



BANK INDONESIA

Perkembangan Ekonomi dan Outlook
Jepang & Korea Selatan



**Kajian Ekonomi dan
Keuangan Global**

November 2020

Kantor Perwakilan Bank Indonesia Tokyo

DAFTAR ISI

I. Ringkasan Eksekutif	3
Jepang.....	3
Korea Selatan.....	8
II. Perkembangan Ekonomi Jepang	12
1. Pertumbuhan Ekonomi	12
2. Kinerja Eksternal.....	23
3. Ketenagakerjaan dan Perkembangan Harga-harga	24
4. Stabilitas Sistem Keuangan	28
5. Kebijakan Ekonomi Makro	39
6. <i>Outlook</i> dan Perimbangan Risiko.....	46
III. Perkembangan Ekonomi Korea Selatan	51
1. Pertumbuhan Ekonomi.....	51
2. Sektor Eksternal.....	54
3. Ketenagakerjaan dan Perkembangan Harga-Harga.....	55
4. Kebijakan Ekonomi Makro	57
5. <i>Outlook</i> dan Risiko	61
IV. <i>Lesson Learned</i> dan Implikasi Kebijakan	70
Daftar Grafik.....	72

Boks 1. Asesmen Risiko terkait Kesinambungan Kebijakan Fiskal dan Reformasi Struktural Pasca Pengunduran diri PM Shinzo Abe (19)

Boks 2. Kebijakan Sectoral Targeted yang diterapkan oleh Pemerintah Japan dalam mendukung Peningkatan Intermediasi Perbankan (31)

Boks 3. Pergeseran Perilaku “Cash Minded” Dalam Berbelanja saat Pandemic & Penggunaan Alat Pembayaran Digital Payment di Masa Pandemi (34)

Boks 4. Kebijakan Debt Service to Income (DSTI) dan Debt to Income (DTI) yang telah diterapkan Otoritas Makroprudensial Korea (62)

I. Ringkasan Eksekutif

A. Jepang

Pada triwulan II 2020, realisasi PDB final Jepang masih mengalami kontraksi. Ekonomi Jepang berkontraksi sebesar 7,9% *qoq saar* (-28,1% *annualized qoq*), setelah sebelumnya berkontraksi sebesar 0,6% *qoq saar* (-2,2% *annualized qoq*) di triwulan I 2020, namun lebih baik dari rilis *preliminary* (-8,0% *qtq saar*). Revisi ke atas dari angka sementara terutama di kontribusi oleh naiknya pertumbuhan *public investment* yang tumbuh hingga 1,1% *qtq*, jauh lebih besar dari sebelumnya (-0,5% *qtq*). Secara tahunan (*yoy*), kinerja ekonomi Jepang di triwulan II berkontraksi lebih dalam sebesar -9,9% *yoy*, memburuk dari periode sebelumnya (Q1-20: -1,7% *yoy*), terutama di kontribusi oleh turunnya ekspor.

Selanjutnya pada triwulan III 2020, secara umum perekonomian Jepang diperkirakan akan mulai mengalami *rebound* pasca diterpa *pandemic Covid-19* hal ini ditunjukkan dari beberapa indikator makroekonomi dan sentiment bisnis terkini yang mulai meningkat di triwulan III seperti Konsumsi Swasta, Ekspor, Produksi Industri, dan Investasi Pemerintah. Hasil *Tracking* terhadap berbagai indikator aktivitas ekonomi mengindikasikan PDB akan lebih baik dari triwulan II 2020. Membaiknya PDB juga terkonfirmasi dari *Cabinet Office Report* yang selama 3 bulan terakhir **terus menyesuaikan ke atas terkait tone asesmen ekonomi Jepang**. Dalam rilis terbaru, 12 Oktober 2020 tema yang diangkat adalah “*the Japanese economy is still in severe situation due to the Novel Coronavirus, but it is showing movements of picking up recently*”. **Indikasi membaiknya PDB Jepang di triwulan III 2020 juga tersirat pada membaiknya sentimen bisnis Tankan**. Pada 1 Oktober 2020, BoJ merilis hasil survei Tankan triwulan III 2020 yang menunjukkan bahwa sentimen bisnis perusahaan manufaktur besar menunjukkan perbaikan. **Secara spasial, Sakura Report yang rilis pada 8 Oktober 2020, menunjukkan kinerja ekonomi mayoritas wilayah di Jepang terindikasi mengalami perbaikan di triwulan III 2020**. Dalam *Regional Economic Report* atau *Sakura Report* tercatat bahwa dari 9 wilayah yang disurvei, Bank of Japan (BoJ) merevisi ke atas asesmen kinerja ekonomi di 8 wilayah (Hokkaido, Tohoku, Hokuriku, Kanto-Koshinetsu, Tokai, Kinki, Chugoku, dan Kyushu-Okinawa).

PM Suga yang mulai menjabat 16 September 2020 menggantikan PM Abe, memastikan akan mempertahankan kesinambungan kebijakan fiskal dengan melanjutkan *Abenomics* dengan memberikan penguatan pada beberapa aspek yaitu: (1) mendorong Digitalisasi, dengan membentuk badan/agency yang akan mengurus masalah pengembangan digitalisasi serta (2) melakukan reformasi dibidang peraturan & administrasi.

Ekspor tercatat mulai rebound pada triwulan III 2020, sejalan dengan mulai pulihnya aktivitas ekonomi di beberapa negara tujuan ekspor utama Jepang, khususnya terkait *quick recovery* di China. Ekspor ke China melonjak naik 14,0% yoy menjadi JPY 1,3 triliun dan Ekspor ke AS juga naik terbatas 0,7% yoy menjadi JPY 1,2 triliun.

Pada triwulan III 2020, situasi ketenagakerjaan di Jepang masih lemah, namun jumlah penduduk yang bekerja (*Employment*) telah meningkat secara moderat sejak bulan Mei, dan jumlah pekerja dalam kategori cuti (*Furloughed Workers*), yang sempat melonjak tajam di bulan April, sudah berhasil turun mendekati level Pre-Covid-19. **Rata-rata pendapatan bulanan di Jepang mulai sedikit membaik**. Ministry of Health Labor and Welfare Jepang merilis *Average Monthly Cash Earning* yang tercatat turun -1,3% yoy, lebih baik dari akhir triwulan II (-2,0%, yoy). **Kenaikan pendapatan tersebut telah ditransmisikan dengan baik pada pengeluaran rumah tangga yang juga mengalami peningkatan di triwulan II 2020**.

Inflasi di Jepang relatif stabil khususnya di tingkat konsumen. Inflasi IHK total atau *Japan National CPI* tercatat relatif mengalami pick up sebesar 0,2% yoy (vs Juni: 0,1% yoy), seiring kenaikan harga minyak mentah dunia yang juga tercermin pada kenaikan harga ditingkat produsen (*Producer Price Index*) yang naik sebesar 1,0% yoy di pertengahan triwulan III 2020 (vs Juni 0,8% yoy).

BoJ Financial System Report (22 Oktober 2020) menunjukkan sistem keuangan Jepang tetap pada kondisi yang stabil. Terlepas dari kekhawatiran bahwa beberapa perusahaan Jepang dapat menghadapi masalah terkait arus kas (cash flow) karena pandemi, FSR menegaskan bahwa mayoritas perusahaan Jepang telah berhasil mempertahankan tingkat likuiditas yang sehat berkat cadangan kas yang kuat yang dibangun selama tahun-tahun sebelumnya dan berbagai dukungan dari pemerintah dan BOJ. **Rasio kecukupan modal berbagai lembaga keuangan (Bank di Jepang yang aktif secara internasional, Bank Domestik Jepang, dan Shinkin Bank spesialis UMKM atau BPR) dinyatakan masih memiliki capital buffer yang cukup atau di atas persyaratan regulasi yang diterapkan**,

Dalam rangka mendorong Cashless Society di Jepang, perilaku belanja masyarakat Jepang dari semula melakukan *face to face shopping* kepada *on-line shopping*, otoritas METI terus mengkampanyekan untuk penggunaan pembayaran non-tunai (*Cashless Payment*) secara massive melalui beberapa program diskon untuk belanja non tunai di sebagian besar supermarket khususnya untuk mengkompensasi kenaikan pajak konsumsi pada akhir 2019.

Terkait kebutuhan stimulus fiskal yang besar, **General Account Expenditure tahun fiskal 2020 Jepang mengalami peningkatan signifikan ke level JPY 160,3 triliun**, dari JPY 104,7 triliun pada tahun fiskal 2019. Hal tersebut menyebabkan Pemerintah Jepang perlu untuk menerbitkan surat utang baru (diluar refinancing dan FLIP bonds) senilai JPY 90,2 triliun. Terdapat **proyeksi peningkatan**

rasio Public Debt to GDP hingga melampaui level 200% atau tertinggi dibandingkan beberapa negara G7 atau developed market lainnya,

Dalam Monetary Policy Meeting (MPM) pada 28-29 Oktober 2020, BoJ melanjutkan kebijakan moneter longgar dan dukungan pembiayaan bagi korporasi. Dalam Outlook Kuartalan, BoJ merevisi turun outlook GDP dan Inflasi untuk FY 2020. Beberapa keputusan MPM BoJ adalah sbb: (1) vote 8:1 memutuskan suku bunga jangka pendek tetap sebesar -0,1% dan suku bunga jangka panjang yield JGB 10 tahun dijaga di sekitar level 0% dengan tidak menerapkan batas atas jumlah pembelian; (2) Pembelian aset berupa ETF dan J-REITS masing-masing dijaga di batas atas JPY 12 triliun dan JPY 180 miliar. Pembelian CP dan Obligasi Korporasi dipertahankan senilai outstanding masing-masing JPY 2 triliun dan JPY triliun. Hingga Maret 2021, BoJ akan melakukan pembelian tambahan CP dan obligasi korporasi dengan batas atas masing-masing hingga JPY 7,5 triliun; (3) Pada *Outlook for Economic Activity* kuartalan, BoJ merevisi turun proyeksi median pertumbuhan ekonomi (GDP) untuk tahun FY2020 yang berakhir Maret 2021 menjadi minus 5,5%, dari sebelumnya minus 4,7% (July 2020). Ekonomi Jepang akan membaik secara moderat didukung oleh langkah-langkah fiskal dan moneter yang agresif, ekspor dan produksi industri yang telah meningkat, meskipun lapangan kerja dan situasi pendapatan masih lemah. Selanjutnya, BoJ merevisi naik GDP FY2021 dengan tingkat pertumbuhan 3,6% dari sebelumnya 3,3%; (4) BoJ memperkirakan inflasi konsumen di minus 0,6%, dibandingkan dengan minus 0,5% pada perkiraan sebelumnya. BOJ mengatakan bahwa revisi ke bawah disebabkan oleh potensi penundaan recovery economy khususnya dari sektor Jasa yang terdampak pandemic Covid-19; (5) Ke depan, kebijakan BoJ tetap diarahkan untuk melakukan *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQE) dengan *Yield Curve Control* guna mencapai target stabilitas harga 2% sepanjang diperlukan. BoJ juga akan terus mendukung pembiayaan keuangan perusahaan dan menjaga stabilitas pasar keuangan melalui (i) Special Program to Support Financing in Response to the Covid-19; (ii) penyediaan likuiditas unlimited dalam mata uang lokal dan valas melalui pembelian JGB dan USD funds-supplying operations; serta (iii) pembelian aktif ETF dan J-REITS.

Bank of Japan (BoJ) meningkatkan pelonggaran moneter berupa kenaikan *temporary upper limit asset purchase* untuk membantu pembiayaan bagi sector swasta atau korporasi. Bank of Japan (BoJ) mengakselerasi *Financing Support* kepada perusahaan atau korporasi swasta khususnya pada saat terjadinya wabah pandemic Covid-19. Posisi per 20 Oktober 2020, kepemilikan *Corporate Bonds* oleh BoJ meningkat menjadi JPY 5,6 triliun naik dari JPY 4,9 triliun pada bulan September 2020. Hal ini masih jauh dibawah *upper limit* pembelian obligasi sebesar JPY 10,5 triliun.

Nilai tukar JPY bergerak relatif menguat terhadap USD di triwulan III 2020. Pada periode 1 Juli 2020 hingga 30 September 2020 mata uang JPY terapresiasi sebesar 2,07% terhadap USD. Nilai tukar JPY bergerak pada kisaran 104,24 – 107,52 per USD dengan rerata 105,93 per USD. Ke

depan, ruang penguatan Yen sebagai salah satu *safe haven assets* masih cukup besar seiring masih tingginya ketidakpastian risiko global khususnya terkait Covid-19 dan menantikan hasil Pemilu Presiden AS pada 3 November 2020.

Perkembangan kasus harian Covid-19 di Jepang dan kota Tokyo dalam tren yang cukup stabil (konsolidatif), dengan rata-rata kasus harian baru di Jepang sebesar 546 kasus per hari dan di ibukota Tokyo sebesar 172 kasus per hari.

Ekonomi Jepang diperkirakan mengalami kontraksi di tahun 2020 namun akan tumbuh positif secara V-Shape di tahun 2021. Pada tahun 2020, ekonomi Jepang diperkirakan akan mengalami resesi pasca terpaan bencana alam, kenaikan pajak konsumsi, serta pandemi Covid-19 yang berimplikasi pada penundaan Olimpiade dan Paralimpiade Tokyo. Hal ini memicu seluruh lembaga internasional menurunkan *outlook* ekonomi Jepang di 2020. Secara umum, rilis *outlook* tersebut menunjukkan kecenderungan kontraksi ekonomi pada kisaran -6,1% s/d -5,3% yoy di 2020, atau sedikit lebih optimis dari rilis *outlook* yang tercantum pada KEKG Agustus 2020 (-6,1% s/d -5,5% yoy). Rilis *outlook* terkini sedikit lebih melebar dari sebelumnya, hal ini mengindikasikan adanya divergensi terkait arah pemulihan ekonomi Jepang ditengah ketidakpastian Covid-19 dan *update* berbagai indikator ekonomi terkini. Sementara di tahun 2021, pertumbuhan PDB Jepang diperkirakan semakin membaik dan berada pada kisaran 1,5% s/d 3,6% yoy, atau jauh lebih optimis dari rilis *outlook* pada KEKG Agustus 2020 (-0,5% s/d 3,2%), hal ini mengkonfirmasi pertumbuhan PDB Jepang yang akan pulih secara V-Shape khususnya pada tahun 2021.

Beberapa **downside risk** pertumbuhan ekonomi Jepang terkini antara lain (i) **Meluasnya dampak Covid-19** sehingga terjadi perlambatan ekonomi global dan mitra dagang utama (Tiongkok, AS, dan Eropa), (ii) **turunnya ekspektasi pertumbuhan Firm's dan Household's dalam jangka menengah-panjang**; (iii) pembatalan Olimpiade dan Paralimpiade Tokyo 2021, (iv) risiko tingginya utang publik (Debt-to-GDP diperkirakan mencapai 268% atau yang tertinggi diantara negara G7) dan masalah kesinambungan fiskal dan (v) faktor struktural domestik seperti *aging population*, rigiditas pasar tenaga kerja, lemahnya produktivitas, dan bencana alam termasuk memasuki musim dingin masyarakat Jepang juga diminta untuk mengantisipasi "Twindemic" yakni potensi ancaman gabungan antara Pandemic Virus Covid-19 dan Virus Influenza di musim dingin.

Upside risk pertumbuhan ekonomi Jepang terkini terutama tergantung pada keberhasilan implementasi paket kebijakan darurat Pemerintah khususnya **potensi adanya 3rd Supplementary Additional Budget yang akan segera dibahas dalam DIET**, langkah BoJ turut menjaga SSK dengan memastikan terjaminnya penyaluran pembiayaan bagi dunia usaha. **Potensi keberhasilan implementasi paket darurat Pemerintah salah satunya "Go To campaign" yang mulai diperluas ke Tokyo mulai 1 Oktober** kemarin menjadi salah satu factor yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi Jepang lebih lanjut.

Hasil *tracking* kinerja ekonomi Jepang membuahkan beberapa *lesson learned* dan implikasi kebijakan bagi Indonesia, yakni **Pertama**. Bank Indonesia dapat berperan dalam menyeimbangkan sumber-sumber pertumbuhan ekonomi Indonesia yang saat ini terlalu bertumpu pada pertumbuhan Konsumsi. Sumber lain yang dapat di dorong adalah Ekspor dan Investasi mengingat saat ini Jepang sedang merelokasi *Supply Chain* dari Tiongkok ke negara di Asia Tenggara. Melalui IRU dapat didorong promosi untuk investasi, selain itu untuk memperkuat kinerja eksternal Bank Indonesia, baik melalui KPwDN dan juga KPwLN berkoordinasi dengan Kementerian atau Lembaga (K/L) terkait dapat membantu mendorong ekspor non-migas. **Kedua**, Bank Indonesia dapat mendorong perkembangan *E-Commerce* melalui peran aktif penyediaan sarana pembayaran non-tunai atau digital melalui pengembangan ekosistem pembayaran digital, antara lain dengan membangun sarana infrastruktur, menyusun regulasi untuk mendorong digitalisasi transaksi non-tunai dengan tetap memastikan perlindungan konsumen. **Ketiga**, Bank Indonesia dapat terus menjaga hubungan koordinasi yang erat dengan Kementerian Keuangan dan otoritas lainnya dalam rangka menjaga stabilitas system keuangan sehingga proses intermediasi sektor keuangan dapat tetap berjalan dengan baik ditengah kondisi pandemic Covid-19. **Keempat**, Bank Indonesia dapat mempertimbangkan untuk memasukkan topik retail *Central Bank Digital Currency* (CBDC) dalam kerjasama SBC dengan BoJ untuk tahun 2021.

B. Korea Selatan

Pada triwulan III 2020, secara umum perekonomian Korea menunjukkan pemulihan ekonomi (*rebound*) dengan *pace* yang lebih baik dari perkiraan. Data GDP Preliminary triwulan III 2020, menunjukkan Ekonomi Korea meningkat 1,9% qoq sa (-1,3% yoy) di atas ekspektasi pasar sebesar 1,3%, setelah sebelumnya kontraksi -3,2% qoq sa (-2,7% yoy) di triwulan II 2020. Pertumbuhan GDP Korea terutama didorong oleh sector manufaktur, yang naik 7,6% setelah mengalami penurunan 8,9% di kuartal sebelumnya. Sektor jasa juga tercatat naik 0,7% setelah sebelumnya turun 0,9%. Sebaliknya, sektor konstruksi (-5,5% vs -0,3%) dan utilitas (-7,4% vs 0,1%) turun lebih jauh. Di sisi pengeluaran, konsumsi turun 0,1% setelah tumbuh 1,4%. Pertumbuhan terutama disebabkan oleh ekspor, yang naik 15,6% setelah jatuh 16,1%, jauh di atas impor (4,9% vs -6,7%). Dalam skala tahunan, PDB triwulan III turun 1,3% setelah turun 2,7% di triwulan II. Senada dengan data *preliminary*, dalam Heatmap Indicator PDB Korea Selatan sektor konsumsi pada triwulan III khususnya *Consumer Spending* dan *economic activity index* menunjukkan reversal atau peningkatan yang cukup signifikan.

Foreign Direct Investment (FDI) meningkat di triwulan III 2020. Data Kementerian Perdagangan, Perindustrian dan Energi mencatat investasi asing langsung (FDI) Korea pada kuartal ketiga naik ke rekor baru sebesar US\$5,23 miliar pada Q3-2020, khususnya berkat investasi besar-besaran dari China. Pada kuartal ketiga ini investasi dari China melonjak 172,5% secara YoY menjadi US\$1,25 miliar. **Dari sector manufaktur, Samsung Electronics berhasil menduduki puncak pasar smartphone global pada Agustus 2020.** *Counterpoint Research* merilis Samsung Electronics Co semakin jauh meninggalkan competitor utama yakni Huawei Technologies Co (China) di tengah pandemi. Raksasa teknologi Korea Selatan itu menyumbang 22% pangsa pasar ponsel pintar global, mengalahkan Huawei (China) dengan pangsa pasar 16%. Strategi Samsung untuk memperluas penetrasi pasar di India yang merupakan pasar ponsel pintar (smartphone) terbesar kedua di dunia, dibantu oleh tumbuhnya sentimen anti-China di negara Asia Selatan menyusul bentrokan perbatasan antara Beijing dan New Delhi, terbukti cukup berhasil. Raksasa teknologi AS Apple Inc. berada pada urutan ketiga dengan 12% pangsa pasar, diikuti oleh China Xiaomi Corp dengan 11% pangsa pasar.

Dari sisi Fiskal, pada triwulan III 2020, pemerintah meluncurkan paket "Korea-New Deal" sebuah program dengan jangka waktu 5 tahun senilai KRW 160 triliun (US\$ 133 miliar) untuk merangsang ekonomi Digital (*digitalization*) dan proyek-proyek ramah lingkungan (*green projects*). Paket baru ini merupakan perpanjangan dari anggaran tambahan ketiga KRW 76 triliun yang sebelumnya telah diumumkan pada Juli 2020. Menteri Keuangan Hong mengatakan bahwa proyek jangka panjang ini diharapkan dapat menciptakan 1.9 juta lapangan pekerjaan baru.

Kenaikan kinerja ekonomi di triwulan III 2020 terutama dikontribusi oleh kembali meningkatnya aktivitas Ekspor dan Impor. Kinerja Ekspor di September meningkat 1,1% yoy (Agustus: -9,9%) dan impor meningkat 1,1% yoy (Agustus: -16,3%), seiring mulai pulihnya sebagian besar permintaan global yang didukung oleh dibukanya kembali kegiatan ekonomi di negara-negara maju utama, adanya pemulihan ekonomi di China, dan adanya Fiscal support oleh pemerintah. Kenaikan kinerja ekspor tersebut terutama dikontribusi oleh meningkatnya ekspor *semiconductors* (11,8%) terimbas naiknya permintaan dari pasar China dan Eropa, serta *computer peripherals* yang meningkat sebesar 10,5%. Ekspor mobil Korea juga tercatat mengalami *rebound* di bulan September 2020, hal ini menjadi titik *reversal* pertama setelah penurunan ekspor selama lima bulan berturut-turut, khususnya dipengaruhi naiknya pengiriman ekspor ke Amerika Utara.

Sektor tenaga kerja membaik, tingkat pengangguran tercatat menurun di triwulan III 2020, seiring langkah otoritas untuk melonggarkan beberapa aturan pembatasan sosial sehingga mendorong kembali para tenaga kerja di sektor jasa dan sektor konstruksi. Tingkat pengangguran pada akhir triwulan III 2020 menurun menjadi sebesar 3,9% (yoy) dari akhir triwulan II 2020 (4,2%). diperparah penutupan massal usaha kecil selama beberapa tahun terakhir. Ke depan, kondisi ketenagakerjaan (*unemployment rate*) diperkirakan masih akan tetap pada level kurang lebih 3,9% secara yoy.

Laju inflasi meningkat pada akhir triwulan III 2020. Pergerakan harga ditingkat konsumen tercatat naik 1,0% (yoy) pada akhir triwulan III 2020 atau lebih tinggi dibandingkan akhir triwulan II 2020, yang mengalami stagnansi pada level 0,0% (yoy). Kenaikan inflasi yang sangat tajam di bulan September 2020 diperkirakan hanya bersifat temporer karena meningkatnya permintaan menjelang libur panjang Chuseok dan permasalahan supply komoditas karena memasuki musim hujan yang berkepanjangan (lebih lama dari biasanya) sehingga mengganggu produksi maupun distribusi selama triwulan III 2020.

Pada triwulan III 2020, Kebijakan fiskal dan moneter Korea semakin akomodatif. Pemerintah dan BoK terus bersinergi mengeluarkan sejumlah kebijakan dalam rangka menahan aktivitas ekonomi terpuruk lebih dalam akibat Covid-19. Pemerintah meluncurkan paket "Korea-New Deal" program dengan jangka waktu 5 tahun senilai KRW 160 triliun (US\$ 133 miliar) untuk merangsang ekonomi Digital (*digitalization*) dan proyek-proyek ramah lingkungan (*green projects*). Pemerintah Korea juga memperkenalkan aturan Fiskal baru yang akan mulai berlaku pada tahun 2025 mendatang. Dengan pengeluaran pemerintah Korea yang terus meningkat sementara prospek pendapatan tampak tertahan, muncul kekhawatiran terkait kesinambungan fiskal dalam jangka menengah. Pemerintah Korea pada 5 Oktober 2020, mengumumkan tentang penerapan aturan fiskal untuk meredakan kekhawatiran tersebut. Pada prinsip nya, aturan fiskal baru harus (1) sederhana; (2) fleksibel; dan (3) dapat mudah dilaksanakan.

Pada triwulan III, Bank of Korea (BoK) telah mengambil beberapa langkah untuk memastikan berlanjutnya kondisi moneter yang akomodatif dan memfasilitasi tersedianya likuiditas yang memadai di sistem keuangan. Beberapa langkah yang ditempuh BoK antara lain (1) mempertahankan Base Rate sebesar 0,50% pada rapat *Monetary Policy Board* (MPB) Meeting di bulan Juli, Agustus, dan Oktober 2020; (2) menyediakan likuiditas yang tidak terbatas melalui operasi pasar terbuka (OPT); (3) memperluas daftar peserta OPT yang memenuhi syarat untuk memasukkan lembaga keuangan non-bank terpilih; (4) memperluas kriteria agunan *Open Market Operation* (OMO) yang memenuhi syarat untuk mencakup obligasi bank, obligasi tertentu dari perusahaan dan lembaga publik, dan *mortgage-backed securities* (MBS) yang dijamin pemerintah yang dikeluarkan oleh *Korean Housing Finance Corporation* (KHFC); (5) mengurangi persyaratan agunan untuk penyelesaian bersih dalam sistem pembayaran BoK; dan (6) membeli Obligasi Negara Korea (KRW 3,0 triliun) untuk menambah pendanaan yang tersedia untuk UMKM.

Bank of Korea (BOK) telah memperbarui kesepakatan **Bilateral Currency Swap Agreement** sebesar KRW 70 triliun (US\$59 miliar) dengan **People's Bank of China (PBoC)** untuk lima tahun ke depan. Dalam rangka mitigasi risiko likuiditas dan mempromosikan perdagangan bilateral kesepakatan telah ditandatangani antar kedua otoritas untuk lima tahun dan akan berakhir 10 Oktober 2025.

Nilai tukar Korea Won terhadap USD (Won/US\$) mengalami penguatan yang sangat signifikan. Apresiasi nilai won yang terus berlanjut akan melemahkan daya saing perusahaan ekspor Korea, dan dapat berimbas kepada penurunan konsumsi domestik sehingga berpotensi menghambat prospek pemulihan ekonomi Korea secara keseluruhan.

Dalam rangka menstimulasi lesunya perekonomian, otoritas Korea Selatan melonggarkan pembatasan jarak sosial di tengah menurunnya kasus Covid-19. Berdasarkan data Bloomberg South Korea High Frequency Dashboard, terlihat tren penurunan kasus harian Covid-19 dan mulai meningkatnya aktivitas warga (penggunaan transportasi public, kenaikan pengguna tol expressway, kenaikan penonton bioskop, dsb).

Lembaga rating, Fitch mempertahankan peringkat kredit AA- Korea Selatan meskipun dalam situasi Covid-19. Fitch dalam laporan peringkatnya mencatat bahwa Korea Selatan memiliki keuangan eksternal yang kuat, kinerja ekonomi makro yang stabil, dan ruang fiskal yang memadai, di tengah pandemi virus korona dan risiko geopolitik yang terkait dengan Korea Utara serta tantangan dari demografi yang mulai menua. Fitch memproyeksikan ekonomi Korea akan dapat tumbuh 3,7% pada 2021. Pemulihan ekspor yang berkelanjutan juga akan menjadi motor pertumbuhan dan meningkatkan investasi domestik pasca pandemi.

Ekonomi Korea diperkirakan akan tumbuh terkontraksi di 2020, pada kisaran (-1,5)-(-1,3)% yoy di 2020 dan tumbuh sebesar 2,8-3,1% yoy di 2021. BI Tokyo merevisi bias ke atas untuk *outlook* 2020 (Agustus: (-2,4%)-(-2,3%) yoy) dan merevisi naik lebih tinggi untuk outlook di 2021 (Agustus : 1,3%-1,5% yoy), menimbang perkembangan sejumlah *leading indicator* terutama dengan harapan membaiknya ekspor Korea.

Downside risk yang dihadapi Korea terutama terkait ketidakpastian penyebaran virus yang berkepanjangan sehingga mengganggu prospek ekonomi sehubungan dengan perkembangan situasi pandemi Covid-19 yang masih sulit diprediksi serta ketergantungan terhadap bagaimana kecepatan negara mitra dagang utama Korea mampu untuk mengatasi permasalahan serupa terkait pandemic Covid-19. Risiko negatif dari eksternal juga terkait ketidakpastian menjelang pemilihan presiden AS pada 3 November mendatang.

Sebaliknya, terdapat risiko kenaikan pertumbuhan atau ***Upside risk*** berupa adanya *rebound* ekonomi global yang lebih cepat dari perkiraan jika virus Covid-19 berhasil untuk dapat dikendalikan, secara khusus permintaan pada industri semikonduktor dapat menjadi perhatian utama Korea. Berbagai program tambahan anggaran ke-3 serta “Korea New Deal” senilai KRW 160 triliun yang diharapkan dapat berperan sebagai stimulus ekonomi juga apabila terbukti efektif dan berhasil dapat menjadi pendorong katalis penguatan ekonomi Korea lebih lanjut.

Hasil *tracking* indikator ekonomi Korea membawa beberapa implikasi kebijakan/*lesson learned* bagi Indonesia, yakni: ***Pertama***, Bank Indonesia dapat mempertimbangkan diterapkannya opsi Kebijakan Makroprudential yang bersifat Spatial, untuk menahan laju pertumbuhan harga properti yang tidak wajar pada area “*Overheat*” untuk memperlambat kenaikan harga rumah atau hunian. ***Kedua***, Bank Indonesia dapat mempertimbangkan untuk memperluas insentif kepada perbankan yang memberikan pembiayaan berwawasan kepada lingkungan (*Green Financing*) untuk merangsang proyek-proyek ramah lingkungan (*Green Projects*). ***Ketiga***, Bank Indonesia dapat memberikan advis kepada maskapai penerbangan nasional untuk mengoptimalkan pesawat yang tidak terbang agar dapat dikonversi menjadi pesawat kargo internasional yang dapat mengangkut barang-barang ekspor dari Indonesia.

II. Perkembangan Ekonomi Jepang

1. Pertumbuhan Ekonomi

Perekonomian Jepang masih berada dalam situasi yang mencoba untuk *rebound* pasca diterpa pandemic Covid-19, hal ini ditunjukkan dari beberapa indikator makroekonomi yang mulai meningkat seperti Konsumsi Swasta yang meningkat, Ekspor yang meningkat, Produksi Industri mulai menunjukkan pergerakan naik, dan Investasi pemerintah yang mulai ditingkatkan. Sementara itu dari Investasi bisnis menunjukkan pelemahan, serta pada sector korporasi swasta profitability/keuntungan perusahaan menurun cukup drastis, karena dipengaruhi pandemic Covid-19. Sementara itu, beberapa perusahaan seperti pada sector Makanan & Minum (*Convenience Store*) serta sector Otomotif telah menunjukkan perbaikan yang cukup signifikan. Situasi ketenagakerjaan di Jepang menunjukkan pergerakan yang stabil di beberapa komponen seperti jumlah karyawan dan tingkat pengangguran yang relative stabil. Indeks harga di level konsumen cukup stabil. Dari sisi prospek jangka pendek, perekonomian diperkirakan akan menunjukkan perbaikan (*rebound*) yang didukung oleh pengaruh kebijakan fiscal dan moneter serta perbaikan perekonomian luar negeri khususnya yang merupakan mitra dagang utama Jepang yakni China, Amerika Serikat, dan Korea Selatan. Sementara itu, dalam mensupport kegiatan sosial ekonomi langkah-langkah untuk mendorong konsumsi domestic seperti *Go-To-Travel* dan *Go-To-Eat* akan terus digalakkan.

