



Macro Strategy and Fixed Income Juli 2023

Tabir penghalang *bullish rally* obligasi: *Mismatch* suku bunga Vs. inflasi

Lionel Priyadi

Your Lifelong
Investment Partner

www.samuel.co.id



Fundamental Makro Global

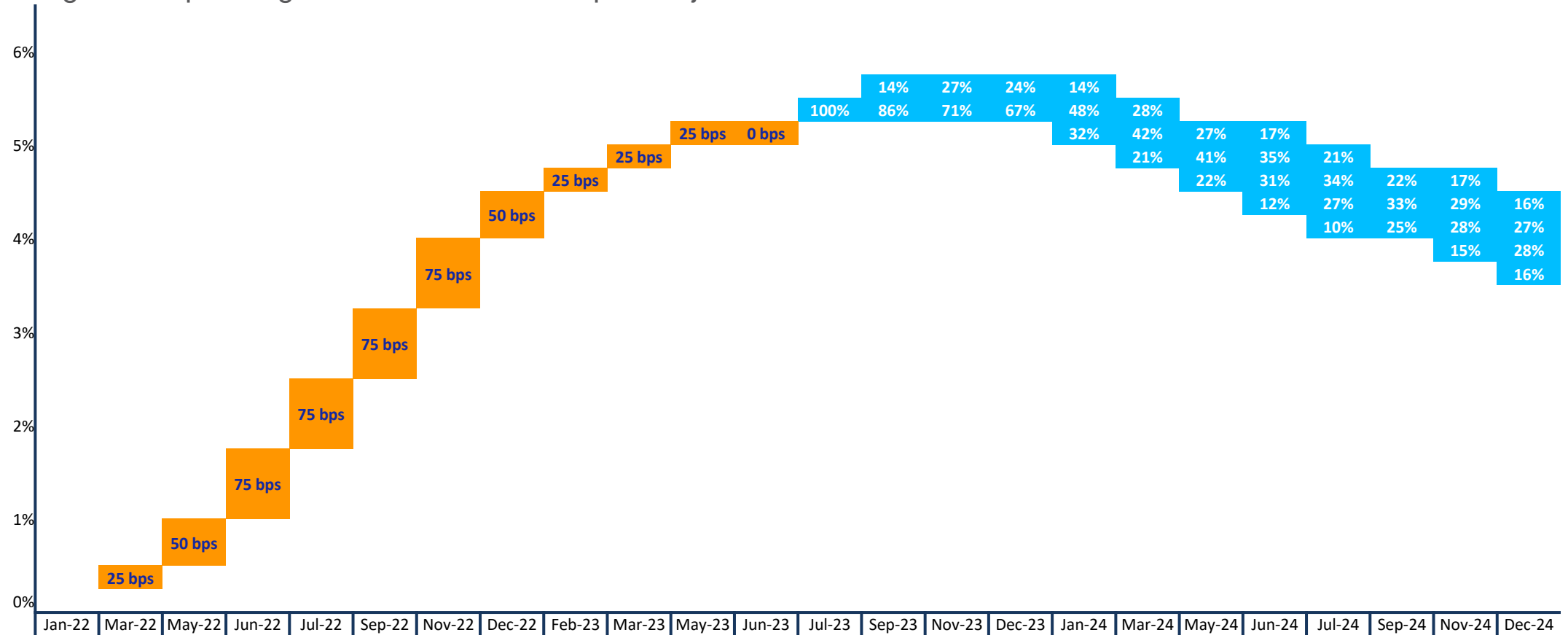
Pandangan Kami

Penurunan inflasi inti CPI AS pada bulan Juni yang lebih rendah dari konsensus membuka peluang bagi para bank sentral di Asia untuk memulai *rate cuts cycle* lebih awal

- Kami mengubah skenario utama kami dari *no rate hike* menjadi *1X25 bps hike*.
- Meskipun ada *upside risk* kenaikan suku bunga terminal Fed kedua di 4Q23, kami melihat kemungkinan tersebut kecil karena deselerasi inflasi inti CPI AS yang cukup tajam pada bulan Juni.
- Menurut kami, pemulihan ekonomi di Tiongkok yang rentan akan memicu percepatan *rate cuts cycle* oleh PBOC yang akan memicu *rate cuts* di Asia Timur dan Tenggara.
- Kami juga melihat potensi intervensi PBOC untuk menjaga kestabilan USD/CNY di rentang CNY 7-7.3 per USD yang akan menjadi katalis positif bagi stabilitas nilai tukar di Asia Timur maupun Tenggara.

Ekspektasi pasar mengerucut ke skenario kenaikan suku bunga terminal 1X25 bps pada bulan ini

Rate cuts cycle the Fed diperkirakan akan dimulai pada bulan Maret atau Mei 2024 dengan total pemangkasan sebesar 6X25 bps menjadi 4% untuk FY24



Source: CME Group, Federal Research, SSI Research

Upside risk kenaikan 2X25 bps tetap ada karena sebagian para pejabat Fed tetap bersikukuh



Jerome Hayden Powell (Voting Member)

A strong majority of committee participants expect that it will be appropriate to raise interest rates two or more times by the end of the year ([Bloomberg](#))



Michelle White Bowman (Voting Member)

I believe that additional policy rate increases will be necessary to bring inflation down to our target over time ([Reuters](#))



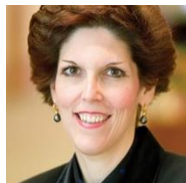
Lorie K. Logan (Voting Member)

In my view, it would have been entirely appropriate to raise the Federal funds target range at the FOMC's June meeting ([Dallas Fed](#))



Christopher Waller (Voting Member)

I see two more 25-basis point hikes in the target range over the four remaining meetings this year as necessary to keep inflation moving toward our target ([Bloomberg](#))



Loretta J. Mester (Non-Voting Member)

My view is that the funds rate will need to move up somewhat further from its current level and then hold there for a while ([Bloomberg](#))

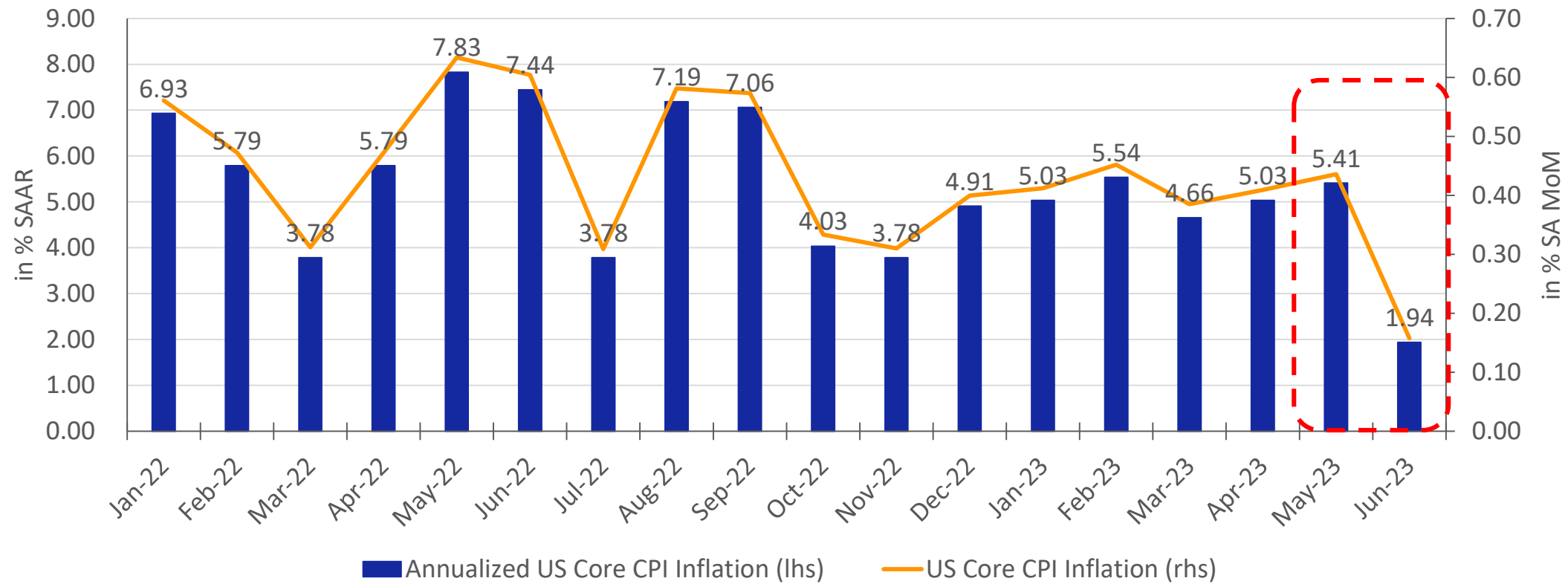


Mary C. Daly (Non-Voting Member)

