



Macro Strategy and Fixed Income Outlook 2024

Euforia Dovish *Pivot Global*

Lionel Priyadi

Your Lifelong
Investment Partner

www.samuel.co.id



Global Macro: *Dovish* *Pivot* The Fed & ECB

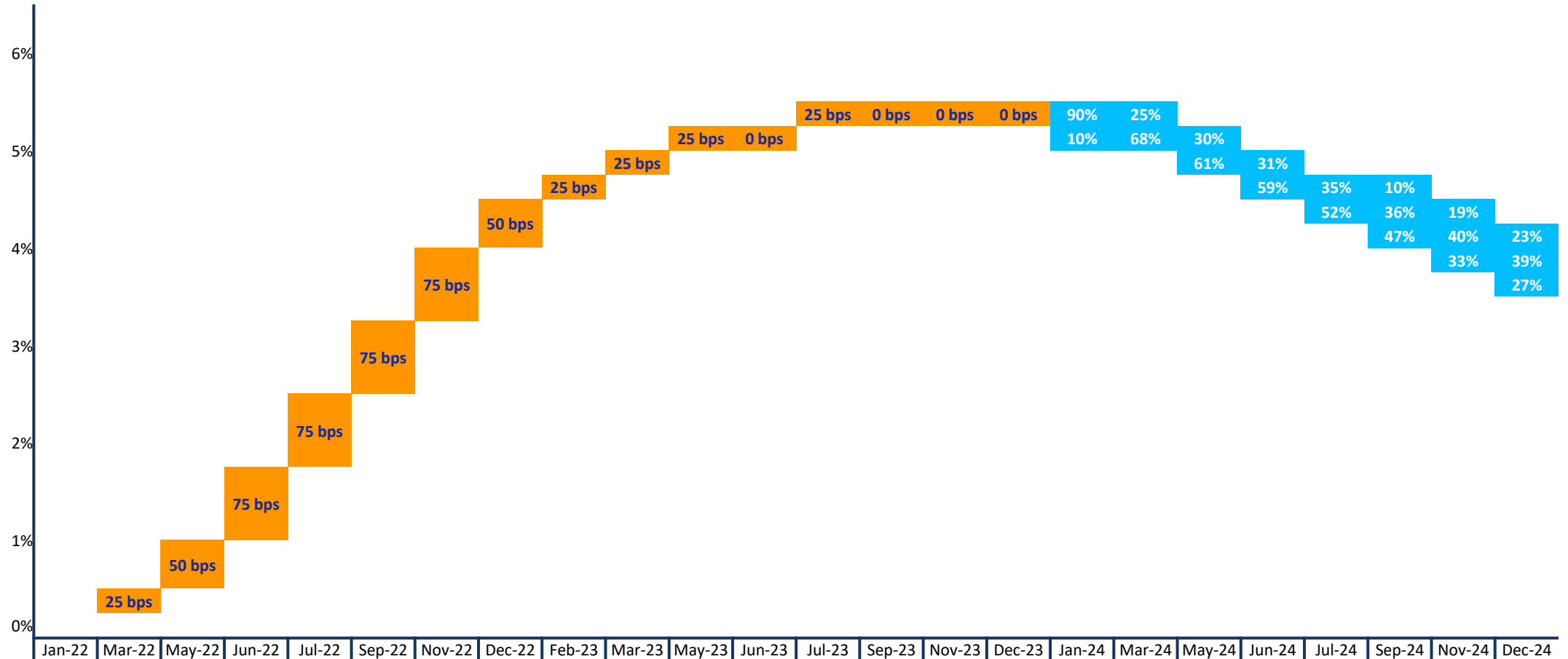
Pandangan Kami

Menurut kami, ekspektasi pasar yang sangat kuat terhadap peluang terjadinya *dovish pivot* di 1Q24 bersifat spekulatif dan berpotensi meningkatkan volatilitas

- Ekspektasi terjadinya *dovish pivot* the Fed pada 1Q24 tetap bertahan, meskipun pengetatan pasar tenaga kerja AS di bulan November terhambat dan momentum disinflasi mengendur akibat berlanjutnya ekspansi di sektor jasa.
- Euforia *dovish pivot* global yang berawal dari Amerika Serikat (The Fed) telah meluas ke zona Euro (ECB) akibat meningkatnya probabilitas resesi global terutama di Eropa.
- Meningkatnya euforia *dovish pivot* di pasar global berpotensi mendorong Jepang (BOJ) untuk mengakhiri kebijakan suku bunga negatif di bulan Januari atau Februari sebelum implementasi *dovish pivot* The Fed.
- Ada kemungkinan *dovish pivot* batal terjadi di 1Q24 bila tekanan inflasi inti PCE bulanan tetap kuat di 2024 dengan rata-rata 0.2% mom atau lebih tinggi, dan hal ini berpotensi memicu volatilitas di pasar finansial global

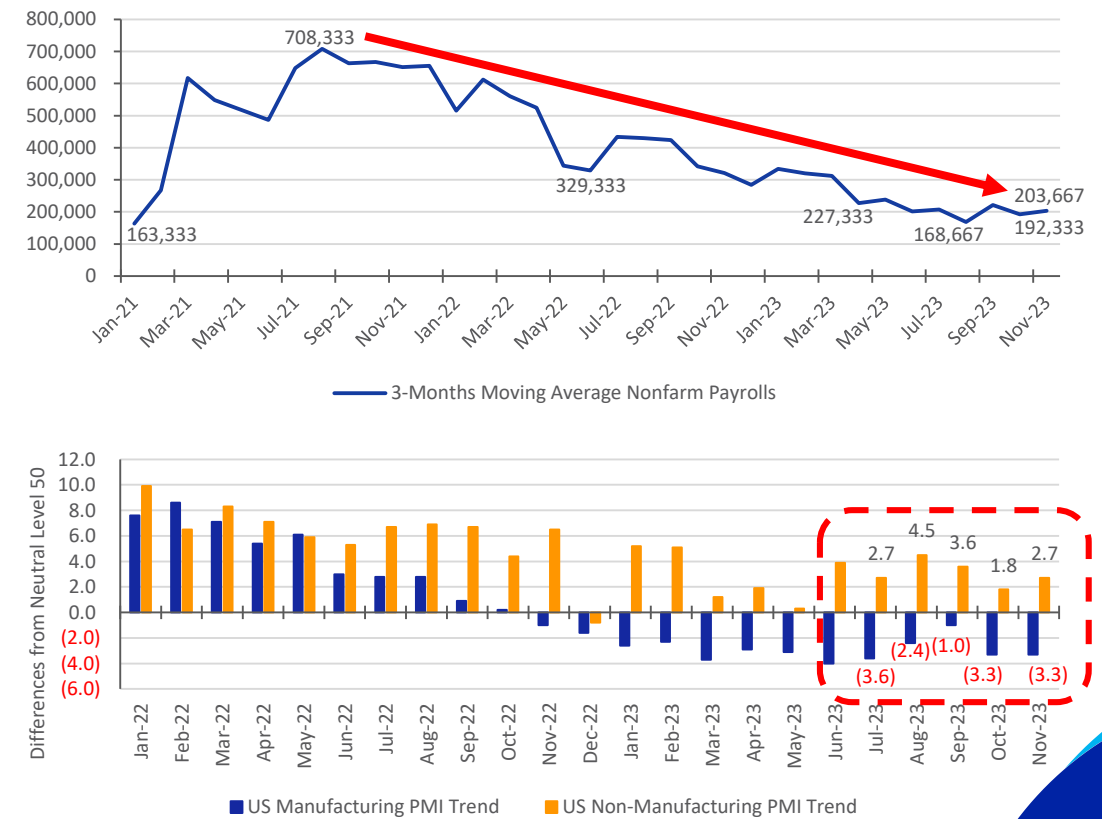
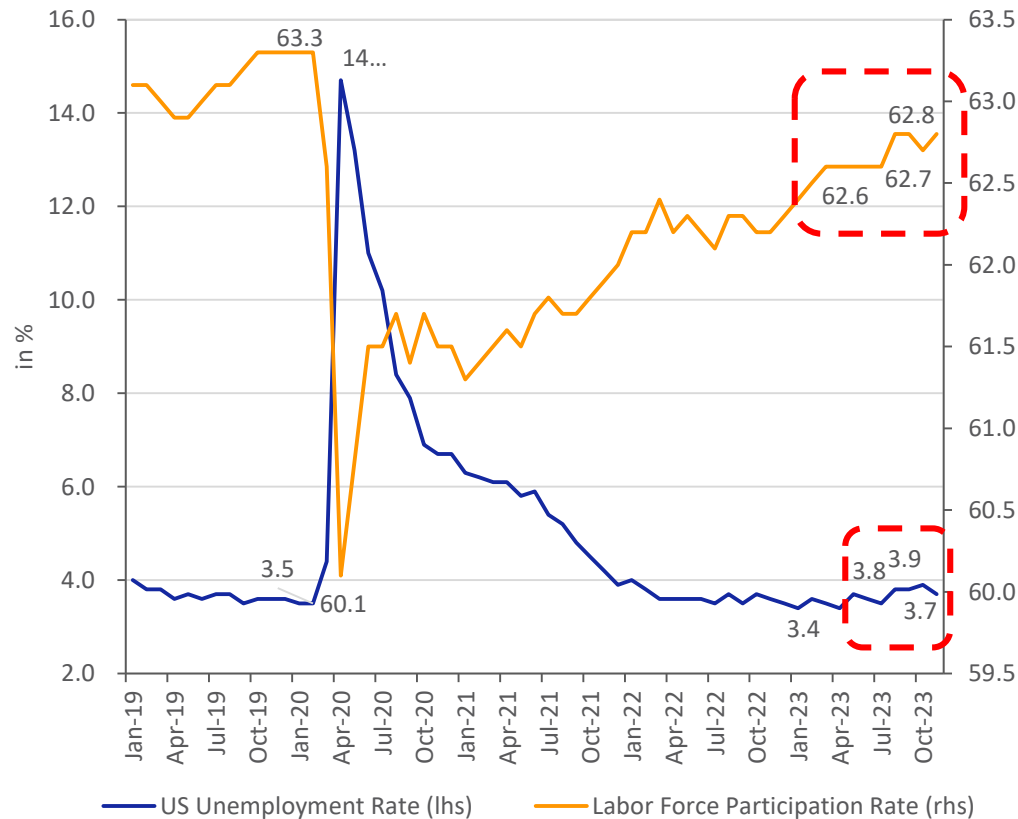
Pasar memperkirakan *dovish pivot* The Fed dimulai pada 1Q24

