

Prospek 2023: siap melakukan penyesuaian baru

November 2022

Pergeseran yang terjadi di pasar tampaknya akan sangat menentukan keadaan pada masa depan. Uang mulai bernilai lagi dan kemungkinan ada banyak alternatif yang dapat dipilih selain ekuitas. Namun, apakah ini hanyalah sinyal bahwa kondisi finansial kembali “normal” setelah, untuk periode yang panjang, suku bunga sangat rendah dan tingkat inflasi tetap terkendali? Atau, adakah wilayah yang belum dieksplorasi di depan? Seiring penyesuaian dan stabilisasi pasar, kami memperkirakan kesempatan potensial akan muncul bagi investor pada tahun 2023.

Informasi Penting

- Inflasi yang tinggi dan kebijakan moneter yang lebih ketat adalah dua faktor utama yang menyebabkan perlambatan ekonomi dunia, dan menurut kami, pasar masih belum menganggap serius kemungkinan titik berhentinya kenaikan suku bunga.
- Namun demikian, sepertinya kita bergerak ke titik yang dapat mengubah kabar buruk bagi ekonomi, termasuk resesi yang diprediksi terjadi dalam waktu dekat, menjadi kabar baik bagi pasar, dan mungkin akan ada kesempatan potensial untuk memasuki kembali pasar obligasi dan ekuitas pada tahun 2023.
- Pada era “normal lama yang baru” ini, kami melihat adanya peluang bagi aset pendapatan tetap, mulai dari obligasi pemerintah hingga kredit layak investasi.
- Tahun depan bisa jadi juga merupakan saat yang tepat untuk menempatkan portofolio jangka panjang, yang berfokus pada sektor-sektor dengan keyakinan tinggi, seperti keamanan nasional, ketahanan serta inovasi terkait iklim, dan keberlanjutan.

Pandangan makro: meskipun ancaman resesi sudah menghantui, pertimbangkan untuk merencanakan pemulihan

Apakah kebangkitan aset berisiko akan mendominasi selama tahun 2023? Aksi jual ekuitas dan obligasi secara bersamaan yang dialami

investor pada tahun 2022 memang jarang, tetapi sudah pernah terjadi.¹ Setelah adanya aksi tersebut, investor mungkin mengharapkan



Stefan Hofrichter, CFA
Head of Global
Economics & Strategy

situasi akan pulih pada masa mendatang. Namun, hal itu akan sangat tergantung pada pergerakan inflasi dan suku bunga serta prediksi

1. Indeks ekuitas dan obligasi utama AS mengalami penurunan terakhir kali pada tahun 1994. Sumber: Stocks and Bonds are Falling in Lockstep at Pace Unseen in Decades, The Wall Street Journal, 3 Mei 2022

Pandangan makro

(lanjutan)

mengenai tingkat keparahan resesi global. Meski tetap harus selalu berhati-hati, selama tahun tersebut investor mungkin akan mendapatkan kesempatan seiring penyesuaian ekonomi global menuju normalisasi kondisi finansial. Kata “normal” tersebut mungkin terasa aneh setelah periode panjang suku bunga rendah.

Kekuatan struktural mempertegas tekanan inflasi

Konsensus pasar dan bank sentral pada awalnya menganggap kenaikan inflasi sebagai “transisi” saja, yaitu sebuah fenomena yang terjadi karena guncangan terhadap rantai pasok akibat Covid-19 dan perang Ukraina. Meskipun faktor-faktor eksternal tersebut secara signifikan turut menyebabkan inflasi dengan tingkat tertinggi sejak awal tahun 1980-an, kami sudah lama berpendapat bahwa kekuatan struktural juga turut memberikan andil:

- Stimulus keuangan berlebihan yang digulirkan setelah krisis finansial global mendorong peningkatan permintaan akan barang dan jasa, dan upaya penanganannya terlambat dilakukan sehingga inflasi tidak dapat dicegah.
- Dukungan kebijakan fiskal dan keuangan yang dikeluarkan oleh banyak pemerintah setelah Covid-19 juga turut menciptakan tekanan inflasi.
- Ada sejumlah faktor struktural yang berkontribusi terhadap kondisi inflasi jangka panjang, misalnya deglobalisasi, dinamika gaji yang lebih kuat, dan upaya untuk mencegah perubahan iklim.

Apakah pasar sudah sepenuhnya menilai ulang ekspektasi kebijakan?

Setelah menyadari perlunya pengetatan kebijakan, bank sentral AS, US Federal Reserve, telah menaikkan suku bunga, dan ini menjadi kenaikan paling cepat dalam lebih dari tiga puluh tahun. Semua bank sentral di pasar negara maju besar lainnya, kecuali Bank of Japan, juga

mengambil langkah serupa. Skala dan kecepatan kenaikan-kenaikan suku bunga berikutnya selalu mengejutkan pasar dan kami melihat pasar masih belum menganggap serius titik akhir kenaikan suku bunga tersebut. Kami memperkirakan akan terjadi sejumlah kenaikan suku bunga lagi seiring dengan upaya bank sentral untuk mengendalikan inflasi:

- Untuk menyeimbangkan kembali ekonomi, suku bunga Bank Sentral AS sepertinya akan terus naik di atas “netral”, atau level teoretis, saat kebijakan keuangan dianggap tidak akomodatif atau restriktif. Berdasarkan pandangan kami terkait suku bunga netral mendekati 4%, kami memperkirakan rentang suku bunga target akan naik menjadi 5% atau lebih, dan akan tetap di angka ini untuk waktu lebih lama daripada perkiraan pasar.
- Kami juga memperkirakan bank sentral utama lain akan menaikkan suku bunga dan kenaikan tersebut lebih besar daripada perkiraan pasar.
- Kita sepertinya akan melihat adanya penurunan tingkat inflasi yoy saat memasuki tahun 2023. Penurunan tersebut sebagian disebabkan oleh efek dasar akibat penurunan harga energi. Namun, hal ini belum cukup untuk membuat bank sentral menghentikan pengetatan. Tekanan inflasi, yang menjadi alasan dilakukannya pengetatan, akan tetap ada setidaknya hingga beberapa waktu ke depan.
- Bagaimana dengan keterkaitan antara inflasi dan kondisi resesi yang diprediksi akan segera terjadi? Kita tetap harus mempertimbangkan kemungkinan bank sentral menghentikan pengetatan kebijakan setelah resesi dimulai. Namun demikian, berdasarkan wacana yang disampaikan para pejabat bank sentral, kami menganggapnya sebagai risiko, alih-alih skenario berdasarkan asumsi manajemen. Stimulus kebijakan fiskal yang digunakan pemerintah untuk meminimalisasi dampak resesi

kemungkinan akan diiringi dengan lebih banyak lagi pengetatan kebijakan keuangan.

Prospek ekonomi kita: resesi menjadi angin haluan bagi pergerakan aset berisiko

Karena pasar kemungkinan belum memperkirakan arah pergerakan kebijakan keuangan yang tidak berujung, kami memprediksi bahwa aset berisiko masih akan mengalami kesulitan. Meskipun valuasi mulai menyesuaikan diri, kami masih mendapati bahwa penawaran harga di pasar obligasi dan pasar ekuitas AS masih belum cukup menarik. Pertimbangan penting: Bank Sentral AS secara eksplisit berupaya mendorong pengetatan kondisi finansial, termasuk penurunan harga aset, untuk mencapai perlambatan ekonomi. Cara ini diharapkan dapat menurunkan inflasi.