It's really too early to say that we've declared victory on inflation ... we still have an economy that has a lot of momentum. This is why we continue to say we're going to keep working on rate hikes ([Bloomberg](#))

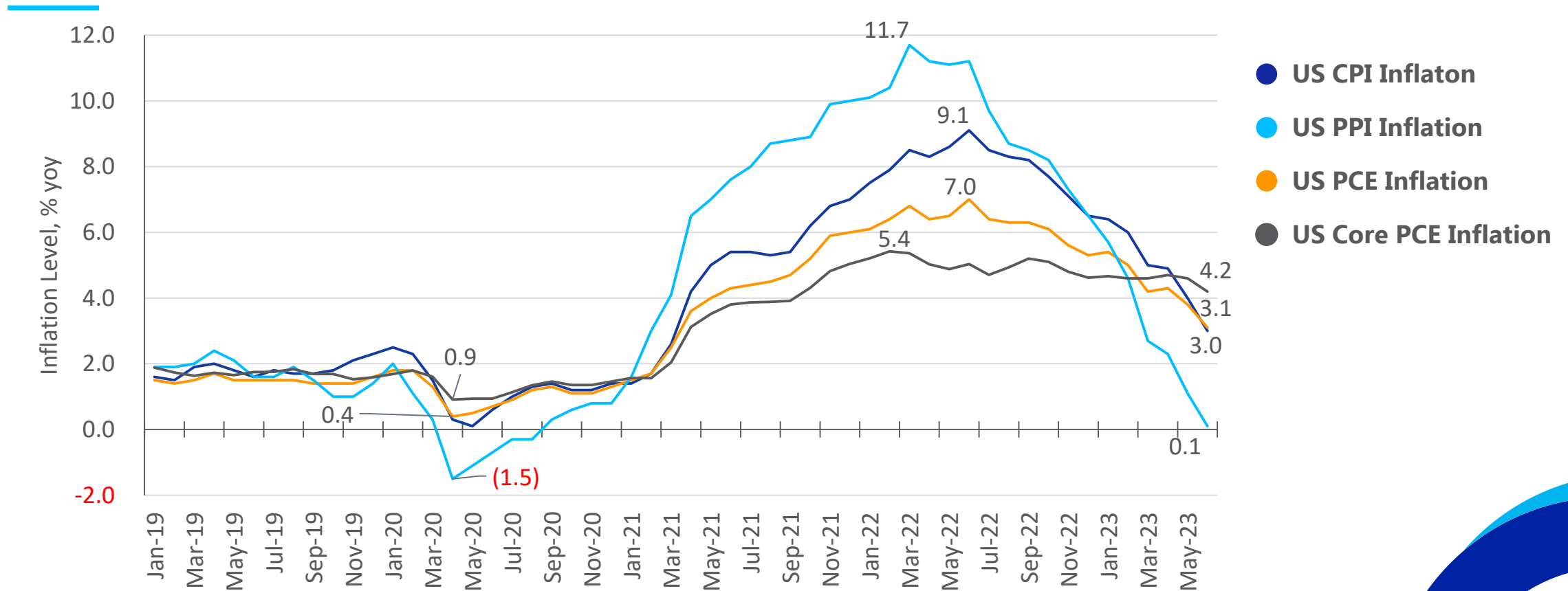
Menurut kami, probabilita kenaikan suku bunga 25 bps Fed kedua pada 4Q23 <math>< 10\%</math> karena momentum disinflasi inflasi inti AS sudah terlihat

Tercermin dari turunnya angka inflasi inti bulanan annualized Juni menjadi 1.94% SAAR (May: 5.41% SAAR)



Source: BLS, Bloomberg, SSI Research

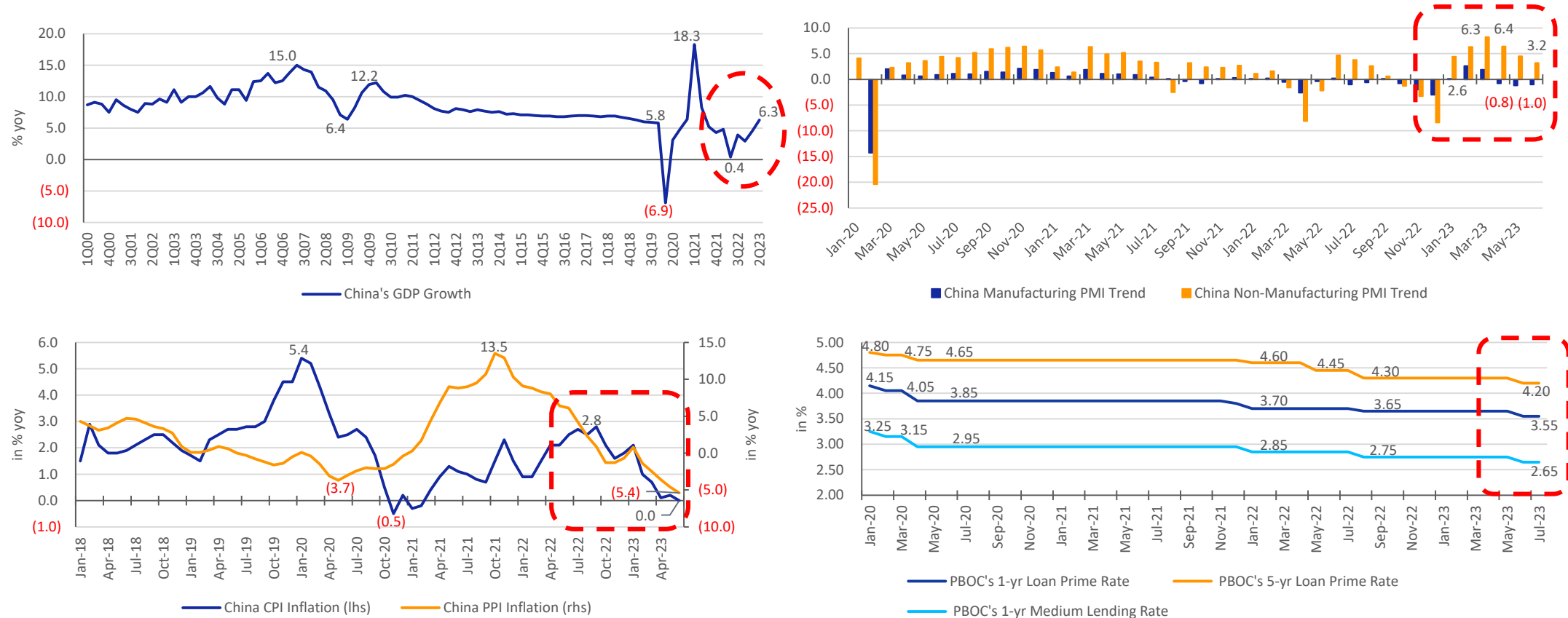
Momentum ini akan berdampak positif terhadap laju penurunan inflasi *headline* dan *core* PCE Juni, yang semakin mendekati proyeksi the Fed sebesar 3.2% dan 3.9% yoy



Source: BEA, BLS, Bloomberg, SSI Research

Sementara itu, tambahan stimulus moneter dibutuhkan untuk menolong pemulihan ekonomi Tiongkok yang rentan

Kenaikan pertumbuhan PDB menjadi 6.3% yoy dibayang-bayangi kontraksi sektor manufaktur dan spiral deflasi