Pada triwulan II 2020, realisasi PDB Jepang masih mengalami kontraksi. Ekonomi Jepang terkontraksi sebesar 7,9% *qoq saar* (-28,1% *annualized qoq*), setelah sebelumnya terkontraksi sebesar 0,6% *qoq saar* (-2,2% *annualized qoq*) di triwulan I 2020, namun lebih baik dari rilis *preliminary* (-8,0% *qoq saar*). Revisi ke atas angka sementara terutama di kontribusi oleh naiknya pertumbuhan public investment yang tumbuh hingga 1,1% *qoq*, jauh lebih besar dari sebelumnya (-0,5% *qoq*). Secara tahunan (*yoy*), kinerja ekonomi Jepang di triwulan II terkontraksi lebih dalam 9,9% *yoy*, memburuk dari periode sebelumnya (Q1-20: -1,7% *yoy*), terutama diktribusi oleh turunnya ekspor.

Konsumsi swasta tumbuh -7,9% *qoq saar* (-10,6% *yoy*), lebih buruk dari triwulan I 2020 (-0,7% *qoq saar*), seiring peningkatan status *state of emergency* (SOE) di Jepang yang dimulai pada 7 April 2020 berdampak pada turunnya konsumsi setelah periode SOE tersebut. Sedangkan konsumsi pemerintah tumbuh -0,6% *qoq saar* (0,7% *yoy*). Sementara itu, investasi swasta, khususnya *residential investment* membaik sebesar -0,5% *qoq saar* (-5,5% *yoy*). Investasi publik mengalami perbaikan dan tumbuh sebesar 1,1% *qoq saar* (2,8% *yoy*), terutama dipengaruhi oleh aktivitas pembangunan/perbaikan sejumlah fasilitas publik sebagai persiapan menyambut Olimpiade Tokyo 2020. Adapun kinerja ekspor dan impor turun signifikan di triwulan II, ditengah berlanjutnya

pelemahan permintaan global saat awal pandemic Covid-19. Ekspor tumbuh negatif hingga mencapai 18,5% *qta saar* (-23,3% yoy) dan impor juga berkontraksi sebesar 0,5% *qta saar* (-6,1% yoy) pada triwulan II 2020.

Table 1 Heatmap Indikator PDB Jepang

	Triwulan III - 2019			Triwulan IV - 2019			Triwulan I - 2020			Triwulan II - 2020			Triwulan III - 2020		
	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20
Households															
Retail Sales (yoy)	-2.0	1.8	9.2	-7.0	-2.1	3.4	-0.4	1.6	-4.7	-13.9	-12.5	-1.3	-2.9	-1.9	-1.9
Consumer Spending (yoy)	1.2	1.1	9.0	-3.5	-0.9	-2.8	-4.4	-3.1	-6.9	-12.0	-13.9	-2.0	-7.7	-8.2	-12.2
Economic Activity															
Coincident Index (yoy)	-3.4	-4.7	-2.2	-8.0	-7.4	-6.9	-5.8	-7.6	-12.1	-22.7	-29.9	-25.4	-21.5	-19.3	-20.4
Leading Index (yoy)	-5.8	-7.0	-7.3	-7.4	-7.6	-6.0	-5.8	-5.4	-11.6	-18.0	-17.5	-10.9	-7.5	-3.9	-3.6
Merchandise Exports (yoy)	-4.7	-7.4	-4.7	-10.6	-7.3	-4.6	-2.6	-6.2	-11.8	-22.2	-22.7	-24.8	-19.5	-12.2	-13.3
Merchandise Imports (yoy)	-4.6	-8.2	-5.8	-13.5	-12.1	-6.1	-5.7	-13.1	-8.2	-8.7	-21.2	-19.0	-21.4	-19.2	-19.6
Sentiment Indicators (Survey)															
PMI Composite	50.6	51.9	51.5	49.1	49.8	48.6	50.1	47.0	36.2	25.8	27.8	40.8	44.9	45.2	46.6
PMI Manufacturing	49.4	49.3	48.9	48.4	48.9	48.4	48.8	47.8	44.8	41.9	38.4	40.1	45.2	47.2	47.7
PMI Services	51.8	53.3	52.8	49.7	50.3	49.4	51.0	46.8	33.8	21.5	26.5	45.0	45.4	45.0	46.9
Eco Watchers Survey Current (%)	41.7	42.6	45.7	36.3	39.2	40.7	40.6	27.4	15.9	9.5	15.4	38.0	41.3	43.3	48.7
Eco Watchers Survey Expectation (%)	43.9	39.1	36.7	43.6	45.5	44.5	42.9	26.6	18.7	17.7	37.3	44.8	35.4	41.0	47.1
Tankan Business Condition Forecast			2.0			0.0			-18.0			-34.0			-27.0

Sumber: Bloomberg, Diolah

Selanjutnya untuk triwulan III 2020, kinerja ekonomi Jepang diperkirakan akan mulai **rebound secara terbatas**. *Tracking* terhadap berbagai indikator aktivitas ekonomi mengindikasikan PDB akan lebih baik dari triwulan II 2020. Hal tersebut tercermin pada berbagai data aktivitas dan sentimen bisnis terkini sebagaimana dalam Tabel 1. Asesmen ekonomi Jepang yang dilihat berdasarkan tren perkembangan *leading indikator* antara lain Tankan *Business Condition Diffusion Index* yang mulai *pickup* setelah sebelumnya jatuh sangat signifikan di triwulan II 2020, hal ini mengindikasikan Jepang mulai mengalami *recovery* ekonomi. *Economy Watchers Survey* yakni kondisi ekonomi saat ini juga mulai membaik kendati masih sedikit dibawah level 50 “ekspansi”. Hal yang sama juga terlihat pada *Eco Watchers Survey Expectation* untuk melihat ekspektasi kondisi mendatang yang mulai rebound di akhir triwulan III 2020.

Hal tersebut juga dikonfirmasi oleh **Cabinet Office** yang selama 3 bulan terakhir terus menyesuaikan ke atas terkait *tone* asesmen ekonomi Jepang dan per rilis di 12 Oktober 2020 menjadi “*the Japanese economy is still in severe situation due to the Novel Coronavirus, but its is showing movements of picking up recently*”. Beberapa asesmen terkait indikator yang membaik di triwulan III adalah kondisi Ekspor yang meningkat tajam, meningkatnya Produksi Industri, dan membaiknya kondisi ketengakerjaan di Jepang sebagaimana dalam Tabel 2. Sementara itu, untuk

tingkat profitabilitas korporasi, firm judgement on business condition, dan tingkat harga konsumen cenderung masih stabil (unchanged) pada triwulan III 2020.

Table 2 - Asesmen Indikator Ekonomi Jepang July-September 2020 (Sumber: Cabinet Office)

	July	August	September
Private consumption	Private consumption is picking up recently.	Unchanged	Private consumption is picking up, while weakness can be seen in some sectors.(↓)
Business investment	Business investment is in a weak tone recently.	Unchanged	Business investment is showing weakness.(↓)
Exports	Exports are bottoming out, although the influence of the infectious disease remains.	Exports show movements of picking up.	Exports are picking up.(↑)
Industrial production	Industrial production shows signs of picking up recently in some sectors, although it is decreasing as a whole.	Industrial production shows movements of picking up in some sectors.	Industrial production shows movements of picking up.(↑)
Corporate profits	Corporate profits are decreasing rapidly, due to the influence of the infectious disease.	Corporate profits are decreasing substantially, due to the influence of the infectious disease.	Unchanged
Firms' judgments on business conditions	Firms' judgments shows movements of improvement, although some severe aspects remain.	Unchanged	Unchanged
Employment situation	Employment situation is showing weakness, due to the influence of the infectious disease.	Unchanged	Employment situation shows steady movements in some components such as the number of employees, while weakness remains, due to the influence of the infectious disease.(↑)
Prices	Consumer prices are flat.	Unchanged	Unchanged

Note: ↑ denotes upward revision and ↓ denotes downward revision.

Sumber: Cabinet Office










Indikasi membaiknya PDB Jepang di triwulan III 2020 juga tersirat pada membaiknya sentimen bisnis Tankan. Pada 1 Oktober 2020, BoJ merilis hasil survei Tankan triwulan III 2020 yang menunjukkan bahwa sentimen bisnis perusahaan manufaktur besar menunjukkan perbaikan walau masih berada pada teritori negatif pada triwulan III 2020 menjadi sebesar -27, membaik dari triwulan II sebelumnya pada -34. Selain itu, indeks Tankan perusahaan besar non-manufaktur juga membaik dari -17 pada triwulan II 2020 menjadi -12 pada triwulan III 2020. Kemudian, beberapa indikator lain menunjukkan kinerja dunia usaha yang membaik antara lain *industrial productions*, *machine tool orders*, dan *capacity utilization* terus membaik hingga data pada akhir triwulan III 2020.

Hal senada terkonfirmasi dari **survei terkini terhadap para ekonom local per 28 Oktober 2020 yang memperkirakan ekonomi Jepang akan rebound sebesar 13,5% qtg annualized** di triwulan III 2020, meningkat tajam dari sebelumnya kontraksi 28,1% qtg annualized di triwulan II 2020. Para ekonom tersebut memperkirakan ekonomi Jepang akan di support oleh 3 pilar utama yakni *Productions, Exports, dan Consumptions*. Rilis data Japan's Real Export naik 13,3% pada triwulan III 2020 setelah sebelumnya turun -18,4% di triwulan II 2020. Selanjutnya rata-rata BoJ *Consumption Activity Index* naik 7,6% di triwulan III 2020 dari sebelumnya turun sebesar 12,8% di triwulan II 2020. Sebagai tambahan informasi, *Cabinet Office* akan merilis angka PDB *preliminary* untuk triwulan III 2020 pada 16 November yang akan datang.

Secara spasial, dalam Sakura Report yang rilis 8 Oktober 2020, kinerja ekonomi mayoritas wilayah di Jepang terindikasi mengalami perbaikan di triwulan III 2020. Dalam *Regional Economic Report* atau *Sakura Report* mencatat bahwa dari 9 wilayah yang disurvei, **Bank of Japan (BoJ) merevisi ke atas asesmen kinerja ekonomi di 8 wilayah**, sementara untuk wilayah Shikoku ekonomi diperkirakan masih lemah karena terdampak Covid-19. Pada report sebelumnya (Juli 2020) asesmen seluruh wilayah sempat direvisi ke bawah pada Juli 2020. Dalam rilis *Sakura Report* terbaru, BoJ menyatakan kinerja ekonomi untuk wilayah Hokkaido, Tohoku, Hokuriku, Kanto-Koshinetsu, Tokai, Kinki, Chugoku, dan Kyushu-Okinawa membaik, atau menunjukkan tanda-tanda *pick up* aktivitas ekonomi secara *gradual* dibandingkan dengan kondisi pada Juli sebagaimana dalam Tabel 3. Gubernur BoJ Kuroda dalam rapat dengan seluruh Kepala Perwakilan BoJ, mengatakan bahwa ekonomi domestik Jepang berada pada kondisi **"Recovery Path" dengan pace yang modest** karena masih adanya dampak dari pandemi global Covid-19. BoJ akan berkomitmen untuk terus memonitor dampak Covid-19 dan tidak akan ragu untuk mendorong kebijakan moneter akomodatif lanjutan jika dirasa diperlukan.

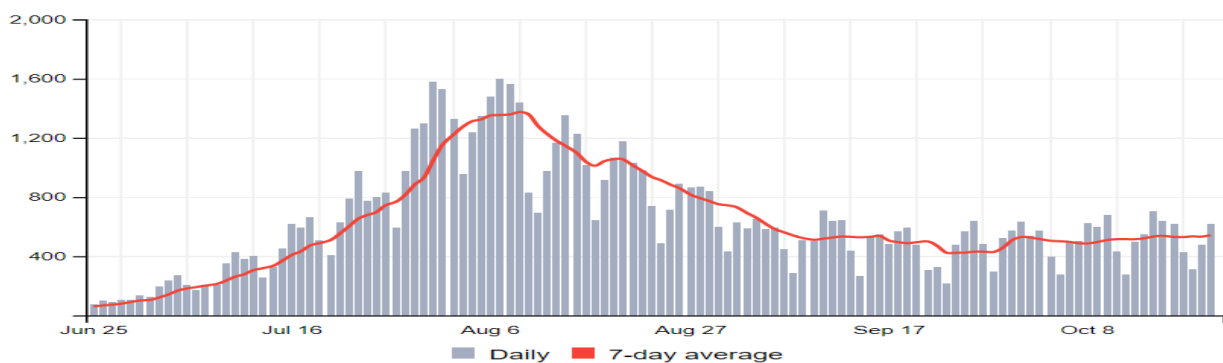
Berbagai kondisi tersebut mendorong Pemerintah Pusat secara bertahap mencabut status darurat seiring melambatnya penambahan kasus baru Covid-19. Pada awal Oktober 2020, pemerintah mulai memasukkan warga di kota Tokyo dalam program Go-To- Travel pemerintah. Langkah pembukaan kembali aktivitas sosial ekonomi sejalan dengan bantuan tunai bagi warga dan dukungan bagi dunia usaha dalam mendorong perbaikan konsumsi swasta.

Table 3 - Perbandingan Asesmen Terkini vs Triwulan Sebelumnya per Wilayah (Laporan Sakura Report Oktober 2020)

WILAYAH	PERUBAHAN ASESMEN (JUL-OCT 20)	KETERANGAN	INVESTASI PUBLIK	INVESTASI TETAP SWASTA	KONSUMSI SWASTA	INVESTASI PERUMAHAN	PRODUKSI	KETENAGAKERJAAN & PERUMAHAN
Hokkaido		Economic activity pick up resuming gradually, although it has remained in a severe situation due to the impact of COVID-19.	Has been at a high level	Declining	Picking up gradually, although it remains at a low level	Has been relatively weak	Has begun to bottom out	Labor market conditions and household income have shown some weakness
Tohoku		The economy has shown signs of a pick-up, although it has been in a severe situation.	Increasing moderately due in part to the disaster relief construction after the 2019 Typhoon No. 19	Has been relatively weak	Has shown signs of a pick-up, although it has been in a severe situation	Declining, with rental housing starts decreasing.	Signs of a pick-up have been observed in part	The employment and income situation has been relatively weak
Hokuriku		The economy has been in a severe situation, although it is bottoming out.	Has been more or less flat at a high level	Has been relatively weak	Has lacked strength, although signs of a pick-up have been observed in part	Has been weak	Bottoming out	The employment and income situation has been weak
Kanto-Koshinetsu		The economy has started to pick up, remained in a severe situation due to the impact of COVID-19.	Has been at a high level	The pace of increase has slowed	Picking up gradually on the whole, although consumption of services has remained at a low level	Declining moderately	Has turned to a pick-up	The employment and income situation has been weak
Tokai		The economy has been picking up, even during the continued severe situation.	Has been at a relatively high level	Has been more or less flat	Has shown signs of a pick-up	Has been weak	Picking up	The employment and income situation has been weak
Kinki		The economy has shown signs of a pick-up recently, although it has remained in a severe situation due to the impact of COVID-19.	Increasing	The pace of increase has slowed further	Signs of a pick-up recently, although remained depressed primarily in services	Declining moderately	Has shown signs of a pick-up	The employment and income situation has continued to be weak
Chugoku		The economy has shown signs of a pick-up, although it has remained in a severe situation due to the impact of COVID-19.	Has been at a high level, amid the restoration- and reconstruction-related demand following the heavy rain in July 2018	Has been relatively weak	Has shown signs of a pick-up, despite being affected by COVID-19	Declining moderately	Has shown signs of a pick-up	Labor market conditions and household income have shown some weakness
Shikoku		The economy has continued to be weak due to the impact of COVID-19.	Has been at a high level	Has been at a high level, but attention needs to be paid to the impact of COVID-19	Has shown signs of a pick-up, after declining substantially	Has been relatively weak	Has continued to be weak although signs of a pick-up have been observed	Labor market conditions and household income have been weak
Kyushu - Okinawa		The economy has been in a severe situation, although it has shown signs of a pick-up.	Has been at a high level	Declining	Has shown signs of a pick-up, although this seems to be pausing recently	Has been weak	Has shown signs of a pick-up	Labor market conditions and household income have shown some weakness

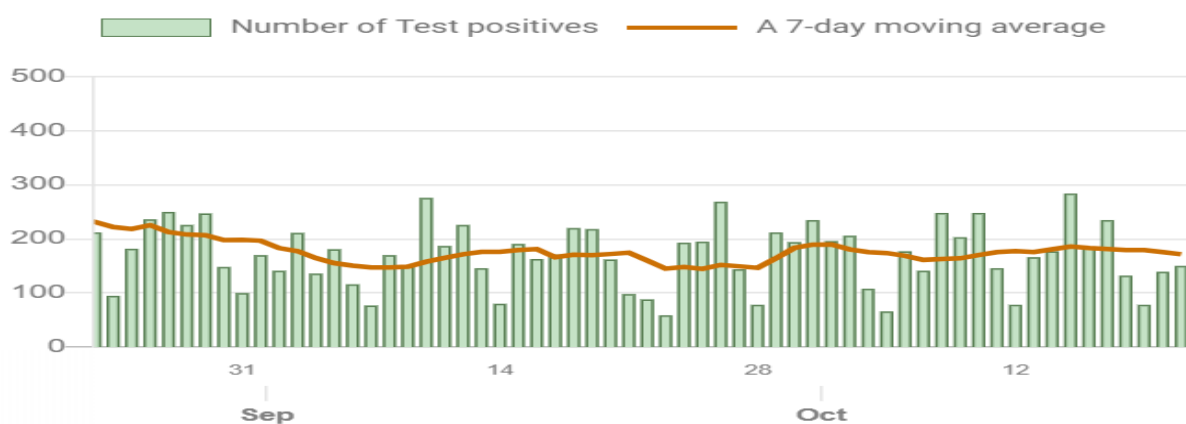
Perkembangan kasus harian Covid-19 di Jepang dan kota Tokyo dalam tren yang cukup stabil (konsolidatif), dengan rata-rata kasus harian baru di Jepang sebesar 546 kasus per hari dan di ibukota Tokyo sebesar 172 kasus per hari (Tabel 4 dan Tabel 5). Hingga data yang tersedia per 22 Oktober 2020, jumlah total kasus per 22 Oktober 2020 mencapai 94.515 orang, terdiri dari 87.107 kasus sembuh (92%), 1.686 kasus meninggal dunia (1%), dan 5.722 kasus yang masih aktif (sumber: Kementerian Kesehatan). Jumlah kasus aktif terbanyak ada di Tokyo (1.874), Kanagawa (621), Osaka (540), Saitama (460), dan Okinawa (374). Tren infeksi baru cukup stabil pada level yang terjaga di kota Tokyo, dan berdasarkan hasil monitoring otoritas kota Tokyo Metropolitan Government, pada 22 Oktober 2020, tren infeksi Covid-19 berada dalam status "diperlukan kewaspadaan terhadap kebangkitan virus" (skala level 3 dari 4) dengan status "kondisi sistem medis perlu diperkuat" (skala level 3 dari 4).

Table 4 - Kasus Infeksi Harian Covid-19 di Jepang



Sumber: Kementerian Kesehatan Jepang

Table 5 - Kasus Infeksi Harian Covid-19 di Kota Tokyo



Sumber: Tokyo Metropolitan Government

Table 6 - Bloomberg Japan High Frequency Dashboard (as of 23 October 2020)

		10-Jan	7-Feb	6-Mar	3-Apr	1-May	5-Jun	12-Jun	19-Jun	26-Jun	3-Jul	10-Jul	17-Jul	24-Jul	31-Jul	7-Aug	14-Aug	21-Aug	28-Aug	4-Sep	11-Sep	18-Sep	25-Sep	2-Oct	9-Oct	16-Oct	23-Oct		
Virus	New Covid-19 Cases ⁽¹⁾						285	292	408	504	1023	1859	3056	4783	7351	9530	8054	7114	5567	4367	3692	3503	2993	3714	3499	3777	3824		
	Additional Covid-19 Deaths ⁽¹⁾						29	8	27	20	6	5	3	9	14	34	38	95	76	101	76	72	44	47	32	41	42		
	Lockdown Index ⁽²⁾						26.9	26.9	26.9	24.1	24.1	24.1	24.1	28.7	32.4	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6	37.0	37.0	31.5	31.5	31.5	35.2	35.2		
Real Economy	Daily Sales for Necessities ⁽³⁾																							-4.0	-8.5	-6.5	5.3	0.6	7.8
	Daily Prices for Necessities ⁽⁴⁾																							0.3	0.2	0.8	0.4	0.1	0.2
	Jobless Concerns ⁽⁵⁾						69	67	61	61	66	58	57	44	61	57	41	54	56	56	53	52	44	63	52	56	54		
	Cash Concerns ⁽⁶⁾						50	53	45	46	45	38	40	30	42	40	29	38	37	37	37	37	35	32	36	33	33	31	
	Walking (Tokyo) ⁽⁷⁾						-31.4	-32.4	-29.8	-24.9	-28.1	-29.3	-28.5	-25.0	-26.3	-18.4	-19.2	-19.5	-18.3	-17.3	-17.0	-7.3	-4.9	-1.3	-13.7	-6.7	-1.0		
	Transit (Tokyo) ⁽⁸⁾						-21.7	-17.8	-13.5	-7.8	-8.7	-8.6	-6.6	-1.4	-3.1	8.4	13.7	10.6	8.3	8.5	10.3	18.5	22.1	15.1	7.4	10.1	13.4		
	Transit (Nationwide) ⁽⁹⁾						-17.7	-12.7	-8.3	-1.1	-1.9	-1.1	3.2	13.3	3.0	14.1	31.7	18.0	14.3	12.7	15.0	26.2	39.8	20.5	14.8	19.4	21.3		
	Electricity Demand ⁽¹⁰⁾						-4.6	-1.9	-3.1	-5.3	-5.1	-5.8	-8.1	-6.0	-6.9	-0.9	0.2	10.8	2.0	4.0	2.5	0.1	-4.6	-3.8	-2.3	-2.1	-1.6		
Financial Markets	Nikkei 225 ⁽¹¹⁾						-2.8	-5.1	-4.4	-4.3	-5.1	-5.2	-3.5	-3.2	-7.7	-5.0	-1.0	-2.5	-2.7	-1.3	-0.5	-0.7	-1.3	-2.1	0.4	-0.4	0.0		
	Corporate Debt Premium ⁽¹²⁾						0.13	0.12	0.12	0.10	0.10	0.08	0.09	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06	
	USD/JPY Basis Swap 3-Mth ⁽¹³⁾						-18.6	-22.6	-17.0	-14.3	-14.1	-18.9	-15.4	-15.9	-14.5	-13.3	-12.1	-11.0	-13.4	-14.4	-13.1	-12.4	-11.0	-21.1	-19.0	-19.8	-27.0		

Note: (1) Weekly new Covid-19 cases and deaths based on data from Bloomberg News and Johns Hopkins; (2) Oxford COVID-19 Government Response Tracker based on a zero to 100 scale; (3) Nikkei CPINow T-Index Daily Sales YoY% 10-day MA; (4) Nikkei CPINow T-Index Daily Total YoY% 7-day MA; (5) Google Trends Web Search Frequency of 'Unemployment' in Japanese based on a zero to 100 scale from 2007 to the latest; (6) Google Trends Web Search Frequency of 'Loan' in Japanese based on a zero to 100 scale from 2007 to the latest; (7), (8), (9) Percent change from the average usage from Jan. 13 to Jan. 19 from Apple; (10) Actual electricity demand deviation from the BNEF Model estimates with weather, holiday adjustment; (11) Percent change of the January first 5-weekday average; (12) Bloomberg Barclays Asian-Pacific Japan Corporate Average OAS; (13) 3-Month USD/JPY Basis Swap Spread, 7-day average.

Berdasarkan *indicator high frequency data dashboard* Bloomberg posisi per tanggal 23 Oktober 2020 sebagaimana Tabel 6, aktivitas ekonomi di Jepang telah menunjukkan level yang mendekati level Pre-Covid-19. Aktivitas masyarakat menggunakan *public transportation* oleh warga meningkat secara signifikan, pun *pedestrian traffic* di Tokyo (yang merupakan proxy aktivitas ekonomi) meningkat cukup tajam, seiring mulai stabilnya penambahan kasus infeksi baru Covid-19 serta semakin turunnya tingkat kematian pada kasus Covid-19 atau meningkatnya level kesembuhan menjadi sebesar 92% dari total kasus positif Covid-19 berhasil untuk sembuh di Jepang.

BOKS 1.

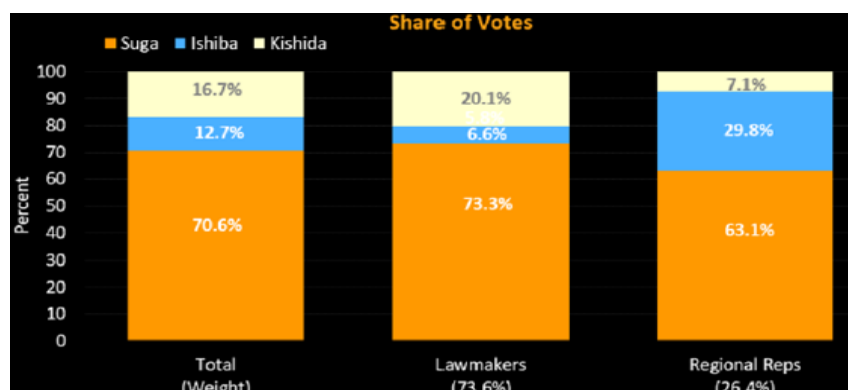
**Asesmen Risiko terkait Kestinambungan Kebijakan Fiskal dan Reformasi Stuktural
Pasca Pengunduran diri PM Shinzo Abe**

PM Yoshishide Suga resmi dilantik pada tanggal 16 September 2020 menggantikan PM Shinzo Abe yang mengundurkan diri karena masalah kesehatan. PM Suga adalah loyalis seorang loyalis Shinzo Abe selama 2 dekade terakhir sehingga dalam berbagai kesempatan Suga selalu menyampaikan akan melanjutkan berbagai konsep kebijakan ekonomi yang sebelumnya dikenal dengan Abenomics dengan beberapa penyempurnaan di bidang digitalisasi serta reformasi di bidang peraturan hingga disebut Suganomics. Stabilitas ekonomi di rasa sangat penting sehingga keberlanjutan kestinambungan kebijakan fiskal dan moneter Suganomics merupakan suatu hal yang perlu dilakukan terutama terkait adanya permasalahan pandemic Covid-19 yang melemahkan ekonomi Jepang.

Abenomics vs Suganomics

Ketua Partai Liberal Democratic (LDP) the ruling party terpilih yaitu Yoshishide SUGA telah dilantik menjadi PM Jepang pada tanggal 16 September 2020 setelah sebelumnya meraih suara yang sangat dominan dalam pemilihan ketua LDP sebagaimana dalam Tabel 7. Sebelumnya Suga adalah Kepala Sekretaris Kabinet yang juga menjadi juru bicara dari PM Shinzo Abe yang mengundurkan diri pada bulan Agustus 2020 dikarenakan alasan kesehatannya. Dalam pidato pelantikannya sebagai perdana menteri Jepang, Yoshishide Suga memberikan statementnya untuk tetap melanjutkan kebijakan ekonomi pendahulunya PM Abe yaitu Abenomics.

Table 7 - Suga Wins LDP Leadership Election

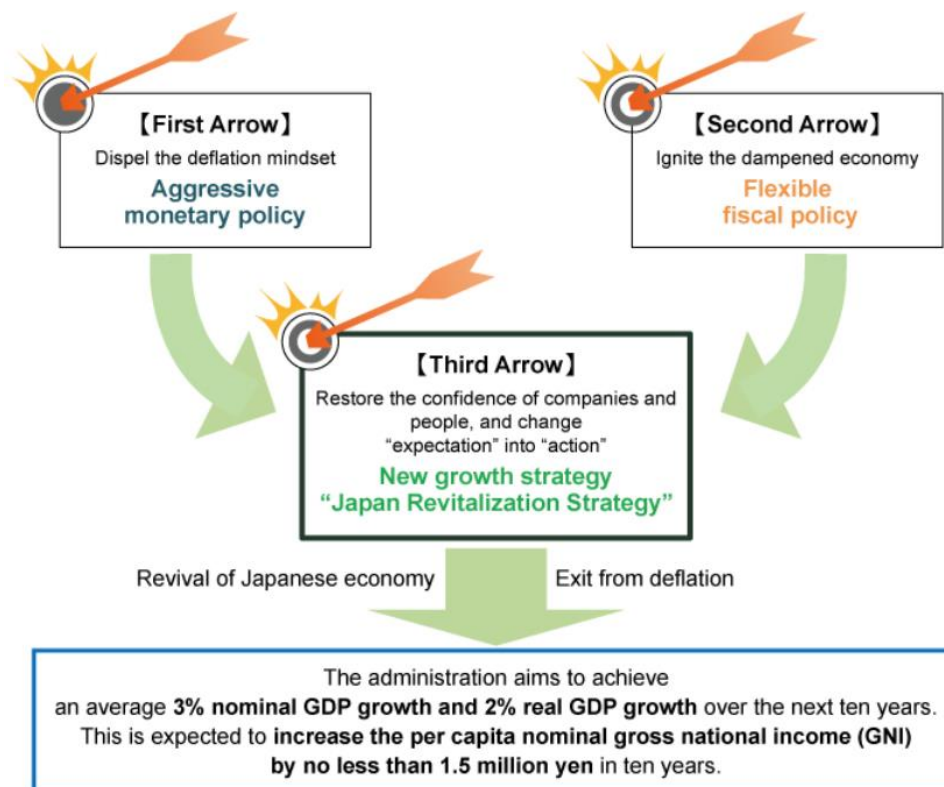


Sumber: Bloomberg Intelligence

Abenomics

Abenomics merupakan paket kebijakan ekonomi PM Abe yang diluncurkan pada akhir 2012 untuk mengembalikan Jepang keluar dari era deflasi yang telah melanda Jepang selama 2 dekade. Abenomics memiliki 3 (tiga) pilar utama yaitu kebijakan fiskal yang fleksibel, kebijakan moneter yang agresif, dan reformasi struktural untuk mendorong investasi (sebagaimana dalam figur 1). Diluncurkannya Abenomics adalah untuk menjawab tantangan yang dihadapi oleh perekonomian Jepang yaitu *aging* and *shrinking* population, persoalan demografis inilah yang menjadi tantangan Jepang saat itu hingga kini. Melalui Abenomics, Jepang bertekad akan mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan dan menjadi pionir dalam membangun kehidupan sosial baru (a new social model) yang disebut Society 5.0 yaitu visi Jepang untuk melangkah maju dalam *human evolution*. Lebih lanjut menegaskan bahwa arah kebijakan ekonomi Abe adalah “*for future growth, future generation and future Japan*”.