Inflasi tinggi dan pengetatan kebijakan keuangan adalah dua faktor utama yang menyebabkan perlambatan ekonomi dunia:

- Kami memperkirakan ekonomi AS akan mengalami resesi pada tahun 2023. Pasar tenaga kerja yang kuat selama ini telah melindungi ekonomi agar tidak terjun bebas (yaitu perlambatan ekonomi yang lebih parah). Namun, biaya keuangan yang lebih tinggi dan penurunan pendapatan yang bisa dibelanjakan secara riil (karena tingkat inflasi tinggi) akan berimbas pada ekonomi. Semua faktor tersebut, serta melemahnya pertumbuhan pendapatan perusahaan, yang akan menekan aktivitas investasi perusahaan, selanjutnya akan memicu resesi.
- Eropa sepertinya akan mengalami resesi lebih cepat, mungkin dalam kuartal keempat tahun 2022, terutama karena ketergantungannya yang kuat terhadap impor minyak dan gas, yang harganya telah melambung.
- Tiongkok sedang diterpa tidak hanya oleh masalah struktural pasar perumahan, tetapi juga oleh masalah kegagalan kebijakan nol Covid-nya, kebijakan yang ditegaskan kembali oleh Presiden

Pandangan makro

(lanjutan)

Tiongkok, Xi Jinping, dalam pidatonya saat acara Kongres Partai Komunis pada Oktober 2022.²

Resesi global semacam ini adalah faktor utama yang menekan harga aset berisiko untuk saat ini. Jika masa lalu adalah panduan bagi masa depan, harga ekuitas akan merosot selama paruh pertama resesi setelah investor dapat mulai melihat tanda-tanda pemulihan pada masa mendatang. Hal serupa berlaku bagi kinerja relatif produk spread dibandingkan dengan obligasi pemerintah. Investor juga perlu berhati-hati terhadap risiko stabilitas finansial. Krisis dana pensiun Britania Raya, terkait

peningkatan imbal hasil obligasi pemerintah negara tersebut pada Oktober 2022, menjadi pengingat bahwa kenaikan suku bunga selalu disertai risiko stabilitas finansial yang muncul setelah perkembangan aset pasar selama bertahun-tahun.

Penilaian pasar yang lebih besar dapat meningkatkan potensi peningkatan obligasi dan ekuitas

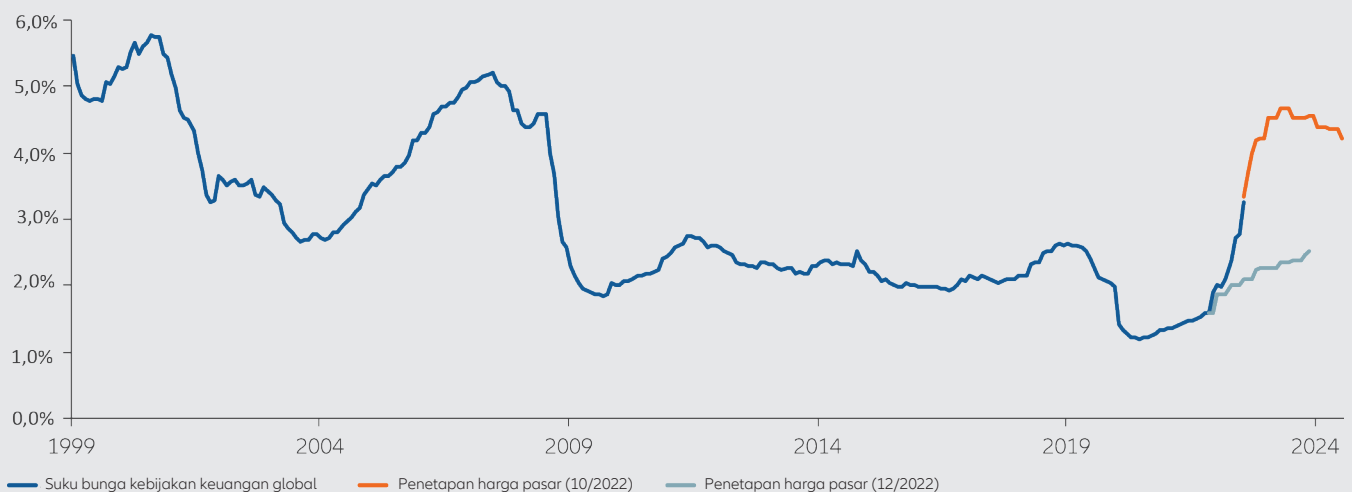
Berdasarkan prospek di atas, kami masih dalam posisi berhati-hati dalam penggunaan dana untuk saat ini. Namun, kami melihat adanya kemungkinan kesempatan untuk memasuki kembali pasar obligasi dan ekuitas sepanjang tahun 2023. Titik balik yang perlu diantisipasi:

- Obligasi terutama, dan juga ekuitas, bisa menjadi stabil dan kembali naik setelah ekspektasi pasar atas kenaikan suku bunga

melebihi penyesuaian yang diperlukan (lihat **Bagan 1**). Biasanya, ini terjadi menjelang akhir siklus pengetatan.

- Pesimisme investor cenderung mencapai klimaks selama resesi. Setelah tahap tersebut, investor bisa mulai menaiki “tangga kekhawatiran”, titik tempat investor mengatasi kecemasannya terkait isu negatif dan mendorong sekuritas naik lebih tinggi.
- Volatilitas pasar yang saat ini terus meningkat bisa menjadi kondisi ideal bagi investor yang aktif untuk mengidentifikasi berbagai peluang dalam berbagai kelas aset, dan CIO kami menjelaskan secara detail peluang-peluang tersebut di bawah ini.

Bagan 1: pasar kini menetapkan harga dalam suku bunga kebijakan global yang lebih tinggi



Sumber: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bank for International Settlements, Bloomberg. Data per 20 Oktober 2022.

Strategi pendapatan tetap: apakah tahun 2023 saat yang tepat untuk kembali ke pasar?



Franck Dixmier
Global CIO
Fixed Income

Setelah pasar obligasi global sebelumnya mengalami restorasi yang sangat signifikan, pertanyaan utama yang muncul di benak para investor adalah “Bagaimana cara untuk kembali masuk ke pasar pendapatan tetap memasuki tahun 2023?” Gambaran makronya masih

menantang. Inflasi inti mungkin terbukti lebih rumit daripada perkiraan, meskipun seiring perlambatan ekonomi, tren naik untuk inflasi umum sepertinya sudah menurun. Namun, risiko yang ditimbulkannya masih membayangi. Pasar mungkin salah menilai kebijakan keuangan dalam

2. Sumber: China is sticking to its ‘zero Covid’ policy, New York Times, 16 Oktober 2022

Strategi pendapatan tetap

(lanjutan)

dua sisi: pertama, tingkat kenaikan suku bunga yang diperlukan, dan harus bertahan selama beberapa waktu, untuk menstabilkan dan menurunkan inflasi; dan kedua, sejauh mana pengenduran kuantitatif melalui pembelian aset harus dikurangi.

Ke depannya, kami memprediksi bahwa bank sentral akan mendapatkan tekanan besar untuk menghilangkan persepsi pasar mengenai perannya dalam upaya terakhir sebagai “pembuat pasar obligasi” atau “penjamin emisi kebijakan fiskal”. Seiring berakhirnya ekspektasi terhadap likuiditas dan “dominasi fiskal”, pergolakan volatilitas pasar akan menjadi hal utama selama beberapa bulan mendatang.

