaik turut memengaruhi tren perkembangan harga saham dunia. Pada TW3-17, harga saham mengalami *rally* yang diawali di negara maju dan selanjutnya diikuti oleh negara berkembang. Pemulihan yang terus berlanjut menumbuhkan optimisme investor untuk menempatkan investasi pada aset yang lebih berisiko di pasar saham –dibanding obligasi–, dan memanfaatkan kinerja emiten yang cukup positif.

Indeks harga saham di bursa AS kembali bergerak positif baik indeks Dow Jones, S&P500, maupun bursa paralel Nasdaq. Kenaikan juga terjadi pada indeks harga saham Nikkei di Jepang. Namun, indeks harga saham di bursa Stoxx 50 mengalami pergerakan yang *mixed*.

Setelah bergerak positif pasca pengumuman kenaikan *Fed Fund Rate* pada FOMC Juni 2017 yang sesuai prediksi pasar, harga saham AS melanjutkan tren perbaikannya di TW3-17 seiring rilis laporan keuangan emiten yang positif. Salah satu perusahaan produsen pesawat terbang, Boeing, mencatatkan kenaikan harga saham cukup signifikan setelah memperoleh *order* pesawat dalam jumlah besar dari India.⁸ Pasar juga relatif tenang dalam menyikapi keputusan the Fed yang

7 PDB Thailand TW3-17 sebesar 4,3% yoy, naik signifikan dari 3,8% di TW2-17.

8 Boeing diprediksi menerima order pembuatan pesawat dari India sebanyak 2.100 pesawat dalam kurun waktu 20 tahun.

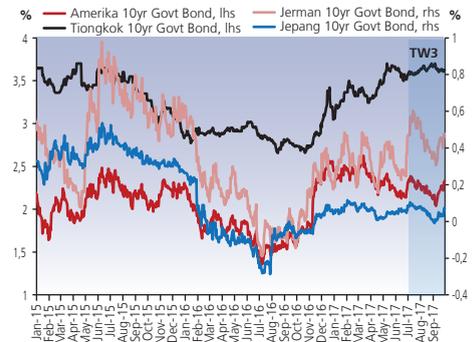
kinerja yang kuat di sektor keuangan dimana empat bank besar Tiongkok mencatatkan perolehan laba yang cukup besar selama semester pertama 2017⁹. Meski demikian, *market* juga dibayangi oleh risiko utang Tiongkok yang jika tidak ditangani dengan baik dapat memperburuk sektor keuangannya.

B.2. Pasar Obligasi

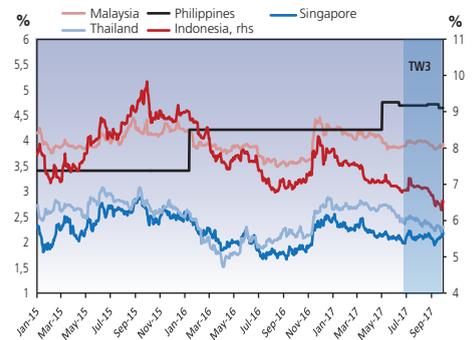
Sejalan dengan terjadinya pemulihan ekonomi global dan *risk on* investor global yang mendorong peralihan investasi ke saham, kinerja obligasi global pada TW3-17 bergerak variatif dengan kecenderungan melemah, sebagaimana terindikasi pada *yield* obligasi yang meningkat. Kinerja obligasi yang beragam tersebut juga dipengaruhi oleh beberapa faktor lain, seperti *recovery* ekonomi dunia, *stance* kebijakan moneter yang lebih ketat di negara maju, keketatan likuiditas di Tiongkok, dan kondisi politik di Eropa. Selain itu, kinerja ekonomi yang positif di beberapa negara ASEAN juga memperbaiki kondisi *yield* di negara tersebut.

Pasar **obligasi AS bergerak cukup volatile sejalan dengan dinamika situasi ekonomi dalam negeri**. *Yield* obligasi *benchmark* pemerintah AS (10Y) rata-rata mencapai 2,24% pada

TW3-17, sedikit menurun dari TW2-17 sebesar 2,26%. Meski ekspektasi kenaikan suku bunga kebijakan semakin menguat, variasi *yield* obligasi AS masih cukup tinggi. Hal tersebut terjadi karena bank sentral sangat bergantung dengan kinerja data ekonomi yang dirilis selama periode TW3-17. Ke depan, *yield* obligasi diperkirakan berpotensi meningkat seiring ekspektasi kenaikan suku bunga kebijakan pada akhir 2017. Rencana pelonggaran pajak AS diperkirakan akan memperlebar defisit dan beban utang AS dalam jangka menengah.



Grafik 1.14 Yield Obligasi Negara Utama



Grafik 1.15 Yield Obligasi ASEAN

9 Industrial and Commercial Bank of China, Bank of China, China Construction Bank dan Agricultural Bank of China.

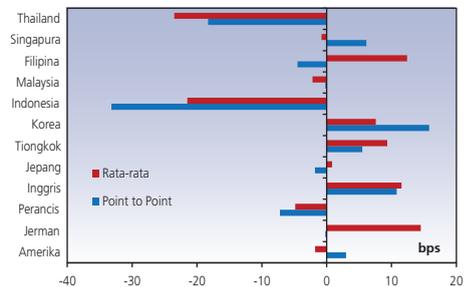
Yield obligasi **benchmark Jerman cenderung mengalami kenaikan terpengaruh kondisi politik yang terjadi di negara tersebut.** Di tengah kebijakan moneter ECB, *yield* obligasi Pemerintah Jerman (10Y) meningkat menjadi 0,45% pada TW3-17, dari 0,31% pada TW2-17. Kenaikan *yield* diantaranya dipicu oleh situasi politik Jerman menjelang pemilu September 2017 dan realisasi inflasi Kawasan Euro. Inflasi yang semakin tinggi diperkirakan mengurangi tingkat akomodasi ECB, sehingga *yield* diprediksi akan semakin tinggi.

Pergerakan harga obligasi pemerintah Jepang relatif stabil dengan stance kebijakan moneter yang masih akomodatif. *Yield* obligasi *benchmark* Pemerintah Jepang (10Y) pada TW3-17 rata-rata mencapai 0,05%, hanya meningkat tipis (1bp) dari 0,04% pada TW2-17. Kebijakan BOJ yang masih super-akomodatif sangat berpengaruh menjaga stabilitas *yield* obligasi tersebut.¹⁰ Dengan pembelian JGB yang sangat masif selama QQE, BOJ menjadi pemegang obligasi pemerintah terbesar dan memengaruhi pergerakan *yield* secara efektif.

Harga obligasi Tiongkok menurun

pada TW3-17 terpengaruh upaya *deleveraging* yang dilakukan pemerintah. *Yield* obligasi *benchmark* pemerintah Tiongkok (10Y) pada TW3-17 meningkat rata-rata menjadi 3,63%, dari sebelumnya 3,53% pada TW2-17. Pemerintah dan Bank Sentral Tiongkok (PBC) melakukan *deleveraging* untuk mengatasi tingginya tingkat utang melalui pengurangan kredit kepada industri dan rumah tangga. Dalam kebijakan moneternya, PBC kerap melakukan pengurangan injeksi likuiditas sehingga pasar uang menjadi ketat yang pada gilirannya berpengaruh pada suku bunga pasar dan *yield*.

Pergerakan *yield* obligasi di ASEAN juga bervariasi, sejalan dengan keragaman kondisi domestik di masing-masing negara. Di antara negara ASEAN-5, harga obligasi pemerintah Indonesia dan Thailand mengalami perbaikan (penurunan *yield*) yang cukup signifikan. *Yield* obligasi *benchmark* pemerintah Indonesia pada TW3-17 rata-rata mencapai



Grafik 1.16 Perubahan Yield Obligasi

¹⁰ Bank Sentral Jepang masih menerapkan kebijakan *Quantitative and Qualitative Easing (QQE)* dan *Yield Curve Control (YCC)*. Untuk pendalaman lihat ke pembahasan Perkembangan Ekonomi Individu Negara (II.2.4) tentang Jepang.

6,78%, turun dari 6,99% pada TW2-17. Yield Thailand di TW3-17 rata-rata sebesar 2,37%, lebih rendah dari TW2-17 sebesar 2,61%. Penurunan *yield* di Indonesia dipengaruhi oleh membaiknya *outlook* ekonomi ke depan, dengan terlaksananya berbagai proyek infrastruktur dan reformasi struktural. Sementara itu, Thailand mengalami penguatan *recovery* yang bersumber dari perbaikan posisi eksternal—didukung oleh sektor pariwisata yang semakin solid.

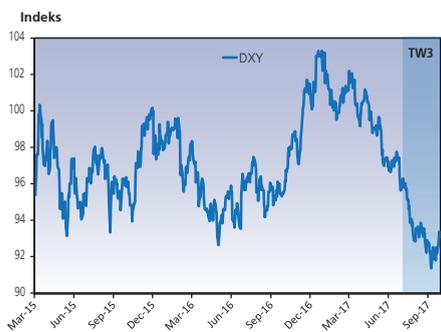
B.3 PASAR VALUTA ASING

Pergerakan nilai tukar mata uang global cenderung variatif pada TW3-17. Nilai tukar kelompok negara maju bergerak dengan kecenderungan apresiatif seiring pelemahan dolar AS karena ketidakpastian kebijakan di bawah kepemimpinan Trump. Euro mengalami apresiasi tertinggi diantara *advanced economies* sejalan dengan kinerja ekonomi yang terus menunjukkan pemulihan sehingga mendorong pengalihan investasi kepada aset-aset dalam EUR dari aset dalam USD. Sementara nilai tukar negara berkembang lebih beragam. Chinese Yuan, Rupee, Baht, dan Ringgit mengalami tekanan apresiatif didorong persepsi pasar yang tetap positif dan performa ekonomi yang lebih baik dari perkiraan. Namun di sisi lain, Won

Korea terdepresiasi akibat meningkatnya tensi geopolitik di semenanjung Korea, diikuti oleh Ruble seiring memanasnya hubungan antara Rusia dan AS di tengah pembahasan sanksi atas invasi militer Rusia dan polemik pemilu AS.

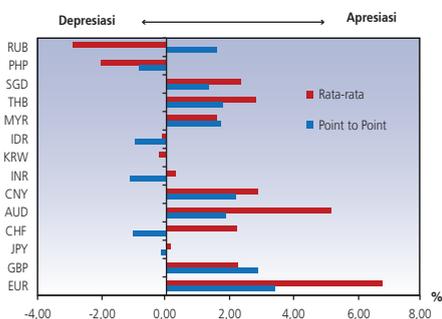
Nilai tukar dolar AS kembali mengalami pelemahan pada TW3-17. Indeks DXY –indikator yang mencerminkan pergerakan USD—secara rata-rata terdepresiasi -4,98% qdq dan ditutup lebih rendah -2,67% ptp. Pelemahan antara lain disebabkan meningkatnya tensi geopolitik antara AS dengan Korea Utara menyusul upaya provokasi Korea Utara dengan meluncurkan misil yang diarahkan ke wilayah Guam – wilayah AS di Lautan Pasifik. Kenaikan *Fed Fund Rate* (FFR) pada akhir kuartal lalu juga belum dapat mendorong penguatan USD karena telah diprediksi pasar dan investor telah melakukan *priced-in*. Selain itu, ketidakpastian *timing* kenaikan FFR ke depan yang bersifat *data dependent*, rencana reformasi pajak Trump, dan perilaku investor yang mengalihkan investasinya dari USD ke EUR sebagai respon atas perbaikan ekonomi Kawasan Euro turut memicu depresiasi USD.

Nilai tukar EUR menguat terhadap sebagian besar nilai tukar, dan menjadi mata uang dengan apresiasi tertinggi diantara negara maju. Nilai tukar EUR pada TW3-17 terapresiasi sebesar 6,74% qdq (rata-rata) dan



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.17 Indeks Nilai Tukar USD (DXY)



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.18 Perubahan Nilai Tukar TW3-17 vs TW2-17

lebih tinggi 3,40% (*point to point* atau ptp), seiring optimisme perbaikan kinerja perekonomian Kawasan Euro sepanjang triwulan serta meredanya gejala politik. Sentimen pasar terhadap prospek pertumbuhan terus membaik sebagaimana tercermin pada perkembangan positif indikator *consumer confidence* dan *economic sentiment indicators*. Selain itu, *forward guidance* ECB yang mensinyalir pengetatan stimulus moneter –terutama

setelah *Governing Council* 7 September 2017– juga memengaruhi keputusan investor untuk mengalihkan dana kepada aset dalam EUR.

Nilai tukar poundsterling (GBP) terhadap USD juga terapresiasi.

GBP menguat 2,24% qtq (rata-rata) dan ditutup lebih tinggi 2,86% ptp, dipicu oleh ekspektasi pasar terhadap rencana kenaikan suku bunga kebijakan, menyusul tren pergerakan inflasi yang terus meningkat dan di atas target BOE.¹¹ Persepsi positif pasar terhadap GBP juga dipengaruhi oleh rilis data manufaktur dan produksi industri yang lebih baik dari perkiraan. Selain itu, performa USD yang cenderung melemah selama TW3-17 turut mendorong nilai GBP terhadap USD.

Yen Jepang (JPY) pada TW3-17 relatif stabil dengan kecenderungan terapresiasi moderat.

Secara rata-rata, JPY menguat tipis (0,15% qtq), namun ditutup sedikit lebih rendah (-0,16% ptp). Pergerakan JPY dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain pelemahan USD karena ketidakpastian kebijakan sehingga mendorong aliran dana ke aset lain terutama *safe haven* seperti JPY. Sentimen investor juga tetap positif terhadap perkembangan Jepang di tengah meningkatnya ketegangan geopolitik dengan Korea Utara sehingga

¹¹ Inflasi Inggris pada Oktober 2017 mencapai 3,0% yoy, di atas target BOE 2%.

tidak terlalu berdampak signifikan terhadap kinerja JPY. Korea utara meluncurkan misil melewati wilayah udara Hokkaido dan jatuh di Laut Jepang.

Pergerakan nilai tukar diantara negara berkembang pada TW3-17 cukup beragam.

Mata uang Tiongkok (CNY) secara rata-rata terapresiasi 2,87% qtq atau menguat 2,20% ptp. Persepsi investor cenderung masih positif terhadap kinerja perekonomian Tiongkok karena pertumbuhan PDB masih berada di atas target, meski sedikit melambat dibanding triwulan lalu.¹² CNY juga terbantu oleh meningkatnya harga komoditas global dan surutnya tekanan di sistem perbankan sehingga mendorong reflasi. Selain itu, PBOC turut aktif dalam mengintervensi pasar valas domestik, termasuk melalui pemberlakuan metode perhitungan *daily fixing* CNY (*Counter-Cyclical Adjustment Factor*) untuk meredam volatilitas nilai tukar. Arus *capital outflows* juga cenderung berkurang karena pasar yang relatif tenang di tengah normalisasi kebijakan moneter global.¹³

Rupiah India (INR) secara rata-rata menguat tipis, sebesar 0,30% qtq disebabkan berlanjutnya aktivitas investor asing pada pasar utang dan ekuitas

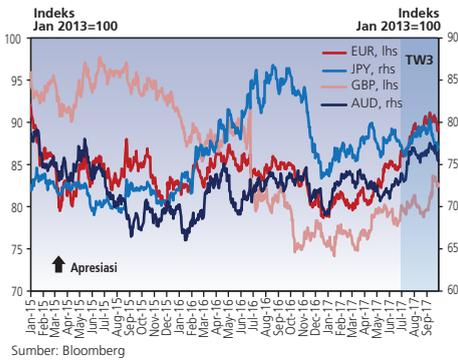
India, serta reformasi struktural yang terus berjalan seperti penerapan *Goods and Services Tax* (GST) sejak Juni 2017. Namun INR ditutup sedikit lebih rendah sebesar -1,12% ptp. Selain INR, Ringgit Malaysia juga menguat karena kinerja ekonomi yang lebih baik dari ekspektasi pasar, terutama setelah rilis resmi data PDB TW2-17 pada pertengahan Agustus 2017 yang menunjukkan akselerasi laju ekonomi.¹⁴ MYR terapresiasi 1,59% qtq (rata-rata) dan 1,72% ptp. Selain Malaysia, ekspansi ekonomi juga terjadi di Thailand, terutama di sisi eksternal dengan neraca perdagangan yang mencatatkan surplus sejak TW1-16. Arus wisatawan mancanegara juga terus meningkat. Sebagai konsekuensinya, Baht Thailand (THB) menjadi salah satu mata uang negara berkembang yang terapresiasi paling tinggi, dengan rata-rata kenaikan 2,78% qtq dan 1,80% ptp.

Di sisi lain, Korea Won mencatat rata-rata yang sedikit lebih rendah -0,19% qtq dan secara ptp relatif tidak berubah (0,01%). Pelemahan KRW tersebut tidak terlepas dari peningkatan tensi geopolitik di semenanjung Korea. Ruble Rusia (RUB) turut terdepresiasi karena memanasnya hubungan antara Rusia dengan AS terkait pemberian sanksi terhadap Rusia akibat keterlibatannya dalam pemilu AS serta intervensi militer di Ukraina dan

12 PDB Tiongkok pada TW3-17 tumbuh 6,8% yoy, lebih rendah dibanding TW2-17 (6,9%) namun masih di atas target pertumbuhan (6,5%).

13 Sejumlah bank sentral berhasil melakukan *forward guidance* kenaikan suku bunga dengan baik sehingga ekspektasi pasar dapat lebih terkendali.

14 PDB Malaysia pada TW2-17 tumbuh 5,8% yoy, lebih tinggi dibanding TW1-17 sebesar 5,6%.



Grafik 1.19 Nilai Tukar Negara Maju



Grafik 1.20 Nilai Tukar Negara Berkembang

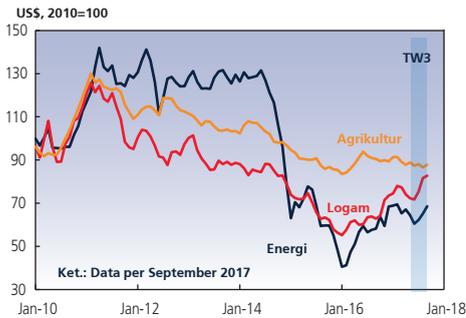
Suriah. RUB melemah rata-rata sebesar -2,90% qtq, namun secara ptp menguat tipis 1,58%.

C. PASAR KOMODITAS

Dinamika pergerakan harga komoditas global beragam pada TW3-17. Harga energi dan logam secara keseluruhan meningkat, sementara harga komoditas agrikultural bergerak cukup variatif dengan kecenderungan menurun.

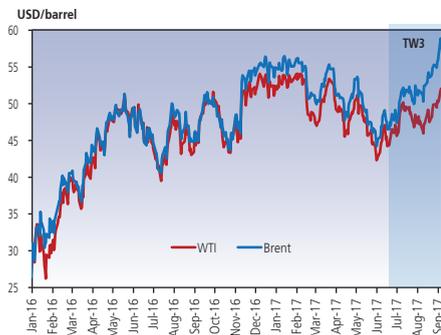
Penguatan harga minyak disebabkan oleh membaiknya permintaan global yang dibarengi oleh pengetatan produksi minyak menyusul kesepakatan OPEC. Harga logam naik seiring peningkatan permintaan dari Tiongkok serta penyusutan produksi akibat kebijakan pembatasan produksi di Tiongkok dan penutupan sejumlah tambang dunia. Harga emas turut meningkat karena dolar AS yang terdepresiasi dan faktor tensi geopolitik. Sementara itu kapasitas produksi komoditas pertanian –kecuali kedelai dan beras– dan perkebunan mengalami perbaikan karena iklim yang mendukung sehingga menekan harga produk agrikultural ke bawah.

Harga minyak TW3-17 berbalik tumbuh positif setelah sempat melemah pada kuartal lalu, Peningkatan tersebut dipengaruhi turunnya persediaan minyak karena permintaan global yang kuat dan tingkat kepatuhan produsen OPEC dan non-OPEC yang lebih baik terhadap kesepakatan pengurangan produksi minyak. Rata-rata harga minyak naik 3,0% qtq (Brent), namun sedikit melemah berdasarkan indikator West Texas Intermediate (WTI) sebesar -0,2%. Pergerakan yang tidak searah ini disebabkan bencana badai Harvey yang memengaruhi permintaan minyak mentah dan mengurangi seperempat kapasitas kilang minyak AS. Namun perubahan harga *point-to-point* (ptp) masih menunjukkan perkembangan yang sejalan. Harga Brent menguat 17,2% (dari USD48,23/barel menjadi USD56,43/barel), dan WTI 12,2% ptp (dari USD46,04/barel menjadi USD51,67/barel).



Sumber: World Bank

Grafik 1.21 Indeks Harga Komoditas



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.22 Harga Minyak

Harga logam secara keseluruhan meningkat pada TW3-17, seiring menguatnya permintaan terutama dari sektor properti, infrastruktur, dan manufaktur di Tiongkok. Hal tersebut juga disertai dengan pasokan yang menurun akibat pembatasan kapasitas produksi oleh otoritas Tiongkok. Kenaikan paling signifikan terjadi pada harga *zinc* dan nikel, dengan rata-rata kenaikan sekitar 14%. Persediaan *zinc* menyusut akibat penutupan tambang pada beberapa waktu terakhir, serta *output* di Tiongkok yang menurun karena isu kerusakan lingkungan.

Lonjakan harga nikel juga dipengaruhi oleh Tiongkok (kenaikan permintaan *stainless steel*) dan penutupan tambang Ravensthorpe di Australia karena biaya operasi yang terlampaui tinggi. Harga tembaga juga tumbuh signifikan dengan rata-rata 12,2% q_{tt} dan 9,2% p_{tt}, disebabkan oleh ekspektasi pasar atas keberlanjutan pengetatan produksi.

Harga logam timbal meningkat 8,4% q_{tt} (rata-rata) dan ditutup lebih tinggi 8,4% p_{tt}, karena pasokan yang rendah dan kuatnya permintaan baterai. Produksi timbal –yang merupakan produk sampingan *zinc*– menurun terdampak penutupan beberapa tambang *zinc* serta isu kerusakan lingkungan di Tiongkok. Harga aluminium naik 6,0% (rata-rata) dan 9,5% p_{tt} seiring kebijakan pemotongan kapasitas *smelter* di Tiongkok dan permintaan yang kuat.¹⁵ Harga logam mulia emas –meski tidak setajam logam lainnya– turut terakselerasi rata-rata sebesar 1,7% q_{tt} dan 3,1% p_{tt}. Kenaikan tersebut dipengaruhi permintaan investasi emas yang kuat seiring melemahnya dolar AS dan meningkatnya tensi geopolitik antara AS dan Korea Utara. Peningkatan harga emas sempat mereda pada September 2017 menyusul ekspektasi pengetatan kebijakan moneter AS.

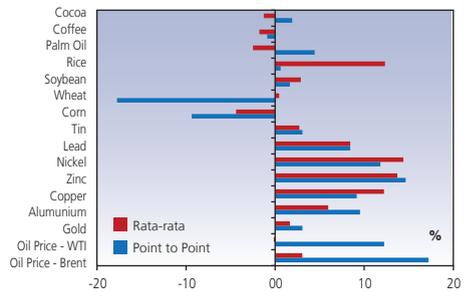
Harga komoditas pertanian bergerak variatif pada TW3-17, dengan kecenderungan melemah. Tren penurunan

¹⁵ Kebijakan pemotongan produksi oleh pemerintah Tiongkok mencakup dua hal yaitu: penutupan *smelter* tanpa izin sejak April 2017, dan pengurangan 30% *output* di 28 kota selama musim dingin. Kebijakan ini dapat memengaruhi 10% kapasitas produksi Tiongkok, yang menghasilkan 60% aluminium dunia.

harga gandum berlanjut turun sejak awal 2017 –karena perbaikan produksi dan hasil panen yang memadai seiring cuaca yang mendukung– dan ditutup lebih rendah -17,8% ptp meski secara rata-rata sedikit meningkat sebesar 0,4% qtq. Peningkatan hasil panen dialami oleh hampir seluruh negara produsen seperti AS, Rusia, Kazakhstan, Ukraina, Argentina, dan Australia. Selain gandum, komoditas jagung juga mengalami perbaikan produksi sehingga menurunkan harga menjadi -4,4% (rata-rata) dan -9,4% ptp. Harga minyak kelapa sawit juga menurun sejalan dengan menguatnya produksi di Malaysia dan Indonesia, yakni secara rata-rata -2,5% meski cenderung menguat di akhir triwulan sehingga ditutup lebih tinggi 4,4% ptp. Sebaliknya, produksi kedelai terhambat sehingga mengakibatkan rata-rata harga naik 2,9% dan 1,7% ptp. Harga beras turut meningkat sebesar 12,3% (rata-rata) dan 0,6% ptp seiring produksi yang belum pulih di sejumlah negara produsen, terutama di Tiongkok, Thailand, dan Viet Nam.

Pergerakan harga komoditas perkebunan pada TW3-17 juga cenderung menurun.

Harga kopi melemah sebesar -1,8% (rata-rata) dan -0,9% ptp. Penurunan produksi kopi robusta di Viet Nam tidak mampu mengimbangi kenaikan produksi kopi arabika. Rata-rata harga kakao juga menurun sebesar -1,3% -meski masih ditutup lebih tinggi 1,9% ptp- sebagai akibat dari peningkatan *output* secara signifikan di Pantai Gading yang merupakan salah satu pemasok utama kakao dunia.



Sumber: Bloomberg

Grafik 1.23 Perubahan Harga Komoditas TW3-17 vs TW2-17

Tabel 1.2 Perubahan Harga Komoditas TW3-17

Komoditas	Satuan	Rata-Rata Harga		Harga Penutup	
		TW3-17	TW2-17	TW3-17	TW2-17
Emas	USD/ounce	1.279	1.258	1.280	1.242
Aluminium	USD/ton	2.027	1.913	2.102	1.919
Tembaga	USD/ton	6.388	5.692	6.481	5.937
Zinc	USD/ton	2.963	2.605	3.162	2.758
Nikel	USD/ton	10.608	9.274	10.500	9.390
Timbal	USD/ton	2.352	2.170	2.485	2.292
Timah	USD/ton	20.369	19.829	20.675	19.975
Jagung	USD/bushel	372	389	355	392
Gandum	USD/bushel	479	477	448	545
Kedelai	USD/bushel	973	947	979	963
Beras	USD/kuintal	12	11	12	12
Kelapa Sawit	MYR/ton	2.679	2.747	2.716	2.601
Kopi	USD/pound	135	137	128	129
Kakao	USD/ton	1.962	1.980	2.034	1.996

PERKEMBANGAN EKONOMI INDIVIDU NEGARA

B.1. Amerika Serikat

Kinerja ekonomi AS secara perlahan terus mengalami perbaikan dan berhasil menepis kekhawatiran pelemahan ekonomi yang ditimbulkan oleh badai Harvey dan Irma¹⁶. Meski dilanda dua badai besar yang mengakibatkan kerusakan parah, ekonomi AS pada TW3-17 masih tumbuh meningkat sebesar 2,3% yoy, dari 2,2% di TW2-17. Belanja konsumen masih menjadi penopang utama ekonomi AS meski pertumbuhannya tertahan akibat perbaikan upah yang sangat lambat dan diperparah oleh dampak badai yang menekan konsumsi. Perbaikan ekonomi AS turut disumbang oleh investasi yang terus tumbuh positif, di saat terjadinya perlambatan pertumbuhan kinerja eksternal dan pengeluaran pemerintah. Namun demikian, kinerja investasi perlu dicermati lebih lanjut mengingat pertumbuhannya dipengaruhi oleh faktor persediaan yang menunjukkan

masih tertahannya aktivitas konsumsi.

Sektor tenaga kerja melanjutkan tren perbaikan menuju full employment. Tingkat pengangguran menurun menjadi 4,2% di September 2017 (dari 4,4% di Juni 2017), diiringi dengan meningkatnya partisipasi kerja ke 63,1% (dari 62,8%). Namun perbaikan ini dibayangi oleh pertumbuhan upah yang berjalan lambat dan menjadi salah satu faktor tertahannya kinerja konsumsi dan inflasi AS. Meski inflasi headline September 2017 telah mencapai 2,2%, namun inflasi inti (1,7%) dan PCE core (1,3%) masih jauh dari target (2%). Inflasi yang relatif masih rendah menjadi pertimbangan the Fed untuk mempertahankan Fed Fund Rate di level 1%-1,25%.

Dilatarbelakangi kondisi ekonomi AS yang secara umum kian membaik, the Fed mulai mengurangi posisi aset pada US Treasury dan Mortgage Backed Securities. Pengurangan aset mulai dilakukan pada Oktober 2017 sesuai dengan path yang telah ditetapkan. Kebijakan tersebut akan

¹⁶ Badai Harvey terjadi di Texas dan Louisiana pada 25 Agustus 2017, sementara Badai Irma menerjang Florida pada 10 September 2017.

ditempuh secara gradual dan terukur untuk menghindari financial shock di pasar keuangan. The Fed memandang optimis perekonomiannya dengan merevisi ke atas median pertumbuhan PDB 2017 menjadi 2,4% yoy (dari 2,2% di estimasi Juni-2017). Pertumbuhan PDB kemudian akan menuju path jangka panjangnya yang lebih rendah pada 2018-2020. Inflasi dalam jangka pendek masih akan berada di bawah target, dan secara gradual menuju target 2% pada 2019-2020.

Pertumbuhan ekonomi AS ke depan akan dibayangi oleh sejumlah faktor yang dapat menahan akselerasinya. Faktor risiko yang perlu dicermati antara lain adalah ketidakpastian kebijakan fiskal (termasuk tax reform), pertumbuhan upah yang berjalan lambat, inflasi yang masih rendah, dan kebijakan perdagangan yang bersifat proteksionis. Selain itu, ekonomi AS juga rentan terhadap isu politik di dalam negeri terkait keterlibatan Rusia dalam Pemilu AS, serta faktor geopolitik krisis di semenanjung Korea dan Timur Tengah.

Dinamika perekonomian AS pada triwulan tiga 2017 dipengaruhi oleh bencana alam yang melanda sebagian wilayah AS. Dua badai besar yaitu Harvey yang menerjang Texas dan Louisiana, serta Irma di Florida telah mengakibatkan kerusakan properti cukup parah dan menghentikan kegiatan perekonomian untuk beberapa saat. Sektor energi juga sangat terpukul akibat penutupan sejumlah kilang minyak yang berlokasi di pantai teluk

Texas dan mengganggu proses refinery. Badai juga menghambat aktivitas konsumsi seiring terganggunya pasokan barang dan penurunan pendapatan karena berkurangnya penyerapan tenaga kerja. Badai diprediksi akan menahan kinerja ekonomi AS dalam jangka pendek, dan kembali pulih dalam jangka menengah panjang seiring upaya perbaikan (recovery) untuk memperbaiki kerusakan yang terjadi.

Kekhawatiran terjadinya perlambatan ekonomi AS akibat badai ternyata dapat dihindari. Bureau of Economic Analysis merilis data first estimate pertumbuhan PDB AS TW3-17 sebesar 2,3% yoy, sedikit lebih tinggi dari 2,2% di TW2-17 dan di atas estimasi sebesar 2,1%.¹⁷ Performa yang tetap positif meningkatkan keyakinan bahwa ekonomi AS terus mengalami pemulihan dan menambah optimisme bahwa the Fed akan menaikkan FFR satu kali lagi di akhir 2017.

Belanja konsumen (personal consumption expenditure) masih menjadi kontributor utama kinerja ekonomi AS, meski pertumbuhannya sedikit tertahan. Aktivitas konsumsi tumbuh sebesar 2,6% yoy pada TW3-17, sedikit melambat dari TW2-17 sebesar 2,7%. Pertumbuhan upah yang berjalan lambat, dan diperburuk dengan berkurangnya penyerapan tenaga kerja akibat badai Harvey dan Irma melatarbelakangi tertahannya konsumsi. Berbeda dengan konsumsi, investasi tumbuh membaik sebesar

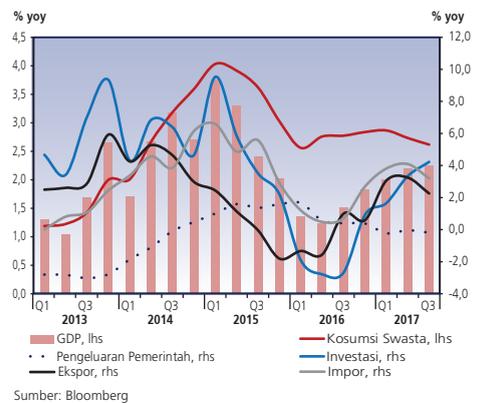
¹⁷ Estimasi Consensus Forecast Oktober 2017.

4,2% yoy pada TW3-17, meningkat dari 3,3% di TW2-17, terutama didorong peningkatan investasi non residensial. Namun demikian perlu dicermati terjadinya kenaikan *inventory* (persediaan) sejalan dengan konsumsi yang sedikit melambat. Di sisi lain, pengeluaran pemerintah berkontraksi -0,2% yoy, melemah dibandingkan 0,0% pada TW2-17. Kinerja eksternal juga tertahan, ditandai dengan menurunnya pertumbuhan ekspor dan impor, yang mencerminkan penurunan permintaan global dan domestik.¹⁸

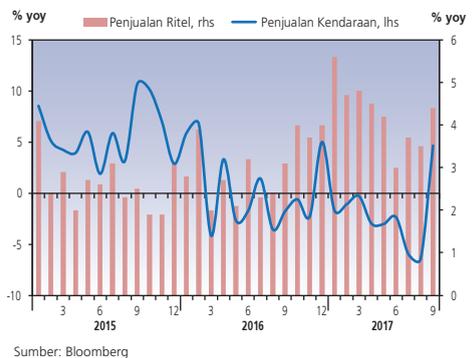
Aktivitas konsumsi yang cenderung stagnan tercermin dari data penjualan ritel yang juga relatif tetap.

Rerata penjualan ritel selama TW3-17 tumbuh sebesar 3,87% yoy, hampir tidak bergerak dari triwulan sebelumnya sebesar 3,90%. Pergerakan *retail sales* selama triwulan laporan cukup fluktuatif, dan sempat melambat pada Agustus 2017 akibat badai Harvey yang melanda Texas. Badai memaksa masyarakat berdiam diri di rumah dan menghindari aktivitas luar termasuk untuk belanja dan bekerja. Namun pada September 2017, penjualan ritel kembali membaik ke 4,4% (dari 3,5%) didorong kenaikan penjualan *gasoline*, serta kendaraan dan *sparepart*-nya. Penjualan kendaraan berbalik positif dan tumbuh signifikan mencapai 4,6% yoy, setelah berkontraksi -6,4% di Agustus 2017, sejalan dengan kebutuhan untuk mengganti kendaraan yang rusak akibat badai.

¹⁸ Ekspor TW3-17 tumbuh 2,3% yoy (melambat dari 3,2% di TW2-17), sementara impor menurun ke 3,2% (dari 4,1%).



Grafik 2.1 Pertumbuhan PDB

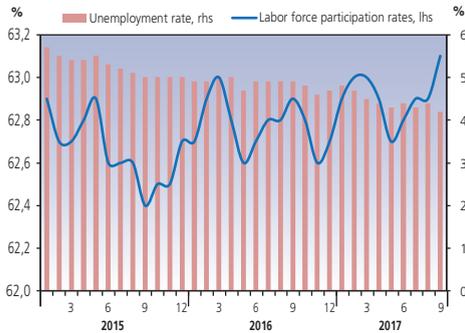


Grafik 2.2 Penjualan Ritel dan Kendaraan

Konsumsi yang masih tertahan antara lain dipengaruhi oleh lambannya pertumbuhan upah. Selama beberapa tahun terakhir, upah tumbuh di bawah 3% yoy dengan pertumbuhan *disposable income* yang relatif stagnan. Kenaikan upah yang lambat merupakan *puzzle* bagi ekonomi AS karena terjadi di saat tingkat pengangguran semakin rendah dan mendekati *full employment*. Tingkat pengangguran AS pada akhir September 2017 telah mencapai 4,2%,

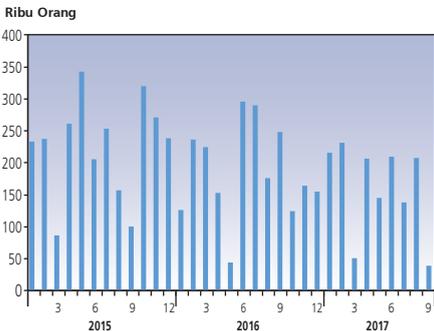
menurun dari 4,4% di akhir Juni 2017. Tingkat partisipasi kerja (*labor force participation rate*) juga mengalami perbaikan menjadi 63,1% (naik dari 62,8%) -meski masih jauh dari periode sebelum krisis di kisaran 66%.

Penyerapan tenaga kerja sedikit terkendala diakibatkan badai Harvey dan Irma. *Change in non farm payroll* September 2017 turun drastis menjadi hanya 38.000 jiwa, dari 208.000 jiwa pada Agustus 2017. Dengan penurunan tersebut, total penyerapan tenaga kerja selama TW3-17 turun drastis ke 384.000 orang, dari triwulan lalu yang mencapai 562.000 orang.



Sumber: US Bureau of Labor Statistics

Grafik 2.3 Sektor Tenaga Kerja



Sumber: US Bureau of Labor Statistics

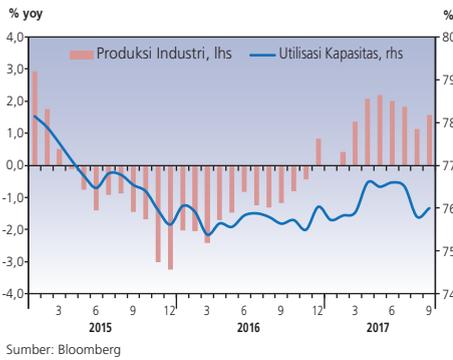
Grafik 2.4 Non Farm Payroll

Aktivitas konsumsi yang cenderung tertahan diperkirakan masih akan berlanjut dalam beberapa waktu ke depan. Rata-rata kepercayaan konsumen yang dirilis University of Michigan pada TW3-17 menurun menjadi 95,1, melambat dari 96,4 di triwulan sebelumnya. Keyakinan konsumen AS yang tertahan tersebut dipengaruhi oleh pesimisme terhadap kenaikan upah yang berjalan lambat, serta kekhawatiran bahwa dampak badai Harvey dan Irma akan meluas.

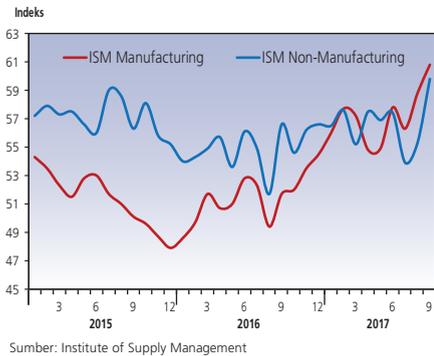
Belanja konsumen yang masih tertahan memicu perlambatan produksi industri. Rata-rata produksi industri TW3-17 menurun menjadi 1,5% yoy, cukup dalam dari 2,1% pada triwulan sebelumnya. Penurunan signifikan terjadi pada sektor pertambangan akibat terganggunya proses *refinery* di Texas sehingga menurunkan pasokan *gasoline*.¹⁹ Investasi di sektor *utilities* juga terganggu oleh cuaca yang lebih *mild* sehingga menurunkan konsumsi gas. Memasuki September 2017, aktivitas produksi kembali meningkat yang mencerminkan bahwa aktivitas produksi mulai kembali normal. Peningkatan terutama terjadi pada produksi sektor *mining* dan *utilities* yang kembali membaik²⁰, sementara produksi manufaktur tumbuh sedikit melambat menjadi 1,0% yoy (dari 1,1%). Sejalan dengan penurunan produksi industri, kapasitas utilisasi TW3-17 juga melambat menjadi 76,1%, lebih rendah dari TW2-

¹⁹ Produksi Industri pada Agustus 2017 turun drastis menjadi hanya 1,1% yoy, dari 1,8% pada Juli 2017.

²⁰ Sektor *mining* tumbuh 9,8% yoy (dari 9,0%) dan kontraksi *utilities* menurun menjadi -4% (dari -8,1%).



Grafik 2.5 Investasi



Grafik 2.6 Keyakinan Bisnis

17 sebesar 76,3%, yang mengindikasikan kegiatan produksi belum sepenuhnya pulih.

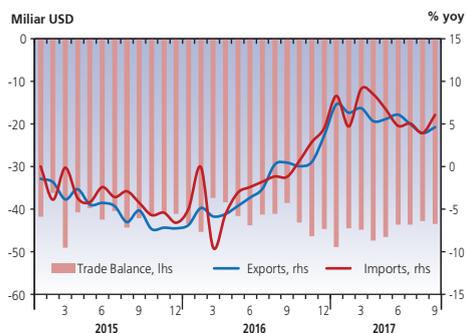
Kendati sektor produksi masih tertahan, keyakinan bisnis terindikasi kian optimis terutama di sektor manufaktur. Rata-rata ISM manufaktur pada TW3-17 mencapai 58,6, naik dari 55,8 di TW2-17. Peningkatan keyakinan bisnis terutama terjadi pada September 2017 yang naik hingga 60,8, dari sebelumnya 58,8 di Agustus 2017. Optimisme ditopang oleh kembali

membaihnya produksi manufaktur -setelah tertahan akibat badai-, serta peningkatan *global demand* dan *capital spending*. Proses *recovery* pasca badai diperkirakan semakin meningkatkan performa sektor manufaktur ke depan.

Kinerja eksternal AS masih belum menggembirakan dengan terjadinya penurunan pertumbuhan ekspor dan impor. Selama TW3-17, ekspor tumbuh sebesar 4,5% yoy, melambat dari 5,7% di TW2-17. Penurunan ekspor terjadi meski USD mengalami depresiasi, yang menunjukkan tertahannya permintaan eksternal²¹. Pelemahan ekspor terjadi dalam dua bulan pertama TW3-17 antara lain dipengaruhi oleh penurunan ekspor *consumer goods*, alat rumah tangga, *hand phone*, *industrial supplies* dan *crude oil*. Penutupan pelabuhan pasca badai Harvey di Agustus 2017 yang mengganggu kegiatan bongkar muat juga menjadi faktor yang menurunkan ekspor AS. Kegiatan pelabuhan mulai pulih pada September 2017 sehingga memperbaiki kinerja ekspor terutama produk energi.

Impor juga tumbuh melambat seiring dengan masih tertahannya konsumsi domestik. Selama TW3-17, pertumbuhan impor melambat ke level 5,0% yoy, dari triwulan sebelumnya sebesar 6,7%. Penurunan tajam terutama terjadi pada Agustus 2017 dipicu oleh turunnya impor kendaraan, *sparepart*, *industrial*

²¹ Rata-rata indeks DXY TW3-17 sebesar 98,23, menurun dari 100,06 di triwulan lalu.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.7 Neraca Perdagangan

supplies dan *crude oil*. Penutupan sejumlah kilang *refinery* mendorong perusahaan minyak mengurangi impor *crude oil* karena terbatasnya sarana untuk mengolah menjadi produk BBM. Defisit neraca perdagangan AS selama TW3-17 menyempit menjadi USD129,9 miliar, dari triwulan sebelumnya sebesar USD137,3 miliar. Hal ini sejalan dengan upaya pemerintahan Trump untuk menurunkan defisit perdagangan terutama dengan Canada, Mexico dan Tiongkok yang merupakan negara utama tujuan ekspor AS.

Penurunan defisit neraca perdagangan AS dengan Tiongkok merupakan prioritas pemerintahan Trump.

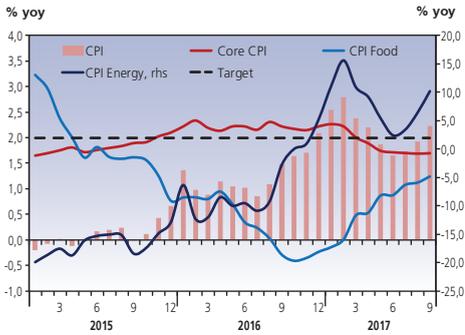
Permasalahan ini menjadi salah satu agenda yang dibahas dalam pertemuan dengan Presiden Xi Jinping pada awal November 2017. Trump menginginkan kerjasama perdagangan yang *fair* dan bersifat *reciprocal* dengan mitra dagangnya. AS berencana menerapkan kebijakan perdagangan yang cenderung proteksionis untuk mengamankan neraca perdagangannya. Surplus neraca perdagangan Tiongkok dengan AS

pada September 2017 melebar menjadi USD28,08 miliar, dari USD26,23 miliar pada Agustus 2017 –tertinggi sejak 2008. Selama periode Januari-September 2017, surplus perdagangan Tiongkok dengan AS telah mencapai USD 195,54 miliar. Trump melakukan upaya bilateral untuk mengatasi defisit yang kian membengkak. Dalam kunjungan ke Tiongkok, telah dilakukan perjanjian bisnis antara AS dan Tiongkok senilai USD250 miliar dengan sektor yang sangat beragam meliputi energi, transportasi, pertanian, keuangan dan industri.

Tekanan inflasi AS telah beranjak naik tetapi belum mencerminkan perbaikan konsumsi yang solid seiring dengan inflasi inti yang masih relatif stagnan. *Headline* CPI pada September 2017 telah meningkat mencapai 2,2% yoy, dari 1,6% di akhir Juni 2017. Inflasi terutama dipicu oleh akselerasi harga energi khususnya *gasoline* sebagai dampak dari berkurangnya pasokan.²² Inflasi juga dipengaruhi oleh kenaikan harga makanan, sewa rumah, sarana transportasi dan jasa kesehatan. Peranan harga energi yang lebih dominan mengindikasikan kinerja konsumsi yang belum solid. Inflasi inti stagnan di level 1,7% yoy sejak Mei 2017 dan PCE core masih di bawah target (1,3% dari target 2%).²³

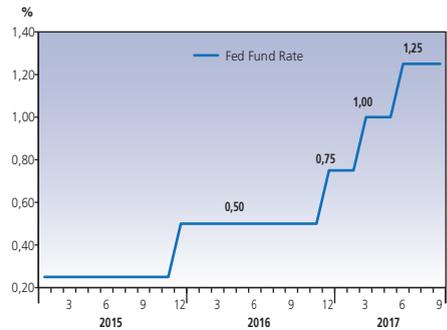
22 Badai Harvey terjadi di tengah terjadinya *oversupply* minyak global. Penurunan kilang pemurnian (*refinery*) untuk pengolahan minyak mentah memicu pelemahan permintaan *crude oil*. Hal ini mengakibatkan harga *gasoline* naik di saat harga minyak dunia melemah.

23 Bahkan lebih rendah dibandingkan awal tahun 2017 sebesar 1,9% yoy.



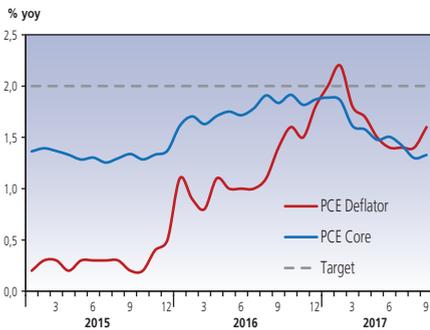
Sumber: Bureau of Labor Statistic

Grafik 2.8 Inflasi



Sumber: The Federal Reserve

Grafik 2.10 Fed Fund Rate



Sumber: Bloomberg

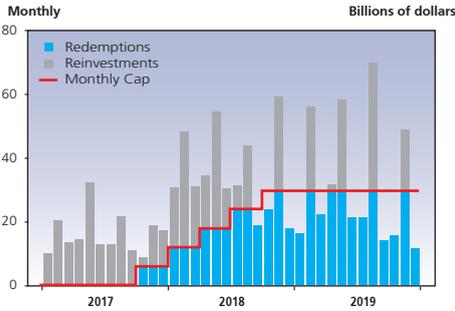
Grafik 2.9 Personal Consumption Expenditure (PCE)

Tekanan inflasi dan sektor ketenagakerjaan menjadi faktor yang diperhatikan the Fed di dalam menetapkan kebijakannya. Tekanan inflasi yang masih rendah di tengah perbaikan sektor tenaga kerja melatarbelakangi keputusan the Fed untuk mempertahankan FFR pada level 1%-1,25% pada FOMC Juli dan September 2017²⁴.

Selain inflasi, dalam menetapkan kebijakan moneternya, the Fed juga mempertimbangkan ketidakpastian kebijakan fiskal pemerintah, *overshooting full employment*, ekspektasi inflasi yang masih rendah, serta *yield* obligasi yang rendah yang dikhawatirkan mendorong investor mengambil risiko berlebihan dalam berinvestasi.

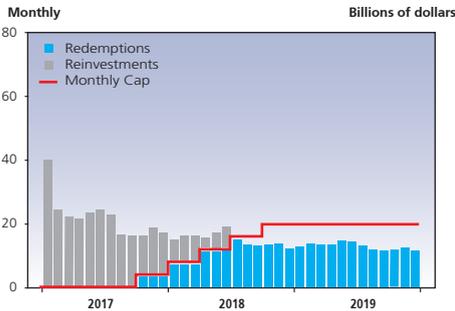
Kinerja ekonomi AS yang positif mendorong the Fed untuk mulai mengurangi derajat kebijakan moneter akomodatifnya (*less accommodative*). Pengurangan posisi aset diumumkan pada FOMC Juni 2017 dan mulai direalisasikan pada Oktober 2017. The Fed mengurangi jumlah reinvestasi aset pada *US Treasury* (UST) dan *Mortgage Backed Securities* (MBS) masing-masing sebesar USD6 miliar dan USD4 miliar per-bulan hingga Desember 2017. Nilai pengurangan aset akan ditambahkan kembali setiap tiga bulan dengan jumlah yang sama hingga mencapai USD30 miliar (UST) dan USD20 miliar (MBS). Jumlah pengurangan aset tersebut akan terus dijaga hingga mencapai

24 FOMC dilaksanakan pada 25-26 Juli 2017 dan 19-20 September 2017.



Sumber: Bonis, Ihrig and Wei (2017)

Grafik 2.11 UST Maturity Profile



Sumber: Bonis, Ihrig and Wei (2017)

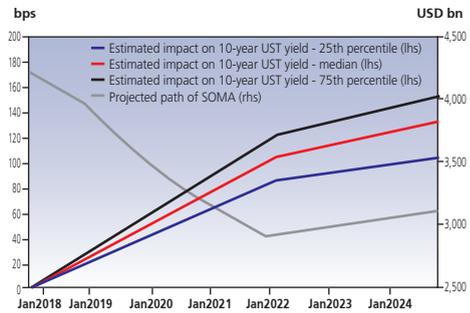
Grafik 2.12 Agency Debt and MBS Pay-Down Profile

level *balance sheet* tertentu. Normalisasi diprediksi akan menurunkan *balance sheet* the Fed dari sekitar USD4,25 triliun menjadi sekitar USD2,9 triliun pada akhir tahun 2021, dan menaikkan yield UST 10 tahun sebesar 100 bps. Imbal hasil yang lebih tinggi di AS akan memicu pelarian arus modal dari negara *emerging* dan meningkatkan *cost of financing*.

Arah kebijakan moneter yang semakin ketat juga tercermin dari jajak

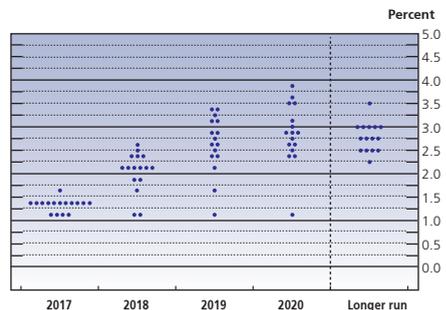
pendapat anggota *board of governor* the Fed pada rapat FOMC September 2017 (*dot plot*).

Anggota FOMC memprediksi bahwa FFR akan berada di kisaran 1,375% pada 2017, dan sekitar 2,125% pada 2018 –relatif tetap dibandingkan FOMC Juni 2017. Perkiraan ini mengindikasikan bahwa the Fed masih akan menaikkan FFR sebanyak satu kali pada Desember 2017, dan tiga kali pada 2018. Sementara itu, median proyeksi FFR pada tahun 2019 dan *longer run period* mengalami penurunan ke level 2,6875%



Sumber: Fed NY and HKMA Staff Estimate

Grafik 2.13 Penurunan Pembelian Aset dan UST Yield



Sumber: The Federal Reserves

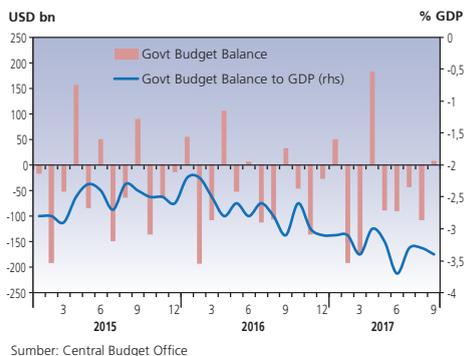
Grafik 2.14 Dot Plot

dan 2,75% sejalan dengan bertambahnya anggota FOMC yang memperkirakan level suku bunga FFR berada dibawah level 3%.

Arah kebijakan ekonomi moneter ke depan diperkirakan tidak akan jauh berbeda dari kepemimpinan Yellen saat ini. Pasalnya, Jerome Powell yang dipilih oleh Trump untuk menggantikan Yellen telah menjadi salah satu anggota *Board of Governor* the Fed sejak 2012 dan ikut terlibat dalam pengambilan keputusan the Fed selama ini. Powell akan menempati jabatan barunya setelah masa tugas Yellen berakhir pada 3 Februari 2018.

Peranan fiskal dalam perekonomian AS semakin meningkat.

Rasio defisit fiskal terhadap PDB pada TW3-17 melebar menjadi -3,4% PDB, dari -3,1% PDB pada periode yang sama tahun sebelumnya. Total defisit selama tahun fiskal 2016/2017 –berakhir September 2017- mencapai USD 666 miliar, melebar dari USD587 miliar. Prospek kinerja fiskal AS ke depan sangat bergantung pada keberhasilan Presiden Trump untuk merealisasikan seluruh agenda kebijakan fiskalnya termasuk reformasi di sektor pajak. Jika proposal *tax reform* disetujui senat, anggaran pemerintah AS diprediksi akan mengalami defisit sebesar USD1,5 triliun dalam satu dekade mendatang akibat berkurangnya penerimaan pemerintah karena pemotongan pajak. Trump berencana mengatur pajak usaha perusahaan kecil maksimal 25%, menurunkan pajak korporasi menjadi 20% dari sebelumnya 35%, dan menyederhanakan *tax bracket* menjadi tiga



Grafik 2.15 Anggaran Pemerintah

kategori (12%, 25%, 35%) dari sebelumnya tujuh kategori (10%, 15%, 25%, 28%, 33%, 35% dan 39,6%). Di sisi lain, Trump juga akan meningkatkan pengeluaran infrastruktur untuk mendorong pertumbuhan ekonomi AS.

Dilatarbelakangi oleh kinerja ekonomi AS yang kian membaik seiring berlanjutnya perbaikan di sektor tenaga kerja, optimisme perbaikan ekonomi AS ke depan semakin meningkat. The Fed, dalam FOMC September 2017, merevisi ke atas proyeksi pertumbuhan PDB AS 2017 menjadi sebesar 2,4% yoy (dari estimasi Juni 2017 sebesar 2,2%) dan mempertahankan *outlook* 2018 di level 2,1%. Sejalan dengan itu, IMF juga merevisi ke atas *outlook* PDB AS 2017 dan 2018 masing-masing menjadi 2,2% (+0,1% dari estimasi Juli 2017) dan 2,3% (+0,2%). *Outlook* yang lebih positif tersebut dilatarbelakangi oleh pulihnya permintaan domestik setelah melemah di kuartal pertama, serta perbaikan kinerja investasi terutama di sektor energi.

Sejumlah faktor perlu dicermati pemerintah AS dalam upayanya untuk memperbaiki kinerja perekonomian.

Faktor yang dapat mendorong perbaikan adalah meningkatnya potensi permintaan eksternal sejalan dengan pemulihan ekonomi global yang akan berdampak positif pada ekspor. Selain itu, proses pemulihan pasca badai Harvey dan Irma akan meningkatkan aktivitas investasi baik di sektor residensial maupun non residensial. Di sisi lain, terdapat faktor yang dapat menjadikan pertumbuhan ekonomi AS meleset dari target (*down side*

risk). Faktor tersebut antara lain adalah terhambatnya persetujuan proposal *tax reform* yang dapat menjadi disinsentif bagi perusahaan AS di luar negeri untuk menjalankan bisnis di dalam negeri, lambannya pertumbuhan upah berpotensi menahan konsumsi, kebijakan proteksi perdagangan untuk mengatasi defisit neraca perdagangan dapat menahan impor bahan baku, masalah politik dalam negeri terkait keterlibatan Rusia dalam pemilu AS, serta geopolitik di semenanjung Korea dan krisis Timur Tengah.