Figure 1 – Abenomics: 3 Arrows



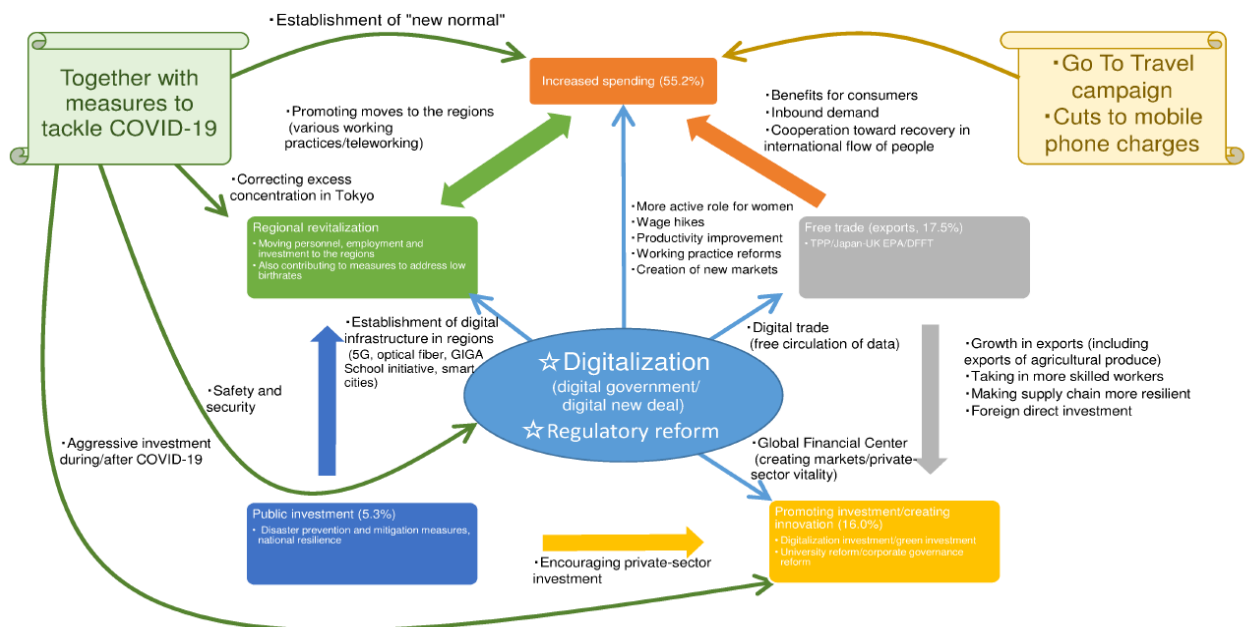
Sumber: Cabinet Office

Suganomics

Dalam berbagai kesempatan, PM Yoshihide Suga atau PM Suga menyatakan akan melanjutkan kebijakan ekonomi pendahulunya. Pertama kali PM Suga menyatakan hal tersebut pada saat dia maju untuk menjadi kandidat ketua Partai Demokratik Liberal (LDP) yaitu pada tanggal 2 September 2020, Suga mengatakan akan melanjutkan Abenomics dengan beberapa penguatan. Pernyataan akan melanjutkan kebijakan ekonomi pendahulunya ditegaskan lagi pada saat pelantikannya sebagai Perdana Menteri Jepang pada tanggal 16 September 2020. Sikap ini juga dilatarbelakangi oleh situasi lingkungan Jepang dan global yang saat ini tengah berjuang mengatasi dampak pandemi Covid-19, sehingga akan berisiko jika dilakukan perubahan yang sangat mendasar. Seperti disampaikan bahwa hal terpenting dalam kepemimpinannya nanti adalah menghadapi pandemi dan menghidupkan kembali ekonomi.

Meskipun menyatakan akan melanjutkan Abenomics, namun Suga akan memberikan penguatan pada beberapa aspek penting yaitu: (1) mendorong Digitalisasi, dengan membentuk badan/agency yang akan mengurus masalah pengembangan digitalisasi serta (2) melakukan reformasi dibidang peraturan & administrasi, sebagaimana dalam Figur 2.

Figure 2 – Suganomics : Overall Picture of Economic Policies



Note: Council on Economic and Fiscal Policy materials, some parts simplified by Nomura. Figures (for example "Increased spending (55.2%)") show share of that demand item within GDP.

Source: Nomura, based on Cabinet Office data

Hal lain yang akan dilakukan oleh Suga dari beberapa pernyataannya selama ini antara lain adalah **(a) Suga akan memperkuat perekonomian daerah dengan konsolidasi bank di daerah dan mendorong UMKM**, dalam berbagai kesempatan Suga mengatakan bahwa menurutnya terlalu banyak bank daerah (*regional bank*) yang tidak sebanding dengan kondisi saat ini dimana populasi di daerah semakin menurun. Oleh karena itu dia menekankan perlunya dilakukan konsolidasi bagi bank yang kinerjanya tidak baik dan lebih fokus mendukung UMKM; **(b) Suga juga diperkirakan akan terus menekan perusahaan telekomunikasi untuk menurunkan tarifnya hingga 40% yang selama ini dinilai terlalu mahal**. Di sisi lain, dalam jangka pendek Suga diperkirakan akan tetap mempertahankan tarif pajak konsumsi untuk biaya jaminan sosial bagi aging population yang terus meningkat; **(c) Suga juga akan tetap menjaga hubungan yang baik dengan Bank of Japan**.

Guna merealisasikan kebijakan ekonominya tersebut, secara cepat, **PM Suga telah menunjuk Menteri IT yaitu Takuro Hirai untuk membentuk badan baru di bidang digital (*New Digital Agency*)**. Pembentukan badan baru dibidang digital menjadi prioritas utama karena dipicu oleh kekecewaan Suga pada saat akan mendistribusikan bantuan pandemi Covid-19 kepada masyarakat dan dunia usaha, ternyata masih **terdapat kendala belum terhubungnya data pemerintah pusat dengan pemerintah daerah sehingga menghambat pelaksanaan pendaftaran dan menyebabkan kemarahan calon penerima bantuan**. Kondisi ini juga **berdampak kepada rendahnya penyerapan anggaran darurat untuk mengatasi pandemi Covid-19** tersebut. Oleh karena itu, Suga menginginkan ada satu lembaga yang bisa mengkonsolidasikan data digital dari semua lembaga.

Langkah cepat lainnya adalah **menunjuk mantan Menteri Pertahanan Taro Kono untuk *in charge* dalam program untuk Reformasi Peraturan & Administrasi** yang menjadi salah satu strategi penguatan dari Suganomics.

Untuk meyakinkan bahwa kebijakan Abenomics akan dilanjutkan di Suganomics, maka **Suga masih menggunakan sebagian besar menteri era PM Abe dalam jajaran kabinetnya yaitu dari 20 menteri, 15 diantaranya adalah eks menteri era PM Abe**. Khusus di bidang ekonomi, yang masih dipakai adalah Menteri Keuangan Taro Aso, Menteri Industri (METI) Hiroshi Kajiyama dan Menteri Revitalisasi Ekonomi Yasutoshi Nishimura.

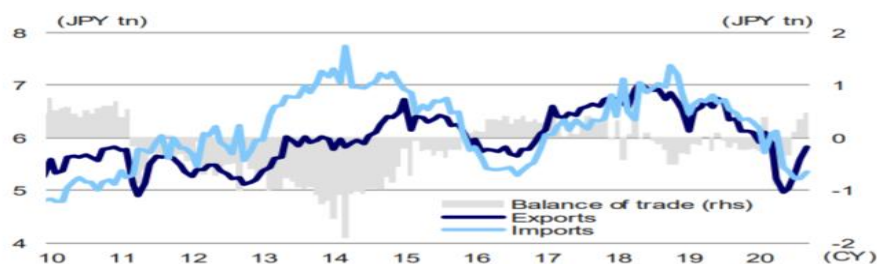
PM Suga juga telah mengumumkan akan mendorong *Additional Economic Measures (3rd Supplementary Budget)* sebagai langkah lanjutan untuk memperbaiki ekonomi Jepang. Anggaran tambahan ketiga ini akan diajukan pada rapat sidang parlemen Januari 2021 mendatang. Dengan demikian, anggaran ketiga tersebut melengkapi anggaran tambahan pertama yang disahkan pada bulan April 2020 (JPY33,9 triliun, setara dengan 6,2% dari PDB) dan anggaran tambahan kedua yang disahkan pada bulan Juni 2020 (JPY33,2 triliun, 6,0% dari PDB). Adapun langkah-langkah fiskal lainnya seperti kampanye Go To untuk mendukung pariwisata dan industry restoran kemungkinan akan lebih kecil daripada dua tap anggaran yang pertama.

Dengan demikian, risiko atas kesinambungan kebijakan fiskal dan reformasi struktural pasca pengunduran diri PM Shinzo Abe semakin kecil karena arah kebijakan PM Suga semakin jelas untuk mendorong normalisasi perekonomian sebagai prioritas utama terlebih dengan adanya penunjukan Penasihat Kebijakan Ekonomi dan anggota Dewan Pertumbuhan Ekonomi yang sebelumnya juga merupakan loyalis PM Abe. Walau masih ada potensi risiko seputar Covid-19, PM Suga tampaknya akan memprioritaskan normalisasi kegiatan ekonomi khususnya menjelang Olimpiade Tokyo / Paralimpiade 2021 dengan memperluas kebijakan fiskal dan mendorong reformasi regulasi untuk mempercepat berbagai implementasi kebijakan.

2. Kinerja Eksternal

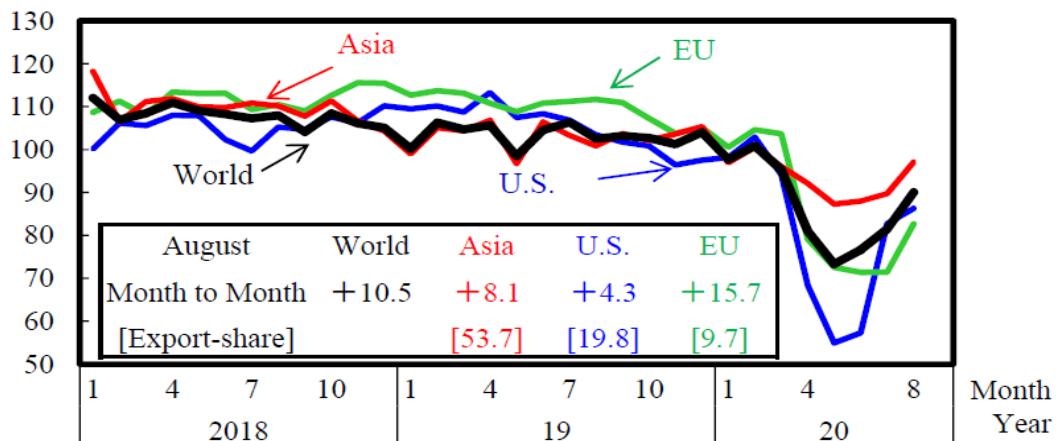
Ekspor tercatat mulai *rebound* pada triwulan III 2020, sejalan dengan mulai pulihnya aktivitas ekonomi di beberapa negara tujuan ekspor utama Jepang, khususnya terkait *quick recovery* di China. Pada triwulan III 2020, Jepang membukukan surplus perdagangan (*Trade Balance*) sebesar JPY 675 miliar pada bulan September sebagaimana dalam Figur 3. Data ini merupakan surplus bulanan ketiga secara berturut, akan tetapi sedikit lebih rendah dari konsensus yang dikompilasi Bloomberg dengan proyeksi surplus sebesar JPY 980.7 miliar. Ekspor tercatat turun -4,9% yoy menjadi JPY 6,1 triliun, versus konsensus pasar -2,4%. Sementara itu, Impor tercatat turun -17,2% yoy menjadi JPY 5,3 triliun, versus konsensus pasar -21,4%. Nilai ekspor ke China telah kembali pulih sedia kala. Namun demikian, ekspor ke Eropa masih tetap lesu karena meningkatnya lonjakan infeksi baru di benua Eropa. Menurut tujuan negara sebagaimana dalam Figur 4, **Ekspor ke China melonjak naik 14,0% yoy menjadi JPY 1,3 triliun dan Ekspor ke AS juga naik terbatas 0,7% yoy menjadi JPY 1,2 triliun**. Sementara itu, ekspor ke Uni Eropa turun 10,6% menjadi JPY 554 miliar dan ke berbagai negara Asia juga turun terbatas sebesar 2,0% menjadi JPY3,3 triliun. Sementara itu, Impor dari Tiongkok turun 11,9% menjadi JPY 1,4 triliun, Impor dari AS turun 9,9% yoy menjadi JPY 562,4 miliar, impor dari Uni Eropa turun 13,0% yoy menjadi JPY 679,9 miliar, dan impor dari Asia turun 12,6% menjadi JPY 2,7 triliun.

Figure 3 - Japan's Balance of Trade (seasonally adjusted)



Sumber : Japan Ministry of Finance

Figure 4 - Japan's Export Volume Index by Region



Sumber: Japan Ministry of Finance, Ministry of Economy Trade and Industry (METI)

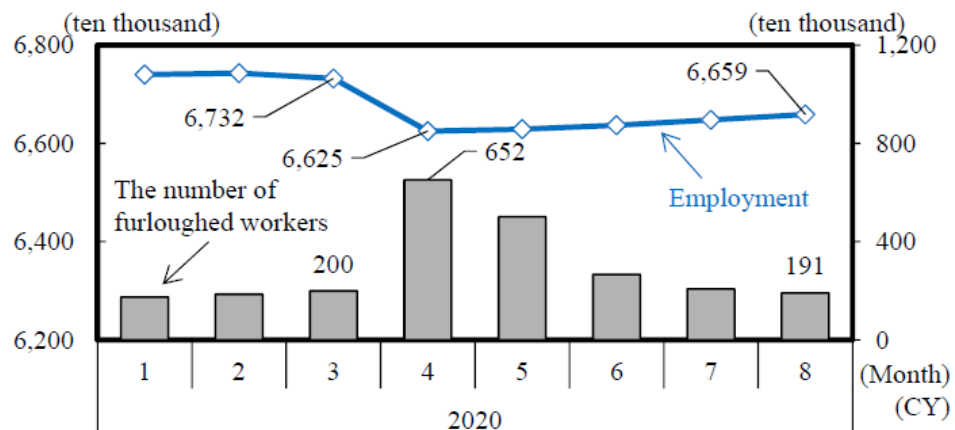
Nilai tukar JPY bergerak relatif menguat terhadap USD di triwulan III 2020. Pada periode 1 Juli 2020 hingga 30 September 2020 mata uang JPY terapresiasi sebesar 2,07% terhadap USD. Nilai tukar JPY bergerak pada kisaran 104,24 - 107,52 per USD dengan rerata 105,93 per USD. Sepanjang triwulan III 2020, USDJPY bergerak di kisaran cukup terbatas dengan kecenderungan penguatan (apresiasi), khususnya pada awal triwulan III 2020 (Juli 2020), seiring dengan meningkatnya aktivitas ekonomi-sosial pasca pencabutan status darurat. Pada awal Agustus Nilai tukar Yen sempat terdepresiasi terhadap mata uang Dollar pada saat kasus infeksi baru Covid-19 di Jepang memasuki gelombang kedua. Namun mulai September 2020, mata uang Yen kembali meneruskan tren penguatan terhadap USD. Ke depan, ruang penguatan Yen sebagai salah satu *safe haven assets* masih cukup besar seiring masih tingginya ketidakpastian risiko global khususnya terkait Covid-19 dan menjelang Pemilu AS pada 3 November 2020.

3. Ketenagakerjaan dan Perkembangan Harga-harga

Pada triwulan III 2020, situasi ketenagakerjaan di Jepang masih lemah, namun jumlah penduduk yang bekerja (*Employment*) telah meningkat secara moderat sejak bulan Mei, dan jumlah pekerja dalam kategori cuti (*Furloughed Workers*), yang sempat melonjak tajam di bulan April, sudah berhasil turun mendekati level Pre-Covid-19 sebagaimana dalam Figur 5. Ministry of Internal Affairs and Communication Jepang mencatat pada akhir triwulan III 2020, *job to applicant ratio* tercatat kembali turun menjadi sebesar 1,04 (akhir triwulan II 2020 sebesar 1,11), sementara tingkat pengangguran (*unemployment rate*) naik menjadi 3,0% yang merupakan level tertinggi dalam 3

tahun terakhir, dari sebelumnya di akhir triwulan II 2020 sebesar 2,8% yoy. Jumlah pengangguran naik, terutama disumbang oleh pekerja *non regular*. Memburuknya kondisi ketenaga kerjaan seiring melemahnya permintaan domestik, turunnya kinerja dunia usaha di tengah ketidakpastian pandemic Covid-19. *Job to applicant ratio* juga berada pada posisi terendah sejak Juli 2015, kendati masih berada pada level yang cukup tinggi (1,04), yang menandakan bahwa terdapat 104 lowongan pekerjaan bagi 100 orang pencari kerja. Rasio tersebut sebenarnya masih cukup baik karena secara umum jumlah pekerjaan yang ditawarkan masih lebih banyak dibandingkan jumlah pencari kerja (Rasio > 1). Namun ke depan, perlu dicermati perkembangan terkait dampak Covid-19 terhadap ekonomi, seiring semakin banyak perusahaan yang mengalami gagal bayar atau terdampak negatif pandemi Covid-19. Hal tersebut dapat menjadi salah satu indikasi akan semakin banyak pekerja yang dirumahkan atau PHK di masa mendatang.

Figure 5 - The Number of Employed and Furloughed Workers

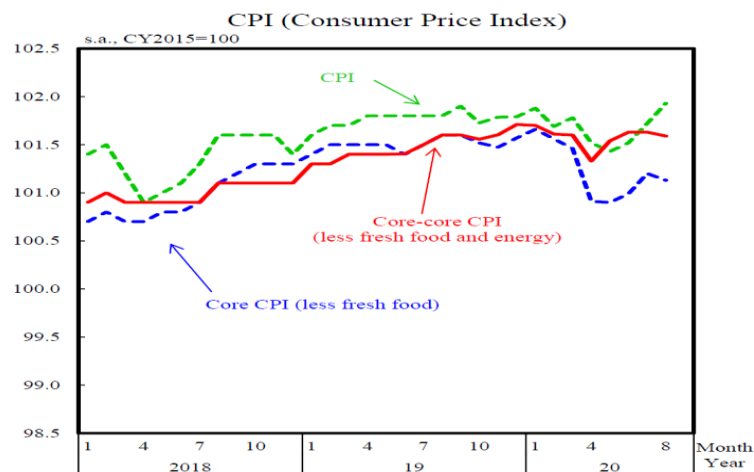


Sumber: Ministry of Internal Affairs and Communications

Rata-rata pendapatan bulanan di Jepang mulai sedikit membaik. Pada pertengahan triwulan III 2020, Ministry of Health Labor and Welfare Jepang merilis *Average Monthly Cash Earning* yang tercatat turun -1,3% yoy, lebih baik dari akhir triwulan II (-2,0%, yoy). Kenaikan tersebut terutama dikontribusi oleh meningkatnya *employment* sebesar 0,8% yoy (sebelumnya 0,6%) dan membaiknya angka *overtime* menjadi -0,6% dari sebelumnya -2,5%. Kenaikan pendapatan tersebut secara khusus terjadi pada pegawai dengan status kontrak (*contracted*) seiring berbagai relaksasi yang dikeluarkan oleh pemerintah Jepang dalam rangka mendorong ekonomi domestik seperti program *Go-To-Travel* yang dimulai pada Juli 2020. **Kenaikan pendapatan tersebut telah tertransmisi dengan baik pada pengeluaran rumah tangga yang juga mengalami peningkatan di triwulan II 2020.** Pengeluaran rumah tangga atau *Retail Sales* naik hingga 4,6% mom di bulan Agustus. Kenaikan tersebut terutama dikontribusi oleh kenaikan belanja pada *Apparel & Accessories* (naik 6,9%), *Fuel* (naik 6,0%), dan *Supermarkets* (naik 2,6%).

Inflasi di Jepang relatif stabil khususnya di tingkat konsumen. Pada periode Juli hingga September, permintaan masyarakat relatif meningkat sejalan dengan dicabutnya status darurat atau *State of Emergency* (SOE) di Jepang sebagaimana terlihat pada Figur 6. Pada akhir triwulan III 2020, inflasi inti (IHK non makanan dan energi) tercatat sebesar 0,0% yoy, relatif lebih rendah dibandingkan akhir triwulan II 2020 (0,4%, yoy). Adapun inflasi IHK total atau *Japan National CPI* tercatat relatif mengalami pick up sebesar 0,2% yoy (vs Juni: 0,1% yoy), seiring kenaikan harga minyak mentah dunia yang juga tercermin pada kenaikan harga ditingkat produsen (*Producer Price Index*) yang naik sebesar 1,0% yoy di pertengahan triwulan III 2020 (vs Juni 0,8% yoy). Berdasarkan data terkini, stabilnya inflasi IHK terutama dikontribusi oleh naiknya harga fresh food (7,8% yoy) dan household goods (3,0% yoy). Kenaikan tersebut diimbangi dengan penurunan pada sector Edukasi (-10,8% yoy) dan penurunan utilities (-2,2%).

Figure 6 - Japan Consumer Price Index (CPI)



Sumber : Bank of Japan, Cabinet Office

Ke depan, otoritas akan memantau secara ketat terkait tren harga energi khususnya harga minyak mentah dunia, yang akan sangat bergantung pada perkembangan pandemi Covid-19 yang memengaruhi aktivitas ekonomi global dan domestik Jepang. Secara umum, dalam **BoJ Median Forecast** di bulan Oktober 2020, mencatat tekanan inflasi di Jepang cenderung bias kebawah dengan range FY2020 untuk Core CPI antara -0,7% hingga -0,5% sebagaimana dalam Tabel 8.

Table 8 - BoJ Median Forecast of Majority Policy Board Members in the Outlook Report

Forecasts of the Majority of the Policy Board Members

			y/y % chg.
	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) Excluding the effects of the consumption tax hike and policies concerning the provision of free education
Fiscal 2020	-5.6 to -5.3 [-5.5]	-0.7 to -0.5 [-0.6]	-0.8 to -0.6 [-0.7]
Forecasts made in July 2020	-5.7 to -4.5 [-4.7]	-0.6 to -0.4 [-0.5]	-0.7 to -0.5 [-0.6]
Fiscal 2021	+3.0 to +3.8 [+3.6]	+0.2 to +0.6 [+0.4]	
Forecasts made in July 2020	+3.0 to +4.0 [+3.3]	+0.2 to +0.5 [+0.3]	
Fiscal 2022	+1.5 to +1.8 [+1.6]	+0.4 to +0.7 [+0.7]	
Forecasts made in July 2020	+1.3 to +1.6 [+1.5]	+0.5 to +0.8 [+0.7]	

Notes: 1. Figures in brackets indicate the medians of the Policy Board members' forecasts (point estimates).

2. The forecasts of the majority of the Policy Board members are constructed as follows: each Policy Board member's forecast takes the form of a point estimate – namely, the figure to which he or she attaches the highest probability of realization. These forecasts are then shown as a range, with the highest figure and the lowest figure excluded. The range does not indicate the forecast errors.
3. Each Policy Board member makes their forecasts taking into account the effects of past policy decisions and with reference to views incorporated in financial markets regarding the future conduct of policy.
4. The direct effects of the October 2019 consumption tax hike on the CPI for fiscal 2020 are estimated to be 0.5 percentage point. In addition, based on a specific assumption, the direct effects of policies concerning the provision of free education on the CPI for fiscal 2020 are estimated to be around minus 0.4 percentage point.

Sumber: BoJ Outlook for Economic Activity and Prices – October 2020

4. Stabilitas Sistem Keuangan

BoJ Financial System Report yang rilis pada 22 Oktober 2020 menunjukkan sistem keuangan Jepang tetap pada kondisi yang stabil. Terlepas dari kekhawatiran bahwa beberapa perusahaan Jepang dapat menghadapi masalah terkait arus kas (cash flow) karena pandemi, FSR menegaskan bahwa mayoritas perusahaan Jepang telah berhasil mempertahankan tingkat likuiditas yang sehat berkat cadangan kas yang kuat (*retained earnings*) yang dibangun selama tahun-tahun sebelumnya dan berbagai dukungan dari pemerintah dan BOJ. Biaya kredit cenderung akan meningkat jika perlambatan ekonomi berkepanjangan dan dapat memaksa beberapa perusahaan keluar dari bisnis. Namun, dalam *baseline scenario*, BoJ memperkirakan bahwa kenaikan kumulatif biaya kredit selama periode tiga tahun dari FY20-22 akan dibatasi sekitar 1% dari total saldo pinjaman dan sekitar 3% di bawah *pessimistic scenario*. Perhitungan ini menggarisbawahi keyakinan BoJ bahwa dukungan kebijakan yang tepat akan membantu menekan biaya kredit. Secara keseluruhan, BoJ bersama pemerintah sangat yakin dengan kondisi sistem keuangan saat ini akan tetap berjalan dengan baik dan stabil sehingga tidak diperlukan adanya *extraordinary measures* lanjutan.

Pemerintah Jepang dan Bank of Japan, bekerja sama secara erat termasuk dengan otoritas luar negeri, dengan cepat menerapkan langkah-langkah kebijakan fiskal dan moneter skala besar untuk mendukung aktivitas perekonomian dan memelihara fungsi pasar keuangan. Berkenaan dengan regulasi dan pengawasan, tindakan fleksibel telah diambil untuk mendorong lembaga keuangan dengan menyediakan likuiditas yang diperlukan untuk mendukung kegiatan ekonomi. Meskipun pembiayaan perusahaan dan rumah tangga berada di bawah tekanan yang cukup besar karena tekanan bias ke bawah pada ekonomi riil, **kelancaran fungsi intermediasi keuangan (*financial intermediation*) tetap terjaga karena kuatnya lembaga keuangan (*financial institutions*) baik dalam hal permodalan dan likuiditas serta kebijakan dan pengawasan secara terukur.** Pasar keuangan secara khusus kembali mulai stabil setelah sebelumnya cukup terpukul pada awal tahun.

Ke depan, dengan asumsi pemulihan ekonomi yang sangat moderat, sistem keuangan Jepang kemungkinan masih akan tetap sangat kuat. Walau demikian, kewaspadaan terkait perkembangan penyebaran Covid-19 dan dampaknya terhadap ekonomi domestik dan luar negeri masih penting untuk dicermati. Di bawah tekanan yang parah: laju pemulihan ekonomi dapat mandek, penyesuaian yang signifikan di pasar keuangan, penurunan kondisi keuangan FI's termasuk kelancaran fungsi intermediasi keuangan dapat menimbulkan risiko atau tekanan ke bawah lebih lanjut pada ekonomi riil. Dalam hal ini, terdapat beberapa risiko yang membutuhkan perhatian khusus. **Dari perspektif makroprudensial, penting untuk dipersiapkan mitigasi atas risiko ini dan melakukan yang terbaik untuk memastikan stabilitas dan kelancaran sistem keuangan fungsi intermediasi keuangan.**

Risiko pertama adalah peningkatan biaya kredit akibat potensi penurunan ekonomi yang berkepanjangan di dalam dan luar negeri. Di Jepang, kenaikan *default rate* kemungkinan tidak akan naik lebih tinggi lagi dari level sekarang selama beberapa waktu karena penurunan yang substansial dalam hal penjualan serta peningkatan beban hutang perusahaan dapat di *off-set* karena perusahaan-perusahaan di Jepang telah lama memperkuat basis keuangan mereka baik dalam hal modal maupun kas cadangan sejak beberapa tahun terakhir (jauh sebelum pandemic Covid-19) dan karena berbagai langkah untuk mendukung pembiayaan perusahaan secara efektif. Secara khusus, perhatian harus diberikan pada pemberian pinjaman ke area di mana kerentanan terakumulasi sebelum wabah COVID-19, yaitu: (1) meminjamkan kepada perusahaan berisiko menengah dengan pengembalian yang lebih rendah, (2) meminjamkan kepada industri real estat, dan (3) meminjamkan ke proyek dengan *leverage* tinggi terkait kesepakatan merger dan akuisisi (M&A) skala besar. Kualitas kredit secara keseluruhan dari portofolio pinjaman luar negeri bank-bank Jepang tetap tinggi. Pada tingkat yang lebih rinci, bank-bank Jepang memiliki eksposur yang cukup besar untuk proyek yang rentan terhadap penurunan harga minyak mentah dan pinjaman keuangan terkait akuisisi pesawat yang saat ini sedang menghadapi penurunan permintaan secara global. Selain itu, eksposur yang besar perusahaan dengan profitabilitas yang lebih rendah telah berada dalam tren naik karena bank-bank Jepang telah aktif meningkatkan pinjaman luar negeri. Manajemen risiko yang cermat sangat penting mengingat penurunan ekonomi di luar negeri lebih parah daripada saat krisis keuangan global (GFC).

Risiko kedua adalah memburuknya keuntungan / kerugian atas investasi efek karena adanya penyesuaian secara substansial di pasar keuangan. Di bawah kondisi suku bunga rendah yang berkepanjangan di Jepang, Institusi keuangan Jepang telah secara aktif mengambil risiko pasar (*market risk*), khususnya untuk domestik dan produk kredit luar negeri untuk mencari *positive credit spread*. Secara umum, kerugian investasi pada perusahaan sekuritas atau lembaga keuangan masih terbatas sejauh ini. Namun, ada beberapa kasus di mana terdapat kerugian yang belum direalisasi pada produk tertentu yang meningkat. Karena ketidakpastian mengenai pasar keuangan masih tetap tinggi, maka perlu dilakukan tinjauan ulang apakah kerangka kerja manajemen risiko yang ada masih dapat berfungsi dengan baik di bawah penyesuaian pasar yakni per Maret 2020 untuk mendorong peningkatan efektivitas kerangka kerja.

Risiko ketiga adalah destabilisasi pendanaan mata uang asing akibat pengetatan mata uang asing terutama untuk dolar AS. Bank-bank di Jepang telah bekerja keras untuk memastikan pendanaan secara stabil dengan memperpanjang jangka waktu pendanaan pasar dan meningkatkan klien korporat melalui deposito, khususnya karena telah terjadi peningkatan pinjaman luar negeri dalam beberapa tahun terakhir. Salah satu upaya yang ditempuh adalah dengan pengaturan swap likuiditas dolar AS oleh enam bank sentral dunia untuk membantu mencegah gangguan besar pada

pendanaan mata uang asing di bulan Maret. Secara umum, pasar pendanaan mata uang asing masih akan rentan terhadap guncangan dan bank-bank Jepang perlu melakukan upaya berkelanjutan untuk memperkuat basis pendanaan mata uang asing dan manajemen likuiditas yang baik.

Heat Map sebagaimana dalam tabel 9 digunakan oleh BOJ sebagai alat untuk memantau dan menilai perkembangan Indeks Aktivitas Keuangan (FAIX) secara berkala, yang terdiri dari berbagai indikator substansial untuk deteksi dini ketidakseimbangan keuangan yang disebabkan oleh aktivitas keuangan yang terlalu panas. Situasi saat ini, merupakan hasil dari respon *Financial Institutions* (FI) untuk memenuhi permintaan modal kerja yang telah meningkat secara signifikan ditengah adanya krisis pandemic Covid-19. Dalam keadaan pandemic, FAIX dengan warna merah belum tentu merupakan sinyal aktivitas keuangan yang terlalu panas, dalam kondisi sekarang FI banyak berperan sebagai perantara keuangan (*financial intermediation*) yang cukup kuat untuk mendukung likuiditas dan operasional perusahaan.

Table 9 - Heat Map: BoJ Financial Stability Report (October 2020)

		CY	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20						
Financial institutions	DI of lending attitudes of financial institutions		Blue	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green			
	Growth rate of M2		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green		
Financial markets	Equity weighting in institutional investors' portfolios		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	
	Stock purchases on margin to sales on margin ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	
Private sector	Private investment to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	
	Total credit to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	
Household	Household investment to disposable income ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	
	Household loans to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	
Corporate	Business fixed investment to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
	Corporate credit to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Real estate	Real estate firms' investment to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
	Real estate loans to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
Asset prices	Stock prices		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
	Land prices to GDP ratio		Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green

Source: Bloomberg; Cabinet Office, "National accounts"; Japan Real Estate Institute, "Urban land price index"; Ministry of Finance, "Financial statements statistics of corporations by industry"; Tokyo Stock Exchange, "Outstanding margin trading, etc."; BOJ, "Flow of funds accounts," "Loans and bills discounted by sector," "Money stock," "Tankan."