Proyeksi besaran pemangkasan adalah 150 bps menjadi 3.75-4%



Source: CME Group, Federal Research, SSI Research

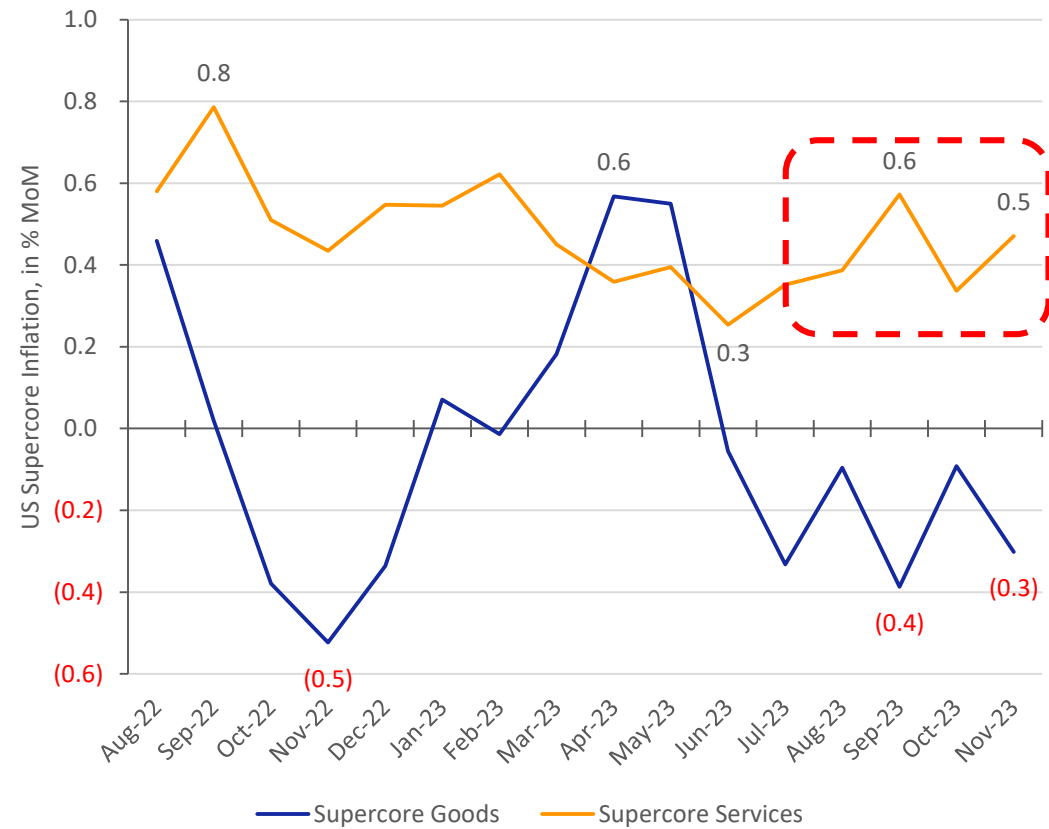
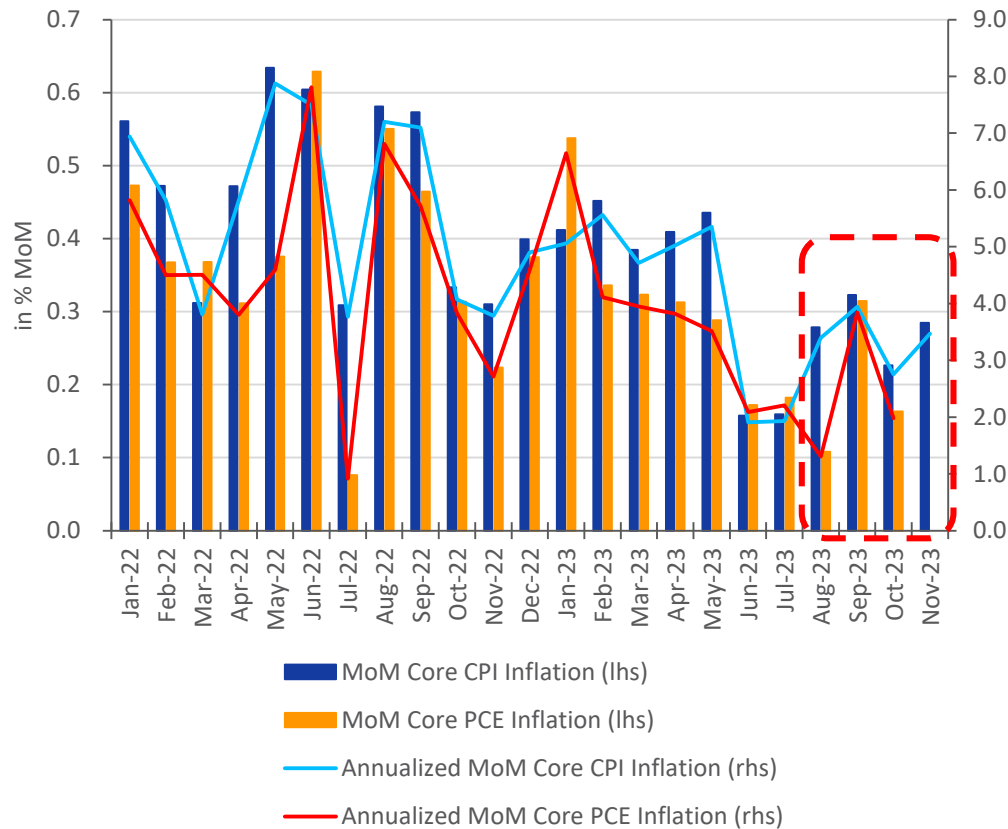
Ekspektasi *dovish pivot* The Fed bertahan, walaupun pengetatan pasar tenaga kerja AS terhambat oleh berlanjutnya ekspansi sektor jasa, yang juga menjadi sinyal kuat terjadinya *soft landing* di 1H24