Tabel 2.1 Proyeksi Kinerja Ekonomi AS

Indikator	The Fed - Estimasi September 2017(Median) ¹				IMF ² WEO Okt-2017	
	2017	2018	2019	Longer Run	2017	2018
PDB Riil (% yoy)	2,4	2,1	2,0	1,8	2,2	2,3
Estimasi sebelumnya	2,2	2,1	1,9	1,8	2,1	2,1
Inflasi PCE (% yoy)	1,6	1,9	2,0	2,0	1,8	2,3
Estimasi sebelumnya	1,6	2,0	2,0	2,0	2,3	2,7
Inflasi Core-PCE (% yoy)	1,5	1,9	2,0	-	n.a.	n.a
Estimasi sebelumnya	1,7	2,0	2,0	-	n.a.	n.a
Tingkat Pengangguran (%)	4,3	4,1	4,1	4,6	4,4	4,1
Estimasi sebelumnya	4,3	4,2	4,2	4,6	4,7	4,6
Fed Fund Rate	1,4	2,1	2,7	2,8	n.a.	n.a
Estimasi sebelumnya	1,4	2,1	2,9	3,0	n.a.	n.a

Sumber: Federal Reserve, IMF

¹ Data the Fed: Estimasi sebelumnya adalah Juni 2017.

² Data IMF: Estimasi sebelumnya adalah Juli 2017. Khusus estimasi sebelumnya untuk Inflasi PCE dan tingkat pengangguran menggunakan data WEO April 2017.

BOKS 1

BERTAHAN DI TENGAH BADAI HARVEY DAN IRMA

Dua badai besar telah menghantam wilayah AS selama triwulan tiga 2017. Badai Harvey menerjang Texas dan Louisiana pada 25 Agustus 2017, disusul oleh Badai Irma yang memporakporandakan Florida pada 10 September 2017. Harvey merupakan salah satu badai terbesar yang pernah dialami AS –setelah Katrina dan Sandy- sehingga tidak mengherankan jika dampak yang ditimbulkannya cukup masif.

Badai Harvey diperkirakan mengakibatkan kerusakan properti mencapai USD85 miliar. Bila ditambah dengan kerusakan akibat badai Irma maka total kerugian mencapai USD115 miliar. Badai juga telah menghancurkan kendaraan dalam jumlah cukup banyak yaitu 1,1 juta unit.

Sektor energi sangat terpukul dengan terjadinya badai Harvey. Sebagian kilang minyak yang berlokasi di Texas dan Louisiana terpaksa menghentikan proses produksi karena gangguan transportasi dan terputusnya aliran listrik. Beberapa hari pasca badai Harvey, terjadi *offline* pada 3,6 juta bpd kapasitas penyulingan minyak yang mengubah minyak mentah menjadi *gasoline* di Texas

dan Louisiana, atau hampir 20% dari total kapasitas produksi minyak di AS. Akibatnya, permintaan minyak mentah dunia untuk diolah menurun dan suplai *gasoline* di pasaran terganggu. Kondisi ini mengakibatkan kenaikan harga *gasoline* di saat harga minyak mentah turun.

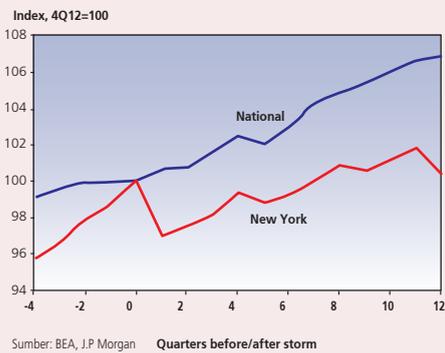
Badai Harvey juga berdampak signifikan pada sektor perumahan. National Association of Realtors (NAR) mengungkapkan bahwa penjualan di wilayah Greater Houston turun tajam. Pembelian rumah yang telah menurun sejak awal tahun, semakin diperburuk dengan terjadinya badai Harvey dan Irma karena menghambat pertumbuhan stok.

Kerusakan yang ditimbulkan pascabadai diprediksi akan menahan pemulihan ekonomi AS dalam jangka pendek, karena terganggunya aktivitas ekonomi seperti ditutupnya sejumlah pabrik dan terhentinya penyulingan minyak. Pelemahan terutama akan terjadi pada wilayah yang dilalui badai, sementara secara nasional tidak terlalu terganggu sebagaimana terjadi pada dampak Badai Sandy²⁵.

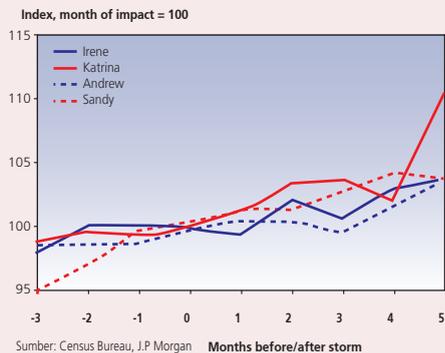
²⁵ Terjadi 22 Oktober 2012.

Rilis data PDB AS TW3-17 (1st estimate) mengonfirmasi bahwa pertumbuhan nasional AS tidak terlalu terganggu yaitu 2,3% yoy, sedikit membaik dari 2,2% di TW2-17. Hal ini menjadi indikasi bahwa dampak badai Harvey dan Irma tidak akan seburuk

perkiraan sebelumnya. Dalam jangka menengah panjang, pertumbuhan ekonomi AS berpotensi kembali meningkat sejalan dilakukannya proses pemulihan untuk memperbaiki sarana dan prasarana yang rusak, termasuk kendaraan dan bangunan.



Grafik 2.16 Real PDB Pasca Badai Sandy



Grafik 2.17 Penjualan Bahan Bangunan

2.2. Kawasan Euro

Fase pemulihan ekonomi Kawasan Euro berlanjut, ditandai dengan akselerasi pertumbuhan PDB sebesar 2,5% yoy pada TW3-17, lebih tinggi dibandingkan TW2-17 sebesar 2,3%. Konsumsi relatif tetap kuat seiring membaiknya pasar tenaga kerja dan kepercayaan konsumen. Kondisi bisnis semakin kondusif dengan meredanya isu politik di kawasan. Ekspansi perekonomian semakin meluas di berbagai negara Kawasan Euro. Pada TW3-17, akselerasi ekonomi terjadi merata di seluruh negara inti; Jerman tumbuh 2,8% (dari 2,3% di TW2-17), Perancis 2,2% (dari 1,8%), Italia 1,8% (dari 1,5%), sedangkan Spanyol stabil di level 3,1%.

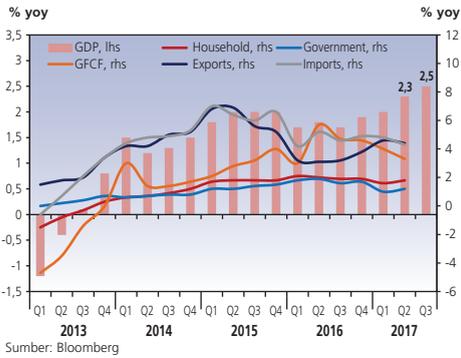
Tingkat inflasi pada September 2017 tercatat sebesar 1,5% yoy, lebih tinggi dibanding triwulan sebelumnya, dipengaruhi oleh kenaikan harga makanan dan minyak. Namun inflasi inti tidak berubah pada level 1,1%. Tingkat inflasi yang masih rendah dan di bawah target ECB 2% melatarbelakangi ECB untuk tetap mempertahankan suku bunga rendah dan melanjutkan stimulus moneter melalui program pembelian aset.

ECB meyakini prospek ekonomi akan lebih baik seiring permintaan domestik yang cukup kuat karena meningkatnya sentimen bisnis dan konsumsi. ECB merevisi ke atas outlook ekonomi 2017 menjadi 2,2% yoy, lebih tinggi dari perkiraan sebelumnya 1,9%. Sementara itu, outlook pertumbuhan 2018 dan 2019 tetap dipertahankan masing-masing sebesar 1,8% dan 1,7%. IMF juga

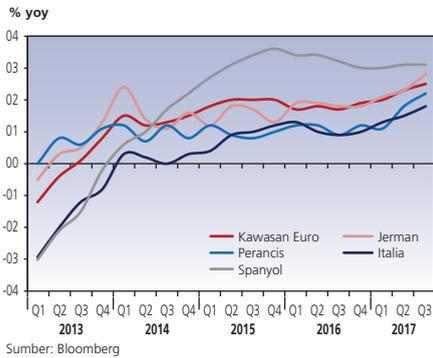
merevisi ke atas proyeksi 2017 menjadi 2,1% yoy (dari 1,9%), serta outlook 2018 menjadi 1,9% (dari 1,7%).

Sejumlah risiko yang membayangi outlook pertumbuhan meliputi ketidakpastian kebijakan baik dari domestik (keberlanjutan perundingan Brexit) maupun eksternal (ketidakpastian kebijakan moneter dan fiskal AS; perlambatan ekonomi dan peningkatan utang Tiongkok). Risiko politik –meski telah mereda selama TW3-17– kembali meningkat yang dipicu oleh dua peristiwa yang terjadi pada awal TW4-17, yakni perolehan suara Angela Merkel yang tidak mencapai mayoritas parlemen Jerman dan upaya deklarasi kemerdekaan Catalonia dari Spanyol. Sementara faktor yang dapat mendorong perbaikan ekonomi adalah sentimen konsumen dan bisnis yang terus tumbuh positif. Kedua faktor tersebut dapat mendorong momentum pemulihan ekonomi untuk berlangsung lebih lama dari perkiraan.

Pemulihan ekonomi Kawasan Euro masih berlanjut dengan angka pertumbuhan PDB TW3-17 yang meningkat. Perekonomian Kawasan Euro tumbuh sebesar 2,5% yoy pada TW3-17 (*second estimate*), lebih baik dari pencapaian periode sebelumnya sebesar 2,3%. Pertumbuhan ekonomi yang terus menunjukkan peningkatan sejak TW4-17 tersebut menumbuhkan optimisme bahwa proses pemulihan ekonomi semakin berlangsung solid. Konsumsi masih berperan besar dalam pertumbuhan ekonomi Kawasan Euro, seiring membaiknya ketenagakerjaan



Grafik 2.18 Pertumbuhan PDB



Grafik 2.19 Pertumbuhan PDB Beberapa Negara Kawasan Euro

dan kepercayaan konsumen. Perbaikan di pasar tenaga kerja yang meningkatkan ketersediaan lapangan kerja menjadi faktor pendorong pertumbuhan ekonomi di Eropa. Perbaikan *employment* dan sentimen konsumen tersebut turut mendorong perbaikan produksi dan investasi, terutama manufaktur. Kinerja sektor eksternal juga relatif membaik dimana net ekspor memberikan kontribusi yang semakin besar terhadap PDB. Meskipun ekspor tertahan karena imbas apresiasi EUR, impor turun

lebih dalam akibat permintaan energi yang termoderasi seiring iklim yang lebih panas dan harga minyak yang sedang meningkat.

Pertumbuhan ekonomi di seluruh negara inti Kawasan Euro membaik secara merata. Jerman, yang merupakan kekuatan ekonomi terbesar di kawasan, terakselerasi paling signifikan diantara negara inti lainnya. PDB Jerman pada TW3-17 tumbuh 2,8% yoy, jauh lebih tinggi dibanding TW2-17 sebesar 2,3%. Perekonomian Jerman terbantu oleh kinerja ekspor yang resilien meskipun nilai EUR cenderung terapresiasi. Permintaan ekspor Jerman menguat, terutama produk permesinan dan *high-end tools* dari Tiongkok. Selain ekspor, investasi Jerman juga terekspansi seiring persepsi investor yang pulih karena pemilu yang berjalan lancar dan dimenangkan oleh Angela Merkel sebagai kanselir, sesuai harapan dan ekspektasi *market*. Konsumsi juga cenderung masih kuat, terbantu oleh daya serap tenaga kerja yang terus meningkat serta inflasi yang termoderasi.

Ekonomi Perancis cukup solid pada TW3-17, dengan mencatatkan pertumbuhan sebesar 2,2% yoy dari sebelumnya 1,8% di TW2-17. Kondisi bisnis menunjukkan perbaikan optimisme sejak terpilihnya Macron sebagai presiden pada Juni 2017, yang memacu pemerintahannya untuk mereformasi ketenagakerjaan lebih lanjut. Hal tersebut berhasil menstimulasi aktivitas ekonomi dan menghasilkan peningkatan konsumsi yang tajam menjadi 1,6% dari 0,9%. Kontribusi konsumsi turut meningkat

tinggi menjadi 0,9% terhadap total angka pertumbuhan (dari 0,5%). Investasi juga tumbuh jauh lebih tinggi menjadi 4,0%, dari sebelumnya 3,4%. Pertumbuhan belanja pemerintah meningkat tipis ke level 1,5% (dari 1,4%) seiring ekspansi fiskal pemerintahan baru. Namun kinerja eksternal cenderung melemah akibat penguatan EUR sehingga menahan laju ekspor Perancis menjadi 3,5% (dari 3,9%), serta turun lebih dalam dibanding impor yang juga tumbuh melambat ke level 4,7% dari 4,9%.

Perekonomian Italia juga tumbuh meningkat pada TW3-17. PDB Italia tumbuh sebesar 1,8% yoy, dari sebelumnya 1,5% pada TW2-17, tertinggi sejak 2010. Ekonomi Italia menunjukkan pemulihan yang semakin solid diiringi dengan penurunan kredit bermasalah (*Non-Performing Loan/NPL*) yang mampu mendorong perbaikan kinerja perbankan. Pertumbuhan juga terbantu oleh perbaikan *employment*, serta persepsi positif investor dan konsumen sehingga mendorong investasi terutama di sektor swasta. Kinerja eksternal juga masih baik karena tingginya permintaan ekspor yang melebihi impor. Perbaikan ekonomi Italia tersebut juga diakui oleh lembaga pemeringkat S&P yang menaikkan *sovereign credit rating* Italia menjadi BBB dari BBB- pada Oktober 2017.

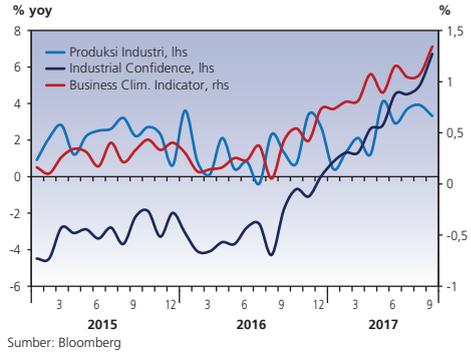
Ekonomi Spanyol tumbuh stabil pada level 3,1% yoy. Angka pertumbuhan tersebut juga merupakan yang tertinggi diantara negara inti lainnya. Pertumbuhan Spanyol didukung oleh masih kuatnya permintaan konsumen serta sektor pariwisata

yang sedang *booming*. Meski ekonomi Spanyol masih mampu tumbuh kuat di TW3-17, data pertumbuhan PDB belum merefleksikan pengaruh dari krisis politik akibat upaya Catalonia mendeklarasikan kemerdekaan dan memisahkan diri dari Spanyol. Ketidakstabilan politik tersebut diperkirakan menahan laju ekonomi Spanyol di TW4, bahkan pemerintah Spanyol telah menurunkan *outlook* tahun 2018 menjadi 2,3%, dari sebelumnya 2,6%.

Permintaan domestik tetap menjadi mesin utama pertumbuhan Kawasan Euro selama TW3-17. Konsumsi –meski lebih rendah dari kuartal lalu– cenderung masih kuat karena ditopang oleh membaiknya pasar tenaga kerja dan kepercayaan konsumen. Penjualan ritel pada TW3-17 tumbuh dengan rata-rata sebesar 2,8%, melambat dibanding TW2-17 sebesar 3,0%. Moderasi disebabkan oleh anjloknya penjualan BBM seiring menurunnya kebutuhan konsumen di tengah musim panas dan pengaruh tren kenaikan harga minyak. Namun perkembangan positif di sektor tenaga kerja mampu menopang penjualan barang lainnya, sehingga *retail sales* selama TW3-17 masih dalam tren meningkat.

Kepercayaan konsumen terhadap prospek konsumsi ke depan relatif membaik. Kontraksi kepercayaan konsumen TW3-17 rata-rata menyempit menjadi -1,5%, dari sebelumnya -2,7%. Dinamika bulanannya pun semakin membaik bahkan mencapai -1,2% pada September 2017, tertinggi sejak April 2001. Perbaikan ini didorong

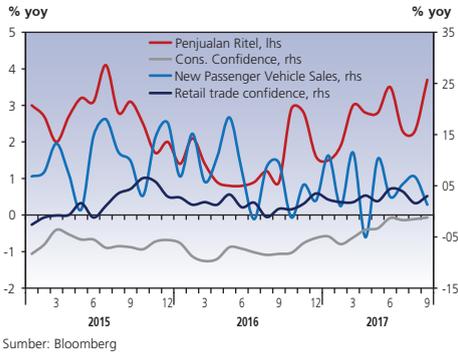
oleh meningkatnya optimisme konsumen terhadap sektor ketenagakerjaan seiring daya serap dan tingkat upah yang relatif membaik. Gejala politik akibat dorongan partai sayap kanan juga mereda signifikan menyusul hasil positif pemilu Perancis pada TW2-17 dan menguatnya kandidasi petahana kanselir Jerman, Angela Merkel, dalam survei *polling* pemilu Jerman yang diselenggarakan pada 24 September 2017.



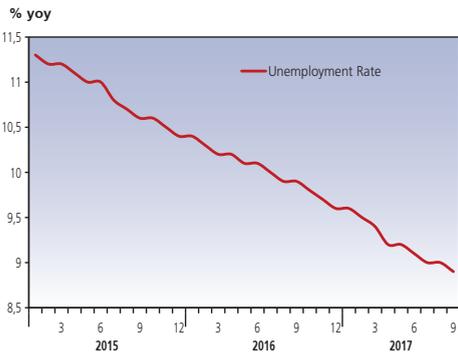
Grafik 2.22 Indikator Investasi

Perbaikan di pasar tenaga kerja merupakan faktor pendorong sustainabilitas pertumbuhan ekonomi di Kawasan Euro. Kinerja ini ditopang oleh ketersediaan lapangan kerja yang semakin membaik dan meningkatkan penyerapan tenaga kerja. Tingkat pengangguran juga terus menurun hingga mencapai titik terendah sejak krisis yaitu 8,9% pada September 2017 –pertama kali di bawah 9% sejak 2009. Perbaikan ini dikontribusi oleh reformasi pasar tenaga kerja yang cukup efektif. Namun demikian, sektor tenaga kerja masih dibayangi tingginya *involuntary part-time work* atau *discouraged worker*.

Permintaan yang masih solid mampu mendorong aktivitas produksi. Rata-rata produksi industri selama TW3-17 terakselerasi mencapai 3,6% yoy, cukup signifikan dibanding TW2-17 sebesar 2,7%. Hampir seluruh komponen barang mengalami ekspansi produksi, kecuali produksi energi karena terhambat oleh kenaikan harga minyak sehingga menyurutkan permintaan.



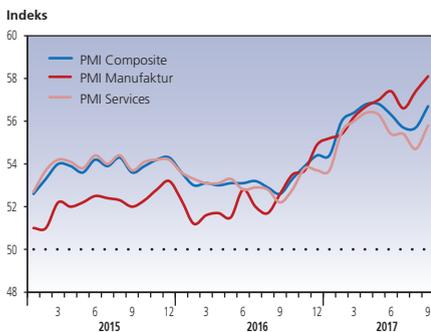
Grafik 2.20 Indikator Konsumsi



Grafik 2.21 Tingkat Pengangguran

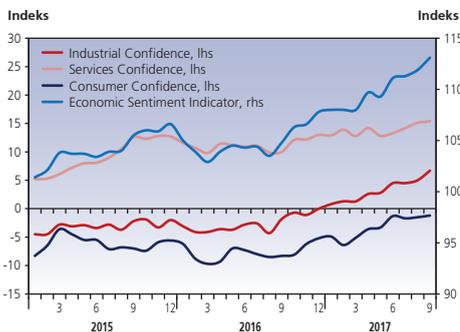
Produksi barang modal meningkat paling tinggi diantara barang lainnya, menandakan terjadinya perbaikan aktivitas investasi sekaligus mengonfirmasi gairah produksi ke depan. Selain itu, *output* barang *intermediate* dan *non-durable goods* turut tumbuh meningkat. Produksi *durable goods* juga tumbuh cukup kuat karena *demand* yang masih tinggi terutama terhadap barang mewah.

Sentimen bisnis di Kawasan Euro sedikit melambat pada TW3-17, namun secara historis masih tergolong tinggi.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.23 Indikator PMI



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.24 Indikator Keyakinan Ekonomi

Purchasing Managers Index (PMI) –indikator cerminan sentimen bisnis– secara rata-rata tercatat sebesar 56,0 pada TW3-17, lebih rendah dibanding TW2-17 yang mencapai 56,6.²⁶ Hal tersebut disebabkan terhambatnya ekspansi di sektor jasa, terutama pada Agustus 2017, akibat pesanan baru (*demand*) yang sempat turun tajam. Sebaliknya, *new orders* di sektor manufaktur justru meningkat sejalan dengan permintaan ekspor yang terakselerasi signifikan. Pembukaan lapangan kerja baru di kedua sektor meningkat karena *backlogs of work* yang masih tinggi dan mendorong peningkatan *employment*. Penurunan sentimen bisnis terjadi merata di keempat negara inti, yang hampir seluruhnya juga dipengaruhi oleh perlambatan di sektor jasa.²⁷

Surplus neraca perdagangan Kawasan Euro melebar pada TW3-17.

Ekspor secara rata-rata tumbuh 6,2% yoy, lebih tinggi dibanding TW2-17 sebesar 5,4%. Sementara pertumbuhan impor melambat menjadi 7,6%, dari 9,8% akibat penurunan permintaan impor energi seiring iklim yang lebih panas. Namun jika ditelaah dari sisi nominal, total ekspor justru menunjukkan

²⁶ PMI Manufaktur dan Jasa TW3-17 masing-masing mencapai 57,4 dan 55,3, dari 57,0 dan 56,0 (TW2-17).

²⁷ Jerman TW3-17: PMI Komposit (56,1 dari 56,8), Manufaktur (59,3 dari 59,1), Jasa (54,1 dari 54,9).

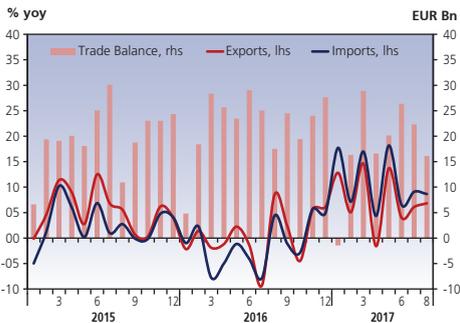
Perancis TW3-17: PMI Komposit (56,0 dari 56,7), Manufaktur (55,6 dari 54,6), Jasa (56,0 dari 56,9).

Italia TW3-17: PMI Komposit (55,4 dari 55,5), Manufaktur (55,9 dari 55,5), Jasa (54,9 dari 55,0).

Spanyol TW3-17: PMI Komposit (56,1 dari 57,4), Manufaktur (53,6 dari 54,9), Jasa (56,8 dari 57,8).

sedikit penurunan karena imbas apresiasi EUR. Nominal impor juga menurun bahkan lebih dalam dibanding ekspor.²⁸ Dengan perkembangan tersebut, maka surplus neraca perdagangan Kawasan Euro meningkat menjadi EUR64,4 miliar pada TW3-17, dari EUR62,4 miliar pada TW2-17.

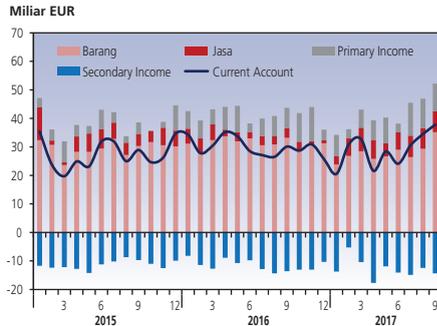
Surplus neraca transaksi berjalan (current account) berbalik meningkat pada TW3-17. *Current account surplus* selama TW3-17 mencapai EUR102,8 miliar, jauh lebih tinggi dibanding TW2-17 sebesar EUR74,1 miliar. Seluruh komponen *current account* mengalami kenaikan, dengan peningkatan tertinggi pada neraca pendapatan primer seiring peningkatan investasi ke luar negeri. Defisit neraca pendapatan sekunder secara total menyusut. Komponen neraca barang turut terdorong meningkat sejalan dengan membaiknya kinerja neraca perdagangan.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.25 Neraca Perdagangan

²⁸ Total ekspor TW3-17 sebesar EUR536,6 miliar, sedikit lebih rendah dibanding TW2-17 sebesar EUR547,8 miliar. Sementara impor turun lebih dalam menjadi EUR472,2 miliar, dari sebelumnya EUR485,5 miliar.



Sumber: Bloomberg

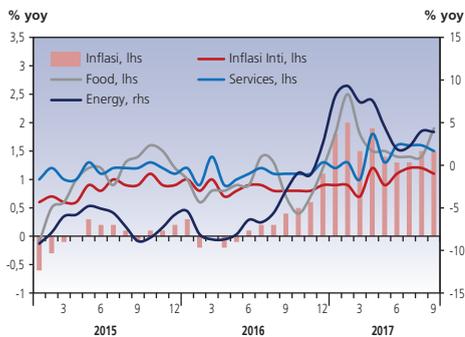
Grafik 2.26 Neraca Transaksi Berjalan

Tingkat inflasi Kawasan Euro pada TW3-17 terakselerasi namun masih lebih rendah dari target 2% yoy. Inflasi meningkat mencapai 1,5% pada September 2017, lebih tinggi dari Juni 2017 sebesar 1,3%. Kenaikan harga dipicu oleh peningkatan harga energi seiring tren pemulihan harga minyak dunia. Komponen harga energi menguat signifikan ke 3,9% dari 1,9%. Harga makanan turut berkontribusi terhadap kenaikan inflasi dengan tumbuh lebih tinggi sebesar 1,9%, dari sebelumnya 1,4% di Juni 2017. Sementara harga berbagai jasa menurun tipis menjadi 1,5% dari 1,6%. Inflasi inti pada September 2017 kembali menurun ke 1,1% -sama dengan Juni 2017- setelah meningkat ke 1,2% di Juli dan Agustus 2017. Hal ini mengindikasikan konsumsi domestik Kawasan Euro masih relatif stagnan.

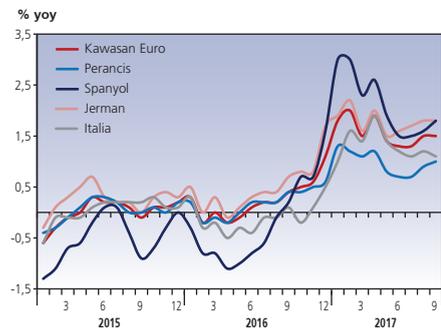
Pergerakan inflasi headline pada keempat negara inti cukup beragam selama TW3-17. Peningkatan laju inflasi terjadi di Jerman, Perancis, dan Spanyol. Tingkat harga di Jerman pada September

2017 terakselerasi menjadi 1,8% (dari 1,6% di Juni 2017), Perancis naik ke 1,0% (dari 0,7%), diikuti oleh Spanyol menjadi 1,8% (dari 1,5%). Sebaliknya, inflasi Italia justru melambat tipis menjadi 1,1% (dari sebelumnya 1,2%).

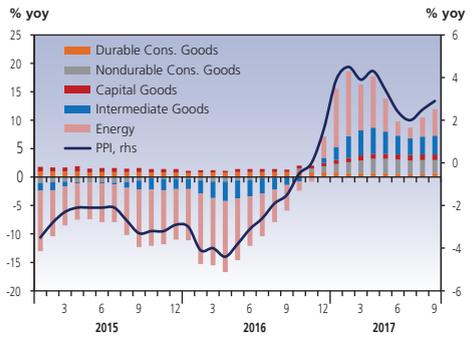
Meredanya tekanan inflasi juga terjadi pada indeks harga produsen yang melambat menjadi 2,5% pada TW3-17, dari sebelumnya 3,4% pada TW2-17. Sebagaimana harga konsumen, pelemahan rata-rata PPI (*Producer Price Index*) juga sangat dipengaruhi oleh penurunan harga



Grafik 2.27 Inflasi Kawasan Euro



Grafik 2.28 Inflasi Negara Inti

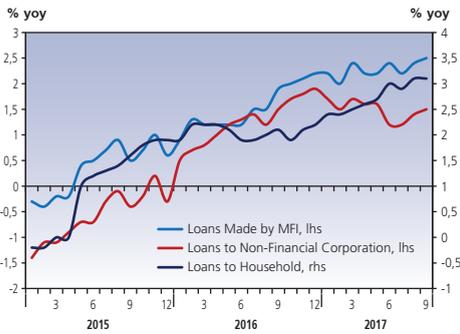


Sumber: Bloomberg

Grafik 2.29 Producer Price Index

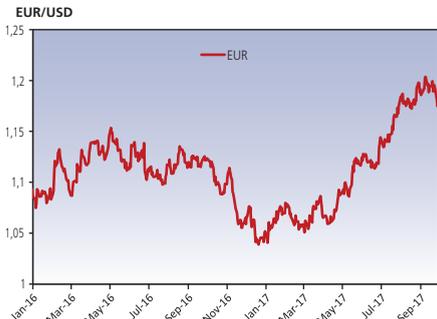
komponen energi menjadi 3,3%, dari sebelumnya 5,8%. Harga komponen lainnya juga tumbuh melambat seperti *durable goods*, *non-durable consumer goods*, dan *intermediate goods*. Sementara harga *capital goods* masih mampu meningkat tipis.

Proses intermediasi perbankan secara keseluruhan kembali menunjukkan pemulihan. Rata-rata penyaluran kredit oleh lembaga keuangan (*Monetary Financial Institutions/MFI*) pada TW3-17 tumbuh sebesar 2,3%, lebih tinggi dibandingkan TW2-17 sebesar 2,2%. Pertumbuhan tersebut didorong oleh meningkatnya penyaluran kredit kepada rumah tangga (RT) menjadi 3,0% (dari 2,8%). Sementara pinjaman kepada *non-financial corporations* (NFCs) menurun lebih lanjut menjadi 1,4%, dari sebelumnya 1,5%. Penurunan suku bunga pinjaman bank yang signifikan di Kawasan Euro sejak tengah-2014 (terutama karena kebijakan moneter non-konvensional ECB) dan perbaikan kondisi keseluruhan pinjaman bank telah berhasil mendukung pemulihan pertumbuhan kredit. Selain itu, perbankan telah mengalami



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.30 Pertumbuhan Kredit Perbankan



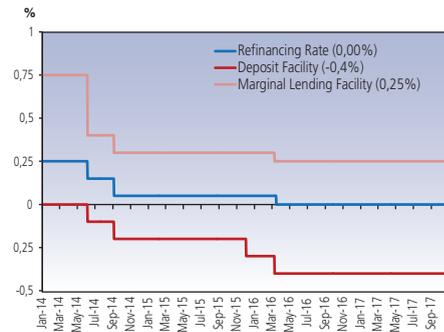
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.31 Nilai Tukar Euro

kemajuan dalam mengonsolidasikan neracanya, walaupun kredit bermasalah (NPL) tetap tinggi di beberapa negara dan masih berpotensi menghambat intermediasi perbankan.

Dengan mempertimbangkan tingkat inflasi yang masih rendah, ECB melanjutkan *stance* kebijakan moneter akomodatif. Dalam *Governing Council Meeting* 20 Juli dan 7 September 2017, ECB masih menjaga suku bunga rendah dimana *main refinancing operations* (MRO) tetap di level 0,0%; *marginal lending facility rate* sebesar 0,25%; dan *deposit facility rate* sebesar

-0,4%. ECB juga masih mempertahankan kebijakan moneter non-konvensional melalui program pembelian surat berharga (*Asset Purchase Program/APP*) dengan nilai pembelian EUR60 miliar per bulan yang berjalan hingga Desember 2017.²⁹ Namun dengan memperhatikan pertumbuhan ekonomi yang terus membaik, ECB pada *Governing Council Meeting* 26 Oktober 2017 memutuskan untuk mulai melakukan penyesuaian terhadap stimulus moneternya. ECB memperpanjang APP hingga September 2018 untuk tetap mendorong tekanan inflasi, namun dengan *volume* pembelian yang lebih kecil menjadi EUR30 miliar per bulan (akan dimulai pada Januari 2018). APP dapat diperpanjang kembali oleh ECB jika diperlukan, hingga *path* inflasi sejalan dengan sarasannya (mendekati 2%). ECB juga dapat menyesuaikan nilai dan jangka waktunya apabila diperlukan.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.32 Suku Bunga ECB

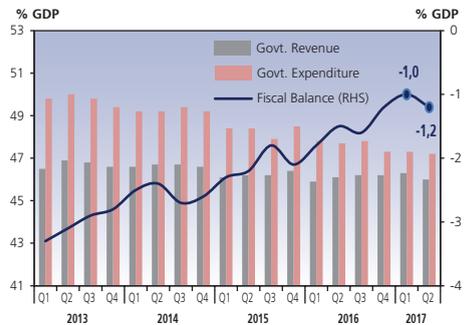
²⁹ APP mencakup pembelian aset/obligasi dari publik maupun swasta untuk meningkatkan aktivitas ekonomi sekaligus memitigasi risiko inflasi rendah yang berkepanjangan. APP terdiri dari: *Third Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), dan *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP).

Anggaran pemerintah pada TW2-17 mencatat pelebaran defisit. Defisit fiskal TW2-17 mencapai -1,2% terhadap PDB (*seasonally-adjusted*), lebih ekspansif dibandingkan kuartal sebelumnya sebesar -1,0% PDB. Penerimaan dan pengeluaran pemerintah masing-masing terekspansi, namun peningkatan di sisi pengeluaran lebih signifikan dibandingkan penerimaan, sehingga mendorong kenaikan defisit fiskal. Total penerimaan TW2-17 naik menjadi EUR1.277 miliar (dari EUR1.271 miliar pada TW1-17), sementara total pengeluaran meningkat lebih tinggi menjadi EUR1.309 miliar (dari EUR1.298 miliar).

Meskipun defisit fiskal melebar, rasio utang pemerintah terhadap PDB sedikit menurun. Rasio utang pemerintah pada TW2-17 tercatat sebesar 89,1% dari PDB, turun tipis dari TW1-17 sebesar 89,2% PDB.³⁰ Berdasarkan individu negara, penurunan rasio utang terhadap PDB paling signifikan selama TW2-17 terjadi di Slovakia (-1,7%), Malta (-1,3%), Belgia dan Yunani (-1,2%).³¹ Yunani tetap menjadi negara pengutang terbesar dengan rasio utang mencapai 175% PDB, diikuti oleh Italia (134,7% PDB) dan Portugal (132,1% PDB).

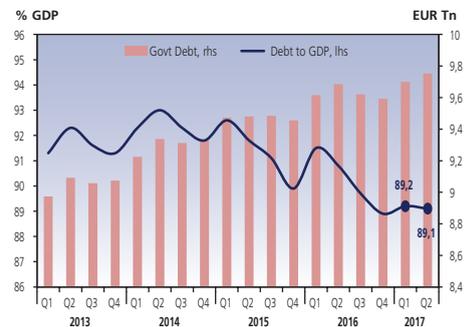
30 Secara nominal, utang pemerintah pada TW2-17 mencatat kenaikan menjadi EUR9,8 triliun dari EUR9,7 triliun (TW1-17). Namun kenaikan tersebut diimbangi dengan akselerasi pertumbuhan PDB yang lebih besar sehingga rasionya menyusut.

31 Rasio utang terhadap PDB Slovakia turun dari 53,5% menjadi 51,8%; Malta dari 58,1% menjadi 56,8%; Belgia dari 107,8% menjadi 106,6%; Yunani dari 176,2% menjadi 175%.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.33 Rasio Defisit Fiskal Terhadap PDB



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.34 Rasio Utang Publik Terhadap PDB

ECB memperkirakan pemulihan ekonomi Kawasan Euro akan berlanjut. Dalam proyeksi yang dirilis pada September 2017, ECB memperbaiki *outlook* ekonomi Kawasan Euro 2017 menjadi 2,2% yoy, lebih tinggi dari perkiraan sebelumnya 1,9%. Hal ini mempertimbangkan kinerja perbaikan ekonomi di paruh pertama 2017 yang di atas perkiraan. ECB meyakini prospek permintaan domestik menjadi lebih kuat, sejalan dengan meningkatnya sentimen bisnis dan konsumsi

serta suku bunga yang masih rendah. Faktor tersebut diprediksi akan mampu mengimbangi dampak negatif dari penurunan ekspor karena apresiasi EUR. Perkiraan pertumbuhan ekonomi periode 2018 dan 2019 tetap dipertahankan masing-masing pada level 1,8% dan 1,7%. Selain ECB, IMF pada rilis *World Economic Outlook* (WEO) Oktober 2017 juga merevisi ke atas proyeksi pertumbuhan Kawasan Euro 2017 menjadi 2,1% yoy -dari estimasi sebelumnya 1,9%-, serta *outlook* 2018 menjadi 1,9% -dari 1,7%.

ECB lebih konservatif dalam memperkirakan outlook inflasi Kawasan Euro. Proyeksi inflasi 2017 tetap dipertahankan di level 1,5%, sementara estimasi 2018 dan 2019 direvisi ke bawah masing-masing menjadi 1,2% dan 1,5%. Revisi tersebut dipengaruhi oleh kontribusi *base effect* harga energi sepanjang 2017-2018 dan apresiasi EUR yang lebih tinggi dari perkiraan sebelumnya sehingga menekan inflasi HICP (*Harmonised Index of Consumer Prices*). *Downward pressure* juga membebani *core inflation*, namun masih terbantu oleh kenaikan prospek permintaan domestik. Berlanjutnya pemulihan ekonomi dan harga minyak dunia diharapkan secara gradual dapat mendorong *rebound* inflasi pada 2019 dan tahun-tahun berikutnya.

Di tengah proses pemulihan ini, perekonomian Kawasan Euro ke depan masih akan menghadapi sejumlah tantangan yang dapat menghambat laju pertumbuhan ekonomi. Risiko *downside* diliputi oleh ketidakpastian kebijakan baik

dari internal maupun eksternal. Kawasan Euro menghadapi tantangan khusus dari perkembangan negosiasi Brexit beserta dampak ekonominya, terutama terkait perdagangan dan ketenagakerjaan. Kebijakan AS yang sulit diprediksi juga masih membayangi ketidakpastian global, baik di sisi moneter (percepatan normalisasi suku bunga AS) maupun fiskal (reformasi pajak dan stimulus fiskal). Selain AS, faktor risiko *downside* juga datang dari risiko instabilitas finansial Tiongkok seiring tingginya tingkat utang dan proses *rebalancing* ekonomi yang sedang berjalan.

Dinamika politik juga menjadi *downside risk* bagi Kawasan Euro. Jerman menghadapi tantangan pembentukan koalisi pemerintahan.³² Apabila tidak tercapai kesepakatan antar calon partai koalisi, maka terdapat risiko kanselir Merkel akan membentuk pemerintahan minor yang tidak memiliki kuasa penuh. Atau terdapat risiko penyelenggaraan pemilu ulang untuk mendulang suara lebih banyak bagi partai Merkel. Namun tidak menutup kemungkinan perolehan suara Merkel pada pemilu ulang lebih rendah dari sebelumnya sebagaimana terjadi pada *snap election* Inggris Juni 2017. Risiko politik lainnya berasal dari Spanyol setelah Pemerintah Daerah Catalonia berupaya mendeklarasikan kemerdekaan dari pemerintahan Spanyol. Krisis Spanyol terjadi

³² Jumlah suara yang memenangkan kanselir petahana Angela Merkel di pemilu September 2017 tidak mencapai setengah dari total suara. Bahkan total suara yang diperoleh Merkel lebih rendah dari pemilu sebelumnya, sehingga sebagai konsekuensinya partai Merkel membutuhkan koalisi dengan partai lainnya untuk menduduki mayoritas kursi parlemen.

berlarut-larut sejak awal Oktober 2017 dan berujung pada keputusan pemerintah Spanyol untuk mengambil alih pemerintah wilayah Catalonia dan akan melaksanakan pemilu daerah pada 21 Desember 2017. Namun demikian, di tengah sejumlah *downside risk* yang membayangi Kawasan Euro, masih terdapat *upside risks* yang berpotensi mendorong laju ekonomi. Stimulus fiskal AS – meski masih penuh ketidakpastian– diharapkan

dapat menstimulasi perdagangan sehingga berkontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi domestik. Momentum pemulihan ekonomi juga dapat berlangsung lebih panjang dari perkiraan di tengah menguatnya kepercayaan konsumen dan bisnis di kawasan. Secara keseluruhan, imbalan risiko bagi Kawasan Euro masih lebih berat ke sisi *downside*.

Tabel 2.2 Estimasi Pertumbuhan PDB dan Inflasi

Estimasi	ECB (Sept 2017)			EC (November 2017)			IMF (WEO Okt 2017)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2016	2017	2018
GDP (% yoy)	2,2	1,8	1,7	2,2	2,1	1,9	1,8	2,1	1,9
Estimasi Sebelumnya	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	n.a	1,8	1,9	1,7
HICP (% yoy)	1,5	1,2	1,5	1,5	1,4	1,6	0,2	1,5	1,4
Estimasi Sebelumnya	1,5	1,3	1,6	1,6	1,3	n.a	n.a	n.a	n.a

Ket. estimasi sebelumnya: ECB (Juni 2017), EC (Mei 2017), IMF (WEO Juli 2017)

Tabel 2.3 Realisasi dan Proyeks Pertumbuhan Ekonomi

Negara	Proyeksi IMF			CF			Realisasi											
	WEO Oktober 2017			Oktober 2017			2016				2017				2018			
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4
Kawasan Euro	1,8	2,1	1,9	1,8	2,2	1,8	1,7	1,8	1,7	1,9	2,0	2,3	2,5	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6
Jerman	1,9	2,0	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	2,1	2,3	2,8	2,4	2,1	2,0	1,8	1,7
Perancis	1,2	1,6	1,8	1,1	1,7	1,7	1,2	1,2	0,9	1,2	1,1	1,8	2,2	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6
Italia	0,9	1,5	1,1	0,9	1,4	1,2	1,3	1,0	0,9	1,0	1,3	1,5	1,8	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0
Spanyol	3,2	3,1	2,5	3,3	3,1	2,6	3,4	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,1	3,3	3,0	2,7	2,5	2,3

Keterangan: cetak miring dan biru merupakan angka proyeksi Consensus Forecast Oktober 2017

2.3. Inggris

Kinerja ekonomi Inggris selama TW3-17 relatif stabil di level 1,5% yoy. Secara sektoral, sektor industri dan pertanian menjadi penopang stabilitas ekonomi selama triwulan laporan di tengah penurunan aktivitas di sektor konstruksi dan jasa. Sementara menurut pengeluaran, konsumsi rumah tangga, pengeluaran pemerintah, dan net ekspor diprediksi mengalami perlambatan, yang diimbangi dengan perbaikan investasi.

Tekanan inflasi masih meningkat hingga

mencapai 3,0% yoy pada September 2017 -melampaui target 2%- dipengaruhi depresiasi pound sterling serta tingginya impor pada konsumsi masyarakat Inggris. Inflasi tinggi yang terjadi di tengah lambannya kenaikan upah semakin menekan daya beli masyarakat sehingga ketergantungan terhadap kredit konsumsi tetap tinggi.

Di sisi kebijakan moneter, dengan mempertimbangkan trade-off antara ekspektasi kenaikan inflasi dan proyeksi ekonomi yang diprediksi melambat akibat ketidakpastian

Brexit, Bank of England (BoE) mempertahankan suku bunga kebijakan (Bank Rate) di level 0,25% dan melanjutkan program pembelian aset pada Monetary Policy Committee (MPC) Meeting Juli dan September 2017. Selanjutnya, pada November 2017, BoE menaikkan Bank Rate sebesar 25 bps menjadi 0,50% seiring ketenagakerjaan yang membaik serta ekspektasi tekanan inflasi yang diprediksi berlanjut.

Ekonomi Inggris ke depan diperkirakan masih termoderasi dibayangi ketidakpastian Brexit. Pertumbuhan PDB 2017 diprediksi berada di kisaran 1,6% hingga 1,7% yoy. Ekonomi pada 2018 diprediksi semakin lemah, dengan angka proyeksi yang semakin menurun ke kisaran 1%-1,6%.

Dinamika ekonomi juga tetap dibayangi sejumlah faktor risiko. Dari dalam negeri, ketidakpastian ekonomi dan politik serta proses negosiasi Brexit berpotensi menahan ekspansi investasi. Konsumsi diprediksi menurun akibat tekanan inflasi yang bergerak naik, sementara kerentanan dari sisi kredit konsumsi dan sustainabilitas fiskal perlu diwaspadai. Hasil simulasi BoE menunjukkan bahwa jika kondisi ekonomi memburuk, maka perbankan berpotensi mengalami kerugian hingga GBP30 miliar dari segmen kredit konsumsi. Oleh karena itu, bank diminta memperkuat permodalan untuk meningkatkan resiliensi terhadap kerugian. Berbagai faktor eksternal juga membayangi, antara lain pergerakan harga minyak dunia, kebijakan ekonomi dan perdagangan AS di bawah Presidensi Trump, rencana kenaikan suku bunga The Fed, serta tensi geopolitik dan ancaman terorisme.

Memasuki kuartal ketiga 2017, pertumbuhan ekonomi Inggris stabil di level 1,5% yoy (1st estimate), sesuai perkiraan.³³

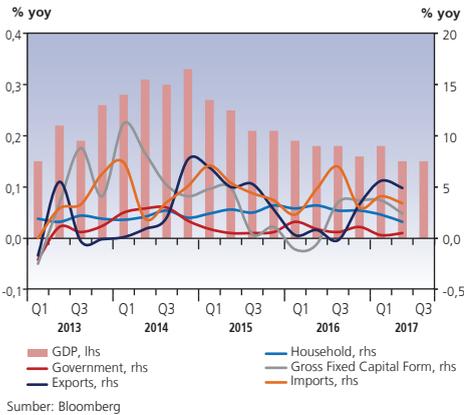
Berdasarkan pengeluaran, konsumsi terindikasi melemah akibat daya beli masyarakat yang menurun. Sementara itu, pengeluaran pemerintah tetap dalam arah konsolidatif. Perbaikan aktivitas investasi masih berlanjut dipicu oleh penguatan kinerja eksternal. Ekspor dan impor cenderung melambat, namun laju deselerasi pertumbuhan ekspor ditengarai lebih tajam dibandingkan penurunan impor, sehingga *net* ekspor diperkirakan berkontribusi negatif terhadap PDB TW3-17.

Secara sektoral, stabilitas PDB TW3-17 disebabkan lonjakan aktivitas sektor industri dan pertanian yang di-offset dengan perlambatan sektor jasa dan konstruksi. Sektor industri (*share* 14% PDB) tumbuh pesat hingga 1,6% (dari 0,2% di TW2-17) dipicu peningkatan aktivitas manufaktur.³⁴ Pemulihan sektor agrikultur, kehutanan, dan perikanan berlanjut dan tumbuh 1,6% di TW3-17 (dari 0,4%), tertinggi dalam sembilan triwulan terakhir, ditopang produksi pertanian dan peternakan (1,8% dari 0,9%, tertinggi sejak TW2-15). Sebaliknya, aktivitas sektor jasa –yang merupakan penopang utama ekonomi Inggris dengan *share* 79,3% PDB– termoderasi ke level 1,5% dari 1,8% di TW2-17.³⁵ Sektor konstruksi juga turun menjadi 2,8% (dari 4,1%

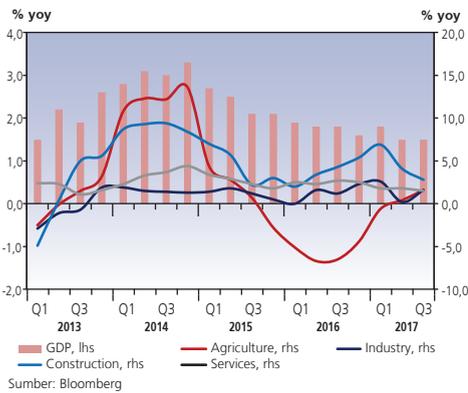
³³ Sesuai perkiraan *Consensus Forecast*, Oktober 2017.

³⁴ Pertumbuhan produksi manufaktur –pangsa 10,1% PDB– tumbuh 2,7% dari 1,0% di TW2-17.

³⁵ Sementara itu, sejalan dengan menurunnya pertumbuhan sektor jasa, PMI jasa turun menjadi 53,5 dari 54,3.



Grafik 2.35 Pertumbuhan PDB (yoy)



Grafik 2.36 Pertumbuhan PDB sektoral (yoy)

di TW2-17), terendah dalam enam kuartal terakhir disebabkan ketidakpastian Brexit yang menggerus keyakinan bisnis dan menahan proyek baru.

Konsumsi masyarakat Inggris semakin lesu karena tekanan kenaikan harga di tengah pertumbuhan upah yang lambat. Penjualan ritel³⁶ di TW3-

17 hanya tumbuh 1,6% yoy (dari 2,5%), disebabkan kontraksi penjualan makanan dan perlambatan pertumbuhan penjualan non-makanan.³⁷ Penjualan *department store* berkontraksi -0,3% dari 0,0%, akibat penurunan penjualan pakaian dan alas kaki (3,9%, dari 5,7%) dan barang rumah tangga (-0,1% dari 0,4%). Tren pelemahan konsumsi diperkirakan berlanjut, tercermin dari indeks kepercayaan konsumen yang berkontraksi kian dalam.³⁸ Sebaliknya, terjadi sedikit perbaikan pada sektor otomotif yang tercermin dari penyempitan kontraksi registrasi mobil baru menjadi -8,3%, setelah berkontraksi -11,0% di TW2-17. Hal ini mengindikasikan penjualan kendaraan telah mengalami sedikit perbaikan setelah sebelumnya menurun akibat pemberlakuan tarif pajak *Vehicle Excise Duty* (VED) pada 1 April 2017.³⁹

Di tengah aktivitas konsumsi yang masih tertahan, indikator investasi memperlihatkan sinyal positif. Rata-rata pertumbuhan produksi industri TW3-17 meningkat ke 1,8% yoy (dari 0,2% di TW2-17), didorong akselerasi aktivitas industri manufaktur dan utilitas⁴⁰. Sementara

³⁶ Penjualan ritel berkontribusi sekitar sepertiga konsumsi rumah tangga, konsumsi rumah tangga lainnya adalah belanja jasa dan energi.

³⁷ Penjualan makanan berkontraksi -0,4%, dari 0,3% pada TW2-17 dan penjualan non-makanan melambat menjadi 1,3%, dari 1,7%. Kedua angka pertumbuhan tersebut merupakan terendah sejak TW3-13.

³⁸ Rerata indeks kepercayaan konsumen turun menjadi -10,3 di TW3-17 (dari -7,3)—terendah sejak TW1-14.

³⁹ Jumlah registrasi mobil-baru pada April 2017 terdeselerasi hingga -19,75% yoy, yang merupakan angka pertumbuhan terendah sejak November 2010.

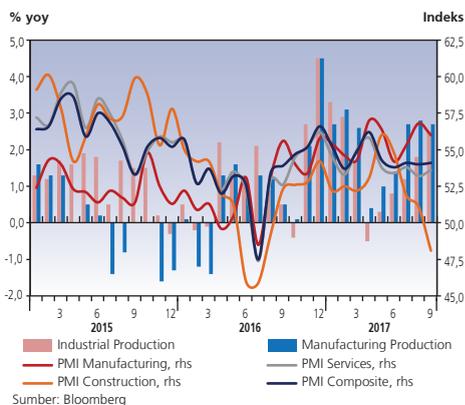
⁴⁰ Manufaktur *-share* 72% dari total *output* industri—tumbuh 2,7% dari 0,9%, sementara industri utilitas (kelistrikan, gas, uap, dan penyejuk udara) *-share* sekitar 12%—keluar dari teritori negatif (0% dari -4,8%).

itu, industri pertambangan dan migas terkontraksi kian dalam, masing-masing ke level -3,6% dan -4,9%, dari -0,9% dan -1,8% di triwulan sebelumnya. Berdasarkan kategori produk, peningkatan aktivitas terjadi pada semua kategori, terutama *capital goods* dan *consumer non-durable goods*⁴¹.

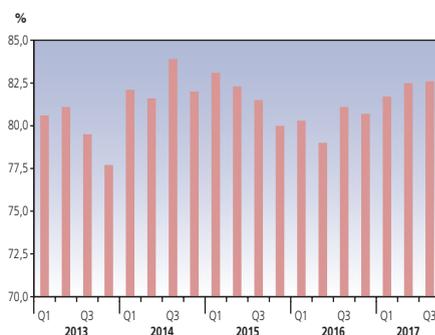
Output manufaktur meningkat 2,7% (dari 0,9%) dikontribusi produksi alat transportasi (6,3% dari 1,4%) dan manufaktur lainnya (5,7%, dari 1,2%).

Peningkatan produksi alat transportasi tercermin dari data Society of Motor Manufacturers and Traders (SMMT) yang memperlihatkan lonjakan produksi mesin kendaraan bermotor serta penyempitan kontraksi produksi mobil dan kendaraan komersial (truk, bis, *van*, truk *trailer*, dll).⁴² Sejalan dengan perbaikan produksi industri, indikator penggunaan kapasitas serta PMI Manufaktur tertahan di level yang relatif tinggi. Utilisasi kapasitas dan rerata PMI Manufaktur di TW3-17 masing-masing sebesar 82,6% dan 56 (dari 82,5% dan 55,9).

Sektor konstruksi membaik namun dibayangi ketidakpastian outlook ekonomi dan kenaikan harga input. *Output* konstruksi tumbuh 2,6% di TW3-17 (dari 0,4%), akibat peningkatan aktivitas pembangunan rumah baru (7,2% dari 6,3%), baik rumah



Grafik 2.37 Produksi Industri, Produksi Manufaktur & Output Konstruksi



Grafik 2.38 Utilisasi Kapasitas

swasta maupun pemerintah.⁴³ Sebaliknya, pembangunan non-perumahan (infrastruktur dan bangunan swasta komersial) menurun.⁴⁴

41 Produksi *capital goods* (*share* 24%) dan *intermediate goods* (*share* 26,8%) tumbuh masing-masing sebesar 6,2% dan 1,8% (dari 2,7% dan 1,4%), sementara produksi *consumer non-durable goods* (*share* 20,4%) tumbuh 0,3% dari -1,4%.

42 Produksi mesin kendaraan melonjak 9,3% (dari -3,9% di TW2-17), sementara produksi mobil dan kendaraan komersial terkontraksi masing-masing sebesar -0,5% dan -11,5% (dari -13,9% dan -14,7%).

43 Pembangunan rumah pemerintah naik 14% dari 12,9%, sedangkan rumah swasta tumbuh 6,1% dari 5,2%.

44 Pembangunan infrastruktur (*share* 12% dari total *output* konstruksi) dan bangunan swasta komersial (*share* 14,1%) tumbuh melambat menjadi 1,8% dan 1,5% (dari 9,6% dan 6,1% di TW2-17).

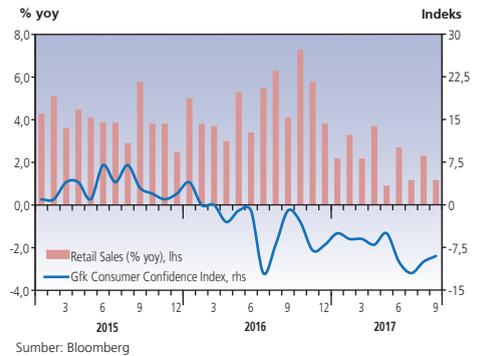
Perlambatan pembangunan infrastruktur⁴⁵ disebabkan oleh terhambatnya pelaksanaan sejumlah proyek infrastruktur publik akibat perubahan desain dan lonjakan biaya yang melebihi ekspektasi. Sementara itu, order pembangunan properti swasta komersial telah menurun sejak paruh kedua 2016 seiring kekhawatiran *outlook* ekonomi ke depan.⁴⁶ Pesimisme tersebut terkonfirmasi pada indeks PMI Konstruksi yang menurun signifikan ke level 50,4, dari 54,6 pada TW2-17.