Nantinya, saat ekonomi mulai pulih dari keterpurukan, permintaan modal kerja akan melambat. Sehingga ke depan, perhatian perlu diberikan khususnya terkait rasio kredit total terhadap PDB dan rasio pinjaman real estat terhadap PDB yang memang sebelumnya sudah berwarna "merah" sebelum wabah COVID-19 terjadi. Seperti yang ditunjukkan dalam laporan terbitan sebelumnya, dalam beberapa tahun terakhir, FI telah secara aktif mengambil risiko terutama dalam hal (1) meminjamkan kepada perusahaan berisiko menengah, (2) meminjamkan kepada bisnis persewaan real estat, dan (3) meminjamkan kepada proyek kesepakatan M&A skala besar.

Sementara itu, pemberian pinjaman kepada peminjam dengan tingkat pengembalian rendah, yang tingkat bunga pinjamannya belum tentu cukup tinggi untuk menutupi risiko kredit, berada dalam tren naik. Selain itu, perlu untuk dipantau secara ketat bagaimana penyebaran Covid-19 dan peningkatan pinjaman yang dihasilkan dapat mempengaruhi kerentanan yang ada, karena tingkat pinjaman saat ini dapat menyebabkan kredit yang berlebihan relatif terhadap perekonomian, khususnya jika pandemic bertahan lama dan dapat berdampak substansial ke pertumbuhan ekonomi.

BOKS 2.

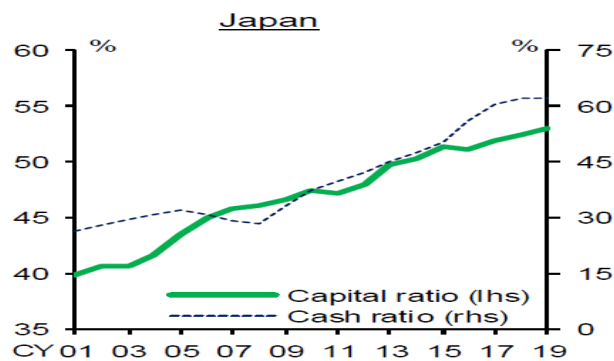
Kebijakan Sectoral Targeted yang diterapkan oleh Pemerintah Jepang dalam mendukung Peningkatan Intermediasi Perbankan

Berdasarkan laporan *Bank of Japan (BoJ)* periode Oktober 2020 tentang *Financial System Report*, stabilitas sistem keuangan Jepang masih tetap terjaga dengan baik, meskipun pandemi Covid-19 memberikan dampak yang cukup signifikan terhadap aktivitas ekonomi dan keuangan di dalam dan luar negeri. Pemerintah Jepang dan Bank of Japan, berkerjasama sangat erat dengan otoritas luar negeri dan telah dengan cepat menerapkan kebijakan fiskal dan moneter berskala besar untuk mendukung kegiatan ekonomi dan menjaga fungsi pasar keuangan. Langkah-langkah yang fleksibel telah diambil untuk mendorong lembaga keuangan agar lebih mudah dalam penyediaan dana yang diperlukan untuk mendukung kegiatan ekonomi.

Meskipun pembiayaan usaha dan rumah tangga berada dalam situasi yang dilingkupi oleh situasi yang masih tertekan parah akibat menurunnya kegiatan ekonomi, namun fungsi intermediasi tetap dapat terjaga karena basis keuangan lembaga keuangan yang kuat, khususnya dalam permodalan dan likuiditas yang didukung oleh aspek langkah-langkah kebijakan serta pengawasan yang ketat dari otoritas.

Pasar keuangan di bulan September 2020 mulai kembali stabil setelah sebelumnya sangat tertekan dan *volatile* khususnya pada bulan Maret 2020, meskipun tetap perlu waspada terhadap ketidakpastian. Dalam hal proses pemulihan ekonomi berada pada tingkat yang moderat, sistem keuangan Jepang diperkirakan masih akan tetap kuat. Namun demikian perkembangan lebih lanjut dari penyebaran Covid-19 masih tetap harus diperhatikan karena masih berpotensi memberikan risiko tekanan ke bawah kepada kinerja lembaga keuangan. Setidaknya terdapat 3 risiko tekanan yang perlu diperhatikan yaitu (1) meningkatnya biaya kredit; (2) menurunnya keuntungan atas investasi surat berharga karena adanya penyesuaian pasar; dan (3) destabilisasi pendanaan valuta asing karena ketatnya likuiditas pasar mata uang asing.

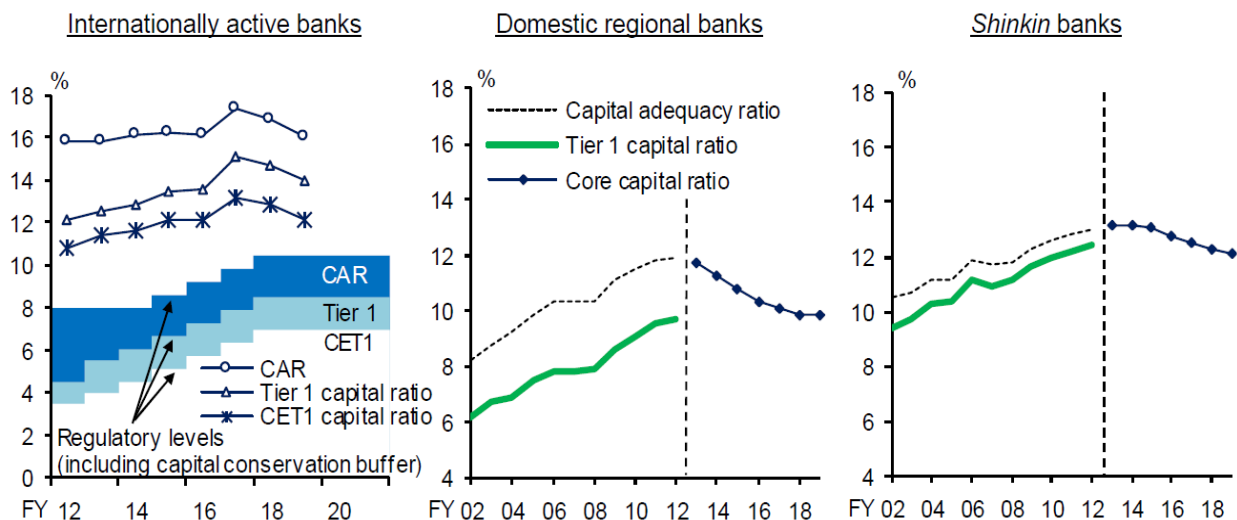
Figure 7 - Japan Capital Ratio and Cash Ratio



Sumber : S&P Global Market Intelligence

Dalam kondisi perekonomian Jepang yang saat ini tertekan oleh Covid-19, fungsi intermediasi perbankan tetap terjaga dikarenakan: (1) Pemerintah dan Bank of Japan mengeluarkan kebijakan yang ekspansif; (2) Lembaga keuangan di Jepang dalam kondisi keuangan dan permodalan yang baik (*resilient*); (3) Institusi Keuangan Non Bank (IKNB) terus memperkuat permodalan.

Figure 8 - Japan's Financial Institution Capital Adequacy Ratios



Note: "CAR" indicates the total capital adequacy ratio. Classifications of internationally active banks and domestic banks are as at each time point for Basel III's regulatory ratios, and are as at end-fiscal 2013 for regulatory ratios before Basel III. The charts are calculated on a consolidated basis. Latest data as at end-March 2020. The transitional arrangements are taken into consideration.

Source: BOJ.

Rasio kecukupan modal berbagai lembaga keuangan (Bank di Jepang yang aktif secara internasional, Bank Domestik Jepang, dan Shinkin Bank spesialis UMKM atau BPR) dinyatakan masih memiliki *capital buffer* yang cukup atau di atas persyaratan regulasi yang diterapkan (sepaimana dalam Figur 8), meskipun level CAR telah turun dalam beberapa tahun terakhir, terutama dikarenakan pertumbuhan laba ditahan (*retained earnings*) yang tumbuh lebih lambat daripada perkembangan aset tertimbang menurut risiko (*risk weighted asset*).

Table 10 - Contents of Major Measures to Support Corporate Financing

	Major measures to support corporate financing	Overview of measures	Fiscal expenses and total size of measures	
			First supplementary budget	Second supplementary budget
Cash payments	Subsidies for sustaining businesses	Cash payments for SMEs and sole proprietors (up to 2 mil. yen)	2.3 tril. yen	1.9 tril. yen
	Rent assistance subsidy	Cash payments for supporting rent payments (up to 6 mil. yen)	-	2.0 tril. yen
	Expansion of employment adjustment subsidies program, etc.	Subsidy rates increased for leave allowance (up to 100% for SMEs and up to 75% for large firms)	0.8 tril. yen	1.3 tril. yen
Tax measures	Special tax measures such as tax payment moratorium	National and local taxes and/or social insurance contributions possibly deferred for one year	26 tril. yen	-
Financial measures	Effectively interest-free loans by government-affiliated financial institutions	Interest subsidies provided to government-affiliated financial institutions	Approx. 15 tril. yen	Approx. 33 tril. yen
	Effectively interest-free loans by private financial institutions	Interest subsidies provided to private financial institutions through local governments' loan programs	Approx. 24 tril. yen	Approx. 28 tril. yen
	Crisis response loans to medium-sized and large firms by government-affiliated financial institutions	Long-term loans with preferential interest rates through government-affiliated financial institutions	Approx. 5 tril. yen	Approx. 5 tril. yen
	Equity support by government-affiliated financial institutions and funds	Equity support mainly through subordinated loans and capital injections	-	Approx. 12 tril. yen

Source: Cabinet Office; Ministry of Finance.

Langkah-langkah untuk mendukung pembiayaan perusahaan dilaksanakan sebagai respon atas penyebaran Covid-19 agar efektif dalam mengurangi dampak negatif pada likuiditas dan permodalan perusahaan serta dalam rangka mengantisipasi peningkatan *probability of default* perusahaan (PD) sebagaimana dalam Tabel 10. Pada saat krisis pandemic Covid-19, kebijakan pemerintah dan peran perbankan yang secara aktif tetap melakukan pemberian pinjaman yang sejalan dengan kebijakan tersebut, telah membantu mendukung pembiayaan korporasi. Pemerintah Jepang telah mengeluarkan dua anggaran tambahan *supplementary budget* masing-masing bernilai JPY 117 triliun. Secara khusus, anggaran tambahan kedua telah meningkatkan penyediaan dukungan keuangan untuk UMKM, seperti subsidi untuk sewa dan biaya personel, serta penyediaan pinjaman tanpa bunga yang efektif oleh lembaga keuangan swasta sejak Mei 2020. Sementara itu, berdasarkan simulasi yang dilakukan oleh BoJ, penurunan arus kas secara keseluruhan untuk perusahaan yang ada di Jepang saat ini mencapai lebih dari JPY 40 triliun setiap tahun sebagai dampak dari pandemic Covid-19.

BOKS 3.

Pergeseran Perilaku “Cash Minded” Dalam Berbelanja saat Pandemic & Penggunaan Alat Pembayaran Digital Payment di Masa Pandemi

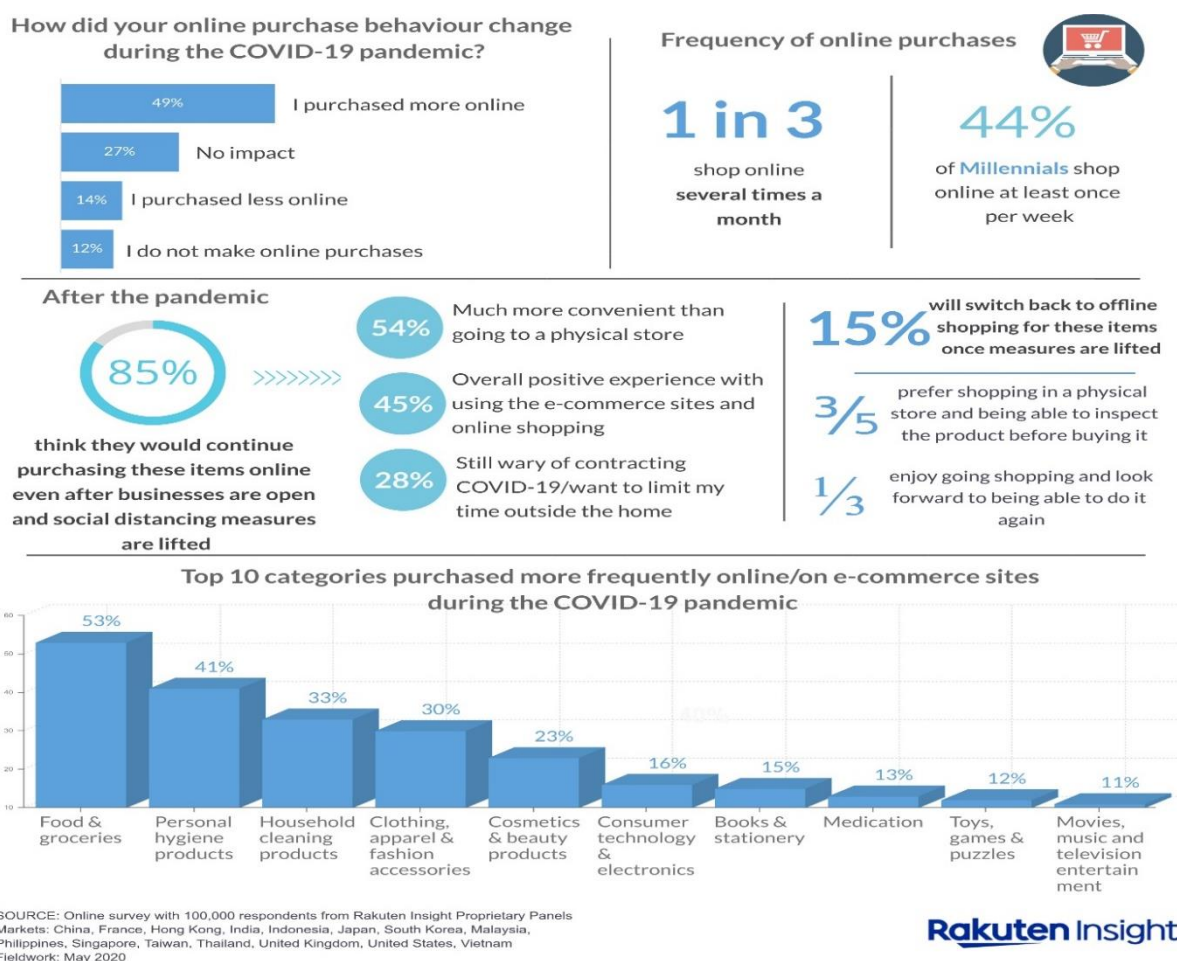
A. Asesmen Masyarakat Jepang yang masih Cash Minded

Diantara negara G7, masyarakat Jepang terkenal akan budaya yang masih mempertahankan pembayaran secara tunai (*Cash Minded Society*). *Ministry of Economy, Trade, and Industry* (METI) mencatat pada tahun 2019, pangsa penggunaan pembayaran non-tunai dalam transaksi konsumsi rumah tangga Jepang tercatat hanya sebesar 26,8% dari total pembayaran (naik 2,7% yoy). Jika dibandingkan dengan negara lain nya di kawasan seperti Korea Selatan dan Tiongkok, persentase penggunaan uang tunai masyarakat Jepang lah yang tertinggi. Pada saat pandemic melanda dan terdapat keterbatasan pada mobilitas masyarakat Jepang (periode *State of Emergency* diberlakukan), hal ini tidak menyurutkan masyarakat Jepang untuk shifting ke pembayaran non-tunai.

Seiring dengan perkembangan Covid-19 di Jepang pada awal tahun 2020, pemerintah Jepang menetapkan status darurat secara nasional (*State of Emergency*) guna mengatasi penyebaran virus Covid-19. Penetapan ini juga diikuti dengan himbuan untuk beraktivitas dari rumah (telework), mengurangi jam buka usaha, menutup area public termasuk pusat-pusat perbelanjaan kecuali untuk penjual barang² esensial seperti toko makanan dan obat²an. Dengan pembatasan mobilitas tersebut, tentunya sangat melumpuhkan aktivitas perbelanjaan off-line yang selama ini di lakukan masyarakat Jepang. Hal sebaliknya terjadi pada **aktivitas pembelajaran on-line dengan model bisnis virtual**, menurut survey Rakuten On-line Store –sebuah operator belanja online yang besar di Jepang–pada saat pandemi seperti ini justru mengalami penjualan yang sangat meningkat. Penjualan tersebut terutama untuk **barang-barang kategori indoor living seperti video games (250,7%), alat-alat dapur (83,8%), puzzle (523,2%) & instrument music (97,7%), alat fitness (230%)**. Hiroshi Mikitani-CEO Rakuten Inc mengatakan bahwa kelompok usahanya melakukan bisnis yang sangat pesat, kecuali di lini produk perjalanan seiring dengan adanya pembatasan mobilitas manusia. Sejalan dengan dorongan pemerintah untuk meningkatkan transaksi non-tunai (less cash society), maka Rakuten juga meningkatkan

layanan pembayaran dengan smartphone-nya. Pembayaran berbasis smartphone menjadi populer di kalangan orang-orang yang tidak ingin menyentuh uang tunai di masa pandemic ini. Bahkan saham Rakuten yang sempat anjlok karena masuk ke dalam bisnis jaringan telepon seluler sebelum pandemi, berbalik naik pada masa pandemi ini. Berdasarkan survey yang dilakukan Rakuten (Figur 10), situasi ini diperkirakan terus akan berlanjut seiring dengan mulai bergesernya perilaku belanja masyarakat Jepang dari semula melakukan *face to face shopping* bergeser kepada *on-line shopping*. Pergeseran perilaku belanja ini juga mulai diakomodir oleh beberapa retailer besar di Jepang seperti AEON dan Life Inc juga telah mengembangkan model bisnis online.

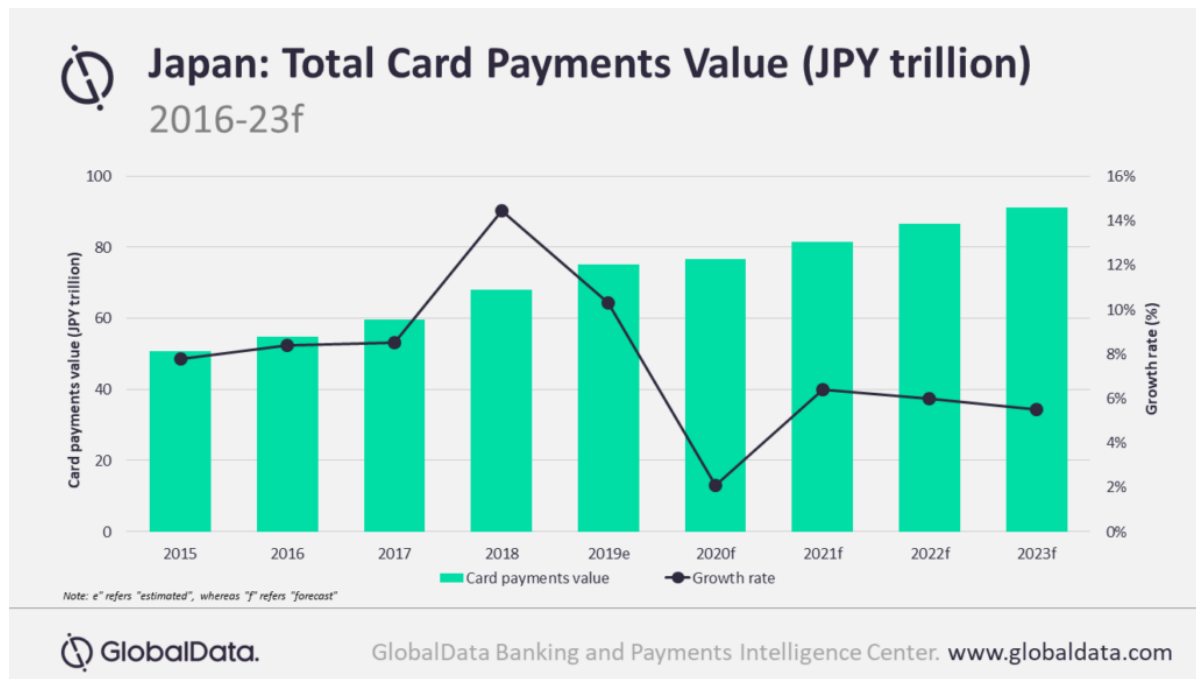
Figure 9 - Pergeseran pola belanja masyarakat Jepang di Masa Pandemi



Pegeseran perilaku belanja tersebut juga diikuti dengan pergeseran metode pembayaran transaksinya. Seperti diketahui bahwa selama ini kebiasaan di Jepang adalah masih melakukan pembayaran dengan cara tunai (*cash based country*). Sejak 2017, pemerintah Jepang melalui *Ministry of Economy, Trade and Industry* (METI) telah membentuk tim kerja untuk memulai study

tentang *less-cash payment* melalui kolaborasi API (*Application Programming Interface*) diantara perusahaan kartu kredit. Tim ini menghasilkan 2 (dua) dokumen yaitu *CashLess Vision* dan *Guidelines for utilization of Credit Card Data*. Selanjutnya, untuk mensukseskan program yang bersifat cukup fundamental di masyarakat Jepang, METI terus mengkampanyekan untuk penggunaan pembayaran non-tunai (*Cash Less Payment*) secara massive melalui beberapa program diskon untuk belanja non tunai di sebagian besar supermarket khususnya untuk mengkompensasi kenaikan pajak konsumsi pada akhir 2019. Namun demikian berdasarkan survei hingga akhir 2019 penggunaan pembayaran tunai di Jepang masih mencapai 73,3% dari total transaksi. Hingga akhirnya terjadi pandemi covid19 di awal Februari 2020 yang memaksa masyarakat untuk mulai menggunakan alternative belanja online dengan cara pembayaran secara non-tunai. Untuk menghindari kontak dengan penjual dan penyebaran virus melalui media uang kertas/koin, pilihan pembayaran dengan menggunakan alat pembayaran non-tunai di masa pandemi juga mulai dilakukan dalam berbelanja off-line barang barang esential seperti makanan dan obat-obatan. Metode pembayaran dapat dilakukan dengan menggunakan kartu credit, smart card atau pembayaran berbasis gadget. Menghadapi hal ini sebagian besar merchant dan provider alat pembayaran juga menyesuaikan diri guna memberikan layanan yang lebih cepat. Berdasarkan proyeksi dari Global Data nilai pembayaran dengan menggunakan kartu di Jepang pada tahun 2020 telah meningkat 2,1% dan diperkirakan akan terus meningkat (Figur 11).

Figure 10 - Total Card Payment in Japan



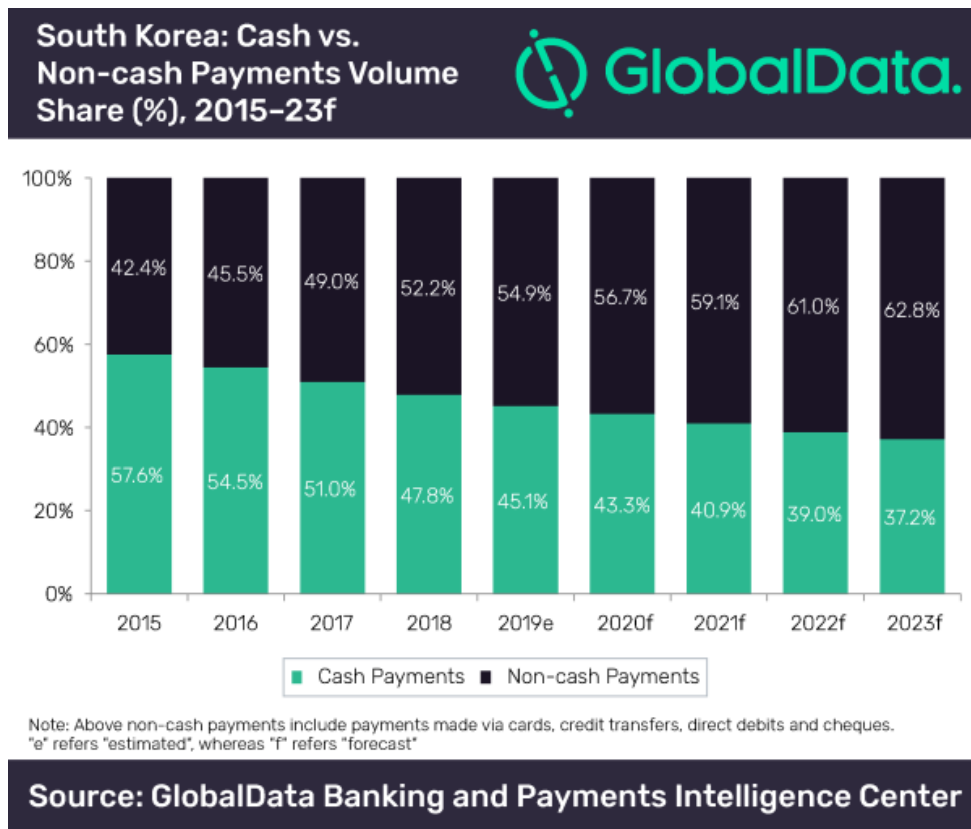
Berdasarkan data dari Japan Consumer Credit Association, jumlah kartu kredit yang diterbitkan pada Maret 2019 adalah sebesar 283 juta, atau terdapat kenaikan sebesar 2% setiap tahun. Jika dilihat dari jumlah pembayaran dengan menggunakan transaksi non-tunai, maka jenis alat pembayaran dengan menggunakan kartu kredit mendominasi sebesar 29,9% dibandingkan dengan uang elektronik (3,9%) dan QR (0,5%). Peningkatan penerbitan kartu kredit di masa pandemi bahkan menimbulkan tantangan baru yaitu tidak mencukupinya jumlah digit di kartu. Meskipun terjadi peningkatan dalam transaksi nontunai, namun jumlah uang tunai (kertas & koin) yang diedarkan juga tetap meningkat bahkan lebih tinggi dibandingkan periode yang sama di tahun lalu.

**B. Kebijakan & Implementasi Digital Payment di Korea Selatan di Masa Pandemi:
Transaksi Non-Tunai di Korea Selatan Meningkat di Masa Pandemic Covid-19**

Berbeda dengan Jepang, penerimaan masyarakat Korea Selatan (Korsel) terhadap Digital Payment yakni penggunaan pembayaran non-tunai meningkat sangat cepat. Hasil analisis dari Global Data (Figur 12) menunjukkan bahwa penggunaan uang tunai di Korsel yang pada tahun 2015 masih mendominasi hingga 57,6%, porsinya semakin menurun hingga mencapai 45,1% pada 2019. Seiring dengan adanya pandemi, maka diperkirakan porsi pembayaran nontunai di Korsel akan terus menurun hingga mencapai 37,2% pada tahun 2023. Pandemi telah memicu ketakutan infeksi melalui jalur uang tunai (kertas & coin) dan mendorong pembayaran elektronik melalui kartu atau mobile wallet. Bahkan bank sentral korsel, Bank of Korea (BoK) juga melakukan karantina uang tunainya yang baru saja diterima dari masyarakat/perbankan dalam proses distribusi uangnya serta membakar uang yang diduga terpapar virus guna memutus penyebaran virus. Hal ini tentunya menjadi pendorong untuk terus menggunakan pembayaran nontunai di Korsel terutama kartu kredit dan kartu debit. Sejalan dengan kondisi di Jepang, penjualan offline di Korsel juga mengalami penurunan. Namun penurunan yang terjadi dapat dicover dengan meningkatnya transaksi online (e-commerce). Beberapa perusahaan penerbit kartu-kredit besar seperti Shinhan, Samsung, KB Koomin, Hyundai, BC, Lotte, Woori dan Hana saling bersaing untuk mendapatkan keuntungan dari tren kenaikan belanja on-line di Korea Selatan.

Kemajuan yang pesat akan penggunaan alat pembayaran nontunai (Less-Cash Payment) di Korsel didukung oleh beberapa hal, antara lain: (1) Infrastruktur Pembayaran yang bagus, (2) besarnya tingkat penggunaan jasa bank oleh masyarakat (strong banked population), dan (3) Tingginya Financial Awareness dari masyarakat akan situasi pandemi juga akan semakin mempercepat penggunaan transaksi non-tunai di Korsel.

Figure 11 - South Korea Digitalization of Non-Cash Payments



Rasio perputaran giro di Korea Selatan mencapai titik terendah sepanjang masa pada Agustus 2020 di tengah meningkatnya ketidakpastian akibat pandemi virus korona. Menurut data Bank of Korea (BOK), Rasio atau penarikan giro dibagi dengan saldo deposito rata-rata mencapai 15,5 di bulan Agustus. Ini merupakan angka terendah sejak Januari 1985. Rasio perputaran giro di ekonomi terbesar keempat di Asia itu terus menurun sejak mencapai puncaknya di 95,5 pada Juli 1999. Rasio yang rendah berarti rumah tangga dan perusahaan lebih memilih untuk menaruh uangnya di bank daripada menginvestasikannya. Giro diklasifikasikan sebagai dana mengambang jangka pendek, yang mengacu pada uang yang masuk dan keluar dari investasi untuk mencari keuntungan yang lebih tinggi. Wabah COVID-19, yang melanda Korea Selatan pada akhir Januari, telah meningkatkan ketidakpastian secara tajam dengan menyebabkan ekonomi merosot dan berdampak besar pada pendapatan perusahaan dan rumah tangga. Menurut BOK, giro yang beredar di bank-bank Korea Selatan mencapai KRW 311,5 triliun (US\$ 273 miliar) pada akhir Agustus, naik hampir 24% dari Desember 2019.

Ke depan, BoK menyatakan akan fokus pada *digital innovation*, sejalan dengan arah pembangunan Korea yang mengedepankan digitalisasi. BoK berencana membentuk tim inovasi digital dan akan segera menunjuk seorang Deputi Gubernur sebagai Kepala strategi digital agar dapat terus memantau aktivitas tim inovasi digital, termasuk menangani AI dan *big data* pada

H2-20, dalam rangka menyediakan data ekonomi dan outlook yang lebih tepat. Pun **BoK mendukung arah pembangunan ekonomi Korea yang berbasis digitalisasi dengan mengakselerasi proses pengembangan *central bank digital currency* (CBDC)**. Pada 6 April, BoK telah meluncurkan pilot program *central bank digital currency* (CBDC). Pilot program tersebut akan berlangsung selama 22 bulan. Beberapa aspek yg menjadi perhatian BoK pada saat proses uji coba berlangsung antara lain pengecekan teknis, *system design*, proses analisa dan konsultasi-evaluasi. BoK mengatakan bahwa CBDC belum perlu diluncurkan dalam waktu dekat, namun inisiatif yang bersifat *technical research* dan *legal review* diperlukan dalam rangka menyikapi perkembangan lingkungan yg bergerak sangat cepat dan dinamis. Kemudian, pada 15 Juni, BoK mendirikan kantor konseling hukum untuk pengembangan *Central Bank Digital Currency* (CBDC). BoK akan membentuk tim konseling hukum yang akan bertempat di kantor tersebut untuk melakukan asesmen mengenai sejumlah permasalahan dan persyaratan terkait CBDC. Tim konseling terdiri dari 6 orang ahli (1 orang pegawai BoK dan 5 orang ahli hukum dan IT) dan akan mulai aktif di Juli 2020-Mei 2021.

