

BAB II

KETIDAKSEIMBANGAN
PEMULIHAN EKONOMI
GLOBAL DAN IMPLIKASINYA
PADA NEGARA-NEGARA
EMERGING MARKETS



BAB II

Ketidakseimbangan Pemulihan Ekonomi Global dan Implikasinya pada Negara-negara *Emerging Markets*



Pada tahun 2010 proses pemulihan ekonomi global semakin kuat dengan laju pertumbuhan ekonomi yang kembali positif. Namun, proses pemulihan paska krisis tahun 2008 ini berlangsung dengan kecepatan yang tidak merata. Pemulihan ekonomi negara-negara emerging markets berlangsung lebih cepat dan diiringi tekanan inflasi yang meningkat. Tekanan inflasi yg meningkat tersebut mendorong negara-negara emerging markets melakukan pengetatan kebijakan moneter lebih awal. Sementara itu, negara-negara maju tetap mempertahankan kebijakan moneter longgar sehingga likuiditas global tetap berlimpah. Perkembangan pemulihan ekonomi dan likuiditas global tersebut mendorong deras nya arus modal mengalir ke negara-negara emerging markets. Aliran modal yang sangat deras menimbulkan dampak negatif bagi perekonomian, termasuk meningkatkan kompleksitas pengelolaan moneter. Hal ini direspons dengan berbagai kebijakan, mulai dari kebijakan yang moderat hingga pengaturan aliran modal. Kelanjutan pemulihan ekonomi global akan kembali menghadapi tantangan yang tidak ringan dan membutuhkan kerjasama atau koordinasi kebijakan antarnegara untuk pemulihan ekonomi secara optimal.

Pemulihan ekonomi negara-negara emerging markets yang berlangsung dengan cepat terutama didukung oleh kinerja ekonomi negara-negara emerging markets Asia yang semakin kuat. Kinerja ekonomi negara-negara tersebut ditopang oleh kuatnya permintaan domestik dan meningkatnya perdagangan antar negara-negara emerging markets sehingga dapat mengompensasi penurunan ekspor ke negara-negara maju. Permintaan domestik

yang kuat dan harga komoditas yang melonjak berdampak pada tingginya tekanan inflasi. Kondisi ini direspons dengan kebijakan moneter yang lebih ketat.

Di sisi lain, pemulihan ekonomi negara-negara maju berjalan lambat, terutama setelah munculnya krisis utang pemerintah di tengah masih lemahnya permintaan domestik. Krisis utang pemerintah yang berawal dari Yunani ini mengguncang pasar keuangan Eropa yang kemudian menyebar ke pasar keuangan di berbagai penjuru dunia. Krisis ini memunculkan kembali ketidakpastian prospek pemulihan ekonomi dunia. Di samping itu, proses pemulihan ekonomi negara-negara maju juga terkendala oleh terganggunya kinerja ekspor. Untuk terus mendorong kinerja ekonomi, negara-negara maju tetap melanjutkan kebijakan moneter longgar dan kebijakan stimulus fiskal yang cukup agresif.

Kinerja ekonomi negara-negara emerging markets yang lebih baik mendorong aliran modal global masuk ke negara-negara tersebut, terlebih dengan kondisi likuiditas yang berlimpah. Aliran masuk modal asing yang sangat deras tersebut menyebabkan apresiasi mata uang dan peningkatan harga aset secara berlebihan, serta meningkatkan kompleksitas pengelolaan moneter. Dampak negatif dari aliran masuk modal asing tersebut dicoba ditekan dengan menerapkan berbagai kebijakan yang disesuaikan dengan besarnya aliran masuk modal asing, seperti intervensi pasar valuta asing dan penerapan kebijakan makprudensial untuk aliran masuk modal asing yang moderat, atau berbagai pembatasan untuk menahan aliran