Kinerja sektor eksternal melemah dan defisit neraca perdagangan melebar. Pertumbuhan nilai ekspor termoderasi menjadi 11,4% yoy (GBP152,3 miliar), dari 13,2% (GBP152,6 miliar) di TW2-17. Ekspor barang *-share* 56,2% dari total ekspor—melambat menjadi 14,3% (dari 15,4%) akibat ekspor bahan bakar yang turun tajam (32,6% dari 58,4%). Ekspor jasa juga termoderasi ke level 7,9% dari 10,5%. Berdasarkan tujuan, ekspor barang ke kawasan Uni Eropa (UE) menurun menjadi 14,1%, dari 17,4%. Sebaliknya, ekspor ke negara non-UE membaik (14,4%, dari 13,5%) disumbang peningkatan ekspor ke Hong Kong, Jepang, dan AS.

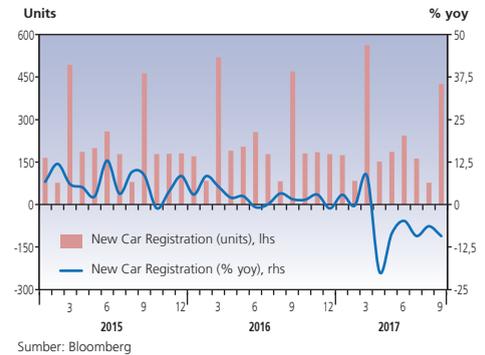
Sementara itu, impor menurun ke posisi 5,4% (GBP161,8 miliar) dari 11,0% (GBP159,1 miliar). Impor barang *-share* 75,1% dari total impor—maupun impor jasa termoderasi masing-masing menjadi 5,9% dan 4,0%, dari 11,9%

45 Antara lain pembangunan jaringan kereta *Crossrail* dan saluran pembuangan limbah *Thames Tideway*.

46 Sejumlah perusahaan jasa keuangan dan perbankan besar mulai mengaktifasi *contingency plan* mereka, dengan mengalihkan sebagian operasi ke luar Inggris.



Grafik 2.39 Penjualan Ritel dan Kepercayaan Konsumen



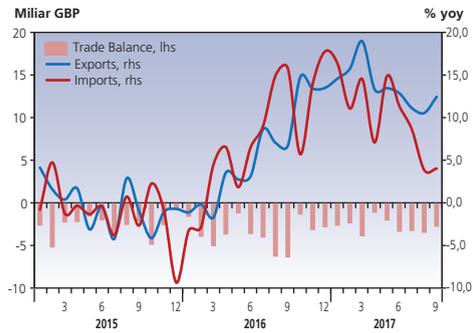
Grafik 2.40 Registrasi Mobil-Baru

dan 8,6% di TW2-17.⁴⁷ Penurunan terjadi pada impor barang dari UE (3,5% dari 5,0%), sedangkan impor dari non-UE naik 7,4% dari 1,0% di triwulan sebelumnya. Seiring aktivitas ekspor dan impor yang menurun, defisit neraca

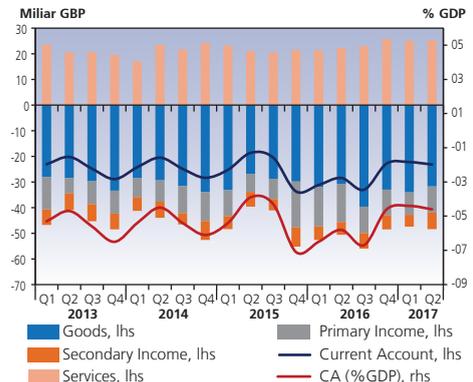
47 Secara volume, ekspor anjlok hingga -1,8% (dari 4%) sedangkan impor meningkat menjadi 1,9% (dari 0,4%). Perbedaan antara kinerja sektor eksternal menurut nominal dengan volume tersebut sejalan dengan perbedaan pergerakan nilai tukar dengan mitra dagang. Selama TW3-17, GBP terapresiasi terhadap USD dengan rata-rata kurs USD1,31/GBP (dari USD1,28/GBP), namun terdepresiasi terhadap Euro selaku mitra dagang utama (EUR1,11/GBP dari EUR1,16/GBP di TW2-17).

perdagangan melebar menjadi GBP9,5 miliar, dari GBP6,5 miliar di triwulan sebelumnya. Sementara di sisi neraca pembayaran, data terkini menunjukkan defisit neraca berjalan di TW2-17 melebar menjadi GBP23,2 miliar (4,6% PDB) dari GBP22,3 miliar (4,4% PDB) dipicu meningkatnya defisit pendapatan primer dan pendapatan sekunder.

Tekanan harga semakin meningkat di TW3-17 hingga menyentuh batas atas target inflasi akibat nilai tukar GBP yang masih terdepresiasi dan tren kenaikan

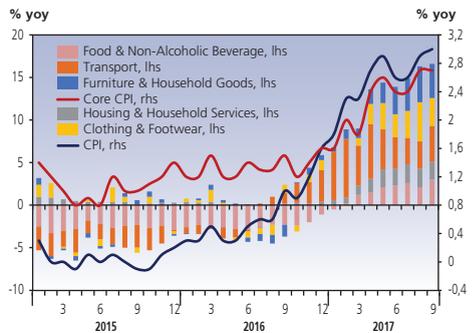


Grafik 2.41 Neraca Perdagangan



Grafik 2.42 Neraca Berjalan

harga komoditas global. Inflasi September 2017 mencapai 3%, yang merupakan batas atas rentang target inflasi pemerintah (2%±1%), sekaligus tertinggi sejak Mei 2012. Inflasi inti juga terus meningkat (2,6%, dari 2,5%). Kenaikan harga paling signifikan terjadi pada kelompok harga furnitur dan peralatan rumah tangga, pakaian dan alas kaki, serta makanan.⁴⁸ Ketiga kategori tersebut memiliki kandungan impor yang tinggi (*import intensive*), sehingga dinamika harganya turut dipengaruhi depresiasi GBP. Selain itu, kenaikan harga pakaian dan alas kaki turut dipengaruhi berakhirnya obral pakaian musim panas seiring dimulainya musim semi.



Grafik 2.43 Inflasi IHK

48 Harga furnitur dan alat rumah tangga melonjak hingga 4% (dari 2,4% di TW2-17) -tertinggi dalam 22 kuartal, harga pakaian dan alas kaki naik 3,7% (dari 2,7%), harga makanan naik menjadi 2,6% (dari 2,0%). Kenaikan juga terjadi pada biaya rekreasi dan budaya serta kelompok harga perumahan dan jasa utilitas. Kelompok biaya rekreasi naik 1,9% -tertinggi sejak TW3-10 dipicu kenaikan biaya aktivitas outdoor, buku dan surat kabar, serta paket liburan. Harga rumah dan utilitas terakselerasi sebesar 2,2% -tertinggi dalam 11 kuartal terakhir, dipicu oleh kenaikan tarif jasa listrik.



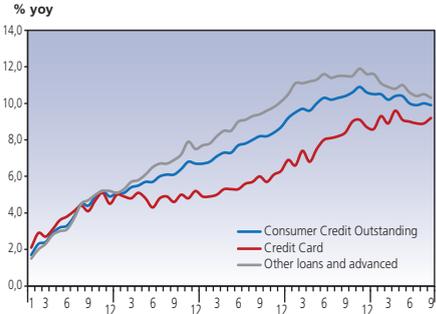
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.44 Ketenagakerjaan

Perbaikidipasarketenagakerjaan berlanjut seiring aktivitas produksi yang meningkat. Tingkat pengangguran turun hingga ke rekor terendah 4,3% di TW3-17, dari 4,4% pada TW2-17. Tingkat penyerapan tenaga kerja (usia 16-64 tahun) relatif stabil sebesar 75,0%, dari 75,1%, dikontribusi oleh peningkatan lapangan kerja khususnya di sektor konstruksi, perdagangan, keuangan, pendidikan, dan transportasi. Upah juga membaik meski terbatas dengan rata-rata kenaikan nominal upah mingguan (*weekly earnings*) sebesar 2,2% (dari 2,1% di TW2-17). Perbaikan upah terjadi baik di sektor swasta maupun publik⁴⁹, namun upah riil masih berkontraksi (-0,4%, sama dengan TW2-17).

Pendapatan riil yang masih berkontraksi mendorong masyarakat menguras tabungan (*dissaving*) dan

⁴⁹ Upah sektor swasta tumbuh 2,4% (dari 2,2%), sedangkan upah sektor publik tumbuh 1,6% dari 1,3%.



Sumber: BoE

Grafik 2.45 Pertumbuhan Kredit Konsumsi



Sumber: BoE

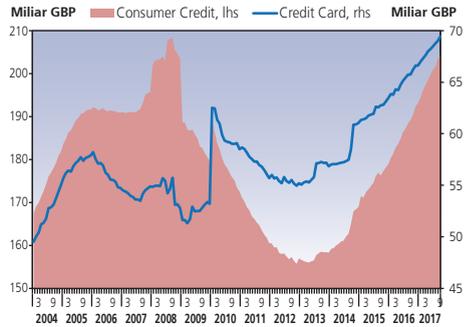
Grafik 2.46 Persetujuan aplikasi dan default rate kredit tanpa jaminan

bergantung pada kredit untuk membiayai konsumsi. Rilis data terkini menunjukkan bahwa *saving ratio*⁵⁰ sebesar 5,9% di TW2-17, jauh di bawah rata-rata tiga tahun (7,6%), walaupun telah membaik dibandingkan TW1-17 (4,0%). Ketergantungan pembiayaan kredit untuk konsumsi juga masih tinggi. Posisi *outstanding* kredit konsumsi di akhir TW3-17 mencapai GBP204,2 miliar yang merupakan level tertinggi sejak TW4-08.

⁵⁰ *Saving ratio* adalah perbandingan tabungan versus *disposable income*.

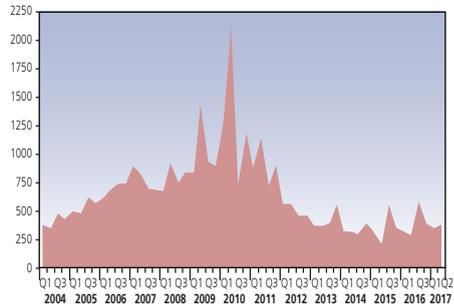
Pertumbuhan kredit konsumsi tanpa jaminan (*unsecured lending*)⁵¹ di TW3-17 mencapai 9,9% yoy, di atas rata-rata tiga tahun terakhir (9,0%), namun melambat dari 10,3% di triwulan sebelumnya. Pinjaman kartu kredit –*share* 34% dari total kredit konsumsi – tumbuh 9,0% dari 9,2%. Tingginya kredit diikuti dengan kasus kredit macet (*defaults*). Survei BoE memperlihatkan *default rate* di TW3-17 sebesar 21,9%, di atas rata-rata tiga tahun yang hanya sebesar 1,3%. Merespon hal tersebut, bank mulai memperketat persyaratan kredit (*credit scoring criteria*) dan lebih selektif dalam memberikan persetujuan aplikasi kredit. Fasilitas kredit juga diperketat, antara lain dengan memperpendek jangka waktu fasilitas bunga 0%⁵², menjadi sekitar 27,6 bulan, dari 28,8 bulan pada TW2-17.

Kebijakan makroprudensial menjadi lebih ketat seiring meningkatnya kekhawatiran tingginya pertumbuhan kredit konsumsi. Hasil *stress-test* Financial Policy Committee (FPC) BoE terhadap sejumlah bank utama di Inggris menunjukkan bahwa perbankan kurang memperhitungkan potensi peningkatan kredit bermasalah jika kondisi ekonomi memburuk. Simulasi dengan menggunakan skenario hipotetikal (kenaikan suku bunga hingga 4% dan tingkat pengangguran 9,5%) menunjukkan bahwa sekitar 25% utang kartu kredit, 15% kredit tanpa agunan, dan 10%



Sumber: BoE

Grafik 2.47 Kredit Konsumsi



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.48 Jumlah frekuensi *write-off* utang kartu kredit

kredit pembiayaan kendaraan akan mengalami gagal bayar (*default*). Akibatnya, bank berpotensi mengalami kerugian hingga GBP30 miliar dari segmen kredit konsumsi dalam tiga tahun ke depan. Namun demikian, secara umum risiko perbankan sudah lebih baik dibandingkan krisis 2008⁵³. Salah satu indikasinya adalah tingkat penghapusbukuan utang (*write-off*) kartu kredit yang jauh lebih rendah dibanding menjelang

51 *Unsecured lending* terdiri dari kartu kredit dan kredit lainnya, termasuk kredit kendaraan.

52 Sekitar 45% dari total utang kartu kredit menggunakan fasilitas pemindahan saldo tagihan dari satu kartu kredit ke kartu kredit lainnya dengan bunga nol persen (*zero balance transfers*) untuk jangka waktu tertentu.

53 Hasil evaluasi Prudential Regulation Authority (PRA) terhadap 20 bank terkait perkembangan terkini serta risiko kredit konsumsi yang dirilis pada 4 Juli 2017.

krisis keuangan global 2007-2008. Selanjutnya demi menjaga resiliensi sektor perbankan dari kerugian penyaluran kredit konsumsi, BoE meminta bank meningkatkan modal hingga GBP10 miliar, dan FPC menetapkan standar cadangan modal perbankan.

Dalam konteks kebijakan moneter, BoE masih melanjutkan *stance* akomodatif di TW3-17 dengan derajat akomodasi yang mulai dikurangi. Pada pertemuan *Monetary Policy Committee* (MPC) 3 Agustus 2017, BoE mempertahankan suku bunga kebijakan (*Bank Rate*) sebesar 0,25% namun memberi sinyal bahwa kenaikan suku bunga akan dilakukan secara gradual dan terbatas. Bank sentral juga memutuskan melanjutkan program pembelian aset (*Asset Purchase Program/APP*) dengan mempertahankan level stok pembelian obligasi perusahaan non-keuangan berpredikat *investment-grade* sebesar GBP10 miliar dan level stok pembelian obligasi pemerintah (*gilts*) sebesar GBP435 miliar. Selain itu, MPC sepakat untuk mengakhiri program *Term Funding Scheme* (TFS) sesuai rencana semula yaitu pada 28 Februari 2018.

TFS adalah program pinjaman dari BoE kepada bank komersial, dengan tingkat suku bunga relatif sama dengan *Bank Rate*, untuk mendorong penyaluran kredit kepada rumah tangga dan kalangan usaha. TFS dimulai pada 19 September 2016 dengan total dana yang dialokasikan BoE sebesar GBP100 miliar dan ditujukan untuk menstimulir pelemahan ekonomi pasca referendum Brexit yang diprediksi tumbuh melambat hingga 0,8%

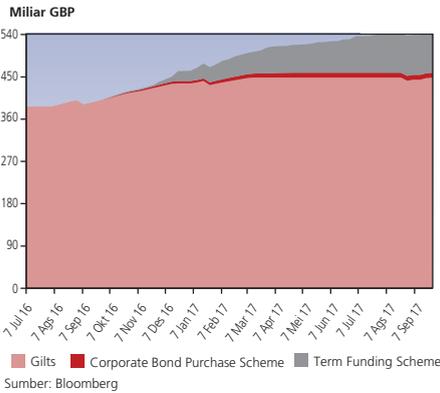
yoy di 2017⁵⁴. Kebijakan moneter longgar serta TFS telah berhasil mendorong laju ekonomi sehingga PDB 2017 diprediksi lebih tinggi dari estimasi tersebut dan BoE memandang bahwa kebijakan moneter perlu diperketat.

Dalam perkembangan selanjutnya, BoE menaikkan *Bank Rate* sebanyak 25 bps menjadi 0,5% pada MPC 2 November 2017 –pertama sejak Juli 2007- dan melanjutkan program pembelian aset. Keputusan tersebut dilatarbelakangi tekanan inflasi yang diprediksi berlanjut, serta perbaikan di sektor ketenagakerjaan dalam beberapa bulan terakhir.

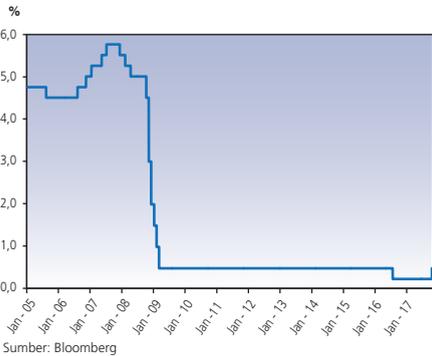
Pemerintah Inggris tetap berkomitmen mewujudkan konsolidasi fiskal. Total defisit anggaran di TW3-17 menyempit menjadi GBP9,7 miliar –terendah dalam enam kuartal terakhir, dari GBP22,8 miliar di triwulan sebelumnya. Penerimaan pemerintah meningkat menjadi GBP178,3 miliar dari GBP171,4 miliar⁵⁵, sedangkan belanja pemerintah turun menjadi GBP186,0 miliar (0,7% yoy) dari GBP198,5 miliar (4,9%). Belanja operasional (*current expenditure*) – *share* 93,3% dari belanja pemerintah– turun signifikan menjadi 0,7% (dari 5,3% di TW2-17), karena menurunnya belanja barang dan jasa (0%, dari 2,5%) serta belanja jaring pengaman sosial (0,7% dari 2,3%). Di sisi lain, belanja modal meningkat menjadi 1,3%, dari 0,2% di TW2-17.

⁵⁴ *Inflation Report* Agustus 2016.

⁵⁵ Pemasukan pajak tumbuh 3,2% di TW3-17, dari 4,3% di TW2-17.

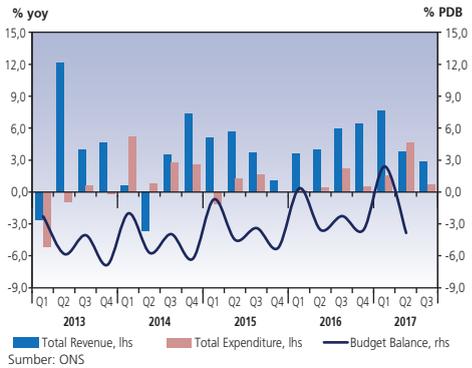


Grafik 2.49 Program Pembelian Aset dan TFS BoE



Grafik 2.50 Bank Rate

Ekspor dan investasi diprediksi menjadi pendorong kinerja ekonomi Inggris dalam beberapa tahun ke depan. Pertumbuhan konsumsi dalam jangka pendek diprediksi masih di bawah rata-rata historis seiring perbaikan upah yang lambat dan kenaikan suku bunga. Net ekspor diperkirakan membaik ditopang depresiasi GBP dan penguatan *demand* global. Meningkatnya aktivitas perdagangan akan mendorong utilisasi kapasitas produksi dan investasi. Namun demikian, peningkatan investasi diperkirakan



Grafik 2.51 Keseimbangan Fiskal

masih terbatas karena sentimen bisnis dibayangi ketidakpastian Brexit. BoE menurunkan *forecast* PDB 2017 menjadi 1,6%, dari 1,7% pada proyeksi Agustus 2017, serta mempertahankan *forecast* 2018 di level 1,6%. Sementara itu, IMF dan OECD mempertahankan proyeksi masing-masing sebesar 1,7% dan 1,6% pada 2017 serta sebesar 1,5% dan 1% pada 2018. CF (Oktober 2017) lebih pesimis dan memperkirakan ekonomi Inggris tumbuh 1,6% di 2017 dan 1,4% di 2018.

Pergerakan inflasi ke depan dipengaruhi tekanan dari sisi domestik seiring *output gap* yang menyempit. BoE memprediksi penurunan tingkat pengangguran dan perbaikan utilisasi kapasitas akan berlanjut, sehingga tekanan inflasi dari sisi domestik akan meningkat. Inflasi hingga tiga tahun mendatang diperkirakan berada di atas target (2%). BoE merevisi ke atas proyeksi inflasi 2017 menjadi 3,0% (dari 2,8%) dan merevisi ke bawah proyeksi 2018 menjadi 2,4% (dari 2,5%). BoE juga memperkirakan suku bunga naik sebanyak dua kali hingga 1% di penghujung 2020. Sementara

Tabel 2.4 Estimasi Pertumbuhan PDB dan Inflasi

Estimasi	IMF		OECD		Consensus Forecast		BoE	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
GDP (% yoy)	1,7	1,5	1,6	1	1,6	1,4	1,6	1,6
Estimasi sebelumnya	1,7	1,5	1,6	1	1,7	1,3	1,7	1,6
CPI (% yoy)	n.a	n.a	2,8	2,7	2,7	2,6	3,0	2,4
Estimasi sebelumnya	2,5	2,6	2,4	2,9	2,7	2,6	2,8	2,5

Keterangan:

Sumber estimasi terkini: IMF-WEO Oktober 2017, Consensus Forecast Oktober 2017, OECD Interim Economic Outlook September 2017, BoE Inflation Report November 2017.

Sumber estimasi sebelumnya: IMF-WEO Update Juli 2017, Consensus Forecast Agustus 2017, OECD Economic Outlook Juni 2017, BoE Inflation Report Agustus 2017.

CF memperkirakan inflasi 2017 dan 2018 masing-masing sebesar 2,7% dan 2,6% yoy.

Ekonomi Inggris ke depan masih diliputi sejumlah risiko, baik yang berasal dari domestik maupun eksternal. Dari sisi domestik, isu disintegrasi⁵⁶, ketidakpastian ekonomi dan politik serta dinamika negosiasi Brexit antara Inggris dan EU memengaruhi pengambilan keputusan bisnis, rumah tangga, maupun pelaku pasar keuangan. Berkurangnya jumlah tenaga kerja imigran berpotensi meningkatkan tekanan upah yang dapat berdampak pada inflasi. Namun konsumsi diperkirakan masih tertahan imbas kenaikan suku bunga kebijakan dan pengetatan kredit oleh perbankan. Sementara itu ketergantungan yang tinggi terhadap kredit di kalangan masyarakat Inggris beserta pertumbuhan upah yang lambat meningkatkan risiko kredit

macet. Sustainability fiskal akibat tingkat utang pemerintah yang tinggi di tengah konflik politik di parlemen Inggris juga menjadi sumber risiko tersendiri. *Concern* terhadap ketahanan fiskal tersebut telah menyebabkan penurunan *sovereign credit rating* oleh Moody's menjadi Aa2 dari Aa1 pada September 2017, dan mengubah *outlook* dari 'stable' menjadi 'negative'. Sedangkan faktor eksternal yang menjadi tantangan bagi pertumbuhan ekonomi Inggris antara lain dinamika ekonomi dan arah kebijakan ekonomi AS, rencana kenaikan FFR, tensi geopolitik, pergerakan harga minyak dunia, serta ancaman terorisme.⁵⁷

⁵⁶ Terdapat perbedaan aspirasi di Inggris Raya yaitu Skotlandia dan Irlandia Utara pada referendum 26 Juni 2016 memilih untuk tetap bergabung dengan Uni Eropa.

⁵⁷ Selama Januari hingga September 2017 telah terjadi lima insiden teror di Inggris. Pasca terjadinya ledakan di gerbong kereta di stasiun kereta bawah tanah *Parsons Green* pada 15 September 2017, Perdana Menteri Theresa May menaikkan tingkat ancaman teror dari 'parah' menjadi 'kritis', yaitu tingkat tertinggi, yang berarti serangan teroris lebih lanjut di Inggris kemungkinan akan segera terjadi.

B.2.4. Jepang

Kinerja ekonomi Jepang membaik cukup signifikan dengan tumbuh sebesar 1,7% yoy pada TW3-17 -dibandingkan 1,4% pada TW2-17. Kenaikan investasi akibat kenaikan upah menjadi satu-satunya motor perbaikan ekonomi negeri sakura tersebut. Konsumsi swasta dan belanja pemerintah mengalami perlambatan yang signifikan di tengah koreksi ekspor yang marjinal.

Tekanan pada sisi penawaran, kenaikan tarif komunikasi, dan jasa kesehatan mendorong kenaikan inflasi. Meski meningkat, inflasi cenderung masih undershooting dan berada di bawah target otoritas moneter. BOJ merespons perkembangan tersebut dengan mempertahankan stance kebijakan di sepanjang TW3-17. Di tengah berlanjutnya pemulihan ekonomi, Jepang dikejutkan oleh pemilu parlemen yang secara tiba-tiba diumumkan oleh PM Shinzo Abe.

Perkembangan ekonomi Jepang yang membaik menjadi pertimbangan BOJ dan IMF untuk merevisi ke atas outlook pertumbuhan. BOJ memproyeksikan ekonomi akan tumbuh sebesar 1,9% yoy pada tahun fiskal 2017 dan melambat ke 1,4% pada tahun fiskal 2018. IMF turut melakukan revisi terhadap prospek pertumbuhan ekonomi Jepang pada WEO Oktober 2017 menjadi 1,5%, lebih optimis dari proyeksi sebelumnya (Juli 2017) yang memperkirakan ekonomi hanya tumbuh sebesar 1,4%. Ekonomi Jepang menghadapi risiko yang berasal dari dalam dan luar negeri. Risiko tersebut meliputi penuaan struktur

usia penduduk yang memengaruhi fungsi intermediasi perbankan dan kesinambungan fiskal, serta implementasi rencana PM Shinzo Abe pasca snap election di bidang pertahanan dan ekonomi. Ketidakpastian global seiring negosiasi Brexit, gejolak politik di Eropa, proses rebalancing Tiongkok, dan tensi geopolitik semenanjung Korea yang kian meningkat menjadi risiko dari sisi eksternal yang harus diantisipasi oleh Jepang.

Ekonomi Jepang pada TW3-17 mengalami ekspansi tertinggi dalam kurun waktu delapan kuartal terakhir.

Sesuai prediksi, PDB Negeri Sakura berhasil tumbuh sebesar 1,7% yoy (*first estimate*) dari 1,4% pada TW2-17, dengan hanya didukung oleh investasi swasta sebagai motor utama.^{58,59} Aktivitas investasi, khususnya non-residensial, sepanjang triwulan laporan tumbuh cukup mengesankan dan *rebound* menjadi 2,0% dari kontraksi -0,8% pada triwulan lalu, sehingga mampu menjadi *buffer* di tengah moderasi komponen PDB lainnya. Konsumsi swasta (pangsa ±56% dari PDB) mengalami koreksi paling dalam akibat prospek upah yang belum cukup menjanjikan. Kinerja ekspor juga mengalami koreksi akibat pelemahan ekspor jasa. Namun dengan tingkat pertumbuhan yang cukup *robust*, ekspor tetap memberikan kontribusi yang signifikan pada pertumbuhan ekonomi.

Apabila menggunakan pendekatan *qoq annualized*, PDB justru tumbuh

58 15 November 2017.

59 Consensus Forecast Oktober 2017.

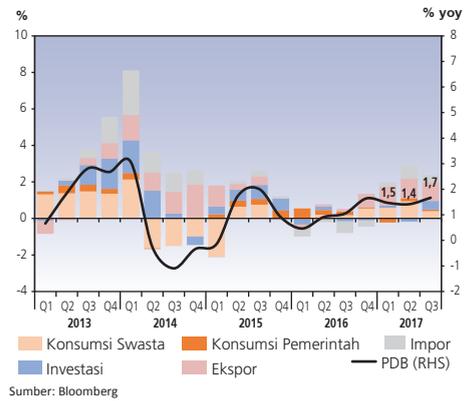
Tabel 2.5 Pertumbuhan PDB Jepang

Rilis PDB (%yoy)	PDB	Kons Swasta	Kons Pemerintah	Investasi	Ekspor	Impor
PDB 2016	1,0	0,4	1,3	-0,4	1,2	-2,3
PDB TW1-17	1,5	1,0	-1,1	0,5	6,6	1,2
1st est. PDB TW2-17	2,0	1,8	0,5	1,5	6,6	3,9
2nd est. PDB TW2-17	1,4	1,7	0,6	-0,8	6,6	3,9
1st est. PDB TW3-17	1,7	0,7	0,4	2,0	6,4	2,3

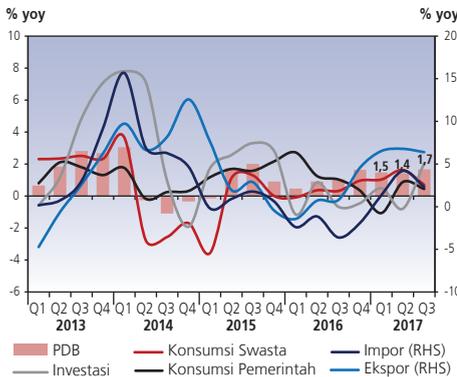
Sumber: Bloomberg

lebih rendah, yaitu hanya tumbuh sebesar 1,4%, melambat cukup signifikan dari TW2-17 yang tumbuh sebesar 2,6%. Kontraksi konsumsi rumah tangga, investasi residensial, belanja pemerintah, dan impor menjadi penyebab pelemahan tersebut. Hanya ekspor yang berhasil mencatatkan perbaikan sehingga ekonomi tidak jatuh lebih dalam.

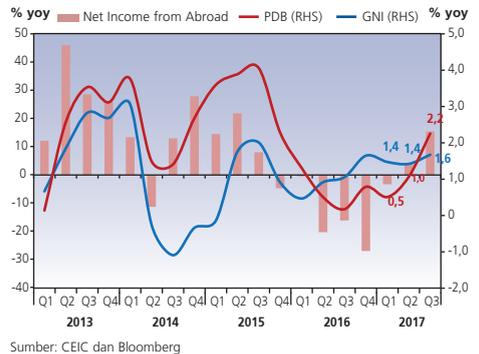
Peranan sektor eksternal dalam proses pemulihan Jepang juga tercermin pada pendapatan nasional bruto (*gross national income/GNI*). GNI TW3-17 tumbuh sebesar 2,2% yoy, jauh di atas TW2-17 yang hanya 1,1%. Kinerja GNI tersebut menegaskan



Grafik 2.53 Kontribusi Komponen PDB



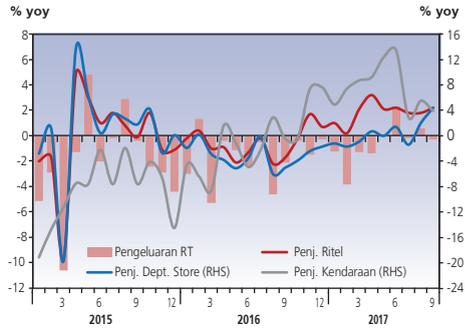
Grafik 2.52 Grafik Pertumbuhan PDB



Grafik 2.54 Pertumbuhan PDB dan GNI

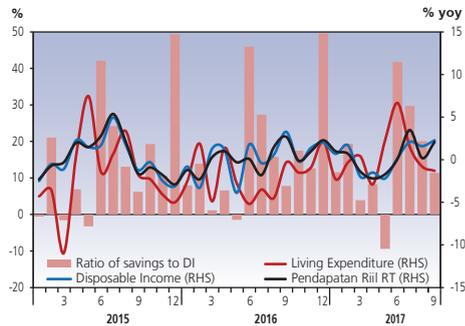
peran korporasi Jepang di luar negeri yang cukup sentral dalam menopang perbaikan ekonomi domestik. Perolehan pendapatan korporasi di luar negeri (*net income from abroad*) yang bersamaan dengan depresiasi yen memberikan nilai tambah yang signifikan dalam estimasi GNI.

Geliat aktivitas konsumsi swasta kembali memudar seiring perbaikan upah yang cenderung terbatas, seperti tercermin pada sejumlah indikator penunjang konsumsi. Penjualan ritel rata-rata hanya tumbuh sebesar 2,0%, melambat dari triwulan lalu yang tumbuh sebesar 2,5%. Perlambatan terutama terjadi pada penjualan *durable goods* dan jasa-jasa. Belanja ritel sempat melonjak pada September 2017 akibat musim liburan *September Equinox*. Namun lonjakan tersebut belum dapat mengimbangi moderasi penjualan ritel pada dua bulan sebelumnya yang cenderung stagnan. Moderasi aktivitas konsumsi juga tidak lepas dari faktor upah dasar yang masih stagnan sehingga mendorong rumah tangga untuk tetap berada pada *saving mode*. Selain itu, pelemahan konsumsi, khususnya pada *durable goods* juga dipengaruhi oleh redanya efek temporer pembayaran bonus musim panas dan usainya pembelian barang elektronik yang sempat melonjak pada TW2-17. Pergerakan harga minyak dan makanan segar yang sepanjang triwulan laporan merangkak naik juga membatasi ruang konsumsi rumah tangga. Di sisi lain, penjualan *department store* masih dapat terakselerasi yang terbantu oleh meningkatnya kedatangan



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.55 Indikator Penunjang Konsumsi



Sumber: CEIC dan Japan Statistic Bureau

Grafik 2.56 Pendapatan Disposable dan Riil Rumah Tangga

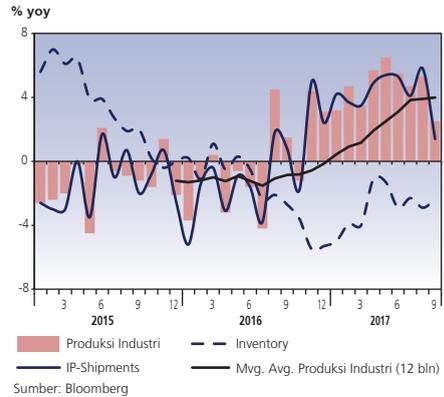
turis asing yang berlibur di Jepang dan faktor *base* yang rendah.

Faktor permintaan domestik dan eksternal yang mengalami penurunan bersama dengan naiknya tensi geopolitik di Semenanjung Korea menyebabkan tertahannya aktivitas bisnis, khususnya di sektor manufaktur. Produksi industri TW3-17 secara rata-rata tumbuh melambat menjadi 4,2%, terkoreksi dari 5,9% pada triwulan lalu. Koreksi terjadi pada seluruh produk utama dengan kelompok kendaraan mengalami koreksi paling dalam. Aksi uji

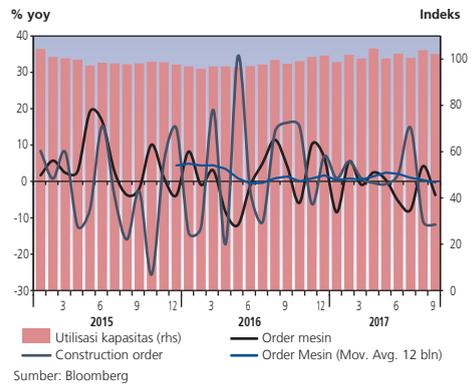
coba nuklir Korea Utara yang dilakukan pada Juli dan September 2017 ditengarai memengaruhi kondisi bisnis sehingga pelaku usaha cenderung menahan aktivitas produksinya. Tertahannya kegiatan produksi pada triwulan laporan juga dipengaruhi oleh sejumlah pabrik baja yang belum beroperasi normal pasca-perawatan alat dan mesin produksi. Penurunan aktivitas produksi sektor manufaktur turut dikonfirmasi oleh indeks PMI manufaktur TW3-17 yang secara rata-rata melambat menjadi 52,4, dari 52,7 pada triwulan sebelumnya. Walaupun mengalami koreksi, aktivitas produksi di sektor manufaktur cenderung masih berada pada tren yang meningkat.

Sementara itu, akselerasi pertumbuhan investasi non-residensial (pangsa 85% terhadap total investasi swasta) yang menjadi motor utama pertumbuhan didongkrak oleh tingginya investasi yang bersifat labor-saving.

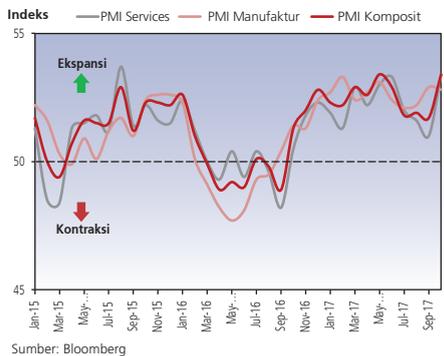
Investasi terutama mengalami peningkatan di bidang TI (teknologi informasi) dan otomasi mesin sehingga mendorong lonjakan *machine-tools order* menjadi 36,4% pada TW3-17, di atas TW2-17 (30,1%). Pelaku bisnis mengandalkan tingginya perolehan profit untuk melakukan investasi yang bersifat *labor-saving* guna mengatasi persoalan langkanya tenaga kerja. Survei yang dilakukan oleh Development Bank of Japan turut mengkonfirmasi fenomena tersebut, dimana pesanan *industrial robot* naik hingga 49% yoy (senilai JPY171,7 miliar) pada triwulan laporan. Di bidang TI, investasi diperkirakan



Grafik 2.57 Indikator Penuntun Investasi



Grafik 2.58 Indikator Utilisasi Kapasitas dan Order Mesin

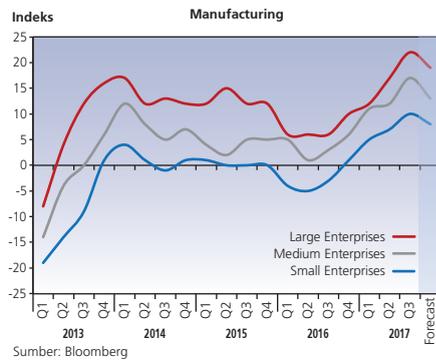


Grafik 2.59 Purchasing Managers' Index (PMI)

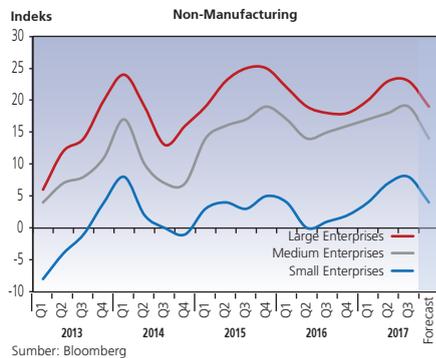
naik hingga 28% pada FY2017 dengan total nilai JPY558,2 miliar.

Tertahannya aktivitas bisnis juga dialami oleh sektor jasa. Indeks PMI jasa menurun menjadi 51,5, dari sebelumnya 52,8. Permintaan yang belum cukup kuat menjadi faktor utama yang menahan ekspansi sektor jasa. Kenaikan upah tenaga kerja paruh waktu yang banyak bekerja di sektor jasa menyebabkan kenaikan biaya *input* bagi pelaku bisnis. Biaya tersebut tidak dapat ditransmisikan secara sempurna mengingat kenaikan harga *output* dapat menjadi bumerang yang menekan omzet permintaan yang masih lemah. Pelaku usaha harus rela untuk menanggung beban biaya tersebut sehingga margin laba lebih tipis dan turut memberikan imbas negatif bagi ekspansi sektor jasa.

Kendati demikian, pelemahan sektor manufaktur diperkirakan bersifat temporer, sebagaimana tercermin pada hasil Survei Tankan TW3-17. Kepercayaan pelaku bisnis di sektor manufaktur besar (indeks ekspektasi) membaik ke level tertinggi sebelum krisis finansial (Agustus 2007) mencapai level 19 (dari 15). Pelaku usaha yang bergerak di bidang bahan baku industrial (minyak, baja dan bahan kimia, bahan metal, dan peralatan transportasi) merupakan kelompok yang paling optimis terhadap prospek bisnis ke depan. Di sisi lain, optimisme pelaku usaha sektor jasa, khususnya sub-sektor ritel, tidak sebaik sektor manufaktur. Pelaku usaha meyakini situasi bisnis akan membaik, sebagaimana tercermin



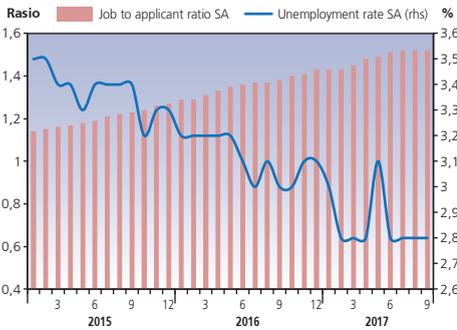
Grafik 2.60 Survei Tankan Manufaktur



Grafik 2.61 Survei Tankan Non-Manufaktur

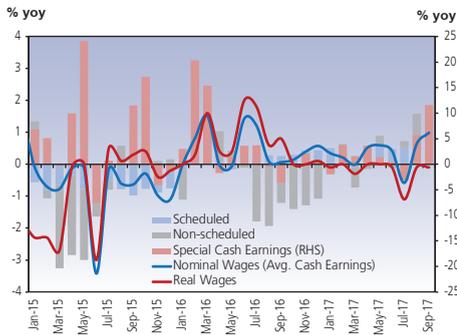
pada indeks ekspektasi yang hanya meningkat tipis ke level 19 (dari 18).

Aktivitas produksi yang berada dalam tren meningkat berkontribusi terhadap stabilnya sektor tenaga kerja. Angka pengangguran pada akhir TW3-17 tetap pada 2,8%, titik terendah dalam 23 tahun terakhir dan tidak berubah dari akhir TW2-17. Rendahnya angka pengangguran sejalan dengan penyerapan tenaga kerja yang meningkat meski masih didominasi oleh lapangan kerja paruh waktu. Partisipasi kerja



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.62 Pengangguran dan Permintaan terhadap Tenaga Kerja



Sumber: Bloomberg

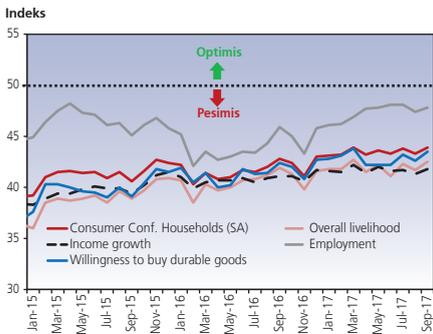
Grafik 2.63 Upah dan Komponennya

selama triwulan laporan juga terus meningkat, khususnya pada kelompok usia lanjut (di atas 65 tahun) dan wanita usia produktif (15-34 tahun dan 45-54 tahun). Perkembangan tersebut ditengarai turut dipengaruhi oleh perilaku pelaku usaha sektor jasa, khususnya yang bergerak di sub-sektor restoran dan ritel, yang melakukan rekrutmen ibu rumah tangga dan lansia untuk mengatasi *labor shortage*.

Keketatan yang sedang terjadi di pasar tenaga kerja (*labor market tightening*) belum mendorong kenaikan

upah secara substansial. Rasio pembukaan lowongan pekerjaan pada akhir TW3-17 tetap pada level 1,52, tidak berubah sejak Juni 2017 dan merupakan rasio tertinggi dalam 25 tahun terakhir. Tingginya angka partisipasi kerja belum mampu mencukupi kebutuhan tenaga kerja karena faktor struktur penduduk yang menua (*aging population*). Upah nominal (*average cash earnings*) justru tumbuh melambat menjadi 0,3% pada TW3-17, dari 0,5% di TW2-17. Koreksi tersebut diakibatkan oleh stagnasi upah dasar dan bonus yang cenderung lebih rendah dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan upah dasar secara rata-rata tidak bergeser dari 0,5% pada triwulan laporan. Korporasi cenderung enggan untuk meningkatkan upah dasar meski secara struktural pasar tenaga kerja menegang dan profit korporasi melonjak. Kenaikan upah dasar bagi tenaga kerja reguler dikhawatirkan akan menambah biaya operasional dan menggerus margin profit perusahaan. Kondisi tersebut menyulitkan pengambil kebijakan karena menahan daya beli dan inflasi, yang pada gilirannya menghambat tercapainya target inflasi. Sebagai salah satu upaya pemerintah untuk memperbaiki perekonomian, PM Abe memberikan himbauan bagi pelaku bisnis untuk meningkatkan upah hingga 3% pada *Shunto* 2018. Pemerintah melalui FSA (*Financial Stability Authority*) juga tengah mengkaji regulasi untuk mendorong penyaluran *retained earnings* korporasi luar negeri untuk investasi yang lebih produktif.

Penyerapan tenaga kerja yang relatif baik menyebabkan masyarakat cenderung lebih optimis akan prospek



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.64 Kepercayaan konsumen

perbaikan kondisi ekonomi. Indeks keyakinan konsumen TW3-17 rata-rata naik ke level 43,7, dari 43,4 di triwulan sebelumnya. Optimisme terutama terjadi pada komponen *overall livelihood* dan *willingness to buy durable goods* yang masing-masing meningkat menjadi 42,2 dan 43,1.⁶⁰ Akan tetapi, komponen *income growth* secara rata-rata sedikit terkoreksi menjadi 41,6 dari sebelumnya 41,7. Hal tersebut tidak terlepas dari prospek perbaikan upah di Jepang yang bergerak lamban dan selama ini hanya didorong oleh komponen bonus.

Kuatnya permintaan mitra dagang utama dan depresiasi nilai tukar efektif menjadi pendukung konsistensi performa ekspor barang yang terus membaik di TW3-17. Ekspor terakselerasi rata-rata sebesar 15,2% yoy, lebih tinggi dari 10,7% di TW2-17 sejalan dengan perbaikan siklikal global. Perbaikan ekspor terjadi pada peralatan elektronik, transportasi, dan

⁶⁰ Angka tersebut lebih tinggi dari rata-rata TW2-17 yang mencapai 41,6 dan 42,2 pada TW2-17.

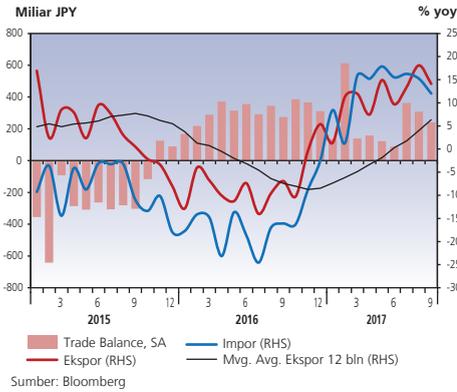
permesinan. Permintaan Tiongkok, AS dan Uni Eropa yang impresif juga berdampak pada pertumbuhan volume ekspor.^{61,62}

Di sisi lain, kinerja impor melambat, sejalan dengan aktivitas produksi dan konsumsi domestik yang mengalami moderasi. Rata-rata impor TW3-17 tumbuh sebesar 14,5%, terdeselerasi dari 16,2% pada TW2-17. Sejalan dengan harga minyak dunia yang mengalami peningkatan pada periode laporan, impor minyak mengalami penurunan, baik dari segi nilai maupun volume. Hal tersebut mengindikasikan penurunan aktivitas ekonomi, khususnya produksi seiring memanasnya tensi geopolitik akibat uji coba senjata nuklir Korea Utara. Penurunan impor juga terjadi pada kelompok barang lainnya yang diperlukan untuk produksi, seperti semikonduktor dan bahan kimia. Pertumbuhan ekspor yang cukup signifikan di tengah pelemahan impor menyebabkan surplus neraca perdagangan melebar menjadi JPY937,9 miliar, dari JPY367,6 miliar pada periode sebelumnya.

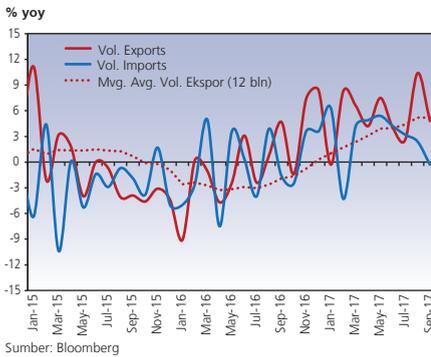
Dukungan bagi sektor eksternal Jepang juga berasal dari repatriasi investasi korporasi di luar negeri sehingga memperbaiki kinerja neraca transaksi berjalan. Surplus transaksi berjalan TW3-17

⁶¹ Ekspor peralatan elektronik tumbuh sebesar 14,4% (dari 10,1%), permesinan tumbuh sebesar 16,6% (dari 14,1%), dan transportasi tumbuh sebesar 9,5% (dari 6,2%).

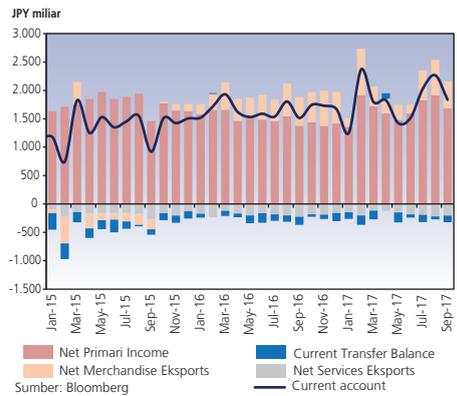
⁶² Nilai ekspor ke Tiongkok tumbuh sebesar 24,3% yoy (dari 19,4%). Sementara itu, ekspor ke AS dan Uni Eropa tumbuh menjadi 14,8% (dari 7,1%) dan 11,2% (dari 10,5%).



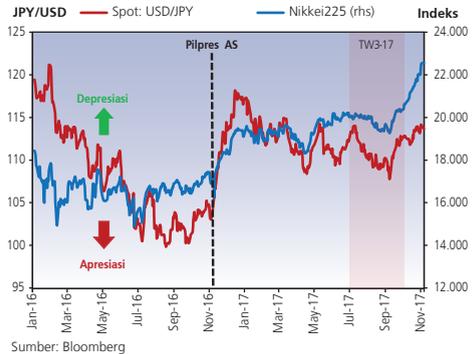
Grafik 2.65 Neraca Perdagangan



Grafik 2.66 Volume Perdagangan



Grafik 2.67 Neraca Transaksi Berjalan



Grafik 2.68 Nilai Tukar dan Indeks Harga Saham

melebar menjadi JPY4,7 triliun, dari JPY4,6 triliun pada TW2-17. Sumber utama berasal dari perolehan investasi portofolio. Selisih suku bunga luar negeri yang lebih tinggi dari suku domestik memberikan insentif bagi investor Jepang untuk mengalihkan dana investasinya ke luar negeri. Sejalan dengan itu, surplus pendapatan primer meningkat menjadi JPY4,4 triliun, dari JPY4,3 triliun.

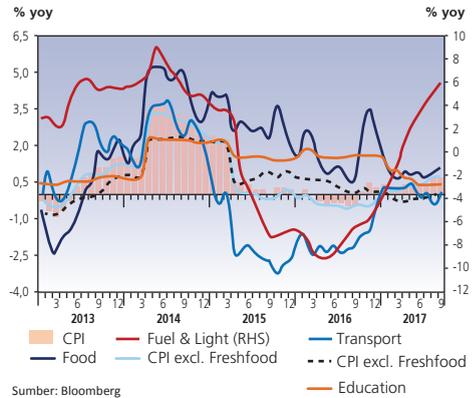
Inflasi kembali bergerak naik pada TW3-17 meski masih jauh di bawah target 2%. Pergerakan harga konsumen

(inflasi *headline*) tercatat meningkat menjadi 0,7% pada akhir September 2017, dari 0,4% pada akhir Juni 2017. Dinamika inflasi selama triwulan laporan cenderung lebih banyak dipengaruhi oleh sisi penawaran daripada sisi permintaan. Kenaikan harga minyak dunia yang terjadi bersamaan dengan depresiasi nilai tukar dan gangguan pasokan makanan segar berkontribusi signifikan terhadap kenaikan inflasi *headline*. Inflasi *headline* mengalami kenaikan cukup tinggi pada Agustus 2017 menjadi 0,7%, dari 0,4% di Juli 2017. Angka

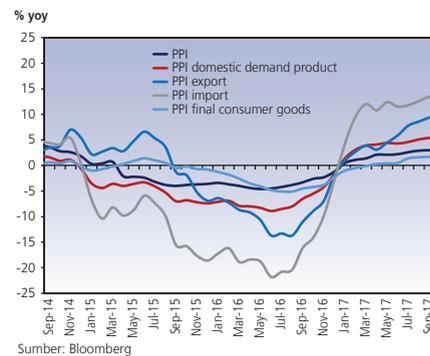
tersebut bertahan hingga September 2017 seiring harga minyak yang masih terakselerasi dan kenaikan harga makanan segar.^{63,64} Dengan dinamika tersebut, rata-rata inflasi *headline* selama TW3-17 naik menjadi 0,6%, sedikit meningkat dari TW2-17 sebesar 0,4%.

Inflasi inti turut mengalami kenaikan. Inflasi inti tercatat membaik menjadi 0,0% yoy pada September 2017, dari deflasi -0,2% pada Juni 2017. Kenaikan inflasi inti pada triwulan laporan terjadi karena peningkatan belanja layanan kesehatan dan jasa komunikasi. Meski meningkat, dinamika harga di Jepang masih *undershooting* akibat sisi permintaan yang belum cukup solid. Pencapaian inflasi yang masih jauh dari target turut dipengaruhi oleh kenaikan upah yang lamban. Secara umum, korporasi masih enggan meningkatkan upah meski pasar tenaga kerja semakin ketat.

Tingkat harga mengalami kenaikan yang cukup tinggi pada level produsen seiring peningkatan biaya produksi. Pergerakan harga produsen TW3-17 rata-rata meningkat sebesar 2,9% yoy, dari 2,1% pada triwulan lalu. Akselerasi indeks harga produsen terutama bersumber dari harga impor, bersamaan dengan kenaikan



Grafik 2.69 Inflasi



Grafik 2.70 Indeks Harga Produsen

komoditas produksi (khususnya minyak dan baja) dan depresiasi nilai tukar. Komponen harga impor rata-rata naik sebesar 12,7%, dari 11,6%. Namun kenaikan ongkos produksi tidak dapat ditransmisikan secara sempurna ke harga *output*. Produsen masih khawatir akan daya beli konsumen sehingga cenderung lebih memilih untuk mengurangi margin laba daripada meningkatkan harga jual.

BOJ mempertahankan stance

63 Kementerian Perdagangan Jepang memberlakukan *safeguard measures* terhadap daging sapi impor dengan meningkatkan bea masuk menjadi 50%, dari sebelumnya 38,5% selama periode 1 Agustus 2017 – 31 Maret 2018. Kenaikan bea turut tersebut turut berdampak pada kenaikan inflasi.

64 Cuaca yang buruk pada akhir TW3-17 memberikan dampak berupa penurunan hasil tangkapan ikan tuna. Akibat penurunan pasokan tersebut, harga ikan tuna yang merupakan salah satu makanan utama masyarakat Jepang melonjak hingga 22%.

Tabel 2.6 Balance Sheet BOJ

(trillion Yen)

	End of Mar 2017 (Actual)	End of Jun 2017 (Actual)	End of Jul 2017 (Actual)	End of Aug 2017 (Actual)	End of Sep 2017 (Actual)	The pace of annual target increase
Monetary Base	447,3	468,0	468,3	469,2	474,7	About 80 trillion (abandoned in MPM Sep-2016)
<i>Breakdown of The Bank's Balance Sheet</i>						
JGBs	377,1	392,4	397,7	404,9	404,2	About 80 trillion
CP	2,0	2,0	2,4	2,5	1,9	Maintain outstanding balance
Corporate bonds	3,2	3,2	3,2	3,3	3,2	Maintain outstanding balance
Exchange-traded funds (ETFs)	12,9	14,4	14,7	15,5	15,8	About 6 trillion (announced in MPM July-2016)
Japan real estate investment trusts (J-REITs)	0,38	0,40	0,41	0,42	0,43	About 90 billion
Total assets (including others)	490	502	506	512	513	
Banknotes	100	100	101	101	101	
Current deposits	343	363	363	364	369	
Total liabilities and net asset (including others)	490	502	506	512	513	

Sumber: BOJ dan Bloomberg

kebijakan akomodatif selama TW3-17. BOJ kembali mengukuhkan kombinasi kebijakan QQE (*Qualitative and Quantitative Easing*) dengan *yield curve control* dalam suku bunga negatif pada *Monetary Policy Meeting* Oktober 2017. Kebijakan akomodatif tersebut dilakukan melalui dua hal. Pertama, pengendalian terhadap suku bunga jangka pendek dan jangka panjang (*yield curve control*), dengan menetapkan suku bunga -0,1% bagi lembaga keuangan yang menempatkan dananya di BOJ. BOJ juga membeli JGB untuk menjaga *yield* tenor 10-tahun pada kisaran 0% dengan *pace* pembelian sebesar JPY80 triliun per tahun (suku bunga jangka panjang). Kedua, komitmen *inflation-overshooting* untuk meningkatkan *monetary base* hingga inflasi melampaui target 2%. Dalam kaitan ini, BOJ melanjutkan QE melalui pembelian aset

berupa: (i) ETFs (*Exhcanged Traded Funds*) senilai JPY6 triliun per tahun, (ii) J-REITs (*Japan Real Estate Investments*) senilai JPY90 miliar per tahun; (iii) CP (*commercial papers*) senilai JPY2,2 triliun per tahun, dan (iv) *corporate bonds* dengan target JPY3,2 triliun per tahun.