Source: BLS, ISM, Bloomberg, SSI Research

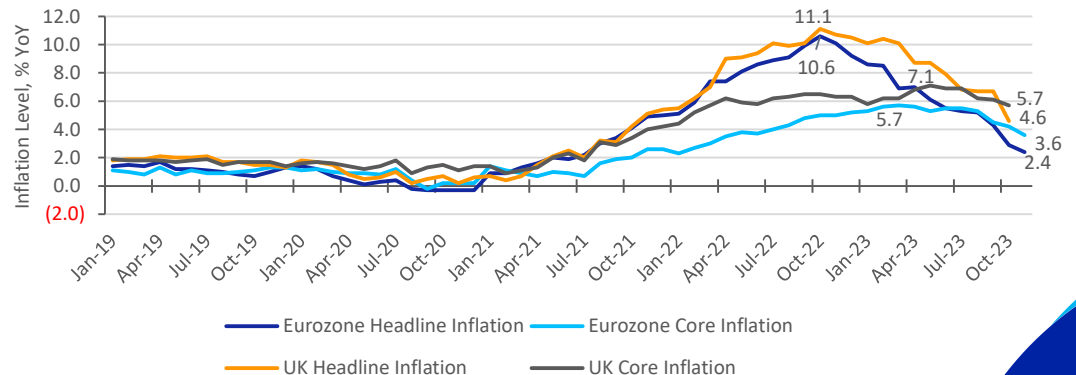
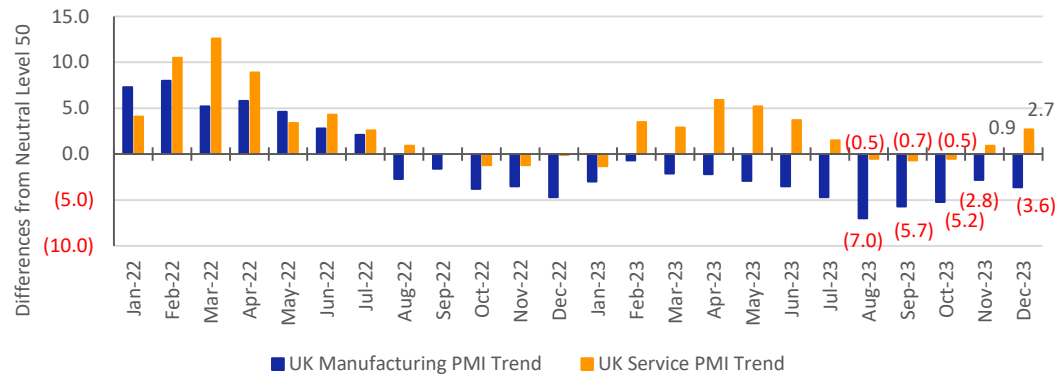
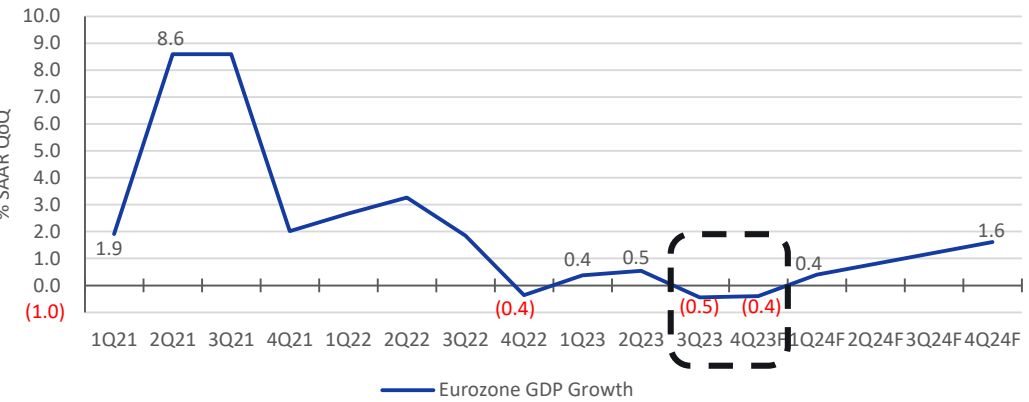
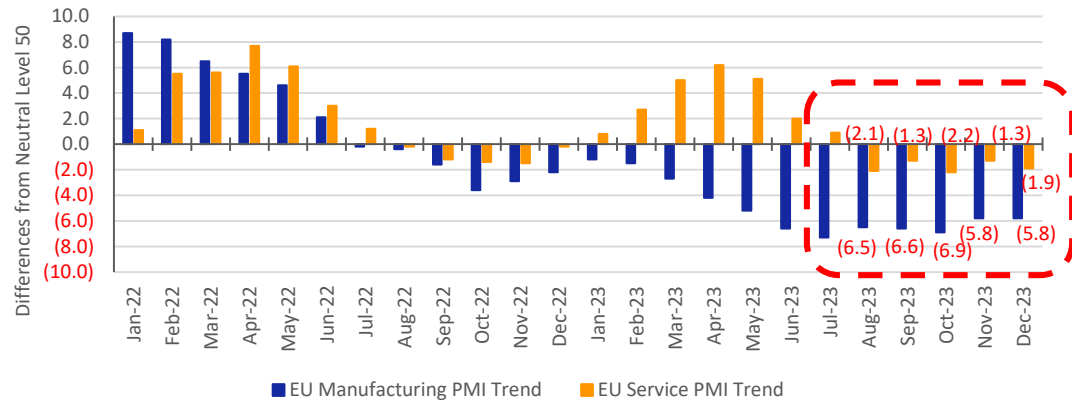
Berlanjutnya ekspansi sektor jasa AS juga memperlemah momentum disinflasi di bulan November melalui tingginya inflasi *supercore* jasa

Namun, optimisme para pelaku pasar terhadap *dovish pivot* The Fed di 1Q24 tidak tergoyahkan oleh hal ini



Source: BEA, BLS, Bloomberg, SSI Research

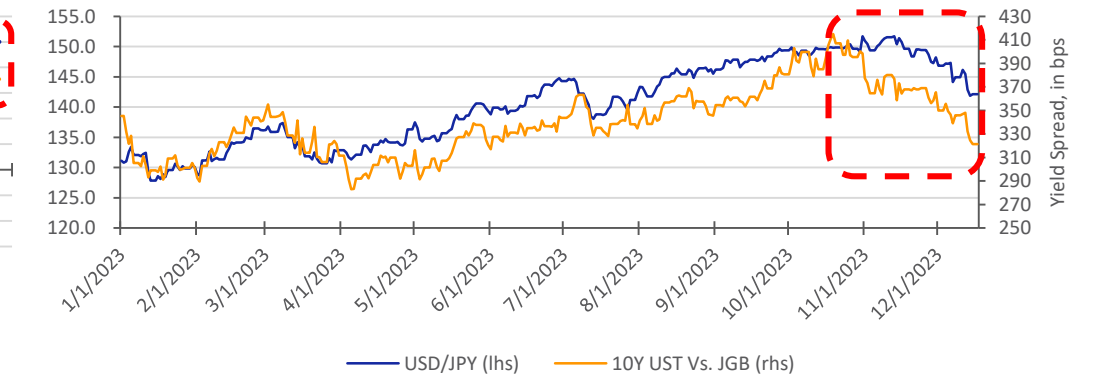
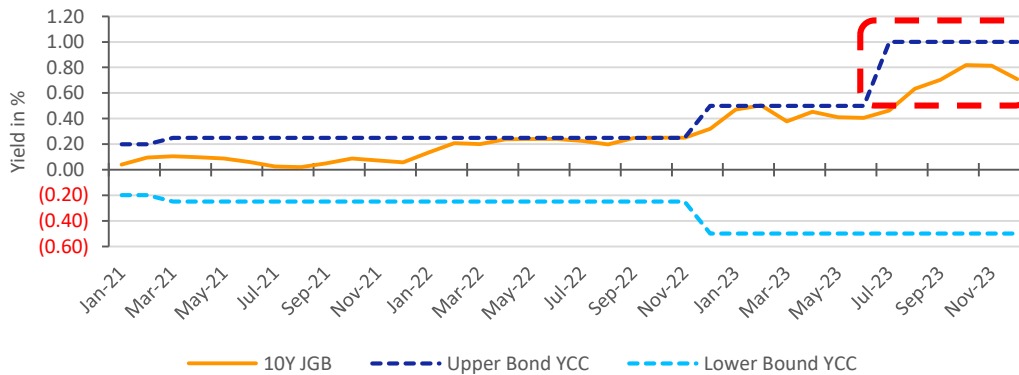
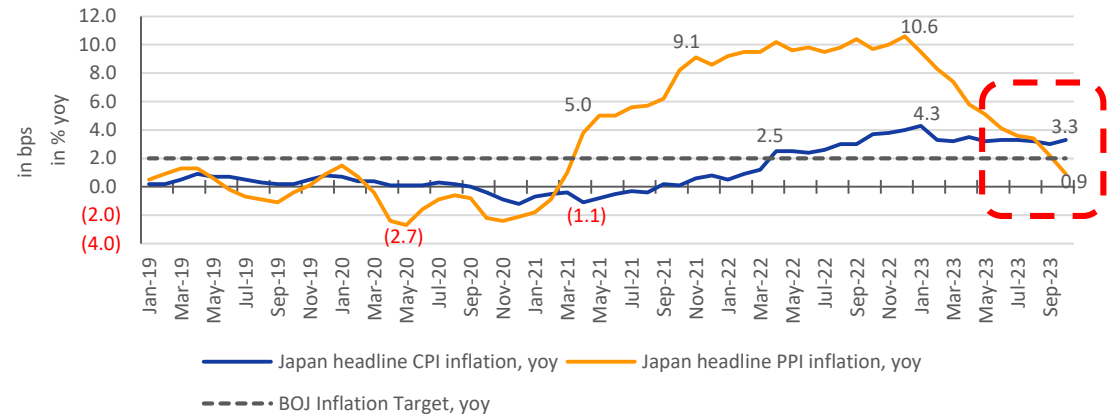
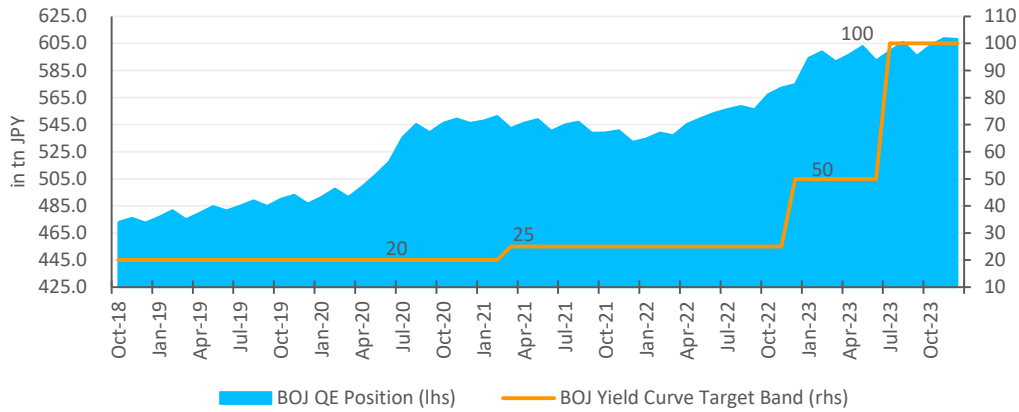
Ekspektasi *dovish pivot* juga meluas ke Eropa akibat kuatnya sinyal-sinyal resesi di 2H23, meskipun ECB membantah peluang dibahasnya pemangkasan suku bunga acuan dalam waktu dekat