Indikator utama kami memperkirakan bahwa pertumbuhan global akan tetap berada di bawah tingkat tren selama beberapa bulan mendatang. Potensi terjadinya resesi global makin besar jika dilihat dari adanya ancaman akibat pengetatan kondisi keuangan dan penurunan pendapatan riil rumah tangga. Untuk ekonomi negara pasar berkembang dengan inflasi yang masih menunjukkan tanda-tanda awal moderasi dan banyak bank sentral mendekati akhir siklus pengetatan, apresiasi tajam terhadap dolar AS dan penurunan likuiditas dolar global tidak banyak membantu.

Pertimbangkan investasi untuk meminimalkan volatilitas suku bunga, selisih, dan mata uang

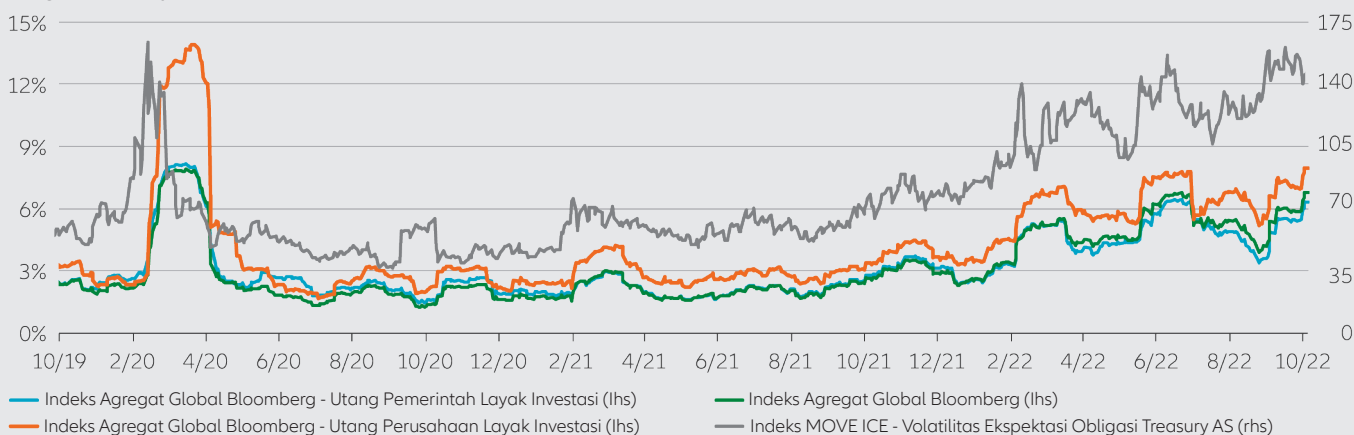
Meskipun aksi jual utang pemerintah Britania Raya yang terlalu besar pada Oktober 2022 sangat tidak umum dalam banyak hal, investor dapat menambahkan “stabilitas finansial” ke dalam daftar risiko yang mungkin terjadi,

selain “inflasi yang sulit dihindari” dan “resesi yang kuat”. Prospek obligasi makin kacau, ukuran volatilitas ekspektasi dan volatilitas realisasi masih tinggi dan sangat tidak stabil untuk mengambil risiko satu arah sekaligus dalam portofolio (lihat **Bagan 2**). Pertimbangan yang perlu diperhitungkan:

- Dengan mempertimbangkan ketidakpastian makro inheren di titik suku bunga dan siklus kredit ini, penambahan durasi langsung atau risiko kredit secara agresif mungkin sebaiknya tidak dilakukan saat ini.
- Banyak kurva imbal hasil obligasi pemerintah bergerak datar hingga menurun sehingga pembelian obligasi jangka pendek bisa mengunci pendapatan imbal hasil dalam posisi yang sama tinggi dengan, atau lebih tinggi daripada, yang ditawarkan oleh utang jangka panjang. Namun, obligasi jangka pendek mungkin tidak banyak membantu dalam meredam volatilitas portofolio karena bagian depan kurva imbal hasil masih rentan terhadap guncangan lebih lanjut dari penentuan harga akhir untuk suku bunga jangka pendek.
- Menurut kami, investor harus mempertimbangkan penggabungan obligasi tunai jangka pendek dengan strategi pelapisan berbasis derivatif yang bisa membantu meminimalkan volatilitas suku bunga, selisih, dan mata uang. Perlu dicatat bahwa bisa saja terjadi pengeluaran tunai dan biaya kinerja terkait strategi perlindungan nilai semacam ini.
- Catatan suku bunga mengambang adalah cara lain untuk meningkatkan pengaruh terhadap utang perusahaan jangka pendek dengan risiko suku bunga lebih rendah. Ingat, imbal hasil dari suku bunga mengambang cenderung lebih rendah daripada imbal hasil obligasi perusahaan suku bunga tetap karena suku bunga mengambang memerlukan peningkatan berturut-turut selama beberapa kali agar imbal hasilnya lebih besar.

Bagan 2: Ukuran volatilitas obligasi ekspektasi dan realisasi mengalami penurunan setelah menguat beberapa waktu sebelumnya, tetapi masih tinggi

Volatilitas realisasi (30 hari berikutnya) dari obligasi layak investasi global dan volatilitas ekspektasi dari opsi (30 hari sebelumnya) untuk obligasi Treasury AS.



Sumber: Indeks Bloomberg dan ICE BofA. Allianz Global Investors. Data per 31 Oktober 2022. Pengembalian indeks dalam USD (dilindungi). Volatilitas realisasi (30 hari berikutnya) dihitung per tahun. IG = Kelayakan Investasi terukur obligasi. Lhs = sumbu sisi kiri. Rhs = sumbu sisi kanan. Sumbu rhs mewakili nilai MOVE yang merupakan indeks tertimbang kurva imbal hasil dari volatilitas ekspektasi ternormalisasi pada opsi 1 bulan Departemen Keuangan di bagian kontrak 2, 5, 10, dan 30 tahun selama 30 hari berikutnya. Makin tinggi nilai MOVE, makin tinggi harga opsi. Kinerja masa lalu tidak merefleksikan imbal hasil pada masa mendatang. Lihat pengungkapan di bagian akhir dokumen ini untuk mempelajari nilai indeks serta pertimbangan risiko penting yang menjadi landasannya. Investor tidak dapat melakukan investasi secara langsung dalam suatu indeks. Imbal balik indeks dinyatakan sebagai imbal balik neto, yang mencerminkan kinerja harga dan pendapatan dari pembayaran dividen, jika ada, tetapi tidak mencerminkan biaya, komisi pialang, atau pengeluaran investasi lainnya.

Strategi pendapatan tetap

(lanjutan)

Kesempatan untuk beralih ke opsi berisiko rendah

Pergeseran ke manajemen berbasis inflasi (alih-alih manajemen berbasis pertumbuhan) mulai meningkatkan kesempatan bagi strategi obligasi fleksibel yang bisa memanfaatkan perbedaan harga di berbagai pasar global. Kondisi pasar menjadi makin kondusif akibat penentuan posisi taktis dan relatif terhadap nilai, yang mencoba mengambil peningkatan keuntungan dari pergerakan selisih antar-negara dan antar-aset di spektrum kurva imbal hasil.