Source: NBSC, PBOC, S&P, Bloomberg, SSI Research

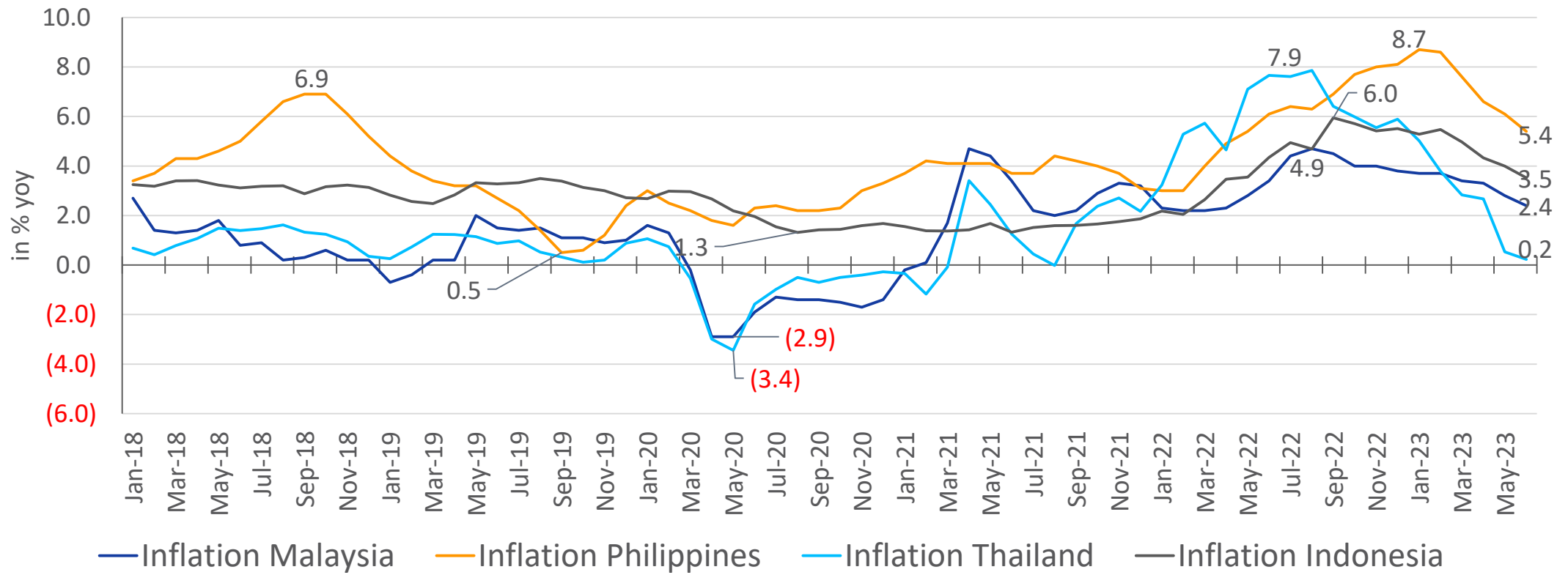
Risiko depresiasi nilai tukar Asia, termasuk USD/IDR, akibat *rate cuts* Tiongkok terkendali karena kebijakan intervensi PBOC di CNY 7.3 per USD



Source: Reuters, Bloomberg, SSI Research

Kondisi inflasi di Asia Tenggara semakin kondusif untuk memulai siklus pemangkasan suku bunga

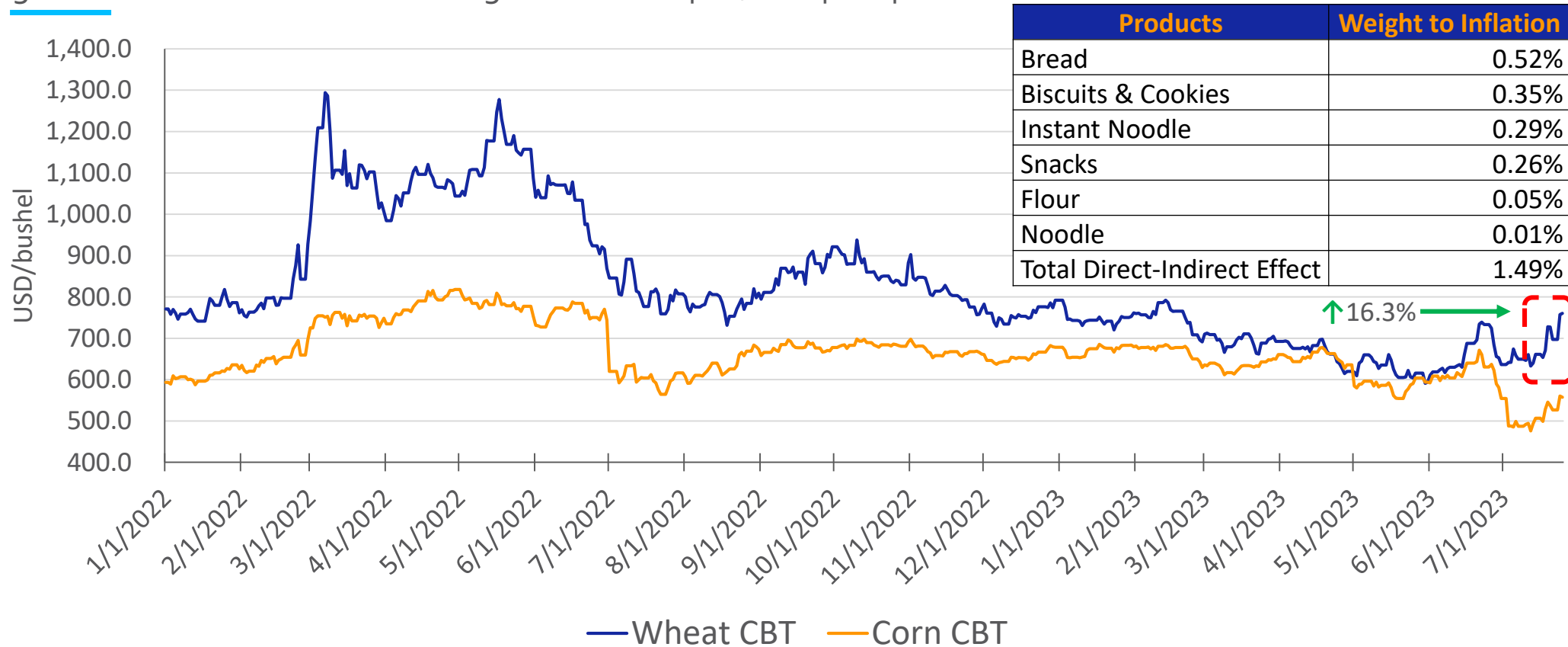
Kecuali di Filipina, inflasi Indonesia, Malaysia, dan Indonesia sudah berada di dalam rentang target bank sentral masing-masing 2-4% atau bahkan lebih rendah



Source: S&P, Bloomberg, SSI Research

Risiko inflasi dari serangan militer Rusia ke fasilitas gandum Ukraina setelah mundur dari *Black Sea Grain Initiative*

Dampak inflasi dari serangan tersebut ke Indonesia dan Asia baru akan dirasakan bila kenaikan harga gandum global bertahan selama minimal tiga bulan ke depan, saat para produsen melakukan *restock* inventori