Source: Eurostat, S&P, ONS, Bloomberg, SSI Research

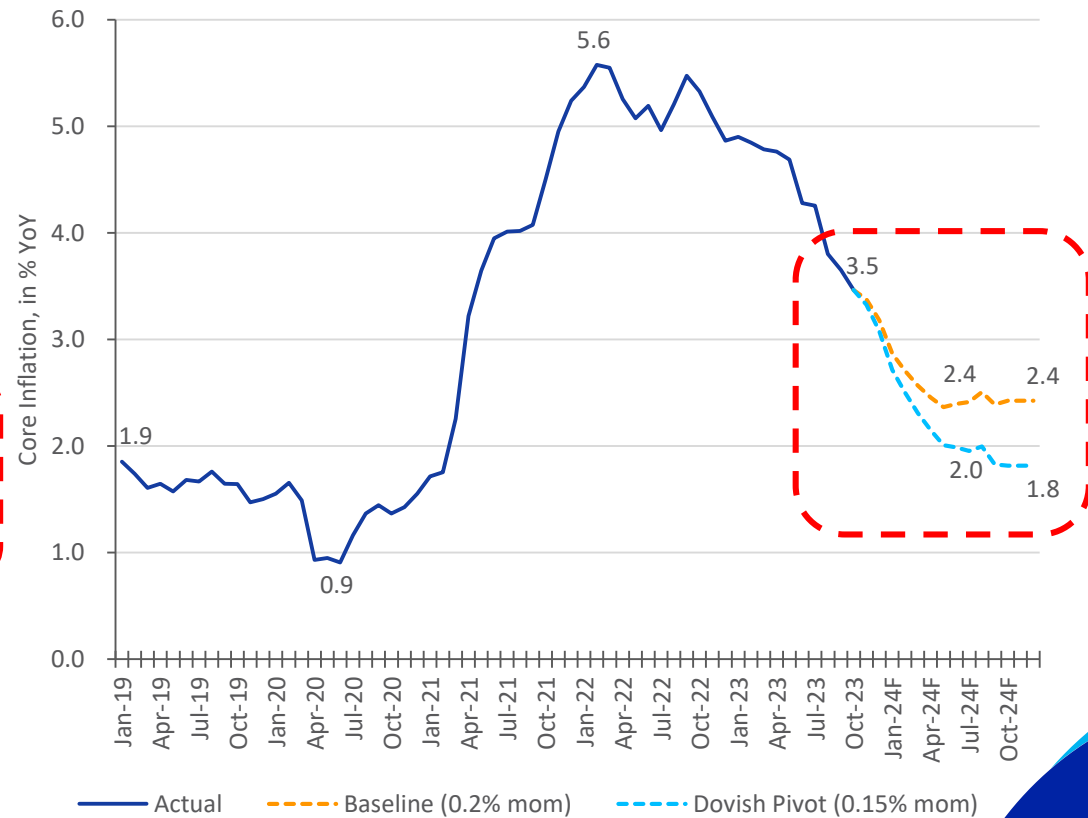
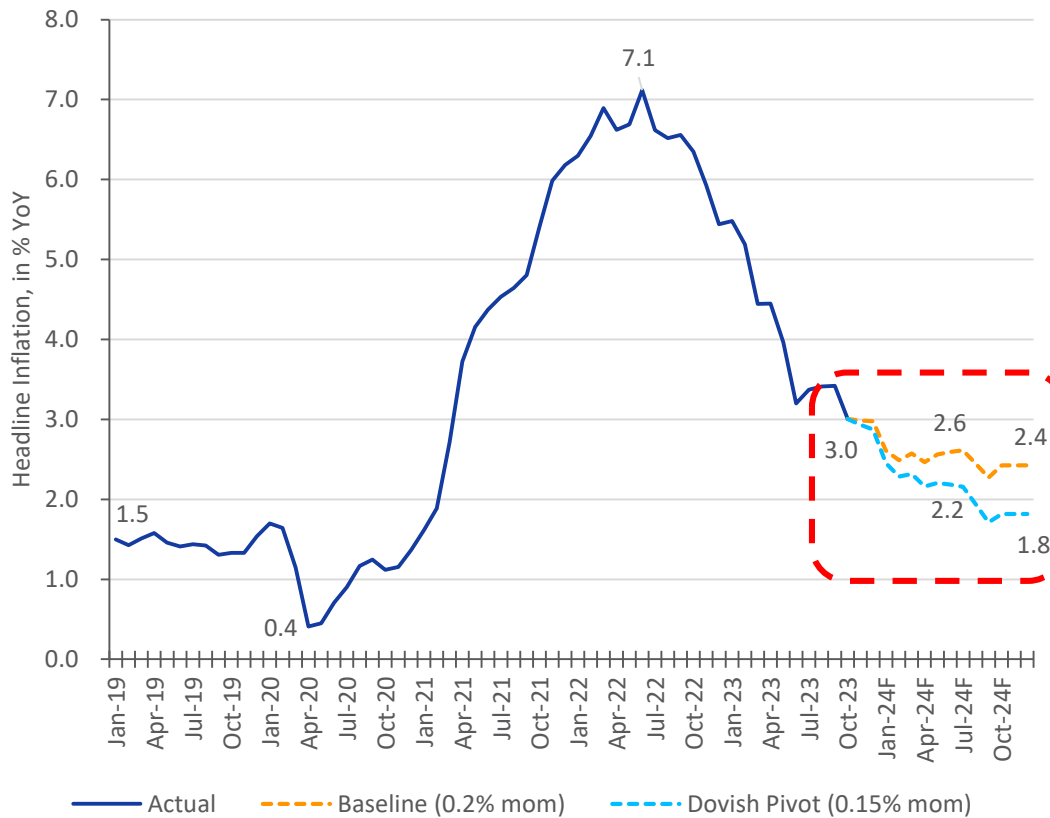
Euforia *dovish pivot* global menjadi tekanan bagi BOJ untuk mengakhiri kebijakan suku bunga negatif seiring normalisasi inflasi Jepang

BOJ juga perlu mengakhiri kebijakan suku bunga negatif untuk menaikkan yield 10Y JGB menuju batas atas YCC (1%), sehingga mengurangi tekanan apresiasi terhadap JPY yang disebabkan aksi beli UST dan JGB



Source: BOJ, MIC, Bloomberg, SSI Research

Euforia *dovish pivot* bersifat spekulatif karena keberhasilan skenario tersebut harus didukung oleh normalisasi inflasi di AS dengan rerata laju inflasi bulanan PCE (*headline & core*) $\leq 0.15\%$ mom