Sebagian bank sentral menjalani siklus peningkatan suku bunga lebih lama daripada yang lain dan kami mulai melihat dengan jelas tanda-tanda awal peningkatan divergensi ekspektasi kebijakan keuangan. Investor mungkin akan segera ingin melakukan alokasi yang lebih strategis, tetapi secara bertahap, terhadap pasar suku bunga inti yang mungkin akan memberikan keuntungan dengan beralih ke opsi berisiko rendah. Termasuk di dalamnya adalah pasar yang memberlakukan kenaikan suku bunga yang sangat tinggi, bisa memberikan imbal hasil riil positif di bagian bawah kurva imbal hasil, serta memiliki ekspektasi suku bunga akhir (yaitu puncak sebelum suku bunga kembali turun) yang cukup tinggi dibandingkan perkiraan suku bunga netral.

Perhatikan hasil yang tidak biasa

Ada pengetatan kuantitatif yang juga harus dipertimbangkan. Jika bank sentral melakukan dan mempercepat pelepasan obligasi yang dimiliki, kondisi likuiditas bisa memburuk dan obligasi jangka panjang mungkin tidak akan menunjukkan kinerja yang diharapkan dalam skenario upaya pengamanan.

Gejolak di pasar berisiko rendah memicu kemungkinan lain yang tidak biasa. Meskipun terus menaikkan suku bunga jangka pendek, bank sentral juga harus menunda pengetatan kuantitatif sebagai cara untuk mengembangkan likuiditas di akhir kurva yang panjang. Bank sentral mungkin berdalih bahwa pembelian obligasi dalam konteks tersebut tidak memengaruhi inflasi karena tidak

mendorong pemberian pinjaman dan pengeluaran. Pasar obligasi dan mata uang mungkin memiliki harapan berbeda, tetapi tetap harus menerima imbasnya.

Apa langkah selanjutnya? Anda bisa mulai dari kredit layak investasi

Kami melihat aset spread ikut stabil tidak lama setelah inflasi dan suku bunga inti stabil. Siklus kredit hampir tidak berputar dan dampak penuh dari penurunan permintaan konsumen terhadap sektor perusahaan baru mulai terdeteksi belakangan ini. Penurunan pasar biasanya membutuhkan kesabaran karena analisis historis menunjukkan bahwa tiga bulan memasuki resesi menjadi titik awal peningkatan risiko kredit layak investasi. Kesempatan potensial lain yang harus diperhatikan mencakup:

- Imbal hasil yang ditawarkan oleh utang berlabel keberlanjutan, misalnya obligasi ramah lingkungan yang sebagian besar diterbitkan dalam ruang layak investasi, telah mencapai level yang lebih kompetitif. Kami melihat krisis energi mendorong permintaan jangka panjang dan imbal hasil bagi pembiayaan ramah lingkungan dan sosial, meskipun dalam jangka pendek, terdapat gerakan ke arah sumber daya yang menghasilkan lebih banyak polusi dan kapitalisasi tagihan energi untuk menghindari kehancuran akibat biaya hidup.
- Obligasi perusahaan dengan imbal hasil tinggi dan utang eksternal pasar negara berkembang kembali bernilai dan menawarkan pendapatan yang cukup besar serta imbal hasil jangka panjang yang mungkin menarik. Namun, aset-aset tersebut mungkin memiliki risiko volatilitas dan suku bunga bawaan yang lebih besar sehingga manajemen aktif memainkan peran penting.

Fundamental perusahaan jauh lebih baik daripada awal periode resesi sebelumnya, tetapi masih ada ketidakpastian terkait suku bunga kebijakan akhir dan akibatnya bagi pertumbuhan. Prospek kami terus mendukung penentuan posisi beta ringan dalam pendapatan tetap, dengan tujuan untuk mengurangi secara bertahap posisi ringan ini menuju penjual saham berkualitas lebih tinggi dan mengalokasikannya ke berbagai wilayah.

Strategi ekuitas: menyesuaikan diri dengan situasi “normal lama yang baru”



Virginie Maisonneuve
Global CIO Equity

Tahun 2022 menjadi saksi pengetatan tercepat terhadap kondisi keuangan dalam 40 tahun karena bank sentral berupaya menghindari “penjangkaran” ekspektasi inflasi ala tahun 1970-an. Pasar perlu waktu lebih lama untuk mengakui kesiapan pembuat kebijakan agresif, tetapi

upaya yang telah diambil membantu meredakan inflasi dan akan menjadi awal bagi pasar modal pada tahun 2023.

Dengan ketahanan ekonomi dan energi relatif baik, AS memiliki kapasitas untuk menerima pengetatan keuangan yang lebih dramatis

dibandingkan dengan sejumlah negara lain. Obat bantuan dalam dosis besar ini membantu mengatasi inflasi, tetapi juga mungkin memiliki konsekuensi global. Bantuan tersebut telah secara signifikan membantu menekan permintaan, menaikkan risiko resesi, dan mengakibatkan

Strategi ekuitas

(lanjutan)

ketegangan di pasar mata uang dan di tempat lain.

Kita sudah menyaksikan bahwa pertumbuhan prospek global menjadi makin beragam, dengan Tiongkok mengalami perlambatan pertumbuhan dan inflasi rendah, serta Eropa menjadi lemah karena ketergantungan struktural terhadap gas Rusia.

Secara geopolitik, pergeseran rantai pasok dan demografi bisa membuat harga naik, tetapi juga menawarkan potensi investasi

Ekosistem masa depan bagi pasar modal sepertinya akan berbeda dari yang ada selama satu dekade terakhir. Faktor deflasi, seperti perluasan rantai pasok global yang membawa kekuatan manufaktur Tiongkok ke kancan dunia atau peralihan teknologi dengan lancar di antara berbagai wilayah dan negara, akan menghadapi tantangan baru. Pergeseran geopolitik lain bisa memiliki imbas besar, termasuk evolusi Tiongkok menuju fase perkembangan modernnya yang ketiga yang bertujuan mengombinasikan keberhasilan ekonomi yang berkelanjutan dengan pengaruh “kekuatan halus”.

Rantai pasok global mulai didesain ulang berdasarkan rasa percaya dan penggunaan sumber daya domestik makin umum dilakukan. Teknologi seperti kecerdasan buatan (AI) sekarang mulai diadopsi bukan saja oleh sektor teknologi sehingga menciptakan lingkungan kompetitif “yang terkuat, yang selamat”. Sebuah fenomena yang disebut sebagai “Darwinisme digital”. Semua faktor ini, serta demografi yang secara keseluruhan makin menua, bisa membantu menciptakan biaya friksi tambahan dan meredakan inflasi.

Selain itu, jalur menuju masa depan energi terbarukan terkadang bisa bergejolak dan memerlukan kalibrasi

ulang secara signifikan. Bersiaplah menghadapi masa depan dengan suku bunga yang kemungkinan lebih tinggi daripada dekade sebelumnya dalam “normal lama yang baru”, tempat uang kembali memiliki nilai.

Tahun 2023 bisa menjadi kesempatan untuk menempatkan portofolio jangka panjang

Investor mungkin tertarik untuk mempertimbangkan hal-hal berikut:

- **Bersiaplah menghadapi potensi perubahan besar di pasar ekuitas:**

dalam jangka pendek, kita mendekati titik yang dapat mengubah kabar buruk bagi ekonomi menjadi kabar baik bagi pasar ekuitas karena aktivitas ekonomi yang melemah mulai bersandar pada inflasi. Hal ini bisa mengakibatkan perlambatan peningkatan suku bunga, dan akhirnya suku bunga mencapai puncak pada tahun 2023, disertai dengan resesi.