Ekspansi moneter BOJ pada TW3-17 juga terus berlanjut namun dengan *pace* yang terindikasi lebih lambat. Seiring berlanjutnya ekspansi moneter, *monetary base* September 2017 meningkat menjadi JPY476,6 triliun, dari JPY468,0 triliun pada Juni 2017. Namun, pembelian JGB oleh BOJ pada September terindikasi menurun. *Outstanding* JGB per September 2017 tercatat sebesar JPY404,2 triliun, menurun dari JPY392,4 triliun pada posisi Juni 2017. Total pembelian per akhir September 2017 mencapai JPY43,6 triliun. Pembelian tersebut cenderung lebih rendah dibandingkan

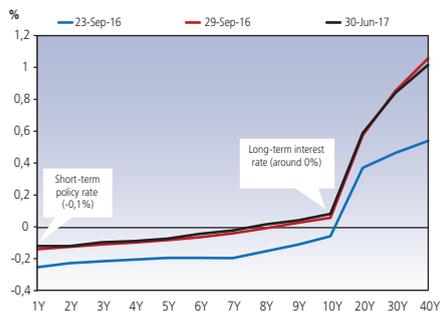
pembelian pada September 2016 dengan target tahunan yang sama (JPY80 triliun).⁶⁵

Perhatian mengenai sustainabilitas kebijakan moneter BOJ serta imbasnya terhadap inflasi dan stabilitas sistem keuangan sempat mengemuka pada MPM Juli 2017. Anggota *board* melihat bahwa Jepang membutuhkan waktu yang lebih lama dari perkiraan untuk mencapai target inflasi mengingat inflasi masih *undershooting* akibat *deflationary mindset* sektor rumah tangga. Kondisi yang demikian dikhawatirkan akan menciderai kredibilitas kebijakan BOJ sehingga semakin mempersulit pelaksanaan komunikasi kebijakan. Anggota *board* juga mengkhawatirkan dampak kebijakan akomodatif yang berkepanjangan terhadap stabilitas sistem keuangan Jepang ke depan.

Kinerja perekonomian 2017 yang memperkuat sinyal pemulihan kembali mendorong sejumlah lembaga merevisi

ke atas proyeksi pertumbuhan Jepang. BOJ meyakini pertumbuhan ekonomi pada tahun fiskal 2017 dapat tumbuh sebesar 1,9%, lebih tinggi dari proyeksi sebelumnya (1,8%) dan mempertahankan *outlook* tahun fiskal 2018 sebesar 1,4%. Investasi pemerintah menjelang Olimpiade Tokyo 2020, *upswing* ekonomi global yang diharapkan dapat berimbas pada ekspor, dan kondisi finansial yang longgar diperkirakan menjadi pendorong utama pertumbuhan ekonomi Negeri Sakura. Senada dengan BOJ, IMF turut mengubah perkiraan pertumbuhan ekonomi dalam WEO Oktober 2017 menjadi 1,5% di 2017 (dari proyeksi Juli 2017 sebesar 1,3%) dan menjadi 0,7% (dari 0,6%) di 2018.

Proyeksi inflasi kembali direvisi ke bawah dengan pertimbangan perkembangan faktor harga yang sejauh ini masih rendah dan ekspektasi inflasi yang *backward looking*. BOJ mengoreksi proyeksi inflasi tahun fiskal 2017 menjadi 0,8%, lebih rendah dari proyeksi sebelumnya



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.71 Yield Curve Control

Tabel 2.7 Proyeksi Pertumbuhan PDB dan Inflasi

Institusi	Periode	PDB		Inflasi	
		2017	2018	2017	2018
BOJ*)	Oct-17	1,9	1,4	0,8	1,4
	Jul-17	[1,7 - 2,0]	[1,2 - 1,4]	[0,7 - 1,0]	[1,1 - 1,6]
IMF	Oct-17	1,5	0,7	0,4	0,5
	Jul-17	1,3	0,6	0,7	0,6
AMRO	May-17	1,3	1,1	0,6	0,9
Consensus Forecast	Oct-17	1,6	1,2	0,4	0,7
	Jul-17	1,4	1,1	0,5	0,8

Keterangan :

*) Proyeksi untuk FY 2017 dan FY 2018
 FY 2017 adalah April 2017-Maret 2018; FY2018 adalah April 2018-Maret 2019
 Proyeksi Inflasi BOJ adalah untuk **CPI all items excl fresh food, excl effect consumption tax hikes**

65 Pembelian JGB per September 2016 tercatat sebesar JPY58,9 triliun.

(1,1%), sedangkan inflasi tahun fiskal 2018 dikoreksi menjadi 1,4% (dari 1,5%). Koreksi yang lebih agresif terhadap proyeksi inflasi dilakukan oleh IMF yang memperkirakan perkembangan tingkat harga 2017 menjadi 0,4% (dari 0,7% di Juli 2017), sementara inflasi 2018 diperkirakan sebesar 0,5%, turun dari 0,6%.

Potensi perbaikan ekonomi Jepang berhadapan dengan risiko yang dapat menahan pertumbuhan. Risiko domestik pada jangka menengah panjang berasal dari persoalan *aging population*. Penuaan struktur penduduk dapat menghambat revitalisasi ekonomi Jepang dan perbaikan permintaan domestik, serta sustainabilitas kebijakan fiskal. Struktur demografi Jepang tersebut juga mengancam sustainabilitas fungsi intermediasi perbankan ke depan di tengah implementasi kebijakan moneter ekstra-akomodatif.⁶⁶ Selain itu, perilaku konsumen Jepang yang didominasi oleh penduduk usia lanjut dan cenderung melakukan *saving* berpotensi menghambat kenaikan inflasi. Implementasi *quantitative easing* BOJ juga berpotensi muncul sebagai risiko. Kebijakan tersebut ditengarai tidak lagi *sustainable* mengingat *supply* JGB di pasar perlahan mulai menipis. Aksi pembelian JGB oleh BOJ dengan nominal yang cukup agresif (\pm JPY80 triliun per tahun) berpotensi menyebabkan distorsi di pasar keuangan Jepang.⁶⁷

Risiko domestik pada jangka pendek berasal dari implementasi rencana PM Abe pascapemilu. Wacana yang dikemukakan oleh PM Abe untuk melakukan amandemen konstitusi Jepang di bidang pertahanan dan perubahan alokasi penerimaan pajak dapat menimbulkan reaksi dari oposisi. Sikap bertentangan oposisi berpotensi menghambat kelancaran rencana tersebut dan menimbulkan gejala politik domestik.⁶⁸

Di sisi eksternal, ketidakpastian ekonomi global, terutama yang berkaitan dengan agenda proteksionisme di bidang ekonomi turut membayangi outlook ekonomi Jepang. Faktor ketidakpastian global juga berasal dari hasil negosiasi Brexit, gejala politik di Eropa, rencana kenaikan suku bunga AS, dan proses *rebalancing* ekonomi Tiongkok juga menjadi risiko yang dapat menghambat perbaikan ekonomi ke depan. Ketidakpastian di tingkat global bertambah dengan aksi uji coba senjata nuklir yang semakin agresif dilakukan oleh Korea Utara. Risiko eksternal yang termaterialisasi di tengah kondisi ekonomi domestik yang masih berjuang menemukan ritme pemulihan dapat semakin menahan proses perbaikan ekonomi ke depan.

66 Hasil simulasi IMF dalam *Financial System Stability Assessment* Jepang, Juli 2017. Lihat "Artikel Kebijakan Moneter, Aging Population, dan Intermediasi Perbankan Jepang" pada halaman 144

67 BOJ diperkirakan menguasai \pm 40 % JGB di pasar.

68 Lihat Boks *Snap Election* Jepang.

BOKS 2

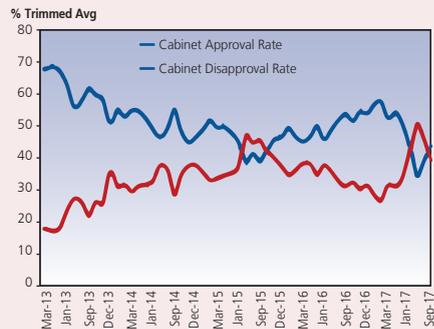
SNAP ELECTION JEPANG

Jepang sempat dikejutkan oleh pengumuman pemilu parlemen secara mendadak (*snap election*) pada 25 September 2017 yang dilakukan oleh PM Shinzo Abe. Pengumuman tersebut cukup mengejutkan mengingat jadwal pemilu parlemen sebagaimana mestinya telah dijadwalkan pada akhir 2018. Rencana tersebut kemudian dilanjutkan dengan pembubaran parlemen pada 28 September 2017. Keputusan PM Abe untuk melakukan *snap election* yang pelaksanaannya diagendakan pada 22 Oktober 2017 diharapkan dapat memuluskan rencana PM Abe untuk meraih mayoritas 2/3 kursi di parlemen. Posisi mayoritas tersebut dibutuhkan oleh PM Abe untuk menerapkan rancangan kebijakannya, khususnya di bidang pertahanan dan ekonomi.

Aksi uji coba nuklir Korea Utara yang semakin intensif menjadi salah satu pemicu PM Abe untuk memperkuat pertahanan Jepang dengan mengusulkan amandemen konsitusi, khususnya *Article 9 (Renunciation of war)*. PM Abe meyakini amandemen tersebut dibutuhkan untuk mengubah *stance* pertahanan Jepang yang semula bernuansa perdamaian menjadi lebih agresif guna merespon ancaman eksternal seperti senjata nuklir

Korea Utara. Memanasnya situasi di Semenanjung Korea akibat aksi Korea Utara tersebut memberikan efek positif bagi rating PM Abe yang sebelumnya sempat menurun.

Di sisi ekonomi, PM Abe membutuhkan mandat baru dari parlemen untuk melakukan pengalihan tambahan pendapatan dari kenaikan pajak penjualan pada Oktober 2019 ke paket stimulus fiskal untuk pendidikan senilai JPY2 triliun. PM Abe berencana untuk kembali mengolontorkan stimulus fiskal tersebut pada akhir tahun ini. Stimulus akan difokuskan untuk memberikan subsidi pendidikan, membiayai fasilitas penitipan anak (*child-care*), dan mendorong investasi swasta guna meningkatkan produktivitas.

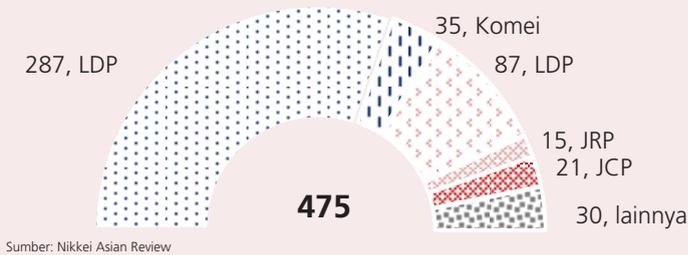


Sumber: Japan Marco Advisors

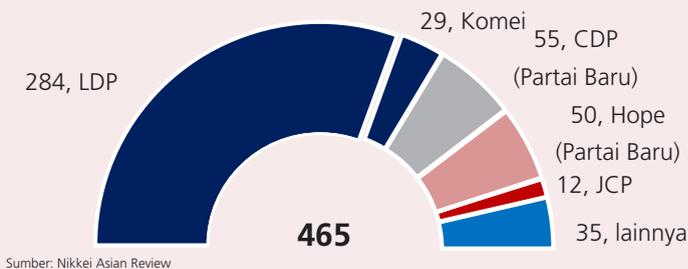
Grafik 2.72 Grafik Approval dan Disapproval Rate terhadap Pemerintah Jepang

Pertaruhan nasib yang dilakukan oleh PM Abe tersebut berbuah manis dengan kemenangan mutlak koalisi partai PM Abe pada *snap election*. Koalisi partai PM Abe, yaitu LDP dan Komei unggul dengan perolehan kursi di *Lower House* masing-masing sebesar 284 dan 29 (total 313) atau 2/3 dari total kursi di parlemen.⁶⁹ Hasil tersebut mengukuhkan posisi koalisi partai PM Abe sebagai *supermajority* (dengan minimal perolehan kursi 310

kursi) dan memberikan keleluasaan bagi pemerintahannya dalam pengajuan kebijakan/RUU. Rencana PM Abe untuk dapat meloloskan agenda politiknya pun kian mulus, khususnya terkait amandemen konstitusi Jepang di bidang pertahanan dan pengalihan alokasi penerimaan kenaikan pajak ke bidang pendidikan. Paket stimulus kebijakan sebagai bagian dari kebijakan PM Abe pasca-pemilu akan dimumumkan pada akhir tahun 2017.



Grafik 2.73 Distribusi Kursi di Lower House sebelum Pembubaran



Grafik 2.74 Perolehan Suara pada Snap Election 22 Oktober 2017

⁶⁹ Undang-Undang mengenai pemilu (*Public Offices Election Law*) diamandemen pada Mei 2016. Dengan amandemen tersebut, jumlah kursi di parlemen (*lower house*) dikurangi menjadi 465 dari 475 kursi (pemilu 2014).

2.5. Tiongkok

Ekonomi Tiongkok pada TW3-17 tumbuh cukup robust meski akelerasinya sedikit melambat. PDB TW3-17 tumbuh sebesar 6,8% yoy, sedikit lebih rendah dibandingkan dua triwulan sebelumnya sebesar 6,9%. Konsumsi dan investasi sedikit melambat namun secara umum masih cukup resilien. Pertumbuhan produksi melemah, tetapi keyakinan bisnis masih positif. Kontribusi perdagangan internasional terhadap pertumbuhan juga menurun, tertahan oleh meningkatnya harga komoditas impor dan apresiasi yuan. Tingkat harga secara umum meningkat dan masih terkendali. Sementara kenaikan harga produsen yang mendorong peningkatan harga jual berimplikasi positif pada perbaikan laba industri.

Pembiayaan dalam tren melambat seiring upaya pemerintah mengatasi kerentanan sektor keuangan domestik. Level utang yang terakselerasi secara eksponensial mendorong pemerintah untuk mengatasi kerentanan di sektor keuangan melalui pengurangan kredit (deleveraging). Upaya tersebut juga merupakan bagian dari reformasi struktural untuk menurunkan kapasitas industri agar lebih efisien. Akumulasi utang yang cenderung bergerak searah dengan harga properti diregulasi dengan kombinasi kebijakan, mulai dari makroprudensial hingga memperketat likuiditas pasar uang antar bank.

Tiongkok mempertahankan kebijakan moneter neutral prudent yang bermakna tidak terjadi pergeseran stance kebijakan

secara ekstrim dan bank sentral lebih mengedepankan kebijakan moneter secara targeted melalui makroprudensial. Namun demikian, kebijakan fiskal belum terlalu dimanfaatkan meskipun ruang geraknya cukup lebar.

Realisasi pertumbuhan ekonomi yang di atas ekspektasi menimbulkan optimisme terhadap outlook perekonomian. Dengan permintaan yang cukup resilien, keyakinan produsen yang positif dan dukungan kebijakan, perekonomian diperkirakan dapat tumbuh di atas target (6,5%) pada 2017. Downside risks yang perlu diwaspadai mencakup akumulasi utang yang terus bertambah, melambatnya harga komoditas, proteksionisme perdagangan oleh negara mitra, capital outflow, perlambatan laju pertumbuhan investasi, serta pengetatan kebijakan moneter yang dapat mengurangi likuiditas global. Selain itu, Tiongkok masih memiliki masalah struktural yang perlu diatasi diantaranya inefisiensi industri (BUMN) dan aging population yang menjadi downside risks jangka menengah.

Ekonomi Tiongkok pada TW3-17 masih tumbuh robust meski sedikit melambat menjadi 6,8% yoy (dari 6,9% pada TW2-17). Komposisi produksi tidak mengalami perubahan yang berarti. Peningkatan terbatas kontribusi sektor primer terhadap pertumbuhan, terkompensasi oleh pelemahan moderat sektor sekunder dan tersier. Kontribusi sektor primer meningkat menjadi 0,28% ppt, dari 0,23% terutama

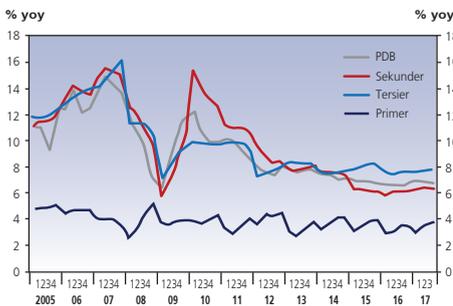
akibat naiknya produksi daging ternak.⁷⁰ Sementara, kontribusi pertumbuhan sektor sekunder melemah menjadi 2,49% yoy, dibandingkan 2,53% pada TW2-17 akibat pelemahan pengolahan barang tambang. Hal ini sejalan dengan upaya pemerintah untuk menurunkan kapasitas produksi industri baja nasional untuk memperbaiki efisiensi industri secara keseluruhan. Kontribusi pertumbuhan sektor jasa, yang memiliki pangsa terbesar dalam perekonomian, menurun menjadi 4,12% yoy, dari 4,17% pada periode sebelumnya.

Indikator high-frequent mengonfirmasi terjadinya sedikit perlambatan ekonomi Tiongkok.

Penjualan ritel TW3-17 rata-rata masih tumbuh cukup tinggi sebesar 10,3% yoy, sekali pun lebih rendah dibandingkan TW2-17 sebesar 10,8%, dan di bawah rata-rata tiga tahun terakhir yaitu 10,7%. Konsumsi masyarakat yang melambat dipengaruhi oleh berkurangnya pembiayaan dan keketatan di pasar uang antar bank. *Fixed asset investment* (FAI) TW3-17 tumbuh lebih rendah sebesar 7,9% yoy, dibandingkan sebelumnya 8,7%. Melambatnya investasi terjadi di sektor manufaktur, konstruksi, dan *real estate*. Perkembangan ini sejalan dengan produksi industri yang tumbuh lebih rendah sebesar 6,7% di triwulan laporan, dibandingkan 6,9% pada TW2-17.

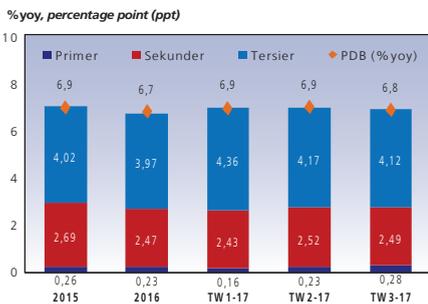
Ekspansi produksi industri tertahan dengan upaya pemangkasan kapasitas untuk memperbaiki efisiensi.

Penurunan kapasitas terjadi pada industri-industri berat, seperti baja, besi, dan aluminium. Industri-industri tersebut sebelumnya mengalami lonjakan produksi yang tinggi sehingga mengakibatkan *overcapacity* dan membuat harga jual menjadi rendah. Di saat yang sama, permintaan dari sektor *real estate* berkurang seiring upaya pemerintah meredam kenaikan dramatis harga rumah dan menurunkan pembiayaan (KPR). Selain itu, faktor cuaca panas yang ekstrim pada Juli 2017 dan pelaksanaan Kongres Partai Komunis Tiongkok pada awal Oktober 2017 turut menahan laju produksi industri.



Sumber: National Bureau of Statistics of China

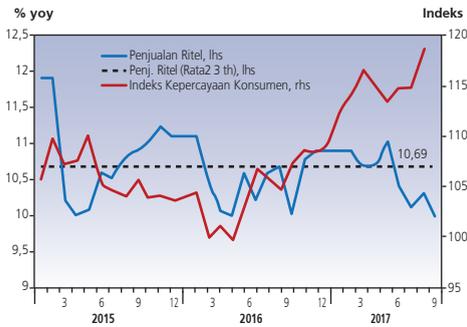
Grafik 2.75 Pertumbuhan Ekonomi (Sektoral)



Sumber: National Bureau of Statistics of China

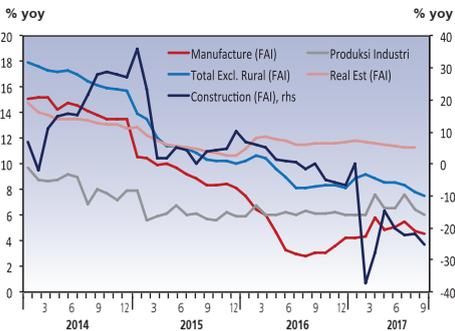
Grafik 2.76 Kontribusi Pertumbuhan Ekonomi (Sektoral)

70 ppt = percentage point.



Sumber: National Bureau of Statistics of China

Grafik 2.77 Indikator Konsumsi



Sumber: National Bureau of Statistics of China

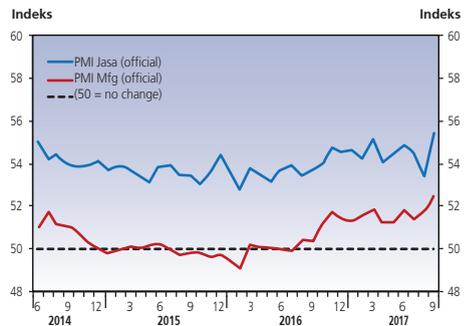
Grafik 2.78 Indikator Produksi

Perkembangan data *purchasing manager index* (PMI) kurang selaras dengan pelemahan yang terjadi pada data produksi industri dan investasi.⁷¹ PMI yang merupakan survei pada perusahaan-perusahaan manufaktur dan jasa menunjukkan tren penguatan aktivitas produksi yang persisten. Pada sektor manufaktur, aktivitas produksi menguat ditunjang oleh permintaan domestik (*new orders*) dan eksternal (*export orders*) yang semakin positif. Indikator persediaan (*inventory*) yang bertahan di bawah

71 Angka di atas 50 menunjukkan ekspansi, sementara di bawah 50 menunjukkan sebaliknya.

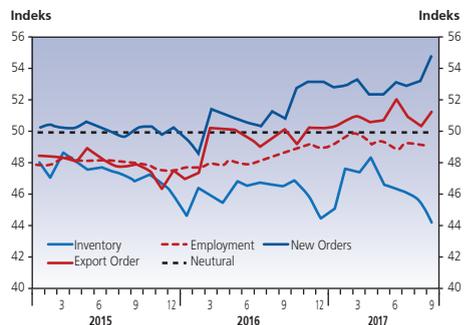
level 50 merefleksikan pemangkasan kapasitas produksi yang masih terjadi pada industri-industri besar. Ekspansi PMI yang persisten ini juga mengisyaratkan tingginya ekspektasi produsen terhadap *outlook* ekonomi Tiongkok.

Kontribusi perdagangan internasional terhadap PDB cenderung menurun terpengaruh peningkatan harga komoditas global dan apresiasi yuan. Pada TW3-17, ekspor tumbuh melambat di tengah akselerasi pertumbuhan impor. Ekspor tumbuh melemah menjadi 6,7% yoy (dari 8,6%), sedangkan impor tumbuh menguat 14,4% yoy (dari 14,2%). Surplus



Sumber: National Bureau of Statistics of China

Grafik 2.79 Purchasing Manager Index (PMI)

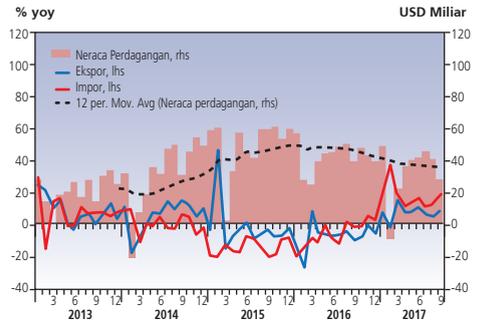


Sumber: National Bureau of Statistics of China

Grafik 2.80 Komponen PMI Manufaktur

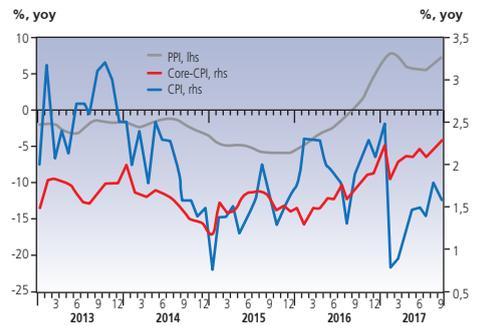
perdagangan menurun sebesar USD3,1 miliar menjadi USD116,6 miliar. Kendati permintaan eksternal membaik sejalan pulihnya ekonomi negara mitra dagang, kinerja ekspor tertahan laju apresiasi yuan. Lingkungan eksternal yang lebih kondusif dan kecenderungan depresiasi USD membuat nilai tukar yuan lebih kuat dari pada periode sebelumnya. Di sisi lain, impor semakin terakselerasi akibat kenaikan harga beberapa komoditas global. Hal ini pada gilirannya mereduksi level net-ekspor sehingga menahan laju pertumbuhan PDB.

Inflasi yang mulai merangkak naik mengindikasikan permintaan yang cukup resilien. Inflasi indeks harga konsumen pada September 2017 meningkat ke 1,6% yoy (dari 1,4% pada Juni 2017), bergerak *upward trending* sekalipun masih di bawah target pemerintah (3% untuk 2017). Rendahnya harga pangan (sayuran dan daging) menjadikan inflasi *headline* terakselerasi terbatas. Sementara, inflasi inti (inflasi di luar harga pangan) bergerak lebih tinggi di atas inflasi *headline* yakni sebesar 2,2% (dari 2,1%). Inflasi inti yang meningkat persisten sejak awal 2016 menunjukkan sinyal permintaan yang resilien. Hal ini menjadi pertimbangan bank sentral dalam menjaga posisi kebijakan moneter. Inflasi harga produsen juga bergerak semakin tinggi mencapai 6,2% (dari 5,8%), dipicu penurunan kapasitas industri dan kenaikan terbatas harga komoditas global. Perkembangan ini kemudian dimanfaatkan industri untuk memperbaiki kinerja laba dengan menaikkan harga jual.



Sumber: National Bureau of Statistics of China

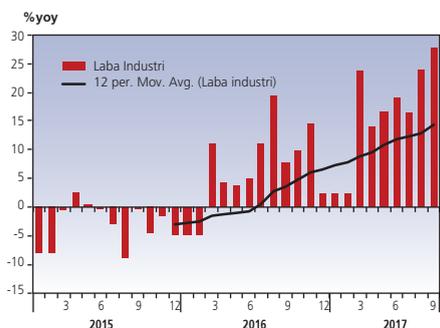
Grafik 2.81 Perdagangan Internasional



Sumber: National Bureau of Statistics of China

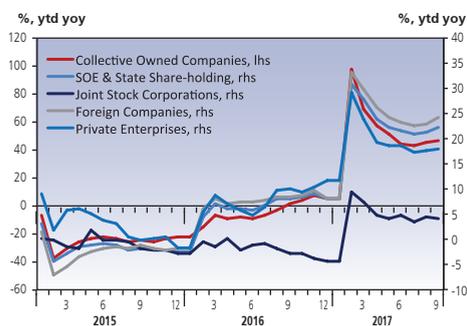
Grafik 2.82 Indeks Harga

Laba industri mengalami perbaikan hingga mencapai level pertumbuhan tertinggi sejak Februari 2012. Laba tumbuh sebesar 22,7% yoy pada TW3-17, dari sebelumnya 16,6%. Peningkatan laba hampir merata pada seluruh sektor industri. Pemotongan kapasitas produksi pada industri pengolahan baja, mendorong harga barang input industri meningkat secara keseluruhan dan memberikan insentif bagi pengusaha untuk menjual barangnya pada harga yang lebih tinggi. Kondisi demikian semakin terakselerasi dengan naiknya harga beberapa komoditas global.



Sumber: National Bureau of Statistics of China

Grafik 2.83 Laba Industri



Sumber: National Bureau of Statistics of China

**Grafik 2.84 Laba Industri
(Berdasarkan Jenis Perusahaan)**

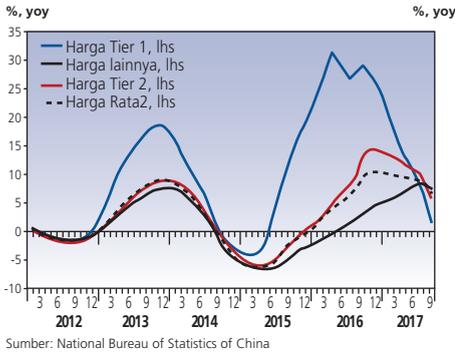
Berbeda dengan harga barang input, harga *real estate* pada TW3-17 melambat signifikan sejalan dengan upaya pemerintah menghindari kerentanan di sektor perumahan. Rata-rata harga *real estate* TW3-17 tumbuh melambat menjadi 7,9% yoy, dibandingkan sebelumnya 9,5%. Penurunan terdalam terjadi di kota-kota besar (*Tier-1*) yakni sebesar 4,9% yoy pada TW3-17 (dari 12,2% pada TW2-17). Pemerintah menerapkan kebijakan pembelian *real estate* yang lebih ketat pada kota-kota tersebut. Larangan penjualan di

terapkan di kota Shijiazhuang, Chongqing, Nanchang, Nanning dan Guiyang, hingga 2 tahun dari waktu pembelian. Sebelumnya pemerintah provinsi Hebei juga telah melarang penjualan properti sebelum 5 tahun dari waktu pembelian.

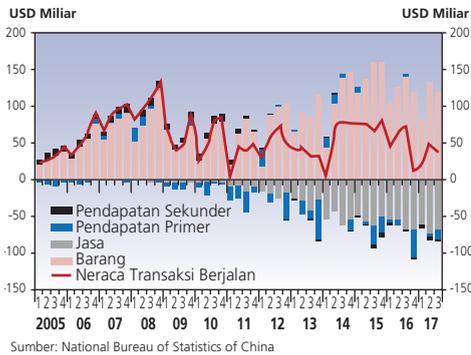
Harga rumah di beberapa kota besar Tiongkok bahkan jauh lebih tinggi dari kota-kota negara maju. Rata-rata harga rumah di Shenzhen pada Oktober 2016 telah mencapai 41 kali rata-rata *income*, jauh lebih tinggi dibandingkan di London (29 kali), Tokyo (23 kali) dan New York (15 kali). Sejak tahun lalu, sekitar 45 kota di Tiongkok telah mengeluarkan aturan pembatasan pembelian rumah untuk menahan laju kenaikan harga. Beberapa Pemda melakukan pembatasan sesuai dengan perkembangan di masing-masing daerah. Sebagai contoh, Pemda Beijing telah meningkatkan uang muka pembelian rumah kedua bagi properti yang tergolong '*ordinary home*' menjadi 60% (dari sebelumnya 50%),⁷² sementara *property 'non ordinary home'* naik menjadi 80% (dari sebelumnya 70%). Jangka waktu kredit juga dibatasi maksimal 25 tahun. *Peer to peer lending* yang dapat menyediakan kredit secara *online* –termasuk *down payment* pembelian rumah- juga telah dilarang oleh bank sentral.

Perkembangan sektor eksternal di TW3-17 diwarnai surplus neraca pembayaran (NP) yang melemah. Kontribusi net-ekspor yang menurun

⁷² *Ordinary home* adalah rumah tinggal yang bukan apartemen.



Grafik 2.85 Harga Real Estate

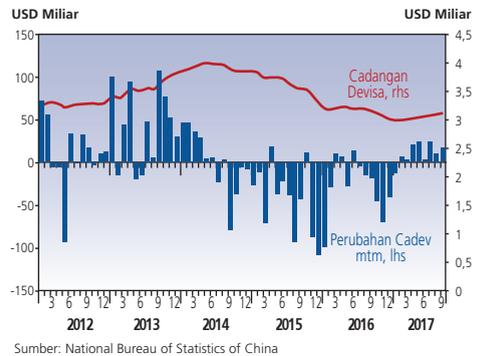


Grafik 2.86 Neraca Transaksi Berjalan

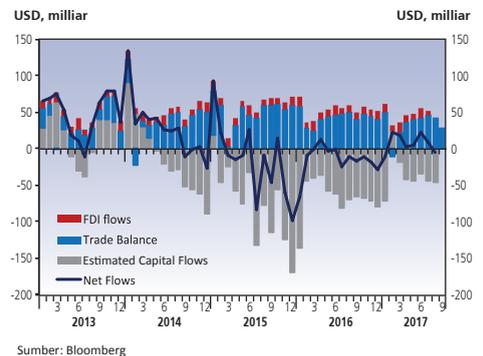
menyebabkan neraca transaksi berjalan (*current account*) Tiongkok memburuk, di tengah peningkatan defisit neraca jasa dan pendapatan eksternal. Di sisi transaksi modal, penurunan *inflows* FDI dan terjadinya *outflow* dari *equity* dan *other investments* diperkirakan masih menghasilkan neraca keuangan (*financial account*) yang defisit. Arus modal masuk berupa pembelian obligasi pemerintah oleh asing diperkirakan masih akan meningkat, namun belum dapat mengompensasi *outflow* dari investasi portofolio.

Dengan perkembangan tersebut, neraca pembayaran (NP) Tiongkok masih mengalami surplus, meskipun menyempit. Surplus NP tersebut mendorong apresiasi yuan di tengah kecenderungan pelemahan US dollar akibat beberapa rilis data indikator ekonomi AS yang di bawah ekspektasi. Surplus NP tersebut juga mendorong peningkatan cadangan devisa. Peningkatan cadangan devisa yang lebih tajam mengindikasikan intervensi otoritas untuk menahan laju apresiasi yuan untuk menjaga daya saing produk ekspor Tiongkok.

Cadangan devisa kembali



Grafik 2.87 Cadangan Devisa

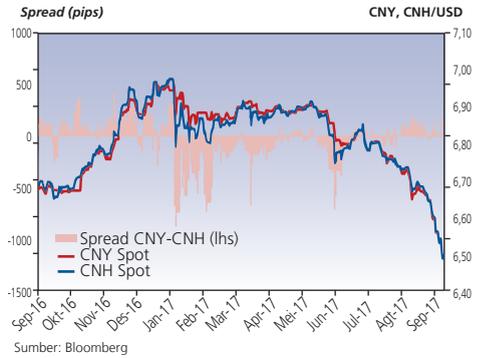


Grafik 2.88 Estimasi Capital Outflows

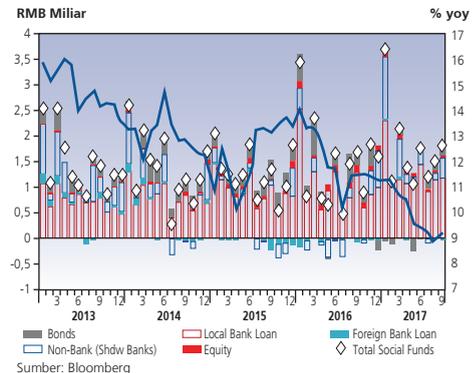
meningkat setelah tekanan outflows mereda. Outlook ekonomi yang lebih baik, pasar keuangan global yang lebih tenang, dan laju normalisasi kebijakan negara maju yang tertahan berkontribusi pada meredanya tekanan outflows. Hal tersebut berimplikasi pada berkurangnya tekanan depresiasi yuan, sehingga kebutuhan untuk melakukan intervensi (jual) valas yang menguras cadangan devisa menjadi berkurang. Sepanjang TW3-17, yuan terapresiasi sebesar 1,89% (*point to point*) sehingga mencapai CNY 6,625 per USD (30 Sep-2017), dari CNY 6,781 per USD (30 Juni 2017). Apresiasi tersebut melanjutkan tren yang telah terjadi pada TW1-17 (terapresiasi 0,83%) dan TW2-17 (terapresiasi 1,54%). Cadangan devisa kemudian meningkat kembali karena neraca transaksi berjalan dan neraca modal dalam kondisi surplus. Cadangan devisa berada di level USD3,10 triliun pada TW3-17, lebih tinggi dibandingkan TW2-17 sebesar USD3,05 triliun.

Pembiayaan dalam tren perlambatan terkait upaya pemerintah mengatasi kerentanan sektor keuangan domestik. Pembiayaan agregat TW3-17 berada pada level CNY1,8 triliun, lebih tinggi dari TW2-17 sebesar CNY1,7 triliun, namun menurun signifikan dari TW1-17 sebesar CNY2,1 triliun. Kredit perbankan domestik TW3-17 tumbuh melambat 12,7% yoy (dari 14,4%). Pemerintah Tiongkok gencar mengkampanyekan penurunan pembiayaan (*deleveraging*) untuk menahan ekspansi utang nasional yang meningkat pesat.

Total utang telah meningkat secara



Grafik 2.89 Nilai Tukar Yuan (CNY)



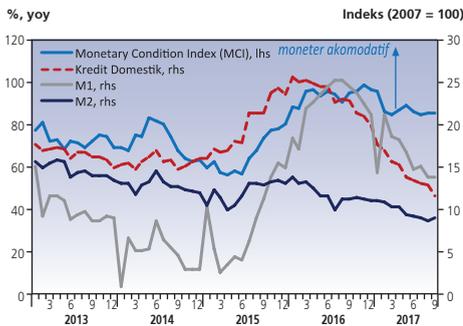
Grafik 2.90 Pembiayaan Agregat

eksponensial dari sebesar 161% PDB pada 2009, menjadi hampir 260% PDB pada 2016. Pemerintah menyatakan level utang tersebut masih “manageable” jika dibandingkan dengan total utang di negara maju lainnya, seperti Jepang (238% dari PDB). Aspek yang dikhawatirkan dari utang Tiongkok adalah kecepatan peningkatan utang, dan ketergantungan ekonomi yang tinggi terhadap ekspansi kredit (utang).

Akumulasi utang mengkhawatirkan karena terkonsentrasi pada sektor tertentu seperti real estate. Dalam

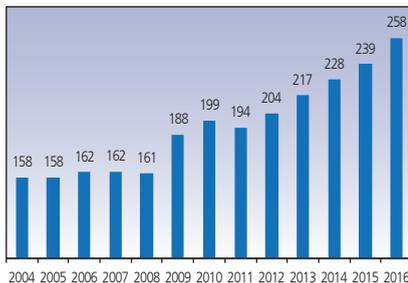
situasi demikian, satu kejutan (*shock*) kecil seperti kejatuhan harga *real estate* pada *tier* tertentu dapat memicu ketidakstabilan seluruh sistem keuangan. Untuk itu, pemerintah sangat menaruh perhatian untuk meredam lonjakan harga perumahan melalui kebijakan makprudensial yang diterapkan secara spasial (per-daerah). *Deleveraging* pada sektor *real estate* juga sejalan dengan upaya pemerintah menurunkan kapasitas industri, mengingat sektor ini merupakan salah satu konsumen utama dari produk industri berat Tiongkok (terutama terkait besi dan baja).

Penurunan pembiayaan dilakukan dengan berhati-hati sehingga otoritas tidak mengubah merubah *stance* (posisi) kebijakan moneter secara signifikan. *Monetary condition index* (MCI) yang merupakan indikator dari *stance* kebijakan moneter Tiongkok tidak mengalami perubahan yang signifikan pada TW3-17. Rata-rata MCI TW3-17 mencapai 86,2 (dari sebelumnya 88,1). Sekalipun pemerintah menyerukan pentingnya penurunan pembiayaan, dengan ketergantungan terhadap kredit yang sudah terlanjur tinggi, pemerintah diperkirakan masih akan akomodatif terhadap sektor-sektor tertentu, terutama UMKM dan pertanian.



Sumber: Bloomberg

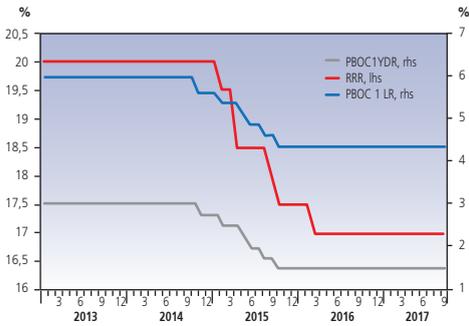
Grafik 2.91 Monetary Condition Index (MCI)



Sumber: Bloomberg

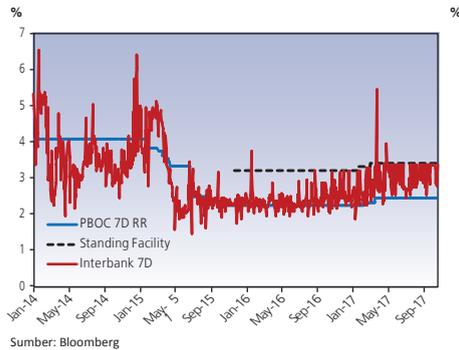
Grafik 2.92 Total Utang (% dari PDB)

Dalam komunikasinya, Bank Sentral Tiongkok (People’s Bank of China atau PBC) menyuarakan bahwa *stance* kebijakannya bersifat “neutral-prudent.” *Neutral* berarti tidak terjadi perubahan pada arah kebijakan, dan *prudent* bermakna akan lebih banyak menggunakan instrumen makprudensial dalam manajemen kebijakannya. Instrumen utama seperti suku bunga kebijakan utama (PBOC 1Y LR) tetap berada pada level 4,35% dan RRR tidak berubah di angka 17% sejak Oktober 2015. Bank sentral juga tidak mengubah instrumen operasinya (suku bunga PBOC 7D *reverse repo rate*) sejak Maret 2017 sebesar 3,45% dan *standing facility* 2,45%. Dengan kebijakan ini, suku bunga pasar uang antar bank (*interbank 7D*) meningkat terbatas menjadi rata-rata 3,10% pada TW3-17 (dari 3,00% pada TW2-17).



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.93 Suku Bunga



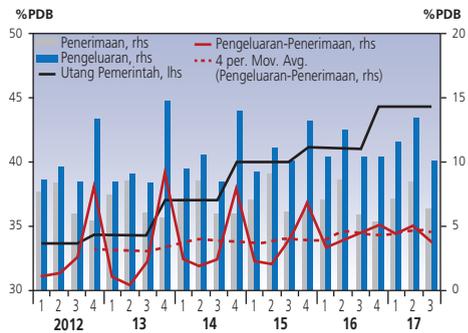
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.94 Suku Bunga

Pasar membaca perkembangan ini sebagai *stance* bias ketat (*tight-bias*) PBC untuk merealisasikan kebijakan *deleveraging*.

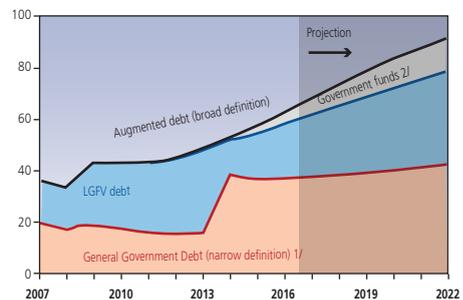
Keseimbangan fiskal memperlihatkan ruang stimulus yang masih cukup lebar. Defisit fiskal TW3-17 diperkirakan mencapai -3,8% dari PDB, menurun dari triwulan sebelumnya sebesar -4,9%. Defisit yang menyempit terutama disebabkan penurunan pengeluaran pemerintah baik dalam pengeluaran konsumsi maupun pengeluaran investasi. Ruang fiskal yang lebar juga terlihat

dari total utang pemerintah yang relatif rendah sebesar 44,3% dari PDB. Namun, kelonggaran tersebut diperkirakan berangsur menurun dalam jangka menengah, seiring pengakuan pemerintah terhadap utang-utang *off-balance sheet*-nya—yang terutama dihasilkan oleh pemerintah daerah (Pemda). IMF memperkirakan “*augmented debt*” dari utang Pemda melalui *Local Government Financing Vehicle* (LGFV) yang mencapai 62% dari PDB pada 2016. Jika utang tersebut diakui pemerintah pusat maka total utang



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.95 Keseimbangan Fiskal



Sumber: IMF Article IV of Consultation

Grafik 2.96 Perkiraan Peningkatan Utang Pemerintah (% dari PDB)

Tabel 2.8 Outlook Pertumbuhan dan Inflasi Tiongkok

Komponen (%yoy)	Target Pemerintah		IMF (WEO Oktober 2017)		ADB (ADO Update Sep '17)		Consensus Forecast (Sept '17)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
PDB	6,5	-	6,8	6,5	6,7	6,4	6,7	6,4
<i>Proyeksi Sebelumnya</i>			6,7	6,5	6,5	6,2	6,7	6,3
Inflasi	3,0	-	1,8	2,4	1,7	2,4	1,7	2,1
<i>Proyeksi Sebelumnya</i>			2,4	2,3	2,4	2,8	1,8	2,1

() Proyeksi sebelumnya

Proyeksi PDB IMF sebelumnya: Juli 2017, Proyeksi inflasi IMF sebelumnya: April 2017, Proyeksi ADB sebelumnya: April 2017, Proyeksi CF sebelumnya: Agustus 2017

pemerintah akan mencapai 92% dari PDB pada 2022. Dengan kata lain, pemerintah akan memiliki tanggungan *contingent* yang cukup besar dan mengalami penurunan ruang fiskal dalam jangka menengah.

realisasi pertumbuhan ekonomi yang cukup jauh di atas target pemerintah dan ekspektasi pasar menimbulkan optimisme terhadap outlook perekonomian. Melalui kebijakan moneter yang relatif akomodatif dan ruang fiskal yang cukup lebar, disertai dengan permintaan yang masih cukup *resilient* dan produksi yang mengalami perbaikan efisiensi, perekonomian diperkirakan cukup mampu tumbuh di atas target (6,5%) pada 2017.

Lembaga Internasional juga menunjukkan pandangan yang senada.

Pada publikasi *Asia Development Outlook (ADO) Update* di bulan September 2017, ADB memperkirakan pertumbuhan PDB Tiongkok untuk 2017 sebesar 6,7% yoy. Proyeksi ini merupakan revisi ke atas *outlook* pertumbuhan ekonomi dari 6,5% pada edisi ADO sebelumnya (April 2017). ADB juga

merevisi ke atas *outlook* PDB Tiongkok tahun 2018 menjadi 6,4% (dari estimasi sebelumnya 6,2%). IMF dalam WEO Oktober 2017 juga merevisi ke atas proyeksi pertumbuhan ekonomi Tiongkok 2017 menjadi 6,8%, dari estimasi sebelumnya 6,7%. Namun IMF masih mempertahankan *outlook* PDB 2018 sebesar 6,5%. Sementara itu, *consensus forecast* memprediksi pertumbuhan PDB 2017 akan mencapai 6,7%, dan melemah ke 6,4% pada 2018.

Risiko ke bawah (*downside risks*) dari outlook tersebut dapat muncul baik dari dalam maupun dari luar negeri Tiongkok. Akumulasi utang yang terus bertambah merupakan kerentanan utama yang perlu di waspadai, terlebih pergerakan akumulasi utang cenderung bersifat searah (*pro-cyclical*) dengan pergerakan harga aset (perumahan). Dalam jangka menengah, terdapat kekhawatiran terhadap kemajuan reformasi struktural yang dilaksanakan. Tiongkok masih memiliki masalah struktural yang perlu diatasi diantaranya efisiensi industri (BUMN) dan *aging population*. Dari

luar negeri, risiko muncul dari kemungkinan melambatnya harga komoditas, proteksionisme perdagangan oleh negara mitra, *capital outflow*, perlambatan laju pertumbuhan investasi, serta pengetatan kebijakan moneter yang dapat mengurangi likuiditas global.

Risiko ke atas (*upside risks*) dapat bersumber dari kelonggaran ruang kebijakan dan peningkatan akselerasi kredit. Kendati level utang nasional relatif tinggi, beberapa indikator perbankan masih menunjukkan ruang ekspansi yang memadai. *Loan to deposit ratio* (LDR) masih berada pada level 69%, jauh di bawah rata-rata LDR negara emerging pada umumnya. Kualitas kredit relatif terjaga dengan nilai *non-performing loans* (NPL) sebesar 1,74%. Meski angka tersebut masih diperdebatkan pengamat,⁷³ pemerintah memiliki berbagai alternatif resolusi untuk melakukan perbaikan aset perbankan agar mampu mengendalikan NPL. Hal tersebut dapat berimbas positif dalam jangka pendek, namun dapat berdampak negatif dalam jangka menengah apabila pemerintah harus terus-menerus menanggung biaya perbaikan aset perbankan dimaksud.

Sebagai penutup, dengan perkembangan domestik, eksternal, dan keuangan, serta posisi kebijakan pemerintah, ekonomi Tiongkok dinilai cukup *resilient*

dalam jangka pendek. Risiko jangka pendek cukup teratasi dengan ruang kebijakan yang masih lebar. Dalam jangka menengah risiko lebih menantang. Diantaranya adalah penuntasan reformasi industri (BUMN), *aging population*, dan pelaksanaan Belt and Road Initiatives (BRI) yang melibatkan investasi dan perdagangan Tiongkok dalam jumlah yang besar dengan negara-negara mitra di kawasan Asia.

2.6. India

Setelah mengalami tren perlambatan dalam lima triwulan terakhir, ekonomi India mulai menunjukkan momentum pemulihan. Pertumbuhan PDB TW3-17 diprediksi dapat tumbuh mencapai 6,8% yoy, jauh lebih tinggi dibandingkan TW2-17 sebesar 5,7%. Akselerasi ekonomi diperkirakan ditopang oleh aktivitas konsumsi rumah tangga yang kuat baik di kawasan pedesaan maupun perkotaan, akselerasi sektor eksternal seiring dengan pemulihan ekonomi global, serta membaiknya aktivitas industri yang sempat mengalami shock pasca implementasi Goods and Services Tax (GST). Di sisi lain, pengeluaran pemerintah terindikasi melambat untuk menjaga defisit anggaran yang mulai melebar.

Cuaca yang kurang kondusif disertai penerapan sistem perpajakan baru turut mendorong laju inflasi India pada pertengahan tahun 2017. Beberapa kelompok barang mengalami kenaikan cukup tajam akibat

⁷³ Beberapa pengamat pasar meyakini bahwa NPL Tiongkok lebih besar dari NPL versi pemerintah. *Tracking* yang dilakukan oleh Fitch (2016) mengindikasikan bahwa NPL Tiongkok mencapai 10 kali lipat dari angka resmi pemerintah.

masuk dalam kategori *sin goods*⁷⁴. Dalam Monetary Policy Meeting Oktober 2017, Bank Sentral India (RBI) memprediksi berlanjutnya tren kenaikan inflasi dipicu kenaikan harga minyak dunia. Dengan mempertimbangkan ekspektasi inflasi yang semakin tinggi pada akhir 2017, RBI tetap mempertahankan suku bunga kebijakannya dan stance kebijakan moneter neutral.

Keseimbangan fiskal menjadi salah satu kekhawatiran investor global dalam menempatkan investasinya pada aset domestik India. Sepanjang enam bulan pertama FY17/18 defisit fiskal mencapai 91,3% dari Budget Estimates (BE) akibat front loading pembayaran subsidi pada trimester pertama serta keputusan beberapa pemerintah daerah untuk melakukan loan waiver pada utang bermasalah para petani. Dengan latar belakang tersebut, para pelaku usaha dan ekonom memproyeksikan defisit anggaran FY17/18 melebar dari target semula.

Sejumlah risiko membayangi pertumbuhan ekonomi India ke depan. Tantangan dari sisi domestik mencakup twin balance sheet problems⁷⁵, keterbatasan ruang gerak untuk stimulus fiskal di tengah tingginya defisit belanja negara, serta gangguan produktivitas dan sektor pariwisata akibat memburuknya kualitas udara beberapa kota di India. Sedangkan dari sisi eksternal, rencana balance sheet reduction Amerika

Serikat dapat menyebabkan instabilitas nilai tukar. Harga minyak dunia yang terus beranjak naik juga berpotensi mengganggu kestabilan ekonomi India ke depan.

Mencermati berbagai perkembangan tersebut, IMF dalam WEO Oktober 2017 memangkas outlook pertumbuhan ekonomi India menjadi 6,7% (dari 7,2%) pada FY17/18. Pemangkasan ini mempertimbangkan 'short term shock' yang dialami perekonomian domestik akibat implementasi berbagai kebijakan pemerintah (demonetisasi, Real Estate Act⁷⁶ serta GST). IMF meyakini hal ini merupakan efek sementara dan perekonomian akan kembali terakselerasi ke kisaran 7,4% pada FY18/19 (lebih rendah dari 7,7% pada proyeksi sebelumnya) jika reformasi struktural (GST) berjalan efektif dan pemulihan ekonomi global semakin kuat.

Sejalan dengan IMF, RBI juga tidak seoptimis sebelumnya dan merevisi ke bawah outlook ekonomi India. Pertumbuhan ekonomi India diproyeksikan hanya tumbuh 6,7% pada FY17/18 (lebih rendah dari 7,3% pada proyeksi sebelumnya). Beberapa faktor yang mendasari di antaranya adalah ketidakpastian produksi industri pasca implementasi GST, kenaikan input cost yang memengaruhi pendapatan industri, serta permasalahan twin balance sheet yang belum terselesaikan.

74 Kelompok barang yang dianggap berbahaya bagi masyarakat (antara lain alkohol dan tembakau).

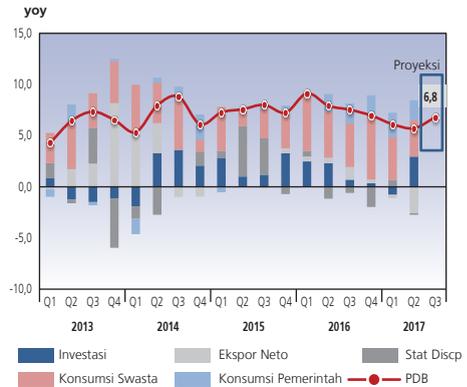
75 Problem non performing asset perbankan dan overleverage balance sheet korporasi.

76 Real Estate Act merupakan kebijakan sektor perumahan yang diterapkan pemerintah sejak 2016, yang dinilai sangat mengedepankan kepentingan konsumen dan cenderung merugikan para pengembang.

Dinamika ekonomi India mengindikasikan berbagai kemajuan pada triwulan ketiga 2017.

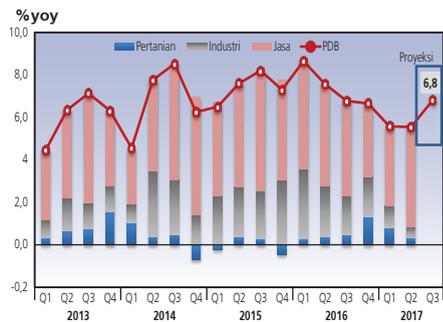
Pertumbuhan ekonomi diproyeksikan membaik mencapai 6,8% yoy, jauh lebih tinggi dibandingkan TW2-17 (5,7%). Akselerasi ekonomi terdorong aktivitas konsumsi rumah tangga yang menguat di tengah peningkatan gaji pegawai pemerintah, kebutuhan menjelang *festive season*, dan kondisi likuiditas yang kembali normal pasca kebijakan demonetisasi di akhir 2016. Capaian positif juga tergambar pada sektor eksternal seiring dengan pemulihan ekonomi global, sehingga mendukung penguatan PDB. Aktivitas industri yang sempat tertahan pasca dimulainya sistem perpajakan baru (*Goods and Services Tax*), mulai pulih di penghujung triwulan ketiga 2017. Kondisi ini mengonfirmasi pernyataan pemerintah bahwa dampak negatif dari *framework* GST bersifat temporer. Dengan perkembangan tersebut dan kecenderungan *recovery* yang semakin positif, PDB triwulan III 2017 diproyeksikan tumbuh meningkat.

Peningkatan aktivitas konsumsi di kawasan pedesaan dan perkotaan tercermin dari penjualan kendaraan yang tumbuh solid pada TW3-17. Penjualan kendaraan roda dua dan tiga (barometer permintaan *rural area*) pada TW3-17 masing-masing mencatatkan pertumbuhan sebesar 3,5% yoy (dari -21,5%) dan 12,5% (dari 7,7%). Sementara penjualan *passenger vehicle* (barometer permintaan *urban area*) tumbuh hingga dua digit ke level 13,4%, dari 4,0% pada TW2-17. Kondisi ini secara



Sumber : Bloomberg, CF Oktober 2017

Grafik 2.97 Pertumbuhan Ekonomi Berdasarkan Pengeluaran



Sumber: Bloomberg, CF Oktober 2017

Grafik 2.98 Pertumbuhan Ekonomi (Gross Value Added) Berdasarkan Sektoral

keseluruhan mengindikasikan pemerataan pemulihan konsumsi. Perbaikan konsumsi didukung juga oleh kenaikan upah pegawai pemerintah⁷⁷, meredanya keketatan likuiditas dampak demonetisasi maupun implementasi GST, serta didukung oleh musim perayaan (faktor musiman). Lonjakan

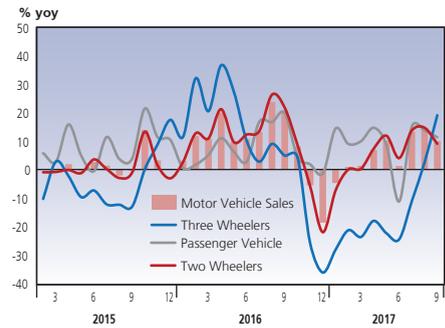
⁷⁷ Kenaikan tunjangan perumahan (*house rent allowance*) bagi pegawai negeri sipil efektif diberlakukan sejak Juli 2017.

Tabel 2.9 Besaran Tunjangan PNS 2017

Jenis Tunjangan	Jumlah/bulan
House Rent Allowance	Naik 24%; 16%; dan 8% dari gaji pokok (dibedakan berdasarkan <i>region</i>).
Medical Allowance for Pensioners	Naik menjadi INR 1000 dari INR 500 .
Patient care Allowance	Naik menjadi INR 5300 dari INR 2100.
Siachen Allowance ¹	Naik menjadi INR30 ribu dari INR 14 ribu bagi para tentara.