5. Kebijakan Ekonomi Makro

Otoritas fiscal dan moneter di Jepang telah mengambil sejumlah langkah kebijakan atau *Regulatory Relief* dalam rangka penanganan untuk memutus rantai penyebaran Covid-19 dan menyeimbangkannya dengan usaha untuk kembali mendorong aktivitas perekonomian. Adapun sejumlah langkah kebijakan ekonomi yang diambil oleh otoritas fiscal dan moneter adalah sebagai berikut:

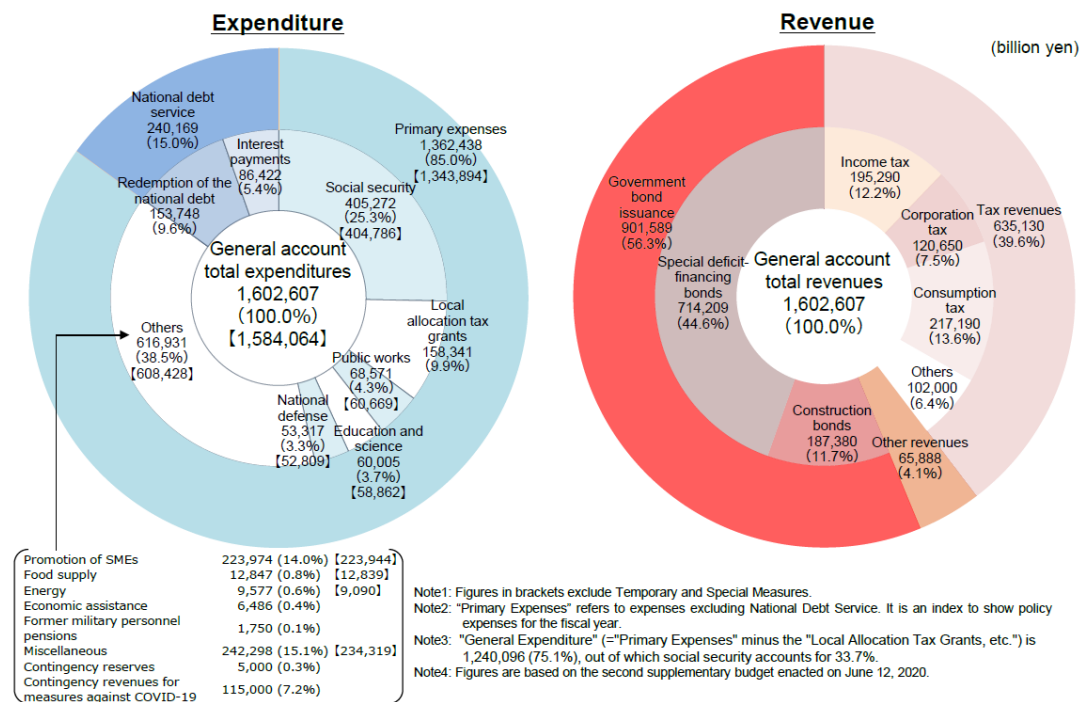
a) Kebijakan Fiskal

Dalam rapat dengan Mr. Tomoya Yamashita, Director for Debt Management & Investor Relation, Japan Ministry of Finance (JMOF), pada tanggal 30 September 2020, disampaikan bahwa perekonomian Jepang saat ini mengalami kondisi terburuknya sejak perang dunia kedua. Dalam asesmen oleh JMOF kondisi “severe” diproyeksi masih akan terus berlanjut dan perhatian lebih harus diberikan terhadap *downside risk* baik terhadap perekonomian Domestik Jepang maupun Global. Walau demikian, ditengah kontraksi perekonomian yang cukup dalam di Jepang terkait dampak Covid-19 terhadap perekonomian di Jepang relatif lebih terbatas dan terkendali jika dibandingkan dengan negara maju lainnya. Sebagai bentuk respons atas kondisi severe tersebut, **Pemerintah Jepang telah memutuskan untuk mengimplementasikan kebijakan ekonomi darurat dalam bentuk Stimulus Fiskal yang besar** dengan menggunakan berbagai alat kebijakan yang ada seperti kebijakan perpajakan hingga penyesuaian berbagai regulasi. **Pemerintah Jepang menyusun dua fase**

implementasi kebijakan yakni: (i) Fase Pertama, “*Emergency Support Phase*”, yakni periode hingga masa pandemi Covid-19 berakhir; (ii) Fase Kedua, “*V-shaped Recovery Phase*”, periode yang bertujuan untuk mencapai pemulihan yang kuat setelah berakhirnya pandemik dengan mendorong permintaan dan implementasi *structural changes*.

Sebagai dampak kebutuhan stimulus fiskal, *General Account Expenditure* tahun fiskal 2020 Jepang, mengalami peningkatan signifikan ke level JPY 160,3 triliun (Figur 13), dari JPY 104,7 triliun pada tahun fiskal 2019. Hal tersebut menyebabkan Pemerintah Jepang perlu untuk menerbitkan surat utang baru (diluar *refinancing* dan FLIP bonds) senilai JPY 90,2 triliun (pada tahun sebelumnya penerbitan SSB baru Jepang pada tahun fiskal 2019 hanya sebesar JPY 37,1 triliun). Adapun apabila telah menghitung penerbitan SSB dalam rangka *refinancing* dan FILP, total penerbitan JGB tahun Fiskal 2020, mencapai angka JPY 253 triliun.

Figure 12 - General Account Budget for the 2nd Supplementary Budget for the FY 2020

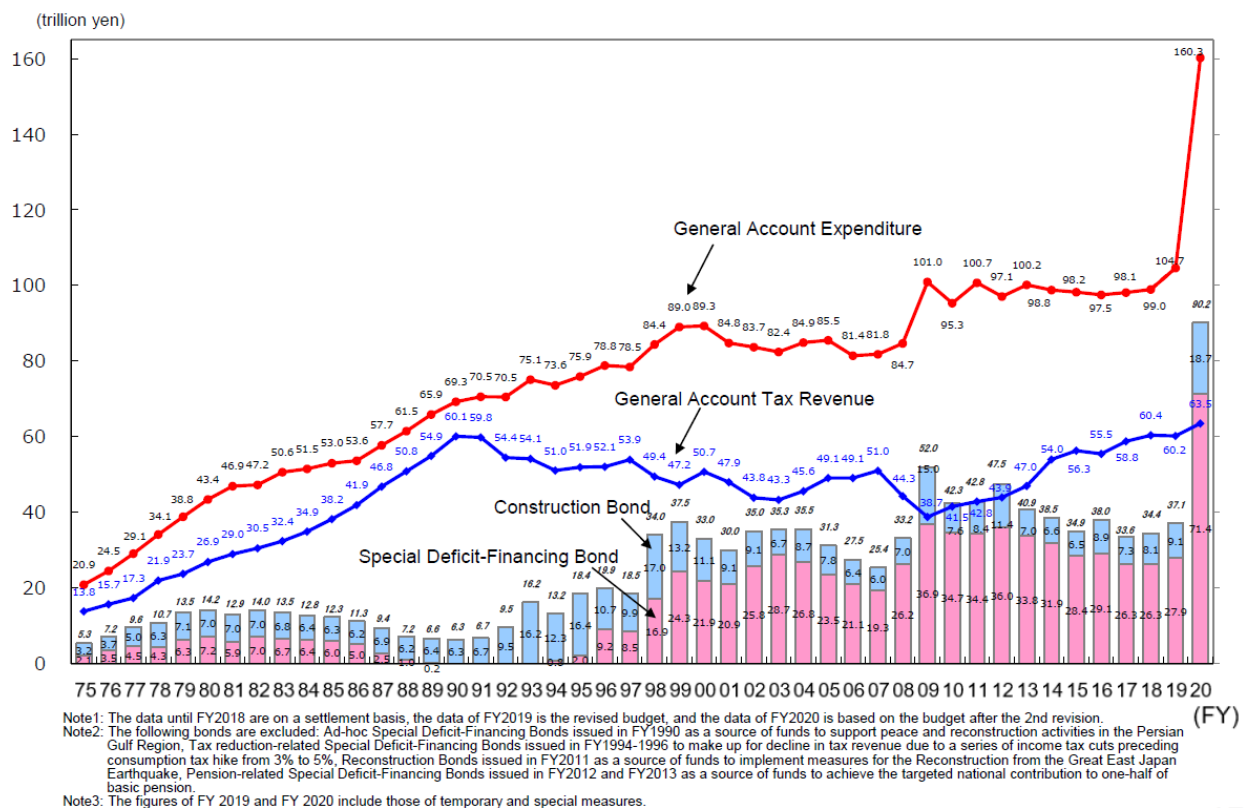


Sumber : Financial Bureau, Ministry of Finance Japan (September, 2020)

Dampak dari penerbitan surat utang baru tersebut adalah adanya **proyeksi peningkatan rasio Public Debt to GDP hingga melampaui level 200% atau tertinggi dibandingkan beberapa negara G7 atau developed market lainnya**, sebagaimana figur 14. Lebih lanjut, akibat dari peningkatan rasio tersebut adalah potensi kenaikan risiko kredit, dimana per Juli 2020, salah satu lembaga credit rating, Fitch Ratings, telah menurunkan outlook rating Jepang menjadi negatif. Sehubungan dengan

potensi kenaikan risiko tersebut, Japan Ministry of Finance (JMOF) senantiasa melakukan monitor terhadap rasio keuangan dan memperhatikan hasil asesmen dari beberapa lembaga rating lainnya. Dari segi *maturity* rencana penerbitan terbesar surat utang pemerintah Jepang (JGB) adalah pada tenor dibawah satu tahun atau disebut *Japanese Treasury Discount Bills* (JTDB) diikuti oleh Japanese Government Bonds (JGB) tenor 2 tahun dan JGB tenor 10 tahun. Dari sisi currency, saat ini JGB maupun JTDB berdenominasi dalam mata uang local JPY, namun tidak tertutup kemungkinan dalam jangka menengah hingga panjang, JMOF akan menerbitkan JGB dan/atau JTDB dalam currency non JPY. Saat ini, Bank of Japan (BoJ) merupakan pemilik JGB terbesar dengan menguasai 47,7% dari total outstanding JGB yang beredar, diikuti oleh asuransi sebesar 21,1%, dan perbankan sebesar 14,5%. Sedangkan investor asing hanya menguasai sekitar 7,4% dari outstanding JGB beredar.

Figure 13 - Trends in General Account Expenditure and Tax Revenues



Sumber : Financial Bureau, Ministry of Finance Japan (September, 2020)

b) Kebijakan Bank Sentral

BoJ melakukan **Monetary Policy Meeting (MPM) pada 14-15 Juli 2020**. Beberapa poin keputusan adalah sbb: **(1) Yield Curve Control** untuk suku bunga polis jangka pendek, BoJ akan tetap memberlakukan suku bunga kebijakan negatif sebesar -0,1% terhadap saldo giro yang dimiliki oleh lembaga keuangan. Untuk suku bunga jangka panjang, BoJ akan membeli obligasi pemerintah Jepang (JGB) yang diperlukan tanpa menetapkan batas atas (*No Upper Limit*) sehingga imbal hasil JGB 10 tahun dapat tetap berada di sekitar 0%; **(2) Guidelines for Asset Purchases**, BoJ akan secara aktif membeli *Exchange Traded Funds (ETF)* dan *Japan Real Estate Investment Trust (J-REITs)* dengan upper cap pembelian masing-masing JPY 12 triliun dan JPY 180 miliar. Selanjutnya terkait instrumen Commercial Paper dan Corporate Bonds, BoJ akan mempertahankan posisi saat ini sebesar masing-masing JPY 2 triliun dan JPY 3 triliun, namun dimungkinkan untuk melakukan pembelian dengan *upper cap* hingga mencapai JPY 7,5 triliun untuk masing-masing CP maupun Corporate Bonds. **BoJ melanjutkan program "Quantitative and Qualitative Easing (QQE) with Yield Curve Control", dengan tujuan utama untuk mencapai target stabilitas harga inflasi 2%**. BoJ akan terus mengembangkan basis moneter untuk mencapai kenaikan indeks harga konsumen berupa CPI (*All items less fresh food*) melebihi 2% dan tetap di atas target secara stabil. BoJ juga akan terus mendukung pembiayaan terutama bagi perusahaan untuk menjaga stabilitas sistem keuangan melalui (1) Program Khusus untuk Mendukung Pembiayaan penanggulangan pandemic Covid-19; (2) memastikan ketersediaan likuiditas JPY dan mata uang asing lainnya tanpa menetapkan batas atas terutama dengan pembelian JGB dan secara aktif melakukan operasi penyediaan dana dolar AS; dan (3) pembelian aktif di ETF dan J-REIT. BoJ akan memantau secara ketat dampak lanjutan Covid-19 dan tidak akan ragu untuk mengambil langkah-langkah pelanggaran tambahan jika memang diperlukan. BoJ juga memperkirakan terkait suku bunga kebijakan jangka pendek dan jangka panjang untuk tetap pada level saat ini atau dapat lebih rendah.

Selanjutnya, dalam MPM 16-17 September 2020, BOJ masih mempertahankan strategi yang sama terkait *Yield Curve Control* maupun *Guidelines for Asset Purchases*. Pada MPM kali ini, BoJ menyampaikan **perekonomian Jepang telah mulai meningkat dengan aktivitas ekonomi mulai pulih secara bertahap (*gradual*)**, meskipun demikian kewaspadaan tetap diperlukan terkait situasi perkembangan Covid-19 baik dari dalam dan luar negeri. Perekonomian luar negeri juga sudah mulai meningkat dari level terendahnya. Dalam situasi ini, aktivitas ekspor dan produksi industri telah mengalami peningkatan. Di sisi lain, keuntungan perusahaan dan sentimen bisnis menurun. Dengan dampak Covid-19 yang berkelanjutan, situasi ketenagakerjaan dan pendapatan masih lemah. Konsumsi swasta mulai meningkat secara bertahap. Investasi perumahan sedikit menurun. Sementara itu, investasi publik terus meningkat secara moderat. Kondisi keuangan secara keseluruhan cukup akomodatif walau beberapa perusahaan mengalami masalah keuangan. Di level

perubahan indeks harga konsumen (CPI, semua item dikurangi makanan segar) tercatat sekitar 0% (dibawah target BoJ sebesar 2%) terutama dipengaruhi oleh penurunan harga minyak mentah. Ekspektasi inflasi kedepan masih akan berada pada level rendah. Selanjutnya, berkenaan dengan prospek ekonomi Jepang, aktivitas ekonomi yang mulai bergeliat akan didukung oleh kebijakan fiskal pemerintah. Namun, terkait laju perbaikan ekonomi (*pace of economic improvement*) diperkirakan bergerak secara moderat karena masih tingginya risiko dan dampak Covid-19 yang masih dirasakan di seluruh dunia sehingga perlu kelancaran fungsi intermediasi keuangan yang terjamin serta stabilitas sistem keuangan yang terjaga.

Dalam Monetary Policy Meeting (MPM) pada 28-29 Oktober 2020, BoJ melanjutkan kebijakan moneter longgar dan dukungan pembiayaan bagi korporasi. Dalam Outlook Kuartalan, BoJ merevisi turun outlook GDP dan Inflasi untuk FY 2020. Beberapa keputusan MPM BoJ adalah sbb: (1) vote 8:1 memutuskan suku bunga jangka pendek tetap sebesar -0,1% dan suku bunga jangka panjang yield JGB 10 tahun dijaga di sekitar level 0% dengan tidak menerapkan batas atas jumlah pembelian; (2) Pembelian aset berupa ETF dan J-REITS masing-masing dijaga di batas atas JPY 12 triliun dan JPY 180 miliar. Pembelian CP dan Obligasi Korporasi dipertahankan senilai outstanding masing-masing JPY 2 triliun dan JPY triliun. Hingga Maret 2021, BoJ akan melakukan pembelian tambahan CP dan obligasi korporasi dengan batas atas masing-masing hingga JPY 7,5 triliun; (3) Pada *Outlook for Economic Activity* kuartalan (Tabel 11), BoJ merevisi turun proyeksi median pertumbuhan ekonomi (GDP) untuk tahun FY2020 yang berakhir Maret 2021 menjadi minus 5,5%, dari sebelumnya minus 4,7% (July 2020). Ekonomi Jepang akan membaik secara moderat didukung oleh langkah-langkah fiskal dan moneter yang agresif, ekspor dan produksi industri yang telah meningkat, meskipun lapangan kerja dan situasi pendapatan masih lemah. Selanjutnya, BoJ merevisi naik GDP FY2021 dengan tingkat pertumbuhan 3,6% dari sebelumnya 3,3%; (4) BoJ memperkirakan inflasi konsumen di minus 0,6%, dibandingkan dengan minus 0,5% pada perkiraan sebelumnya. BOJ mengatakan bahwa revisi ke bawah disebabkan oleh potensi penundaan recovery economy khususnya dari sektor Jasa yang terdampak pandemic Covic-19; (5) Ke depan, kebijakan BoJ tetap diarahkan untuk melakukan *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQE) dengan *Yield Curve Control* guna mencapai target stabilitas harga 2% sepanjang diperlukan. BoJ juga akan terus mendukung pembiayaan keuangan perusahaan dan menjaga stabilitas pasar keuangan melalui (i) Special Program to Support Financing in Response to the Covid-19; (ii) penyediaan likuiditas unlimited dalam mata uang lokal dan valas melalui pembelian JGB dan USD funds-supplying operations; serta (iii) pembelian aktif ETF dan J-REITS.

Table 11 - Outlook PDB dan Inflasi Jepang - BoJ - Oktober 2020

Forecasts of the Majority of the Policy Board Members

y/y % chg.

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) Excluding the effects of the consumption tax hike and policies concerning the provision of free education
Fiscal 2020	-5.6 to -5.3 [-5.5]	-0.7 to -0.5 [-0.6]	-0.8 to -0.6 [-0.7]
Forecasts made in July 2020	-5.7 to -4.5 [-4.7]	-0.6 to -0.4 [-0.5]	-0.7 to -0.5 [-0.6]
Fiscal 2021	+3.0 to +3.8 [+3.6]	+0.2 to +0.6 [+0.4]	
Forecasts made in July 2020	+3.0 to +4.0 [+3.3]	+0.2 to +0.5 [+0.3]	
Fiscal 2022	+1.5 to +1.8 [+1.6]	+0.4 to +0.7 [+0.7]	
Forecasts made in July 2020	+1.3 to +1.6 [+1.5]	+0.5 to +0.8 [+0.7]	

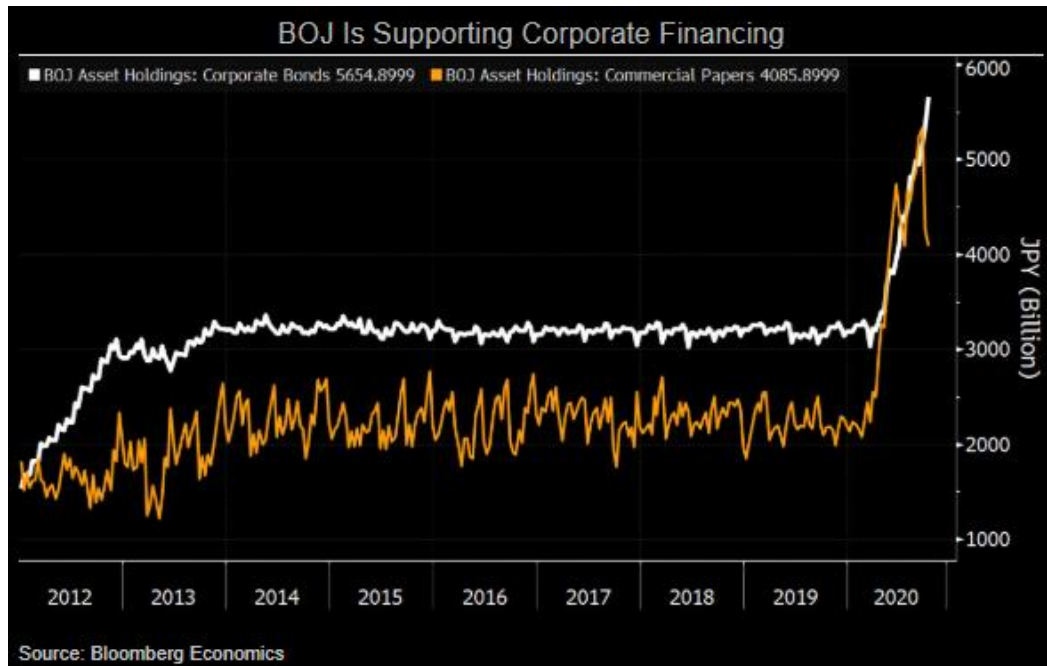
Notes: 1. Figures in brackets indicate the medians of the Policy Board members' forecasts (point estimates).

2. The forecasts of the majority of the Policy Board members are constructed as follows: each Policy Board member's forecast takes the form of a point estimate -- namely, the figure to which he or she attaches the highest probability of realization. These forecasts are then shown as a range, with the highest figure and the lowest figure excluded. The range does not indicate the forecast errors.
3. Each Policy Board member makes their forecasts taking into account the effects of past policy decisions and with reference to views incorporated in financial markets regarding the future conduct of policy.
4. The direct effects of the October 2019 consumption tax hike on the CPI for fiscal 2020 are estimated to be 0.5 percentage point. In addition, based on a specific assumption, the direct effects of policies concerning the provision of free education on the CPI for fiscal 2020 are estimated to be around minus 0.4 percentage point.

Bank of Japan (BoJ) mengakselerasi *Financing Support* kepada perusahaan atau korporasi swasta khususnya pada saat terjadinya wabah pandemic Covid-19 sebagaimana dalam Tabel 12. Bank of Japan (BoJ) masih memiliki banyak ruang untuk melakukan Asset Purchase. BoJ telah meningkatkan secara temporer *Upper Limit* pembelian *Asset Purchases* hingga Maret 2021 untuk membantu mendorong perekonomian Jepang. Posisi per 20 Oktober 2020, kepemilikan *Corporate Bonds* oleh BoJ meningkat menjadi JPY 5,6 triliun naik dari JPY 4,9 triliun pada bulan September 2020. Hal ini masih jauh dibawah *upper limit* pembelian obligasi sebesar JPY 10,5 triliun. Hal yang sama juga terjadi pada kepemilikan *Commercial Papers* (surat hutang jangka pendek perusahaan)

yang sebesar JPY 4,5 triliun, dan berada dibawah *upper limit cap* sebesar JPY 9,5 triliun. Secara khusus BoJ menerapkan strategi *lengthening duration* dengan focus pada pembelian obligasi jangka menengah-panjang (*Corporate Bonds*) dan mulai sedikit mengerem untuk pembelian surat berharga komersial yang jangka pendek (*Commercial Papers*).

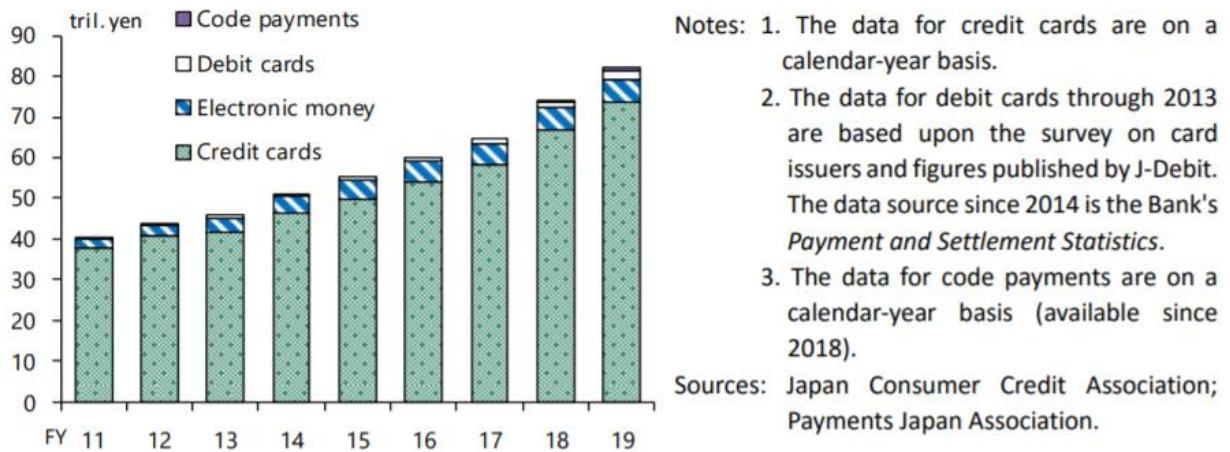
Table 12 - BoJ Mendorong Pembiayaan bagi Korporasi saat Pandemic Covid-19



Bank of Japan (BoJ) pada 9 Oktober 2020 mengumumkan rencana untuk memulai uji coba Mata Uang Digital pada tahun fiskal depan: Central Bank Issued Digital Currency (CBDC). Mata uang CBDC menjadi fokus utama bank sentral di seluruh dunia. Berikut adalah beberapa hal mendasar tentang rencana CBDC Jepang yakni: (1) BOJ mengatakan jumlah uang tunai yang beredar kemungkinan tidak akan turun secara signifikan, dan akan terus memasok uang tunai. Bank sentral juga mengatakan mata uang digital tidak akan langsung menggantikan uang tunai, tetapi akan hidup berdampingan dengannya; (2) Digitalisasi dilakukan oleh banyak bank sentral, termasuk PBoC dan ECB yang telah mempercepat eksplorasi mata uang digital. Partai Demokrat Liberal yang berkuasa di Jepang telah mendorong BOJ untuk mempercepat CDBC. Tetapi beberapa ahli berpendapat bahwa yen (JPY) digital tidak akan cukup untuk menantang kemungkinan dominasi yuan (CNY) digital; (3) Hambatan terbesar adalah masalah keamanan siber. BOJ perlu menemukan cara untuk menjaga keamanan uang dari serangan siber, dan sebagian dari uji coba yang akan dimulai tahun depan akan diuji. Namun diperkirakan masih akan memakan waktu bertahun-tahun; (4) BOJ telah bekerja dengan Federal Reserve AS dan Bank Sentral Eropa untuk meneliti gagasan mata uang bank sentral digital, walaupun AS sangat berhati-hati tentang gagasan CBDC ini. Jika berhasil dalam uji coba, CDBC kemungkinan akan mendapatkan *demand* yang tinggi dari masyarakat di kemudian hari jika

melihat pergerakan kenaikan *nominal cashless transactions* di Jepang dalam kurun waktu 2011 – 2019 yang meningkat secara signifikan (Figur 15) sebagaimana data yang dikeluarkan oleh Japan Consumer Credit Association dan Payments Japan Association.

Figure 14 - Japan Cashless Transaction by Value (in JPY trillion)



6. Outlook dan Perimbangan Risiko

Ekonomi Jepang diperkirakan mengalami kontraksi di tahun 2020 namun akan tumbuh positif secara *V-Shape* di tahun 2021. Pada tahun 2020, ekonomi Jepang diperkirakan akan mengalami resesi pasca terpaan bencana alam, kenaikan pajak konsumsi, serta pandemi Covid-19 yang berimplikasi pada penundaan Olimpiade dan Paralimpiade Tokyo. Hal ini memicu seluruh lembaga internasional menurunkan *outlook* ekonomi Jepang di 2020 sebagaimana pada Tabel 13. Secara umum rilis *outlook* tersebut menunjukkan kecenderungan kontraksi ekonomi pada kisaran -6,1% s/d -5,3% yoy di 2020, atau sedikit lebih optimis dari rilis *outlook* yang tercantum pada KEKG Agustus 2020 (-6,1% s/d -5,5% yoy). Rilis *outlook* terkini lebih melebar dari sebelumnya, hal ini mengindikasikan adanya divergensi terkait arah pemulihan ekonomi Jepang ditengah ketidakpastian Covid-19 dan *update* berbagai indikator ekonomi terkini. Sementara di tahun 2021, pertumbuhan PDB Jepang diperkirakan semakin membaik dan berada pada kisaran 1,5% s/d 3,6% yoy, atau jauh lebih optimis dari rilis *outlook* pada KEKG Agustus 2020 (-0,5% s/d 3,2%), hal ini mengkonfirmasi pertumbuhan PDB Jepang yang akan pulih secara *V-Shape* khususnya pada tahun 2021.

Table 13 - Perbandingan Outlook Lembaga Internasional (Calendar Year)

Lembaga Internasional	2020		2021	
	PDB (%)	Inflasi (%)	PDB (%)	Inflasi (%)
IMF – WEO Oct 2020 (yoy)	↑ -5,3 (-5,8)	↓ -0,1 (0,2)	↓ 2,3 (2,4)	↓ 0,3 (0,4)
Consensus Forecast Oct 2020 (mean yoy)	↓ -5,5 (-5,1)	↓ -0,3 (-0,2)	↑ 2,6 (2,5)	↑ 0,2 (0,1)
World Bank Jun 2020 (yoy)	-6,1	n/a	2,5	n/a
OECD Sep 2020 (yoy)	↑ -5,8 (-6,0)	↑ -0,2 (-0,3)	1,5	n/a
Fitch Rating Sep 2020 (yoy)	↓ -5,3 (-5,0)	↑ -0,1 (-0,6)	↑ 3,3 (2,1)	↑ 0,5 (-0,1)
*BoJ - FY2020 Okt 2020 (yoy)	↓ -5,5 (-4,7)	↓ -0,6 (-0,5)	↑ 3,6 (3,3)	↑ 0,4 (0,3)

Sumber: IMF, Bloomberg, WB, OECD, Fitch Rating, BoJ

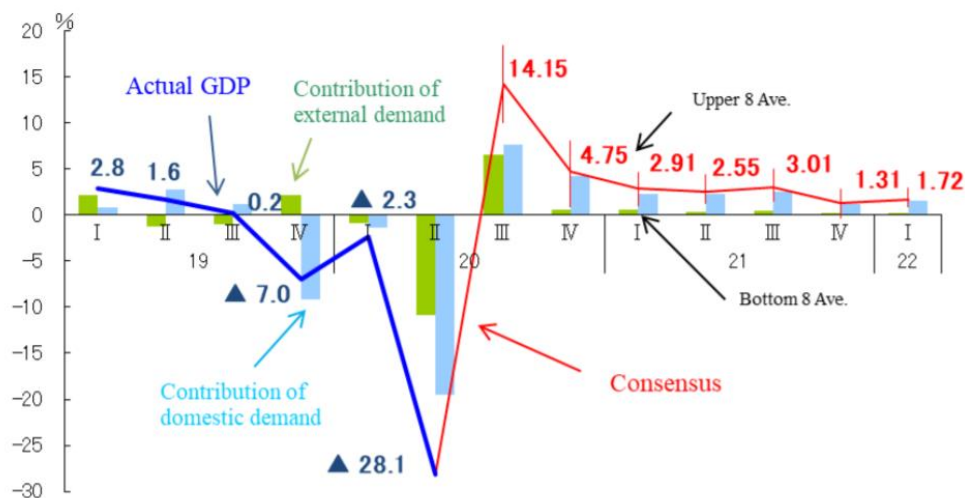
Note: Angka dalam kurung () merupakan proyeksi sebelumnya, BoJ menggunakan FY20

Dengan mempertimbangkan dampak negatif pandemi Covid-19 setidaknya akan sama atau bahkan lebih buruk dari GFC 2008-2009, sebagaimana berulang kali disampaikan oleh pemerintah dan pejabat terkait, serta mempertimbangkan *size*, *timing* dan keterbatasan *policy space* kebijakan fiskal yang menjadi kunci utama respons pemerintah maka saat ini **BI Tokyo memperkirakan PDB Jepang tahun 2020 dapat tumbuh di kisaran -5,7% s/d -5,3% yoy**, sejalan dengan mayoritas analis/pelaku pasar dan Outlook for Economics BoJ edisi Oktober 2020. Namun dalam hal *downside risk* mendominasi maka perkiraan PDB mengarah semakin rendah yaitu di sekitar -6,1% s/d -5,8% yoy. Selanjutnya di tahun 2021 kami memperkirakan PDB Jepang dapat tumbuh positif secara V-Shape dengan kisaran 3,0% - 3,6% yoy, membaik sejalan dengan *outlook* lembaga internasional. Apabila risiko negatif meningkat, maka perkiraan PDB akan menyesuaikan menjadi tumbuh sekitar 1,6% - 2,3% yoy.