- **Kemungkinan akan terjadi penyesuaian pendapatan:**

ekspektasi pendapatan perusahaan (lihat **Bagan 3**) masih harus turun, mungkin cukup signifikan untuk sebagian kasus, sebagai cerminan dari lingkungan resesi, kenaikan inventaris, peningkatan biaya dan suku bunga masuk, serta dolar AS yang lebih kuat. Selain itu, ekspektasi pendapatan perusahaan harus disesuaikan dengan dunia tempat uang kembali bernilai. Pertumbuhan tidak dapat lagi dibiayai dengan utang tanpa batas, dan ambang pengembalian investasi yang dikeluarkan harus ditingkatkan. Namun demikian, ini adalah perkembangan yang sehat dan bisa menghasilkan juara yang sesungguhnya, memihak perusahaan dan neraca keuangan yang berkualitas, dan memberikan pendapatan yang lebih tinggi bagi sebagian perusahaan.

- **Anggap Volatilitas sebagai kesempatan potensial:** pergantian rezim cenderung menimbulkan volatilitas dan gangguan sehingga menciptakan kondisi

yang cocok bagi pemilih saham, bukan bagi investasi pasif. Di tengah volatilitas pada tahun 2023, investor berkesempatan mengeksplorasi peluang untuk menempatkan portofolio jangka panjang. Pertama, pertimbangkan menjangkarkan portofolio dengan strategi multi-faktor volatilitas rendah yang menawarkan kemungkinan fondasi yang kuat untuk membangun stabilitas. Kedua, eksplorasi kesempatan serta pendapatan dari nilai dan pertumbuhan berkualitas. Terakhir, pertimbangkan sektor-sektor dengan keyakinan tinggi seputar pilar utama, seperti keamanan nasional (misalnya makanan, energi, air, keamanan siber), ketahanan dan inovasi terkait iklim (misalnya AI), serta keberlanjutan. Menurut International Energy Agency (IEA/Badan Energi Internasional), pencapaian emisi neto nol hingga tahun 2050 memerlukan investasi tahunan di sektor energi bersih di seluruh dunia hingga lebih dari tiga kali lipat hingga 2030, atau sekitar 4 triliun USD per tahun.³ Oleh karena itu, lanskap investasi diperkirakan akan bergeser dari yang berfokus pada komoditas, seperti minyak dan gas, ke energi terbarukan, serta bahan mentah untuk mewujudkannya. Tentu saja, dunia belum pernah mengalami transformasi energi dalam skala sebesar ini.

- **Perhatikan sinyal-sinyal utama:**

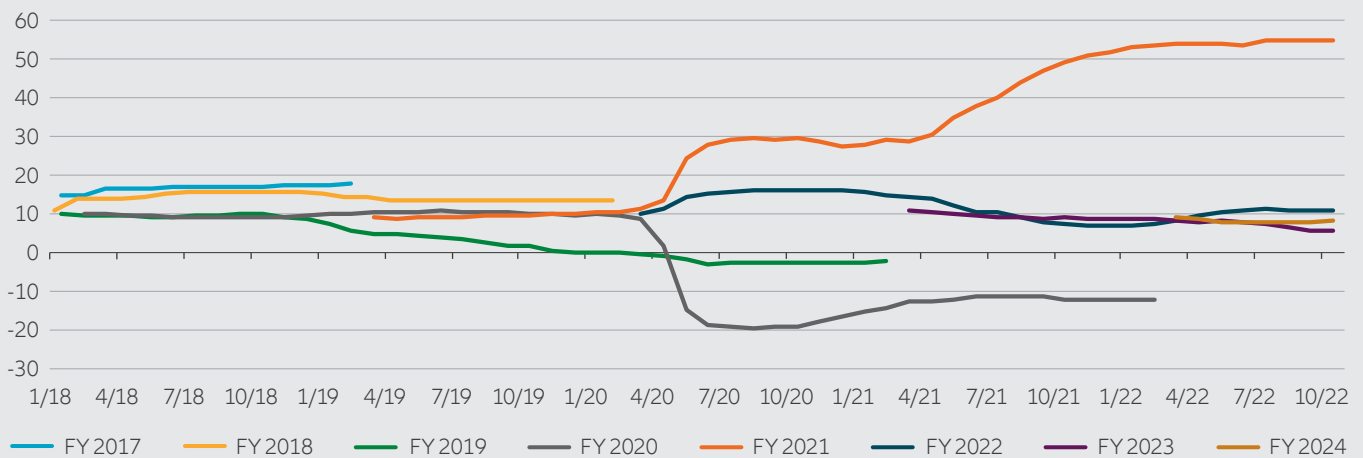
selain evolusi tekanan inflasi, kami melihat tiga sinyal penting yang perlu diperhatikan pada tahun 2023: i) perkembangan pasar tenaga kerja AS, menurut kami Bank Sentral AS tidak mengalami masalah dengan kenaikan angka pengangguran dari 3,5% menjadi 4%, ii) cara Eropa menghadapi krisis energi yang terjadi, dan iii) penyesuaian kebijakan Tiongkok menyusul Kongres Rakyat Nasional pada Maret 2023 dan model pertumbuhan yang diadopsi negara ini.

3. Sumber: Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector, IEA, Oktober 2021

Strategi ekuitas

(lanjutan)

Bagan 3: setelah peningkatan pendapatan per saham yang signifikan pada 2021, ekspektasi pendapatan untuk 2023 dan 2024 sepertinya menurun, tetapi akan terus menyesuaikan



Sumber: Refinitiv Datastream. Data per 1 November 2022.

Strategi multi-aset: ada kemungkinan sejumlah safe haven akan muncul



Gregor MA Hirt
Global CIO Multi Asset

Pasar telah mengalami masa-masa sulit. Terjadi fenomena langka, yaitu portofolio obligasi dan ekuitas yang seimbang menunjukkan kinerja buruk yang saling berkaitan. Inflasi inti masih tinggi dan prediksi pasar terhadap inflasi jangka panjang masih rendah, dalam pandangan kami. Selain itu, Bank Sentral AS hampir bisa dipastikan akan melakukan penghancuran kekayaan finansial untuk melemahkan permintaan. Namun, tim ahli Multi Asset kami melihat adanya harapan di tengah kesulitan ini, dan harapan tersebut dimulai dari aset pendapatan tetap:

- Obligasi pemerintah, terutama obligasi Treasury AS, bisa menjadi opsi pertama dan mulai dilirik investor yang menginginkan imbal hasil ekspektasi jangka panjang.

Investor akan mengharapkan terulangnya pola obligasi pemerintah sebelumnya yang menunjukkan kinerja lebih baik daripada kelas aset lain saat inflasi turun dari level tinggi.

- TINA, kependekan dari *“there is no alternative”* (tidak ada opsi lain), sebuah jargon terkenal terkait pembelian ekuitas, tidak lagi berlaku. Selain itu, survei⁴ investor mengindikasikan adanya rekor level uang tunai terbanyak di sisi lain. Sebagian investor jangka panjang mungkin akan mengalokasikan ulang investasinya ke pendapatan tetap setelah volatilitas obligasi stabil.
- Untuk obligasi layak investasi perusahaan, kami lebih memilih berhati-hati untuk saat ini. Ini

berlaku terutama untuk Eropa karena adanya ketakutan akan terjadinya resesi akibat kenaikan harga energi. Selisih kredit mungkin akan makin besar dan mungkin akan memberikan tawaran menggiurkan, tetapi kita tahu bahwa periode selisih lebih besar ini cenderung singkat.