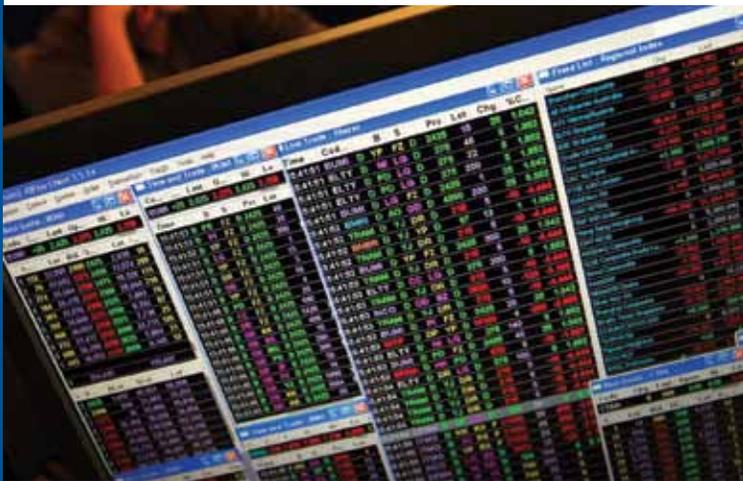


masuk modal asing yang sangat besar dan bahkan menerapkan kebijakan yang mendorong aliran modal keluar sebagai penyeimbang derasnya aliran masuk modal asing.

Pengalaman dalam proses pemulihan ekonomi global telah menunjukkan bahwa kebijakan di satu negara dapat memengaruhi negara-negara lain, sehingga perlu penyesuaian langkah ke depan. Hal ini sejalan dengan kondisi perekonomian dunia yang semakin terintegrasi. Oleh karena itu, untuk mencapai tujuan kolektif pemulihan ekonomi global perlu dilakukan koordinasi kebijakan sehingga kebijakan suatu negara tidak merugikan negara lainnya dan pencapaian tujuan menjadi lebih mudah.

2.1

Kinerja Ekonomi dan Respons Kebijakan Global

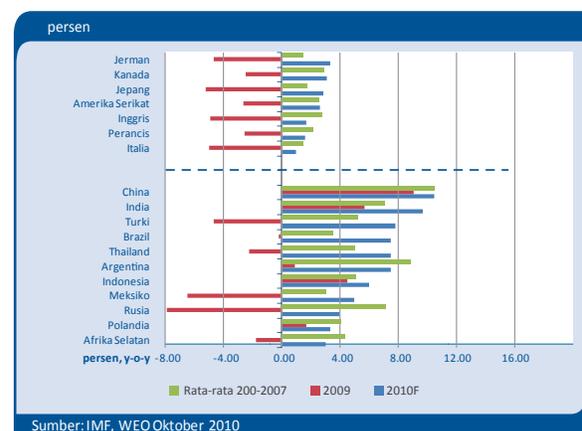


Kinerja Ekonomi Global

Pasca krisis keuangan global tahun 2008 perekonomian dunia terus berupaya keluar dari krisis. Indikasi pemulihan telah tampak pada paruh kedua tahun 2009 dan semakin kuat pada tahun 2010 yang ditandai oleh angka pertumbuhan ekonomi yang kembali positif sebesar 5,0%⁴¹. Meskipun pemulihan ekonomi global telah berlangsung, prosesnya belum merata di berbagai negara (*multi speed economic recovery*). Pemulihan ekonomi negara-negara *emerging markets* relatif lebih cepat, dengan laju pertumbuhan PDB mencapai 7,1% dibandingkan dengan pemulihan ekonomi negara-negara maju yang hanya tumbuh 3,0% (Grafik 2.1). Proses pemulihan di negara-negara *emerging markets* yang lebih cepat juga diikuti oleh tekanan inflasi yang meningkat, sehingga mendorong negara-negara tersebut untuk melakukan pengetatan kebijakan moneter lebih awal dibandingkan dengan negara-negara maju. Negara-

negara maju pada umumnya masih mempertahankan kebijakan moneter longgar untuk mendorong daya beli masyarakat (*private domestic demand*) yang masih lemah. Bahkan, pemerintah negara-negara maju juga mengeluarkan berbagai paket stimulus fiskal secara lebih agresif dibandingkan dengan pemerintah negara-negara *emerging markets*.