Source: BEA, Bloomberg, SSI Research

Indonesian Macro: *Overheating* & Defisit Neraca Berjalan

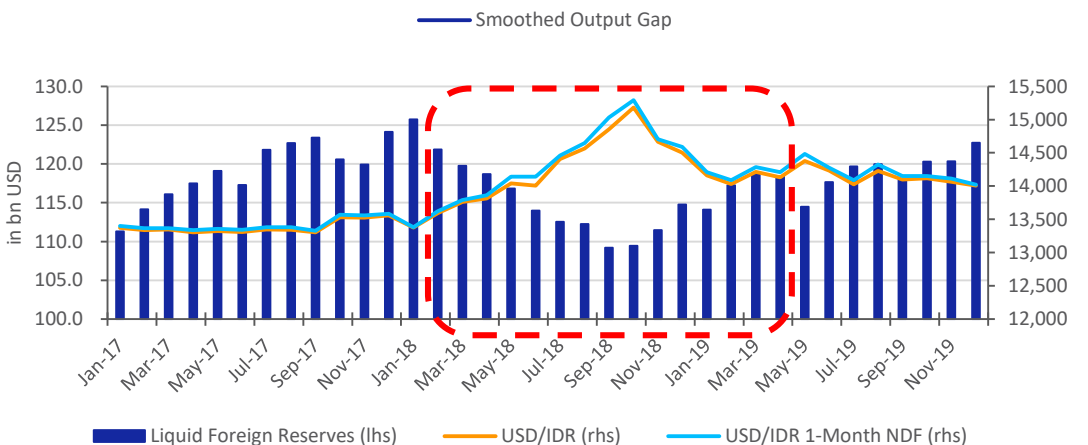
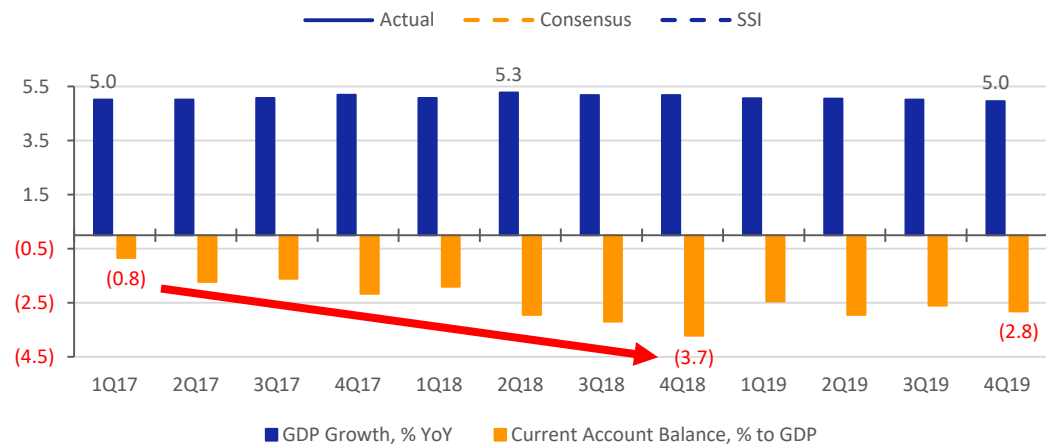
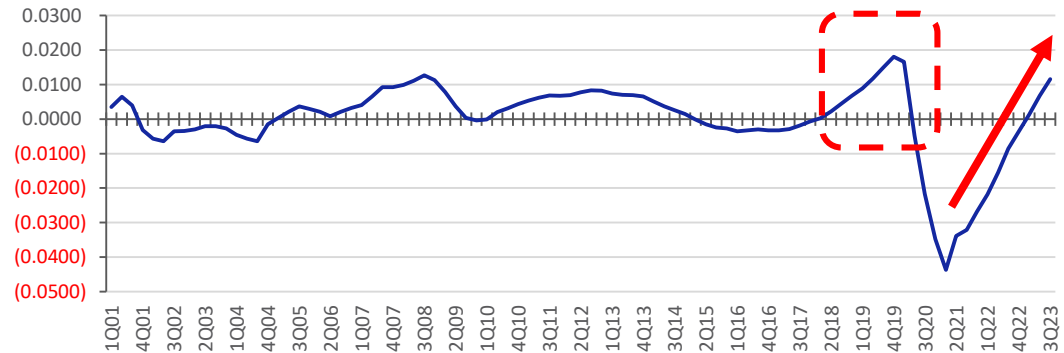
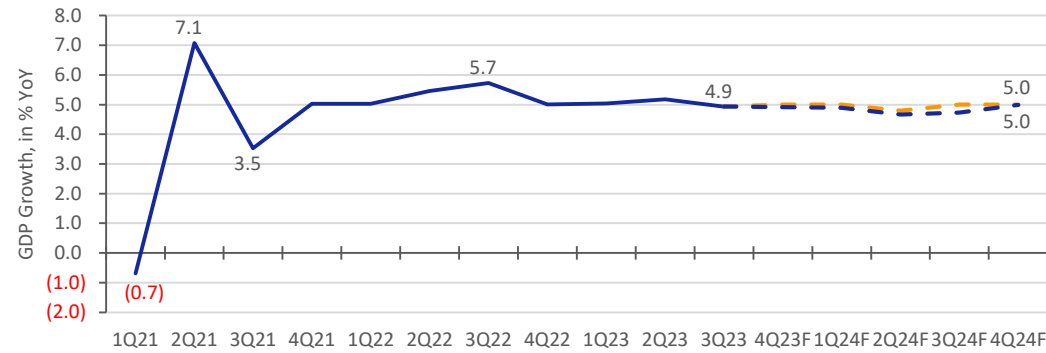
Pandangan Kami

Kami memperkirakan BI akan memangkas suku bunga lebih sedikit dibandingkan The Fed (75 Vs. 150 bps) mulai 3Q24 untuk menjaga keseimbangan eksternal dan stabilitas Rupiah

- Perekonomian Indonesia menghadapi tantangan *overheating* di 2024 yang berpotensi menyebabkan pelebaran defisit neraca berjalan menjadi -0.9% terhadap PDB (skenario baseline).
- Apabila pemerintah mencoba memacu pertumbuhan ekonomi melalui stimulus moneter maupun fiskal, maka perekonomian Indonesia berpeluang mengalami akselerasi defisit neraca berjalan hingga -1.5% terhadap PDB (skenario bearish) dengan pertumbuhan ekonomi yang stagnan di kisaran 5%, seperti yang pernah terjadi saat *overheating* di periode 2018-2019.
- Selain itu, Indonesia juga menghadapi tantangan menipisnya selisih inflasi dengan Amerika Serikat di 2H24.
- Oleh sebab itu, Bank Indonesia diperkirakan akan mengutamakan stabilitas makro dengan memangkas suku bunga lebih rendah dibandingkan potensi pemangkasan suku bunga Federal Reserve.

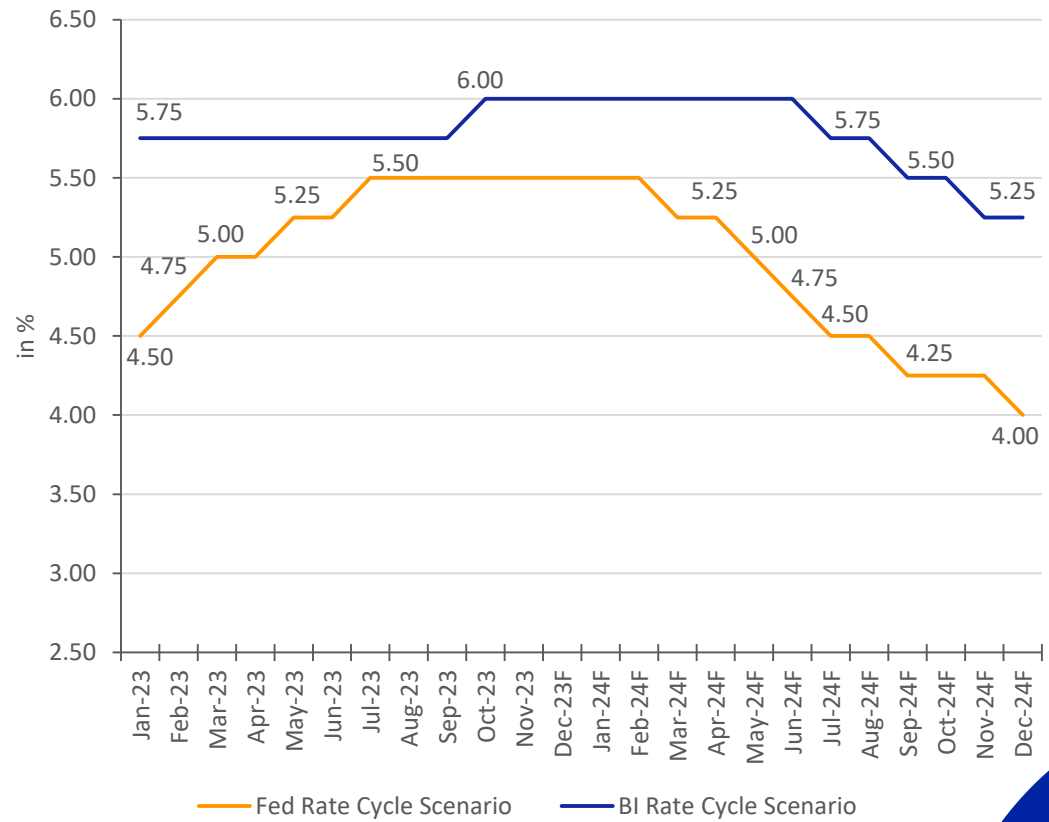
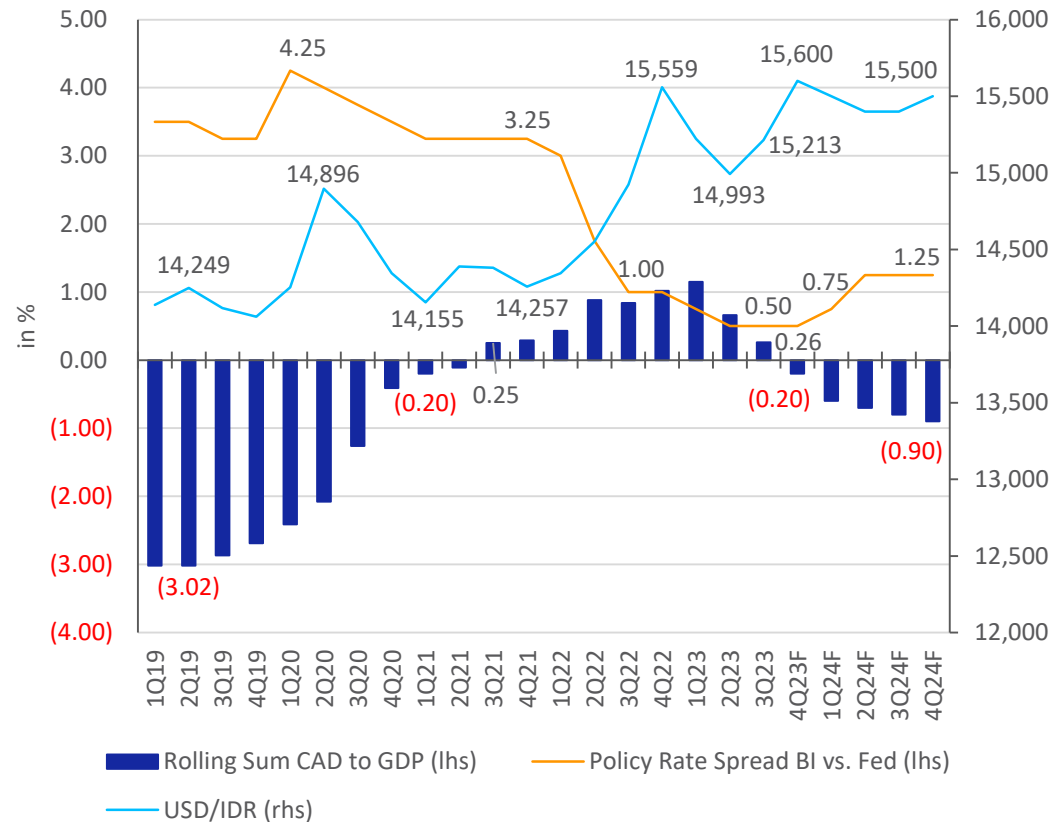
Perekonomian Indonesia menghadapi risiko *economic overheating* di 2024 seperti pada periode sebelumnya (2018-2019)