Jepang diperkirakan akan mengalami Deflasi di tahun 2020. Kami memperkirakan inflasi pada 2020 berada pada kisaran -0,2% s/d -0,6% yoy, bias ke bawah dibandingkan dengan perkiraan di KEKG Juli (-0,1% s/d -0,5% yoy). Sementara itu, inflasi pada 2021 lebih optimis dan diperkirakan pada kisaran 0,2% s/d 0,5% yoy, lebih baik dari perkiraan KEKG sebelumnya (-0,1% s/d 0,3% yoy).

Perkiraan tersebut sejalan dengan estimasi berbagai lembaga internasional (pada tabel 13), sejalan dengan berbagai *leading indicator* yang mulai menunjukkan *rebound*, dampak program *Go-To* pemerintah khususnya setelah mulai per 1 Oktober 2020 penduduk Kota Tokyo mulai dilibatkan, dan mulai Bergeraknya roda perekonomian dengan pembukaan terhadap pelonggaran akses *long stay visitors* ke Jepang. Bias kebawah terkait inflasi atau deflasi berpotensi saja terjadi, jika kasus baru pandemi COVID-19 kembali meningkat dan pemerintah memutuskan untuk menahan laju perekonomian dengan pengetatan kembali atau *state of emergency* (SOE) jilid dua.

Figure 15 - Proyeksi PDB (JCER, q-t-q annualized sa)



Sumber: JCER, Oktober 2020

Sementara itu untuk Q4-2020 konsensus memperkirakan PDB Jepang tumbuh positif sebesar 4,75% *qtq annualized sa* (Sumber: JCER, Oktober 20) sebagaimana figur 16 dan tumbuh melandai dari periode sebelumnya (proyeksi Q3-2020: 14,15%). *V-shaped recovery* diperkirakan terjadi mulai Q3-2020 untuk selanjutnya melandai setidaknya hingga 2 tahun mendatang, sebagaimana didukung oleh perkiraan JCER dan Bloomberg Consensus (BC). Kami memperkirakan PDB Jepang pada Q3-2020 akan mengalami perbaikan dari triwulan sebelumnya seiring dengan pelonggaran restriksi aktivitas ekonomi, sektor tenaga kerja mulai membaik dan penggunaan alat transportasi massal semakin meningkat yang mengindikasikan perbaikan ekonomi ditengah kondisi pandemic Covid-19 yang mulai stabil baik di ibukota Tokyo maupun Jepang secara keseluruhan. Secara kuartalan yang disetahunkan, PDB Q3-2020 berpotensi tumbuh *double digit*, selaras dengan proyeksi JCER dan Bloomberg Consensus.

Dalam *Monthly Report Cabinet Office* posisi 12 Oktober 2020, pemerintah akan mengupayakan rekonstruksi dan revitalisasi dari Gempa Bumi Besar di Jepang Timur dan

penanggulangan bencana lainnya sehingga akan mendorong investasi publik. Pemerintah juga akan menyeimbangkan antara pencegahan penyebaran virus Covid-19 dan juga menjaga momentum untuk kembali mendorong aktivitas atau kegiatan ekonomi. Pemerintah menjamin akan mengamankan kehidupan sehari-hari masyarakat secara menyeluruh melalui perlindungan di sektor lapangan kerja dan menjaga *business confidence* dengan tekad untuk menghindari deflasi secara mutlak. Pemerintah mentargetkan akan mencapai pertumbuhan ekonomi yang kuat melalui berbagai reformasi intensif termasuk reformasi peraturan dan investasi yang diperlukan untuk mencapai sasaran PM Suga, termasuk Digitalisasi untuk meningkatkan efisiensi pemerintahan pusat – pemerintahan daerah. Untuk kebijakan utama itu, Pemerintah akan menetapkan reformasi melalui Dewan Strategi Pertumbuhan yang baru saja dibentuk, yang akan diselaraskan dengan isu-isu prioritas yang dibahas bersama dalam Dewan Kebijakan Ekonomi dan Fiskal.

Pemerintah akan terus mendorong percepatan fiskal "Tindakan Ekonomi Darurat untuk mengatasi dampak Covid-19" termasuk mendorong anggaran tambahan ketiga untuk FY2020, dan meningkatkan penyerapan anggaran tambahan kedua FY2020 secepat mungkin. Sesuai arahan PM Suga otoritas terkait diminta dengan cermat memantau status penyebaran Covid-19 dan memperhatikan tren ekonomi di Jepang dan di luar negeri serta dampak pada kehidupan masyarakat, dan diperkenankan untuk mengambil tindakan secara fleksibel sesuai kebutuhan secara cepat dan tepat.

Bank of Japan (BoJ) juga telah meningkatkan pelonggaran moneter berupa kenaikan *temporary upper limit asset purchase* untuk membantu pembiayaan bagi sector swasta atau korporasi dengan tujuan untuk memastikan stabilitas makroekonomi untuk mendukung pembiayaan khususnya bagi perusahaan untuk bersama-sama menjaga stabilitas di pasar keuangan. Pemerintah bersama Bank of Japan diharapkan dapat mencapai target stabilitas harga yakni CPI sebesar 2%.

Beberapa ***downside risk*** pertumbuhan ekonomi Jepang terkini antara lain (i) **Meluasnya dampak Covid-19** sehingga terjadi perlambatan ekonomi global dan mitra dagang utama (Tiongkok, AS, dan Eropa), (ii) **turunnya ekspektasi pertumbuhan Firm's dan Household's dalam jangka menengah-panjang**; (iii) pembatalan Olympiade dan Paralympiade Tokyo 2021, (iv) risiko tingginya utang publik (Debt-to-GDP diperkirakan mencapai 268% atau yang tertinggi diantara negara G7) dan masalah kesinambungan fiskal dan (v) faktor struktural domestik seperti *aging population*, rigiditas pasar tenaga kerja, lemahnya produktivitas, dan bencana alam.

Belum adanya vaksin untuk pandemic Covid-19 dapat semakin memperlambat aktivitas ekonomi global dan mitra dagang utama, sehingga berpotensi menekan ekspor yang merupakan sumber pertumbuhan ekonomi Jepang. Selain itu, appetite perusahaan-perusahaan dan rumah tangga untuk melakukan konsumsi dapat semakin terpuruk jika Covid-19 kembali meningkat. Dengan belum diketahuinya kapan pandemi berakhir tentunya akan membatasi perlintasan orang,

khususnya wisatawan yang selama ini menopang sektor jasa pariwisata, dimana sebagian besar bisnisnya merupakan UMKM dan menyerap banyak tenaga kerja. Sementara itu, risiko penundaan kembali bahkan pembatalan Olympiade mungkin terjadi jika hingga akhir tahun 2020 vaksin Covid-19 belum ditemukan, sebagaimana *warning* dari *Japan Medical Association*. Penundaan kembali Olympiade selain menimbulkan kerugian ekonomi juga dapat mengurangi optimisme pemulihan ekonomi Jepang di 2021. Adapun risiko demografi terus membayangi ekonomi Jepang dimana populasi terus turun dalam 9 tahun terakhir hingga mencapai rekor terendah. Penurunan populasi tersebut berimplikasi pada ketatnya pasar tenaga kerja, tertahannya permintaan domestik, dan naiknya risiko di sistem asuransi kesehatan Jepang. **Memasuki musim dingin, masyarakat Jepang juga diminta untuk mengantisipasi “Twindemic” yakni potensi ancaman gabungan antara Pandemic Virus Covid-19 dan Virus Influenza di musim dingin.**

Upside risk pertumbuhan ekonomi Jepang terkini terutama tergantung pada keberhasilan implementasi paket kebijakan darurat Pemerintah khususnya **potensi adanya 3rd Supplementary Additional Budget yang akan segera dibahas dalam DIET**, langkah BoJ turut menjaga SSK dengan memastikan terjaminnya penyaluran pembiayaan bagi dunia usaha. **Potensi keberhasilan implementasi paket darurat Pemerintah salah satunya “Go To campaign” yang mulai diperluas ke Tokyo mulai 1 Oktober** kemarin menjadi salah satu factor yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi Jepang lebih lanjut.

III. Perkembangan Ekonomi Korea Selatan

1. Pertumbuhan Ekonomi

Pada triwulan III 2020, perekonomian Korea menunjukkan pemulihan ekonomi (*rebound*) dengan *pace* yang lebih baik dari perkiraan. Data preliminary triwulan III 2020, menunjukkan Ekonomi Korea meningkat 1,9% qoq sa (-1,3% yoy) diatas ekpektasi pasar sebesar 1,3%, setelah sebelumnya kontraksi -3,2% qoq sa (-2,7% yoy) di triwulan II 2020. Pertumbuhan GDP Korea terutama didorong oleh sector manufaktur, yang naik 7,6% setelah mengalami penurunan 8,9% di kuartal sebelumnya. Sektor jasa juga tercatat naik 0,7% setelah sebelumnya turun 0,9%. Sebaliknya, sektor konstruksi (-5,5% vs -0,3%) dan utilitas (-7,4% vs 0,1%) turun lebih jauh. Di sisi pengeluaran, konsumsi turun 0,1% setelah tumbuh 1,4%. Pertumbuhan terutama disebabkan oleh ekspor, yang naik 15,6% setelah jatuh 16,1%, jauh di atas impor (4,9% vs -6,7%). Dalam skala tahunan, PDB triwulan III turun 1,3% setelah turun 2,7% di triwulan II.

Dalam Heatmap Indikator PDB Korea Selatan (Tabel 14), sektor konsumsi pada triwulan III khususnya Consumer Spending meningkat cukup tajam yang salah satunya dipengaruhi oleh aktivitas warga saat libur panjang Chuseok di Korea. Aktivitas ekonomi di masa depan juga terkonfirmasi dari meningkatnya Leading Index dan berbagai survey yang dilakukan kepada para pelaku usaha (*Business Conditions*) yang menunjukkan optimisme yang lebih baik di Triwulan III 2020 dibandingkan pada periode sebelumnya.

Table 14 - Heatmap Indikator PDB Korea Selatan

	Triwulan III - 2019			Triwulan IV - 2019			Triwulan I - 2020			Triwulan II - 2020			Triwulan III - 2020		
	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20
Households															
Retail Sales (yoy)	-0.5	2.6	1.1	0.7	2.8	4.9	4.2	-0.5	-7.0	-3.0	0.2	5.3	0.9	1.0	1.0
Consumer Spending (yoy)	4.5	7.5	5.2	6.0	8.3	9.0	5.3	6.0	-5.8	-1.2	1.8	6.4	3.5	5.6	8.8
Consumer Confidence	95.9	92.4	97.0	98.6	101.0	100.5	104.2	96.9	78.4	70.8	77.6	81.8	84.2	88.2	79.4
Economic Activity															
Coincident Index (yoy)	111.7	112.1	112.3	112.6	112.7	113.3	113.8	113.3	112.2	110.9	110.1	110.5	111.0	111.6	111.6
Leading Index (yoy)	115.4	115.7	116.1	116.8	117.5	118.3	118.8	119.0	118.6	118.4	118.5	119.3	120.1	121.2	121.2
Manufacturing Production Capacity (yoy)	-0.6	-1.0	-1.1	-0.8	0.5	0.6	0.8	1.2	1.3	1.8	1.5	1.4	1.1	1.6	1.6
Manufacturing Business Condition (yoy)	75.0	71.0	72.0	73.0	72.0	71.0	73.0	77.0	69.0	54.0	50.0	49.0	51.0	61.0	68.0
Sentiment Indicators (Survey)															
FKI Business Survey Index	95.1	84.8	87.7	92.5	93.5	91.6	91.5	94.1	80.2	58.9	59.4	69.2	73.5	83.8	82.6
Cerik construction BSI	86.2	79.3	80.6	76.2	90.5	88.0	80.8	83.4	88.5	67.2	61.3	74.8	84.1	70.9	77.1
Business condition (actual)	77.0	77.0	76.0	77.0	80.0	81.0	79.0	70.0	57.0	55.0	52.0	57.0	63.0	66.0	63.0
Business condition (outlook)	73.0	69.0	72.0	73.0	74.0	76.0	75.0	65.0	54.0	51.0	53.0	56.0	62.0	66.0	64.0
Consumer Confidence	95.9	92.4	97.0	98.6	101.0	100.5	104.2	96.9	78.4	70.8	77.6	81.8	84.2	88.2	79.4

Sumber : Bloomberg diolah

Foreign Direct Investment (FDI) meningkat di triwulan III 2020. Data Kementerian Perdagangan, Perindustrian dan Energi mencatat investasi asing langsung (FDI) Korea pada kuartal ketiga naik ke rekor baru sebesar US\$5,23 miliar pada Q3-2020, khususnya berkat investasi besar-besaran dari China. Pada kuartal ketiga ini investasi dari China melonjak 172,5% secara YoY menjadi US\$1,25 miliar. Namun demikian, FDI dalam tiga kuartal pertama (Q1-Q3) digabungkan secara YoY masih menyusut 4,4% dibandingkan periode yang sama tahun lalu, dalam tiga triwulan turun menjadi US\$12,9 miliar. Pemerintah Korea juga mengutip laporan Fitch terbaru yang mempertahankan skor kredit Korea di rating AA- dan tidak seperti 107 negara yang peringkat kreditnya diturunkan, pemerintah menganggap ini sebagai bukti kepercayaan investor asing terhadap penanganan pandemi di Korea yang efektif. Peningkatan FDI pada kuartal ketiga sebagian besar disebabkan oleh investor asing yang menggandakan investasi sebelumnya. Pemerintah mengatakan telah terjadi peningkatan investasi yang signifikan dalam sektor teknologi terbaru khususnya terkait material, suku cadang, dan peralatan, terutama yang diterapkan pada segmen mobil, semikonduktor, dan tampilan. Pemerintah juga mencatat peningkatan signifikan dalam investasi dalam teknologi TI termasuk, robotika, kecerdasan buatan (AI), big data, seluler, blockchain, fintech, dan e-commerce.

Dari sector manufaktur, Samsung Electronics berhasil menduduki puncak pasar smartphone global pada Agustus 2020. *Counterpoint Research* merilis Samsung Electronics Co semakin jauh menieinggalkan competitor utama yakni Huawei Technologies Co (China) di tengah pandemi. Raksasa teknologi Korea Selatan itu menyumbang 22% pangsa pasar ponsel pintar global di bulan lalu, mengalahkan Huawei (China) dengan pangsa pasar 16%. Strategi Samsung untuk memperluas penetrasi pasar di India yang merupakan pasar ponsel pintar (smartphone) terbesar kedua di dunia, dibantu oleh tumbuhnya sentimen anti-China di negara Asia Selatan menyusul bentrokan perbatasan antara Beijing dan New Delhi, terbukti berhasil cukup berhasil. Raksasa teknologi AS Apple Inc. berada pada urutan ketiga dengan 12% pangsa pasar, diikuti oleh China Xiaomi Corp dengan 11% pangsa pasar. Samsung Electronics, juga berhasil masuk 5 Besar perusahaan dengan Brand Value terbesar di dunia. *Interbrand* mempublikasikan Samsung Electronics, tercatat memiliki nilai valuasi sebesar US\$62,3 miliar atau naik 2% dari tahun lalu. Hal ini adalah posisi tertinggi yang dapat dicapai oleh Samsung maupun perusahaan Korea Selatan lainnya. **Prestasi perusahaan manufaktur Korea lainnya yakni Hyundai Motor yang merupakan produsen otomotif terbesar di Korea berhasil menempati peringkat 5 besar dunia dalam daftar nilai merek teratas Interbrand untuk produsen mobil global.** Posisi Hyundai naik satu tingkat dari tahun 2019, dan berhasil masuk lima besar untuk pertama kalinya.

Dari sisi Fiskal, pada triwulan III 2020, pemerintah meluncurkan paket "Korea-New Deal" sebuah program dengan jangka waktu 5 tahun senilai KRW 160 triliun (US\$ 133 miliar) untuk

merangsang ekonomi Digital (*digitalization*) dan proyek-proyek ramah lingkungan (*green projects*). Paket baru ini merupakan perpanjangan dari anggaran tambahan ketiga KRW 76 triliun yang sebelumnya telah diumumkan pada Juli 2020. Menteri Keuangan Hong mengatakan bahwa proyek jangka panjang ini diharapkan dapat menciptakan 1.9 juta lapangan pekerjaan baru.

Kenaikan kinerja ekonomi di triwulan II 2020 terutama dikontribusi oleh kembali meningkatnya aktivitas ekspor-impor. Kinerja Ekspor di September meningkat 1,1% yoy (Agustus: -9,9%) dan impor meningkat 1,1% yoy (Agustus: -16,3%), seiring mulai pulihnya sebagian besar permintaan global yang didukung oleh dibukanya kembali kegiatan ekonomi di negara-negara maju utama, adanya pemulihan ekonomi di China, dan adanya Fiscal support oleh pemerintah. Namun, di sisi lain, konsumsi swasta tetap lemah karena langkah-langkah pembatasan jarak sosial yang diperketat telah diambil untuk menahan gelombang lanjutan infeksi COVID-19 domestik baru-baru ini khususnya dari kota pelabuhan, Busan.

Ekspor mobil Korea mengalami rebound di bulan September 2020, hal ini menjadi titik reversal pertama setelah penurunan ekspor selama lima bulan berturut-turut, khususnya dipengaruhi naiknya pengiriman ekspor ke Amerika Utara. Menurut data Kementerian Perdagangan, Industri dan Energi produsen mobil Korea mengirimkan 193.081 unit mobil ke luar negeri pada September lalu, naik 14,8% dari tahun sebelumnya. Dari segi nilai, ekspor mobil juga naik 23,2% menjadi US\$3,8 miliar. Selama periode Januari-September, Korea mengirimkan 1.330.859 unit mobil, turun 25,1% jika dibandingkan periode tahun sebelumnya (sebelum Covid-19). Pengiriman mobil ke luar negeri telah melemah sepanjang tahun ini karena pandemi Covid-19 telah mengganggu rantai pasokan global, sementara konsumen juga menahan diri untuk tidak membeli mobil baru di tengah ketidakpastian ekonomi. Sebagai informasi, di bulan April, ekspor mobil sempat turun 44,6% yoy, lalu diikuti oleh penurunan 57,5% yoy di bulan Mei. Berdasarkan tujuan, ekspor ke Amerika Utara naik 61%. Sebaliknya, ekspor ke Uni Eropa turun 1,4%, dan ekspor ke negara-negara Asia turun 5,5%.

Dalam rangka menstimulasi lesunya perekonomian, otoritas Korea Selatan melonggarkan pembatasan jarak sosial di tengah menurunnya kasus Covid-19. Berdasarkan data Bloomberg South Korea High Frequency Dashboard (Tabel 15), terlihat tren penurunan kasus harian Covid-19 dan mulai meningkatnya aktivitas warga (penggunaan transportasi public, kenaikan pengguna tol expressway, kenaikan penonton bioskop, dsb). Disamping itu, Korea Selatan juga membuka kembali tempat hiburan malam dan memperbolehkan penonton untuk menghadiri acara olahraga. Infeksi harian secara umum sudah dapat ditekan ke kisaran tiga digit dalam beberapa waktu terakhir. Relaksasi diberikan kepada tempat-tempat hiburan, seperti klub malam, bar karaoke, dan makan prasmanan. Adapun untuk acara olahraga penonton masih dibatasi hingga 30% dari kapasitas stadion di pertandingan olahraga, seperti Liga Organisasi Bisbol Korea yang cukup populer. Namun demikian, beberapa kegiatan berisiko tinggi seperti bisnis penjualan *door-to-door* dan pertemuan

keagamaan masih tetap dilarang. Menteri Kesehatan Park Neung-hoo memperingatkan Korea masih berpotensi menghadapi bahaya dari apa yang disebutnya sebagai “**Twindemic**” yakni **gabungan virus covid-19 dan flu musiman musim dingin**. Pada akhir Oktober 2020, otoritas Korea mencatat dan masih menyelidiki berbagai kasus kematian (per 27 Oktober 2020: 59 kasus kematian) yang diduga disebabkan oleh vaksin influenza (*flu vaccination*).

Table 15 - Bloomberg South Korea High Frequency Dashboard

South Korean Indicators		Jan	Feb	Mar	Apr	May	June	July	07-Aug	14-Aug	21-Aug	28-Aug	04-Sep	11-Sep	18-Sep	25-Sep	02-Oct	09-Oct
Virus	New Covid-19 Cases ¹								226	477	1,963	2,398	1,610	1,045	838	623	511	521
	Gov't Stringency Index ²								49	49	53	54	54	54	54	54	55	56
Real Economy	Seoul Public Transport ³								33	35	30	25	27	29	34	38	36	39
	Expressway Traffic ⁴								11	7	18	4	1	2	12	17	13	8
	Retail & Recreation Visits ⁵								-3	-4	-8	-23	-29	-26	-17	-13	-14	-13
	Movie Attendance ⁶								2,447	2,908	2,151	903	714	616	536	575	1,757	1,227
Financial Markets	Power Demand ⁷								-11	-8	6	10	8	-7	11	0	-17	-1
	Incheon Int'l Flights ⁸								2,133	2,096	2,124	2,199	2,284	2,387	2,372	2,364	2,366	1,992
	Jeju Domestic Flights ⁹								3,324	3,254	3,357	2,785	2,315	2,137	2,304	2,413	3,022	3,065
Financial Markets	KOSPI Index ¹⁰								5.2	10.2	5.9	7.3	7.7	9.1	10.6	5.9	5.7	8.4
	USD/KRW Volatility ¹¹								7.9	7.9	8.0	8.2	8.1	8.1	8.2	8.7	8.5	8.5
	Yield Spread ¹²								76.5	72.1	70.8	73.5	83.7	84.3	82.9	79.4	75.9	74.6

Notes: 1. New weekly Covid-19 cases based on data from Bloomberg News and Johns Hopkins University (NCOVKRCA Index); 2. Average weekly reading of the Oxford COVID-19 Government Response Tracker, which gauges the stringency of government measures on a 0-100 scale (CGRTSKOR Index); 3. Average reading of the Citymapper Mobility Index, which measures Seoul public transit usage from 0-100% compared with 6 Jan.-2 Feb. 2020; 4. Average % change in traffic volume on expressways, compared with average for 1-15 Jan. 2020 from Korea Expressway Corporation; 5. Average % change in visits to retail and recreational locations compared with median value for the corresponding day of the week during the baseline period (3 Jan.-6 Feb. 2020) from Google's COVID-19 Community Mobility Report; 6. Total weekly movie attendance ('000 people) from the Korean Film Council; 7. Average YoY % change in peak power demand from Korea Power Exchange (KOEPPPEA Index); 8-9. Total weekly international flights at Incheon Airport, domestic flights at Jeju Airport from the Ministry of Land, Infrastructure and Transport; 10. Average % change in KOSPI Index compared with the average for 1-15 Jan. 2020; 11. Average weekly USD/KRW 3-month implied volatility (USDKRW3M BGNT Currency); 12. Average weekly South Korea-U.S. 10-year government bond yield spread in bps (GVSK10YR Index, USGG10Y Index).

Lembaga rating, **Fitch mempertahankan peringkat kredit AA- Korea Selatan meskipun dalam situasi Covid-19**. Fitch dalam laporan peringkatnya mencatat bahwa Korea Selatan memiliki keuangan eksternal yang kuat, kinerja ekonomi makro yang stabil, dan ruang fiskal yang memadai, di tengah pandemi virus korona dan risiko geopolitik yang terkait dengan Korea Utara serta tantangan dari demografi yang mulai menua. Fitch memproyeksikan ekonomi Korea akan dapat tumbuh 3,7% pada 2021. Pemulihan ekspor yang berkelanjutan juga akan menjadi motor pertumbuhan dan meningkatkan investasi domestik pasca pandemi.

2. Sektor Eksternal

Kinerja ekspor dan impor membaik. Pada akhir triwulan III 2020, ekspor meningkat sebesar 7,7% yoy, Kenaikan kinerja ekspor tersebut terutama dikontribusi oleh meningkatnya ekspor *semiconductors* (11,8%) terimbas naiknya permintaan dari pasar China dan Eropa, serta *computer peripherals* yang meningkat sebesar 10,5%. Namun, ekspor beberapa komoditas seperti produk petroleum turun cukup tajam sebesar 42,1%. Dari sisi tujuan negara ekspor, China yang merupakan mitra dagang terbesar Korea, meningkat sebesar 8,2% serta Kemudian untuk impor juga meningkat

sebesar 1,1% yoy di akhir Q3-20, Dengan perkembangan tersebut surplus neraca perdagangan (*trade balance*) di September 2020 naik tajam menjadi sebesar USD8,88 miliar dibandingkan periode sebelumnya USD4,11 miliar.

Nilai tukar Korea Won terhadap USD (Won/US\$) mengalami penguatan yang sangat signifikan. Perkembangan terkini menunjukkan bahwa di akhir Oktober 2020¹ Won/US\$ mengalami apresiasi ke level 1,132.99. Menteri Keuangan Korea mengisyaratkan akan melakukan intervensi di pasar mata uang asing sebagai langkah pencegahan untuk membatasi volatilitas nilai tukar KRW (won) yang saat ini sedang mengalami permasalahan S&D di tengah volatilitas pasar yang sangat tinggi. Hal ini merupakan respons terhadap Apresiasi yang sangat tajam nilai tukar KRW terhadap mata uang US Dolar khususnya selama sebulan terakhir, yang menjadi perhatian utama banyak perusahaan di Korea yang sangat bergantung pada ekspor. Apresiasi nilai won yang terus berlanjut akan melemahkan daya saing perusahaan ekspor Korea, dan dapat berimbas kepada penurunan konsumsi domestik sehingga berpotensi menghambat prospek pemulihan ekonomi Korea secara keseluruhan.

3. Ketenagakerjaan dan Perkembangan Harga-Harga

a. Ketenagakerjaan

Tingkat pengangguran menurun di triwulan III 2020, seiring langkah otoritas untuk melonggarkan beberapa aturan pembatasan sosial sehingga mendorong kembali para tenaga kerja di sektor jasa dan sektor konstruksi. Tingkat pengangguran pada akhir triwulan III 2020 menurun menjadi sebesar 3,9% (yoy) dari akhir triwulan II 2020 (4,2%). Secara khusus, tingkat pengangguran di bulan September melonjak ke 3,9% dari 3,2% di bulan Agustus, dan lebih buruk dari perkiraan di 3,7%. Hal ini dipengaruhi oleh sempat kembali naiknya kasus COVID-19 sehingga memaksa pemerintah kembali menerapkan penerapan aturan jarak sosial secara terbatas karena munculnya kembali infeksi lokal. Oleh karena itu, tingkat ketenagakerjaan melemah menjadi 59,8% dari 60,1% pada bulan Agustus, sementara tingkat partisipasi sedikit membaik di 62,2% dari 62,1%. Meskipun laju pemulihan yang solid terlihat pada permintaan dari sisi eksternal, pertumbuhan permintaan dari domestik terlihat masih belum terlalu kuat terutama konsumsi sektor jasa karena penerapan jarak sosial yang masih volatil.

¹ sd 23 Oktober 2020

Jika dibandingkan secara yoy, jumlah **Unemployment dan Underemployment** naik **20% dibandingkan tahun lalu (sebelum covid-19)**. Pasar tenaga kerja di Korea Selatan terdampak ketidakpastian pandemic virus corona baru. Badan Statistik Korea mencatat jumlah pengangguran ditambah jumlah setengah pengangguran (*underemployed*) mencapai 3,97 juta orang dari populasi yang aktif secara ekonomi sebesar 29,9 juta pada Agustus 2020. Dengan demikian terdapat peningkatan lebih dari 20% (692.300 orang) dari tahun sebelumnya. Pada Agustus 2019, penghitungan pengangguran dan setengah pengangguran mencapai 3,28 juta dari populasi yang aktif secara ekonomi sebesar 29,86 juta. Menurut Kementerian Tenaga Kerja dan Ketenagakerjaan, pemerintah membayar tunjangan pengangguran lebih dari KRW1 triliun (US\$ 867,6 juta) selama empat bulan berturut-turut di bulan Agustus. Situasi ini meningkatkan kekhawatiran tentang kapasitas negara untuk terus membayar tunjangan pada tingkat setinggi itu. Pembayaran telah meningkat tajam bahkan sebelum pandemi melanda negara itu, karena kenaikan upah minimum serta diperparah penutupan massal usaha kecil selama beberapa tahun terakhir.

Ke depan, kondisi ketenagakerjaan (*unemployment rate*) diperkirakan masih akan tetap pada level kurang lebih 3,9% secara yoy. Namun demikian hal ini akan sangat bergantung pada perkembangan kasus Covid-19 karena terdapat implikasi pada pendapatan pegawai serta berpotensi akan semakin membebani anggaran pemerintah. Keuangan sejumlah perusahaan terus memburuk, mendorong perusahaan untuk melakukan berbagai langkah untuk melakukan efisiensi usaha. Dari sektor penerbangan, Korean Air, maskapai terbesar Korea Selatan, baru saja memperpanjang cuti tanpa dibayar hingga Desember 2020 karena pandemic. Korean Air mengatakan bahwa 70% karyawan dari 18.000 total tenaga kerja akan cuti tanpa dibayar hingga Desember karena dampak virus korona yang berkepanjangan pada industri penerbangan. Korean Air telah menangguk sebagian besar penerbangannya di rute internasional sejak Maret, sehingga sangat berdampak pada 1H profitability perusahaan. Dari Januari hingga Juni, kerugian bersih meningkat menjadi -KRW619,49 miliar. Untuk mengimbangi penurunan tajam dalam permintaan perjalanan, Korean Air mulai bulan Juni merubah strategi dengan membawa kargo yang dipasang pada kursi jet penumpang. Langkah tersebut sejalan dengan maskapai global lainnya yang kini mulai menggunakan pesawat penumpang untuk penerbangan kargo, baik dengan menggunakan tas kursi kargo atau melepas kursi. Bulan lalu, maskapai telah menambah dua pesawat B777-300ER yang dikonversi pada rute AS untuk mengangkut kargo.

b. Perkembangan Harga-harga

Laju inflasi meningkat pada akhir triwulan III 2020. Pergerakan harga ditingkat konsumen tercatat naik 1,0% (yoy) pada akhir triwulan III 2020 atau lebih tinggi dibandingkan akhir triwulan II 2020, yang mengalami stagnansi pada level 0,0% (yoy). Kenaikan inflasi yang sangat tajam di bulan September 2020 diperkirakan hanya bersifat temporer karena meningkatnya permintaan menjelang

libur panjang Chuseok dan permasalahan supply komoditas karena memasuki musim hujan yang berkepanjangan (lebih lama dari biasanya) sehingga mengganggu produksi maupun distribusi selama triwulan III ini. Adapun, kedepan realisasi inflasi pada triwulan IV 2020 diperkirakan sebesar 0,5% dan akan jauh di bawah target BoK sebesar 2%, bahkan diperkirakan dibawah *target medium term* BoK sebesar 1% sejalan dengan masih lemahnya permintaan sebagai dampak berlanjutnya pandemic Covid-19.

4. Kebijakan Ekonomi Makro

Kebijakan fiskal dan moneter semakin akomodatif. Pemerintah dan BoK terus bersinergi mengeluarkan sejumlah kebijakan dalam rangka menahan aktivitas ekonomi terpuruk lebih dalam akibat Covid-19.

a) Kebijakan Fiskal

Pada triwulan III 2020, pemerintah meluncurkan paket "Korea-New Deal" program dengan jangka waktu 5 tahun senilai KRW 160 triliun (US\$ 133 miliar) untuk merangsang ekonomi Digital (*digitalization*) dan proyek-proyek ramah lingkungan (*green projects*). Paket baru ini merupakan perpanjangan dari anggaran tambahan ketiga KRW 76 triliun yang sebelumnya telah diumumkan pada Juli 2020. Menteri Keuangan Hong mengatakan bahwa proyek jangka panjang ini diharapkan dapat menciptakan 1.9 juta lapangan pekerjaan baru. Adapun terkait sumber dana sebesar KRW 114.1 triliun akan didanai oleh pemerintah pusat, KRW 25.2 triliun oleh pemerintah daerah, dan sisanya KRW 20.7 triliun oleh sektor swasta. Pemerintah membagi proyek 5 tahun ini menjadi tiga kategori, yakni: (i) Digitalisasi, (ii) Proyek berbasis lingkungan, dan (iii) Memperkuat jaring pengaman social (detil sebagaimana dalam Tabel 16).