Source: Bloomberg, SSI Research

Fundamental Makro Indonesia

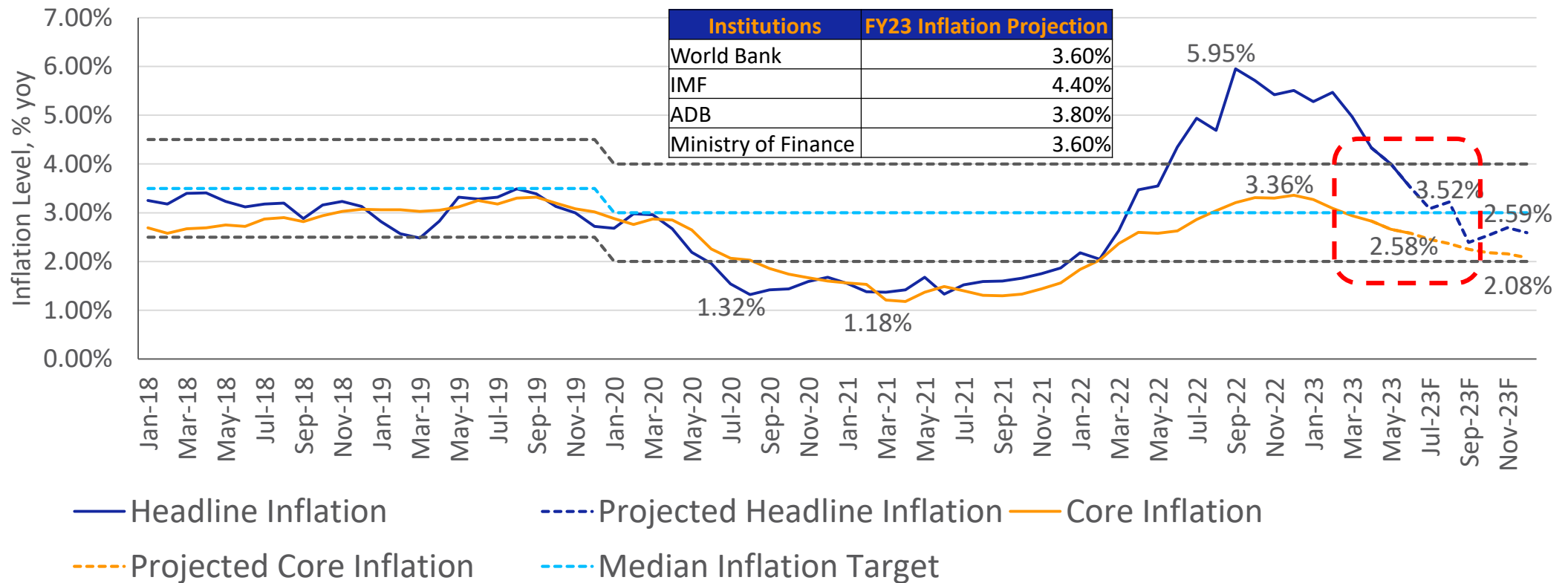
Pandangan Kami

Pemangkasan suku bunga diperlukan untuk memperbaiki *mismatch* antara inflasi dan suku bunga yang berdampak negatif terhadap potensi *bullish rally* di pasar obligasi

- Menurut kami, keragu-raguan untuk memulai pemangkasan suku bunga disebabkan oleh ketakutan terhadap potensi inflasi tinggi, seperti yang tercermin dalam proyeksi sejumlah lembaga internasional.
- Kami melihat dampak *fear factor* yang muncul akibat depresiasi USD/IDR dalam dua bulan terakhir sudah mulai berlalu setelah rilis data inflasi CPI Amerika Serikat.
- *Mismatch* suku bunga Vs. inflasi menimbulkan distorsi di pasar obligasi, tercermin dari *yield* INDOGB 10Y yang lebih rendah dari *floor* suku bunga JIBOR 1 bulan.
- Padahal kondisi fundamental APBN serta keseimbangan penawaran dan permintaan obligasi mengindikasikan *bullish market*.

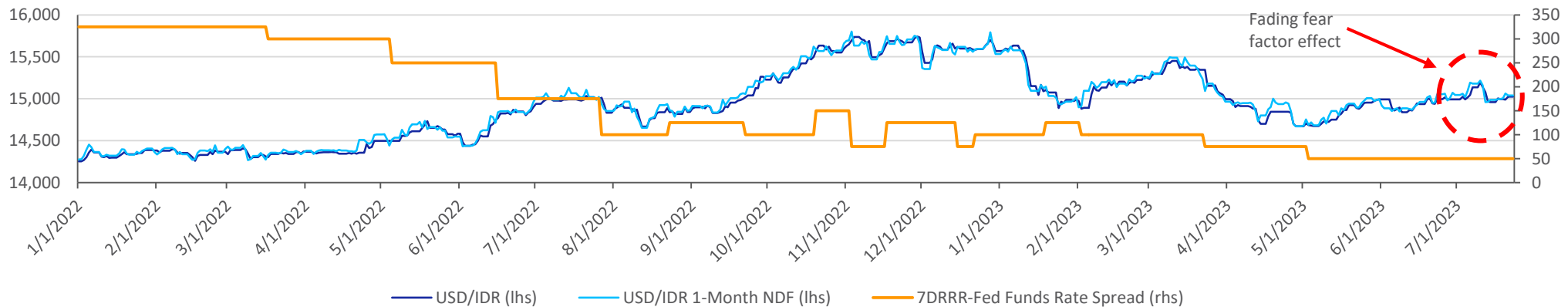
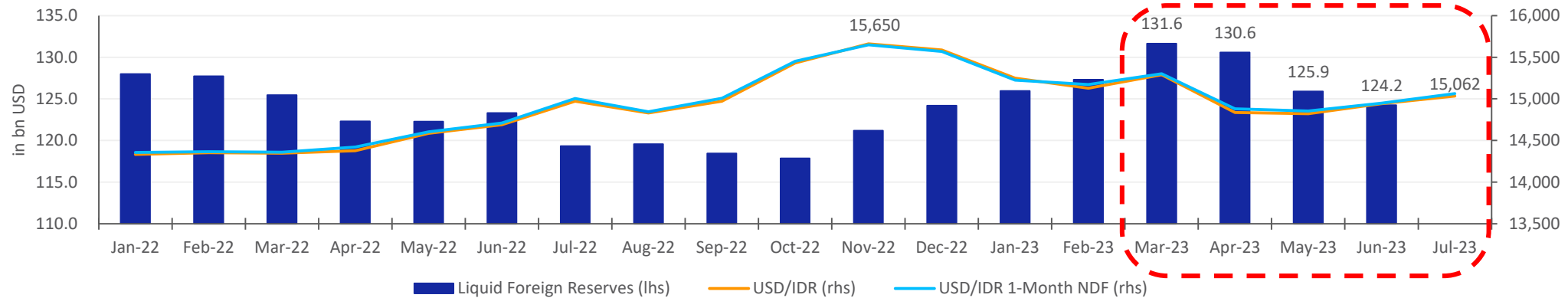
Ekspektasi inflasi tinggi untuk FY23 tidak sesuai lagi dengan perkembangan inflasi terkini

Tingkat inflasi Juni tercatat lebih rendah dari proyeksi inflasi pemerintah maupun sejumlah lembaga internasional, bahkan bisa lebih rendah lagi setelah September akibat hilangnya efek kenaikan harga BBM bersubsidi tahun lalu



Source: BPS, MOF, IMF, WB, ADB, Bloomberg, SSI Research

Dampak *fear factor* dari tekanan depresiasi Rupiah masih ada, tetapi sudah mulai mereda sejak rilis data inflasi CPI AS untuk bulan Juni