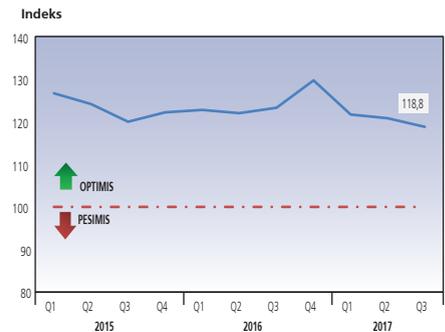
penjualan *passenger vehicle* dipengaruhi oleh perilaku masyarakat yang melakukan pembelian lebih awal (*advance purchase*), guna menghindari pajak yang lebih tinggi. Hal ini terjadi setelah diumumkannya rencana amademen *rate GST*⁷⁸ untuk kendaraan ukuran sedang dan besar⁷⁹. Meski aktivitas konsumsi menunjukkan perbaikan secara signifikan, persepsi masyarakat terhadap prospek ekonomi India cenderung menurun seperti tergambar pada survei kepercayaan konsumen –*future situation index*- yang kembali melemah menjadi 118,8 pada TW3-17, dari 120,8 pada TW2-17.

Perbaikan permintaan eksternal dan domestik yang terjadi secara simultan, disertai dengan restocking dari sisi suplai. Pertumbuhan produksi industri TW3-17 menguat menjadi 3,0%, dari 1,9% pada TW2-17. Perbaikan terjadi secara merata baik pada kelompok pertambangan, manufaktur, hingga kelistrikan.⁸⁰ Produksi kelompok



Sumber: CEIC

Grafik 2.99 Indikator Konsumsi



Sumber: RBI

Grafik 2.100 Consumer Confidence

capital goods berhasil keluar dari zona kontraksi mengindikasikan aktivitas investasi yang mulai bangkit. Kondisi ini sejalan dengan indikator *eight core infrastructure industries* yang melonjak menjadi 4,1%, dari 2,4% pada TW2-17, dipicu tingginya produksi batu bara, kelistrikan, serta gas alam. Sementara itu, kinerja industri baja (barometer aktivitas

78 Pemerintah memutuskan untuk meningkatkan pajak GST kendaraan ukuran sedang (2%), ukuran besar (5%) dan SUV (7%) guna menyelaraskan pajak kendaraan dengan *pre-GST level*.

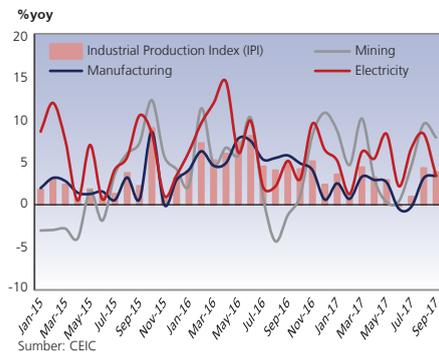
79 Tarif GST yang baru diberlakukan efektif sejak 11 September 2017.

80 *Output* pertambangan, manufaktur, serta kelistrikan pada TW3-17 masing-masing naik ke level 7,2% (dari 1,1%), 2,2% (1,6%), dan 6,1% (5,3%).

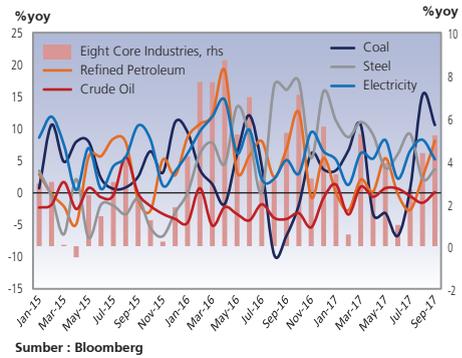
konstruksi) tumbuh melambat pada TW3-17.

Sentimen bisnis ke depan sempat diliputi nuansa yang gloomy pada awal TW3-17. *Purchasing Manager Index* (PMI) manufaktur memasuki zona kontraksi di bulan Juli (47,9) akibat kegelisahan para pelaku usaha menjelang implementasi GST. Kondisi tersebut juga terjadi pada sektor jasa yang melemah di bulan Juli (45,9) dan Agustus (47,5). PMI manufaktur dan jasa kemudian mengalami *rebound* di September 2017 dan kembali memasuki zona ekspansi terdorong pemulihan baik dari sisi suplai maupun permintaan. Hal ini terjadi setelah dimulainya sistem perpajakan baru (GST). PMI komposit di September 2017 naik ke level 51,1, dari bulan sebelumnya (49). Pelaku usaha selanjutnya optimis terhadap ekonomi India, baik dari sisi permintaan domestik maupun eksternal. Kondisi ini juga tergambar pada *business expectation index* yang naik menjadi 115 pada TW4-17, dari 113,3 pada TW3-17.

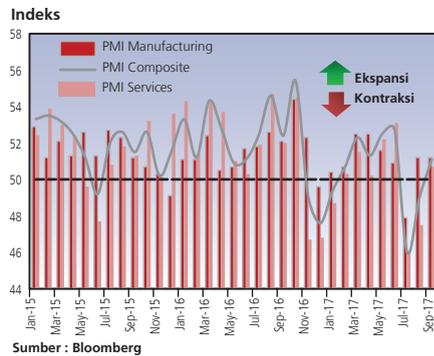
Di sisi eksternal, kinerja perdagangan semakin memperkuat pemulihan ekonomi India. Kenaikan



Grafik 2.101 Industrial Production



Grafik 2.102 Eight Core Infrastructure Industries



Grafik 2.103 Purchasing Manager Index

transaksi perdagangan dimotori oleh harga komoditas dan *global trade* yang *rebound*. Ekspor TW3-17 secara rata-rata tumbuh 13,3% yoy, meningkat dari 10,8% pada triwulan sebelumnya. Perbaikan terjadi pada sebagian besar komoditas, terutama produk minyak bumi, elektronik, hingga produk pertanian (beras basmati dan kopi). Ekspor ke Tiongkok dan Singapura mencatatkan pertumbuhan impresif, masing-masing sebesar 51,7% dan 45,0% (dari 20,8% dan 6,2% pada TW2-17). Daya saing ekspor India yang meningkat sejalan dengan depresiasi

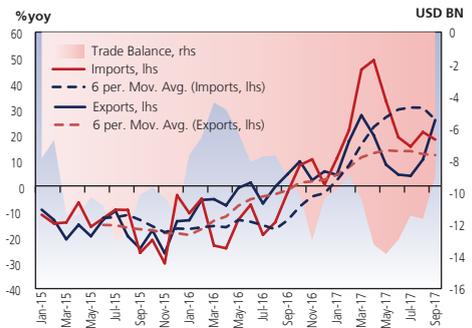
nilai tukar INR pada triwulan ketiga 2017 dan kenaikan harga komoditas.

Berbeda dengan ekspor, pertumbuhan impor mengalami perlambatan secara signifikan menjadi 18,2% pada TW3-17, dari 33,7% pada TW2-17. Pelemahan khususnya terjadi pada kelompok emas dipicu beberapa faktor, di antaranya adalah: (i) implementasi GST menyebabkan kenaikan harga emas sehingga menekan permintaan domestik; (ii) tingginya harga jual karena *rebound* harga emas dunia; (iii) undang-undang '*know your customer*' bagi konsumen yang membeli emas di atas INR50 ribu⁸¹; dan (iv) pelarangan ekspor produk emas di atas 22 karat⁸² sejak Agustus 2017 dengan tujuan menghindari *re-export* tanpa adanya nilai tambah. Dengan perkembangan tersebut, **defisit neraca perdagangan pada TW3-17 menyempit** menjadi –USD32 miliar, dibandingkan defisit TW2-17 yang mencapai –USD40 miliar.

Setelah mengalami tren penguatan sejak awal tahun 2017, nilai tukar INR mengalami depresiasi pada September 2017. Rupee ditutup melemah -1,1% ptp

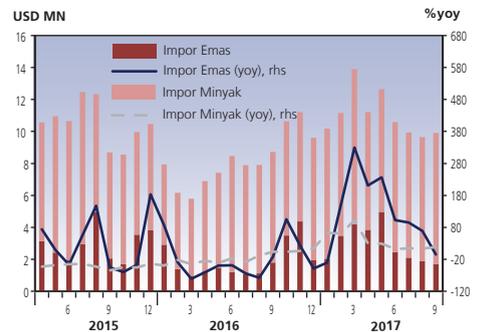
81 Implementasi undang-undang '*know your customer*' sebagai upaya anti *money-laundering* dirasa menyulitkan para konsumen di kawasan rural area yang pada umumnya tidak dapat memenuhi persyaratan administrasi dan menghindari pemberian identitas secara lengkap. Aturan ini akhirnya dicabut pada bulan Oktober 2017.

82 Pada Agustus 2017, pemerintah India menetapkan larangan ekspor emas di atas 22 karat untuk mengurangi '*round-tripping*' terhadap produk perhiasan. Selama ini pelaku usaha memanfaatkan *Free Trade Agreement* dengan berbagai negara untuk menghindari pajak impor dan melakukan re-export tanpa adanya *value added*.



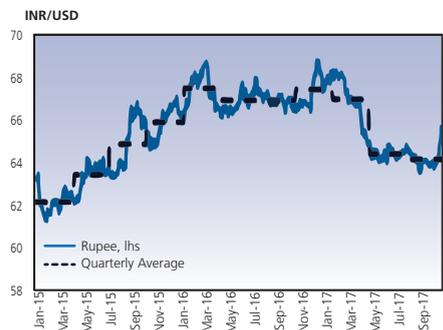
Sumber : Bloomberg

Grafik 2.104 Neraca Perdagangan



Sumber : Bloomberg

Grafik 2.105 Impor Minyak dan Emas



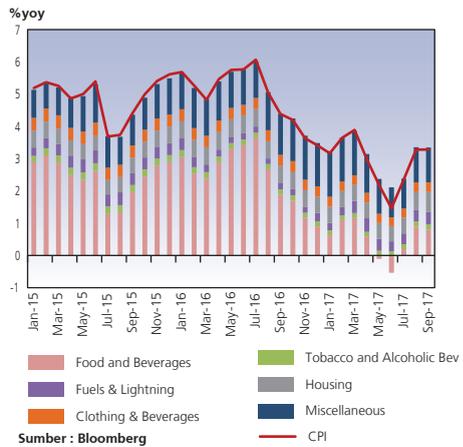
Sumber : Bloomberg

Grafik 2.106 Nilai Tukar

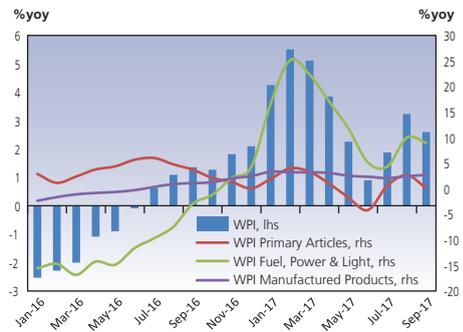
menjadi INR65,3/USD dibandingkan akhir Juni 2017. Pelemahan ini dipengaruhi oleh penguatan USD seiring peningkatan optimisme kenaikan suku bunga acuan di akhir tahun, rencana normalisasi the Fed (faktor eksternal), serta defisit fiskal India⁸³ yang diperkirakan melebihi target pemerintah (faktor internal). Menurut beberapa analis pasar, nilai tukar rupee akan kembali ke tren penguatan jika pemerintah dapat meyakinkan investor tentang efektivitas paket stimulus untuk mendorong pertumbuhan ekonomi.

Perekonomian menunjukkan tren membaik didukung oleh inflasi yang terkendali. Inflasi CPI pada September 17 terakselerasi menjadi 3,3% yoy -dengan tren yang stabil selama dua bulan terakhir-, setelah berada di bawah target pada Juni 2017 yang hanya 1,5%.⁸⁴ Kenaikan inflasi terjadi pada sebagian kelompok barang, khususnya makanan⁸⁵ dipengaruhi intensitas curah hujan yang rendah⁸⁶ serta tembakau dan minuman alkohol,⁸⁷ -sebagai imbas tingginya besaran pajak dalam sistem GST untuk produk kategori 'sin goods'. Kenaikan harga bahan makanan yang merupakan bagian dari *input cost* produksi turut memengaruhi

83 Target defisit fiskal India ditetapkan sebesar 3,2% PDB untuk FY17/18.
 84 Range target RBI untuk 2017 sebesar 4±2%.
 85 Harga kelompok makanan dan minuman (bobot 45%) berhasil keluar dari zona deflasi dan tumbuh 0,4% pada TW3-17 (dari -0,03% pada TW2-17).
 86 Secara kumulatif, curah hujan pada periode bulan Juni hingga September mencapai 94% dari *Long Period Average* (LPA), dibawah level normal yang berada pada level 96%-104%.
 87 Inflasi kelompok tembakau dan minuman beralkohol mencapai 6,3%, naik dari 5,9% pada TW2-17.



Grafik 2.107 Indeks Harga Konsumen



Grafik 2.108 Indeks Harga Pedagang Besar

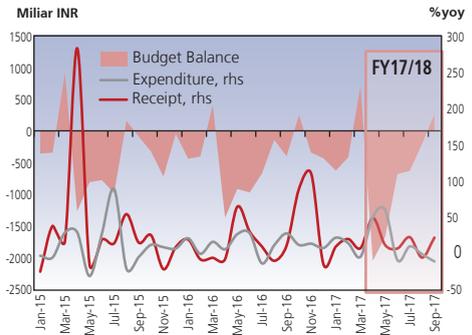
pergerakan indeks harga pedagang besar (*Wholesale Price Index* atau WPI) yang rata-rata meningkat menjadi 2,6% pada TW3-17 (dari 2,3% pada TW2-17).

Outlook fiskal menjadi salah satu kekhawatiran investor global dalam menempatkan investasi di India.

Selama enam bulan pertama FY17/18 (April – September 2017), defisit fiskal mencapai INR4,9 triliun atau 91,3% dari

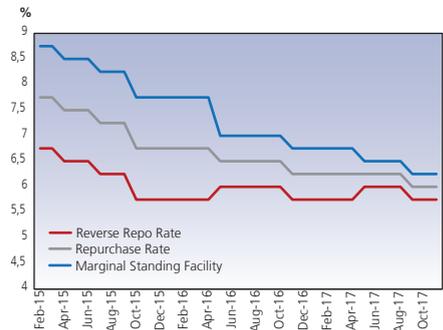
Budget Estimates (BE). Realisasi anggaran tersebut lebih tinggi apabila dibandingkan periode yang sama FY sebelumnya (83,9%). Hingga September 2017, total penerimaan mencapai 40,6% BE, naik tipis dari 40,1% pada periode yang sama FY16/17. Namun, penerimaan negara mendapat tekanan seiring dengan keputusan pemerintah India pada awal Oktober 2017 untuk memangkas pajak produk petroleum sebesar INR2 per liter⁸⁸. Kebijakan ini berpotensi mengurangi pendapatan negara sebesar INR130 miliar hingga akhir FY17/18. Dari sisi pengeluaran, total belanja negara telah mencapai 53,3% BE (meningkat dibandingkan BE FY16/17 yang sebesar 52%) terpengaruh oleh *front loading* pembayaran subsidi pada trimester pertama serta keputusan beberapa pemerintah daerah (Uttar Pradesh, Punjab dan Maharashtra) untuk melakukan *loan waiver* pada utang bermasalah para petani⁸⁹. Kecenderungan untuk mengurangi pengeluaran semakin terbatas pasca keputusan pemerintah untuk menambah injeksi modal perbankan (rekapitalisasi) sebesar INR 2,1 triliun dalam dua tahun mendatang. Dengan latar belakang tersebut, para pelaku usaha dan ekonom memproyeksikan defisit anggaran FY17/18 melebar dari target semula.

Pada *Monetary Policy Meeting* Oktober 2017, Bank Sentral India (RBI)



Sumber : Bloomberg

Grafik 2.109 Defisit Fiskal



Sumber : Bloomberg

Grafik 2.110 Suku Bunga Kebijakan

memutuskan untuk mempertahankan *stance neutral*. Suku bunga *reverse repo*, *repurchase rate*, dan *marginal standing facility* masing-masing tetap sebesar 5,75%, 6 dan 6,25%. Keputusan ini diambil RBI di tengah level laju inflasi yang mulai naik, kondisi pasar keuangan global yang *volatile*, serta peningkatan harga minyak dunia. Di samping keputusan mempertahankan *repo rate*, RBI pada pertemuan MPC tersebut menurunkan *Statutory Liquidity Ratio*⁹⁰ (SLR) sebesar 50

88 Pemangkas pajak produk petroleum bertujuan untuk mengurangi beban masyarakat dari harga minyak dunia yang mengalami peningkatan.

89 Pembebasan utang bermasalah para petani sebagai pemenuhan janji kampanye partai BJP yang memenangkan pemilihan daerah awal 2017.

90 Simpanan yang wajib dipelihara oleh bank di India dalam bentuk obligasi pemerintah sebagai cadangan selain uang tunai (besaran SLR ditetapkan oleh bank sentral).

bps ke level 19,5% dari *net demand and time liabilities* (NDTL) yang efektif diberlakukan pada tanggal 14 Oktober 2017. Pelonggaran ini diharapkan dapat menambah likuiditas perbankan untuk menggenjot pertumbuhan kredit di sektor riil.

Perlambatan ekonomi yang berlangsung dalam lima triwulan terakhir (triwulan I 2016 – triwulan II 2017) menjadi perhatian khusus pemerintah India. Pemerintah bersama dengan RBI secara aktif mengeluarkan berbagai kebijakan, diantaranya adalah:

- i. Pembentukan *Economic Advisory Council* (EAC)

Pada September 2017, pemerintah membentuk (EAC) untuk merespon tren penurunan pertumbuhan India. EAC adalah sebuah badan independen non konstitusional yang berfungsi memberikan masukan kepada pemerintah mengenai program yang dapat dilaksanakan dalam jangka pendek guna mendorong pertumbuhan, meningkatkan lapangan kerja, memperdalam inklusivitas, serta memperkuat stabilitas makro. Dewan Penasihat EAC akan fokus pada 10 poin agenda ekonomi antara lain mencakup area lapangan kerja, kerangka fiskal, kebijakan moneter, pengeluaran publik, pertanian, dan sektor sosial.

- ii. Peningkatan efektivitas transmisi kebijakan moneter

Penurunan *repo rate* yang telah berjalan sejak 2014 belum diiringi dengan penurunan suku bunga kredit secara signifikan. Penggunaan *internal benchmark* seperti *base rate/marginal cost of fund based lending rate* dirasa belum efektif dalam mendorong transmisi kebijakan moneter. Lebih lanjut, transmisi terhadap suku bunga kredit relatif tidak simetris terhadap siklus kebijakan moneter – lebih cepat dalam kondisi *tightening*, namun cenderung lebih lambat pada kondisi *easing* –. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan oleh RBI ditemukan tiga penyebab utama dari permasalahan ini: (i) perbedaan antara suku bunga deposito (*fixed rate*) dan suku bunga kredit (*floating rate*), sehingga bank menambahkan premi ketidakpastian pada suku bunga kredit; (ii) persaingan dengan instrumen finansial lainnya; serta (iii) memburuknya *balance sheet* perbankan di tengah tingginya NPL. Peningkatan risiko kredit telah mendorong perbankan untuk melakukan konsolidasi internal dan menahan transmisi kebijakan moneter. Kajian awal tersebut merekomendasikan penggunaan *external benchmark*⁹¹ dan akan memberikan pandangan final pada akhir tahun 2017.

91 *Reference rate* yang dipublikasikan oleh *independent benchmark administrator* (di antaranya adalah T-Bill rate serta *certificates of deposit rate*).

iii. Pembentukan *high level task force* terkait *Public Credit Registry* (PCR)

Peran satuan tugas tersebut adalah mengumpulkan ketersediaan informasi terkini tentang kredit (menghilangkan *asymmetric information*), mengusulkan sistem informasi yang mutakhir sehingga terbentuknya *database* informasi kredit yang akurat dan transparan. Ke depan, PCR diharapkan mampu meningkatkan efisiensi pasar kredit dan *ease of doing business* di India.

iv. Rekapitalisasi Perbankan

Pada Oktober 2017, pemerintah menyetujui dilaksanakannya program rekapitalisasi perbankan sebagai usaha penyehatan perbankan nasional melalui struktur permodalan. Pemerintah akan memberikan suntikan dana dalam jumlah masif sebesar INR2,11 triliun secara bertahap dalam dua tahun. Kebijakan tersebut diharapkan menjadi '*game changer*' bagi kesehatan perbankan di India. Rekapitalisasi diharapkan dapat menstimulasi penyaluran kredit dan investasi yang akan berkontribusi positif bagi pertumbuhan ekonomi domestik.

Mencermati perkembangan situasi internal dan eksternal ekonomi India, serta stimulus pemerintah, pertumbuhan ekonomi diproyeksikan termoderasi pada FY17/18 dan FY18/19. IMF dalam

WEO Oktober 2017 memangkas *outlook* pertumbuhan ekonomi India menjadi 6,7% (dari 7,2%) pada tahun FY17/18. Penurunan *outlook* dilatarbelakangi dampak implementasi berbagai kebijakan pemerintah yaitu demonetisasi rupee, GST dan *Real Estate Act*. Namun, *shock* yang disebabkan kebijakan tersebut diperkirakan bersifat jangka pendek. Perekonomian akan kembali terakselerasi di kisaran 7,4% pada FY18/19 (lebih rendah dari 7,7% pada proyeksi sebelumnya) terpengaruh reformasi struktural, efek positif GST, dan pemulihan ekonomi global.

Sejalan dengan IMF, RBI dalam *policy meeting* Oktober 2017 juga tidak seoptimis sebelumnya dan kembali merevisi ke bawah *outlook* ekonomi India.

Pertumbuhan ekonomi India diproyeksikan hanya tumbuh 6,7% pada FY17/18 (lebih rendah dari 7,3% pada proyeksi sebelumnya). Beberapa faktor yang mendasari di antaranya adalah ketidakpastian produksi industri pasca implementasi GST, kenaikan *input cost* yang memengaruhi pendapatan industri, serta *twin balance sheet problem* yang mengganggu investasi.

Dalam pertemuan Oktober 2017, RBI juga merevisi ke atas proyeksi CPI menjadi berada dalam rentang target inflasi (4%±2). CPI diperkirakan berada pada kisaran 4,0%-4,5% pada paruh kedua FY17/18, naik dari proyeksi Agustus 2017 (3,5%-4,5%). Proyeksi ini memerhatikan pola perkembangan harga komoditas (khususnya minyak dunia), kenaikan tunjangan PNS yang mendorong *demand pull inflation*, revisi

kenaikan GST untuk beberapa kelompok barang, serta kebijakan *farm loan waivers*.

Sejumlah risiko masih membayangi pertumbuhan ekonomi India ke depan.

Tantangan dari sisi domestik mencakup terganggunya sektor investasi apabila *twin balance sheet problem* belum terselesaikan, serta keterbatasan ruang gerak pemerintah untuk stimulus fiskal di tengah tingginya defisit belanja negara. Di samping itu, polusi yang menyelimuti beberapa kota di India (New Delhi, Ludhiana, Meerut, Panipat, Bhiwadi serta Rohtak) akibat memburuknya kualitas udara hingga mencapai level berbahaya sejak akhir Oktober 2017 dikhawatirkan mengganggu produktivitas dan sektor pariwisata⁹². Sedangkan dari sisi eksternal, rencana *balance sheet reduction* Amerika Serikat dapat memicu aliran modal keluar dan menyebabkan depresiasi nilai tukar. Harga minyak dunia yang terus beranjak naik juga berpotensi mengganggu kestabilan ekonomi India ke depan.

2.7 ASEAN

Memasuki triwulan ketiga 2017, perekonomian ASEAN-5⁹³ dalam momentum penguatan. Laju pertumbuhan masing-masing negara berhasil melampaui triwulan sebelumnya. Secara umum, perbaikan ekonomi ditopang oleh permintaan eksternal

yang solid. Kondisi ini juga tercermin dari aktivitas produksi yang tumbuh membaik di periode laporan. Di samping peran sektor eksternal, performa ekonomi Filipina yang mengesankan pada triwulan laporan juga didorong realisasi berbagai proyek mega infrastruktur pemerintah. Sementara di Malaysia dan Singapura, sektor tenaga kerja yang robust berhasil meningkatkan daya beli dan konsumsi rumah tangga.

Dari sisi harga, dinamika indeks harga konsumen kawasan ASEAN-5 relatif beragam dengan volatilitas yang terjaga. Tren kenaikan inflasi mulai dialami beberapa negara terpengaruh rebound harga minyak dan beberapa kebutuhan pokok. Di Thailand, tekanan inflasi juga dipengaruhi faktor domestik seperti akselerasi kelompok harga makanan, minuman beralkohol dan produk tembakau. Meskipun membaik, pergerakan inflasi cenderung masih bergerak di lower band target dan memberikan ruang bagi otoritas untuk tetap akomodatif. Bank sentral Viet Nam (SBV) bahkan menempuh kebijakan moneter yang lebih longgar dengan memangkas suku bunga kebijakan pada Juli 2017. Kebijakan ini dipandang sebagai langkah yang tepat untuk mendorong aktivitas ekonomi domestik dengan tetap mempertahankan stabilitas harga di tengah kondisi ekonomi global yang dibayangi ketidakpastian.

Mencermati kondisi terkini, ekonomi ASEAN-5 dipercaya mampu terakselerasi lebih tinggi seiring dengan perbaikan siklus global yang masih berlangsung. Namun,

92 New Delhi merupakan salah satu kota dengan tingkat polusi tertinggi di dunia.

93 ASEAN-5 dalam hal ini termasuk Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Viet Nam.

sejumlah risiko eksternal dan domestik masih harus diantisipasi. Risiko eksternal datang dari berlanjutnya proses normalisasi suku bunga kebijakan AS yang berpotensi menyebabkan capital outflows, perubahan paradigma kebijakan AS yang inward-looking, tensi geopolitik dan penyesuaian yang masih berlangsung pada perekonomian Tiongkok. Di sisi domestik, perekonomian ASEAN-5 secara umum menghadapi risiko jangka pendek hingga menengah. Dalam jangka pendek, rencana pemilihan umum di Malaysia dan Thailand pada 2018 dapat memengaruhi performa ekonomi apabila terjadi ketidakstabilan politik. Di Filipina, penundaan pelaksanaan reformasi perpajakan dapat menahan laju pertumbuhan ke depan. Sementara dalam jangka menengah, risiko penuaan struktur penduduk (Singapura dan Thailand), overleveraging sektor rumah tangga (Thailand, Singapura, dan Malaysia), serta tingginya kredit macet dan restrukturisasi BUMN di Viet Nam menjadi risiko yang membayangi perekonomian domestik.

Ekonomi kawasan ASEAN-5 dalam momentum penguatan. Ekonomi tumbuh positif untuk seluruh negara. Viet Nam berhasil tumbuh 7,5% yoy, meningkat dari 6,3% pada TW2-17, sehingga menempatkan negara tersebut menjadi negara dengan pertumbuhan tertinggi di dunia pada triwulan ini. Pelemahan nilai tukar dan pemulihan ekonomi global memicu penguatan net ekspor yang berkontribusi positif terhadap PDB Viet Nam. Dari sisi sektoral, tingginya permintaan produk teknologi mampu mendorong

aktivitas produksi industri. Sektor jasa turut terakselerasi karena tingginya kunjungan wisman yang mencapai 3,2 juta orang pada TW3-17, atau tumbuh 27,7% dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya. Kuatnya pertumbuhan ekonomi tersebut menurunkan tekanan bagi otoritas Viet Nam untuk menambah stimulus guna mencapai target pertumbuhan ekonomi 2017 sebesar 6,7%.

Ekonomi Filipina berhasil tumbuh diatas ekspektasi mencapai 6,9% yoy, dari 6,5% pada TW2-17. Akselerasi ditopang oleh pengeluaran pemerintah yang meningkat sebesar 8,3% pada TW3-17, dari 7,1% pada triwulan sebelumnya, seiring masifnya investasi infrastruktur. Sejak awal memerintah, Presiden Duterte mencanangkan pembangunan infrastruktur menjadi salah satu prioritas kerjanya, untuk meningkatkan lapangan kerja dan menarik investor. Dari sisi eksternal, pelemahan peso memengaruhi perbaikan net ekspor Filipina. Akselerasi pada net ekspor serta konsumsi pemerintah berhasil mengompensasi deselerasi yang terjadi pada konsumsi domestik, sebagai imbas pertumbuhan remitansi yang kurang mengembirakan.

Di Malaysia, kondisi fundamental dalam negeri yang membaik telah membuat 'negeri jiran' berhasil melewati triwulan ketiga 2017 dengan hasil yang memuaskan. Ekonomi Malaysia tumbuh ke level tertinggi sejak 3 tahun terakhir mencapai 6,2% yoy pada TW3-17, dari 5,8% pada TW2-17. Kekuatan ekonomi ditopang oleh

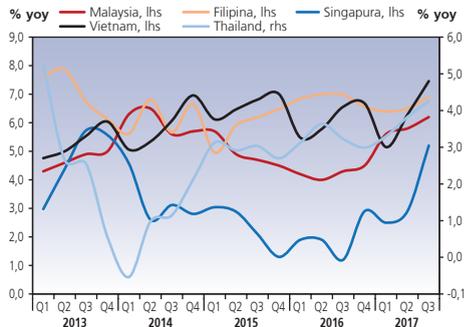
ekspansi konsumsi rumah tangga (tumbuh 7,2%, dari 7,1% pada TW2-17). Sektor tenaga kerja yang cukup *robust*⁹⁴ dan kredit konsumsi ditengarai menjadi penunjang kenaikan daya beli masyarakat. Investasi dan ekspor turut terakselerasi masing-masing menjadi 6,7% (dari 4,1%) dan 11,8% (9,6%), terdorong perbaikan permintaan global serta sentimen bisnis yang positif. Sektor manufaktur tumbuh tinggi mencapai 7% pada triwulan laporan, dibandingkan TW2-17 (6%). Produksi manufaktur membaik karena menguatnya permintaan domestik dan eksternal secara simultan.

Ekonomi Singapura pada TW3-17 menunjukkan penguatan signifikan.

Pertumbuhan ekonomi Singapura TW3-17 tercatat 5,2% yoy, melonjak drastis dibandingkan TW2-17 sebesar 2,9%. Produksi industri tumbuh pesat mencapai 18,4% (dari TW2-17 sebesar 8,4%). Capaian tersebut merupakan yang tertinggi sejak TW1-11. Peningkatan produksi manufaktur didukung oleh ekspansi produk elektronik di tengah peningkatan permintaan global. Pertumbuhan sektor jasa masih relatif rendah walaupun membaik menjadi 3%, dari 2,5% pada TW2-17. Perbaikan dimotori oleh sub sektor perdagangan, seperti *wholesale and retail*, transportasi, dan keuangan. Sektor konstruksi juga mulai menunjukkan tren perbaikan, meskipun masih lemah. Kondisi

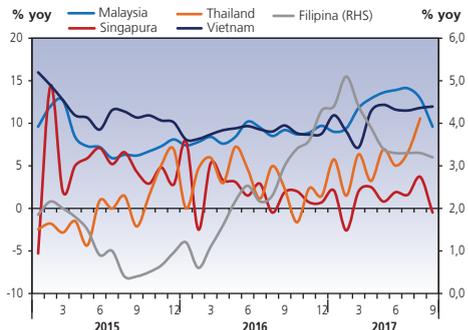
ini terpengaruh pelonggaran kebijakan perumahan (*Sellers Stamp Duty-SSD*) bagi para penjual pada Maret 2017.

Thailand berhasil menemukan momentum pemulihan ekonominya pada TW3-17. Pada triwulan ini, ekonomi tumbuh 4,3% yoy (dari 3,8% pada TW2-17), menjadi yang tertinggi sejak tahun 2013. *Technology life cycle* yang semakin pendek berimplikasi positif bagi kinerja manufaktur dan permintaan eksternal Thailand. Di samping itu, berakhirnya satu tahun masa berkabung wafatnya Raja Bhumibol Adulyadej diyakini menjadi pendorong aktivitas konsumsi domestik.



Sumber: Bloomberg

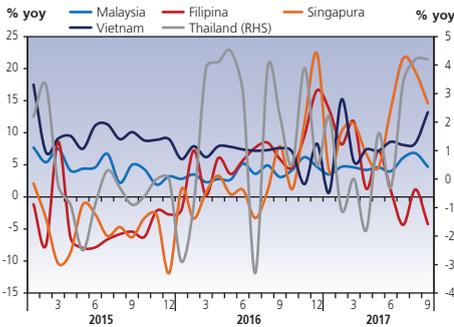
Grafik 2.111 PDB



Sumber: Bloomberg

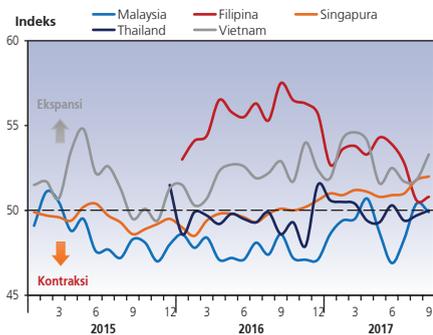
Grafik 2.112 Penjualan Ritel

94 Jumlah tenaga kerja meningkat menjadi 14,5 juta pada TW3-17, dari 14,4 juta pada TW2-17. Sementara pertumbuhan upah tenaga kerja di sektor swasta tumbuh stabil pada level 7,3%.



Sumber: Bloomberg, Trading Economics

Grafik 2.113 Produksi Industri



Sumber: Bloomberg, Trading Economics

Grafik 2.114 PMI Manufaktur

Permintaan domestik ASEAN-5 pada TW3-17 secara umum mengalami pergerakan yang *mixed*. Penguatan terjadi di Viet Nam dan Thailand, sedangkan pelemahan terjadi di Singapura, Filipina, dan Malaysia. Ekspansi konsumsi domestik terjadi di Viet Nam dan Thailand dengan penjualan ritel yang masing-masing tumbuh meningkat sebesar 11,8% yoy (dari 11,7%) dan 8,6% (dari 5,1%). Kenaikan pertumbuhan tersebut diantaranya disebabkan oleh peningkatan aliran modal masuk. Sementara itu, penjualan ritel di Singapura relatif melemah menjadi 1,6% di TW3-17 (dari 1,7%) akibat penurunan penjualan kendaraan. Program *The Great*

Singapore Sale diprediksi mampu menahan penurunan penjualan ritel dimaksud.

Konsumsi Filipina pada TW3-17 terpantau melemah akibat penurunan arus pengiriman uang (remitansi) dari luar negeri. Kondisi ini diperkirakan terkait dengan perpanjangan kebijakan *Saudi Arabia Amnesty* hingga 15 Oktober 2017 yang memulangkan para pekerja Filipina dari wilayah Arab Saudi. Pemerintah Filipina kemudian memberikan bantuan tunai kepada masyarakat untuk mempertahankan daya beli. Di Malaysia, penjualan ritel melambat menjadi 12,2% di TW3-17 (dari 13,5% pada TW2-17) seiring dengan penurunan daya beli masyarakat, pasca Hari Raya Idul Fitri. Namun, penurunan penjual ritel terkompensasi oleh apresiasi ringgit akibat tingginya aliran modal masuk dari luar negeri.

Sebagian besar aktivitas industri ASEAN-5 mengalami perbaikan pada TW3-17 akibat masih tingginya permintaan global terutama produk elektronik dan teknologi informasi. Peningkatan produksi elektronik menyebabkan aktivitas industri Singapura tumbuh 19,2% yoy, melonjak dibanding triwulan sebelumnya sebesar 8,4%. PMI manufaktur TW3-17 mencapai 51,6, membaik dari 50,9. Produksi industri Viet Nam naik 9,9%, meningkat dibandingkan TW2-17 yang sebesar 7,7%, seiring perbaikan ekspor dari perusahaan multi-nasional, seperti Samsung dan Nike.

Produksi industri Malaysia terkakselerasi menjadi 5,9% yoy (dari 4,3%),

karena peningkatan harga beberapa komoditas ekspor pertambangan. Selain itu, permintaan input produksi manufaktur terkait elektronik, plastik dan peralatan rumah tangga mengalami kenaikan. Ke depan, sentimen bisnis diperkirakan terus membaik yang ditunjukkan dengan peningkatan PMI manufaktur menjadi 49,5 (dari 48,8). Produksi industri Thailand tumbuh 3,9% pada TW3-17, meningkat drastis dari triwulan sebelumnya yang berkontraksi -0,2%. Akselerasi terutama terjadi pada kelompok otomotif akibat pemberian insentif untuk produksi mobil listrik berupa pembebasan tarif impor mesin, serta *tax holiday* selama 5-8 tahun. Toyota berencana berinvestasi sebesar THB19 miliar (USD537 juta) untuk produksi mobil listrik. Utilisasi kapasitas industri secara keseluruhan meningkat menjadi 62,0 (dari 59,1).

Namun, berbeda dengan peers, produksi industri Filipina pada TW3-17 terpantau melemah (0,2% di TW3-17, dari 4,4% di TW2-17) akibat penurunan produksi pertambangan dan minyak bumi. Hal ini disebabkan masih berlanjutnya penangguhan izin produksi pertambangan. Seiring pergantian Menteri lingkungan hidup, pemerintah mulai menyederhanakan perijinan.

Seiring terjadinya perbaikan ekonomi dunia, kinerja ekspor negara-negara di kawasan ASEAN-5 secara umum bergerak membaik. Malaysia, Thailand dan Singapura menunjukkan peningkatan ekspor pada TW3-17. Pada TW3-17, ekspor Thailand tumbuh sebesar 12,19% yoy, dibandingkan periode sebelumnya (8,04%). Pertumbuhan

dipengaruhi oleh peningkatan ekspor produk pertanian seperti beras, karet dan gula hingga ekspor peralatan elektronik dan elektrikal. Perbaikan ekonomi negara-negara mitra dagang Thailand seperti Amerika Serikat, Jepang dan Tiongkok berhasil mengakselerasi permintaan eksternal.

Performa ekspor Malaysia dan Singapura turut mengalami peningkatan.

Ekspor Malaysia mengalami akselerasi sebesar 22,4% pada TW3-17, dibandingkan triwulan sebelumnya (20,9%). Optimisme terhadap perdagangan global juga memengaruhi permintaan produk-produk dari Malaysia terutama manufaktur, barang elektronik, produk-produk pertanian dan minyak kelapa sawit.⁹⁵ Di Singapura, perkembangan teknologi yang sangat cepat memberikan efek positif terhadap peningkatan ekspor. Tingginya minat mitra dagang terhadap barang elektronik asal Singapura mengakselerasi ekspor menjadi 10,20% pada TW3-17, dari 8,30% di TW2-17.

Sebaliknya, penguatan permintaan global masih belum mampu meningkatkan kinerja ekspor Viet Nam. Ekspor Viet Nam mengalami perlambatan pada TW3-17 menjadi 21,50% yoy dari 22,60% yoy pada TW2-17. Kendati melambat, ekspor Viet Nam masih dalam level yang tinggi. Adanya hambatan teknis ke AS melalui pengetatan standar kualitas dan keamanan makanan cukup

⁹⁵ World Trade Organizations (WTO) memproyeksi pertumbuhan volume perdagangan barang di dunia pada tahun 2017 menjadi 3,6% dari besaran estimasi sebelumnya sebesar 2,4%.

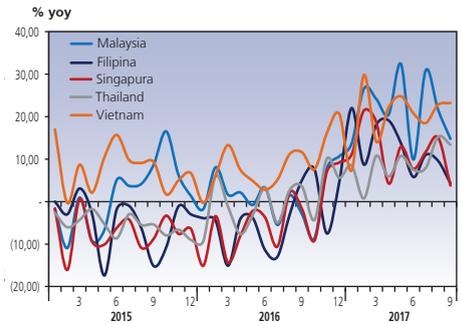
berpengaruh pada kinerja ekspor Viet Nam.⁹⁶ Secara keseluruhan neraca perdagangan Viet Nam masih surplus, ditunjang oleh produk ponsel, tekstil, dan barang elektronik lainnya.

Perlambatan pertumbuhan ekspor juga terjadi di Filipina. Pada TW3-17, ekspor tumbuh sebesar 8,30% yoy, menurun dibandingkan TW2-17 sebesar 12,87%. Kurangnya persediaan bahan mentah untuk diproduksi menjadi barang manufaktur menjadi penyebab termoderasinya ekspor Filipina. Banyak eksportir tidak dapat memenuhi permintaan barang manufaktur, yang merupakan komponen ekspor terbesar Filipina.

Pertumbuhan impor beberapa negara di kawasan ASEAN terpantau mengalami perlambatan. Di tengah kondisi Dong yang sedang terapresiasi, Viet Nam justru mengalami perlambatan pertumbuhan impor menjadi 22,1% yoy pada TW3-17, dibandingkan TW2-17 sebesar 24,3% yoy. Sebagai tindak lanjut kerja sama ASEAN *Trade in Goods Agreement (ATIGA)*, Viet Nam akan melakukan penyesuaian tarif impor pada awal tahun 2018. Dengan ekspektasi harga barang impor yang lebih rendah di awal 2018, maka konsumen menunda pembelian barang impor pada periode ini.

Permintaan domestik Filipina terhadap barang impor juga mengalami

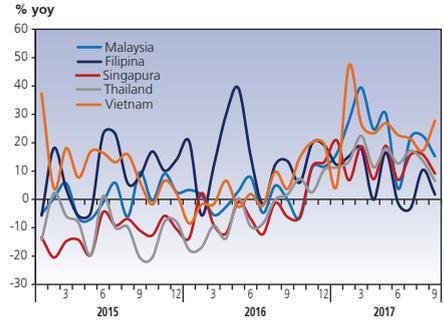
96 Amerika Serikat menetapkan regulasi terkait inspeksi terhadap residu pestisida pada komoditas beras dan regulasi untuk melakukan pengujian terhadap residu zat kimiawi dan antibiotik pada komoditas perikanan atau sejenisnya.



Sumber: Bloomberg

Malaysia, impor Thailand juga mengalami perlambatan. Pertumbuhan impor Thailand
Grafik 2.115 Ekspor

perlambatan. Pertumbuhan impor Thailand



Sumber: Bloomberg

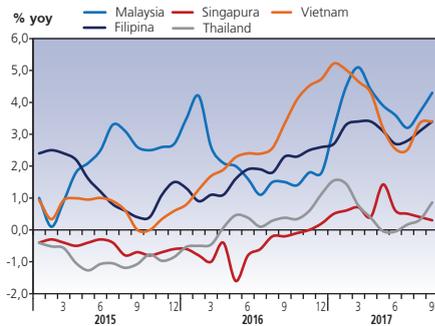
Grafik 2.116 Impor

yoy, dari TW2-17 yang sebesar 19,5%. Peningkatan terutama terjadi pada produk listrik dan elektronik serta makanan dan minuman, seiring dengan *rebound* harga komoditas, seperti BBM dan minyak mentah. Hal serupa turut mempengaruhi kenaikan impor Singapura yang tumbuh menjadi 13,5%, dari 10,96% pada TW2-17.

Perbaikan ekonomi negara-negara ASEAN-5 mulai mendorong laju inflasi kawasan. Kecuali Singapura, negara-negara di kawasan ASEAN mengalami penguatan

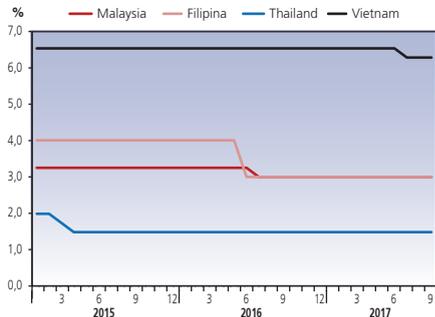
tren kenaikan inflasi pada TW3-17. Pada TW2-17, secara umum, tren inflasi ASEAN-5 bergerak melemah (*downward trended*). Sementara, pada TW3-17 tren tersebut berbalik menjadi positif (*upward trended*). Peningkatan terbatas harga minyak dan beberapa kebutuhan pokok mulai mengerek naik indeks harga kawasan. Inflasi transportasi meningkat di Filipina. Selain karena harga minyak, peningkatan tersebut juga terdorong oleh kenaikan tarif kereta pada bulan Juli 2017. Di Thailand, tekanan inflasi didorong oleh kelompok harga makanan, minuman beralkohol dan tembakau.⁹⁷ Kondisi cuaca yang kurang kondusif seperti hujan lebat dan banjir di beberapa wilayah mengakibatkan harga beberapa komoditas khususnya buah segar dan sayuran mengalami kenaikan. Di samping itu, pemberlakuan kenaikan pajak bea cukai minuman beralkohol dan rokok turut mengakselerasi inflasi dari kelompok tersebut. Dinamika inflasi di negara lainnya di kawasan ASEAN-5 relatif beragam, namun secara umum menunjukkan volatilitas yang terjaga.

Pergerakan inflasi inti yang relatif stabil merefleksikan pemulihan ekonomi regional yang semakin kondusif. Pada bulan Juni 2017 (TW2-17) dan bulan September 2017 (TW3-17), inflasi inti Singapura, Thailand dan Vietnam bergerak



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.117 Inflasi



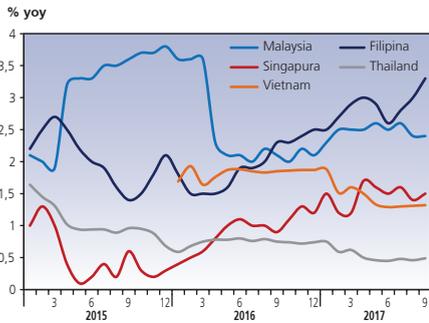
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.118 Suku Bunga Kebijakan

stabil di level 1,5% yoy, 0,5% yoy dan 1,3% yoy. Sedangkan Malaysia sedikit mengalami penurunan menjadi 2,4%, dibandingkan Juni 2017 yang sebesar 2,5%. Kenaikan inflasi inti justru dialami oleh Filipina menjadi 3,3% yoy dari 2,6% yoy pada bulan Juni 2017. Stabilitas inflasi inti di beberapa negara kawasan diantaranya mengindikasikan *recovery* yang terus berlanjut dan terjangkarnya ekspektasi inflasi dengan baik, sekalipun otoritas moneter menerapkan kebijakan akomodatif.

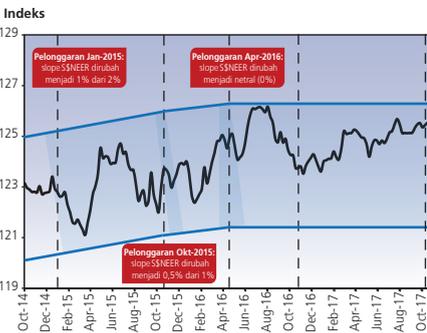
Kebijakan moneter longgar tetap menjadi pilihan bagi otoritas moneter

⁹⁷ Kelompok makanan dan transportasi memiliki bobot sebesar 33% dan 27% terhadap inflasi, sementara bobot komponen lainnya lebih rendah: *Housing and Furnishing* (23,5%), *medical and personal care* (7%), *recreation and education* (5%), *apparel and footwear* (3%) dan *tobacco and alcoholic beverages* (2%).



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.119 Inflasi Inti



Sumber: Bloomberg dan MAS

Grafik 2.120 Kebijakan Moneter Singapura

ASEAN-5 untuk mendukung aktivitas perekonomian di sepanjang TW3-17.

Pergerakan inflasi yang terjaga dan bergerak di *lower band* target diperkirakan memberikan ruang bagi otoritas untuk tetap akomodatif. Dalam dua kali kesempatan rapat *Monetary Policy Committee* (MPC) selama triwulan laporan, Bank Negara Malaysia (BNM) mempertahankan suku bunga kebijakan pada level 3,0%. *Stance* kebijakan yang ditetapkan sejak Juli 2016 tersebut kembali diafirmasi pada rapat MPC 9 November 2017 guna mempertahankan momentum

pertumbuhan, khususnya yang bersumber dari permintaan domestik. Bank of Thailand (BOT) juga meyakini bahwa suku bunga kebijakan sebesar 1,5% masih diperlukan untuk mendukung aktivitas ekonomi Thailand yang tengah berada di jalur pemulihan. Pada rapat MPC 8 November 2017, BOT kembali menegaskan *stance* kebijakannya. Selain itu, tingginya utang rumah tangga di Thailand ditengarai turut menjadi pertimbangan BOT dalam menetapkan suku bunga acuan. Otoritas moneter Filipina (BSP) juga tetap mempertahankan suku bunga kebijakan sebesar 3% selama periode laporan.⁹⁸

Memasuki paruh kedua 2017, Bank Sentral Viet Nam (SBV) menempuh kebijakan moneter yang lebih longgar dengan pemangkasan suku bunga kebijakan pada Juli 2017.

Suku bunga kebijakan (*refinancing rate*) diturunkan sebesar 25 bps menjadi 6,25% guna menstimulasi aktivitas ekonomi yang sempat lesu akibat kinerja sektor minyak yang buruk. Kebijakan ini dipandang sebagai langkah yang tepat untuk mendorong aktivitas ekonomi domestik dengan tetap mempertahankan stabilitas harga di tengah kondisi ekonomi global yang dibayangi ketidakpastian. Secara umum, kehati-hatian sikap otoritas moneter di kawasan dalam menetapkan kebijakannya dilandasi oleh faktor ketidakpastian global

⁹⁸ Asesmen IMF menunjukkan tren peningkatan utang rumah tangga khususnya di Thailand dan Malaysia (*Chapter 2, Global Financial Stability Report, October 2017*). Rasio utang rumah tangga terhadap PDB Malaysia dan Thailand di 2017 diperkirakan mencapai 85% dan 77%.

Tabel 2.10 Rabat *U-Save* Singapura

Tipe Flat	Rabat yang diberikan (SGD)		Total Rabat per Tahun (SGD)
	Juli 2017	Oktober 2017	
1 dan 2 kamar	95	95	380
3 kamar	85	85	340
4 kamar	75	75	300
5 kamar	65	65	260
Executive/Multi-generation	55	55	220

Sumber: MoF Singapura

terutama terkait normalisasi kebijakan negara maju dan belum tuntasnya proses *recovery*.

Otoritas moneter Singapura (MAS) mempertahankan *stance* kebijakannya.

Dalam rapat *monetary policy committee* (MPC) 13 Oktober 2017, MAS kembali mengafirmasi *stance* kebijakan moneter netral dengan *rate* apresiasi SNEER di 0%. Kebijakan tersebut dilakukan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi sekaligus menjaga stabilitas finansial di tengah ketidakpastian global.⁹⁹

Kebijakan fiskal digunakan untuk menopang aktivitas perekonomian.

Guna menstimulasi aktivitas konsumsi domestik—khususnya rumah tangga—beberapa kebijakan fiskal diluncurkan oleh otoritas fiskal Thailand dan Singapura. Pemerintah Thailand kembali mengumumkan *holiday tax break* pada November 2017. Melalui kebijakan tersebut, pemerintah memperkirakan dapat menstimulasi belanja domestik senilai THB10 miliar sehingga dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Selain itu, pemerintah

juga memberikan stimulus seperti kredit senilai USD2,2 miliar kepada petani untuk menstabilisasi harga beras menjelang masa panen pada November 2017. Stimulus tersebut diharapkan dapat melindungi petani dari kerugian akibat jatuhnya harga beras pada masa panen. Di Singapura, rabat kembali dibagikan kepada penghuni *flats* yang berhak, sesuai dengan jadwal. Rabat tersebut diharapkan dapat menjadi *buffer* bagi rumah tangga kurang mampu di Singapura.^{100,101,102}

Reformasi perpajakan di Filipina masih terus berjalan, meski sedikit tersendat.

Implementasi paket pertama RUU reformasi yang telah disetujui baik oleh *lower house* maupun *upper house* (senat) terpaksa mengalami penundaan. Penundaan tersebut

100 Deduksi pajak hingga THB15.000 (USD453) diberikan terhadap pembelian beberapa barang dan jasa sejak 11 November hingga 3 Desember 2017.

101 Stimulus yang diberikan bagi petani tersebut juga diharapkan dapat melakukan sterilisasi beras hingga 2 ton sehingga petani tidak menderita kerugian akibat *oversupply*.

102 Sekitar 880.000 rumah tangga yang bertempat tinggal di perumahan rakyat menerima rabat *U-Save* pada Oktober 2017. Rabat *U-Save* membantu rumah tangga dengan mengurangi sebagian tagihan utilitas mereka. Pemotongan tagihan tersebut didistribusikan setiap tiga bulan sekali.

99 Singapura menggunakan target NEER (*Nominal Effective Exchange Rate*) sebagai sasaran operasional moneter MAS.

Tabel 2.11 Proyeksi Pertumbuhan PDB ASEAN-5

Negara	Bank Sentral	IMF		CF	
	2017	2017	2018	2017	2018
Malaysia	4,5 - 4,8	5,4	4,8	5,4	4,9
Filipina	6,5 - 7,5	6,6	6,7	6,5	6,4
Singapura	2,0 - 3,0	2,5	2,6	2,7	2,4
Thailand	3,8	3,7	3,5	3,6	3,5
Viet Nam	6,7	6,3	6,3	6,4	6,3

Sumber: Otoritas Moneter, IMF WEO Okt-2017, Consensus Forecast Okt-2017

terjadi karena terdapat perbedaan antara estimasi dan asumsi reformasi perpajakan versi *lower house* dengan versi senat. Perbedaan pendapat tersebut juga berujung pada tertundanya pengajuan paket kedua RUU reformasi perpajakan yang semula dijadwalkan pada Oktober 2017 menjadi akhir TW4-17. Target pelaksanaan *tax reform* adalah 1 Januari 2018.¹⁰³

Meski masih rencana, Pemerintah Viet Nam juga berniat untuk melakukan reformasi bidang perpajakan. Pada Agustus 2017, pemerintah mengumumkan rencana kenaikan VAT (*Value Added Tax*) menjadi 12% (dari 10%). Langkah tersebut dilakukan di tengah upaya Viet Nam mengatasi

utang publik yang meningkat. Beberapa jenis pajak, seperti *special consumption tax* (SCT) untuk kendaraan jenis *pickup*, minuman ringan, dan rokok, juga akan dilipatgandakan bersama dengan kenaikan VAT tersebut. RUU kenaikan pajak tersebut akan berlaku pada 2019.^{104,105}

Ekonomi ASEAN-5 dipercaya mampu terakselerasi lebih tinggi seiring dengan perbaikan siklus global yang masih berlangsung. IMF memperkirakan Malaysia, Singapura, dan Thailand dapat menutup tahun 2017 dengan pencapaian pertumbuhan yang lebih tinggi dari proyeksi sebelumnya (Juli 2017), sedangkan *outlook* bagi Filipina dan Viet Nam tidak berubah. Pada 2018, perekonomian kawasan Asia Tenggara diyakini tetap berada pada tingkat pertumbuhan yang cukup kuat dengan ditopang pertumbuhan perdagangan global

103 Reformasi pajak Filipina merupakan salah satu inisiatif Presiden Duterte di bidang fiskal. Reformasi tersebut bertujuan untuk memberikan ruang fiskal yang lebih luas guna mendanai proyek ambisius pembangunan infrastruktur (*Golden Age of Infrastructure*, total nilai PHP8,4 triliun/USD164,1 miliar dalam periode 2017-2022) yang juga diusulkan oleh Presiden Duterte. Paket pertama reformasi perpajakan berisi tentang pemotongan PPh individu, pajak *real estate*, perluasan *tax base* VAT, penyesuaian pajak bahan bakar dan kendaraan, serta implementasi pajak minuman berkadar gula. Paket kedua RUU reformasi perpajakan akan mencakup soal penurunan pajak korporasi dan rasionalisasi insentif fiskal.

104 Utang publik Viet Nam diperkirakan mencapai 64,8% dari PDB pada 2017. Angka tersebut hanya 0,2% dari ambang batas yang ditetapkan oleh pemerintah untuk periode 2016-2018 yaitu sebesar 65% dari PDB.

105 SCT untuk jenis *pickup* akan ditingkatkan menjadi 15-30%, tergantung pada model kendaraan. Sementara itu, SCT untuk minuman ringan dan rokok akan dinaikkan menjadi 10% dan 75%.

Tabel 2.12 Proyeksi Inflasi ASEAN-5

Negara	Bank Sentral		IMF		CF	
	2017	Target	2017	2018	2017	2018
Malaysia	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0	3,8	2,9	3,7	2,4
Filipina	3,2	2,0 - 4,0	3,1	3,0	3,1	3,3
Singapura	1,5*)	n.a	0,9	1,3	0,7	1,1
Thailand	0,6	1,0 - 4,0	0,6	1,0	0,6	1,3
Viet Nam	4,0	4,0	4,4	4,0	3,7	4,4

Sumber: Otoritas Moneter, IMF WEO Okt-2017, Consensus Forecast Okt-2017
*) core inflation

yang lebih tinggi dan ditransmisikan ke sektor manufaktur serta investasi. Beberapa faktor eksternal dinilai menjadi pendukung perbaikan *outlook*, di antaranya adalah kebijakan fiskal AS yang lebih netral, momentum pertumbuhan Eropa yang lebih kuat, dan pertumbuhan Tiongkok yang didukung oleh kebijakan. Kebijakan moneter dan fiskal yang cenderung masih akomodatif dan kondisi finansial di kawasan turut menjadi *driver* bagi pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi di 2018.