Table 16 - Korea New Deals 2020 - 2025 per Kategori Investasi

Category		2020-2022 (Wtrn)	2020-2025 (Wtrn)	Job creation (K)
Entire New Deal Project		49.0	114.1	1901
Digital New Deal	Total	18.6	44.8	903
	(i) Strengthening D.N.A. ecosystem	12.5	31.9	567
	(ii) Digital transformation of education infrastructure	0.6	0.8	9
	(iii) Fostering untact industry	1.1	2.1	134
	(iv) Digitalization of SOC (Social Overhead Capital)	4.4	10.0	193
Green New Deal	Total	19.6	42.7	659
	(i) Green transformation of city, space and life	6.1	12.1	387
	(ii) Expansion of low carbon society	10.3	24.3	209
	(iii) Building green industry and innovative environment	3.2	6.3	63
Strengthening Social Security Net	Total	10.8	26.6	339
	(i) Employment and society security net	9.3	22.6	159
	(ii) Investment in human resources	1.5	4.0	180

Note: The amount of spending all represent central government spending. MOEF noted that among the entire W160trn spending for the New Deal Project, W114.1trn will come from central govt., W25.2trn from local govt. and W20.7trn from private sector.

Source: MOEF, Citi Research

Pada kategori (1) Digitalisasi (KRW 58.2 triliun) diharapkan akan menyerap 903 ribu pekerjaan. Pemerintah pertama-tama akan memperkuat D.N.A. (Data, Network, dan Artificial Intelligence) dengan menyebarkan 5G dan system AI lintas industri. Kedua, proyek akan fokus pada transformasi infrastruktur pendidikan berbasis digital. Terakhir, pemerintah akan mendorong industri yang masih sangat konvensional dan mempromosikan digitalisasi terkait SOC (Social Overhead Capital).

Pada kategori (2) Proyek hijau (KRW 73.4 triliun) diharapkan dapat membuat 659 ribu pekerjaan. Pandemi COVID-19 telah membuat pemerintah sadar pentingnya lingkungan dan perubahan iklim sehingga perlu untuk mendorong transisi ekonomi menuju bebas karbon. Renewable Energy akan didorong dengan membangun lebih banyak kompleks industri yang rendah karbon serta membangun berbagai infrastruktur ramah lingkungan.

Kategori (3) Memperkuat jaring pengaman sosial (KRW 28.4 triliun) untuk menciptakan 339 ribu pekerjaan. Dalam mencapai pertumbuhan inklusif, pemerintah akan memberikan lebih banyak pelatihan kerja dan dukungan keuangan untuk orang-orang kategori rentan. Terutama untuk memenuhi kebutuhan akan berbagai jenis pekerjaan yang membutuhkan skill khusus untuk menanggapi perubahan dalam struktur ekonomi, maka pemerintah akan memberikan berbagai pelatihan dan dukungan yang memadai bagi mereka yang membutuhkan bantuan.

Pemerintah Korea memperkenalkan aturan Fiskal baru yang akan mulai berlaku pada tahun 2025 mendatang. Dengan pengeluaran pemerintah Korea yang terus meningkat sementara prospek pendapatan tampak tertahan, muncul kekhawatiran terkait kesinambungan fiskal dalam jangka menengah. Pemerintah Korea pada 5 Oktober 2020, mengumumkan tentang penerapan aturan fiskal untuk meredakan kekhawatiran tersebut. Pada prinsipnya, aturan fiskal baru harus (1) sederhana; (2) fleksibel; dan (3) dapat mudah dilaksanakan. Adapun rincian dari 3 konsep tersebut adalah sbb:

- (1) Sederhana dan mudah diterapkan oleh Pemerintah. Terdapat dua aturan yang dapat saling melengkapi dengan cara yang "fleksibel". Pertama, batasi defisit fiskal tahunan, termasuk jaring jaminan sosial, dibatasi maksimal hingga 3% dari PDB. Aturan ini atau serupa telah diadopsi oleh banyak negara Eropa - meskipun pembatasan batas pengeluaran lebih populer. Untuk Korea, pembatasan aturan anggaran dinilai lebih tepat daripada aturan pengeluaran, mengingat kemungkinan penurunan pendapatan dalam waktu dekat karena adanya tantangan demografis. Kedua, dengan membatasi utang publik hingga 60% dari PDB. Dengan memberikan aturan utang, pemerintah memberi sinyal kebijakan fiskal jangka menengah yang sejalan dengan aturan operasional (misalnya aturan defisit) dalam jangka pendek dan konsisten dengan tujuan jangka panjang dari keberlanjutan utang.

- (2) **Fleksibel.** Kebijakan fiskal sangat penting untuk negara dengan ruang kebijakan moneter terbatas seperti Korea Selatan. Memiliki fleksibilitas sangat penting dalam hal ini sebagai pemerintah sehingga bisa ekspansif selama adanya penurunan aktivitas ekonomi. Pemerintah Korea menambahkan mekanisme adanya koreksi aturan bila perlu. Aturan tersebut masih konservatif, karena baru memungkinkan tambahan defisit fiskal sebesar 1% (sehingga menjadi -4% dari PDB) selama penurunan ekonomi dan tidak lebih dari 3 tahun. Namun demikian, pemerintah memungkinkan aturan untuk dapat ditinjau setiap 5 tahun.
- (3) **Dapat Diterapkan.** Mengingat ketidakpastian yang masih besar dan proses administrasi lainnya yang diperlukan termasuk pengesahan di National Assembly, pemerintah memperkirakan aturan tersebut diterapkan mulai tahun fiskal 2025.

Dengan demikian, **implikasi penerapan aturan fiskal memang diperlukan untuk Korea karena menghadapi masalah keberlanjutan fiskal yang mulai meningkat.** Secara umum, negara-negara dengan defisit fiskal yang berlebihan dan aturan anggaran yang longgar memiliki biaya pinjaman yang lebih tinggi karena dianggap lebih berisiko. Dengan menunjukkan komitmen pemerintah untuk mengelola keuangan publik, maka **peraturan fiskal yang baru nanti dapat membantu menciptakan ruang dalam anggaran untuk membiayai berbagai kebijakan yang berimplikasi langsung pada pertumbuhan Korea dalam jangka menengah-panjang, sekaligus menurunkan biaya pembiayaan.**

b) Kebijakan Bank Sentral

Pada triwulan III, Bank of Korea (BoK) telah mengambil beberapa langkah untuk memastikan berlanjutnya kondisi moneter yang akomodatif dan memfasilitasi tersedianya likuiditas yang memadai di sistem keuangan. Beberapa langkah yang ditempuh BoK antara lain (1) mempertahankan Base Rate sebesar 0,50% pada rapat *Monetary Policy Board* (MPB) Meeting di bulan Juli, Agustus, dan Oktober 2020; (2) menyediakan likuiditas yang tidak terbatas melalui operasi pasar terbuka (OPT); (3) memperluas daftar peserta OPT yang memenuhi syarat untuk memasukkan lembaga keuangan non-bank terpilih; (4) memperluas kriteria agunan *Open Market Operation* (OMO) yang memenuhi syarat untuk mencakup obligasi bank, obligasi tertentu dari perusahaan dan lembaga publik, dan *mortgage-backed securities* (MBS) yang dijamin pemerintah yang dikeluarkan oleh *Korean Housing Finance Corporation* (KHFC); (5) mengurangi persyaratan agunan untuk penyelesaian bersih dalam sistem pembayaran BoK; dan (6) membeli Obligasi Negara Korea (KRW 3,0 triliun) untuk menambah pendanaan yang tersedia untuk UMKM.

The Monetary Policy Board (MBP) Bank of Korea, pada 14 Oktober 2020, memutuskan untuk mempertahankan Suku Bunga Dasar tetap pada level 0,50%. Ekonomi global disebut mulai pulih, akan tetapi laju pemulihan lebih lambat karena kembali naiknya kasus Covid-19 sehingga perlu

tindakan pembatasan sosial untuk mengatasinya. Pemulihan ekonomi Korea mulai terlihat, meskipun dengan kecepatan (*pace*) yang melambat. Penurunan ekspor telah mereda, namun peningkatan dalam konsumsi swasta tidak terlalu signifikan karena jumlah kasus Covid-19 baru dikonfirmasi meningkat lagi. Investasi pada konstruksi masih mengalami koreksi. Kondisi pasar tenaga kerja tetap lemah, dengan jumlah orang yang dipekerjakan terus menurun tajam dibandingkan periode yang sama tahun lalu. Ke depan, ekonomi kemungkinan akan pulih secara bertahap, terutama didorong oleh kenaikan angka ekspor. Namun, ketidakpastian prospek ekonomi diperkirakan masih tinggi. **Pertumbuhan PDB diproyeksikan secara umum konsisten dengan perkiraan Agustus yakni sebesar -1,3%.** Inflasi harga konsumen telah meningkat hingga sekitar 1%, terutama didorong oleh kenaikan pada harga produk pertanian, peternakan, dan perikanan karena kondisi cuaca yang sempat memburuk. Inflasi inti (tidak termasuk perubahan harga pangan dan energi dari CPI) juga sedikit meningkat dalam kisaran 0,5%, dan ekspektasi inflasi masyarakat umum telah meningkat mendekati level 2%. Diperkirakan bahwa inflasi harga konsumen dan inflasi inti masih akan berjalan pada tingkat rendah untuk beberapa waktu, mencerminkan berbagai dampak seperti penurunan harga minyak dunia dan lemahnya tekanan inflasi dari sisi permintaan. Di pasar keuangan domestik, nilai tukar KRW terhadap USD telah turun cukup dalam (won terapresiasi terhadap dollar), sementara suku bunga pasar jangka panjang dan harga saham sangat berfluktuasi, dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal seperti pergerakan pasar keuangan global. Pertumbuhan pinjaman rumah tangga telah meningkat dan harga perumahan terus meningkat dengan kecepatan tinggi di seluruh daerah. MPB berkomitmen akan terus melakukan kebijakan moneter untuk mendukung perekonomian dan menstabilkan inflasi harga konsumen pada tingkat target dalam jangka menengah, dengan tetap memperhatikan stabilitas keuangan. Pemulihan ekonomi Korea diperkirakan akan lambat dan tekanan inflasi di sisi permintaan diperkirakan akan tetap lemah akibat pandemi Covid-19, MBP akan terus mempertahankan kebijakan moneter yang akomodatif untuk beberapa waktu kedepan.

Selain itu, **Bank of Korea (BOK) telah memperbarui kesepakatan Bilateral Currency Swap Agreement sebesar KRW 70 triliun (US\$59 miliar) dengan People's Bank of China (PBoC) untuk lima tahun kedepan.** Dalam rangka mitigasi risiko likuiditas dan mempromosikan perdagangan bilateral kesepakatan telah ditandatangani antar kedua otoritas untuk lima tahun dan akan berakhir 10 Oktober 2025. Gubernur BOK Lee Ju-yeol menandatangani kesepakatan dengan Gubernur PBOC Yi Gang untuk memastikan stabilitas keuangan regional. Kesepakatan ini juga bertujuan untuk melindungi risiko nilai tukar, yang memungkinkan kedua bank sentral untuk saling menukar mata uang dengan nilai tukar yang tetap. Hal ini dirasa sangat penting pada saat terjadi krisis keuangan ketika bank sentral sangat membutuhkan likuiditas mata uang lain. Dari perspektif BOK, pembaruan dengan China tersebut adalah yang terbesar kedua setelah perjanjian senilai US\$60 miliar dengan Federal Reserve AS.

5. Outlook dan Risiko

Korea diperkirakan akan tumbuh terkontraksi di 2020. Ekonomi Korea diperkirakan tumbuh terkontraksi pada kisaran (-1,5)-(-1,3)% yoy di 2020 dan tumbuh sebesar 2,8-3,1% yoy di 2021. BI Tokyo merevisi naik outlook 2020 (Agustus: (-2,4%)-(-2,3%) yoy) dan merevisi naik lebih tinggi outlook di 2021 (Agustus : 1,3%-1,5% yoy), menimbang perkembangan sejumlah *leading indicator* terutama dengan harapan membaiknya ekspor Korea. Sejumlah lembaga memproyeksikan adanya revisi naik dari perkiraan pada triwulan sebelumnya baik untuk di 2020 maupun di 2021. Beberapa pandangan tersebut antara lain kami rangkum dari International Monetary Fund – World Economic Outlook periode laporan Oktober 2020, Bloomberg Consensus Forecast pada Oktober 2020, OECD Outlook periode laporan September 2020, Fitch Rating Outlook periode laporan September 2020, dan Bank of Korea outlook periode laporan Agustus 2020 sebagaimana dalam Tabel 17. Secara khusus, kenaikan inflasi pada triwulan III 2020 diperkirakan hanya bersifat temporer terutama karena kondisi cuaca extreme telah mendorong harga produk pertanian dan kelautan melonjak baru-baru ini. Sementara itu, neraca transaksi berjalan diperkirakan akan tetap berada di wilayah positif.

Table 17 - Perbandingan Outlook Lembaga Internasional untuk Korea (Calender Year)

Lembaga Internasional	2020		2021	
	PDB (%)	Inflasi (%)	PDB (%)	Inflasi (%)
IMF – WEO Oct 2020 (yoy)	-1,9	0,5	2,9	0,9
Consensus Forecast Oct 2020 (mean yoy)	-1,2	0,5	3,1	1,1
OECD Sep 2020 (yoy)	-1,0	0,2	3,1	n/a
Fitch Rating Sep 2020 (yoy)	-1,1	0,3	3,7	1,0
BoK Aug 2020 (yoy)	-1,3	0,4	2,8	1,0

Sumber IMF, Bloomberg, OECD, Fitch Rating, BoK

Downside risk yang dihadapi Korea terutama terkait ketidakpastian penyebaran virus yang berkepanjangan sehingga mengganggu prospek ekonomi sehubungan dengan perkembangan situasi pandemi Covid-19 yang masih sulit diprediksi serta ketergantungan terhadap bagaimana kecepatan negara mitra dagang utama Korea mampu untuk mengatasi permasalahan serupa terkait pandemic Covid-19. Risiko negatif dari eksternal juga terkait ketidakpastian menjelang pemilihan presiden AS pada 3 November mendatang.

Sebaliknya, terdapat risiko kenaikan pertumbuhan atau **Upside risk** berupa adanya *rebound* ekonomi global yang lebih cepat dari perkiraan jika virus Covid-19 berhasil untuk dapat dikendalikan, secara khusus permintaan pada industri semikonduktor dapat menjadi perhatian utama Korea. Berbagai program tambahan anggaran ke-3 serta “Korea New Deal” senilai KRW 160 triliun yang diharapkan dapat berperan sebagai stimulus ekonomi juga apabila terbukti efektif dan berhasil dapat menjadi pendorong katalis penguatan ekonomi Korea lebih lanjut.

BOKS 4.

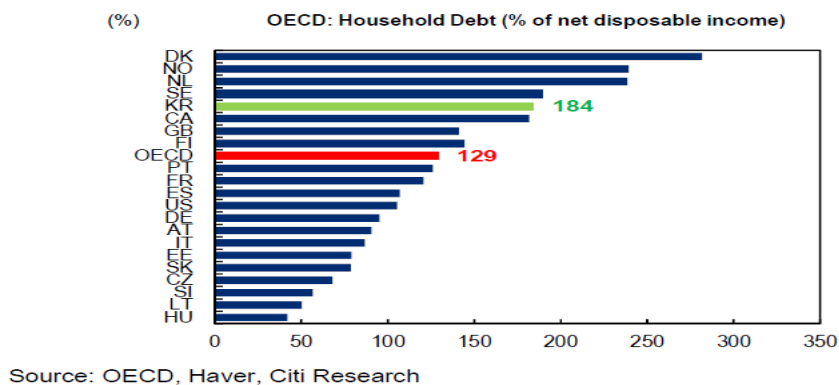
Kebijakan *Debt Service to Income* (DSTI) dan *Debt to Income* (DTI) yang telah diterapkan Otoritas Makroprudensial Korea

Regulasi dan kebijakan terkait pembiayaan perumahan (Mortgage) di negara Korea merupakan salah satu negara yang memiliki kebijakan paling ketat, terutama untuk mensasar kenaikan harga properti yang tidak wajar. Para investor properti, di bawah peraturan yang ada saat ini, tidak dapat mendapatkan Mortgage (pembiayaan perumahan) untuk properti yang ada di area yang ditetapkan sebagai "overheating", seperti di ibukota Seoul. Pada area "overheating" tersebut, pembeli rumah pertama hanya dapat meminjam hingga 40% dari nilai properti di Korea, hal ini sangat jauh berbeda jika dibandingkan dengan di Hong Kong sebesar 80-90% dari nilai properti dan juga dengan di Singapura sebesar 75% dari nilai property. Tidak hanya itu, otoritas Korea juga memperketat regulasi dengan membebaskan pajak atas capital gain hingga 45% untuk setiap keuntungan dari transaksi property di Korea.

Korea Selatan terkenal karena tingkat utang rumah tangganya yang tinggi yakni sekitar 60% berupa *Household Debts*. Utang rumah tangga yang tinggi dan berkelanjutan umumnya dikaitkan dengan potensi krisis keuangan yang lebih besar. Namun demikian, menurut *Global Financial Stability Report* (GSFR) dengan adanya (1) pengawasan yang ketat dari regulator, (2) rendahnya ketergantungan pada pembiayaan eksternal, dan (3) nilai tukar yang fleksibel, maka dapat meningkatkan ketahanan atas stabilitas sistem keuangan meskipun terdapat rasio utang rumah tangga yang tinggi. Hal ini

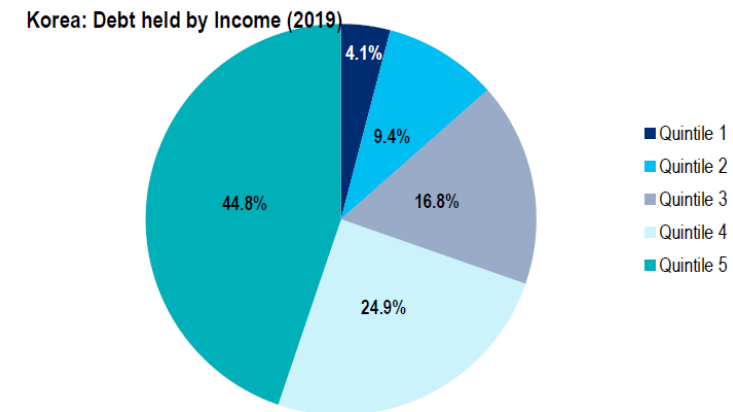
yang saat ini juga terjadi di Korea, sehingga meskipun Korea memiliki tingkat hutang rumah tangga tinggi akan tetapi fundamental nya cukup kuat dan adanya pengawasan yang ketat dari regulator dapat menahan guncangan negative lebih lanjut (Figure 17).

Figure 16 - Secara Global, Household Debt di Korea merupakan salah satu yang Tertinggi di Dunia



Kelompok “kaya” dalam kategori Quintile 4 dan Quintile 5 memiliki eksposur terhadap sekitar 70% dari total hutang rumah tangga yang ada di Korea. Dengan demikian, hutang rumah tangga di Korea terkonsentrasi pada mereka yang memiliki posisi keuangan yang baik untuk membayar hutang sehingga risiko gagal bayar (*risks of default*) terkait pembayaran hutang dalam jangka pendek menjadi minim (Figure 18).

Figure 17 - 70% dari Total Household Debt Korea dimiliki oleh 40% kelompok Highest Income (Quintile 4-5)



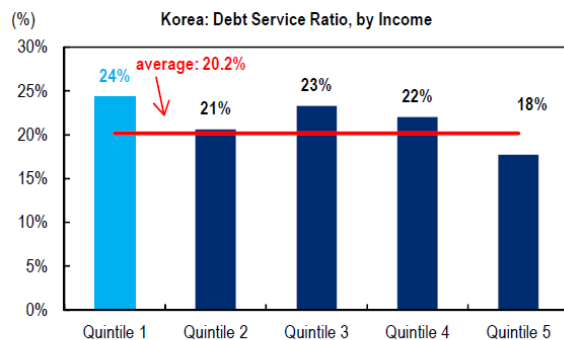
Source: KOSIS, Haver, Citi Research

Sementara itu, harga rumah di Korea diperkirakan akan terus meningkat, meskipun sektor perumahan saat ini memiliki berbagai regulasi yang sangat ketat. Tren kenaikan harga rumah (*upward pressure*) diperkirakan akan terus berlanjut hingga akhir dari pemerintahan Presiden Moon

pada pertengahan 2022, sehingga dalam waktu dekat diperkirakan tidak akan ada penurunan harga perumahan di Korea dalam jangka pendek. Namun demikian, *downside risk* adalah apabila terdapat risiko sistemik di sektor keuangan yang tak terhindarkan sehingga mampu untuk mendorong penurunan harga perumahan.

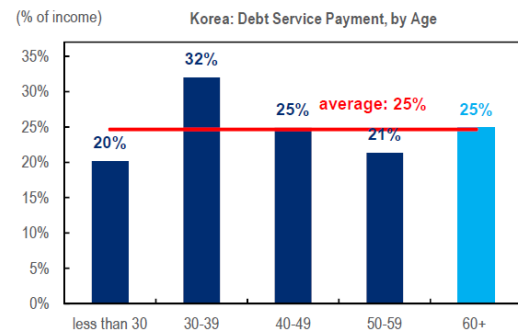
Dalam jangka panjang, terdapat risiko terkait pelunasan utang terutama bagi kelompok rentan (Quintile 1). Beban pembayaran hutang untuk kelompok berpenghasilan terendah dan lansia (usia 60+) mencapai 25% dari total pendapatan (Figure 19 dan 20). Kelompok rentan memiliki arus pendapatan yang tidak konsisten, dan adanya pandemic Covid-19 ini hingga potensi resesi berkepanjangan dapat meningkatkan risiko gagal bayar terkait pembayaran hutang perumahan. Dalam jangka panjang, pada saat ekonomi sudah mulai kembali normal suku bunga akan mulai naik lagi dari level terendah sepanjang sejarah pada saat ini sebesar 0,5% sehingga akan semakin berpotensi untuk menyulitkan pembayaran beban utang dalam pelunasan bagi kelompok rentan.

Figure 18 - Risiko gagal bayar Debt Service ada pada kelompok Berpenghasilan Rendah



Source: KOSIS, Haver, Citi Research

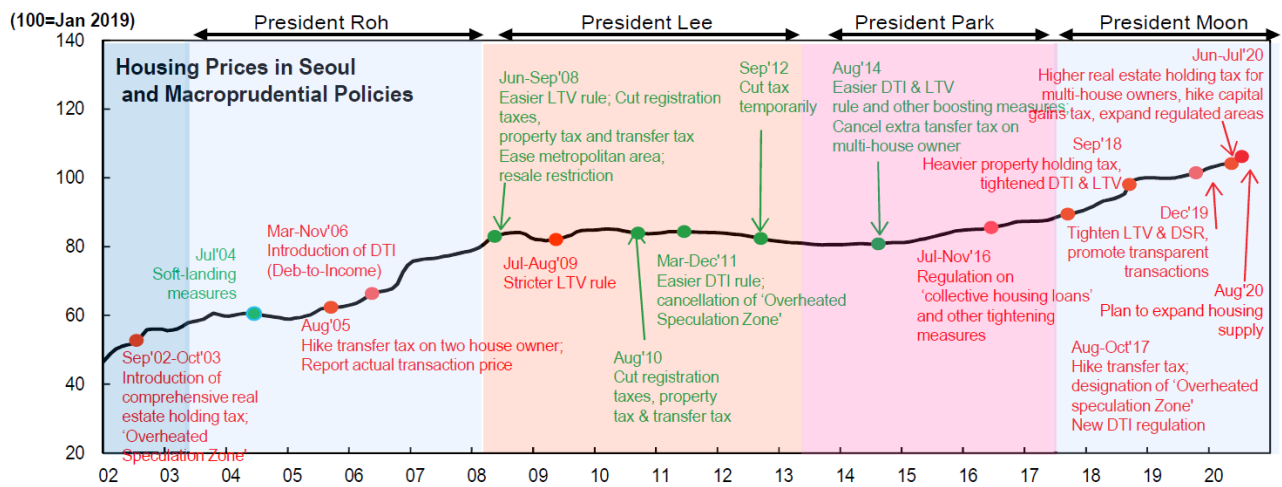
Figure 19 - Risiko gagal bayar Debt Service ada pada kelompok tua (Usia 60+)



Source: KOSIS, Haver, Citi Research

Terkait dengan Peraturan Pemerintah dalam Kebijakan Makroprudensial, Korea berada dalam garis depan sebagai salah satu negara yang secara aktif telah menggunakan kebijakan makroprudensial (Figur 21). Pasca pelantikan Presiden Moon pada Mei 2017, berbagai kebijakan untuk memperkuat stabilisasi harga perumahan telah dilakukan.

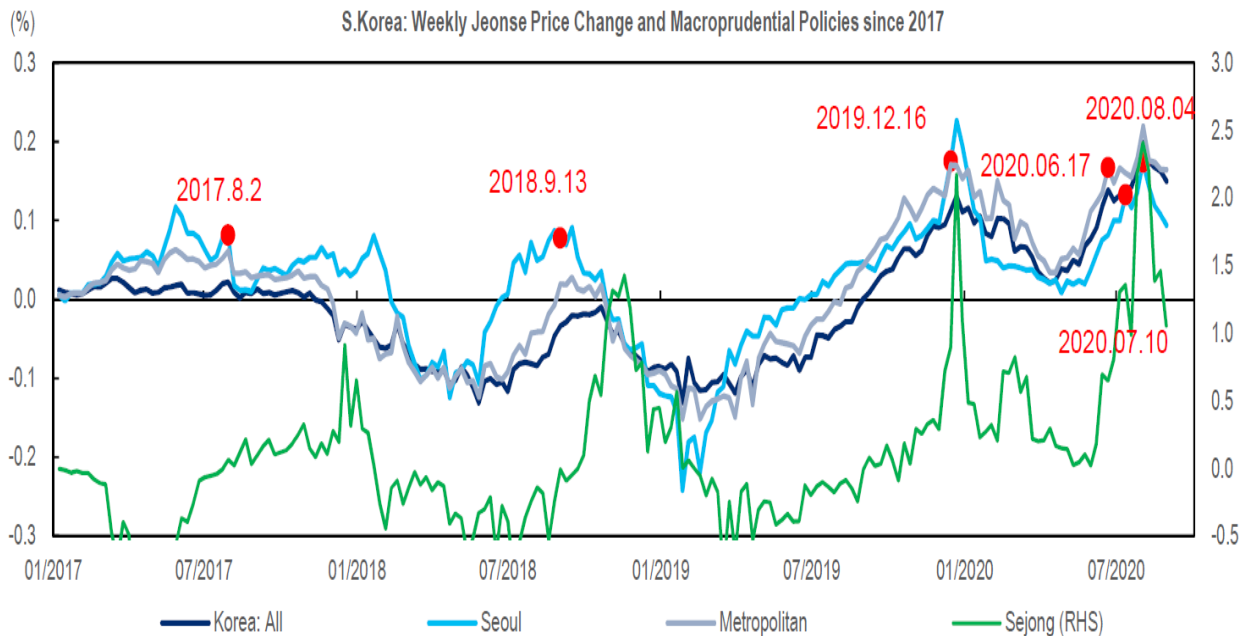
Figure 20 - Perkembangan Kebijakan Makroprudensial dan Harga Rumah di Seoul



Source: Ministry of labor, infrastructure and transport (MOLIT), Haver, Citi Research *Note: The shades indicate political color/ party of each President, where blue notes for more liberal and labor-related party against the red, relatively more conservative.

Pemerintah Korea saat ini, dibawah Presiden Moon meluncurkan berbagai langkah pengetatan di bidang perumahan. Pada awal pemerintahannya, Moon memulai dengan pengaturan batas permintaan kredit dengan menurunkan LTV (*Loan to Value*) dan menurunkan DTI (*Debt to Interest rate*) sejalan dengan riset Federal Reserve Board dan IMF yang telah menunjukkan bahwa strategi penurunan LTV maupun penurunan DTI cukup efektif digunakan secara global. Namun, dalam kasus di Korea Selatan, terdapat efek samping jangka pendek yang berdampak cukup signifikan yakni munculnya ide-ide kreatif dari para investor spekulan yang menemukan berbagai cara untuk terhindar dari peraturan yang diterapkan oleh pemerintah. Pembelian rumah mulai menyebar ke *Non-Regulated Area*, yang juga dikenal sebagai *Balloon Effect*. Harga rumah di Kota Sejong yang dipersiapkan untuk menjadi pusat pemerintahan Korea pada tahun 2030 mendatang, meningkat dengan sangat cepat (Figure 22), sehingga kemudian pemerintah Korea bergerak cepat dengan memberlakukan pajak yang lebih tinggi dan dapat langsung melakukan pengendalian terhadap pergerakan harga yang mulai tidak wajar. Harga rumah kemudian menjadi lebih stabil (Figure 22).

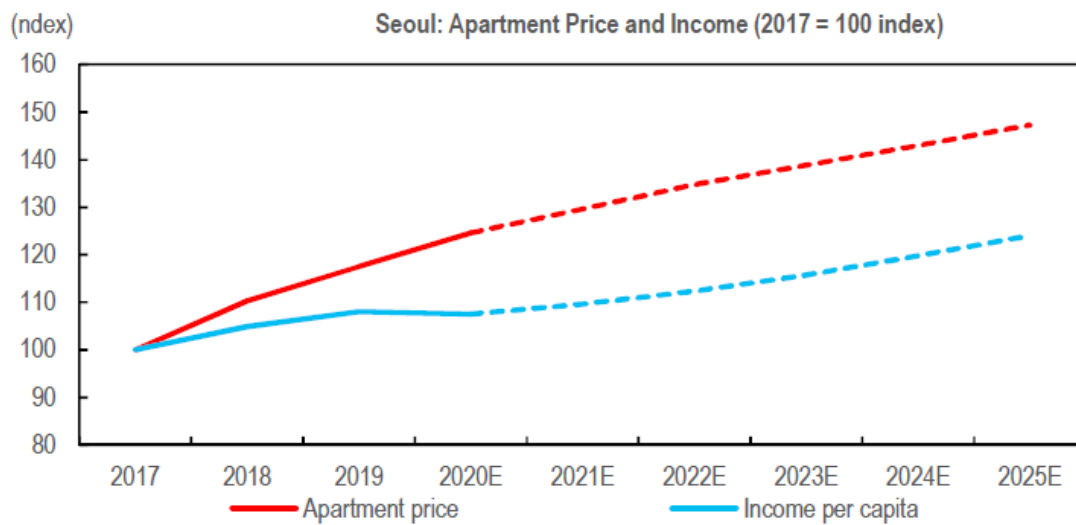
Figure 21 - Kebijakan Tightening walau bersifat Temporary terbukti Efektif untuk menstabilkan harga rumah



Source: MOLIT, Korea Appraisal Board (KAB), Citi Research

Dari ibu kota Seoul, terdapat pembelajaran yang dapat di ambil terkait target untuk menjaga kestabilan harga rumah belum dapat dicapai dan kecenderungan dapat mengarah kepada risiko sistemik dalam jangka panjang. *Price-to-Income* gap di kota Seoul, semakin *divergence* (melebar). Pemerintah berpandangan, untuk dapat mencapai keseimbangan pertumbuhan regional akan memakan waktu yang lebih lama. Pembangunan rumah baru di Wilayah Seoul juga membutuhkan waktu beberapa tahun, sementara itu terdapat kendala izin untuk membangun mendorong tingginya *demand* permintaan rumah semakin meningkatkan harga rumah di kota Seoul pada tingkat yang lebih cepat daripada pertumbuhan pendapatan. Sementara saat ini pertumbuhan pendapatan terhambat oleh pandemic Covid-19 yang bisa jadi berkepanjangan. Tren melebarnya *Price-to-Income* gap dapat mengarah kepada risiko yang lebih besar (*systemic risk*) karena jurang yang semakin lebar antar pendapatan dengan harga rumah (Figure 23).