Source: Bank Indonesia, Federal Reserve, Bloomberg, SSI Research

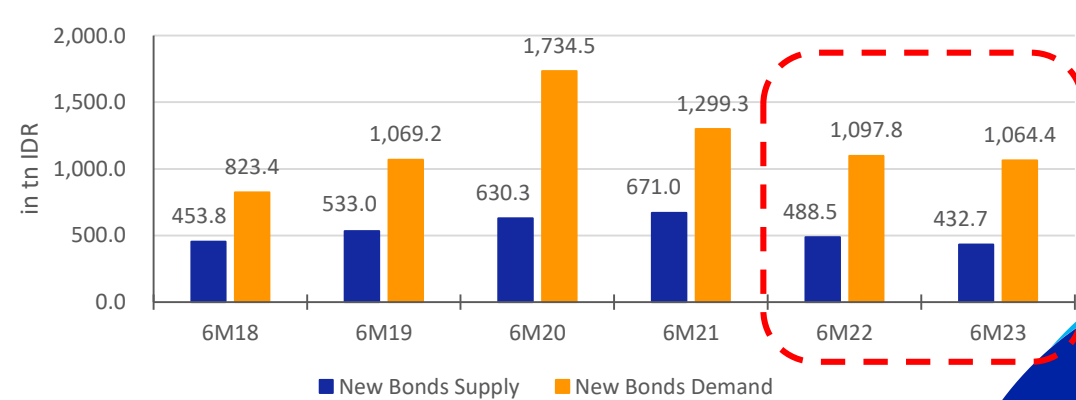
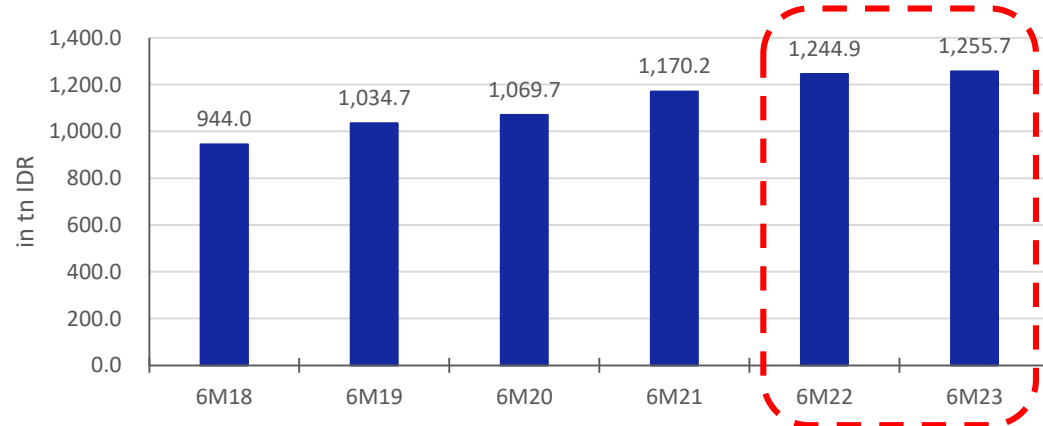
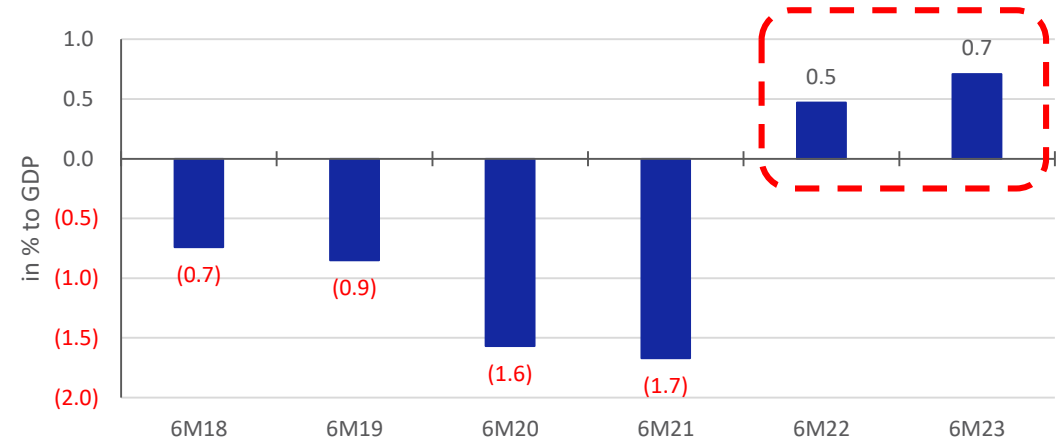
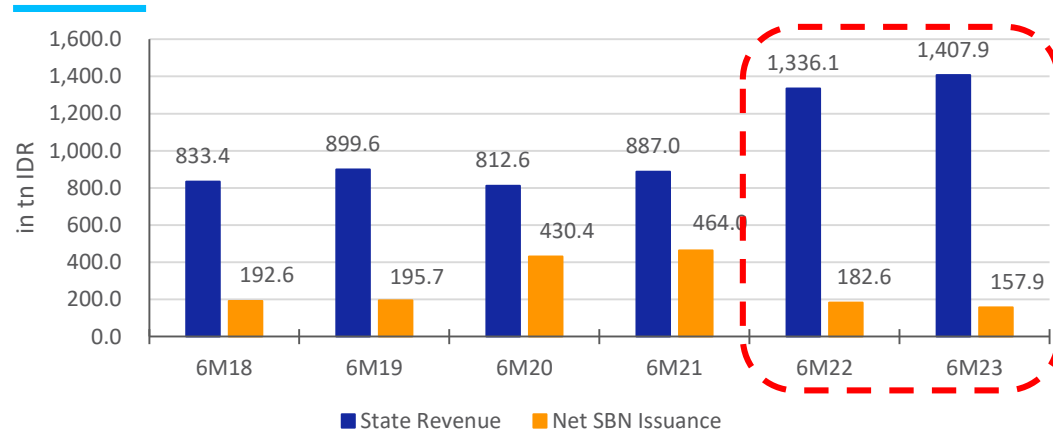
Rate cuts diperlukan untuk memperbaiki anomali *yield* INDOGB 10Y lebih rendah daripada suku bunga JIBOR 1M yang terjadi sejak April

Anomali ini hanya pernah terjadi dua kali dalam 20 tahun terakhir, yaitu Januari-November 2006 dan selama 2 bulan terakhir



Source: Bank Indonesia, IDX, Bloomberg, SSI Research

Realisasi APBN 1H23 menunjukkan kecenderungan *bullish* yang kuat akibat tingginya tingkat permintaan ditengah kebutuhan utang pemerintah yang turun karena *commodity windfall*



Source: MOF, Bloomberg, SSI Research

SSI Forecast Table

Indicators (% yoy)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
Real GDP (NSA % qoq)	(1.0)	3.7	1.8	4.0	(0.9)	3.4	1.7	0.6	(0.8)	3.5	1.4	0.8			
Real GDP	5.0	5.4	5.7	5.0	5.0	4.6	4.5	4.7	4.8	5.0	4.7	5.0	5.3	4.7	4.9
Unemployment rate (% nsa)	5.8	5.8	5.9	5.9	5.5	5.5	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0	5.9	5.3	5.0
Consumer price	2.6	4.4	6.0	5.5	5.0	3.5	2.4	2.6	2.7	3.1	3.3	3.3	5.5	2.6	3.3
Current account balance (% to GDP)	0.2	1.1	1.3	1.3	0.9	(1.3)	(0.9)	(1.1)	(0.7)	(1.9)	(1.3)	(1.6)	1.0	(0.6)	(1.4)
12M rolling sum	0.4	0.9	0.8	1.0	1.2	0.5	(0.1)	(0.6)	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)			
Fiscal balance (% to GDP)	0.1	0.5	0.3	(2.4)	0.6	0.7	(1.3)	(2.5)	(0.7)	(1.3)	(1.9)	(2.6)	(2.4)	(2.5)	(2.6)
Policy rate, 7 day reverse repo rate (%)	3.50	3.50	4.25	5.50	5.75	5.75	5.50	5.25	4.75	4.25	4.25	4.25	5.50	5.25	4.25
10-year government bond yield (%)	6.74	7.22	7.37	6.94	6.79	6.26	6.20	6.00	5.80	5.50	5.70	5.60	6.94	6.00	5.60
Exchange rate (USD/IDR)	14,369	14,898	15,228	15,568	14,995	14,993	14,700	14,900	15,000	14,900	14,800	14,700	15,568	14,900	14,700