Selain belum merata, proses pemulihan ekonomi global juga mengalami perlambatan pertumbuhan ekonomi di paruh kedua tahun 2010 sehingga momentum pemulihan juga melemah. Pemulihan ekonomi yang cukup kuat pada awal tahun terganggu oleh munculnya krisis utang Pemerintah Yunani di triwulan II tahun 2010. Krisis ini mengakibatkan pemulihan ekonomi Yunani dan juga negara-negara lain yang tergabung dalam Kawasan Euro terganggu. Bahkan, krisis diperkirakan dapat meluas mengingat beberapa negara lainnya, seperti Irlandia, Italia, Portugal dan Spanyol, juga menghadapi permasalahan fiskal yang cukup berat. Di akhir tahun 2010, Irlandia



Grafik 2.1 Pertumbuhan Ekonomi di Beberapa Negara

41 Estimasi IMF dalam World Economic Outlook Update, Januari 2011

juga mengalami krisis fiskal. Krisis utang pemerintah di Kawasan Euro ini pada gilirannya juga berdampak pada proses pemulihan global baik melalui jalur keuangan maupun jalur perdagangan. Akibatnya, laju pertumbuhan di banyak negara, termasuk di negara-negara *emerging markets*, melambat pada paruh kedua tahun 2010.

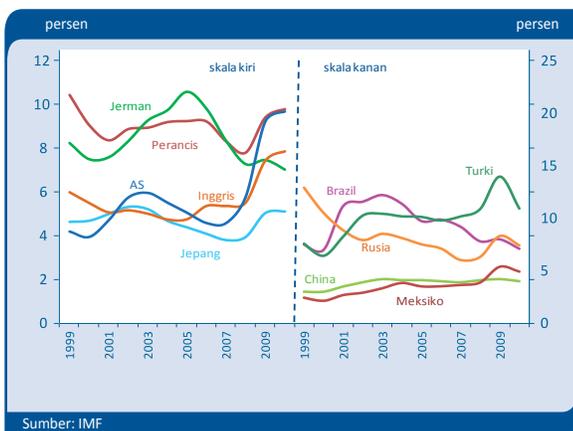
Kesenjangan proses pemulihan ekonomi di negara-negara maju dan negara-negara *emerging markets* terutama disebabkan oleh eksposur terhadap sumber krisis. AS merupakan episentrum krisis keuangan global tahun 2008 yang berawal dari krisis *subprime mortgage*. Hampir seluruh sendi perekonomian AS terkena dampak krisis tersebut, termasuk konsumen (terutama pemilik properti dan debitur *mortgage*), produsen atau pelaku bisnis yang terkait dengan *mortgage* (seperti kontraktor dan developer), sektor keuangan yang menyediakan Kredit Pemilikan Rumah (KPR), melakukan sekuritisasi dan menjamin KPR (bank, lembaga keuangan, asuransi, dan pasar modal), investor (individu dan institusi), dan juga pemerintah. Negara-negara maju lainnya, terutama di kawasan Eropa, juga memiliki eksposur yang besar terhadap krisis *subprime mortgage* mengingat besarnya investasi yang ditanamkan bank, lembaga keuangan dan juga investor individual pada produk *subprime mortgage*. Bahkan krisis *subprime mortgage* juga menyebabkan jatuhnya banyak bank dan lembaga keuangan di negara-negara maju.