Figure 22 - Gap pada Income per Capita dan Harga Rumah di Seoul



Source: KB, Haver, Citi Research estimates

Dalam jangka panjang, jika harga rumah mengalami kenaikan yang terlalu cepat vs pertumbuhan pendapatan, maka risiko sistemik dapat muncul khususnya di sektor keuangan. *Leverage* yang tidak sehat khususnya pada pembelian rumah diluar batas kemampuan dapat terus meningkat. Relaksasi permintaan *leverage* melalui Non-Perbankan bisa meningkat dengan sangat pesat apabila regulasi diperlonggar sehingga dalam skenario seperti ini pada saat terjadi penurunan harga properti berpotensi secara langsung meningkatkan risiko sistemik di pasar keuangan. Pada 4 Agustus 2020, *Korea Ministry of Land, Infrastructure, and Transport (MOLIT)* telah melonggarkan aturan kebijakan terkait perumahan yakni dengan mencanangkan penambahan *supply* perumahan sebanyak 132 ribu unit perumahan baik di kota Seoul maupun daerah metropolitan lainnya di Korea hingga tahun 2028 mendatang (Figure 24).

Figure 23 - Perkembangan Kebijakan Pembiayaan Perumahan (Housing Regulations) di Korea

Date	Impact	Action
Summer 2008	Easing	Raised LTV, eased registration, property transfer taxes, and urban resale limits except in 3 regions
Summer 2009	Tightening	Lowered LTV
Summer 2010	Easing	Cut registration, property and transfer taxes
Winter 2011	Easing	Raised LTV, easier DTI, easing "overheated speculative zone"
Summer 2012	Easing	Cut tax temporarily
Summer 2014	Easing	Raised DTI, LTV, cancelled transfer tax for owners with multiple homes
Spring/summer 2016	Tightening	Tighten mortgage lending standards
Summer- Fall 2017	Tightening	Lowered LTV, DTI, hike transfer tax in the "overheated speculative zone"
2018-09-13	Tightening	<ul style="list-style-type: none"> - Hike comprehensive real estate tax rate for a house by 0.2%-0.7%p for house price above ₩1.4bn (or ~ US\$ 1.2mn) and multihome owners by 0.1%~1.2%p; - Lower LTV ratio to 40% for Housing Rental Business; - No mortgage loan available for investment purposes in the speculative area (or LTV = 0) - Lower (tighter) LTV ratio: LTV ratio of 40% for housing price below ₩0.9bn; LTV ratio of 20% for housing price between ₩0.9bn - ₩1.5bn; LTV of 0% of housing price above ₩1.5bn in speculative zones.
2019-12-16	Tightening	<ul style="list-style-type: none"> - Apply DSR ratio of 40% to housing price above ₩0.9bn; - Hike the 'Comprehensive Real Estate Holding tax' rates on owners of high-end properties and multi-home owners by 0.1-0.3ppt and 0.2-0.8ppt, respectively, depending on housing prices - Compulsory move-in within 1 year (from previously 2 year within the transaction) - No mortgage loan is available for Housing Rental Business if RTI (rent to interest) > 1.5 (from previously 1.25)
2020-06-17	Tightening	<ul style="list-style-type: none"> - Expand regulated areas comprises of "speculative" and "overheated speculative" zones - Further tighten lending: No mortgage loan available for house price above ₩900mn (or ~US\$741K). - Tighter lending rules to Jeonse-loans unless for living-purposes - Raise tax rate on corporates' holding real estate to 6%
2020-07-13	Tightening	<ul style="list-style-type: none"> - Hike comprehensive real estate holding tax rate on multi-housing owners and corporates by +0.6% ~3.2%, depending on price of the house and ownership - Hike capital gain tax depending on the ownership period of the house to 60-70%, from previously 40%. - Hike property acquisition tax depending the price and the ownership, from 1-4% to 1-12%. - Relieve LTV and DTI by 10%p for first home buyers with income cap
2020-07-30	Tightening	Passage of Housing Lease Protection Act
2020-08-04	Easing	- Plan to provide additional 132K housing in Seoul & metropolitan area by 2028

Source: MOLIT, Citi Research

Sumber: Korea Ministry of Land, Infrastructure, and Transport (MOLIT), Citi Research

Regulasi dan kebijakan terkait pembiayaan perumahan (*Mortgage*), Korea merupakan salah satu negara yang memiliki kebijakan paling ketat, terutama untuk mensasar kenaikan harga properti yang tidak wajar. Para investor properti, di bawah peraturan yang ada saat ini, tidak dapat mendapatkan *Mortgage* (pembiayaan perumahan) untuk properti yang ada di area yang ditetapkan sebagai "overheating", seperti di ibukota Seoul. Pada area "overheating" tersebut, pembeli rumah pertama hanya dapat meminjam hingga 40% dari nilai properti di Korea, hal ini sangat jauh berbeda jika dibandingkan dengan di Hong Kong sebesar 80-90% dari nilai properti dan juga dengan di Singapura sebesar 75% dari nilai properti. Tidak hanya itu, otoritas Korea juga memperketat regulasi dengan membebaskan pajak atas *capital gain* hingga 45% untuk setiap keuntungan dari transaksi properti di Korea (Figure 25).

Figure 24 - Kebijakan Kredit Properti (Mortgage) di Asia

	Australia	Hong Kong	Korea	Singapore	Taiwan
Max LTV	No restrictions	Up to 80/90% for first-time home purchase of no more than HK\$10/6m under mortgage insurance. Otherwise 60% for self-occupied property, and 50% for investment property.	40% for first-time buyer in designated areas (most of Seoul) and 70% elsewhere, 0% for investment property in designated areas	75% for first home, 45% for second home, 35% for third home onwards. (LTV percentages of 55%, 25% and 15% respectively if the loan tenure extends beyond 30 years of past age 65)	No LTV limits for most of the property types except for select luxury housing
Max DSR	Subject to Responsible Lending legislation and ASIC practice guide	30-60% depending on loan size, income source and any outstanding mortgages. Stress test also required usually.	40% as targeted by major commercial banks by end-2021	Total Debt Servicing Ratio cap of 60% which is computed using a medium term interest rate assumption of 3.5%	No restrictions
Other regulations	Foreigners can only purchase new projects and are subject to additional stamp duty	Reselling of residential property in less than 3 years and foreign buying are subject to additional stamp duty. Risk-weight floor raised to 25% for all new mortgages under IRB	Heavy capital gain tax (up to 45%)	Additional Buyers Stamp Duty (ABSD) depending on status (citizen, PR, foreigner) and whether first, second, third/subsequent property (12-15% for citizens, 5-15% for PRs, 25% for foreigners. Sellers Stamp Duty (SSD) of 4-12% if a property sold within three years of purchase.	Higher risk weight and provision requirement for mortgages than most regulators in DM. Migrating to LTV-based risk weight calculation starting 2021. Capital gains from property are taxable as part of personal income.

Source: Citi Research

Dengan demikian, dapat disimpulkan adanya Opsi Kebijakan Makroprudential yang bersifat *Spatial* seperti yang dihadapi oleh Korea Selatan untuk menahan laju pertumbuhan harga property yang tidak wajar pada area “Overheat” seperti di kota Seoul dan kota Sejong terbukti efektif untuk memperlambat kenaikan harga rumah/hunian.

IV. *Lesson Learned* dan Implikasi Kebijakan

Jepang

Hasil *tracking* kinerja ekonomi Jepang membawa beberapa implikasi kebijakan/*lesson learned* bagi Indonesia, yakni:

Pertama, Bank Indonesia dapat berperan dalam menyeimbangkan sumber-sumber pertumbuhan ekonomi Indonesia yang saat ini terlalu bertumpu pada pertumbuhan Konsumsi. Sumber lain yang dapat di dorong adalah Ekspor dan Investasi mengingat saat ini Jepang sedang merelokasi *Supply Chain* dari Tiongkok ke negara di Asia Tenggara. Melalui IRU dapat didorong promosi untuk investasi, selain itu untuk memperkuat kinerja eksternal Bank Indonesia, baik melalui KPwDN dan juga KPwLN berkoordinasi dengan Kementerian atau Lembaga (K/L) terkait dapat membantu mendorong ekspor non-migas.

Kedua, Bank Indonesia dapat mendorong perkembangan *E-Commerce* melalui peran aktif penyediaan sarana pembayaran non-tunai atau digital melalui pengembangan ekosistem pembayaran digital, antara lain dengan membangun sarana infrastruktur, menyusun regulasi untuk mendorong digitalisasi transaksi non-tunai dengan tetap memastikan perlindungan konsumen.

Ketiga, Bank Indonesia dapat terus menjaga hubungan koordinasi yang erat dengan Kementerian Keuangan dan otoritas lainnya dalam rangka menjaga stabilitas system keuangan sehingga proses intermediasi sektor keuangan dapat tetap berjalan dengan baik ditengah kondisi pandemic Covid-19.

Keempat, Bank Indonesia dapat mempertimbangkan untuk memasukkan topik retail *Central Bank Digital Currency* (CBDC) dalam kerjasama SBC dengan BoJ untuk tahun 2021.

Korea Selatan

Hasil *tracking* indikator ekonomi Korea Selatan membawa beberapa implikasi kebijakan/*lesson learned* bagi Indonesia, yakni:

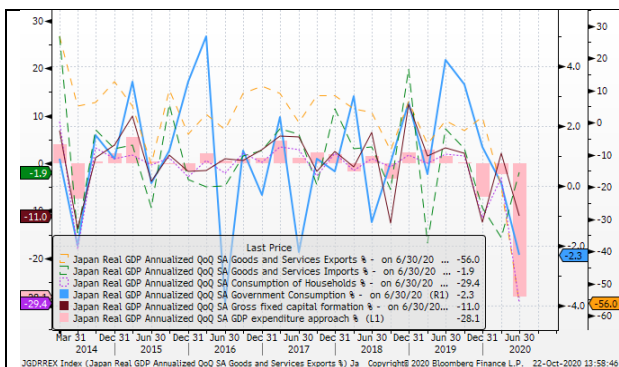
Pertama, Bank Indonesia dapat mempertimbangkan diterapkannya opsi Kebijakan Makroprudential yang bersifat Spatial, untuk menahan laju pertumbuhan harga properti yang tidak wajar pada area “*Overheat*” untuk memperlambat kenaikan harga rumah atau hunian.

Kedua. Bank Indonesia dapat mempertimbangkan untuk memperluas insentif kepada perbankan yang memberikan pembiayaan berwawasan kepada lingkungan (*Green Financing*) untuk merangsang proyek-proyek ramah lingkungan (*Green Projects*).

Ketiga. Bank Indonesia dapat memberikan advis kepada maskapai penerbangan nasional untuk mengoptimalkan pesawat yang tidak terbang agar dapat dikonversi menjadi pesawat kargo internasional yang dapat mengangkut barang-barang ekspor dari Indonesia.

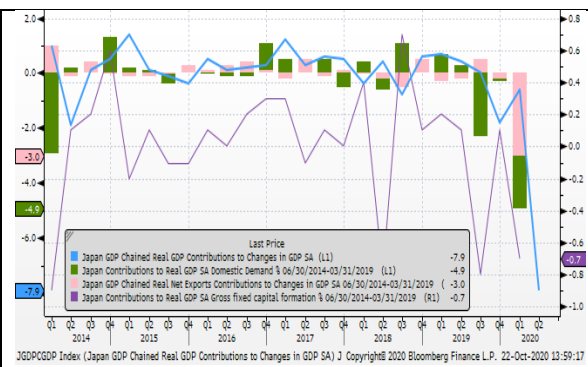
Daftar Grafik

Jepang



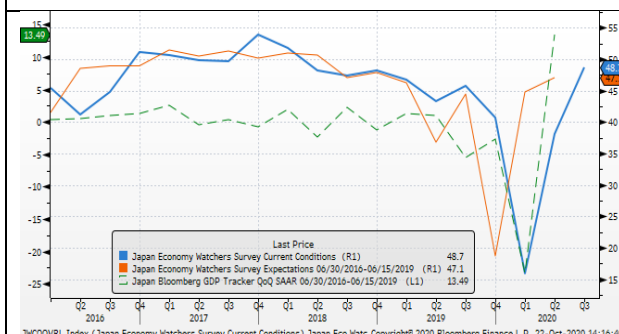
Sumber: Bloomberg

Grafik Pertumbuhan PDB : Permintaan



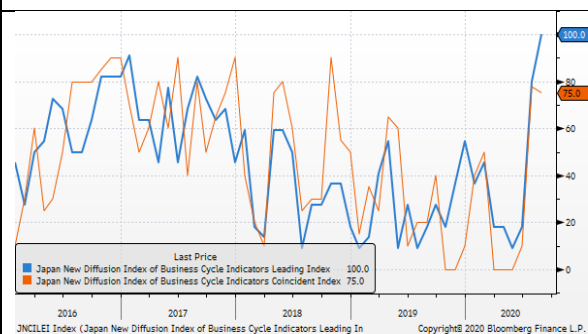
Sumber: Bloomberg

Grafik Kontribusi PDB : Permintaan



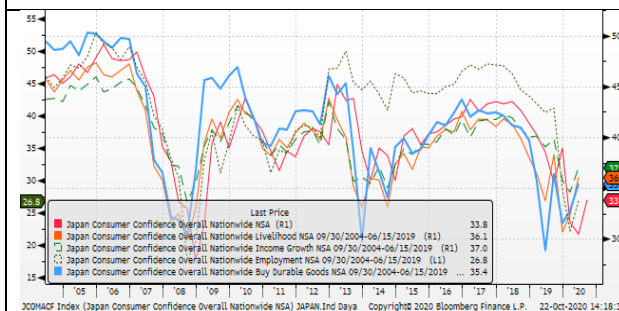
Sumber: Bloomberg

Grafik Survei Economy Watcher : Kondisi Ekonomi



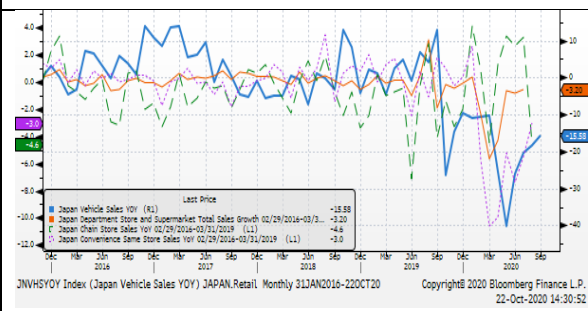
Sumber: Bloomberg

Grafik Siklus Bisnis Leading dan Coincident



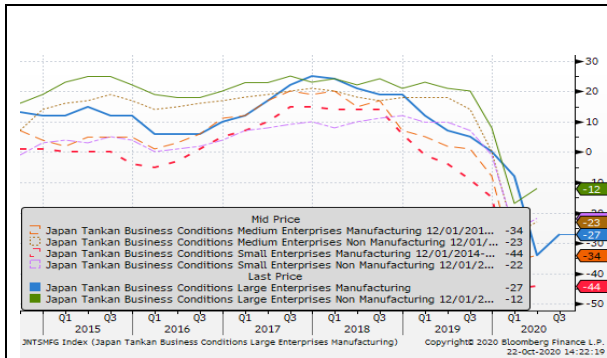
Sumber: Bloomberg

Grafik Kepercayaan Konsumen



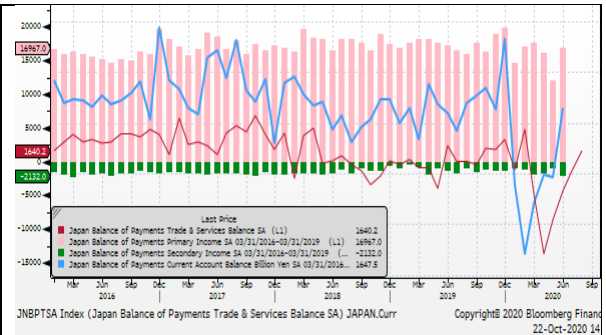
Sumber: Bloomberg

Grafik Indikator Konsumsi



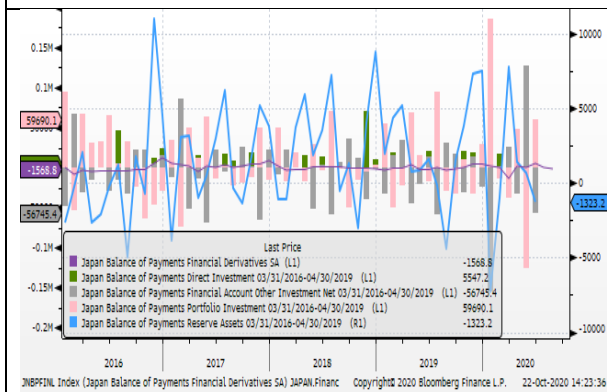
Sumber: Bloomberg

Grafik Survei Tankan: Kondisi Bisnis



Sumber: Bloomberg

Grafik Current Account



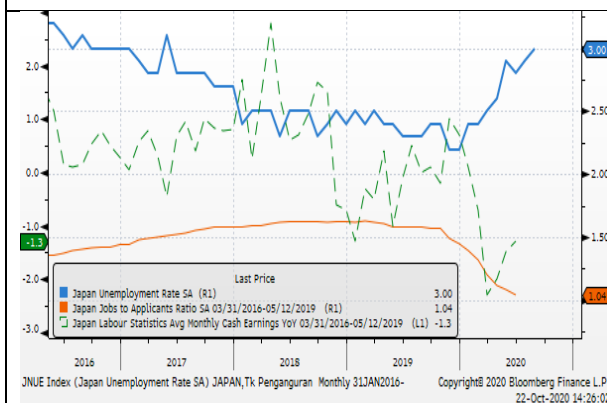
Sumber: Bloomberg

Grafik Balance of Payment



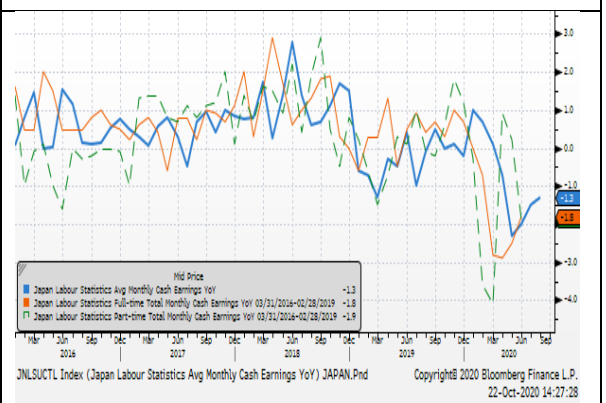
Sumber: Bloomberg

Grafik Exchange Rate, BOJ Reserve dan Export



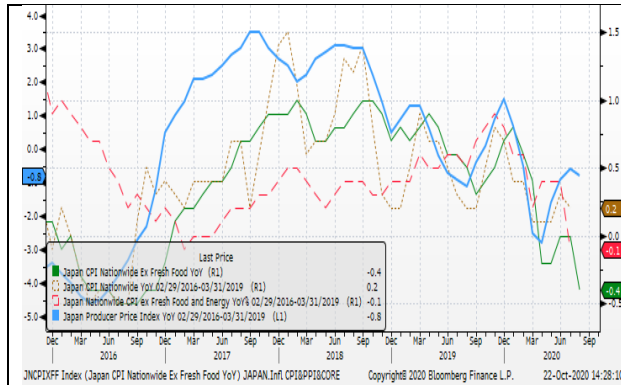
Sumber: Bloomberg

Grafik Labor Market



Sumber: Bloomberg

Grafik Labor Earning



Sumber: Bloomberg

Grafik Inflasi CPI dan PPI



Sumber: Bloomberg

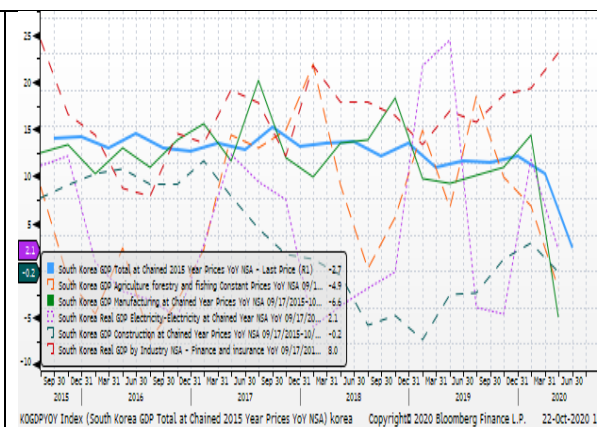
Grafik Harga Saham dan Nilai Tukar

Korea Selatan



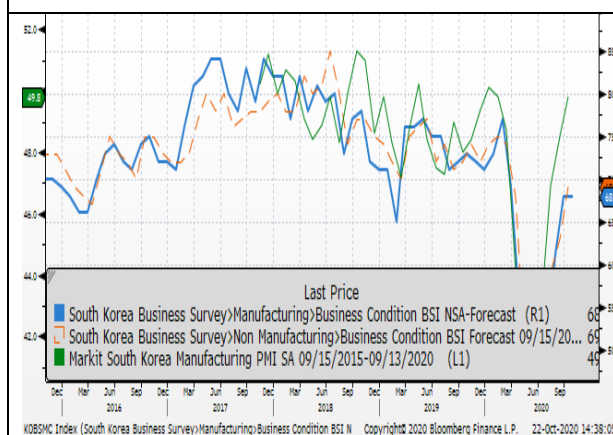
Sumber: Bloomberg

Grafik Growth PDB Pengeluaran



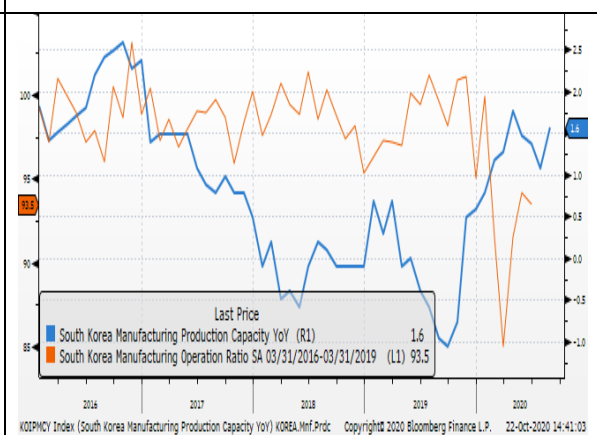
Sumber: Bloomberg

Grafik Growth PDB Sektoral



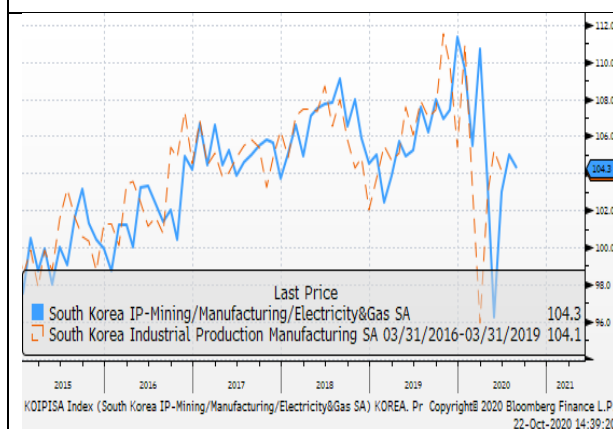
Sumber: Bloomberg

Grafik Survei Kondisi Dunia Usaha

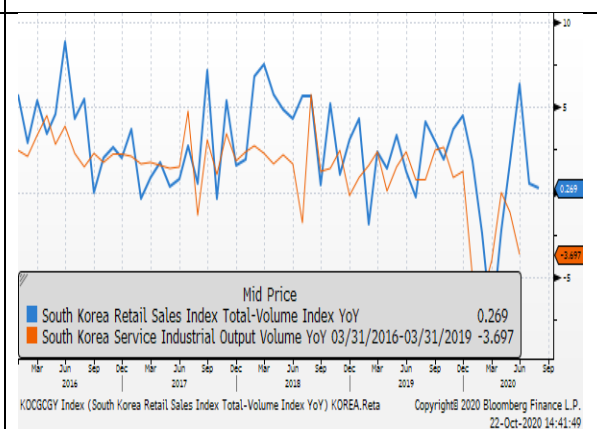


Sumber: Bloomberg

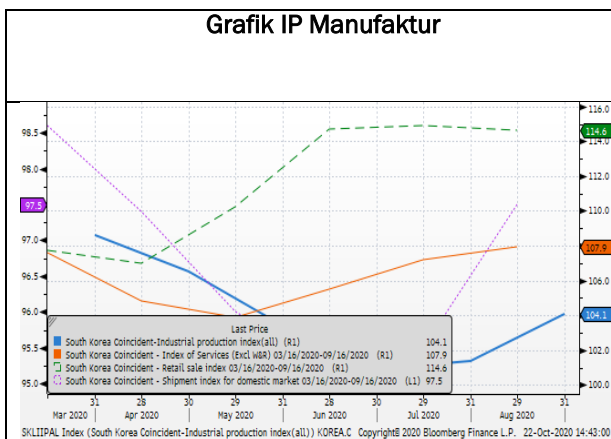
Grafik Kapasitas Produksi Manufaktur



Sumber: Bloomberg

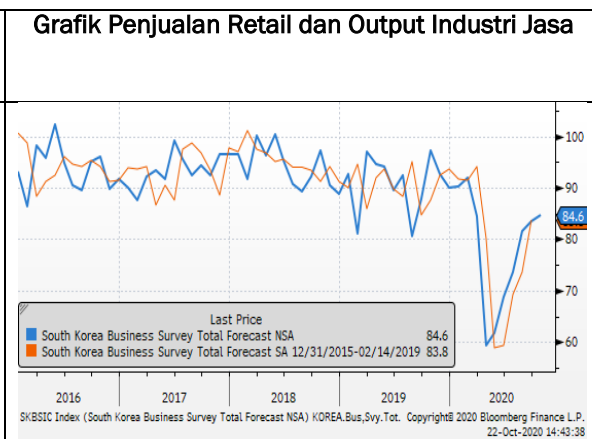


Sumber: Bloomberg



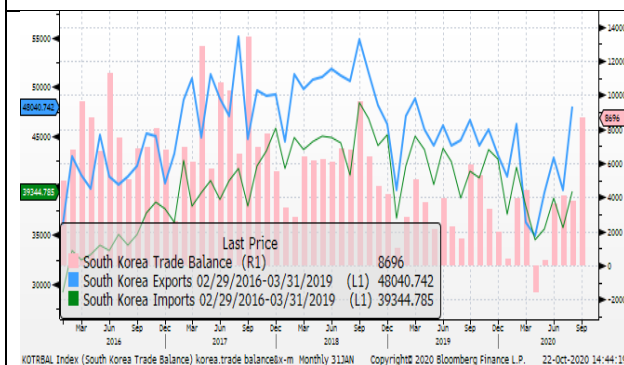
Sumber: Bloomberg

Grafik Coincident Index : Produksi, Sektor Jasa, Retail & Shipment



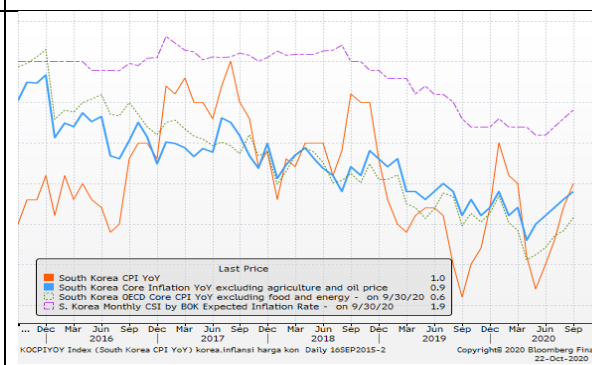
Sumber: Bloomberg

Grafik Survei Proyeksi Dunia Usaha



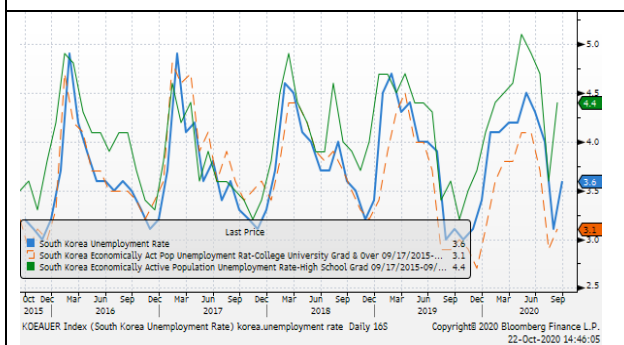
Sumber: Bloomberg

Grafik Trade Balance, Ekspor dan Impor



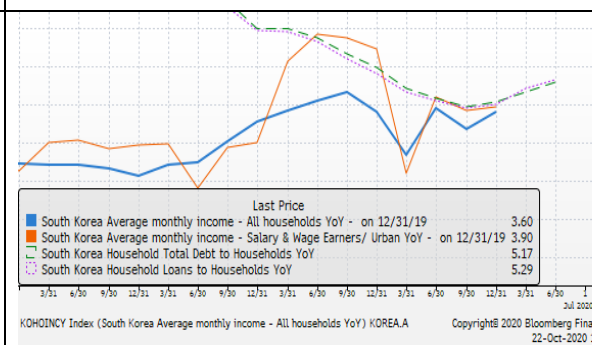
Sumber: Bloomberg

Grafik CPI, Core Inflation & BOK Expected Inflation



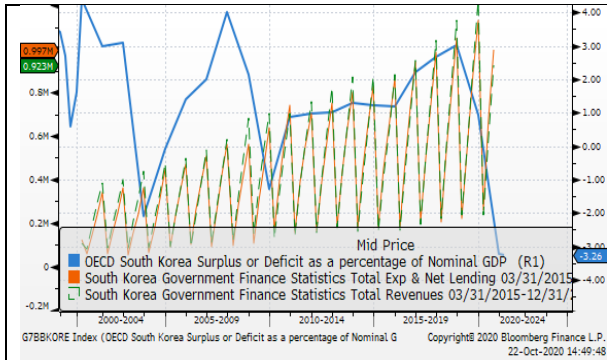
Sumber: Bloomberg

Grafik Tingkat Pengangguran : Total & Kimpk Pendidikan



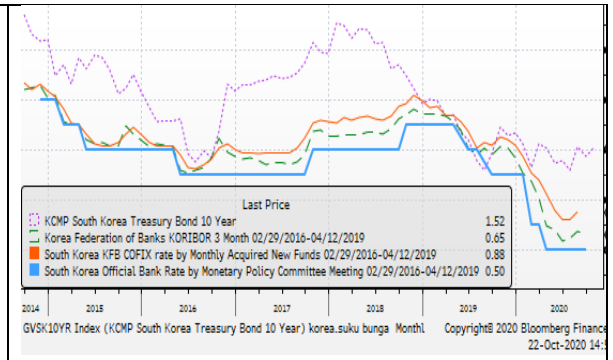
Sumber: Bloomberg

Grafik Ratarata Pendapatan Bulanan



Sumber: Bloomberg

Grafik Anggaran Pemerintah: Pendapatan dan Belanja



Sumber: Bloomberg

Grafik Indikator Kebijakan Moneter BOK