Economic overheating 2018-2019 menyebabkan fluktuasi nilai tukar dalam bentuk *overshooting* Rupiah yang berlangsung dari Maret 2018 hingga Maret 2019 dan menguras cadangan devisa BI hingga USD 16.3bn



Source: BPS, BI, Bloomberg, SSI Research

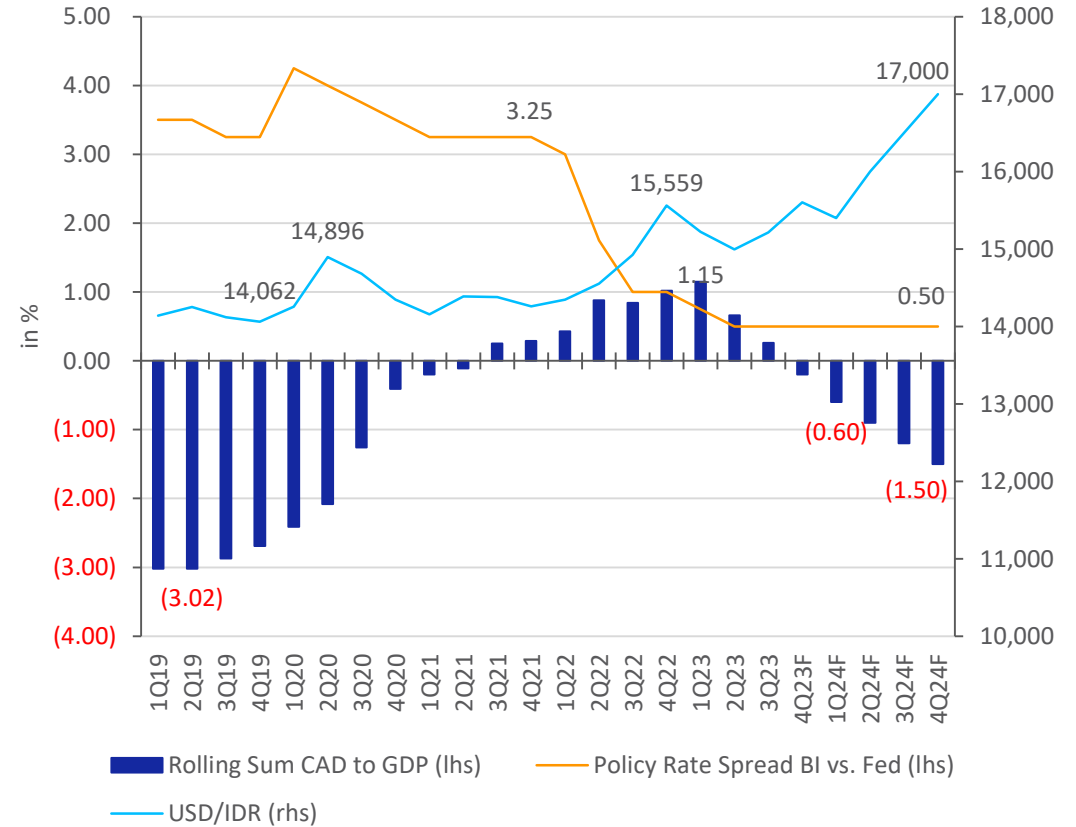
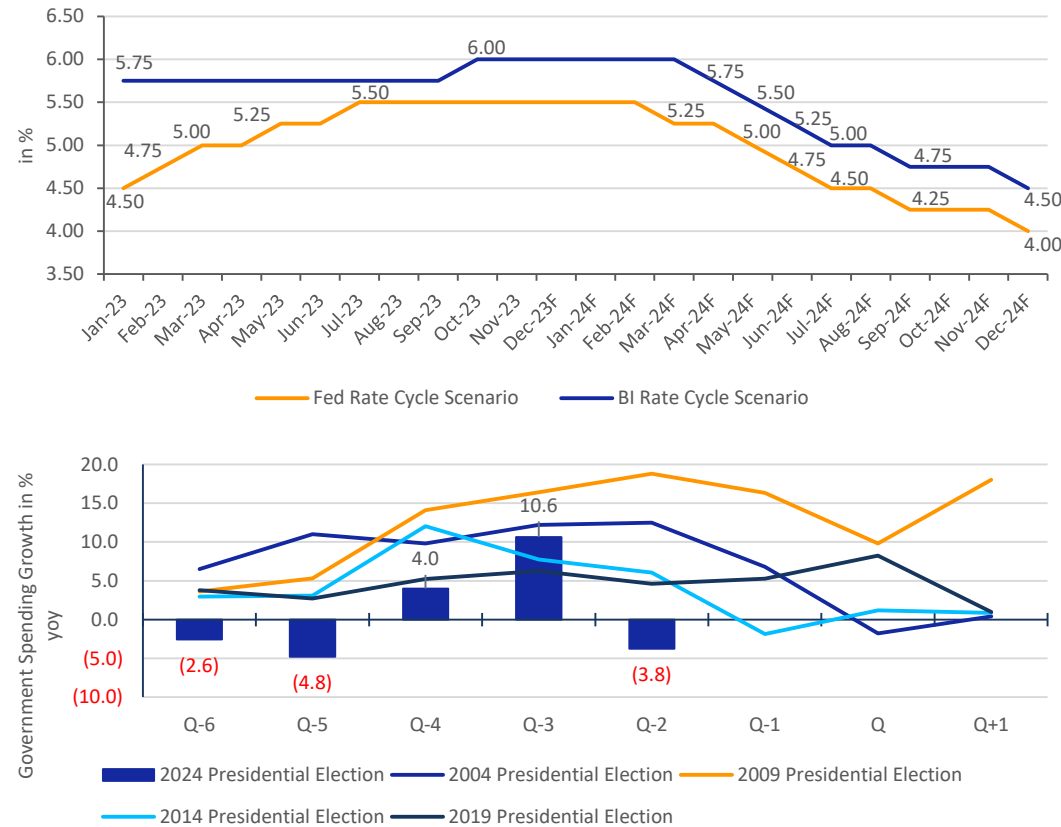
Untuk menghadapi kemungkinan melebarnya defisit neraca berjalan, BI perlu menahan pemangkasan suku bunga hingga 3Q24 dengan besaran pemangkasan yang lebih rendah (75 bps Vs. Fed: 150 bps)