Source: Bank Indonesia, BPS, Bloomberg, SSI Research

Analisis Intermarket

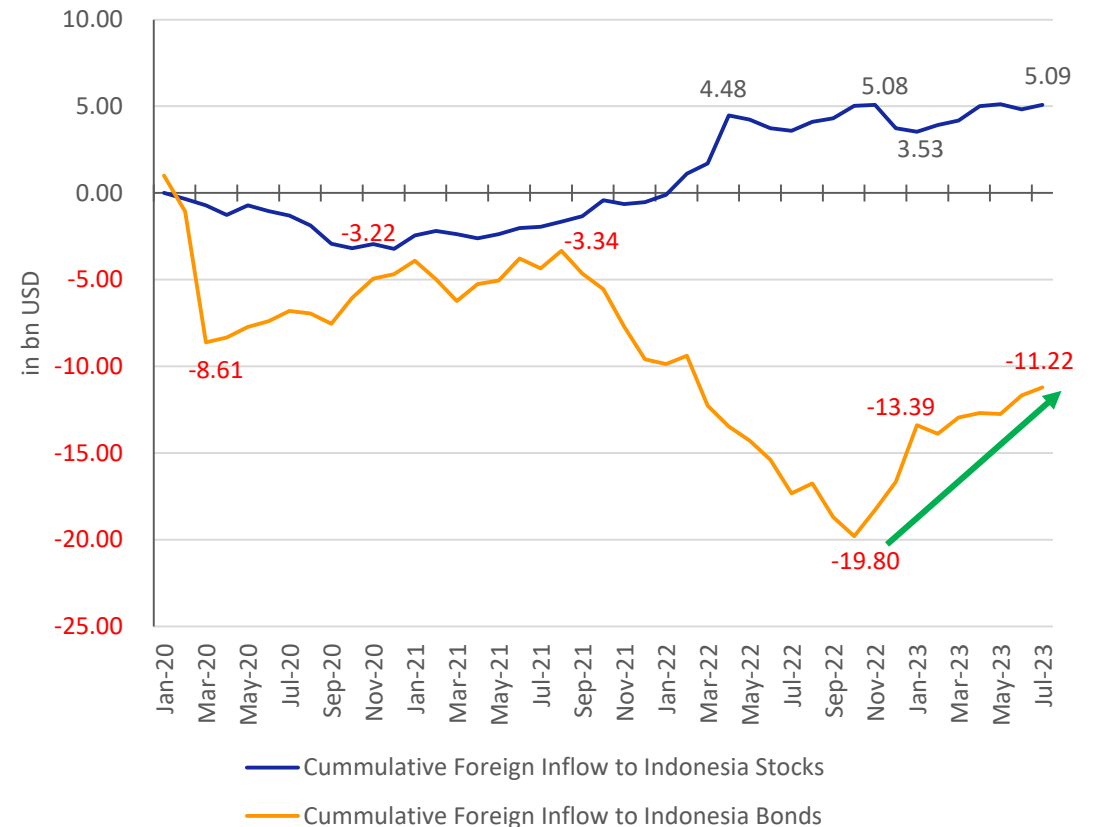
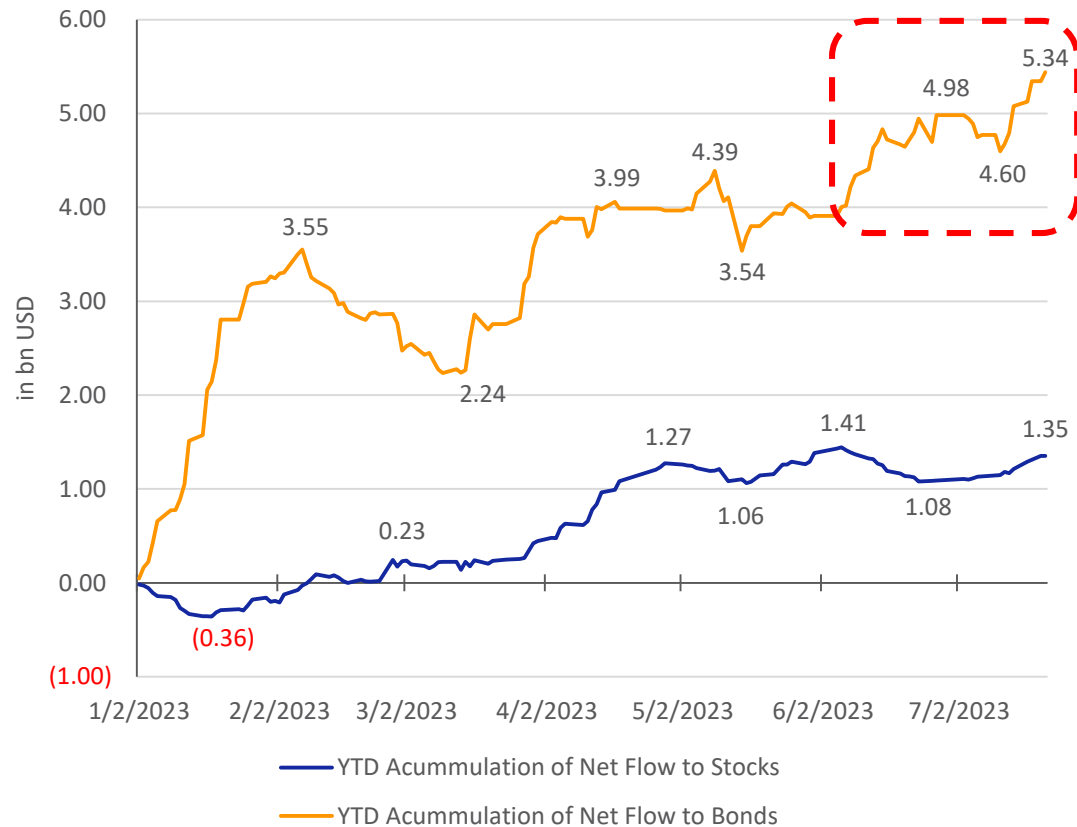
Pandangan Kami

Kami mempertahankan rekomendasi ***overweight*** untuk instrumen **INDOGB tenor 2Y, 10Y, dan 15Y** serta menambah instrumen **INDON tenor 2Y** ke dalam rekomendasi untuk mengantisipasi dimulainya BI *rate cuts* pada 2H23

- Selain mengantisipasi dimulainya pemangkasan suku bunga BI, rekomendasi ini dibuat dengan mempertimbangkan:
 - a) Kuatnya sentimen *bullish* investor asing terhadap prospek pasar obligasi domestik walaupun tertahan *floor* suku bunga JIBOR yang terlalu tinggi,
 - b) Korelasi positif INDOGB 15Y Vs. 10Y serta posisi yield INDOGB 15Y yang lebih dekat dengan *floor* JIBOR 1M,
 - c) Potensi pembalikan *bullish flattening* menjadi *bullish steepening* pada instrumen INDOGB 2Y, dan
 - d) Potensi pembalikan kurva yield *inverted* menjadi normal pada instrumen INDON.
- Menurut kami, pasar **sudah memasuki momentum beli**