Sejumlah risiko eksternal dan domestik yang berpotensi menghambat perekonomian ke depan harus diantisipasi oleh ASEAN-5. Secara umum, risiko eksternal berasal dari proses normalisasi suku bunga kebijakan AS yang masih akan berlanjut dan berpotensi mengakibatkan *capital outflows*, tensi geopolitik, perubahan paradigma kebijakan AS menjadi *inward-looking*, serta proses *rebalancing* Tiongkok. Kendati proses normalisasi suku bunga kebijakan AS diperkirakan lebih gradual, kebijakan moneter the Fed bersama dengan kebijakan otoritas Tiongkok untuk mendorong pertumbuhan

masih berpotensi memicu disrupsi di pasar keuangan regional. Kebijakan Tiongkok untuk mempertahankan pertumbuhan sesuai target berpotensi meningkatkan risiko pada jangka menengah melalui kenaikan utang dan ketidakseimbangan finansial. Jika terjadi penyesuaian yang tajam, permintaan domestik akan terpukul, yang pada gilirannya akan mengganggu pasar keuangan global, menurunkan harga komoditas, dan memengaruhi pertumbuhan global dan regional. Gencarnya uji coba nuklir yang dilakukan oleh Korea Utara Agustus dan September 2017 juga dapat memengaruhi ekonomi regional. Viet Nam sebagai negara yang memiliki keterkaitan ekonomi paling tinggi dengan Korea Selatan dan Tiongkok diperkirakan paling terdampak oleh ulah Korea Utara tersebut.

Di sisi domestik, perekonomian ASEAN-5 secara umum menghadapi risiko yang serupa pada jangka menengah panjang. Risiko tersebut berupa penuaan struktur penduduk (Singapura dan Thailand) dan *overleveraging* sektor rumah tangga (Thailand, Singapura, dan Malaysia). Struktur

penduduk yang menua akan berdampak pada penurunan tenaga kerja usia produktif, yang akan memengaruhi pola konsumsi, produksi serta menambah beban fiskal. Di Viet Nam, tingginya kredit macet dan restrukturisasi BUMN menjadi risiko yang membayangi perekonomian di jangka menengah.

ASEAN-5 juga menghadapi risiko jangka pendek dari dalam negeri.

2.8 Brazil

Kinerja ekonomi Brazil meningkat, melanjutkan capaian pada TW2-17. PDB di TW3-17 diprediksi tumbuh sebesar 1,1% yoy, ditopang peningkatan konsumsi rumah tangga, aktivitas produksi, perdagangan, maupun pengeluaran pemerintah. Sejalan dengan perbaikan tersebut, tingkat pengangguran terus menurun namun pertumbuhan upah masih tertahan.

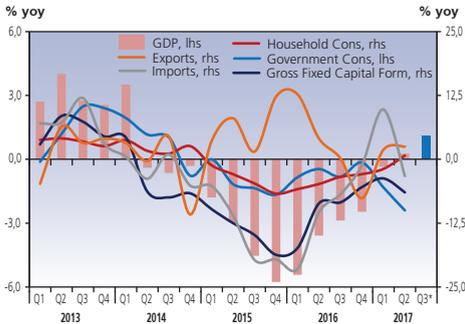
Tekanan inflasi semakin melemah hingga 2,5% yoy pada September 2017, atau melewati batas bawah rentang target inflasi Brazil (4,5% ± 1,5%). Hampir seluruh komponen CPI mengalami disinflasi terutama harga makanan. Seiring menurunnya tekanan inflasi di tengah kenaikan upah yang lambat, bank sentral melanjutkan kebijakan moneter longgar. Sepanjang triwulan laporan, Banco Central do Brasil (BCB) menurunkan suku bunga SELIC rate secara agresif hingga 200 bps ke level 8,25%. Selanjutnya SELIC rate kembali diturunkan di Oktober 2017 sebesar 75 bps menjadi 7,5%.

Rencana pemilihan umum di 2018 yang akan digelar oleh Malaysia dan Thailand dapat memengaruhi ekonomi pada jangka pendek apabila terjadi ketidakstabilan politik. Di Filipina, penundaan pelaksanaan reformasi perpajakan dapat menahan laju pertumbuhan dan menunda beberapa proyek infrastruktur, sehingga menambah ketidakpastian kebijakan.

Kinerja ekonomi Brazil ke depan diperkirakan akan terus melanjutkan tren perbaikan. BCB memperkirakan pertumbuhan PDB Brazil 2017 sebesar 0,7%, seiring kinerja perekonomian TW2-17 yang melampaui ekspektasi. Sementara itu, IMF merevisi ke atas proyeksi ekonomi 2017 menjadi 0,7% dari proyeksi sebelumnya sebesar 0,3%. IMF dan BCB memprediksi pada 2018 ekonomi Brazil semakin terakselerasi ke kisaran 1,5% dan 2,2%.

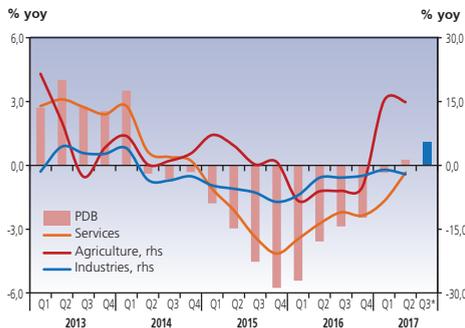
Perekonomian Brazil ke depan masih dibayangi oleh sejumlah faktor risiko. Dari dalam negeri, risiko berasal dari utang pemerintah yang meningkat, pertumbuhan upah riil yang masih lambat disertai masih tingginya slack dalam perekonomian, ketidakpastian politik menjelang Pemilu Oktober 2018, serta lambatnya progres reformasi sistem jaring pengaman sosial. Sementara faktor eksternal yang harus dicermati adalah ketidakpastian kebijakan ekonomi AS, kemungkinan kenaikan Fed Fund Rate dan normalisasi neraca The Fed, rebalancing ekonomi Tiongkok, dan dinamika harga komoditas global.

Pemulihan ekonomi Brazil pada TW3-17 semakin solid. PDB TW3-17 diperkirakan tumbuh meningkat sebesar 1,1% yoy¹⁰⁶, dari 0,3% pada TW2-17, disumbang oleh perbaikan konsumsi rumah tangga, serta penyempitan kontraksi pengeluaran pemerintah dan investasi. Konsumsi rumah tangga diprediksi meningkat seiring dengan perbaikan upah – meski berjalan lambat – dan ekspansi kredit rumah tangga. Sementara investasi diprediksi meningkat seiring perbaikan produksi industri dan penggunaan kapasitas industri pasca lepasnya perekonomian dari resesi.



Sumber: Bloomberg

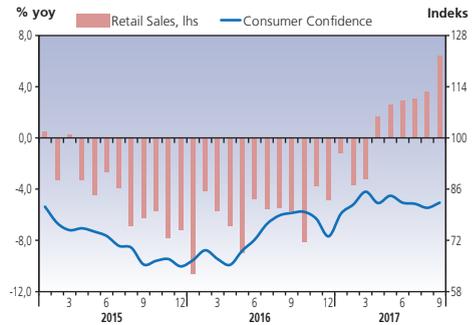
Grafik 2.121 Pertumbuhan PDB



Sumber: Bloomberg

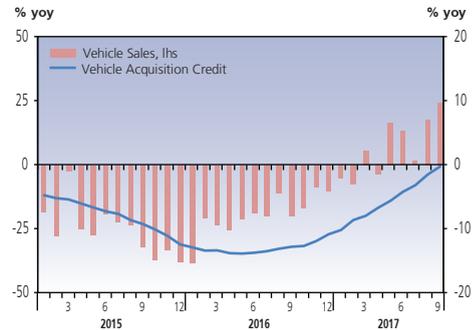
Grafik 2.122 Pertumbuhan PDB Sektoral

106 Sumber: Bloomberg Forecast



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.123 Penjualan Ritel dan Kepercayaan Konsumen



Sumber: Bloomberg

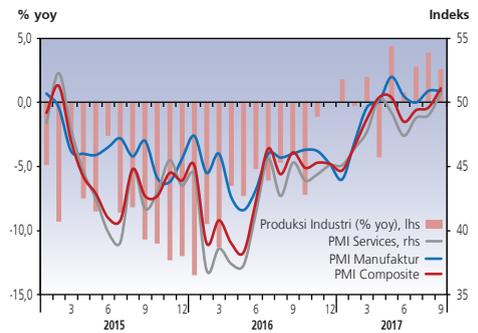
Grafik 2.124 Penjualan Kendaraan dan Kredit Kepemilikan Kendaraan

Perbaikan konsumsi terkonfirmasi pada kinerja penjualan ritel dan kendaraan. Kinerja konsumsi didorong oleh ketenagakerjaan yang membaik, tekanan inflasi yang menurun, dan suku bunga yang lebih rendah sehingga mendorong peningkatan kredit. Rata-rata penjualan ritel pada triwulan laporan tumbuh signifikan sebesar 4,4% yoy, dari 2,4% pada TW2-17, tertinggi sejak TW2-14. Peningkatan penjualan terutama terjadi pada kelompok kendaraan dan suku cadang, penjualan

furnitur, serta bahan konstruksi.¹⁰⁷ Indikator penjualan kendaraan juga tumbuh mengesankan hingga 14,7% (dari 8,8% di TW2-17) – tertinggi sejak TW3-11 – yang dibiayai kredit kepemilikan kendaraan dengan suku bunga yang menurun.¹⁰⁸ Namun, kinerja konsumsi diprediksi akan tertahan sejalan dengan penurunan kepercayaan konsumen (81,7 dari 82,9 pada TW2-17) akibat pesimisme masyarakat terkait kondisi ekonomi ke depan.

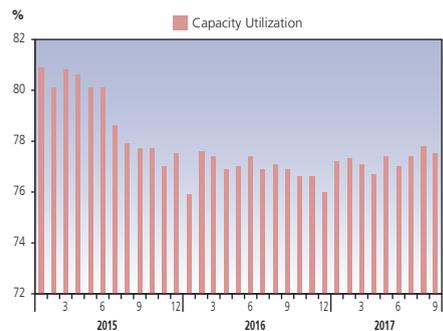
Sejalan dengan konsumsi, indikator produksi menunjukkan perkembangan positif. Rata-rata produksi industri TW3-17 terakselerasi secara signifikan mencapai 3,1% dari 0,3% pada TW2-17, tertinggi sejak TW3-13. Peningkatan *output* terutama dikontribusi oleh lonjakan produksi barang modal dan barang konsumsi.¹⁰⁹ Berdasarkan sektor, peningkatan *output* disumbang manufaktur yang tumbuh 3,1% (dari -0,5% di TW2-17), setelah berkontraksi selama 13 kuartal berturut-turut.¹¹⁰ Sejalan dengan perkembangan tersebut, penggunaan kapasitas industri meningkat ke level 77,6% dari 77,0% pada TW2-17. Indeks PMI manufaktur juga masih di level ekspansi meski agak termoderasi menjadi 50,6 dari 50,9 pada

TW2-17.¹¹¹ Di sisi lain, PMI jasa meningkat ke level 49,5 – level tertinggi dalam 10 triwulan terakhir – dari 49,0 pada TW2-17 didorong peningkatan order, baik domestik maupun ekspor. Dengan perkembangan tersebut, PMI komposit meningkat ke level 50,0 dari 49,8 pada TW2-17.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.125 Produksi Industri dan PMI



Sumber: Tradingeconomics

Grafik 2.126 Utilisasi Kapasitas

Aktivitas perdagangan Brazil meningkat, namun akselerasi impor lebih

107 Penjualan kendaraan dan suku cadang, furnitur, serta bahan konstruksi masing-masing meningkat sebesar 10,4%, 9,3%, serta 13,2% dari -0,9%, -1,1%, dan 4,9% pada TW2-17.

108 Kredit kepemilikan kendaraan mengalami penyempitan kontraksi sebesar -1,7%, dari -5,5% pada TW2-17.

109 Produksi barang modal tumbuh pesat 7,6% dari 0,9% pada TW2-17 – tertinggi sejak TW1-14, dan barang konsumsi (5,2% dari -0,6% pada TW2-17) – tertinggi sejak TW3-13.

110 Sementara itu, pertumbuhan output sektor pertambangan melambat menjadi 2,8% dari 6,2%.

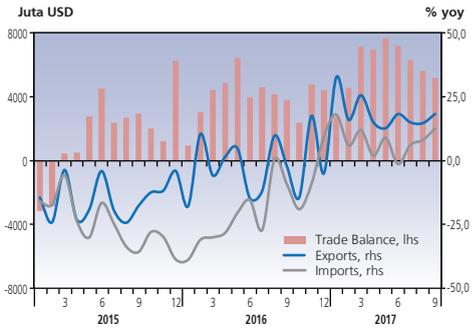
111 Moderasi PMI manufaktur dipicu oleh menurunnya aktivitas belanja perusahaan, kenaikan harga input akibat depresiasi BRL, kenaikan harga bahan bakar, serta kekhawatiran terkait instabilitas politik terkait pemilu 2018.

cepat dibandingkan ekspor sehingga surplus neraca perdagangan menurun.

Rerata pertumbuhan ekspor di TW3-17 meningkat 15,9% yoy, dari 15,3% di TW2-17 didorong oleh produk primer (pangsa 45,5%) dan manufaktur (pangsa 37,9%). Ekspor produk primer meningkat sebesar 24,4%, dari 18,6% di TW2-17 berasal dari kenaikan ekspor kedelai, daging, dan ayam.¹¹² Ekspor produk manufaktur tumbuh sebesar 11,5% dari 9,1% di TW2-17 dipicu lonjakan ekspor jus jeruk, besi dan baja, serta peralatan teknik sipil (*civil engineering*).¹¹³ Aktivitas impor TW3-17 meningkat signifikan menjadi 8,9% dari 3,2% didorong oleh peningkatan impor barang modal dan bahan bakar.¹¹⁴ Dinamika tersebut menyebabkan surplus neraca perdagangan menyempit menjadi USD17,1 miliar dari USD21,8 miliar (TW2-17).

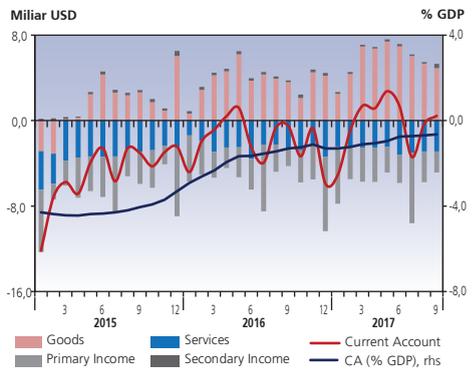
Neraca transaksi berjalan (*current account*) di TW3-17 mencatat defisit sebesar -USD3,3 miliar dari surplus USD5,2 miliar di TW2-17. Defisit disebabkan menurunnya surplus neraca barang serta melebarnya defisit neraca jasa

¹¹² Ekspor kedelai, daging, dan ayam masing-masing tumbuh sebesar 70,2%, 36,1%, dan 8,2% dari 12,5%, -2,4%, serta -5,5% pada TW2-17. Meningkatnya ekspor kedelai didukung oleh faktor cuaca yang lebih baik (musim hujan) dibandingkan periode yang sama pada 2016 yang tengah mengalami musim kering, kenaikan harga biji-bijian global dan investasi teknologi pertanian.
¹¹³ Ekspor jus jeruk, besi dan baja, serta peralatan *civil engineering* mengalami kenaikan secara berturut-turut sebesar 39,7%, 74,5%, dan 73,1% dari -3,9%, 19,8% serta 52,7% pada TW2-17.
¹¹⁴ Impor barang modal dan bahan bakar pada TW3-17 meningkat masing-masing sebesar 4,0% dan 44,8% dari -28,3% serta 35,7% pada trivulan sebelumnya.



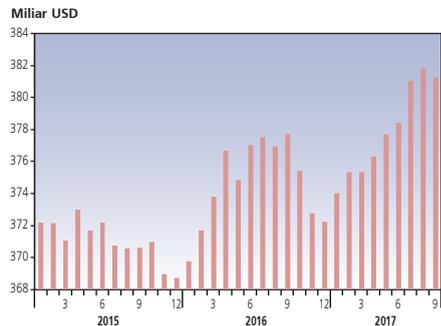
Sumber: Bloomberg

Grafik 2.127 Neraca Perdagangan



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.128 Transaksi Berjalan



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.129 Cadangan Devisa

dan pendapatan primer.¹¹⁵ Meski demikian, cadangan devisa sedikit meningkat menjadi USD381,2 miliar pada akhir TW3-17, dari USD378,4 miliar pada akhir TW2-17 didorong oleh kinerja pendapatan bunga atas devisa serta perubahan harga aset.

Berlanjutnya momentum pemulihan ekonomi mendorong perbaikan di sektor ketenagakerjaan.

Tingkat pengangguran September 2017 turun menjadi 12,4% atau 13,0 juta orang (dari 13,0% atau 13,5 juta orang pada Juni 2017).¹¹⁶ Jumlah lapangan kerja baru dalam tren meningkat dengan total net penciptaan lapangan kerja formal (*payroll employment*) sebesar 105,8 ribu, dari 103,9 ribu di TW2-17. Peningkatan *payroll employment* terutama pada sektor ritel, manufaktur, konstruksi, dan jasa.¹¹⁷

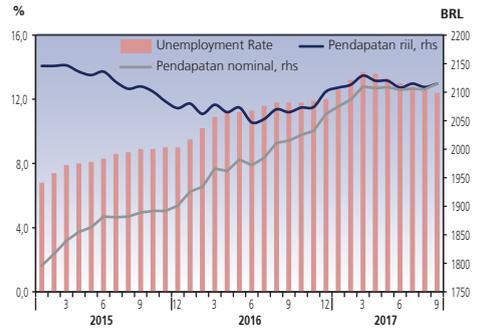
Di tengah perbaikan angka pengangguran, perkembangan upah cenderung melambat. Secara nominal, rata-rata upah TW3-17 hanya tumbuh 4,8%, dari 5,8% di TW2-17. Pertumbuhan upah riil juga terkoreksi tipis menjadi 2,4%, dari 2,5% pada triwulan sebelumnya. Resistensi kenaikan upah terjadi di kalangan pekerja informal, pegawai negeri, wirausahawan (*self-employed*), dan pekerja rumah tangga.

115 Defisit neraca jasa dan pendapatan primer masing-masing melebar menjadi -USD8,8 miliar dan -USD11,5 miliar, dari -USD8,2 miliar dan -USD8,3 miliar.

116 Meski menurun, tingkat pengangguran masih di atas rata-rata tiga tahun (10,3%).

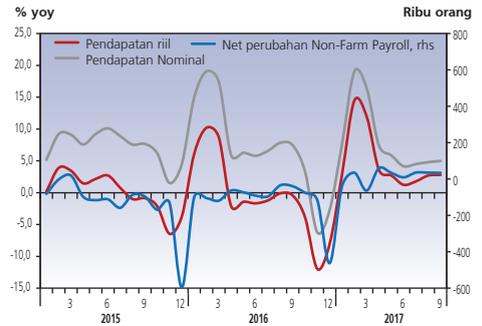
117 Di sisi lain, penciptaan lapangan kerja di sektor agrikultur turun secara signifikan (-13,8 ribu, dari 97,5 ribu di TW2-17) karena faktor musiman – memasuki akhir masa panen jagung, beras, dan sorgum.

Sedangkan berdasarkan aktivitas ekonomi, perlambatan upah terjadi pada seluruh sektor kecuali konstruksi.¹¹⁸



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.130 Tingkat Pengangguran dan Pendapatan Riil

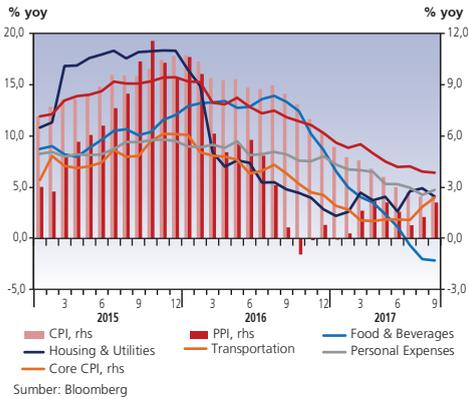


Sumber: Bloomberg

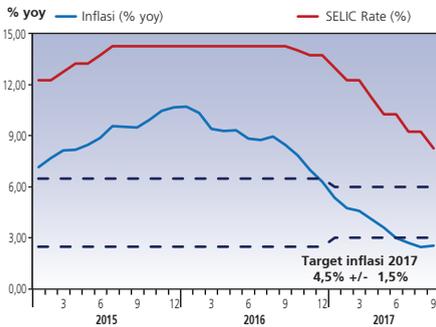
Grafik 2.131 Tingkat Pengangguran dan Pendapatan Riil

Inflasi sepanjang TW3-17 terus menurun hingga melewati batas bawah rentang target inflasi Bank Sentral Brazil (BCB) (4,5% ± 1,5%). Inflasi *headline* (CPI) September 2017 turun ke tingkat 2,5% yoy

118 Meski sektor konstruksi mengalami pertumbuhan upah di TW3-17 dibanding TW2-17, namun secara tren upah cenderung melambat sepanjang 2017.



Grafik 2.132 Inflasi



Grafik 2.133 Suku Bunga Kebijakan

– terendah sejak Februari 1999 - dari 3,0% di Juni 2017. Inflasi inti juga turun menjadi 3,8%, dari 4,2% di Juni 2017. Disinflasi didorong oleh hampir seluruh komponen terutama harga makanan, barang rumah tangga, serta pengeluaran personal.¹¹⁹ Rendahnya inflasi makanan disebabkan cuaca yang mendukung produksi pertanian sepanjang Januari hingga September 2017 dan faktor

¹¹⁹ Komponen harga makanan serta barang rumah tangga mengalami deflasi pada September 2017 masing-masing sebesar -2,1% dan -1,3%, dari 1,1% dan -0,7% pada Juni 2017.

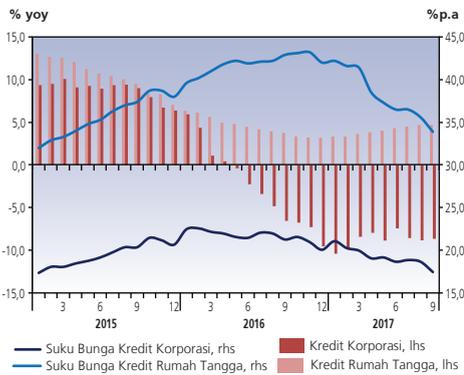
base effect yaitu tingginya harga makanan selama 2016 akibat musim kering. Namun, inflasi di sektor produsen (PPI) mengalami kenaikan sebesar 2,1%, dari 1,6% pada Juni 2017 yang didorong oleh peningkatan pajak bahan bakar.

Tekanan inflasi yang terus menurun memberikan ruang pelonggaran kebijakan moneter. Dalam dua pertemuan Monetary Policy Committee (COPOM) selama TW3-17, BCB memangkas suku bunga acuan *SELIC rate* secara agresif masing-masing sebesar 100 bps menjadi 8,25% dari 10,25%, yaitu pada 26 Juli 2017 dan 6 September 2017. Selanjutnya, pada 25 Oktober 2017 suku bunga kembali dipangkas sebesar 75 bps menjadi 7,5%. Kebijakan tersebut dilatarbelakangi oleh ekspektasi inflasi 2017 dan 2018 yang diprediksi di bawah target, serta terjadinya *output gap* yang tercermin pada tingkat pengangguran yang masih relatif tinggi dan penggunaan kapasitas yang belum optimal dibandingkan rata-rata jangka panjangnya¹²⁰. COPOM *Minutes of Meeting* Oktober 2017 memberikan sinyal bahwa ekspansi moneter pada pertemuan berikutnya (5-6 Desember 2017) akan tetap dilanjutkan namun dengan laju yang lebih rendah.

Kredit korporasi melanjutkan tren *deleveraging* meski suku bunga menurun. Kontraksi kredit perusahaan non-keuangan berlanjut sebesar -8,6% yoy (dari -8,0% pada TW2-17) di tengah penurunan

¹²⁰ Rata-rata tiga tahun tingkat pengangguran dan utilisasi kapasitas masing-masing sebesar 10,3% dan 78,0%.

suku bunga kredit korporasi, menjadi 18,4% p.a. pada TW3-17, dari 19,0% pada TW2-17. Penurunan kredit kepada perusahaan non-keuangan didorong masih tingginya aset bermasalah yang diprediksi masih akan meningkat dalam waktu dekat.¹²¹ Sementara itu, sejalan dengan perbaikan konsumsi, kredit rumah tangga terakselerasi sebesar 4,7% yoy dari 4,1% pada TW2-17, ditopang suku bunga kredit rumah tangga yang menurun. Rata-rata suku bunga kredit rumah tangga pada TW3-17 turun menjadi 35,3% p.a. dari 37,4% pada TW2-17.

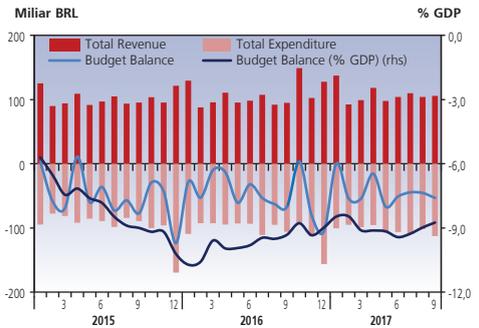


Sumber: Bloomberg

Grafik 2.134 Kredit dan Suku Bunga Pinjaman

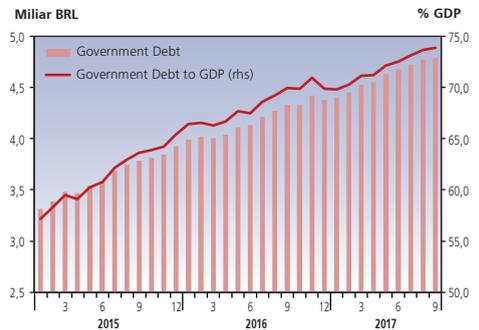
Dari sisi kebijakan fiskal, defisit anggaran serta defisit keseimbangan primer meningkat. Belanja fiskal selama TW3-17 mencapai BRL323,5 miliar, meningkat dari BRL309,3 miliar pada TW2-17, sedangkan penerimaan fiskal sedikit menurun menjadi BRL319,7 miliar dari BRL319,8 miliar pada

121 BCB Financial Stability Report Vol. 6, Issue No.2, Oktober 2017.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.135 Keseimbangan Anggaran



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.136 Utang Pemerintah

TW2-17.¹²² Dengan perkembangan tersebut, total defisit fiskal sebesar BRL143,5 miliar (-9,0% PDB), meningkat dari BRL133,5 miliar (-9,2% PDB) pada TW2-17. Sementara itu, defisit keseimbangan primer melebar menjadi BRL46,9 miliar, dari BRL37,4 miliar pada TW2-17. Seiring perkembangan tersebut, utang pemerintah di akhir TW3-17 naik menjadi BRL4,8 miliar (73,9% PDB), dari BRL4,7 miliar

122 Dari sisi pertumbuhan, penerimaan fiskal naik 9,1% yoy dari 5,0% pada TW2-17, sementara belanja fiskal turun menjadi 3,7% dari 9,9% pada TW2-17 sejalan dengan upaya pemerintah untuk menurunkan defisit fiskal melalui peningkatan pajak bahan bakar serta program *tax amnesty*.

(72,5% PDB pada akhir TW2-17).

Pemulihan ekonomi secara gradual diprediksi berlanjut. BCB merevisi ke atas proyeksi PDB 2017 menjadi 0,7% yoy, dari 0,5% pada proyeksi sebelumnya.¹²³ Revisi tersebut dilatarbelakangi kinerja perekonomian TW2-17 yang melampaui ekspektasi. Sementara itu, IMF merevisi ke atas proyeksi pertumbuhan ekonomi 2017 dan 2018 masing-masing menjadi 0,7% dan 1,5%, dari proyeksi sebelumnya (0,3% dan 1,3%) didorong oleh panen raya serta peningkatan konsumsi.¹²⁴ CF memprediksi ekonomi Brazil tumbuh 0,8% (2017) dan 2,4% (2018).

Tekanan inflasi pada 2017 dan 2018 diproyeksi semakin menurun dan berada dalam rentang target inflasi (4,5% ± 1,5%). BCB mempertahankan perkiraan inflasi 2017 sebesar 3,3%¹²⁵ serta merevisi ke atas perkiraan inflasi 2018 menjadi 4,3% dari 4,2%. IMF memproyeksikan inflasi sebesar 3,7% di 2017 dan 4,0% di 2018, sedangkan perkiraan CF sebesar 3,1% (2017) dan 4,0% (2018). Di sisi sektor eksternal, BCB memproyeksi surplus neraca perdagangan 2017 mencapai USD61 miliar, di atas *forecast* semula (USD54 miliar), didorong oleh ekspor minyak, bijih besi, dan kedelai.

Sejumlah risiko mewarnai outlook perekonomian Brazil, baik dari dalam

maupun luar negeri. Tantangan dari sisi domestik mencakup utang pemerintah yang meningkat, pertumbuhan upah riil yang masih lambat disertai masih tingginya *slack* dalam perekonomian, instabilitas politik, serta lambatnya progres reformasi sistem jaring pengaman sosial¹²⁶. Selain itu, ekonomi Brazil juga dibayangi oleh dinamika politik pelaksanaan Pemilu yang akan berlangsung pada Oktober 2018. Sedangkan risiko eksternal berasal dari ketidakpastian kebijakan ekonomi AS di bawah Presidensi Trump, kemungkinan kenaikan *Fed Fund Rate* yang disertai normalisasi neraca bank sentral (terutama AS dan kawasan Eropa), *rebalancing* ekonomi Tiongkok sebagai salah satu mitra dagang utama, serta dinamika harga komoditas global.

¹²³ *Inflation Report* September 2017 dan *Inflation Report* Juni 2017.

¹²⁴ IMF WEO Oktober 2017.

¹²⁵ BCB *Minutes of Meeting* Oktober 2017 serta BCB *Minutes of Meeting* Juli 2017.

¹²⁶ Belanja jaminan sosial (*social security*) membebani sustainabilitas fiskal Brazil. Pada TW3-17, belanja jaminan sosial mencapai BRL148,6 miliar (45,9% belanja fiskal), jauh di atas penerimaan pemerintah dari pos jaminan sosial yang hanya sebesar BRL90,1 miliar. Oleh karena itu, reformasi *social security* menjadi agenda penting bagi Presiden Michel Temer, namun sejauh ini pembahasan isu tersebut di kalangan pemerintah belum menunjukkan perkembangan signifikan.

Tabel 2.13 Proyeksi Pertumbuhan PDB dan Inflasi

Indikator	WEO Update		Consensus Forecast		BCB	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
PDB (% yoy)	0,7	1,5	0,8	2,4	0,7	2,2
<i>Estimasi Sebelumnya</i>	0,3	1,3	0,4	2,1	0,5	n/a
CPI (% yoy)	3,7	4,0	3,1	4,0	3,3	4,3
<i>Estimasi Sebelumnya</i>	n/a	n/a	3,5	4,2	3,3	4,2

Keterangan:

- Sumber estimasi terkini: IMF-WEO Oktober 2017, CF Oktober 2017, BCB Minutes of Meeting Oktober 2017, BCB Inflation Report September 2017
- Sumber estimasi sebelumnya: IMF-WEO Update Juli 2017, CF Agustus 2017, BCB Minutes of Meeting Juli 2017, BCB Inflation Report Juni 2017

Halaman ini sengaja dikosongkan

PERKEMBANGAN KERJA SAMA DAN LEMBAGA INTERNASIONAL

Optimisme berlanjutnya momentum penguatan pertumbuhan global mewarnai pembahasan dalam fora kerjasama internasional pada triwulan III 2017. Outlook pertumbuhan yang direvisi ke atas oleh lembaga internasional seperti IMF memberikan window of opportunity bagi negara maju dan berkembang dalam meningkatkan output potensialnya, sekaligus meningkatkan resiliensi dalam menghadapi downside risks terutama dalam jangka menengah. Forum kerjasama internasional terus berkomitmen untuk mendukung momentum perbaikan ekonomi tersebut dan meningkatkan resiliensi ekonomi melalui berbagai inisiatif kerjasama dan diskusi. Perhatian khusus juga diberikan pada isu perkembangan teknologi seperti Financial Technology (FinTech) dan Big Data.

Dalam wadah kerjasama regional, forum ASEAN melanjutkan proses integrasi Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) termasuk di jalur keuangan. Upaya tersebut ditempuh dengan terus melakukan monitoring implementasi Strategic Action Plan (SAP) dan memantau risiko yang dapat menghambat proses integrasi keuangan ASEAN 2025. Pembahasan mengenai hal ini di lakukan pada high level maupun forum teknis ASEAN. Forum ASEAN+3 juga terus mendukung upaya penguatan resiliensi kawasan melalui penguatan Chiang Mai Initiatives Multilateralization (CMIM) dan peningkatan peran ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO).

Dalam kerangka kerja sama yang lebih luas, fora multilateral termasuk Bank for International Settlement (BIS), International Monetary Fund (IMF) dan Forum G20 juga menyoroti perkembangan perekonomian dunia dengan fokus pada upaya untuk melanjutkan komitmen mendorong stabilitas dan pertumbuhan ekonomi global

yang berkelanjutan. Secara khusus, forum G20 menyatakan komitmen untuk tetap mendorong pertumbuhan ekonomi yang kuat, berkelanjutan, berimbang dan inklusif. Selain itu, G20 juga berupaya untuk meningkatkan infrastruktur pasar keuangan global, mengembangkan sektor keuangan, memperkuat kerja sama perpajakan, mengatasi tindak pidana pencucian uang dan pendanaan terorisme. IMF juga mendukung upaya mendorong pertumbuhan dan stabilitas melalui kegiatan *surveillance Article IV Consultation* terhadap negara anggota termasuk Indonesia.

A. KERJA SAMA REGIONAL

Sebagai respon terhadap kondisi global dan perkembangan ekonomi di kawasan, fora kerjasama regional seperti ASEAN dan ASEAN+3 terus memantau perkembangan ekonomi global dan regional, serta melanjutkan kerja sama untuk mendorong pertumbuhan ekonomi serta menjaga stabilitas makroekonomi dan sistem keuangan di kawasan.

A.1. Kerjasama Integrasi Sektor Keuangan

Sebagai upaya mewujudkan visi ASEAN *Economic Community* (AEC) 2025 yaitu mencapai masyarakat ekonomi yang terintegrasi dan kohesif, kompetitif, inovatif, dinamis serta inklusif, maka **forum kerja sama ASEAN dalam jalur keuangan pada tahun 2016 telah menetapkan *Strategic Action Plan* (SAP) for *Financial Integration* 2025. Selanjutnya ASEAN menyusun *Key Performance Indicators* (KPI) sebagai alat evaluasi pencapaian integrasi keuangan** yang telah disetujui pada 3rd ASEAN *Finance Ministers and Central Bank Governors' Meeting* (AFMGM) di

Cebu, Filipina 7 April 2017. Sebagaimana visi dan SAP integrasi keuangan ASEAN 2025, KPI disusun dalam tiga pilar, yaitu integrasi keuangan (*financial integration*), inklusi keuangan (*financial inclusion*), dan stabilitas keuangan (*financial stability*). *Senior Level Committee* (SLC) for *Financial Integration* yang diketuai bersama (*Co-chair*) oleh Bank Indonesia dan Bank Sentral Filipina berperan dalam melakukan identifikasi, arahan dan koordinasi KPI di jalur keuangan.

Sebagai tindak lanjut, forum kerja sama ASEAN di jalur keuangan terus melakukan *monitoring* implementasi SAP dan memantau risiko yang dapat menghambat proses integrasi keuangan ASEAN 2025. Terkait hal tersebut, pada pertemuan SLC 5 Oktober 2017 ASEAN *Secretariat* (ASEC) melaporkan proses *monitoring KPI for ASEAN Financial Integration* 2025. Hasil laporan ASEC menunjukkan bahwa seluruh WC secara umum telah menyelesaikan penyusunan KPI. ASEC juga telah melakukan perhitungan beberapa KPI yang akan menjadi informasi awal untuk melihat kemajuan

dan manfaat yang diperoleh dari proses integrasi keuangan ASEAN 2025.

Pada level teknis, dalam Triwulan III-2017 telah dilakukan pertemuan **ASEAN Working Committees (WCs)**, yaitu **WC-CAL (Capital Account Liberalization)**, **WC-FSL (Financial Service Liberalization)**, dan **WC-ABIF (ASEAN Banking Integration Framework)** untuk membahas kemajuan dan upaya lebih lanjut untuk mendorong integrasi keuangan di kawasan. Pada setiap pertemuan, WC juga menyusun kebutuhan *capacity building* dalam bentuk *learning roadmap* untuk memfasilitasi kebutuhan peningkatan kapasitas di setiap negara anggota dalam mencapai integrasi keuangan ASEAN. Pada pertemuan WC-CAL, negara anggota melanjutkan identifikasi hambatan aliran modal untuk mendorong perdagangan dan investasi, serta berbagi pengalaman dalam *policy dialogue* dan *survey of safeguard measures*. WC-FSL juga melanjutkan upaya integrasi sektor keuangan melalui pembahasan *draft* kerjasama sektor keuangan dalam kerangka AFAS (*ASEAN Framework Agreement on Services*). Sementara itu, WC-ABIF melakukan penyusunan langkah aksi dalam mengimplementasikan SAP integrasi keuangan ASEAN 2025 yang terkait dengan sektor perbankan.

Lebih jauh, AMRO dan ADB pada pertemuan SLC 5 Oktober 2017

mempresentasikan perkembangan makroekonomi dan sektor keuangan regional, serta tantangan dan risiko yang dihadapi sebagai bahan pertimbangan bagi proses integrasi keuangan ASEAN. Secara umum AMRO melaporkan bahwa beberapa negara anggota ASEAN masih menikmati *net-inflows* meskipun masih menghadapi risiko ketidakpastian di pasar keuangan global. Beberapa negara anggota ASEAN diingatkan untuk mewaspadai utang korporasi dan isu *property price bubbles* meskipun *asset price* dinilai masih stabil. AMRO juga melaporkan perkembangan FinTech yang pada satu sisi dapat meningkatkan efisisensi dan keuangan inklusif, namun di sisi lain juga dapat meningkatkan risiko di sektor keuangan. Oleh karena itu otoritas diharapkan dapat merespon dengan melakukan regulasi yang tepat. ADB melaporkan bahwa *cross border lending* di sektor perbankan ASEAN menunjukkan peningkatan. Negara CLMV juga menikmati manfaat dari *cross border lending* untuk pembiayaan investasi yang produktif. Selanjutnya, inisiatif *one-belt-one-road* dari Tiongkok dinilai memberikan peluang bagi perkembangan integrasi keuangan ASEAN ke depan.

Terkait peluang dan tantangan ke depan, SLC memberikan penekanan pada perkembangan teknologi keuangan (FinTech). Pesatnya perkembangan FinTech telah

mengubah *landscape* sektor keuangan, termasuk *business process* bank sentral. Sehubungan dengan itu, diingatkan agar bank sentral maupun otoritas terkait lainnya dapat melakukan pengaturan yang tetap memberikan ruang bagi inovasi (*regulatory sandbox*). Regulasi dari otoritas bertujuan untuk (i) mengatasi dampak negatif dari FinTech; (ii) melindungi nasabah; dan (iii) menghindari *oligopolistic behavior*. Pada pertemuan SLC tersebut, BI menginformasikan beberapa hal yang telah dilakukan dalam merespon perkembangan FinTech, antara lain pembentukan FinTech Office dan *regulatory sandbox* yang dikeluarkan untuk menghindari dampak negatif FinTech dengan tetap mendorong inovasi. Selain itu BI juga menyampaikan perlunya kerjasama regional terkait FinTech dalam empat area, yaitu (i) *capacity building*, (ii) forum diskusi antar regulator, (iii) *joint research*, dan (iv) *joint project*.

Sebagai upaya untuk mengurangi perbedaan (gap) kesiapan SDM negara anggota menuju integrasi sektor keuangan, ASEAN melanjutkan program *capacity building* dalam wadah ASEAN Steering Committee on Capacity Building (SCCB). Pertemuan tersebut membahas empat agenda utama, yaitu: (i) evaluasi program *capacity building* yang dilakukan bagi negara CLMV (Cambodia, Laos, Myanmar, dan Vietnam); (ii) laporan *progress* dan rencana *capacity building*

dari setiap *Working Committee* (WC); (iii) usulan *customized capacity building program* untuk 2018-2019; serta (iv) pengkinian informasi terkait dukungan pendanaan untuk program *capacity building*, baik dari ADB maupun dari pihak lain.

Program *capacity building* bagi negara anggota ASEAN dilakukan baik dengan lembaga internasional (IMF, World Bank), regional (ADB, SEACEN), maupun *bilateral program* yang diselenggarakan oleh otoritas negara anggota. Pada tahun 2017 (s.d. September), telah diselenggarakan 19 *bilateral program*, termasuk tiga *flagship program* oleh Bank Indonesia. Terkait hal tersebut, BI menyampaikan kembali komitmen untuk memberikan bantuan pendanaan (*scholarship*) bagi peserta *flagship program* BI dari negara CLMV. Selanjutnya, semua WC juga menyampaikan usulan *learning road map* sebagai rencana *capacity building* yang diperlukan untuk mendukung integrasi keuangan ASEAN 2025.

A.2. Penguatan Resiliensi Kawasan dengan *Regional Financial Arrangement* (RFA)

Pada September 2017, forum kerjasama ASEAN+3 telah melaksanakan pertemuan tingkat teknis untuk membahas perkembangan ekonomi global dan regional serta melanjutkan

upaya penguatan resiliensi kawasan dalam menghadapi risiko ketidakpastian global. Hal ini dilakukan melalui penguatan *Chiang Mai Initiatives Multilateralization* (CMIM) dan peningkatan peran ASEAN+3 *Macroeconomic Research Office* (AMRO).

Penguatan *Chiang Mai Initiatives Multilateralisation* (CMIM) pada Triwulan III – 2017 masih berfokus pada peningkatan fasilitas CMIM yang tidak terhubung dengan IMF (*CMIM-IMF Delinked Portion*). Terkait fasilitas tersebut, sebagian besar anggota ASEAN+3 sepakat untuk meningkatkan CMIM-IMF *Delinked Portion* (CMIM IMF DLP) dari 30% menjadi 40% dalam rangka memperkuat CMIM sebagai *regional self-help mechanism*. **Bank Indonesia termasuk anggota yang sepakat untuk meningkatkan CMIM-IMF *Delinked Portion*, namun mengusulkan agar peningkatan ini didukung oleh perbaikan *guideline* operasional CMIM-IMF *Delinked Portion*.**

Forum kerja sama ASEAN+3 juga terus melanjutkan upaya peningkatan peran AMRO dalam melakukan asesmen dan surveilans ekonomi global dan regional. Sebagai hasilnya, pada pertemuan Menteri Keuangan dan Gubernur Bank Sentral ASEAN+3, AMRO mempublikasikan dua *flagship report* AMRO, yaitu *ASEAN+3 Regional Economic Outlook* dan *AMRO's*

"Guidance Note for AMRO Country Surveillance Consultation". Dua laporan tersebut bertujuan untuk menjadi *guideline* bagi *country surveillance consultation* serta finalisasi AMRO's *Strategic Direction and Medium-Term Implementation Plan* (SD & MTIP).

B. KERJA SAMA MULTILATERAL

B.1. Pembahasan Implikasi Perkembangan Ekonomi Global

Forum kerjasama multilateral optimis bahwa momentum pemulihan global terus berlanjut. Pada forum IMF dan G20, diskusi perkembangan ekonomi global mengerucut pada optimisme bahwa momentum perbaikan *outlook* perekonomian masih terus berlangsung. Aktivitas ekonomi meningkat di sejumlah negara maju maupun berkembang. Penguatan tersebut didukung oleh mulai membaiknya kondisi di *commodity-exporting economies* dan membaiknya belanja modal di negara maju. Lebih lanjut, indikator kepercayaan konsumen dan aktivitas industri menunjukkan perbaikan momentum. Demikian halnya dengan tren perdagangan global yang juga menunjukkan penguatan dan pertumbuhan harga komoditas non-migas yang lebih tinggi dari asumsi semula. Meskipun demikian, inflasi di negara maju masih berada di bawah target dan pertumbuhan ekonomi belum merata di antara negara maju.

Forum kerjasama multilateral memandang bahwa momentum pemulihan ekonomi global perlu dimanfaatkan secara optimal dalam upaya pencapaian pertumbuhan yang kuat, seimbang, berkelanjutan dan inklusif. Forum G20 dan IMF berpandangan perlunya menggunakan kombinasi kebijakan moneter, fiskal dan struktural (*three-pronged approach*) yang tersedia guna menjaga momentum penguatan pertumbuhan ekonomi global. Di samping itu, diperlukan juga upaya bersama untuk memperkuat resiliensi di bidang ekonomi dan sistem keuangan.

World Economic Outlook IMF terkini menunjukkan peningkatan aktivitas perekonomian yang terlihat di beberapa negara maju dan negara berkembang. Peningkatan aktivitas ekonomi yang terjadi di Jepang dan Uni Eropa mendorong revisi ke atas perkiraan pertumbuhan ekonomi global (3,5% pada tahun 2017 dan 3,6% tahun 2018). Sementara itu, perekonomian Amerika Serikat (AS) diperkirakan tumbuh lebih lambat dibandingkan perkiraan sebelumnya yang tercermin dari berkurangnya ekspansi fiskal. Perkiraan pertumbuhan Tiongkok juga direvisi ke atas yang mengindikasikan pertumbuhan yang lebih kuat dan ekspektasi berlanjutnya dukungan fiskal. Sementara itu, negara berkembang secara umum relatif lebih

cepat mengalami pemulihan pasca krisis, walaupun di beberapa negara *output gap* semakin negatif (melebar) karena *shock* harga komoditas dan kondisi perekonomian domestik. Pertumbuhan *output* di sebagian negara-negara G20 diperkirakan akan berada di atas atau sama dengan *ouput* potensialnya pada tahun 2018.

Risiko yang membayangi momentum penguatan perekonomian global juga menjadi perhatian forum kerjasama multilateral. Dalam jangka pendek, faktor risiko yang menjadi perhatian adalah ketidakpastian kebijakan di negara maju yang mencakup ketidakpastian kebijakan AS, *trade restriction*, volatilitas *capital flows* dan negosiasi Brexit. Namun demikian, risiko-risiko tersebut dapat diimbangi dengan sentimen positif dari perilaku konsumen dan pertumbuhan ekonomi yang meningkat. Sementara, faktor risiko jangka panjang yang perlu menjadi perhatian diantaranya risiko di sektor keuangan, seperti instabilitas sistem finansial di Tiongkok, keketatan di pasar finansial global, *capital flows reversal*, kemunduran integrasi ekonomi, rendahnya inflasi di negara maju dan meningkatnya tensi geopolitik yang berkelanjutan.

Kombinasi kebijakan moneter, fiskal, dan reformasi struktural penting untuk menjaga momentum perbaikan pertumbuhan ekonomi.

Implementasi bauran kebijakan moneter, fiskal, maupun reformasi struktural diperlukan guna menjaga stabilitas makroekonomi dan sistem keuangan. Selain itu, koordinasi kebijakan antara otoritas moneter, fiskal, dan sektor keuangan yang semakin kuat juga berperan penting dalam menjaga stabilitas dan meningkatkan resiliensi ekonomi.

Pertemuan Gubernur dua bulanan di BIS pada September 2017 juga membahas dampak globalisasi termasuk terhadap perekonomian negara berkembang. Banyak pengamat menilai bahwa globalisasi mendorong pertumbuhan pendapatan dan menurunkan tingkat kemiskinan, terutama di negara berkembang (EMEs). Globalisasi juga dinilai menciptakan *trade linkages* yang semakin erat sehingga memperbaiki kondisi sosial, seperti berkurangnya *gap* upah kerja sesuai *gender* serta menurunkan konflik politik. Namun pada sisi lain, beberapa negara memandang bahwa perkembangan teknologi yang pesat dan perekonomian yang lebih terkonsentrasi pada sektor tertentu menyebabkan pasar tenaga kerja semakin tersegmentasi dan memperbesar kesenjangan pendapatan (*income inequality*). Terkait hal tersebut, pada forum BIS, negara berkembang sepakat bahwa dibutuhkan kerangka kerjasama global dan koordinasi yang erat antar bank sentral untuk mengatasi

dampak negatif dari globalisasi.

Pertemuan BIS tersebut juga membahas efek distribusional kebijakan moneter bank sentral, termasuk apakah efek distribusional menjadi pertimbangan dalam menentukan kebijakan moneter ke depan dan bagaimana efek distribusional tersebut dapat mempengaruhi kebijakan makroprudensial. Paska krisis global, kesenjangan (*inequality*) telah menjadi sorotan dengan meningkatnya *Gini Coefficient*, baik di negara maju maupun EMEs. Pada rezim suku bunga yang rendah dan kebijakan moneter yang non-konvensional, efektivitas kebijakan moneter menjadi sering dipertanyakan termasuk dampaknya terhadap kesenjangan pendapatan dan kekayaan. Normalisasi dikhawatirkan berdampak pada efek distribusional kebijakan moneter, walaupun secara kuantitatif memiliki dampak yang relatif kecil. Namun demikian, bank sentral perlu waspada terhadap efek distribusional tersebut karena kesenjangan dapat memengaruhi efektivitas kebijakan. Oleh karena itu, efek distribusional juga perlu menjadi pertimbangan dalam memutuskan normalisasi kebijakan moneter dan kebijakan terkait stabilitas sistem keuangan. Pada pertemuan BIS tersebut, BI menyampaikan pentingnya kebijakan makroprudensial sebagai *complimentary* dari kebijakan moneter untuk dapat meminimalisasi efek

distribusional yang tidak diinginkan berupa peningkatan kesenjangan.

B.2. Kerja sama Mendorong Pertumbuhan dan Pemulihan Ekonomi

Para Pemimpin Negara G20 sepakat untuk terus mendorong peningkatan kerja sama di tengah pemulihan ekonomi global.

Pertumbuhan yang kuat, seimbang, berkelanjutan, dan inklusif tetap menjadi prioritas utama para pemimpin negara G20 dalam pertemuan yang telah dilangsungkan di Hamburg, Jerman. Dalam mencapai prioritas tersebut, diperlukan upaya baik secara individual maupun kolektif melalui berbagai forum kerja sama internasional untuk terus mendorong pemulihan ekonomi global.

Implementasi komitmen reformasi struktural terus dilanjutkan.

Negara-negara G20 diharapkan melanjutkan implementasi reformasi struktural yang telah dikomitmenkan guna mencapai target pertumbuhan "2-in-5" negara G20 dalam rangka meningkatkan mendorong pertumbuhan ekonomi global. Target "2-in-5" tersebut diperkirakan akan terealisasi paling cepat pada 2020, atau lebih lama dari rencana awal pada 2018 sebagai dampak dari tertundanya implementasi komitmen reformasi struktural di beberapa negara anggota G20. Namun demikian, negara maju berkomitmen untuk terus

mendorong peningkatan produktivitas dan *employment*. Sementara itu, negara berkembang berkomitmen untuk terus mendorong peningkatan produktivitas, khususnya melalui *product market regulation*, liberalisasi perdagangan, dan reformasi struktural pajak.

Pelaksanaan Key Commitments (KCs) growth strategy Negara G20 terus dimonitor.

Dalam konteks pelaksanaan komitmen negara-negara G20 untuk mencapai tambahan pertumbuhan ekonomi 2% dalam 5 tahun sejak 2014 hingga 2018 (*2-in-5*), negara G20 telah menyusun dan menyampaikan perkembangan dokumen *Growth Strategy (GS)* setiap tahunnya. Berdasarkan asesmen *International Organizations (IOs)* sampai dengan KTT G20 Hamburg 2017, tingkat implementasi komitmen-komitmen yang terdiri dari Komitmen Brisbane, Komitmen Antalya, dan Komitmen Hangzhou telah mencapai 55%. Kondisi ini diperkirakan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi global sebesar 1,2% pada 2018. Dengan asumsi seluruh komitmen GS yang masih dalam proses implementasi (*in-progress*) dapat terlaksana seluruhnya pada tahun 2018, maka tambahan pertumbuhan ekonomi akan mencapai 1,4% di tahun 2018.

Penguatan Investasi Infrastruktur masih menjadi perhatian G20.

Pemimpin negara-negara G20 terus mendukung upaya untuk mendorong

partisipasi sektor swasta dalam pembiayaan pembangunan, serta upaya penguatan *Multilateral Development Bank* (MDBs) melalui optimalisasi *balance sheet* dan peningkatan investasi infrastruktur dan *connectivity*. G20 memandang partisipasi sektor swasta dalam pembiayaan pembangunan dibutuhkan karena keterbatasan kapasitas pembiayaan MDBs. Dalam jangka waktu tiga tahun ke depan, peningkatan pembiayaan oleh sektor swasta ditargetkan sebesar 25%-30%. Untuk itu, MDBs akan bekerja sama dengan negara mitra untuk mengidentifikasi dan mempersiapkan proyek-proyek yang berkualitas, memperbaiki iklim investasi, menciptakan lingkungan usaha yang mendukung, dan mempersiapkan instrumen mitigasi risiko.

G20 tetap berkomitmen membantu negara-negara Afrika untuk mendukung pertumbuhan yang berkelanjutan dan menciptakan lapangan kerja. Dalam laporan "*The G-20 Compact with Africa* (CwA)" yang disusun bersama oleh *African Development Bank*, disampaikan bahwa 7 negara Afrika (*compact countries*), yaitu Pantai Gading, Maroko, Rwanda, Senegal, Etiopia, Ghana dan Tunisia telah bergabung ke dalam program CwA ini. *Compact countries* telah mempresentasikan kepada G20 mengenai rencana prioritas pengembangan tiga kerangka, yaitu

makro ekonomi, bisnis, dan pembiayaan negara masing-masing guna mendorong investasi swasta di Afrika. *Compact countries* juga telah membentuk tim untuk menyusun materi promosi di website CwA (www.compactwithafrica.org), serta menyampaikan laporan "*policy matrices*" yang berisi kumpulan komitmen dan *roadmap* bersama *compact countries*.

Indonesia menekankan masih diperlukan dorongan kebijakan fiskal yang bersifat *growth-friendly* dalam rangka menjaga pemulihan perekonomian global. Untuk itu, kebijakan yang bernuansa proteksionisme perlu dihindari. Sementara kebijakan yang bersifat mendorong distribusi pertumbuhan ekonomi yang lebih merata (inklusif) perlu terus didorong. Selain kebijakan fiskal, upaya menjaga pemulihan ekonomi global juga perlu didukung oleh kebijakan moneter yang diarahkan untuk menjaga stabilitas makroekonomi dan sistem keuangan serta reformasi struktural. Lebih lanjut, diperlukan *collective action* dalam menjaga stabilitas keuangan global, sistem perpajakan yang berkeadilan, serta mendukung *Low Income Countries* (LICs) agar dapat mencapai tujuan pembangunannya. Indonesia melihat tetap perlu dilakukan upaya kerja sama secara multilateral untuk meningkatkan resiliensi sistem keuangan global. Terkait hal ini, G20 harus melanjutkan upaya

penguatan *Global Financial Safety Net* (GFSN) yang sejalan dengan kebutuhan negara anggota.

B.3. Kerja Sama Meningkatkan Resiliensi

G20 memandang pentingnya meningkatkan resiliensi ekonomi di tengah masih tingginya ketidakpastian global. Peningkatan resiliensi ekonomi tersebut dilakukan dalam kerangka reformasi sistem keuangan global, diantaranya melalui penguatan *Global Financial Safety Net* (GFSN) dengan menempatkan IMF sebagai pusatnya. Selain itu, G20 mendukung upaya IMF untuk meningkatkan efektivitas instrumennya, termasuk mempertimbangkan instrumen likuiditas baru dan instrumen non-keuangan dalam bentuk *policy cooperation instrument* (PCI), serta mendukung upaya penyelesaian *15th General Review of Quotas* IMF paling lambat pada Pertemuan Tahunan IMF-WB 2019.