Tingginya eksposur terhadap *subprime mortgage* mengakibatkan negara-negara maju mengalami ‘kerusakan’ yang cukup parah pada perekonomiannya, yaitu melemahnya permintaan domestik. Jatuhnya harga aset, terutama harga rumah (properti) dan aset keuangan, mengakibatkan kekayaan (*wealth*) masyarakat

tergerus sehingga daya belinya menurun. Krisis juga menyebabkan penutupan banyak perusahaan sehingga angka pengangguran melonjak (Grafik 2.2). Meningkatnya pengangguran juga memberikan kontribusi pada penurunan konsumsi. Lebih jauh lagi, jatuhnya beberapa perusahaan juga memaksa pemerintah melakukan penyelamatan (*bail out*) untuk mencegah kerugian yang lebih besar. Akibatnya, beban fiskal meningkat dan menurunkan kapasitas stimulus fiskal untuk mendorong aktivitas perekonomian dan menurunkan konsumsi pemerintah. Secara keseluruhan, krisis mengakibatkan permintaan domestik melemah. Di sisi suplai, menurunnya konsumsi rumah tangga dan pemerintah juga berdampak pada penurunan angka penjualan, produksi dan investasi. Khusus negara-negara maju di kawasan Eropa, lambatnya proses pemulihan tidak hanya karena terkena dampak langsung krisis *subprime mortgage*, tetapi juga disebabkan oleh dampak krisis susulan, yaitu krisis utang Pemerintah Yunani. Hal ini menjadikan pemulihan ekonomi negara-negara maju di kawasan Eropa yang paling lambat.

Berbeda dengan negara-negara maju, negara-negara *emerging markets* memiliki eksposur yang lebih terbatas terhadap *subprime mortgage* sehingga kerugian yang dialami tidak sebesar negara-negara maju. Dampak krisis pada negara-negara *emerging markets* secara lebih signifikan disebabkan oleh penurunan ekspor setelah melemahnya permintaan dari negara-negara maju. Namun, penurunan ekspor ke negara-negara maju dapat dikompensasi oleh permintaan domestik yang kuat sehingga mampu menjaga pertumbuhan ekonomi tetap tinggi. Selain itu, kinerja ekspor secara keseluruhan juga terbantu oleh meningkatnya perdagangan antarnegara-negara *emerging markets*. Di sisi lain, pemerintah di negara-negara *emerging markets* juga berperan dalam mendorong perekonomian keluar dari krisis, namun dengan intensitas yang lebih terbatas. Kuatnya sektor swasta juga memungkinkan peran fiskal yang terbatas. Kombinasi fundamental dan kinerja ekonomi yang kuat, serta kerugian akibat krisis yang terbatas, menjadikan negara-negara tersebut dapat pulih dari krisis dengan cepat. Bahkan, negara-negara *emerging markets* Asia mampu berperan menjadi motor pertumbuhan ekonomi global.

Di samping tidak merata, pemulihan ekonomi global juga terkendala mudarnya momentum pada paruh kedua 2010. Melanjutkan kinerja ekonomi global yang mulai bangkit pada paruh kedua tahun 2009, proses pemulihan ekonomi pada awal tahun 2010 menunjukkan indikasi yang terus menguat sehingga menimbulkan optimisme



Grafik 2.2 Angka Pengangguran di Beberapa Negara

bahwa pemulihan ekonomi akan berlangsung dengan cepat. Aktivitas konsumsi dan produksi meningkat sebagaimana ditunjukkan oleh membaiknya beberapa indikator ekonomi, seperti penjualan ritel, keyakinan konsumen, produksi manufaktur dan keyakinan bisnis. Sejalan dengan itu, kinerja ekspor meningkat cukup signifikan. Di sisi penyerapan tenaga kerja juga terjadi peningkatan penyerapan meskipun secara moderat.