Penentuan waktu yang tepat untuk masuk kembali ke pasar ekuitas tergantung pada resesi

Untuk pasar ekuitas, valuasi kian menarik, tetapi hal ini terjadi terutama karena adanya penyesuaian harga. Investor harus mempertimbangkan:

- Ekspektasi pendapatan masih relatif tinggi, terutama di AS, dan menurut kami, ada saatnya ekspektasi ini akan turun.

4. Jumlah peserta dalam Survei Manajer Dana Bank of America yang merupakan ekuitas dengan kinerja baik mencapai titik terendah, menurut survei bulanan bank tersebut pada September. Sumber: “Super bearish” fund managers’ allocation to global stocks at all-time low, Bank of America survey shows, Reuters, 22 September 2022

Strategi multi-aset

(lanjutan)

- Pasar Eropa, dengan valuasi lebih moderat, berisiko mengalami resesi yang lebih lama dan lebih serius daripada AS. Untuk menentukan langkah penanggulangan yang sebaiknya diambil, tim Multi Asset kami perlu mempertimbangkan kelemahan pasar lainnya.

Waktu yang tepat sulit ditentukan. Namun, berdasarkan pengalaman sebelumnya, paruh pertama resesi, yang kami perkirakan akan terjadi pada tahun 2023 di AS, bisa menjadi titik masuk potensial karena terjadi saat harga-harga mulai mencapai titik terendah. Ini dapat terjadi terutama jika Bank Sentral AS terus, sebagaimana diperkirakan, memperketat kebijakan keuangannya secara agresif.

Komoditas energi tetap memperoleh dukungan, di tengah resesi sekalipun

Kami relatif lebih menyukai imbal hasil AS yang tinggi daripada ekuitas AS karena preferensi bawaan dan valuasi (lihat **Bagan 4**). Dari perspektif sektoral, kami masih memilih energi, layanan kesehatan global, dan sektor finansial AS.

Komoditas terbukti lebih tahan banting

daripada yang diperkirakan investor, terutama di sektor energi. Lingkungan resesi biasanya tidak optimal untuk aset kelas, tetapi kondisi geopolitik memberikan dukungan tidak biasa:

- Perang di Ukraina, yang kami perkirakan masih berlangsung hingga tahun 2023.
- Kurangnya investasi di sektor energi “tidak ramah lingkungan”, seperti fracking, dalam beberapa tahun terakhir.
- Gerakan dekarbonisasi akan menurunkan harga gas.
- Terakhir, OPEC kemungkinan besar akan menaikkan harga minyak bumi untuk waktu lebih lama selama kuartal yang akan datang, meskipun ada tekanan dari AS terhadap Arab Saudi.

Lebih baik berhati-hati hingga dolar stabil

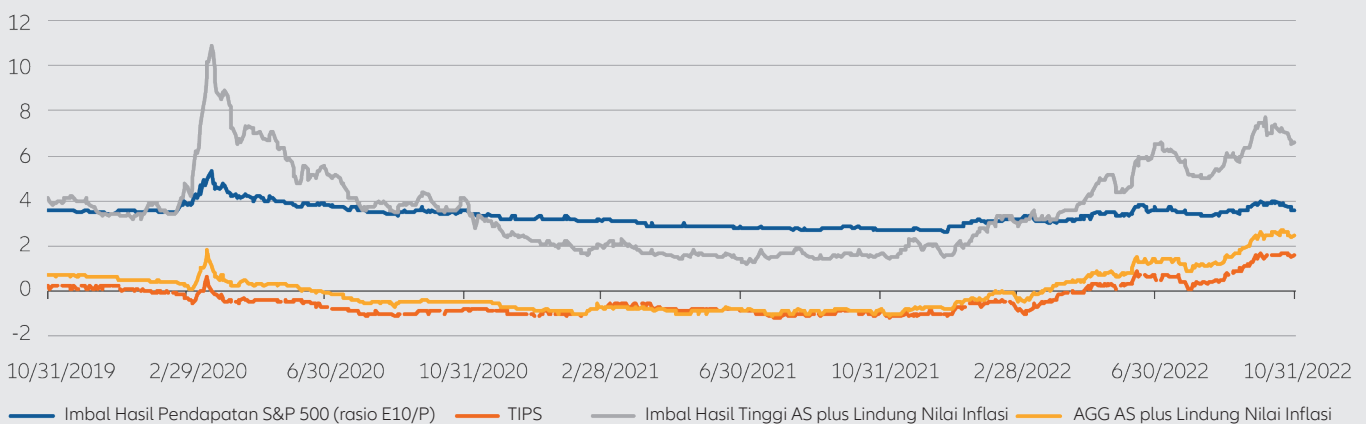
Pergerakan dolar AS akan memberikan pengaruh penting untuk beberapa bulan ke depan. Pasar memberikan penilaian yang terlalu tinggi dari seharusnya terhadap mata uang ini. Namun, kami memprediksi mata uang ini dapat mengalami peningkatan lebih lanjut karena riset mengindikasikan bahwa mata uang terkadang memiliki nilai lebih tinggi daripada seharusnya dalam periode yang

lebih lama. Dukungan utama berasal dari ketentuan relatif keunggulan dagang. Dengan kombinasi harga energi yang masih tinggi, dolar AS yang kuat bisa memberikan tantangan yang lebih besar bagi beberapa pasar negara berkembang yang lebih lemah. Pinjaman Dana Moneter Internasional telah mencapai 140 miliar USD⁵, rekor tertinggi di tengah peningkatan suku bunga, lonjakan harga komoditas, dan perlambatan ekonomi global.

Perbedaan pergerakan suku bunga di banyak negara saat ini dapat memberikan peluang imbal hasil menarik, tetapi kami tetap berhati-hati untuk saat ini dan menunggu dolar AS kembali stabil. Untuk investor jangka panjang, menurut kami, imbal hasil tinggi di Asia mungkin menawarkan beberapa keuntungan dibandingkan imbal hasil global.

Secara keseluruhan, prospek multi-aset kami mendukung pendekatan yang fleksibel terkait penempatan portofolio di tengah upaya investor mengatasi transisi dari kondisi inflasi ke kondisi resesi.

Bagan 4: karena tempat aman menggantikan “ekuitas sebagai satu-satunya opsi”, saham AS memiliki tantangan nilai absolut dan relatif



Sumber: Bloomberg. Data per 31 Oktober 2022.