Source: BI, CME Group, Federal Reserve, Bloomberg, SSI Research

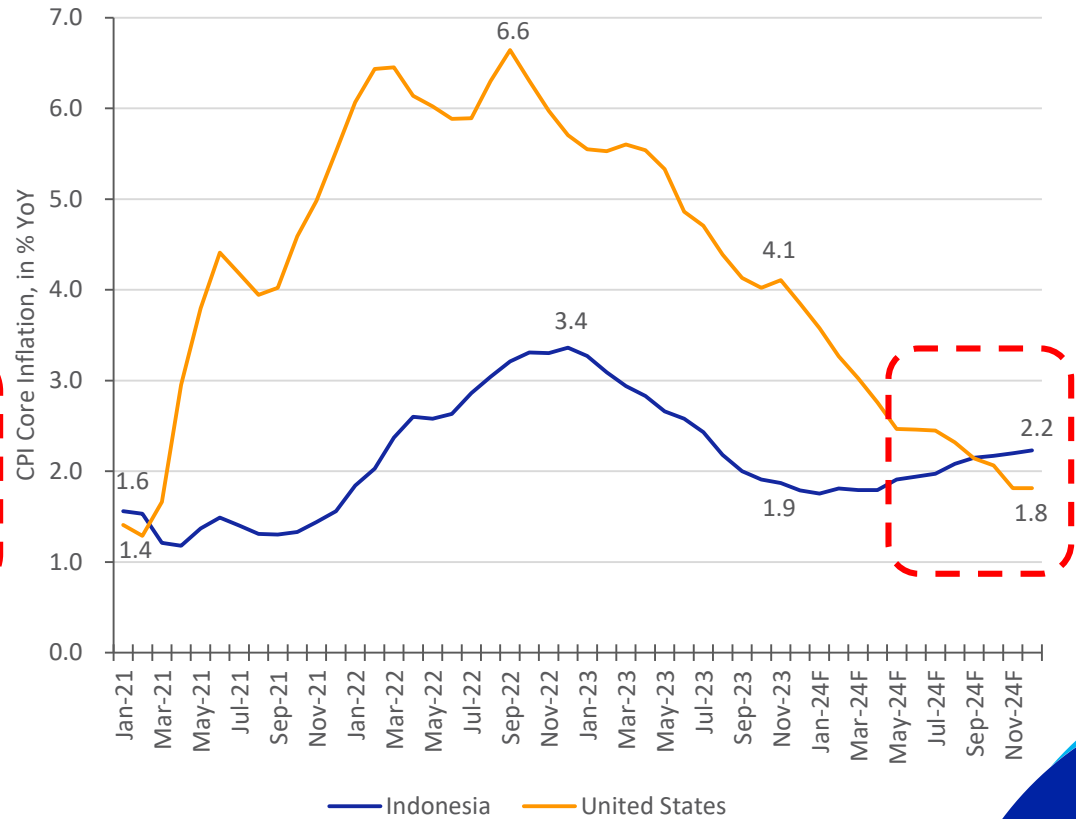
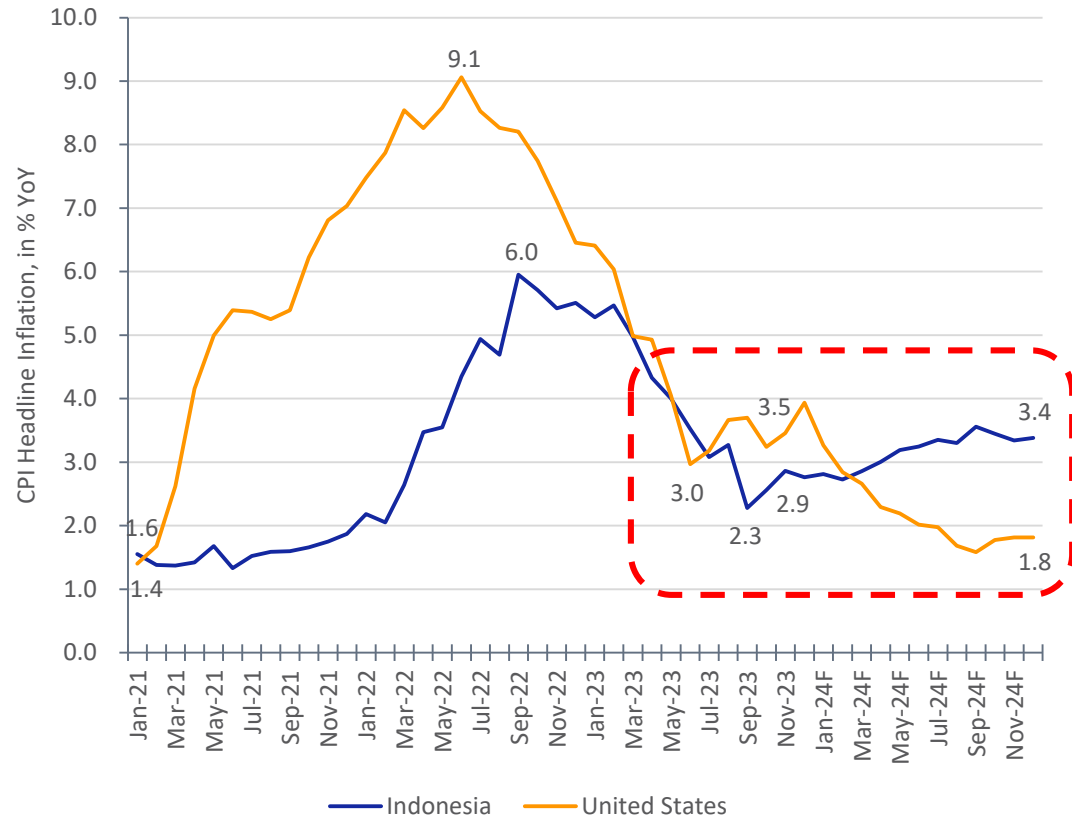
Rupiah akan mengalami *overshoot* bila BI memangkak bunga dengan agresif dan pemerintah bersikeras menggelontorkan stimulus fiskal

Dalam skenario *bearish* kami, Rupiah mengalami *overshoot* hingga IDR 17,000 per USD yang disertai akselerasi melebarnya defisit neraca berjalan hingga -1.5% terhadap PDB



Source: BI, CME Group, Federal Reserve, MOF, Bloomberg, SSI Research

BI dan pemerintah perlu bersikap waspada terhadap *dovish pivot* The Fed karena hipotesa tersebut mengimplikasikan normalisasi inflasi AS yang lebih cepat dari skenario *baseline*, tepatnya di 2H24



Source: MOF, Bloomberg, SSI Research

SSI Forecast Table

Indicators (% yoy)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
Real GDP (NSA % qoq)	(0.9)	3.7	1.8	0.4	(0.9)	3.9	1.6	0.3	(0.9)	3.6	1.7	0.6			
Real GDP	5.0	5.5	5.7	5.0	5.0	5.2	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	5.0	5.3	5.0	4.8
Unemployment rate (% nsa)	5.8	5.8	5.9	5.9	5.5	5.5	5.3	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	2.3	2.8	2.9	3.3	3.6	3.4	5.5	2.8	3.4
Current account balance (% to GDP)	0.2	1.2	1.4	1.1	0.9	(0.6)	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(0.8)	(1.0)	1.0	(0.2)	(0.9)
12M rolling sum	0.4	0.9	0.8	1.0	1.2	0.7	0.3	(0.2)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.9)			
Fiscal balance (% to GDP)	0.1	0.5	0.3	(2.4)	0.6	0.7	0.3	(2.0)	(0.4)	(1.0)	(1.5)	(2.3)	(2.4)	(2.0)	(2.3)
Policy rate, 7 day reverse repo rate (%)	3.50	3.50	4.25	5.50	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	6.00	5.50	5.25	5.50	6.00	5.25
10-year government bond yield (%)	6.74	7.22	7.37	6.94	6.79	6.26	6.91	6.80	6.70	6.70	6.20	6.00	6.94	6.80	6.00
Exchange rate (USD/IDR)	14,369	14,898	15,228	15,568	14,995	14,993	15,455	15,600	15,500	15,400	15,400	15,500	15,568	15,600	15,500

Source: BI, BPS, MOF, Bloomberg, SSI Research

Fixed Income Projection

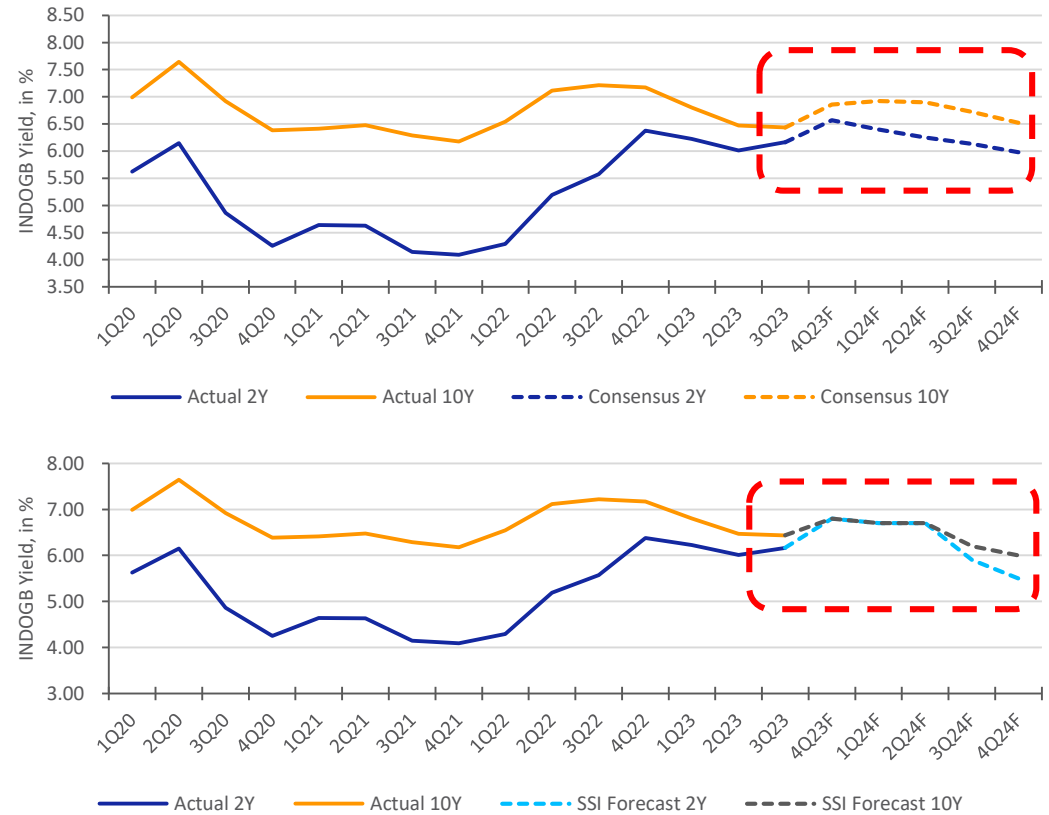
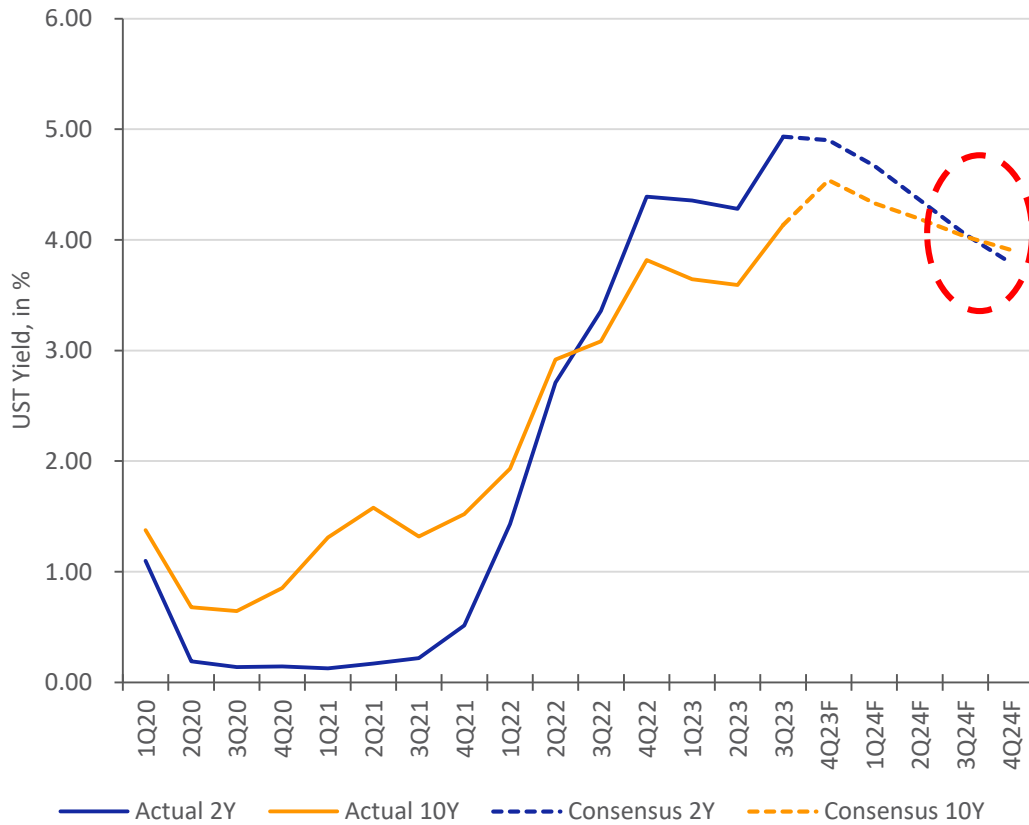
Pandangan Kami