Pada saat perekonomian mulai bangkit, muncul krisis utang pemerintah Yunani yang kembali memunculkan ketidakpastian arah pemulihan ekonomi global. Krisis ini juga memunculkan kekhawatiran krisis akan meluas ke seluruh Kawasan Euro mengingat beberapa negara, seperti Irlandia, Italia, Portugal dan Spanyol, juga mengalami permasalahan fiskal yang berat. Bagi pihak pemerintah di negara-negara lain, terutama yang gencar mengeluarkan stimulus fiskal untuk mendorong aktivitas perekonomiannya, krisis ini menjadi peringatan untuk segera melakukan konsolidasi fiskal. Potensi meluasnya krisis ke negara-negara Kawasan Euro lainnya juga disebabkan oleh kuatnya inter koneksi antarnegara dalam pembiayaan fiskal. Namun, kebijakan stabilisasi yang terkoordinasi oleh European Central Bank (ECB), European Commission (EC), IMF dan didukung oleh Federal Reserve (Fed), dapat mencegah meluasnya krisis kecuali ke Irlandia.

Dampak langsung dari krisis Yunani adalah terguncangnya pasar keuangan, tidak hanya di Eropa, tetapi juga menyebar ke pasar keuangan di berbagai penjuru dunia. Investor global melakukan penyesuaian investasi portofolionya dengan mengalihkan investasinya pada instrumen yang relatif lebih aman, seperti US Treasury Bond (*flight to quality*), sehingga dampaknya meluas sampai ke pasar keuangan di seluruh dunia. Sementara itu, dampak ke sektor riil tercermin pada melemahnya permintaan domestik sejalan dengan menurunnya stimulus fiskal dan konsumsi masyarakat. Penurunan konsumsi masyarakat, selain disebabkan oleh penurunan kekayaan setelah jatuhnya harga aset-aset keuangan, juga disebabkan oleh reaksi masyarakat meningkatkan tabungan dalam menghadapi krisis. Lebih jauh lagi, melemahnya permintaan domestik, terutama di negara-negara maju, mengakibatkan ekspor dari negara-negara mitra dagangnya menurun. Konstelasi tersebut pada akhirnya mengakibatkan laju pertumbuhan ekonomi global di paruh kedua tahun 2010 cenderung menurun dan proses pemulihan juga melambat.

Meskipun secara umum pemulihan ekonomi di negara-negara maju berjalan lambat, namun faktor penyebabnya

di masing-masing negara berbeda. Di AS, pemulihan ekonomi terhambat oleh masih tingginya angka pengangguran dan merosotnya kekayaan rumah tangga yang mengakibatkan konsumsi sektor swasta hanya tumbuh secara moderat. Di Jepang, kinerja ekspor yang menjadi motor penggerak perekonomian menghadapi penurunan daya saing akibat tren apresiasi yen dan melemahnya permintaan dari negara-negara maju lainnya. Sementara di Kawasan Euro, pemulihan ekonomi terhambat oleh krisis utang pemerintah sebagaimana disebutkan di atas.

Pemulihan ekonomi AS terutama ditopang oleh kebijakan stimulus ekonomi dan langkah stabilisasi sektor keuangan. Pada semester pertama tahun 2010, produksi manufaktur berperan sebagai penopang pemulihan ekonomi AS seiring pulihnya permintaan dari eksternal. Level output telah kembali mendekati posisi sebelum krisis, namun dengan tren pertumbuhan yang lebih rendah, serta kegiatan ekonomi mengalami perlambatan sejak triwulan II tahun 2010. Di sisi rumah tangga, ekspansi konsumsi terus berlangsung sejak triwulan III tahun 2009, namun dengan laju pertumbuhan yang rendah.

Lemahnya sektor konsumsi berkaitan dengan turunnya tingkat kekayaan rumah tangga akibat turunnya harga rumah (sebesar 25%-30% dalam tiga tahun terakhir) dan harga aset keuangan, serta masih tingginya tingkat pengangguran yang mencapai lebih dari 9,0%. Konsumsi yang mengandalkan pembiayaan dari lembaga keuangan (kredit) juga terkendala oleh pasar kredit yang belum pulih dan sektor perbankan tengah melakukan konsolidasi keuangan, termasuk menurunkan *leverage*. Penurunan nilai kekayaan dan sumber pendapatan, serta tingginya faktor ketidakpastian, mendorong masyarakat untuk melakukan penghematan pengeluaran. Hal ini juga menjadikan tabungan masyarakat meningkat. Sebelum krisis, minat menabung di AS relatif sangat rendah.