Sentimen *bullish* investor asing terhadap pasar obligasi Indonesia masih kuat

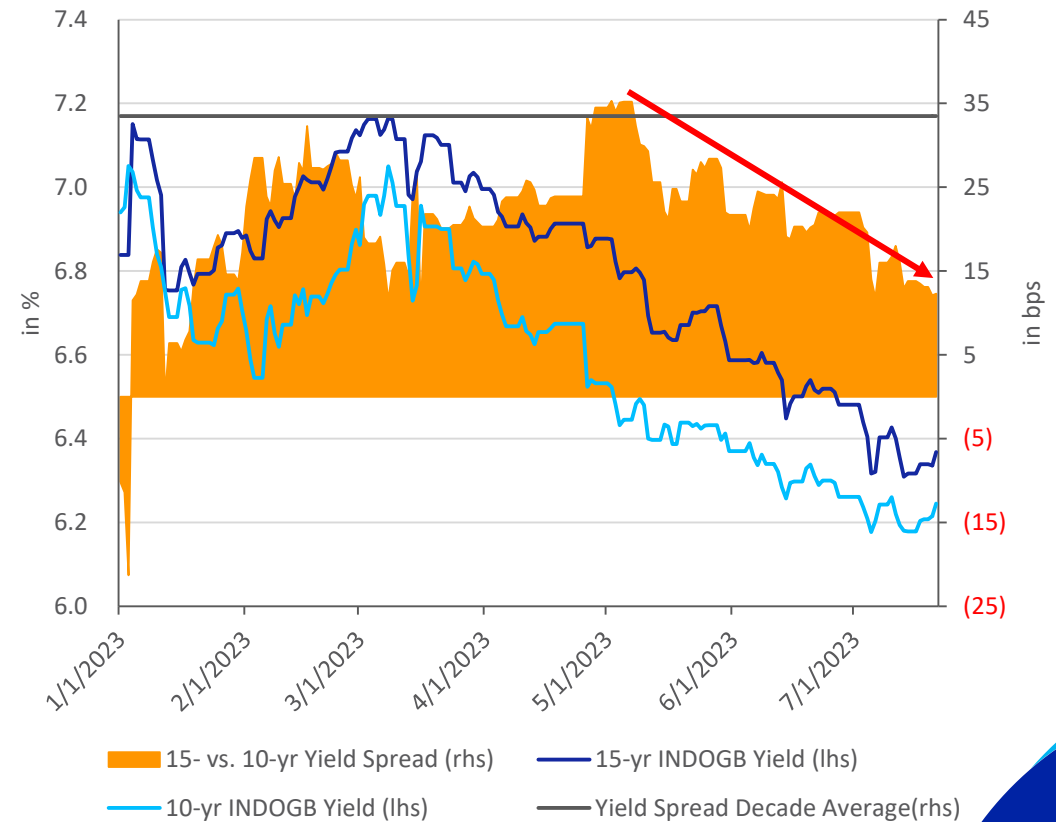
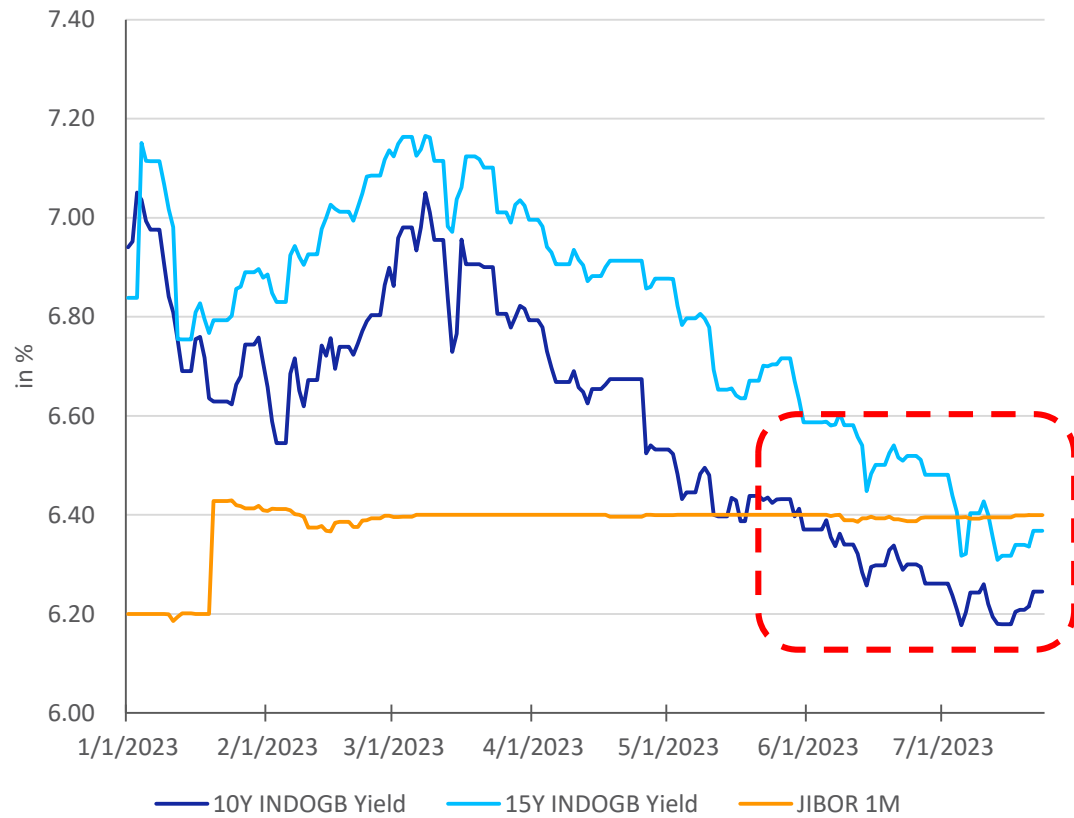
Tercermin dari arus masuk modal asing dalam 2 bulan terakhir serta sejak Oktober 2022



Source: DJPPR, IDX, Bloomberg, SSI Research

Overweight INDOGB 10Y & 15Y

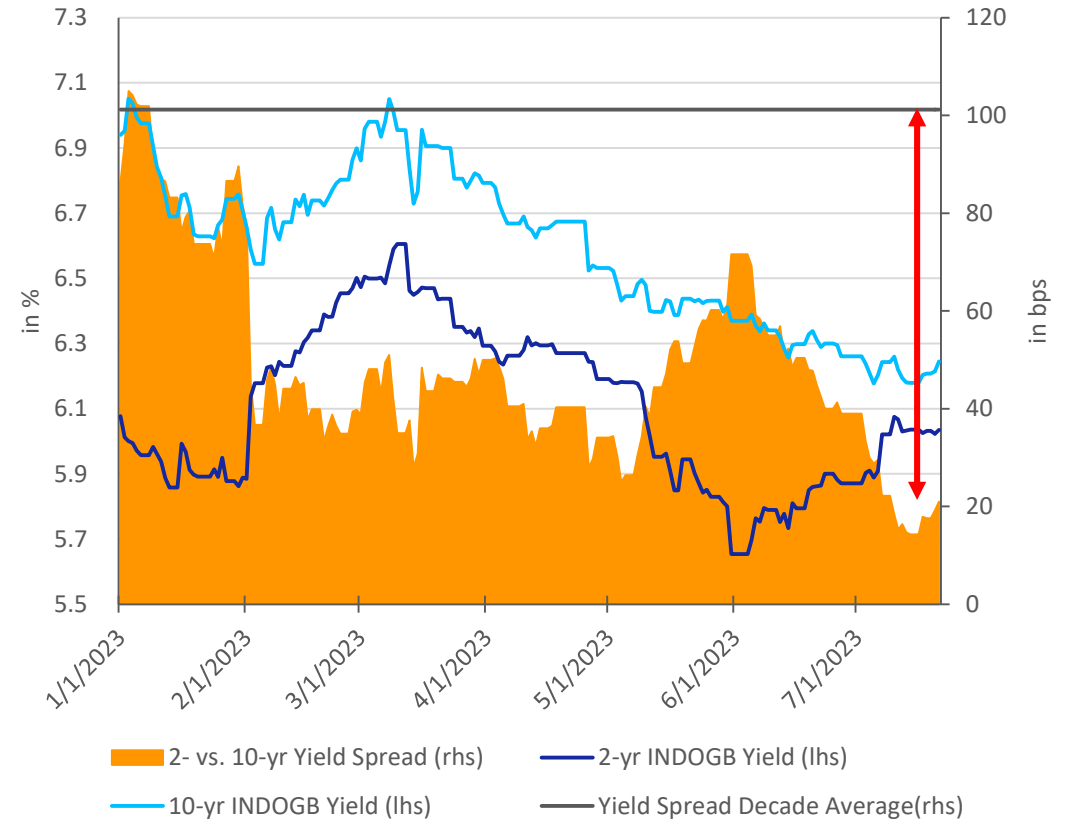
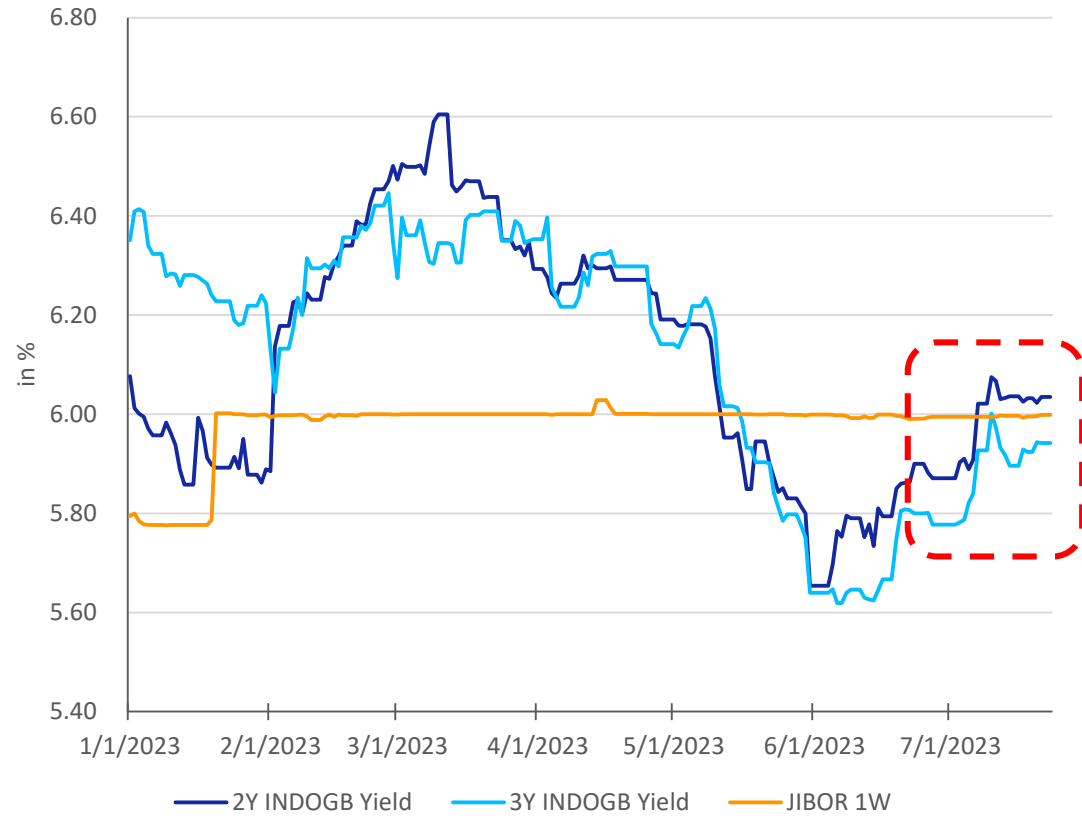
Dengan posisi *yield spread* dan *floor spread* yang lebih menguntungkan untuk 15Y