Kami memprediksi normalisasi kurva yield dari kondisi *flattened* dengan pola *bull steepener* di pasar INDOGB mulai 3Q24

- Konsensus di pasar *US Treasury* memperkirakan normalisasi dari kondisi inverted dengan pola bull steepener pada 4Q24.
- Konsensus di pasar SBN tidak mengantisipasi kondisi kurva yield *flattened* yang sedang terjadi saat ini.
- Kami memperkirakan Kementerian Keuangan akan melakukan lelang SBN senilai IDR 1,227.9tn dengan nilai SBN jatuh tempo sebesar IDR 561.4tn pada 2024.
- Kami memperkirakan jumlah lelang di pasar obligasi dan sukuk korporasi sebesar IDR 175.5tn pada 2024 dengan nilai obligasi dan sukuk korporasi jatuh tempo sebesar IDR 135.5tn.

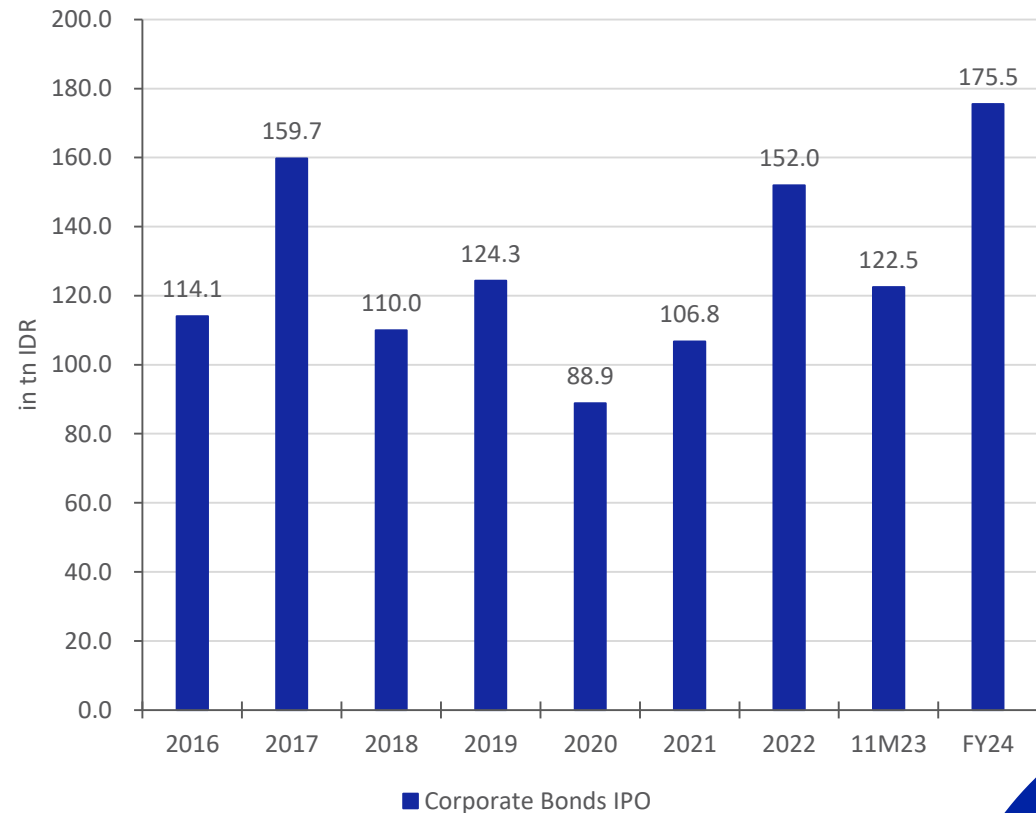
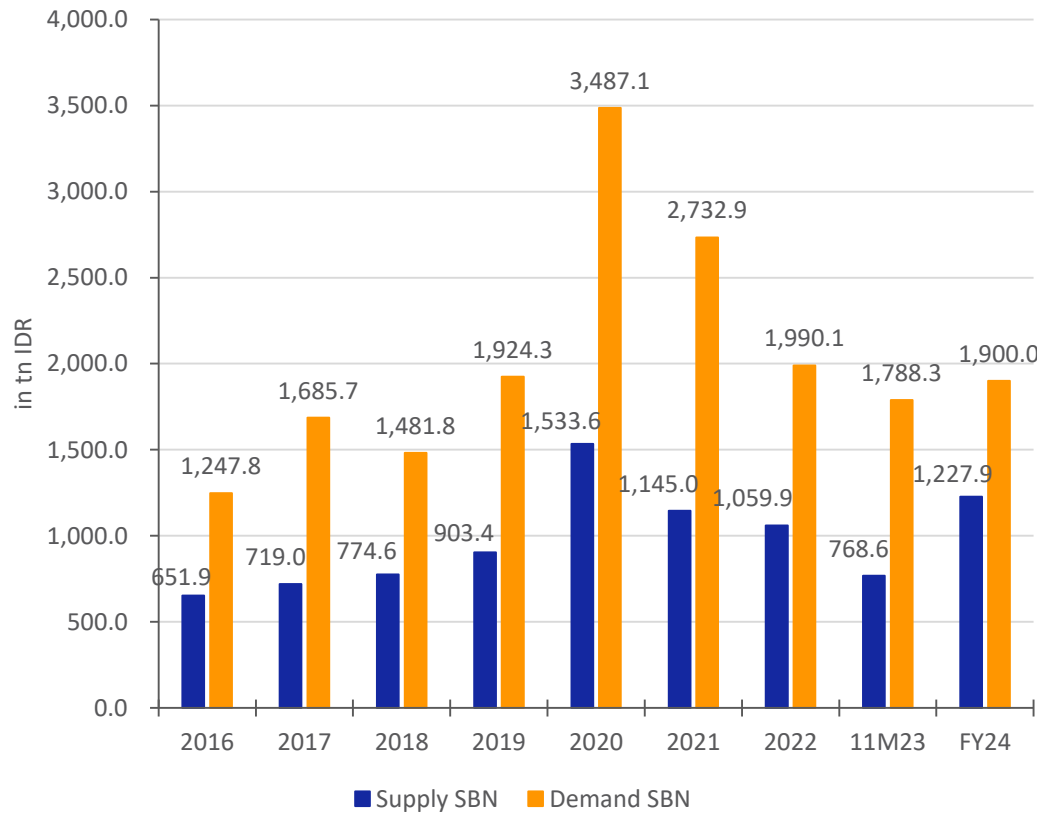
Normalisasi kurva yield di pasar *US Treasury* dan SBN dengan pola *bull steepener*

Konsensus tidak mengantisipasi pola kurva yield *flattened* di pasar INDOGB yang tengah berlangsung



Source: DJPPR, IDX, Bloomberg, SSI Research

Lelang obligasi SBN maupun korporasi 2024 diuntungkan oleh nilai jatuh tempo (*matured*) yang cukup besar



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

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

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

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