Meskipun pemulihan ekonomi berjalan lambat, perekonomian AS masih dapat tumbuh sebesar 2.8% sepanjang tahun 2010. Pertumbuhan ekonomi yang masih lemah tersebut juga berdampak pada tingkat inflasi yang meskipun meningkat namun masih berada pada level yang rendah, yaitu sebesar 1.5%.

Kinerja ekonomi Kawasan Euro pada tahun 2010 menunjukkan perkembangan yang membaik dengan mencatat laju pertumbuhan sebesar 1,7%. Namun, kawasan ini dilanda krisis fiskal yang mengakibatkan pertumbuhan ekonomi melemah. Aktivitas pemulihan

ekonomi Kawasan Euro didorong oleh kinerja ekonomi Jerman yang cukup baik seiring dengan tren pelemahan euro yang memberi dampak positif terhadap kinerja ekspor. Namun, sumbangan dari ekspor juga terbatas mengingat masih lemahnya kinerja ekonomi di negara-negara mitra dagang. Sementara itu, permintaan domestik relatif masih lemah oleh karena tingginya ketergantungan terhadap kredit di tengah penyaluran kredit yang ekstra berhati-hati oleh sektor perbankan. Sementara itu, sumbangan dari sisi fiskal menjadi lebih terbatas dengan dilakukannya konsolidasi fiskal di seluruh Kawasan Euro. Bahkan pengetatan fiskal menyebabkan beberapa negara mengalami kontraksi ekonomi.

Setelah pecah krisis Yunani, pertumbuhan ekonomi di Kawasan Euro melambat di paruh kedua tahun 2010. Perlambatan ekonomi tercermin pada melemahnya sektor konsumsi dan produksi. Program penghematan fiskal (*austerity program*) dan ketatnya penyaluran kredit oleh perbankan mengakibatkan konsumsi rumah tangga tertekan. Sementara itu, tren penguatan kembali mata uang euro menyebabkan kinerja ekspor dan sektor industri, penggerak utama pemulihan ekonomi, mengalami perlambatan. Beberapa indikator sektor industri, seperti indeks keyakinan bisnis dan keyakinan konsumen atas prospek ekonomi, mengindikasikan bahwa momentum pemulihan ekonomi Eropa cenderung melemah. Meskipun perekonomian masih lemah, tekanan inflasi di Kawasan Euro merayap naik mencapai 2,2%.

Pemulihan ekonomi Jepang relatif cukup baik meskipun terkendala oleh menurunnya kinerja ekspor sejak triwulan II tahun 2010. Pada triwulan I perekonomian sempat membaik yang didorong oleh meningkatnya permintaan ekspor (terutama permintaan dari China) dan kebijakan stimulus fiskal yang dapat meningkatkan permintaan domestik. Namun demikian, setelah triwulan I kinerja ekspor menurun setelah permintaan global kembali menurun karena memburuknya perekonomian negara-negara maju dan menguatnya nilai tukar yen yang berdampak melemahkan daya saing ekspor. Sementara itu, permintaan domestik masih cukup kuat sehingga dapat berkontribusi lebih besar terhadap pertumbuhan ekonomi. Secara keseluruhan, perekonomian Jepang tumbuh 4,3% pada tahun 2010. Perkembangan positif pada permintaan domestik diikuti oleh mulai munculnya inflasi, yaitu sebesar 0,5%, setelah mengalami deflasi panjang sejak awal tahun 2009.