5. Sumber: IMF bailouts hit record high as global economic outlook worsens, Financial Times, 25 September 2022

Sudut pandang tamu: Voya Investment Management

Pandangan dari AS: peningkatan suku bunga bisa menjadi tanda penurunan volatilitas



Matt Toms
Global CIO,
Voya Investment
Management

Sebagian besar pergolakan di pasar finansial pada tahun 2022 didorong oleh suku bunga, dan Bank Sentral AS-lah yang menjadi aktor utama di baliknya. Investor di berbagai wilayah merasa seperti penumpang dalam perjalanan menempuh jalan berbatu, dan mencoba bertahan, sembari mengantisipasi langkah selanjutnya yang diambil Bank Sentral AS. Namun, meskipun fokus pada jangka panjang memang penting, kita tidak boleh mengabaikan tanda-tanda nyata di depan mata. Berikut adalah hal yang kami maksud:

- Ekonomi AS masih bergairah, dan ketahanan ekonomi berdampak baik terhadap konsumen dan perusahaan. Selain itu, Bank Sentral AS berupaya menurunkan inflasi **dan** memperlambat ekonomi AS sebelum memangkas suku bunga. Pasar bisa bereaksi negatif jika Bank Sentral AS bertahan, bahkan setelah inflasi turun, tetapi ini bisa menjadi kesempatan untuk memanfaatkan aksi jual jangka pendek.
- Siklus ekonomi memang nyata terjadi. Jadi, jangan kaget jika terjadi resesi ringan di AS pada tahun 2023. Jumlah lapangan kerja bisa jadi sedikit memburuk (meskipun mungkin tidak cukup untuk mendukung dilakukannya pemangkasan suku bunga) dan pendapatan perusahaan akan mengalami kontraksi. Perkembangan yang pada akhirnya berdampak positif ini bisa menjadi awal dari fase siklus berikutnya dan membantu membatasi keparahan kemerosotan ekonomi, asalkan tidak ada ketidakseimbangan (gelembung) yang signifikan dalam ekonomi AS.
- Ada banyak hal yang bisa disampaikan terkait mendapatkan aliran pendapatan yang stabil selama periode volatilitas, dan investor pendapatan tetap pun bisa mendapatkan imbal hasil yang lebih besar dengan risiko keseluruhan yang lebih kecil. Aset-aset yang menghasilkan pendapatan berkualitas tinggi adalah pilihan bagus untuk saat ini.
- Margin keuntungan perusahaan berpeluang turun, meskipun pasar finansial tidak akan menyukainya. Menyusul kompresi variabel rasio harga terhadap pendapatan (P/E), "E" (pendapatan) akan meningkat secara signifikan. Yang kita saksikan selama ini adalah valuasi ulang harga aset yang sebagian besar didorong oleh suku bunga, bukan ketakutan akan keterpurukan ekonomi yang suram.
- Dolar AS telah menjadi mata uang yang menawarkan imbal hasil tinggi, dan Bank Sentral AS berulang kali mencoba mengatasi inflasi dengan kebijakan keuangan ketat. Kami memperkirakan dolar tetap kuat, tetapi suku bunga jangka panjang harus naik sehingga bisa menghilangkan faktor utama yang mendorong nilai dolar dan volatilitas pasar.

Berbagai pertimbangan utama untuk tahun 2023: aliran pendapatan dan ekuitas AS berkualitas lebih tinggi

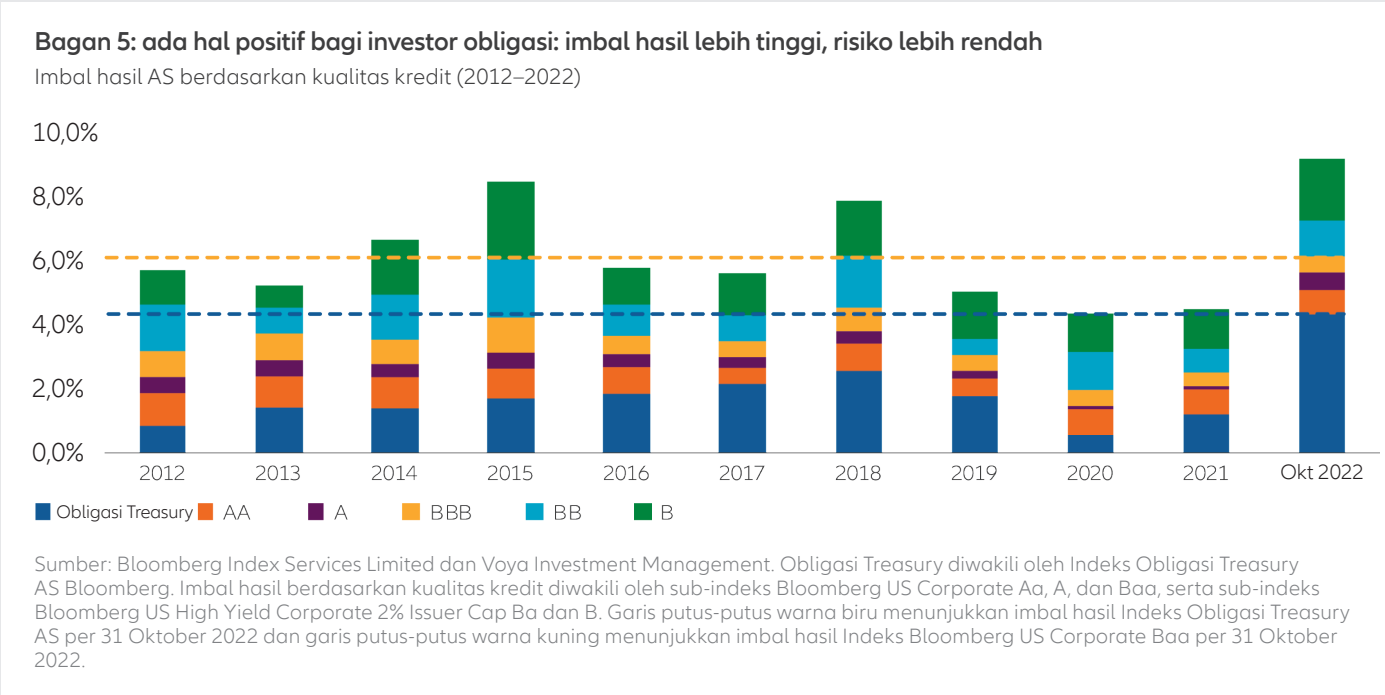
Untuk investor pendapatan tetap, ada satu dampak positif di balik melemahnya obligasi secara signifikan: imbal hasil lebih besar dengan risiko lebih kecil (lihat **Bagan 5**). Kami melihat adanya imbal hasil menarik dan durasi singkat untuk sekuritas beragun aset (termasuk bundel kredit mobil dan kartu kredit) serta sekuritas beragun kredit rumah (didukung oleh pemberi pinjaman milik pemerintah, misalnya Fannie Mae). Perusahaan layak investasi juga ludes terjual sehingga imbal hasilnya lebih tinggi, sementara durasi jangka pendek membuatnya tidak terlalu mengalami volatilitas. Investor harus ingat bahwa investasi dalam obligasi non-pemerintah memiliki risiko kredit, termasuk risiko gagal bayar. Selain itu, semua obligasi memiliki risiko suku bunga dalam taraf tertentu, dan risiko ini meningkat sesuai jangka waktu obligasi.

Volatilitas pasar ekuitas menjadi kesempatan bagi kapitalisasi besar dan kecil AS. Perusahaan yang lebih besar cenderung mampu bertahan dari inflasi lebih lama dan memiliki aliran pendapatan lebih kuat. Sementara itu, kapitalisasi kecil melakukan jual beli lebih kecil dari kapitalisasi besar dan bisa bangkit kembali jika kondisi penjualan berlebih saat ini mereda. Tentu saja, investasi dalam saham apa pun bisa mengalami volatilitas, sebagaimana berulang-kali ditunjukkan pasar. Hal ini terutama berlaku untuk kapitalisasi kecil, yang lebih cenderung mengalami fluktuasi nilai daripada kapitalisasi besar. Di luar AS, wilayah lain sepertinya tidak begitu menarik dibandingkan kekuatan ekonomi relatif AS, sekalipun dengan depresi variabel valuasi.

Apa intinya? Meskipun kami memprediksi perpanjangan periode volatilitas pasar berisiko hingga suku bunga menjadi stabil, strategi investasi yang mendatangkan pendapatan kualitas tinggi bisa membuahkan hasil menarik.