Mitigasi risiko pasar keuangan akibat *capital flows* masih menjadi perhatian G20. Mitigasi risiko yang bersumber dari *capital flows* perlu terus dilakukan G20 bersama IMF melalui peningkatan kapasitas *Early Warning System* (EWS) dalam kerangka *Macprudential Policy Measurements* (MPM) dan *Capital Flows Management Measurements* (CFMs). Terkait hal ini,

Indonesia memandang bahwa hasil *monitoring Early Warning Exercise* (EWE) merupakan salah satu input dalam pengambilan kebijakan, sebagai pelengkap sumber informasi lainnya yang diperlukan dalam pengambilan keputusan. Beberapa faktor lain yang juga perlu menjadi perhatian adalah pemahaman atau identifikasi faktor risiko yang relevan, ketersediaan data, mekanisme koordinasi antar otoritas, penggunaan metodologi yang lebih baik, dan juga *capacity building* sumber daya manusia. Di samping itu, Indonesia juga menekankan bahwa *Capital Flows Measures* (CFMs) juga merupakan bagian dari *policy mix* untuk memitigasi risiko akibat aliran modal global yang mempertimbangkan kondisi makroekonomi secara lebih luas.

Pemimpin negara G20 menegaskan dukungan bagi finalisasi dan implementasi *financial sector reform agenda* yang telah disepakati. Dukungan terhadap reformasi ini juga termasuk implementasi aturan-aturan lembaga keuangan dalam *Basel III Principles* dan *Total Loss Absorbing Capacity* (TLAC) *Standard*. Selain itu, G20 juga berupaya meningkatkan infrastruktur pasar keuangan global, di antaranya dengan membentuk *Central Counterparty* (CCP) sebagai lembaga yang bertugas melakukan proses kliring dan penjaminan transaksi di pasar keuangan. Lebih jauh, upaya bersama

lainnya juga terus dilakukan oleh negara G20, diantaranya (i) meningkatkan kerja sama global untuk memperbaiki sistem perpajakan internasional, (ii) mengatasi penurunan *correspondent banking relationships* karena isu pencucian uang dan pendanaan terorisme serta memperbaiki mekanisme remitansi, (iii) memperkuat *Financial Action Task Force* (FATF), termasuk reformasi organisasi untuk menjadi badan hukum, serta (iv) menerima rekomendasi *Inter Agency Group on Economic and Financial Statistics* (IAG) untuk pelaksanaan *sharing* dan akses data. Terkait dengan FATF, forum G20 menyambut baik proses keanggotaan Indonesia di FATF untuk memperluas keterwakilan dan meningkatkan kerja sama global di bidang tersebut.

Isu lain terkait peningkatan kehati-hatian yang dibahas dalam forum multilateral adalah isu penggunaan “Big Data” oleh bank sentral yaitu dalam pertemuan Gubernur dua bulanan BIS September 2017. Pemanfaatan “Big Data” oleh bank sentral merupakan implikasi dari perkembangan teknologi yang semakin pesat dan berpotensi memengaruhi *landscape* sistem keuangan. Diskusi berfokus pada penggunaan *Big Data* untuk menjawab fenomena yang terjadi terkait stabilitas sistem keuangan dan aktivitas ekonomi. *Big Data* juga dapat membantu ketersediaan data

komplementer yang cepat dan akurat bagi bank sentral. Sejumlah *lessons learned* yang dapat diambil terkait *Big Data* adalah pentingnya kehati-hatian dalam mengolah dan menginterpretasikan data dalam *Big Data* agar tidak terjadi bias. Selain itu, perlu juga diperhatikan tingkat kredibilitas dan kerahasiaan data, keleluasaan akses, serta penggunaan *Big Data* sebagai indikator komplementer untuk *Early Warning Systems* (EWS). Terkait hal tersebut, Bank Indonesia saat ini sudah memiliki *Big Data* dan menggunakannya untuk mendapatkan *complementary data* dalam perumusan kebijakan, misalnya dalam mendapatkan proksi indikator ketenagakerjaan, proksi indikator pasar properti, prioritas risiko sistemik, serta pemetaan perilaku dan proyeksi aliran dana asing di pasar surat berharga negara (SBN).

B.4. IMF-WB Annual Meeting 2017

Optimisme pertumbuhan ekonomi global yang lebih baik mewarnai pembahasan dalam rangkaian IMF-WB Annual Meeting (AM) 2017 yang berlangsung pada 9-15 Oktober 2017. Gubernur Bank Sentral dan Menteri Keuangan dunia menyadari perlunya untuk tetap menjaga momentum perbaikan perekonomian global dengan tidak berpuas diri atas perbaikan yang telah tercapai sejauh ini. Hal ini mengingat masih adanya potensi risiko ke depan yang patut diwaspadai, seperti tekanan inflasi di negara maju yang

masih rendah, prospek pertumbuhan ekonomi di sejumlah negara yang masih lemah, dan suhu geopolitik yang meningkat. Tren perbaikan ekonomi global merupakan peluang (*window of opportunity*) untuk mengatasi berbagai tantangan kebijakan dan mengurangi potensi risiko yang dapat menurunkan pertumbuhan ekonomi (*downside risks*) serta memperkuat pelaksanaan reformasi struktural yang telah dijalankan selama ini guna meningkatkan *output* potensial.

Sejalan dengan hal tersebut, perekonomian ASEAN juga diproyeksikan membaik. Hal tersebut mengemuka dalam pertemuan *ASEAN Roundtable with Managing Director*. Meskipun secara umum IMF memberikan gambaran bahwa perekonomian ASEAN diproyeksikan akan membaik, namun tren positif tersebut tidak merata di seluruh negara ASEAN. Kesenambungan perbaikan tersebut dalam jangka waktu menengah juga masih diliputi ketidakpastian, seiring dengan meningkatnya kerentanan. Untuk itu, saat ini merupakan waktu yang tepat bagi ASEAN untuk menjalankan agenda reformasinya.

Topik *Fintech* juga mengemuka dalam *Joint Governors' Meeting of the WBG-IMF South East Asia Constituency* bersamaan dengan pembahasan inklusi keuangan. Saat ini diyakini bahwa kemajuan teknologi telah memberikan kemudahan akses ke

sektor keuangan. Meskipun demikian, masih diperlukan pendekatan yang inovatif agar akses keuangan dan penggunaan layanan keuangan menjadi lebih luas sehingga dapat mendorong pertumbuhan dan mengatasi ketimpangan. Terkait hal tersebut, regulator menghadapi tantangan untuk menyeimbangkan upaya mengidentifikasi dan memitigasi risiko, serta di saat yang sama terus mendorong inovasi di sektor keuangan.

B.5. Article IV Consultation IMF untuk Indonesia

Perekonomian Indonesia dinilai tetap baik oleh IMF. IMF telah menyelesaikan misi *Article IV Consultation for Indonesia 2017*, yang berlangsung pada awal November 2017. IMF menilai bahwa perekonomian Indonesia tetap baik, didukung oleh kebijakan makroekonomi yang *prudent*, peningkatan pertumbuhan ekonomi global dan harga komoditas, serta upaya berkelanjutan dalam meningkatkan daya saing nasional. IMF memproyeksikan pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 5,1% pada 2017, dan 5,3% pada 2018, terutama didorong oleh peningkatan ekspor dan investasi, serta permintaan domestik yang meningkat moderat seiring dengan peningkatan pertumbuhan kredit. Inflasi diproyeksi tetap berada pada level rendah, yaitu 3,7% pada 2017 dan 3,6% pada 2018, yang didukung oleh stabilnya harga

volatile foods dan *administered prices*. Sementara itu, persentase defisit *current account* terhadap *Gross Domestic Product* (GDP) diperkirakan sebesar 1,7% pada 2017, dan 1,9% pada 2018.

Indonesia perlu mengantisipasi *downside risks*, khususnya dari sektor eksternal. IMF mencermati beberapa risiko eksternal yang dapat mengganggu kinerja pertumbuhan ekonomi Indonesia, diantaranya volatilitas *capital flows*, pertumbuhan Tiongkok yang masih melambat, dan faktor geopolitik. Sementara itu, risiko dari sektor internal, diantaranya *shortfalls* penerimaan pajak dan potensi kenaikan suku bunga domestik akibat pengetatnya keuangan global.

Bauran kebijakan diharapkan dapat menyeimbangkan antara mendukung pertumbuhan dan menjaga stabilitas. Kebijakan fiskal telah dirancang dengan tepat dalam membangun fiskal *buffer*, dengan menargetkan penurunan defisit fiskal pada 2018. Kebijakan ini juga didukung oleh reformasi struktural yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan inklusif. Kebijakan moneter diharapkan dapat fokus dalam menjaga stabilitas sekaligus mendukung pertumbuhan. IMF juga berpendapat bahwa transmisi kebijakan moneter semakin membaik.

B.6. Perkembangan Perumusan 15th General Review of Quota

IMF telah menyatakan komitmennya untuk menyelesaikan 15th *General Review of Quota* (GRQ). selamat-lambatnya pada pertemuan tahunan IMF-WB 2019. Formula baru kuota mempertimbangkan posisi relatif suatu negara terhadap perekonomian global, sehingga diharapkan dapat lebih meningkatkan keterwakilan negara berkembang (*Emerging and Developing Economies*) dan menjaga keterwakilan negara termiskin. Pada G20 *International Financial Architecture Working Group* (IFA-WG), Indonesia telah mengemukakan pandangannya bahwa terdapat manfaat atas ide untuk menjadikan *Gross Domestic Product* (GDP) sebagai variabel tunggal dalam formula kuota, karena telah sesuai dengan *guiding principal* yang disepakati antara lain "*simple and transparent*". Namun mengingat masih terdapat perbedaan pendapat antar negara mengenai hal tersebut, Indonesia terbuka untuk penggunaan variabel lain dalam formula kuota, yaitu variabel *openness* dengan *cap* (batasan) tertentu.

Halaman ini sengaja dikosongkan

KEBIJAKAN MONETER: APAKAH BERDAMPAK PADA INEQUALITY?

Oleh: Sari Hadiyati Binhadji, Shinta Fitrianti

Isu mengenai keterkaitan antara kebijakan moneter dengan kesenjangan pendapatan dan kekayaan (income inequality dan wealth inequality) kian mengemuka dalam beberapa tahun terakhir. Sebelumnya, permasalahan inequality dipandang terpisah dari kebijakan moneter. Upaya untuk mengatasi inequality diyakini merupakan kewenangan pemerintah ataupun area kebijakan fiskal. Namun demikian, inequality di tingkat global yang masih relatif tinggi, serta melebarnya inequality di banyak negara -seiring implementasi kebijakan moneter nonkonvensional sejumlah bank sentral pasca Global Financial Crisis 2008 (GFC)- mendorong meningkatnya intensitas diskusi mengenai efek redistribusi dari kebijakan moneter. Sejumlah bank sentral utama dunia seperti the Fed, ECB, BoE dan lembaga internasional seperti IMF, BIS, dan OECD mengarahkan perhatian pada isu tersebut.

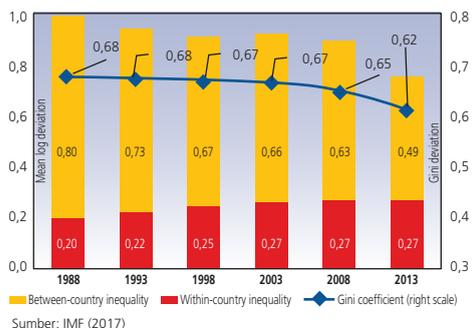
Perkembangan *Inequality* Global

Income inequality global -diindikasikan oleh koefisien Gini-, masih relatif tinggi namun dengan kecenderungan menurun. Berdasarkan estimasi Lakner & Milanovic (2017), angka Gini global pada 2013 mencapai 0,62, turun dari 0,68 pada 1988. Penurunan tersebut dikontribusi oleh menyempitnya kesenjangan antar-negara (*between-country inequality*), seiring konvergensi pendapatan antara *emerging markets* (EMs) dan negara

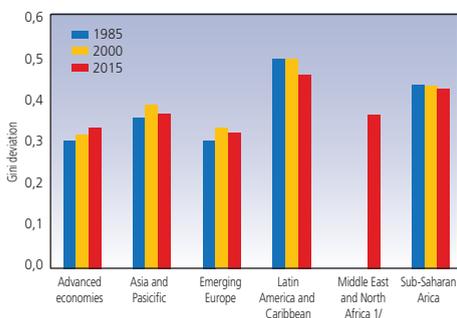
maju -dipicu pesatnya ekonomi Tiongkok dan India (Grafik 4.1). Sementara itu, *within-country inequality* mengalami peningkatan, terutama di negara maju (Grafik 4.1 dan 4.2).

Kesenjangan kekayaan (*wealth inequality*) -yang diukur dengan rasio *net wealth* rumah tangga¹²⁷ "kaya" terhadap

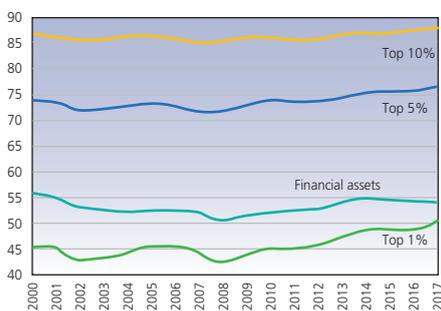
¹²⁷ *Net wealth* rumah tangga didefinisikan sebagai aset (aset keuangan, aset usaha, dan properti) minus kewajiban (KPR, kredit kendaraan, utang kartu kredit, dll).



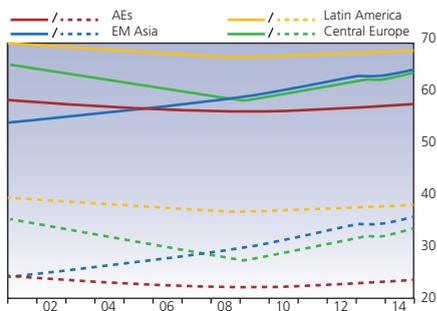
Grafik 4.1. Dekomposisi Koefisien Gini Dunia



Grafik 4.2. Income Inequality (Kawasan)



Grafik 4.3. Share kekayaan dari top wealthholders global



Sumber: BIS, (2017)

Grafik 4.4. Share kekayaan top 10% dan top 1% berdasarkan kawasan¹²⁷

rumah tangga “miskin”- di banyak negara menunjukkan tren melebar (Domanski et al., 2017). Credit Suisse melaporkan bahwa *share* kekayaan kalangan top 1% dunia terus meningkat dari 45,4% di tahun 2000, menjadi 50,1% di tahun 2017 (Grafik 4.3). Akselerasi terutama terjadi pasca GFC 2008 (Grafik 4.4), dipicu kenaikan harga saham dan perumahan.

Channel Transmisi dan Efek Redistribusi Kebijakan Moneter

Kebijakan moneter memiliki tujuan utama menjaga stabilitas harga. Transmisi kebijakan moneter terjadi melalui berbagai *channel*, baik langsung maupun tidak langsung, yaitu melalui jalur suku bunga, kredit, nilai tukar, harga aset, dan ekspektasi inflasi. Aspek kesetaraan (*equality*) tidak menjadi fokus kebijakan. Akan tetapi, beberapa penelitian empiris mengindikasikan moneter juga dapat memengaruhi

¹²⁷ Garis tegas merepresentasikan share kekayaan top 10% dan garis putus-putus merepresentasikan top 1%.

inequality.¹²⁸ Sejumlah *central bankers* dunia meyakini bahwa kebijakan moneter memiliki dampak terhadap *inequality* dalam jangka pendek dan berpotensi dalam jangka menengah, namun dalam jangka panjang dampaknya relatif tidak signifikan (Abu Bakar & Sui-Jade, 2017 dan Nakajima, 2015). Sementara itu, terdapat pandangan bahwa secara *magnitude*, dampak redistribusi dari kebijakan moneter relatif rendah (Amaral, 2017). Untuk mendapat gambaran lebih jelas, tulisan ini mencoba merangkum *channel* transmisi dan potensi dampak dari kebijakan moneter konvensional¹²⁹ terhadap kesenjangan pendapatan dan kesenjangan kekayaan.

Kebijakan moneter dapat memengaruhi *inequality* melalui sejumlah *channel*. Mengacu pada berbagai literatur, *channel* utama transmisi kebijakan moneter terhadap *inequality* terdiri dari: *Inflation Tax*, *Savings Redistribution*, *Portfolio Effects*, *Interest Rate Exposure*, *Labor Earnings Heterogeneity*, *Income Composition*, dan *Financial Market Segmentation*. Dampak dari masing-masing *channel* juga dapat berbeda-beda tergantung pada interaksi yang kompleks antara sejumlah faktor (Ohlsson, 2017), khususnya faktor distribusi karakteristik populasi dalam hal pendapatan serta aset dan kewajiban (Amaral, 2017).

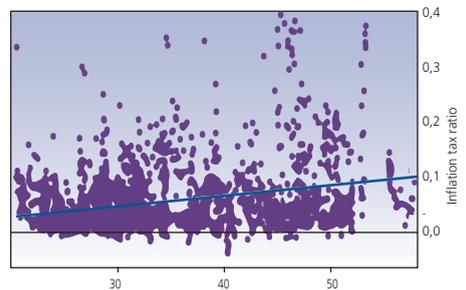
128 Sebagaimana dikompilasi pada BIS (2017).

129 Kebijakan moneter konvensional adalah langkah kebijakan yang ditempuh bank sentral di saat normal (ekonomi tidak sedang menghadapi krisis) untuk menjaga stabilitas harga, antara lain melalui penetapan suku bunga kebijakan serta pengelolaan jumlah uang beredar.

Dengan transmisi yang kompleks tersebut, efek akhir dari kebijakan moneter terhadap *inequality* cenderung ambigu (Mumtaz & Theophilopoulou, 2017).

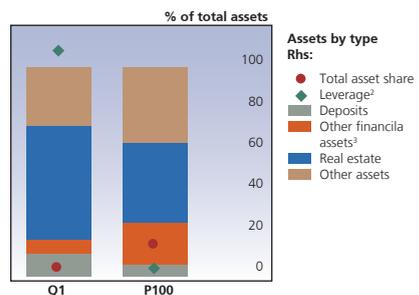
1. Inflation Tax

Inflasi memiliki dampak redistribusi karena berperan sebagai *inflation tax* (Amaral, 2017). Inflasi menyebabkan kerugian finansial akibat menurunnya



Sumber: BIS, 2017 Gini, disposable income, %

Grafik 4.5. Inflasi dan Kesenjangan Pendapatan¹³⁰



Sumber: BIS, 2017

Grafik 4.6. Distribusi Kesejahteraan¹³¹

130 Sebagaimana dikutip oleh Nakajima (2015) dan Amaral (2017).

131 Berdasarkan data unbalanced panel dari 21 negara maju dan 22 emerging economies (EMEs) pada 1960 dan 2016

nilai riil dari uang tunai dan *bonds* (jika inflasi bersifat *unexpected*) serta pendapatan tetap (*fixed income*) yang diperoleh rumah tangga. Kesenjangan cenderung meningkat sejalan dengan peningkatan inflasi (Grafik 4.5) (BIS, 2017). Studi empiris Erosa dan Ventura (2002)¹³² mengenai efek redistribusi dari inflasi juga menunjukkan bahwa inflasi berperan sebagai pajak konsumsi yang regresif serta membebani rumah tangga berpendapatan rendah secara disproportional. Hal tersebut karena pada umumnya aset rumah tangga tersebut didominasi oleh uang tunai. *Channel* ini menekankan pentingnya peran kebijakan moneter yang dapat menjaga stabilitas harga untuk mencegah timbulnya efek distribusional yang negatif dari inflasi (Ohlsson, 2017).

2. *Portfolio Effect*

Dampak redistribusi kebijakan moneter terhadap *inequality*, khususnya *wealth inequality*, juga ditentukan oleh heterogenitas *portfolio holding* (posisi serta jenis aset dan kewajiban yang dimiliki) rumah tangga. Secara umum kenaikan inflasi akibat kebijakan moneter ekspansif akan mengurangi nilai riil dari aset dan kewajiban. Rumah tangga pada golongan pendapatan dan kekayaan rendah cenderung memegang sebagian besar asetnya dalam bentuk

uang tunai dan aset keuangan berjangka pendek, sehingga lebih rentan terhadap risiko inflasi. Sementara rumah tangga berpendapatan tinggi cenderung memiliki kemampuan untuk menyesuaikan portofolionya guna menghindari risiko inflasi. Dengan demikian, ekspansi moneter yang bertujuan mendorong inflasi dapat berimplikasi terjadinya transfer dari kalangan berpendapatan rendah ke kalangan yang berpendapatan tinggi.

Suku bunga rendah juga akan merugikan rumah tangga dengan aset yang bersifat *interest-bearing* karena imbal hasil menjadi lebih rendah. Sementara di sisi kewajiban, kebijakan moneter ekspansif akan lebih menguntungkan rumah tangga dengan utang yang besar. Dalam konteks ini, hal yang perlu diperhatikan juga adalah apakah suku bunga aset dan kewajiban bersifat tetap (*fixed*) atau mengambang (*variable*). Jika kredit kepemilikan rumah (KPR) bersuku bunga tetap, maka penurunan suku bunga relatif tidak menguntungkan, dibandingkan jika KPR tersebut menggunakan suku bunga mengambang (Ohlsson, 2017).

3. *Savings Redistribution*

Kenaikan *unexpected inflation* menurunkan nilai riil dari aset dan kewajiban, sehingga kalangan debitur (*borrowers*) memperoleh keuntungan karena nilai riil utang menurun.

¹³² Sebagaimana dikutip oleh Nakajima (2015) dan Amaral (2017).

Tabel 4.1. Posisi net utang nominal rumah tangga AS pada 1989 menurut usia kepala keluarga dan pendapatan (% net worth)

Age of head of household	≤35	36-45	46-55	56-65	66-75	≥75
By household income						
All Income levels	-42,6	-10,1	2,3	15,2	19,4	30,6
Poor (bottom 20%)	-36,6	-33,8	-5,5	7,5	17,5	26,4
Middle class (middle 70%)	-114,0	-31,6	-4,8	14,0	25,2	38,1
Rich (top 10%)	-14,0	3,8	6,6	16,3	16,7	27,5

Sumber: Nakajima, 2015

Tabel 4.2. Persentase gain atau loss dari skenario surprise inflation 5 pps selama 10 tahun

Age of head of household	≤35	36-45	46-55	56-65	66-75	≥75
Quicker reaction						
Poor (bottom 20%)	0.2	4.0	0.6	-0.5	-1.3	-1.0
Middle class (middle 70%)	18.9	5.8	1.4	-1.4	-2.7	-2.6
Rich (top 10%)	2.1	-0.9	-1.6	-2.4	-2.9	-4.7
Slower reaction						
Poor (bottom 20%)	14.4	13.3	2.2	-2.9	-6.9	-10.4
Middle class (middle 70%)	44.9	12.4	1.9	-5.5	-9.9	-15.0
Rich (top 10%)	5.5	-1.5	-2.6	-6.4	-6.6	-10.8

Sumber: Nakajima, 2015

Sebaliknya, kalangan kreditur (*lenders*) mengalami kerugian. Namun demikian, efek total kenaikan *unexpected inflation* terhadap *inequality* turut tergantung pada distribusi dan maturitas baik aset maupun kewajiban rumah tangga (Amaral (2017) dan Coibion et al. (2012)).

Doepke and Schneider (2006)¹³³ memetakan *asset holdings* masyarakat menurut kategori usia dan kekayaan (Tabel 4.1), serta mempelajari dampak dari *surprise inflation*. Skenario yang digunakan adalah *surprise inflation* sebesar 5 pps selama 10 tahun ke depan

dan dua kasus hipotetis. Pada kasus pertama (kasus *quicker reaction*), rumah tangga diasumsikan dapat merespons *surprise inflation* pada saat aset keuangan dan utang jatuh tempo. Sedangkan kasus kedua (kasus *slower reaction*), rumah tangga tidak dapat bereaksi terhadap *surprise inflation* selama 10 tahun. Kasus kedua tersebut relatif tidak realistis, namun dapat memberikan gambaran efek teoretis dari *surprise inflation*. Dari kedua kasus tersebut, disimpulkan bahwa kelompok yang akan mengalami kenaikan *net wealth* paling tinggi dari *surprise inflation* adalah rumah tangga muda kelas menengah (*young-middle class*) (Tabel 4.2). Kelompok tersebut

133 Sebagaimana dikutip oleh Amaral (2017), Nakajima (2015), dan Coibion et al. (2012).

cenderung memiliki utang yang tinggi, terutama KPR jangka panjang dengan suku bunga tetap. Sebaliknya, rumah tangga yang lebih tua dan kaya akan mengalami kerugian paling tinggi karena pada umumnya menjadi penabung (*net savers*).

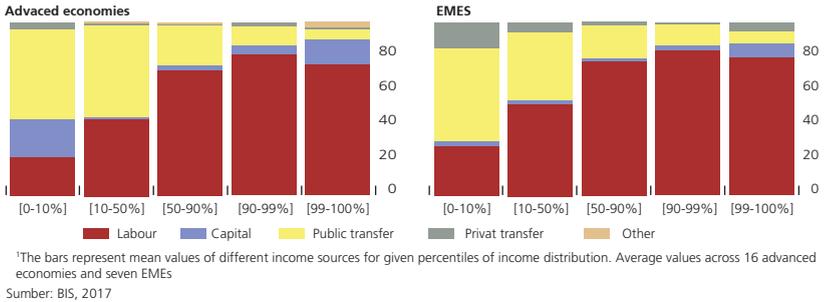
4. *Income Composition*

Income composition channel menyatakan bahwa perbedaan sumber pendapatan antara rumah tangga berpendapatan tinggi, menengah dan rendah akan memengaruhi dampak kebijakan moneter terhadap *inequality*. *Channel* ini mempertimbangkan seluruh sumber pendapatan rumah tangga termasuk upah, *capital* atau *financial income* (pendapatan dari modal atau investasi keuangan), *business income*, dan tunjangan pemerintah atau bantuan sosial (*public transfer*, misalnya dari *unemployment benefits* dan *food stamps*). Pada umumnya rumah tangga yang berada di level pendapatan paling rendah bergantung pada tunjangan pemerintah, sedangkan sumber utama pendapatan rumah tangga level menengah adalah upah (Grafik 4.7). Sementara itu, *capital* dan *business income* mendominasi sumber pendapatan kalangan atas (Amaral (2017) dan Ohlsson (2017)). Kebijakan moneter memengaruhi upah dan *capital income* secara berbeda, sehingga efek kebijakan moneter antar rumah tangga kemungkinan berbeda (Ohlsson, 2017).

Dalam konteks *income inequality*, penurunan suku bunga kebijakan dapat mendorong aktivitas ekonomi, meningkatkan upah, dan mengurangi pengangguran. Hal ini memperbesar kesenjangan dengan masyarakat berpendapatan paling rendah karena nilai tunjangan pemerintah cenderung stagnan. Di sisi lain, suku bunga yang lebih rendah akan menurunkan pendapatan bunga yang merupakan sumber pendapatan penting penduduk berpendapatan tinggi sehingga kesenjangan dengan masyarakat berpendapatan menengah menyempit. Dengan demikian, terdapat dua dampak yang berlawanan sehingga *net effect*-nya akan bergantung pada komposisi dan distribusi pendapatan masyarakat. Sementara itu, sensitivitas *capital income* terhadap perubahan suku bunga berbeda-beda tergantung pada sumber *capital income*, yaitu apakah berasal dari *capital gain*, *yield* atau bunga (Ohlsson, 2017). Dengan demikian, pada *channel* ini tidak terdapat batasan yang jelas terkait implikasi kebijakan moneter terhadap *income inequality*.

Di sisi kekayaan, jika kebijakan moneter ekspansif mendorong pertumbuhan pendapatan dari *profit* lebih cepat dibandingkan pertumbuhan upah, maka *wealth* akan cenderung terkonsentrasi di kalangan pengusaha, sehingga *wealth inequality* melebar (Coibion et al., 2012). Terlebih lagi,

Grafik 4.7. Share sumber pendapatan rumah tangga di negara maju dan EMEs (dalam persen)



dampak kenaikan harga aset dari kebijakan moneter ekspansif akan lebih menguntungkan kelompok kaya yang memiliki lebih banyak aset.

5. Labor Earnings Heterogeneity

Agak berbeda dengan *income composition channel* yang mempertimbangkan *capital income*, *earnings heterogeneity channel* difokuskan pada *labor earnings* dan heterogenitas, atau berbedanya posisi rumah tangga dalam distribusi *labor earnings* yang memengaruhi efek redistribusional dari kebijakan moneter (Amaral (2017) dan Ohlsson (2017)).

Bagi kalangan atas, *labor earning* lebih dipengaruhi perubahan upah per jam (*hourly wages*), sedangkan pada kalangan terbawah, *labor earnings* lebih dipengaruhi oleh perubahan jumlah jam kerja dan tingkat pengangguran (Heathcote, et al., 2009).¹³⁴ Apabila

kebijakan moneter ekspansif berimbas kepada penurunan tingkat pengangguran secara lebih signifikan dibandingkan kepada kenaikan *hourly wages*, maka *inequality* akan menyempit. Sejalan dengan temuan tersebut, Carpenter & Rodgers (2004)¹³⁵ menemukan bahwa kenaikan *federal fund rate* (kebijakan moneter kontraktif) meningkatkan pengangguran di kalangan *less-skilled workers* dan *racial minorities*, yang merupakan mayoritas dalam distribusi pendapatan terbawah, sehingga *inequality* meningkat. Sementara studi empiris oleh (Coibion et al., 2012) menyimpulkan bahwa *shock* kebijakan moneter kontraktif berdampak pada kenaikan *earnings* kelompok berpendapatan tinggi, dan kenaikan *earnings* yang moderat pada kelompok bawah.

Lebih jauh, di saat resesi, pekerja *low-skilled* serta rumah tangga

134 Sebagaimana dikutip dalam Amaral (2017)

135 Ibid.

berpendapatan rendah cenderung lebih rentan mengalami penurunan upah secara disproportional dan pemutusan hubungan kerja dibandingkan rumah tangga berpendapatan tinggi, sehingga *inequality* melebar (Heathcote et al., 2009).¹³⁶ Dengan demikian, pada *earning heterogeneity channel*, kebijakan moneter ekspansif menurunkan *income inequality*. Sebaliknya, kebijakan moneter kontraktif berdampak negatif terhadap *inequality*. Penelitian empiris menunjukkan bahwa *channel* ini signifikan bagi kebijakan moneter untuk memengaruhi *inequality* (Coibion et al., 2012).

6. Interest Rate Exposure

Channel ini berkaitan dengan dampak redistribusi akibat perubahan suku bunga riil. Penurunan suku bunga riil akibat kebijakan moneter ekspansif akan menaikkan harga aset keuangan, Namun demikian, untuk memahami seberapa besar benefit ataupun kerugian yang diterima rumah tangga dari kebijakan tersebut, perlu dicermati pula aset dan kewajiban rumah tangga, terutama dalam hal durasi atau maturitasnya. Pihak yang diuntungkan dari penurunan suku bunga riil adalah *net savers* dengan kekayaan yang terkonsentrasi pada aset berdurasi pendek (misalnya deposito) serta *net borrowers* yang memiliki kewajiban dengan tenor relatif panjang. Sebaliknya,

pihak yang dirugikan adalah *net savers* yang kekayaannya terkonsentrasi pada aset berdurasi panjang (misalnya *treasury bonds*) dan *net borrowers* yang kewajibannya relatif berjangka pendek. Secara keseluruhan, dampak redistribusi dari kebijakan moneter melalui *channel* ini tergantung pada distribusi aset dan kewajiban rumah tangga.

7. Financial Segmentation

Individu ataupun institusi yang lebih aktif bertransaksi di pasar keuangan merupakan kalangan yang lebih cepat terpengaruh oleh perubahan kebijakan moneter. Kenaikan *money supply* (kebijakan moneter ekspansif) akan menguntungkan kelompok tersebut, dan mendorong *inequality* karena kalangan ini umumnya memiliki *income* yang relatif tinggi (Lambrecht, 2015).

Williamson (2008)¹³⁷ menganalisa *channel* ini berdasarkan segmentasi di pasar keuangan, yaitu pelaku yang *connected* dan *unconnected*.¹³⁸ Kebijakan moneter ekspansif tidak dapat menjangkau semua pelaku ekonomi secara merata (*equal*). Dalam hal ini, pelaku *connected* menjadi pihak yang pertama kali merasakan perubahan *money supply* akibat kebijakan moneter,

¹³⁷ Sebagaimana dikutip Lambrecht (2015).

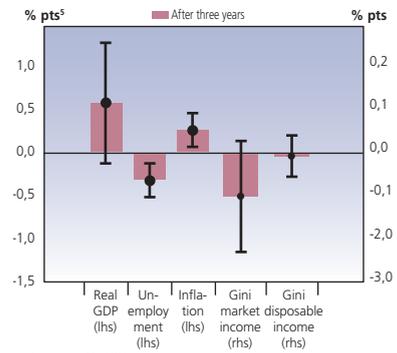
¹³⁸ Pelaku *connected* adalah pihak yang sering melakukan perdagangan aset di pasar keuangan termasuk bank, lembaga keuangan lain serta nasabah dan perusahaan yang sering betransaksi dengan lembaga keuangan. Sebaliknya, pelaku *unconnected* adalah pihak yang tidak aktif di pasar keuangan.

sementara pelaku *unconnected* terpengaruh secara tidak langsung melalui pasar barang. Dengan demikian, *new money* yang diinjeksi bank sentral ke dalam perekonomian akan mencapai pelaku *unconnected* dengan kecepatan yang ditentukan oleh frekuensi perdagangan antara pelaku *connected* dengan pelaku *unconnected* di pasar barang. Dalam model ini, penambahan *money supply* (kebijakan ekspansif) akan redistribusi kekayaan dari pelaku *unconnected* ke pelaku *connected* sehingga *inequality* melebar.

*income inequality*¹⁴⁰ menurun sebesar 0,1 pps setelah tiga tahun, namun dampak terhadap *disposable income inequality* tidak signifikan. Sementara itu, dampak terhadap *wealth inequality* lebih kompleks dan ambigu. Di satu sisi, penurunan suku bunga menurunkan *inequality* karena menguntungkan *borrowers* dibandingkan *savers*, serta mendorong *demand* terhadap KPR dan selanjutnya

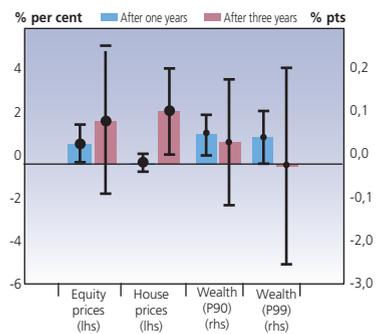
Studi Empiris Dampak Pelonggaran Kebijakan Moneter Konvensional terhadap Income Inequality dan Wealth Inequality

Studi empiris BIS menyimpulkan bahwa dampak ekspansi moneter konvensional menurunkan *income inequality* dan mendorong *wealth inequality*, namun secara statistik tidak signifikan. Dengan menggunakan *unbalanced panel* yang terdiri dari 14 negara maju dan 19 *emerging economies* serta skenario penurunan 100 bps suku bunga jangka pendek, disimpulkan bahwa *output* naik sekitar 0,8%, laju inflasi naik 0,3 pps¹³⁹, dan tingkat pengangguran turun 0,4 pps (Grafik 4.8). Seiring tingkat pengangguran yang menurun, *market*



Sumber: BIS, 2017

Grafik 4.8. Efek ekspansi kebijakan moneter terhadap *income inequality*



Sumber: BIS, 2017

Grafik 4.9. Efek ekspansi kebijakan moneter terhadap *wealth inequality*

139 Percentage points

140 Pendapatan sebelum pajak dan sebelum transfer (*pre-tax, pre-transfers*).

mengakibatkan kenaikan harga rumah (Grafik 4.9). Di sisi lain, penurunan suku bunga menaikkan harga aset keuangan, sehingga menguntungkan rumah tangga yang lebih kaya. Kenaikan harga properti juga menyulitkan rumah tangga muda untuk memiliki rumah.

Penutup

Berbagai studi dan analisis menunjukkan bahwa kebijakan moneter berpotensi memengaruhi kesenjangan pendapatan dan kesenjangan kesejahteraan masyarakat melalui berbagai *channel*. Korelasi pada masing-masing *channel* berbeda dan relatif kompleks. Dalam hal ini, kebijakan moneter ekspansif yang ditujukan untuk meningkatkan inflasi dan ekspektasi inflasi menyebabkan *inequality* melebar melalui *channel inflation tax* dan *financial segmentation*. Di sisi lain, kebijakan tersebut cenderung menurunkan *inequality* melalui *channel savings redistribution* dan *labor earnings heterogeneity*. Sementara itu, transmisi pada *channel income composition*, *portfolio effects*, dan *interest rate exposure* tergantung pada struktur dan maturitas dari aset dan kewajiban rumah tangga, ataupun distribusi jenis-jenis aset dan kewajiban dalam populasi rumah tangga. Dengan transmisi yang kompleks tersebut, efek akhir dari kebijakan moneter konvensional terhadap *inequality* cenderung tidak signifikan.

Kebijakan moneter nonkonvensional yang ditempuh sejumlah bank sentral utama

dunia untuk mengatasi krisis keuangan global 2008 kemungkinan memiliki dampak redistribusi yang berbeda dengan kebijakan moneter konvensional. Ke depan, penting untuk mengkaji lebih dalam terkait dampak dimaksud terutama dari sisi *wealth inequality* yang menunjukkan peningkatan pasca GFC 2008. Akan lebih bermanfaat pula jika analisis dilakukan dengan mempertimbangkan *country specific characteristics*.

Daftar Pustaka

- Amaral, P. (2017). Monetary Policy and Inequality. Diperoleh dari Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Bakar, Z.A., & Sui-Jade, H. (2017). Central Banking and Inequality: The Current State of the Conversation. BNM Quarterly Bulletin, pp. 45-49.
- BIS. (2017). Recent developments in the global economy: Note for the meeting of Governors. Bank for International Settlements.
- Carpenter, S., & W. Rodgers III. (2004). The Disparate Labor Market Impacts of Monetary Policy. Journal of Policy Analysis and Management. 23(4): 813–30.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L., & Silva, J. (2012). Guest Contribution: Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S. (P. Loungani, Pewawancara)
- Credit Suisse. (2017). Global Wealth Report

2017. Credit Suisse.
- Doepke, M., & Schneider, M. (2006). Inflation and the Redistribution of Wealth. *Journal of Political Economy*, 114(6): 1069–97.
- Domanski, D., Scatigna, M., & Zabai, A. (2017). The distributional effects of monetary policy. Bank for International Settlements.
- Erosa, A., & Ventura, G. (2002). On Inflation as a Regressive Consumption Tax. *Journal of Monetary Economics*, 49:4 (2002), pp. 761–795.
- Heathcote, J., Perri, F., & Violante, G. (2009). Unequal We Stand: An Empirical Analysis of Economic Inequality in the United States, 1967–2006. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report no. 436.
- IMF. (2017). Fiscal Monitor: Tackling Inequality. IMF.
- Lakner, C., & Milanovic, B. (2017). Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession. IMF Fiscal Monitor.
- Lambrecht, N. (2015). Monetary Policy and Inequality. Gent, Belgium: Universiteit Gent.
- Makoto Nakajima. (2015). Diperoleh dari Federal Reserve Bank of Philadelphia: https://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publication/s/business-review/2015/q2/brQ215_the_redistributive_consequences_of_monetary_policy.pdf
- Mersch, Y. (2014). Monetary policy and economic inequality. Corporate Credit Conference. Zurich: European Central Bank.
- Ohlsson, H. (2017). The distributional effects of monetary policy. Diperoleh dari Bank for International Settlements: <http://www.bis.org/review/r170418f.pdf>
- Williamson, S. D. (2008). Monetary policy and distribution. Journal of Monetary Economics, 55, 1038-1053.*

KEBIJAKAN MONETER, AGING POPULATION, DAN INTERMEDIASI PERBANKAN JEPANG¹⁴¹

Oleh: Shanty Nathalia Margaretha

Ekonomi yang tumbuh lemah dan suku bunga rendah, bersamaan dengan penuaan struktur demografis menimbulkan tantangan yang kronis bagi sistem keuangan Jepang. Meski kondisi keuangan Jepang kondusif, permintaan domestik yang lamban menyebabkan investasi dan pertumbuhan kredit domestik tertahan. Di tengah suku bunga rendah dan yield curve yang cenderung datar, kondisi tersebut memberikan tantangan bagi sistem keuangan dalam jangka panjang karena menyebabkan menurunnya profitabilitas dan net interest margin lembaga keuangan.

Rendahnya imbal hasil kemudian menciptakan risiko baru melalui aksi yield seeking behavior lembaga keuangan. Pencarian imbal hasil dilakukan dengan melakukan ekspansi bisnis ke luar negeri, meningkatkan penyaluran kredit properti, dan investasi sekuritas asing. Stress test yang dilakukan oleh IMF menunjukkan terdapat kerentanan di sektor perbankan Jepang pada jangka panjang khususnya bank regional yang melakukan ekspansi bisnis ke luar negeri dan properti.

Risiko juga diperparah dengan persoalan demografis yang berpotensi menyebabkan perubahan struktural sistem keuangan Jepang secara bertahap. Perilaku penduduk yang cenderung berada pada saving mode serta peningkatan permintaan layanan kesehatan dan jaminan sosial dapat mengubah fungsi intermediasi perbankan di Jepang pada jangka panjang. Rendahnya permintaan terhadap kredit akan mendorong evolusi perbankan domestik ke arah layanan transaksional dan fee-based.

141 Disarikan dari IMF Article IV Consultation 2017 dan Japan-Financial System Stability 2017 IMF, Juli 2017.

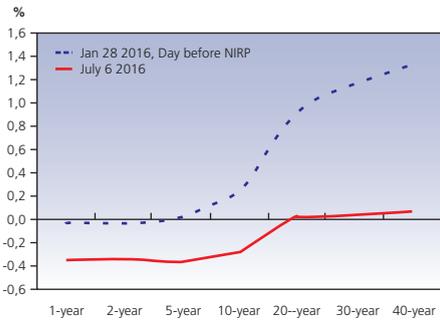
Dalam pergulatan melawan deflasi, berbagai upaya telah ditempuh oleh otoritas moneter Jepang (Bank of Japan/BOJ). Upaya terakhir diluncurkan melalui paket kebijakan makroekonomi “*Abenomics*” pada penghujung 2012, dengan kebijakan moneter yang agresif (*unconventional monetary policy*) sebagai salah satu strategi yang termasuk di dalamnya. Agresifnya kebijakan moneter tersebut termanifestasi dalam pelipatgandaan *monetary base* dan program pembelian aset secara besar-besaran guna mencapai target inflasi yang ditetapkan sebesar 2%. Usaha tersebut sempat membuahkan hasil namun efeknya perlahan memudar pada 2014, saat kebijakan kenaikan pajak konsumsi yang diberlakukan justru semakin menahan proses pemulihan ekonomi dan pencapaian inflasi. Bersamaan dengan hal tersebut, harga minyak dunia mengalami penurunan yang tajam sehingga semakin menahan tercapainya target inflasi Jepang.

Kebijakan moneter non-konvensional yang ditempuh BOJ dalam empat tahun terakhir belum mampu berkontribusi signifikan terhadap pencapaian inflasi. BOJ kemudian menambah dosis kebijakan moneternya. Pada Januari 2016, BOJ memperkenalkan sebuah terobosan baru dalam kebijakannya melalui pengenaan suku bunga negatif (*Negative Interest Rate Policy/INIRP*). Suku bunga negatif dilakukan dengan sistem pengenaan suku bunga tiga lapis (*three-tier system*) pada

masing-masing rekening perbankan di BOJ.¹⁴¹ Kebijakan ini bertujuan untuk menghindari perputaran likuiditas tidak berujung pada sistem keuangan (*liquidity trap*) sehingga mendorong likuiditas mengalir ke sektor riil dan tercapainya inflasi. Kendati demikian, prospek inflasi tidak kunjung membaik. Aksi pembelian aset oleh BOJ terhadap instrumen utama JGB dan berbagai ketidakpastian di tingkat global -memicu perilaku *safe haven* investor- justru semakin menekan *yield curve* JGB dan memengaruhi imbal hasil lembaga keuangan di Jepang.

Dalam rangka mengatasi kompresi imbal hasil pada lembaga keuangan, menstimulasi ekonomi dan mencapai target inflasi, BOJ kembali melakukan manuver dengan memperkenalkan kerangka kebijakan moneter baru pada September 2016 melalui pengendalian kurva *yield (yield curve control/ YCC)*. Kebijakan YCC bersama dengan *quantitative easing* yang telah dilakukan sejak April 2013 bekerja dengan cukup baik, dimana *yield* JGB tenor 10 tahun yang sempat negatif akibat NIRP kembali stabil. Nilai tukar juga turut terpengaruh hingga terdepresiasi dan menjadi salah satu faktor pendorong perbaikan ekonomi Jepang pada akhir 2016 melalui perbaikan ekspor.

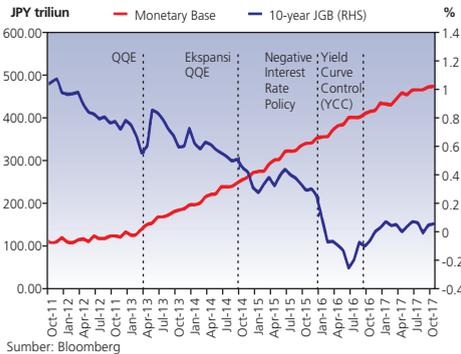
¹⁴¹ Pada kategori *Basic Balance* (GWM), suku bunga yang dikenakan adalah sebesar 0,1% dan berlaku untuk dana yang ditempatkan pada periode 1–31 Desember 2015. Pada kategori *Macro Add-On Balance* (GWM + *Loan Support Program*), suku bunga yang dikenakan adalah sebesar 0%. Pada kategori *Policy-Rate Balance* (di luar penjumlahan *Basic Balance* dan *Macro Add-On Balance*), dana yang disimpan akan dikenakan suku bunga sebesar -0,1%.



Sumber: Haver Analytics, IMF

Grafik 4.10. Yield Curve Jepang Pasca NIRP

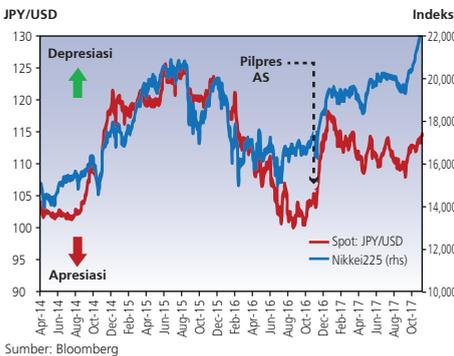
Namun, implementasi kebijakan YCC dan suku bunga negatif bukan tanpa risiko. Pada kondisi struktur penduduk Jepang yang mengalami penuaan (*aging population*), implementasi kebijakan tersebut menimbulkan tantangan kondisi makrofinansial. Terlepas dari kondisi finansial yang akomodatif, permintaan domestik cenderung masih lesu sehingga menahan investasi dan pertumbuhan kredit domestik. Struktur penduduk yang didominasi oleh lansia menyebabkan konsumen cenderung berada pada *saving mode* karena terbatasnya pendapatan tetap sehingga pada gilirannya berdampak negatif pada kredit perbankan.



Sumber: Bloomberg

Grafik 4.11. Yield JGB Tenor 10 Tahun dan Monetary Base BOJ

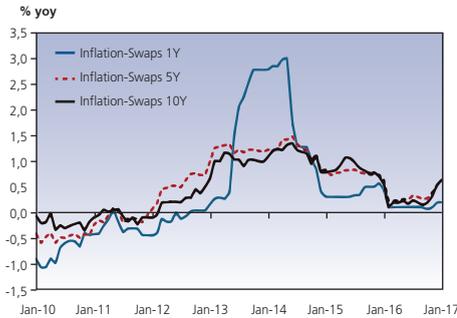
Dalam jangka panjang, persoalan demografi tersebut berpotensi menjadi tantangan bagi stabilitas sistem keuangan Jepang. Implementasi kebijakan moneter akomodatif dengan suku bunga negatif (NIRP) di tengah rendahnya permintaan kredit menggerus imbal hasil lembaga keuangan, khususnya perbankan. Apabila kondisi seperti ini terus berlanjut, maka dalam jangka panjang fungsi intermediasi perbankan akan terpengaruh dan mengalami perubahan struktural.



Sumber: Bloomberg

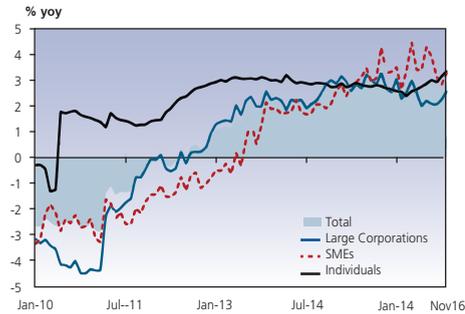
Grafik 4.12. Nilai Tukar Yen dan Harga Saham

Di sisi lain, penurunan suku bunga deposit cenderung *rigid* sehingga membebani perbankan di tengah tingginya penempatan DPK (dana pihak ketiga). Kondisi tersebut semakin menekan perolehan profit perbankan, khususnya penerimaan yang berasal dari suku bunga (*net interest income*). Penurunan profit dialami baik oleh bank besar (*city banks*) maupun oleh bank regional dan



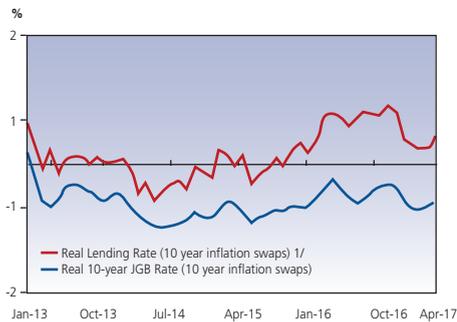
Sumber: Bloomberg dan IMF

Grafik 4.13. Ekspektasi Inflasi



Sumber: CEIC dan IMF

Grafik 4.14 Kredit Perbankan



1/ Based on average long-term bank-loan rate
 Sumber: CEIC, Haver Analytics, dan IMF

Grafik 4.15. Suku Bunga Riil

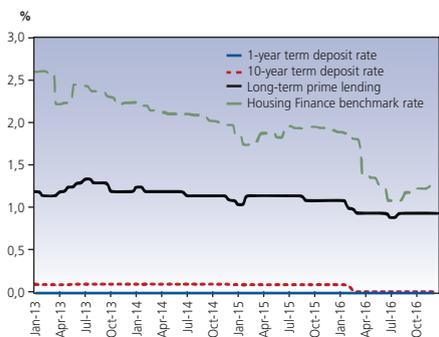
bank Shinkin.¹⁴² Bank regional dan bank Shinkin mengalami tantangan yang lebih berat di tengah rendahnya suku bunga dan permintaan kredit karena kedua kategori bank tersebut memperoleh pendanaan paling besar dari penghimpunan DPK. Bahkan, penerimaan di luar suku bunga (*non-interest revenue*) tidak cukup untuk mengompensasi penurunan penerimaan dari suku bunga sehingga secara keseluruhan *core revenue* tidak mampu menutupi biaya operasi.¹⁴³

Di tengah tantangan yang demikian, perbankan Jepang melakukan pencarian *yield* (*yield seeking behavior*) guna mengatasi rendahnya imbal hasil, pelemahan profit, dan *supply* JGB yang terbatas di pasar.¹⁴⁴ *Yield seeking behavior* ditempuh dengan mengubah alokasi penempatan aset-asetnya. Perbankan Jepang melakukan penyesuaian *balance sheet* dengan menempatkan aset di luar negeri pada instrumen yang memberikan imbal hasil lebih besar, atau mengalihkan kredit ke sektor properti yang lebih

142 Bank Shinkin adalah lembaga keuangan koperasi regional yang melayani usaha kecil dan menengah serta penduduk lokal. Shinkin Bank memiliki bank sentral sendiri yaitu The Shinkin Central Bank dan diawasi oleh Financial Services Agency.

143 Menurut asesmen IMF dalam "Japan—Financial System Stability Assessment 2017", NIM (*Net Interest Margin*) akan menghilang dalam 5-10 tahun mendatang jika suku bunga rendah tetap bertahan.

144 JGB merupakan instrumen utama yang digunakan oleh perbankan dan lembaga keuangan lain di Jepang dalam mengalokasikan asetnya. Per Juli 2017, BOJ diperkirakan memiliki 40% *outstanding* JGB di pasar. Jumlah tersebut dapat terus meningkat, sejalan pelaksanaan program pembelian aset—dengan instrumen utama JGB—oleh BOJ dalam rangka *quantitative easing* (*pace* pembelian JPY80 triliun per tahun).

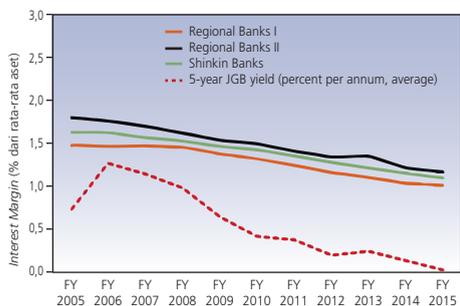


Sumber: BOJ dan IMF

Grafik 4.16. Suku Bunga Kredit dan Deposito

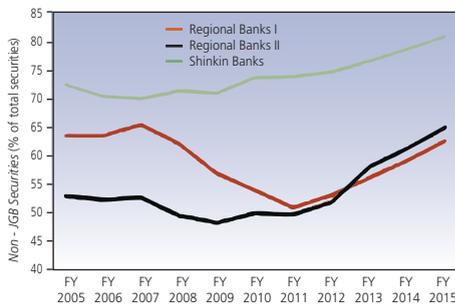
menjanjikan. Akibatnya, terjadi peningkatan eksposur nilai tukar dan kenaikan harga properti. Bank Shinkin merupakan kelompok bank yang mengalami peningkatan kredit sektor properti paling signifikan.

Ketahanan perbankan terhadap *shock* dapat menurun dan berimbas pada stabilitas sistem keuangan Jepang jika situasi demikian terus berlanjut. Hasil *stress test* yang dilakukan oleh IMF menunjukkan bahwa terdapat kerentanan (*vulnerability*) dalam sistem keuangan Jepang meski dalam jangka



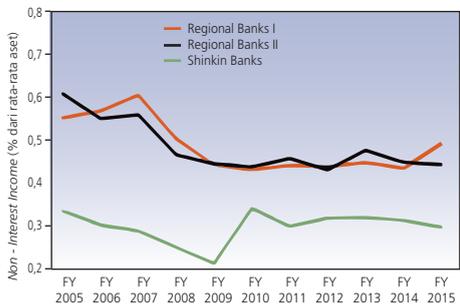
Sumber: Japanese Bank Association, Shinkin Central Bank Research Institute, Haver Analytics dan IMF

Grafik 4.17. Net Interest Income



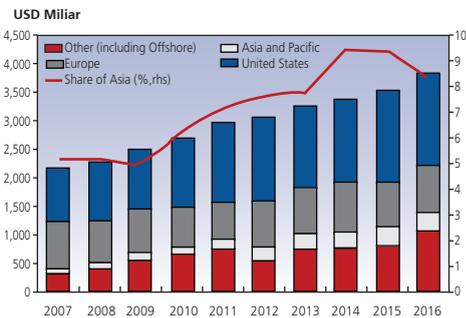
Sumber: Japanese Bank Association, Shinkin Central Bank Research Institute, Haver Analytics dan IMF

Grafik 4.19. Penempatan Aset Perbankan Non-JGB



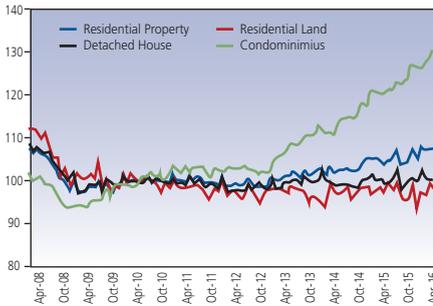
Sumber: Japanese Bank Association, Shinkin Central Bank Research Institute, Haver Analytics dan IMF

Grafik 4.18. Non-net Interest Revenue



Sumber: BOJ, BIS, dan IMF

Grafik 4.20. Foreign Claim Perbankan Jepang



Sumber: Haver Analytics, OECD, dan IMF

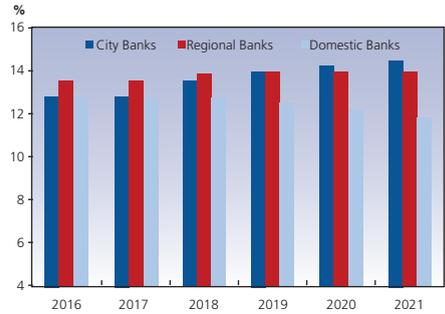
Grafik 4.21. Harga Properti Nasional

pendek perbankan cukup resilien. *Stress test* dengan menggunakan *baseline scenario* menunjukkan tidak terdapat risiko solvensi dan aset dapat kembali ke posisi semula dalam jangka waktu yang relatif pendek. Namun, hasil *severe adverse scenario* mengindikasikan bahwa solvensi perbankan pada jangka yang relatif panjang akan terganggu apabila terjadi *shock*.^{145,146} *Common Equity Tier 1* (CET1) menurun drastis pada 2018 dan akan kembali ke posisi semula pada 2021.¹⁴⁷

145 *Stress test* dilakukan dengan metode *top down* terhadap 20 bank besar di Jepang yang mewakili 90% total aset perbankan.