Meskipun pemulihan ekonomi negara-negara maju relatif lambat, beberapa negara-negara maju menunjukkan

kinerja yang baik, yaitu Australia, Canada dan negara-negara industri baru (*Newly Industrialized Economies* atau NIEs)⁴². Kinerja ekonomi Australia dan NIEs ditopang oleh kinerja ekspor yang cukup baik. Kinerja ekspor Australia didukung oleh permintaan atas komoditas pertanian yang tetap tinggi serta harga komoditas yang juga tinggi. Berbeda dengan Australia, kinerja ekspor NIEs tertolong oleh meningkatnya perdagangan antarnegara Asia, terutama dengan meningkatnya permintaan dari China. Sementara itu, kinerja ekonomi Kanada lebih didorong oleh permintaan domestik yang bersumber dari stimulus fiskal.

Pada saat negara-negara maju berjuang untuk keluar dari krisis, negara-negara *emerging markets*, terutama di kawasan Asia, kembali berperan menjadi motor pertumbuhan ekonomi global. Perekonomian negara-negara *emerging markets* pada umumnya lebih cepat dibandingkan dengan negara-negara maju dengan laju pertumbuhan mencapai 7,1%. Negara-negara *emerging markets* di kawasan Asia yang dimotori China dan India kembali mencatatkan laju pertumbuhan tertinggi, sebesar 9,3%. Pertumbuhan ekonomi di negara-negara *emerging markets* didukung oleh permintaan domestik yang kuat dan kinerja ekspor yang membaik. Permintaan domestik yang kuat antara lain bersumber dari meningkatnya pengeluaran rumah tangga (peningkatan kesejahteraan atau *wealth effect*), meningkatnya investasi dan kebijakan stimulus fiskal. Sementara itu, kinerja ekspor, terutama di negara-negara Asia, yang membaik disebabkan oleh meningkatnya perdagangan intra regional Asia. Permintaan domestik yang solid dan perdagangan intra Asia yang meningkat mampu mengkompensasi penurunan ekspor ke negara maju. Sejalan dengan cepatnya pemulihan, tekanan inflasi di negara-negara *emerging markets* juga meningkat cukup tinggi, terlebih dengan adanya tren peningkatan harga komoditas global.

Perekonomian China kembali mencatat laju pertumbuhan ekonomi yang tinggi, mencapai 10,3% pada tahun 2010, yang dipacu oleh permintaan domestik. Permintaan domestik sektor swasta tumbuh cukup kuat sehingga dapat mengompensasi penurunan kinerja ekspor. Selain itu, pengeluaran pemerintah juga memberikan kontribusi yang signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Berkelanjutannya ekspansi ekonomi China menjadi penopang kinerja ekspor negara penghasil komoditas seperti Australia, Indonesia dan Selandia Baru serta negara pengekspor barang modal seperti Jerman, Jepang dan

42 Hong Kong, SAR, Korea, Singapura dan Taiwan.

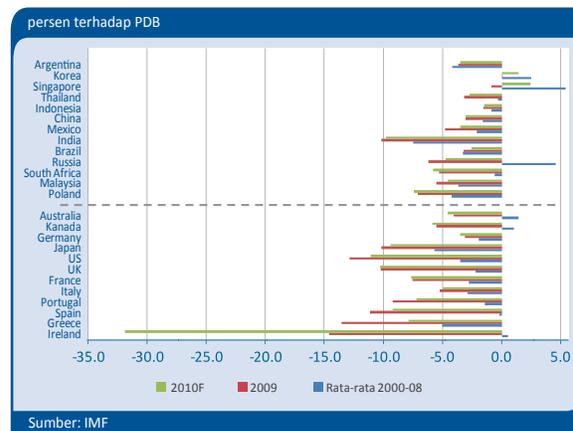
NIEs. Sejalan dengan itu, tekanan inflasi juga meningkat yang lebih disebabkan oleh melonjaknya harga bahan pangan. Aktivitas ekonomi China yang meningkat tinggi pada awal tahun mengalami moderasi di paruh kedua tahun 2010, seiring dengan menurunnya stimulus fiskal, semakin ketatnya pembatasan kredit, implementasi kebijakan untuk meredakan *booming* pasar perumahan, serta dampak konsolidasi fiskal negara-negara maju.