Allianz Global Investors (AllianzGI) dan Voya Investment Management (Voya IM) memulai kerja sama strategis jangka panjang, dan kerja sama serupa, per 25 Juli 2022. Tim investasi dialihkan ke Voya IM dan Voya IM menjadi delegasi manajer untuk Allianz Fund yang disebutkan dalam presentasi ini. AllianzGI terus memberikan informasi dan layanan kepada Voya IM untuk investasi ini berdasarkan perjanjian layanan transisi. Kerja sama dan perjanjian di atas tidak menyebabkan perubahan pada komposisi anggota profesional di tim investasi, filosofi investasi, ataupun proses investasi. Allianz Global Investors GMBH adalah manajer untuk Allianz Fund yang disebutkan dalam presentasi ini dan Voya IM adalah sub-penasihat.

Sudut pandang tamu: Voya Investment Management
(lanjutan)



Allianz Global Investors (AllianzGI) dan Voya Investment Management (Voya IM) memulai kerja sama strategis jangka panjang, dan kerja sama serupa, per 25 Juli 2022. Tim investasi dialihkan ke Voya IM dan Voya IM menjadi delegasi manajer untuk Allianz Fund yang disebutkan dalam presentasi ini. AllianzGI terus memberikan informasi dan layanan kepada Voya IM untuk investasi ini berdasarkan perjanjian layanan transisi. Kerja sama dan perjanjian di atas tidak menyebabkan perubahan pada komposisi anggota profesional di tim investasi, filosofi investasi, ataupun proses investasi. Allianz Global Investors GMBH adalah manajer untuk Allianz Fund yang disebutkan dalam presentasi ini dan Voya IM adalah sub-penasihat.

Diversifikasi tidak menjamin keuntungan atau mencegah kerugian.

Investasi melibatkan risiko. Nilai investasi dan pendapatan yang dihasilkan dapat berfluktuasi, dan investor mungkin tidak mendapatkan kembali pokok yang diinvestasikan. Kinerja masa lalu bukan merupakan indikator untuk kinerja masa depan. Dokumen ini adalah komunikasi pemasaran. Dokumen ini hanya untuk tujuan informasi. Dokumen ini bukan merupakan nasihat investasi atau rekomendasi untuk membeli, menjual, atau menahan surat berharga apa pun dan tidak akan dianggap sebagai penawaran untuk menjual atau ajakan untuk membeli surat berharga apa pun.

Pandangan dan pendapat yang diungkapkan dalam dokumen ini, yang dapat berubah tanpa pemberitahuan, adalah milik penerbit atau perusahaan afiliasinya pada saat publikasi. Data tertentu yang digunakan berasal dari berbagai sumber yang diyakini dapat diandalkan, tetapi keakuratan atau kelengkapan data tidak dijamin dan tidak ada tanggung jawab yang ditanggung atas kerugian langsung atau yang bersifat konsekuensial yang timbul dari penggunaannya. Duplikasi, publikasi, ekstraksi, atau transmisi konten, terlepas dari bentuknya, tidak diizinkan.

Materi ini belum pernah ditinjau oleh otoritas pengawas mana pun. Di Tiongkok daratan, dokumen ini digunakan untuk skema Qualified Domestic Institutional Investor sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku, dan untuk tujuan informasi semata. Dokumen ini bukan merupakan bagian dari penawaran umum berdasarkan Undang-Undang Nomor 26.831 Republik Argentina dan Resolusi Umum No. 622/2013 NSC. Sesuai bab 4 Surat Keputusan 2555 tahun 2010, komunikasi ini murni untuk tujuan informasi dan sama sekali bukan merupakan promosi atau publikasi produk dan/atau layanan Allianz Global Investors di Kolombia atau bagi penduduk Kolombia. Komunikasi ini sama sekali tidak bertujuan untuk memulai pembelian suatu produk atau penyediaan layanan yang ditawarkan oleh Allianz Global Investors, baik secara langsung maupun tidak langsung. Dengan menerima dokumen ini, setiap penduduk Kolombia mengakui dan menyatakan bahwa mereka menghubungi Allianz Global Investors atas inisiatifnya sendiri dan komunikasi tersebut sama sekali bukan berasal dari kegiatan promosi atau pemasaran yang dilaksanakan oleh Allianz Global Investors. Penduduk Kolombia menyatakan bahwa akses ke halaman jejaring sosial Allianz Global Investors dalam bentuk apa pun dilakukan atas tanggung jawab dan inisiatifnya sendiri dan sadar bahwa mereka mungkin mengakses informasi tertentu mengenai produk dan layanan Allianz Global Investors. Komunikasi ini murni bersifat privat dan rahasia dan tidak boleh diproduksi ulang. Komunikasi ini bukan merupakan penawaran umum sekuritas di Kolombia sesuai dengan peraturan penawaran umum yang tercantum dalam Surat Keputusan 2555 tahun 2010. Komunikasi ini dan informasi yang tertuang dalam dokumen ini bukan merupakan permintaan penawaran oleh Allianz Global Investors atau afiliasinya untuk menyediakan produk finansial apa pun di Brasil, Panama, Peru, dan Uruguay. Di Australia, materi ini disajikan oleh Allianz Global Investors Asia Pacific Limited ("AllianzGI AP") dan hanya ditujukan untuk digunakan oleh konsultan investasi serta investor perusahaan/profesional lainnya, bukan untuk investor retail umum atau perorangan. AllianzGI AP tidak memegang lisensi untuk menyediakan layanan finansial kepada klien retail di Australia. AllianzGI AP dibebaskan dari persyaratan untuk memegang lisensi Australian Foreign Financial Service sesuai Undang-Undang Perusahaan (Corporations Act) 2001 (Cth) berdasarkan ASIC Class Order (CO 03/1103) sesuai ketentuan penyediaan layanan finansial khusus untuk klien grosir. AllianzGI AP memegang lisensi dan berada di bawah regulasi dari Komisi Sekuritas dan Futures Hong Kong sesuai dengan hukum negara Hong Kong yang berbeda dari hukum negara Australia.

Dokumen ini didistribusikan oleh perusahaan-perusahaan Allianz Global Investors berikut:

Allianz Global Investors GmbH, perusahaan investasi di Jerman, di bawah otoritas Jerman Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin); Allianz Global Investors (Schweiz) AG; di HK, oleh Allianz Global Investors Asia Pacific Ltd., yang memegang lisensi dari Komisi Sekuritas dan Futures Hong Kong; di Singapura, oleh Allianz Global Investors Singapore Ltd., yang berada di bawah regulasi dari Otoritas Moneter Singapura [No. Registrasi Perusahaan 199907169Z]; di Jepang, oleh Allianz Global Investors Japan Co., Ltd., terdaftar di Jepang sebagai Operator Bisnis Instrumen Keuangan [No. Registrasi Direktur Biro Keuangan Lokal Kanto (Operator Bisnis Instrumen Keuangan), No. 424], Anggota Asosiasi Penasihat Investasi Jepang, Asosiasi Dana Investasi, Jepang dan Asosiasi Perusahaan Instrumen Keuangan Tipe II; di Taiwan, oleh Allianz Global Investors Taiwan Ltd., yang memegang lisensi dari Komisi Pengawas Keuangan di Taiwan; dan di Indonesia, oleh PT. Allianz Global Investors Asset Management Indonesia yang memegang lisensi dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Indonesia.