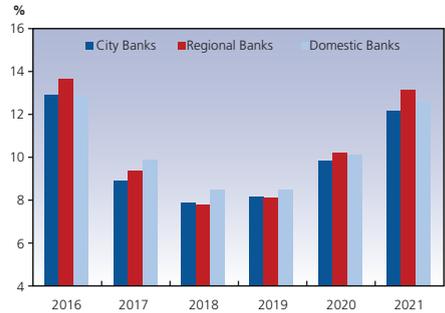
146 Asumsi *baseline scenario*: (i) suku bunga jangka pendek tetap berada di kisaran 0% dan suku bunga jangka panjang hanya akan meningkat secara marjinal pada jangka menengah, merepresentasikan kebijakan YCC BOJ (sesuai dengan *October 2016 WEO*). Asumsi *severe adverse scenario*: (i) kenaikan FFR yang lebih tinggi (karena *reassessment* fundamental kebijakan, *dekompresi term premia*, atau normalisasi kebijakan *the Fed* yang lebih cepat), dan (ii) *severe stress* di pasar obligasi domestik. Skenario yang demikian memperhitungkan kenaikan FFR sebesar 200bps selama 2017-2018 sehingga akan memicu *loss in confidence* dan berdampak pada lonjakan *yield* JGB.

147 CET1 merupakan ukuran solvabilitas bank yang mengukur rasio aset bank terhadap risiko tertimbang. CET diperkenalkan oleh Basel Committee pada



Sumber: IMF

Grafik 4.22. Hasil *Stress Test* dengan *Baseline Scenario (Top-Down)*



Sumber: IMF

Grafik 4.23. Hasil *Stress Test* dengan *Severe Adverse Scenario (Top-Down)*

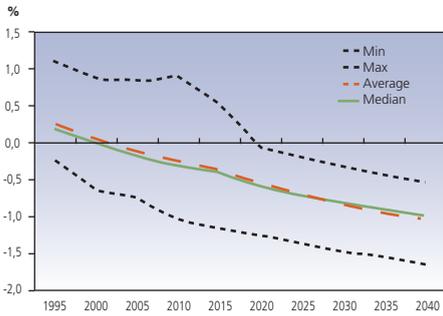
Persoalan demografi Jepang juga memengaruhi sistem keuangan Jepang. Simulasi yang dilakukan oleh IMF memperkirakan bahwa *aging population* akan mencapai puncaknya dalam dua dekade ke depan. Kondisi tersebut berpotensi memengaruhi dinamika kredit dan deposito perbankan, khususnya bank regional.

2014 sebagai bagian dari penguatan kerangka makroprudensial. Menurut peraturan modal dan likuiditas Basel III, semua bank harus memiliki rasio minimum CET1 terhadap risiko tertimbang (*risk-weighted asset/RWA*) sebesar 4,50% pada 2019.

Penurunan pertumbuhan jumlah populasi diperkirakan akan menyebabkan pelemahan rasio kredit terhadap DPK sebesar 1,0 – 1,5 ppt per tahun atau sebesar 20 ppt dalam 20 tahun ke depan (2035).

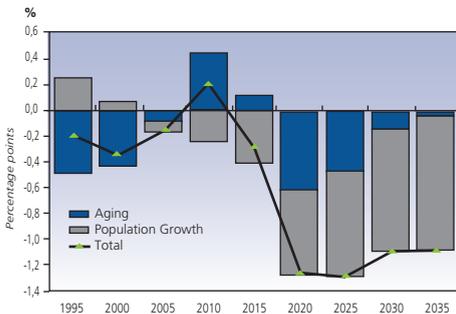
Aging population akan mengubah preferensi penduduk Jepang terhadap produk yang ditawarkan oleh lembaga keuangan, khususnya bank. Fungsi intermediasi perbankan dalam jangka panjang turut

terpengaruh. Guna mengatasi tantangan dan tetap dapat beroperasi, perbankan, khususnya bank regional harus mencari *business model* baru, seperti *holding securities and generating fee income*, termasuk *wealth management products*. *Business model* tersebut diperkirakan juga akan mendorong ekspansi bank regional ke luar negeri dan mengubah struktur lembaga keuangan di Jepang.



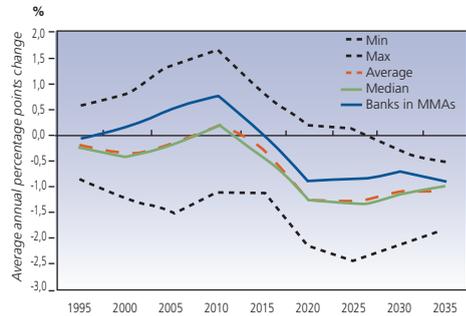
Sumber: National Institute of Population and Social Security Research dan IMF

Grafik 4.24. Pertumbuhan Populasi Tahunan



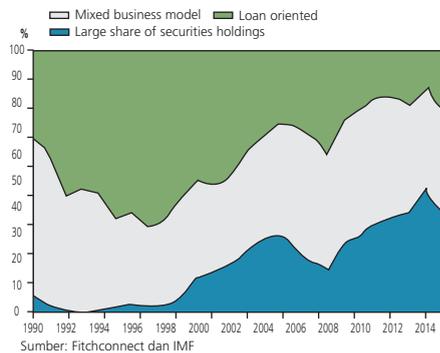
Sumber: IMF

Grafik 4.25. Estimasi Dampak Perubahan Struktur Penduduk Jepang terhadap Total Rasio *Loan-to-Deposit*



Sumber: IMF

Grafik 4.26. Estimasi Dampak Perubahan Struktur Penduduk Jepang terhadap Sebaran Rasio *Loan-to-Deposit*



Sumber: Fitchconnect dan IMF

Grafik 4.27. Pangsa Bank Regional Berdasarkan Model Bisnis (1990-2015)

Referensi

International Monetary Fund, Japan—
Financial System Stability Assessment,
July 12, 2017. Washington D.C.

International Monetary Fund, Japan Article IV
Consultation 2017, IMF Country Report
No. 17/242. Washington D.C.

Halaman ini sengaja dikosongkan

LAMPIRAN

Tabel 1. Produk Domestik Bruto

(% yoy)

Negara	2013				2014				2015				2016				2017		
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3
Amerika																			
Amerika Serikat	1,3	1,0	1,7	2,7	1,7	2,7	3,2	2,7	3,8	3,3	2,4	2,0	1,4	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3
Argentina	1,4	5,4	2,9	0,1	-1,2	-2,5	-3,9	-2,4	0,5	3,2	4,2	2,8	0,2	-3,5	-3,6	-1,9	0,2	2,9	2,9
Brazil	2,7	4,0	2,8	2,6	3,5	-0,4	-0,6	-0,3	-1,8	-3,0	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	-0,4	0,3	0,8
Chili	4,5	4,1	4,6	3,3	2,7	1,9	1,1	1,8	2,1	2,3	2,5	2,0	2,2	1,4	1,7	0,8	0,2	1,4	2,2
Meksiko	2,8	0,9	1,5	1,2	1,4	3,7	2,9	3,5	3,4	3,1	3,9	2,7	3,2	2,1	2,1	3,3	2,8	3,2	2,1
Asia Pasifik																			
Australia	2,0	2,1	2,1	2,3	3,0	3,0	2,8	2,3	2,5	2,0	2,5	2,6	2,6	3,2	1,9	2,4	1,8	1,8	2,9
Tiongkok	7,9	7,6	7,9	7,7	7,4	7,5	7,1	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8
India	4,3	6,4	7,3	6,5	5,3	7,9	8,8	6,1	7,3	7,6	8,0	7,2	9,1	7,9	7,5	7,0	6,1	5,7	6,8
Jepang	0,7	1,8	2,8	2,7	3,1	-0,3	-1,1	-0,3	-0,1	1,7	2,0	0,9	0,5	0,9	1,0	1,6	1,5	1,4	1,7
Korea Selatan	2,1	2,7	3,2	3,5	3,8	3,5	3,4	2,7	2,6	2,4	3,0	3,2	2,9	3,4	2,6	2,4	2,9	2,7	3,6
ASEAN-6																			
Indonesia	5,5	5,6	5,5	5,6	5,1	4,9	4,9	5,1	4,8	4,7	4,8	5,2	4,9	5,2	5,0	4,9	5,0	5,0	5,1
Malaysia	4,3	4,6	4,9	5,0	6,3	6,5	5,6	5,7	5,8	4,9	4,7	4,6	4,1	4,0	4,3	4,5	5,6	5,8	6,2
Filipina	7,5	7,9	6,8	6,1	5,6	6,8	5,7	6,7	5,1	6,0	6,4	6,7	6,9	7,1	7,1	6,6	6,4	6,7	6,9
Singapura	2,7	4,1	5,5	5,4	4,6	2,6	3,1	2,8	2,4	2,0	2,1	1,3	1,9	1,9	1,2	2,9	2,5	2,9	5,2
Thailand	5,2	2,7	2,5	0,5	-0,5	1,0	1,1	2,1	3,1	2,9	3,0	2,7	3,1	3,6	3,2	3,0	3,3	3,8	4,3
Vietnam	4,8	5,0	5,5	6,0	5,1	5,3	6,1	7,0	6,1	6,5	6,8	7,0	5,5	5,8	6,6	6,7	5,2	6,3	7,5
Eropa																			
Kawasan Euro	-1,2	-0,4	0,1	0,8	1,5	1,2	1,3	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0	1,7	1,8	1,7	1,9	2,0	2,3	2,5
Inggris	1,5	2,2	1,9	2,6	2,8	3,1	3,0	3,3	2,7	2,5	2,1	2,1	1,9	1,8	1,8	1,6	1,8	1,5	1,5
Russia	1,3	1,7	1,6	2,5	0,5	1,3	0,9	0,3	-1,9	-3,4	-2,7	-3,2	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	0,5	2,5	1,8
Turki	8,5	9,8	8,9	6,9	8,7	2,9	3,7	5,9	3,6	7,2	5,8	7,5	4,8	4,9	-0,8	4,2	5,2	5,1	5,1
Afrika																			
Afrika Selatan	2,2	2,5	2,1	3,1	1,9	1,6	1,8	1,6	2,6	1,3	0,9	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,7	1,0	1,1	0,7

Sumber: Bloomberg, Consensus Forecast November 2017, Bloomberg Economic Forecast

Keterangan: Cetak miring adalah angka proyeksi dari Consensus Forecast November 2017 dan Bloomberg Economic Forecast

Tabel 2. Tingkat Pengangguran

Negara	2013				2014				2015				2016				2017		
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3												
Amerika																			
Amerika Serikat	7,7	7,5	7,3	7,0	6,6	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,1	5,0	5,0	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3
Argentina	7,1	7,2	6,8	6,4	7,5	7,5	7,1	6,9	7,1	6,6	5,9	n/a	n/a	9,3	8,5	7,6	9,2	8,7	-
Brazil	8,0	7,4	6,9	6,2	7,2	6,8	6,8	6,5	7,9	8,3	8,9	9,0	10,9	11,3	11,8	12,0	13,7	13,0	12,4
Chili	6,2	6,2	5,7	5,7	6,5	6,5	6,6	6,0	6,1	6,5	6,4	5,8	6,3	6,9	6,8	6,1	6,6	7,0	6,7
Meksiko	5,0	5,0	5,0	4,7	5,3	4,8	4,8	4,1	4,3	4,4	4,2	4,3	4,1	4,0	3,8	3,7	3,5	3,3	3,3
Asia Pasifik																			
Australia	5,6	5,7	5,7	5,9	5,9	6,1	6,2	6,1	6,1	6,0	6,2	5,7	5,7	5,7	5,7	5,8	5,9	5,6	5,5
Tiongkok	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	-
India	n/a	n/a	n/a	9,1	n/a	n/a	n/a	8,6	n/a	n/a	n/a	8,5	n/a	n/a	n/a	8,0	n/a	n/a	n/a
Jepang	4,1	3,9	3,9	3,7	3,6	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1	2,8	2,8	2,8
Korea Selatan	3,1	3,1	3,0	3,2	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,8	3,5	3,5	3,8	3,6	3,9	3,5	3,7	3,8	3,7
ASEAN-6																			
Indonesia	5,9	n/a	6,2	n/a	5,7	n/a	5,9	n/a	5,8	n/a	6,2	n/a	5,5	n/a	5,6	n/a	5,3	n/a	5,5
Malaysia	3,3	2,8	3,1	3,0	3,0	2,8	2,7	3,0	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Filipina	7,1	7,6	7,3	6,5	7,5	7,0	6,7	6,0	6,6	6,4	6,5	5,6	5,8	6,1	5,4	4,7	6,6	5,7	5,6
Singapura	2,8	2,9	2,6	2,7	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6	2,8	2,9	2,9	2,7	3,0	2,9	3,2	3,2	3,1	3,1
Thailand	0,7	0,6	0,7	0,6	0,9	1,2	0,8	0,6	1,0	0,8	0,8	0,7	1,0	1,0	0,9	0,8	1,3	1,1	1,2
Vietnam	2,3	2,2	2,3	1,9	2,2	1,8	2,2	2,1	2,4	2,4	2,4	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	-	-
Eropa																			
Kawasan Euro	12,0	12,0	12,0	11,9	11,8	11,5	11,5	11,3	11,2	11,0	10,6	10,4	10,2	10,1	9,9	9,6	9,4	9,1	8,9
Inggris	7,8	7,7	7,6	7,2	6,8	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	5,3	5,1	5,1	4,9	4,8	4,8	4,6	4,4	4,3
Russia	5,7	5,4	5,3	5,6	5,4	4,9	4,9	5,3	5,9	5,4	5,2	5,8	6,0	5,4	5,2	5,3	5,4	5,1	5,0
Turki	9,4	8,1	9,2	9,6	9,7	9,1	10,5	10,9	10,6	9,6	10,3	10,8	10,1	10,2	11,3	12,7	11,7	10,2	10,6
Afrika																			
Afrika Selatan	25,0	25,3	24,5	24,1	25,2	25,5	25,4	24,3	26,4	25,0	25,5	24,5	26,7	26,6	27,1	26,5	27,7	27,7	27,7

Sumber: Bloomberg

Tanda (-): Data belum keluar

Tabel 3. Inflasi IHK

Negara	Akhir Periode (% yoy)																				
	2013				2014				2015				2016				2017				
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3		
Amerika																					
Amerika Serikat	1,5	1,8	1,2	1,5	1,5	2,1	1,7	0,8	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,9	1,0	1,5	2,1	2,4	1,6	2,2		
Argentina*	n/a	n/a	25,0	26,6	36,7	40,2	40,3	38,0	28,0	25,5	24,0	26,9	35,0	47,1	43,1	41,1	35,0	23,4	26,2		
Brazil	6,6	6,7	5,9	5,9	6,2	6,5	6,8	6,4	8,1	8,9	9,5	10,7	9,4	8,8	8,5	6,3	4,6	3,0	2,5		
Chili	1,5	1,9	1,9	2,9	3,9	4,3	4,9	4,6	4,2	4,4	4,6	4,4	4,5	4,2	3,1	2,7	2,7	1,7	1,5		
Meksiko	4,3	4,1	3,4	4,0	3,8	3,8	4,2	4,1	3,1	2,9	2,5	2,1	2,6	2,5	3,0	3,4	5,4	6,3	6,4		
Asia Pasifik																					
Australia	2,5	2,4	2,2	2,7	2,9	3,0	2,3	1,7	1,3	1,5	1,5	1,7	1,3	1,0	1,3	1,5	2,1	1,9	1,8		
Tiongkok	2,1	2,7	3,1	2,5	2,4	2,3	1,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	2,3	1,9	1,9	2,1	0,9	1,5	1,6		
India	9,4	9,5	10,5	9,5	8,3	6,8	5,6	4,3	5,3	5,4	4,4	5,6	4,8	5,8	4,4	3,4	3,9	1,5	3,3		
Jepang	-0,9	0,2	1,1	1,6	1,6	3,6	3,2	2,4	2,3	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,4	-0,5	0,3	0,2	0,4	0,7		
Korea Selatan	1,5	1,2	1,0	1,1	1,3	1,7	1,1	0,8	0,5	0,7	0,5	1,1	0,8	0,7	1,3	1,3	2,2	1,9	2,1		
ASEAN-6																					
Indonesia	5,0	5,4	7,9	8,1	7,3	6,7	4,5	8,4	6,4	7,3	6,8	3,4	4,5	3,5	3,1	3,0	3,6	4,4	3,7		
Malaysia	1,6	1,8	2,6	3,2	3,5	3,3	2,6	2,7	0,9	2,5	2,6	2,7	2,6	1,6	1,5	1,8	5,1	3,6	4,3		
Filipina	3,2	2,7	2,7	4,1	3,9	4,4	4,4	2,7	2,4	1,2	0,4	1,5	1,1	1,9	2,3	2,6	3,4	2,7	3,4		
Singapura	3,5	1,8	1,6	1,5	1,2	1,9	0,7	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-0,7	-0,2	0,2	0,7	0,5	0,4		
Thailand	2,7	2,3	1,4	1,7	2,1	2,4	1,8	0,6	-0,6	-1,1	-1,1	-0,9	-0,5	0,4	0,4	1,1	0,8	-0,1	0,9		
Vietnam	6,6	6,7	6,3	6,0	4,4	5,0	3,6	1,8	0,9	1,0	0,0	0,6	1,7	2,4	3,3	4,7	4,7	2,5	3,4		
Eropa																					
Kawasan Euro	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	1,1	1,5	1,3	1,5		
Inggris	2,8	2,7	2,7	2,1	1,7	1,7	1,5	0,9	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,7	1,2	2,1	2,7	2,8		
Russia	7,0	6,9	6,1	6,5	6,9	7,8	8,0	11,4	16,9	15,3	15,7	12,9	7,3	7,5	6,4	5,4	4,3	4,4	3,0		
Turki	7,3	8,3	7,9	7,4	8,4	9,2	8,9	8,2	7,6	7,2	8,0	8,8	7,5	7,6	7,3	8,5	11,3	10,9	11,2		
Afrika																					
Afrika Selatan	5,9	5,5	5,9	5,4	6,1	6,7	6,0	5,3	4,0	4,7	4,6	5,3	6,3	6,3	6,1	6,7	6,1	5,1	5,1		

Sumber: Bloomberg

Keterangan: *) Buenos Aires CPI

Tabel 4. Suku Bunga Kebijakan Bank Sentral

Negara	Posisi Akhir Periode (%)																		
	2013				2014				2015				2016				2017		
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3
Amerika																			
Amerika Serikat (Fed Fund Rate)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25
Brazil (SELIC Rate)	7,25	8,00	9,00	10,00	10,75	11,00	11,00	11,75	12,75	13,75	14,25	14,25	14,25	14,25	13,75	12,25	10,25	8,25	
Chili (O/N Rate)	5,00	5,00	5,00	4,50	4,00	4,00	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,00	2,50	2,50	
Meksiko (O/N Rate)	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	3,75	4,25	4,75	5,75	6,50	7,00	7,00
Asia Pasifik																			
Australia (Cash Target Rate)	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Tiongkok (Lending Rate)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,60	5,35	4,85	4,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
India (Reverse Repo Rate)	7,50	7,25	7,50	7,75	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,25	6,75	6,75	6,75	6,50	6,50	6,25	6,25	6,25	6,00
Jepang (O/N Call Target)	0,06	0,07	0,06	0,07	0,04	0,06	0,03	0,07	0,02	0,01	0,01	0,04	0,00	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,06	
Korea Selatan (Call Rate)	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
ASEAN-6																			
Indonesia (7D RR Rate)*	5,75	6,00	7,25	7,50	7,50	7,50	7,75	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	6,75	5,25	5,00	4,75	4,75	4,75	4,25
Malaysia (O/N Rate)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Filipina (O/N Rate)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Thailand (Repo Rate)	2,75	2,50	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Europa																			
Kawasan Euro (Refinancing Rate)	0,75	0,50	0,50	0,25	0,25	0,15	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inggris (Bank Rate)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Rusia (Key Rate)	n/a	n/a	5,50	5,50	7,00	7,50	8,00	17,00	14,00	11,50	11,00	11,00	11,00	10,50	10,00	10,00	9,75	9,00	8,50
Turki (1 Week Repo)	5,50	4,50	4,50	4,50	10,00	8,75	8,25	8,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Afrika																			
Afrika Selatan (Refinancing Rate)	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50	5,50	5,75	5,75	5,75	5,75	6,00	6,25	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75

Sumber: Bloomberg

Keterangan: *) Data sebelum penerapan BI 7D RR Rate (19 Agustus 2016) masih menggunakan BI Rate

n/a: Data tidak tersedia

Tabel 5. Pertumbuhan Uang Beredar

Negara	Akhir Periode (% yoy)																			
	2013				2014				2015				2016				2017			
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4
Amerika																				
Amerika Serikat (M2)	7,3	7,0	6,3	5,4	6,1	6,6	6,1	5,9	6,2	5,6	5,7	5,9	6,3	7,1	7,4	7,0	6,3	5,6	5,1	
Brazil (M3)	13,3	12,2	9,8	8,7	7,4	8,4	11,9	13,0	12,7	12,0	8,1	10,2	11,3	10,7	12,1	11,0	11,6	11,1	11,8	
Chili (M3)	8,9	9,5	12,3	11,6	11,6	9,4	8,4	11,1	9,5	10,3	13,0	12,2	11,7	11,5	9,6	8,2	9,1	8,1	6,0	
Meksiko (M3)	15,0	9,9	10,1	9,4	8,8	12,6	10,9	12,3	10,3	9,0	8,8	5,7	6,1	5,8	7,8	8,1	7,7	7,8	7,6	
Asia Pasifik																				
Australia (M3)	6,9	6,6	6,0	7,0	6,8	7,0	8,1	7,2	7,5	6,8	6,2	5,9	6,0	5,8	5,6	6,7	6,7	7,8	6,8	
Tiongkok (M2)	15,7	14,0	14,2	13,6	12,1	14,7	12,9	12,2	11,6	11,8	13,1	13,3	13,4	11,8	11,5	11,3	10,6	9,4	9,2	
India (M3)	13,8	12,7	13,0	14,8	13,6	11,8	12,4	10,7	10,8	10,6	10,7	10,7	10,2	10,3	11,7	6,5	7,3	7,4	6,0	
Jepang (M3)	2,5	3,1	3,1	3,4	2,9	2,5	2,5	2,9	3,0	3,2	3,1	2,5	2,6	2,9	2,9	3,4	3,5	3,3	3,4	
Korea Selatan (M3)	6,8	6,6	6,7	6,6	6,4	6,7	7,1	8,2	9,3	10,5	10,5	8,9	8,6	7,9	7,8	8,1	7,3	6,7	5,9	
ASEAN-6																				
Indonesia (M2)	14,0	11,8	14,6	12,8	9,9	13,0	11,9	11,9	16,3	13,0	12,4	9,0	7,4	8,7	5,1	10,0	10,0	10,3	10,9	
Malaysia (M3)	8,7	8,1	6,9	7,3	5,9	5,6	5,2	7,0	7,8	5,9	5,2	2,7	0,9	1,9	2,3	3,1	4,5	4,3	5,0	
Filipina (M3)	13,0	20,2	31,0	31,8	35,3	23,5	16,4	11,2	8,8	9,2	8,8	9,4	11,7	12,5	12,9	12,8	11,7	13,4	14,5	
Singapura (M3)	8,8	9,2	7,5	4,3	1,8	0,6	2,0	3,4	4,2	3,7	3,3	1,7	2,2	4,2	5,0	7,7	7,2	7,0	5,3	
Thailand (M2)	9,5	10,2	7,1	7,3	6,4	4,4	4,0	4,7	6,1	6,1	5,4	4,4	3,8	4,3	3,9	4,2	3,3	4,3	4,9	
Eropa																				
Kawasan Euro (M3)	2,4	2,3	2,0	1,0	1,1	1,7	2,3	3,9	4,3	4,6	4,7	4,7	5,2	5,1	5,0	5,0	5,1	4,9	5,2	
Inggris (M4)	0,3	1,5	2,6	0,2	-0,1	-0,5	-2,6	-1,1	-0,6	-0,3	-0,6	0,3	1,5	3,6	6,1	6,3	6,7	5,4	4,8	
Rusia (M2)	14,5	15,3	16,0	14,7	8,5	6,6	6,9	1,5	5,1	6,3	5,9	11,3	11,8	12,2	12,7	9,2	11,1	10,5	9,5	
Turki (M3)	16,0	17,2	21,7	20,1	21,2	17,2	14,4	11,8	14,2	18,0	21,9	17,5	14,0	12,0	6,5	16,1	16,3	17,9	18,7	
Afrika																				
Afrika Selatan (M3)	8,1	9,2	7,0	5,9	7,8	7,2	7,7	7,2	7,3	8,7	8,5	10,5	8,7	5,6	5,6	6,1	5,6	6,1	7,1	

Sumber: Bloomberg

Tabel 6. Keseimbangan Fiskal

(% PDB)

Negara	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
Amerika								
Amerika Serikat	-10,3	-8,2	-5,5	-3,8	-3,3	-3,9	-4,5	-4,3
Argentina	-1,4	-2,1	-1,9	-2,4	-3,9	-5,9	-6,2	-5,5
Brazil	-2,5	-2,5	-3,0	-5,4	-10,3	-9,0	-9,1	-8,0
Chili	1,3	0,6	-0,6	-1,6	-2,1	-2,7	-2,8	-2,4
Meksiko	-2,3	-2,3	-2,1	-2,5	-2,7	-2,8	-2,3	-2,5
Asia Pasifik								
Australia	-4,7	-4,3	-2,7	-2,9	-2,9	-2,7	-2,6	-2,4
Tiongkok	-1,7	-1,5	-2,0	-2,1	-2,4	-2,9	-3,4	-3,5
India	-7,8	-6,9	-6,7	-6,7	-6,4	-6,4	-6,5	-6,2
Jepang	-9,0	-8,2	-7,2	-4,9	-3,3	-4,1	-4,4	-4,0
Korea Selatan	1,4	1,3	1,0	0,6	0,0	1,0	1,5	1,3
ASEAN-6								
Indonesia	-1,1	-1,7	-2,2	-2,2	-2,6	-2,5	-2,9	-2,4
Malaysia	-4,7	-4,3	-3,8	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-2,8
Filipina	-2,0	-2,4	-1,4	-0,6	-1,4	-2,4	-2,6	-2,6
Singapura	1,1	1,6	1,3	0,1	-1,0	1,2	0,4	0,8
Thailand	-0,5	-1,3	-0,7	-2,0	-1,3	-0,8	-1,7	-2,6
Vietnam	-1,4	-4,0	-6,1	-6,7	-5,4	-5,5	-4,2	-4,0
Eropa								
Kawasan Euro	-4,2	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,8	-2,0
Inggris	-7,5	-8,2	-5,4	-5,5	-4,3	-2,9	-3,3	-3,4
Russia	1,4	0,4	-1,2	-1,1	-3,4	-3,7	-2,1	-1,5
Turki	-0,6	-1,3	-1,3	-1,1	-0,6	-1,7	-2,9	-2,6
Afrika								
Afrika Selatan	-4,5	-3,8	-3,4	-3,1	-3,1	-3,7	-4,3	-3,9

Sumber: Moody's Statistical Handbook November 2017, www.tradingeconomics.com

Tabel 7. Neraca Berjalan

(% PDB)

Negara	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
Amerika								
Amerika Serikat	-2,9	-2,6	-2,1	-2,1	-2,4	-2,4	-2,8	-3,3
Argentina	-1,0	-0,4	-2,1	-1,5	-2,7	-2,7	-3,6	-4,0
Brazil	-2,9	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,7	-1,4
Chili	-1,7	-4,0	-4,1	-1,7	-1,9	-1,4	-1,3	-1,9
Meksiko	-1,1	-1,3	-2,4	-1,8	-2,5	-2,1	-1,9	-2,1
Asia Pasifik								
Australia	-2,9	-4,1	-3,2	-2,9	-4,8	-2,6	-2,5	-3,0
Tiongkok	1,8	2,5	1,5	2,3	2,7	1,8	1,0	0,8
India	-4,6	-4,8	-1,7	-1,4	-1,1	-0,7	-1,6	-1,5
Jepang	2,1	1,0	0,9	0,8	3,1	3,8	3,3	3,5
Korea Selatan	1,6	4,2	6,2	6,0	7,7	7,0	5,9	5,7
ASEAN-6								
Indonesia	0,2	-2,7	-3,2	-3,1	-2,0	-1,8	-1,4	-1,4
Malaysia	10,9	5,2	3,5	4,4	3,0	2,4	2,6	2,4
Filipina	2,5	2,8	4,2	3,8	2,5	-0,3	-0,2	-0,5
Singapura	22,1	17,4	16,9	19,7	18,1	19,0	19,4	18,2
Thailand	2,5	-0,4	-1,2	3,7	8,0	11,9	9,4	6,5
Vietnam	0,2	5,9	4,7	4,9	1,0	4,3	5,0	4,4
Eropa								
Kawasan Euro	0,0	1,4	2,2	2,5	3,2	3,3	2,2	2,4
Inggris	-2,4	-4,3	-5,5	-5,3	-5,2	-5,9	-4,2	-4,0
Russia	4,7	3,2	1,5	2,8	5,0	2,0	1,4	0,8
Turki	-8,9	-5,5	-6,7	-4,7	-3,7	-3,8	-4,7	-4,5
Afrika								
Afrika Selatan	-2,2	-5,1	-5,9	-5,3	-4,4	-3,3	-2,9	-3,2

Sumber: Moody's Statistical Handbook November 2017, www.tradingeconomics.com

Tabel 8. Cadangan Devisa

Akhir Periode (Miliar USD)

Negara	2013				2014				2015				2016				2017			
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3													
Amerika																				
Amerika Serikat	45,6	44,4	43,8	42,7	43,0	46,8	45,3	42,2	39,6	39,5	40,4	39,2	41,0	41,5	43,2	39,2	40,1	41,5	43,0	
Argentina	34,2	31,5	28,9	25,0	21,3	23,4	22,4	26,0	26,3	28,6	28,1	20,6	24,2	25,0	24,5	33,6	45,8	42,6	44,7	
Brazil	376,9	371,1	376,0	375,8	377,2	380,5	375,7	374,1	371,0	372,2	370,6	368,7	375,2	376,7	377,8	372,2	375,3	378,4	381,2	
Chili	39,8	41,0	42,3	41,1	41,0	41,1	40,1	40,4	38,4	38,2	38,2	38,6	39,6	39,7	39,4	40,5	39,0	38,9	37,7	
Meksiko	167,0	166,5	172,0	176,6	182,7	190,3	190,7	193,0	195,4	192,4	181,0	176,4	176,9	177,3	175,8	176,5	174,9	174,2	173,0	
Asia Pasifik																				
Australia	39,9	38,2	39,0	42,5	47,1	49,1	43,7	44,7	48,4	42,7	42,2	41,0	41,2	44,0	42,5	47,6	53,4	56,7	50,5	
Tiongkok	3.440,0	3.500,0	3.660,0	3.820,0	3.950,0	3.990,0	3.890,0	3.840,0	3.730,0	3.690,0	3.514,1	3.330,4	3.212,6	3.205,2	3.166,4	3.010,5	3.009,1	3.056,8	3.108,5	
India	259,7	255,3	247,9	268,6	276,4	288,8	287,4	295,4	316,2	330,5	326,6	329,2	332,1	336,6	346,7	336,6	346,3	362,4	375,2	
Jepang	1.181,8	1.175,9	1.206,3	1.202,4	1.212,9	1.216,0	1.201,1	1.199,7	1.187,9	1.185,9	1.192,9	1.179,0	1.201,2	1.202,7	1.196,2	1.157,8	1.168,9	1.188,1	1.203,2	
Korea Selatan	327,4	326,4	336,9	346,5	354,3	366,6	364,4	363,6	362,8	374,8	368,1	368,0	369,8	369,9	377,8	371,1	375,3	380,6	384,7	
ASEAN-6																				
Indonesia	98,0	92,1	89,4	93,4	96,4	101,4	105,3	106,1	105,9	102,4	96,2	100,6	101,8	103,8	109,7	110,9	116,1	117,3	123,4	
Malaysia	135,0	131,9	132,0	130,5	125,8	127,4	123,0	111,8	101,2	101,5	89,4	91,4	93,6	93,7	94,2	91,2	92,0	95,5	97,7	
Filipina	84,0	81,3	83,5	83,2	79,6	80,7	79,6	79,5	80,5	80,6	80,6	80,7	83,0	85,3	86,1	80,7	80,9	81,3	81,0	
Singapura	258,2	259,8	268,1	273,1	272,9	278,0	266,1	256,9	248,4	253,3	251,6	247,7	246,2	248,9	253,4	246,6	259,6	266,3	275,4	
Thailand	167,7	162,5	163,5	159,0	158,8	159,3	153,3	149,1	148,5	152,5	148,0	149,3	166,9	170,1	171,9	164,1	172,7	177,3	190,9	
Vietnam	28,4	24,9	24,4	25,9	33,8	35,8	36,8	34,2	36,9	37,3	30,7	28,3	31,6	35,0	37,6	36,5	37,8	39,2	-	
Eropa																				
Kawasan Euro	217,2	215,5	221,9	220,8	227,5	228,9	223,4	227,9	240,5	240,1	242,5	245,6	251,4	255,8	262,9	261,0	261,8	261,2	263,8	
Inggris	65,3	67,2	70,3	69,6	74,7	76,7	72,9	76,4	88,2	92,9	101,1	101,6	107,7	111,6	115,2	106,5	112,5	117,2	118,0	
Russia	477,3	475,2	479,5	469,6	442,8	432,0	409,2	339,4	309,1	313,3	322,4	319,8	323,3	329,3	332,2	317,5	330,3	343,5	351,2	
Turki	105,7	105,6	108,9	112,0	105,9	111,9	112,8	106,3	103,5	100,8	99,6	95,7	95,0	101,9	99,0	92,1	88,6	90,2	91,5	
Afrika																				
Afrika Selatan	40,8	39,0	41,8	41,9	41,4	40,5	41,4	41,5	39,0	39,4	38,9	38,9	39,1	38,2	39,1	39,9	38,9	39,6	-	

Sumber: Bloomberg
Keterangan: Tidak termasuk emas
Tanda (-): Data belum keluar

Tabel 9. Nilai Tukar Dunia terhadap USD

Negara	2013			2014				2015				2016				2017			
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3												
Amerika																			
Argentina (Peso)	5,01	5,24	5,58	6,05	7,60	8,06	8,30	8,51	8,69	8,96	9,25	10,16	14,48	14,23	14,95	15,45	15,68	15,74	17,29
Brazil (Real)	2,00	2,07	2,29	2,28	2,36	2,23	2,27	2,55	2,87	3,07	3,54	3,84	3,90	3,50	3,25	3,29	3,14	3,22	3,16
Chili (Peso)	472,44	484,77	507,00	516,63	551,97	554,76	577,55	598,41	624,51	618,11	676,61	698,00	700,77	677,47	661,69	665,42	655,55	664,35	642,30
Meksiko (Peso)	12,64	12,48	12,90	13,02	13,23	12,99	13,12	13,90	14,95	15,32	16,44	16,77	18,03	18,11	18,76	19,85	20,30	18,55	17,82
Asia Pasifik																			
Australia (Dollar)	0,96	1,01	1,09	1,08	1,12	1,07	1,08	1,17	1,27	1,29	1,38	1,39	1,38	1,34	1,32	1,34	1,32	1,33	1,27
Selandia Baru (Dollar)	1,20	1,22	1,25	1,21	1,20	1,16	1,19	1,28	1,33	1,37	1,54	1,50	1,51	1,45	1,38	1,41	1,41	1,42	1,37
Hong Kong (Dollar)	7,76	7,76	7,76	7,75	7,76	7,75	7,75	7,76	7,76	7,75	7,75	7,75	7,77	7,76	7,76	7,76	7,76	7,79	7,81
Tiongkok (Yuan)	6,22	6,16	6,13	6,09	6,10	6,23	6,17	6,15	6,24	6,20	6,30	6,39	6,54	6,54	6,67	6,85	6,89	6,86	6,67
India (Ruppee)	54,17	55,96	62,07	61,98	61,79	59,78	60,58	62,01	62,26	63,49	64,91	65,92	67,49	66,94	66,95	67,45	67,00	64,46	64,30
Jepang (Yen)	92,25	98,76	98,89	100,48	102,83	102,14	104,02	114,54	119,17	121,36	122,16	121,44	115,23	107,98	102,37	109,62	113,62	111,13	110,97
Korea Selatan (Won)	1,085	1,122	1,109	1,062	1,069	1,029	1,027	1,087	1,101	1,097	1,170	1,157	1,201	1,163	1,120	1,158	1,153	1,130	1,133
ASEAN-6																			
Indonesia (Rupiah)	9,707	9,799	10,652	11,596	11,835	11,631	11,769	12,253	12,810	13,127	13,857	13,769	13,520	13,314	13,134	13,253	13,346	13,309	13,333
Malaysia (Ringgit)	3,08	3,07	3,24	3,21	3,30	3,23	3,19	3,37	3,62	3,66	4,05	4,28	4,19	4,01	4,05	4,32	4,45	4,33	4,26
Filipina (Peso)	40,71	41,78	43,68	43,63	44,87	44,11	43,80	44,80	44,44	44,69	46,08	46,88	47,23	46,54	47,08	49,12	50,00	49,86	50,86
Singapura (Dollar)	1,24	1,25	1,27	1,25	1,27	1,25	1,25	1,30	1,36	1,34	1,39	1,41	1,40	1,36	1,35	1,41	1,42	1,39	1,36
Thailand (Bath)	29,80	29,87	31,45	31,74	32,65	32,45	32,11	32,71	32,65	33,25	35,25	35,83	35,64	35,26	34,83	35,42	35,11	34,30	33,37
Vietnam (Dong)	20,881	20,968	21,158	21,108	21,094	21,158	21,218	21,324	21,383	21,713	22,150	22,429	22,343	22,321	22,302	22,503	22,712	22,712	22,730
Eropa																			
Kawasan Euro (USD/Euro)	1,32	1,31	1,33	1,36	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,18
Inggris (USD/GBP)	1,55	1,54	1,55	1,62	1,65	1,68	1,67	1,58	1,51	1,53	1,55	1,52	1,43	1,44	1,31	1,24	1,24	1,28	1,31
Rusia (Rubel)	30,42	31,65	32,79	32,55	35,03	34,97	36,29	48,01	62,83	52,72	63,20	66,18	74,56	65,79	64,60	63,01	58,70	57,24	58,95
Turki (Lira)	1,79	1,84	1,97	2,03	2,21	2,11	2,16	2,26	2,46	2,66	2,86	2,91	2,94	2,90	2,97	3,29	3,69	3,58	3,51
Afrika																			
Afrika Selatan (Rand)	8,95	9,48	9,99	10,16	10,86	10,54	10,77	11,23	11,75	12,08	13,01	14,24	15,81	15,00	14,07	13,91	13,23	13,20	13,18

Sumber: Bloomberg, diolah

Tabel 10. Nilai Tukar Rupiah terhadap Mata Uang Dunia

Negara	2013				2014				2015				2016				Rata-Rata Periode 2017			
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3													
Amerika																				
Amerika Serikat (Dollar)	9.707	9.799	10.652	11.596	11.835	11.631	11.769	12.253	12.810	13.127	13.857	13.769	13.520	13.314	13.134	13.253	13.346	13.309	13.333	
Argentina (Peso)	1.936	1.870	1.907	1.916	1.558	1.444	1.418	1.440	1.475	1.466	1.498	1.355	934	936	878	858	851	846	771	
Brazil (Real)	4.860	4.737	4.657	5.096	5.006	5.219	5.174	4.810	4.459	4.276	3.918	3.581	3.468	3.804	4.045	4.023	4.245	4.136	4.215	
Chili (Peso)	20,5	20,2	21,0	22,4	21,4	21,0	20,4	20,5	20,5	21,2	20,5	19,7	19,3	19,7	19,8	19,9	20,4	20,0	20,8	
Meksiko (Peso)	768,2	785,5	825,5	890,5	894,4	895,1	896,9	881,4	856,7	856,7	842,7	821,2	749,8	735,3	700,0	667,6	657,5	717,5	748,2	
Asia Pasifik																				
Australia (Dollar)	10.085	9.700	9.757	10.746	10.611	10.852	10.882	10.464	10.071	10.210	10.047	9.918	9.765	9.923	9.959	9.924	10.115	9.992	10.526	
Selandia Baru (Dollar)	8.104	8.041	8.498	9.598	9.897	10.018	9.908	9.582	9.630	9.598	9.017	9.183	8.980	9.195	9.490	9.419	9.491	9.381	9.738	
Hong Kong (Dollar)	1.252	1.262	1.373	1.496	1.525	1.500	1.518	1.580	1.652	1.693	1.788	1.777	1.739	1.716	1.693	1.708	1.720	1.709	1.706	
Tiongkok (Yuan)	1.560	1.592	1.739	1.904	1.940	1.866	1.909	1.993	2.054	2.116	2.198	2.153	2.068	2.037	1.970	1.935	1.938	1.940	1.999	
India (Rupae)	179,2	175,1	171,6	187,1	191,6	194,6	194,3	197,6	205,7	206,8	213,5	208,9	200,3	198,9	196,2	196,5	199,2	206,5	207,4	
Jepang (Yen)	105,2	99,2	107,7	115,4	115,1	113,9	113,1	107,0	107,5	108,2	113,4	113,4	117,3	123,3	128,3	120,9	117,5	119,8	120,1	
Korea Selatan (Won)	8,9	8,7	9,6	10,9	11,1	11,3	11,5	11,3	11,6	12,0	11,8	11,9	11,3	11,4	11,7	11,4	11,6	11,8	11,8	
ASEAN-6																				
Malaysia (Ringgit)	3.150	3.194	3.289	3.614	3.588	3.595	3.687	3.640	3.538	3.587	3.418	3.215	3.225	3.320	3.241	3.066	3.002	3.074	3.127	
Filipina (Peso)	238,5	234,5	243,9	265,8	263,8	263,7	268,7	273,5	288,3	293,8	300,7	293,7	286,3	286,1	278,9	269,8	266,9	266,9	262,1	
Singapura (Dollar)	7.845	7.846	8.403	9.276	9.327	9.285	9.402	9.455	9.443	9.775	9.961	9.783	9.645	9.804	9.711	9.392	9.426	9.560	9.799	
Thailand (Bath)	325,7	328,1	338,7	365,4	362,5	358,5	366,5	374,6	392,4	394,8	393,1	384,2	379,4	377,6	377,1	374,2	380,1	388,0	399,5	
Vietnam (Dong)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
Eropa																				
Kawasan Euro (Euro)	12.813	12.800	14.119	15.789	16.219	15.954	15.597	15.302	14.434	14.530	15.415	15.080	14.927	15.035	14.661	14.286	14.219	14.658	15.671	
Inggris (GBP)	15.068	15.051	16.523	18.781	19.586	19.579	19.653	19.394	19.405	20.128	21.464	20.882	19.363	19.106	17.248	16.457	16.540	17.036	17.448	
Russia (Rubel)	319,0	309,7	324,9	356,3	337,9	332,6	324,3	255,2	203,9	249,0	219,2	208,1	181,3	202,4	203,3	210,3	227,4	232,5	226,2	
Turki (Lira)	5.437	5.328	5.411	5.726	5.345	5.508	5.439	5.416	5.198	4.926	4.852	4.736	4.597	4.595	4.427	4.024	3.612	3.721	3.795	
Afrika																				
Afrika Selatan (Rand)	1.085	1.034	1.066	1.142	1.090	1.103	1.093	1.091	1.091	1.086	1.065	967	855	887	934	953	1.009	1.008	1.011	

Sumber: Bloomberg, diolah

Tabel 11. Indeks Harga Saham

Rata-Rata Periode

Negara	2013				2014				2015				2016				2017		
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3												
Amerika																			
Amerika Serikat (DIA)	13.994	14.959	15.286	15.736	16.177	16.604	16.954	17.345	17.808	18.004	17.077	17.475	16.663	17.764	18.372	18.865	20.406	20.994	21.891
Amerika Serikat (S&P 500)	1.514	1.609	1.675	1.769	1.835	1.900	1.976	2.009	2.064	2.102	2.027	2.052	1.951	2.075	2.162	2.185	2.326	2.398	2.467
Argentina (MERV)	3.264	3.481	3.844	5.324	5.810	7.193	9.503	9.823	9.400	11.639	11.032	12.175	11.841	13.224	15.722	17.046	19.224	21.352	22.852
Brazil (BVSP)	58.813	53.355	50.234	52.697	47.907	52.741	57.265	52.710	49.624	54.577	48.568	46.354	43.495	50.983	57.171	61.042	64.933	63.858	69.113
Chili (IGPA)	21.974	20.658	18.681	18.630	17.945	19.038	19.269	18.963	18.963	19.499	18.528	18.392	18.239	19.534	20.319	20.932	21.963	24.269	25.435
Meksiko (BOLSA)	44.384	41.414	40.926	41.199	40.321	41.675	44.779	43.566	42.867	44.989	43.865	43.888	43.206	45.480	47.147	46.439	47.283	49.247	50.838
Asia Pasifik																			
Australia (All Ord.)	4.951	4.960	5.075	5.286	5.336	5.438	5.521	5.337	5.691	5.711	5.352	5.228	5.056	5.303	5.518	5.510	5.785	5.841	5.777
Tiongkok (Shanghai)	2.324	2.205	2.085	2.170	2.052	2.049	2.203	2.641	3.339	4.484	3.540	3.495	2.905	2.920	3.035	3.152	3.200	3.149	3.291
India (BSE)	19.519	19.336	19.344	20.703	21.107	23.911	26.239	27.490	28.566	27.536	27.087	26.213	24.415	25.984	28.072	26.989	28.308	30.456	31.846
Jepang (Nikkei 225)	11.458	13.629	14.128	14.951	14.959	14.655	15.553	16.660	18.226	20.058	19.475	19.035	16.843	16.394	16.500	17.952	19.245	19.520	19.873
Korea Selatan (KOSPI)	1.986	1.934	1.913	2.010	1.946	1.993	2.041	1.948	1.966	2.094	1.987	2.000	1.926	1.980	2.027	2.012	2.095	2.279	2.385
ASEAN-6																			
Indonesia (JSX)	4.598	4.938	4.457	4.364	4.530	4.895	5.124	5.077	5.343	5.199	4.566	4.513	4.691	4.833	5.315	5.290	5.383	5.693	5.843
Malaysia (KLSE)	1.647	1.743	1.769	1.811	1.821	1.868	1.867	1.794	1.789	1.789	1.655	1.674	1.669	1.662	1.669	1.646	1.702	1.766	1.769
Filipina (PCOM)	6.419	6.850	6.391	6.248	6.197	6.742	7.049	7.187	7.693	7.753	7.288	7.007	6.773	7.399	7.853	7.123	7.259	7.782	8.014
Singapura (STI)	3.262	3.299	3.171	3.161	3.093	3.259	3.313	3.282	3.393	3.422	3.081	2.929	2.705	2.810	2.868	2.863	3.082	3.211	3.266
Thailand (SET)	1.501	1.535	1.413	1.400	1.313	1.423	1.549	1.553	1.557	1.518	1.409	1.364	1.321	1.410	1.503	1.498	1.569	1.569	1.603
Vietnam (Ho Chi Min)	471	497	489	502	566	564	607	580	576	564	591	587	559	606	659	673	704	737	783
Eropa																			
Kawasan Euro (DJ Stoxx 50)	2.677	2.696	2.782	3.018	3.091	3.214	3.173	3.102	3.442	3.621	3.387	3.333	2.974	2.974	2.976	3.091	3.342	3.552	3.480
Inggris (FTSE 100)	6.300	6.438	6.530	6.612	6.680	6.764	6.756	6.526	6.793	6.920	6.399	6.271	5.988	6.204	6.765	6.923	7.274	7.391	7.380
Russia (RTS, \$ terms)	1.557	1.363	1.349	1.445	1.278	1.265	1.246	975	833	998	835	831	758	913	958	1.037	1.141	1.068	1.060
Turki (XU100)	81.200	83.784	73.021	74.075	64.761	76.047	79.336	80.785	84.978	83.186	76.977	77.335	74.993	79.950	77.237	76.670	86.316	95.423	106.450
Afrika																			
Afrika Selatan (JSE AS)	40.336	39.861	42.078	44.704	46.569	49.486	51.321	49.114	51.483	53.138	50.785	51.789	49.694	52.616	52.599	50.662	52.169	52.941	55.057

Sumber: Bloomberg, diolah

Tabel 12. Utang Pemerintah

(% PDB)

Negara	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
Amerika								
Amerika Serikat	86,2	90,0	91,3	91,7	90,0	93,4	93,8	95,7
Argentina	37,2	37,3	36,4	42,2	38,0	50,5	51,9	54,7
Brazil	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	69,9	75,6	79,4
Chili	11,1	11,9	12,7	14,9	17,4	21,3	25,0	26,0
Meksiko	27,9	28,5	31,1	33,0	35,6	38,1	37,3	37,4
Asia Pasifik								
Australia	22,0	26,5	28,9	32,5	36,0	39,7	41,0	42,4
Tiongkok	31,4	32,2	35,0	38,8	38,7	36,7	37,1	37,8
India	-7,8	-6,9	-6,7	-6,7	-6,4	-6,4	-6,5	-6,2
Jepang	194,9	204,4	204,8	211,9	216,3	218,0	219,8	220,2
Korea Selatan	31,6	32,2	34,3	35,9	37,8	38,3	38,8	38,9
ASEAN-6								
Indonesia	23,1	23,0	24,9	24,7	27,4	28,3	29,0	29,1
Malaysia	50,0	51,6	53,0	52,7	54,5	52,7	52,5	51,4
Filipina	45,7	44,9	43,4	40,3	40,0	38,3	37,2	36,1
Singapura	41,0	40,3	28,5	25,3	27,1	28,4	27,4	26,3
Thailand	28,0	29,8	29,3	30,2	30,7	31,5	33,4	35,5
Vietnam	39,3	38,8	42,6	46,3	49,2	52,6	52,1	51,5
Eropa								
Kawasan Euro	86,1	89,5	91,4	92,0	90,3	89,2	89,1	88,9
Inggris	81,3	84,5	85,6	87,4	88,2	88,3	89,6	90,6
Russia	10,8	11,5	12,7	15,6	15,9	15,6	17,3	17,9
Turki	36,4	32,6	31,3	28,6	27,5	28,1	28,5	28,3
Afrika								
Afrika Selatan	40,7	43,3	45,9	48,6	50,5	51,3	53,9	55,5

Sumber: Moody's Statistical Handbook November 2017, www.tradingeconomics.com

Tabel 13. Harga Komoditas (Spot)

	Akhir Periode												Rata-Rata										
	2015				2016				2017				2015			2016			2017				
	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3	TW4	TW1	TW2	TW3
Energi																							
Minyak WTI (USD/barrel)	47,6	59,5	45,1	37,0	38,3	48,3	48,2	53,7	50,6	46,0	51,7	48,5	57,8	46,5	42,0	33,4	45,5	44,9	49,2	51,7	48,1	48,2	
Batubara (USD/ton)	53,1	53,8	48,7	43,5	42,3	40,5	40,2	48,1	51,6	52,6	54,3	53,3	52,9	50,7	46,0	42,3	41,1	40,9	45,0	50,1	52,4	53,0	
Gas Alam (USD/juta BTU)	2,6	2,8	2,5	2,3	1,9	2,9	2,8	3,7	3,1	2,9	2,9	2,7	2,7	2,1	2,0	2,1	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	
Logam																							
Emas (USD/ounce)	1.184	1.172	1.115	1.061	1.233	1.322	1.316	1.152	1.249	1.242	1.280	1.219	1.194	1.125	1.104	1.182	1.258	1.335	1.216	1.219	1.258	1.279	
Timah (USD/mt)	16.605	13.920	15.525	14.555	16.700	17.050	20.025	21.125	20.175	19.975	20.675	18.399	15.600	15.108	15.047	15.399	16.878	18.579	20.668	20.003	19.825	20.369	
Tembaga (USD/mt)	6.041	5.765	5.160	4.705	4.847	4.845	4.865	5.536	5.838	5.937	6.481	5.805	6.047	5.274	4.882	4.669	4.728	4.793	5.291	5.855	5.692	6.383	
Alumunium (USD/mt)	1.785	1.691	1.577	1.507	1.520	1.649	1.673	1.693	1.963	1.919	2.102	1.814	1.788	1.623	1.507	1.515	1.583	1.633	1.709	1.858	1.913	2.027	
Nikel (USD/mt)	12.395	11.980	10.400	8.820	8.490	9.445	10.575	10.020	10.025	9.390	10.500	14.437	13.082	10.635	9.472	8.540	8.868	10.309	10.836	10.321	9.258	10.594	
Pangan																							
Jagung (USD/bushel)	3,5	3,9	3,6	3,5	3,4	3,4	3,1	3,4	3,4	3,5	3,2	3,6	3,5	3,6	3,6	3,5	3,7	3,1	3,3	3,5	3,4	3,3	
Gandum (USD/bushel)	5,2	5,7	4,4	4,0	4,1	3,3	2,9	3,0	3,0	4,4	3,3	5,2	4,9	4,5	4,2	4,0	3,9	3,1	2,8	3,2	3,3	3,7	
Gula (cents/pou)	12,2	12,8	12,6	14,9	15,5	20,3	22,6	19,2	16,9	14,0	14,0	14,3	12,9	12,1	14,4	14,3	17,3	20,4	20,3	19,5	15,4	14,5	
Kedelai (USD/bushel)	9,6	10,5	8,7	8,5	8,9	11,6	9,2	9,7	9,1	9,1	9,2	9,8	9,6	9,5	8,7	8,7	10,3	9,9	9,7	9,9	9,1	9,4	
Beras (USD/mt)	390,8	371,0	341,0	352,0	363,0	417,0	365,0	355,0	355,0	400,0	376,0	404,6	378,3	369,7	358,0	360,3	390,4	410,2	355,9	355,7	368,5	404,4	
CPO (USD/mt)	580,3	595,5	503,4	511,1	682,5	601,1	662,5	712,8	639,0	605,0	643,2	624,6	599,8	511,9	504,3	578,6	649,8	649,4	681,9	704,6	634,1	628,7	

Sumber: Bloomberg, diolah

PENANGGUNG JAWAB

Aida S. Budiman, Harmanta

EDITOR

M. Noor Nugroho, Diah Indira, Sari Hadiyati Binhadi

TIM PRODUKSI

M. Noor Nugroho, Diah Indira, Arief Adrianto Rasyid, Shinta Fitrianti, Andriadi Pandiatma Rahadi, Argo Hadianto, Fian Asri, Shanty Nathalia Margaretha, Sonya Clarissa, Devin

KONTRIBUTOR TULISAN, TABEL, DAN GRAFIK

Perkembangan Ekonomi Global

M. Noor Nugroho (Perkembangan Ekonomi Global), Diah Indira dan Arief A. Rasyid (Pasar Saham, dan Pasar Obligasi Pemerintah); Andriadi Pandiatma Rahadi (Pasar Valuta Asing dan Pasar Komoditas)

Perkembangan Ekonomi Individu Negara

Diah Indira (Amerika Serikat); Arief Adrianto Rasyid (Tiongkok); Shinta Fitrianti (Inggris, Brazil); Andriadi Pandiatma Rahadi (Kawasan Euro); Argo Hadianto (ASEAN-5); Fian Asri (ASEAN-5); Shanty Nathalia Margaretha (Jepang, ASEAN-5); Sonya Clarissa (India, ASEAN-5); Devin (Brazil); Kantor Perwakilan Luar Negeri Bank Indonesia New York, London, Tokyo, dan Singapura

Perkembangan Kerja Sama Internasional dan Lembaga Internasional

Bambang Satya Permana dan Rien Ayu Maharani (Kerja Sama Regional); Pingki Rita Dewi dan Adif Aljhosa Niarto (Kerja Sama Multilateral).

Artikel

Sari Hadiyati Binhadi dan Shinta Fitrianti (Kebijakan Moneter: Apakah Berdampak pada Inequality); Shanty Nathalia Margaretha (Kebijakan Moneter, Aging Population, dan Intermediasi Perbankan Jepang).

Lampiran, Tabel, dan Grafik

Devin