Source: DJPPR, IDX, Bloomberg, SSI Research

Overweight INDOGB 2Y

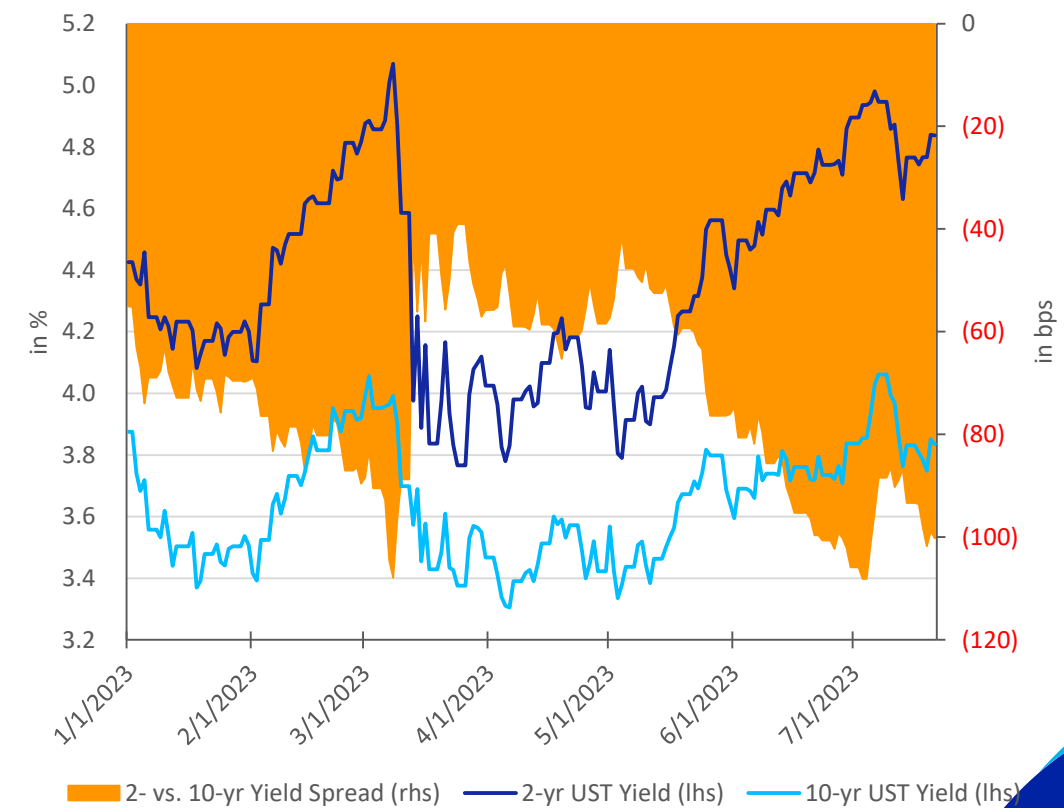
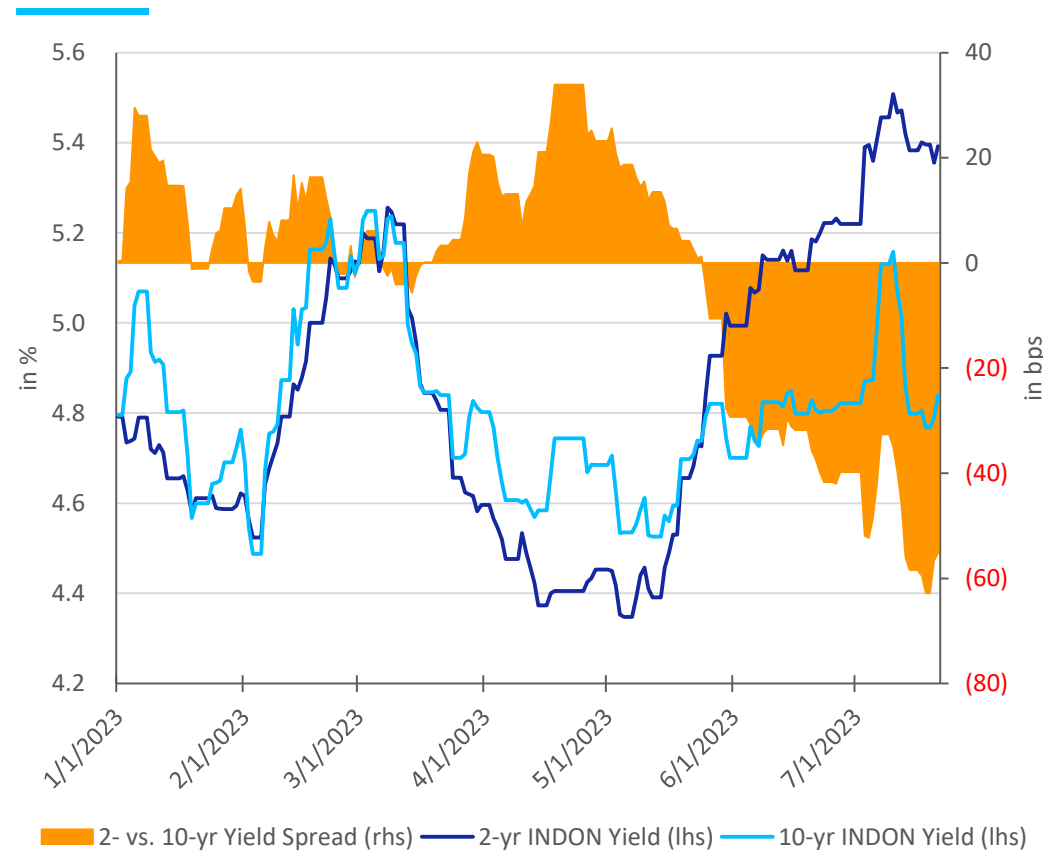
Walaupun tertahan *floor limit* suku bunga JIBOR 1W, ada potensi *bullish steepening* 80 bps dari posisi *yield spread* saat ini dengan rata-rata historis



Source: DJPPR, IDX, Bloomberg, SSI Research

Overweight INDON 2Y

Setelah *yield spread* 2Y Vs. 10Y INDON maupun UST menyentuh titik inverted terendah tahun ini



Source: DJPPR, IDX, Bloomberg, SSI Research



Thank You

Your Lifelong
Investment Partner

Lionel Priyadi

PT Samuel Sekuritas Indonesia

Menara Imperium, 21st Floor, Jl. HR. Rasuna Said Kav. 1

Jakarta 12980, Indonesia

Tel. +62 21 2854 8100 | www.samuel.co.id

 [samuelsekurasindonesia](https://www.instagram.com/samuelsekurasindonesia)

 [samuelsekuras](https://twitter.com/samuelsekuras)

 [SamuelSekurasIndonesia](https://www.youtube.com/SamuelSekurasIndonesia)