Perekonomian India juga tumbuh tinggi sebesar 9,7% yang juga didukung oleh peningkatan permintaan domestik. Kebijakan yang akomodatif dan derasnya aliran masuk modal asing mendorong peningkatan permintaan domestik. Peningkatan konsumsi direspons dengan investasi yang juga meningkat sejalan peningkatan profit sektor swasta dan mudahnya memperoleh pembiayaan usaha. Pada gilirannya peningkatan investasi juga memberikan kontribusi terhadap permintaan domestik.

Negara-negara *emerging markets* di Amerika Latin juga mencatat laju pertumbuhan yang tinggi, yang dimotori oleh Brazil. Kebijakan makro yang berhati-hati disertai dengan kebijakan stimulus yang cukup besar menjadi dasar yang kuat bagi pemulihan ekonomi kawasan ini. Pemulihan ekonomi ini juga didukung oleh kondisi pembiayaan eksternal yang kondusif dan kinerja ekspor yang membaik dengan tingginya harga komoditas. Perkembangan tersebut menjadikan kuatnya permintaan domestik sehingga perekonomian kawasan ini dapat tumbuh mencapai 5,9% pada tahun 2010. Namun, peningkatan aktivitas perekonomian juga mendorong peningkatan tekanan inflasi. Sementara itu, negara-negara *emerging markets* di kawasan lain juga menunjukkan perkembangan ekonomi yang cukup baik. Negara-negara *emerging markets* di Eropa, Afrika dan Timur Tengah, mulai kembali menikmati membaiknya kinerja perdagangan dunia dan kenaikan harga komoditas, termasuk harga minyak.

■ Respons Kebijakan

Divergensi pemulihan ekonomi antara negara-negara maju dan negara-negara *emerging markets* memunculkan respons kebijakan berbeda dari otoritas di kedua kelompok negara tersebut. Secara umum kebijakan perekonomian global terfokus pada upaya penguatan momentum pemulihan ekonomi, stabilisasi perbankan dan sistem keuangan, serta mengendalikan tekanan inflasi. Kebijakan yang diambil dapat melalui kebijakan moneter dan kebijakan fiskal.



Grafik 2.3 Defisit Fiskal Beberapa Negara

Dengan latar belakang kondisi permintaan swasta yang lemah, pemulihan ekonomi di negara-negara maju lebih bertumpu pada peran stimulus fiskal. Padahal beban fiskal akibat krisis sudah sangat berat, termasuk untuk *bail out* beberapa perusahaan dan tunjangan pengangguran yang meningkat. Kebijakan stimulus fiskal yang sangat agresif mengakibatkan defisit fiskal berlipat ganda dan utang pemerintah meningkat. Grafik 2.3 menunjukkan besarnya defisit fiskal beberapa negara, termasuk beberapa negara di Kawasan Euro yang mengalami permasalahan kesinambungan fiskal.

Meskipun cukup efektif mendorong pertumbuhan ekonomi, kebijakan ini juga mengancam kesinambungan keuangan pemerintah. Pada dasarnya kebijakan stimulus fiskal seperti ini diharapkan dapat mendorong dan memulihkan aktivitas perekonomian, terutama di sektor swasta. Dengan pulihnya sektor swasta pemerintah dapat mengurangi stimulus fiskal (konsolidasi) untuk mengembalikan dan menjaga kesinambungan fiskal. Namun, proses transisi tersebut tidak berjalan sebagaimana diharapkan. Krisis utang pemerintah, yaitu di Yunani dan Irlandia, telah pecah sebelum sektor swasta bangkit untuk lebih berperan dalam pemulihan ekonomi.

Upaya mendorong aktivitas perekonomian juga dilakukan melalui kebijakan moneter yang cenderung longgar sepanjang tahun 2010. Bank-bank sentral negara-negara maju, seperti the Fed, ECB, Bank of Japan (BOJ), dan Bank of England (BOE), tidak menaikkan suku bunga meskipun inflasi mulai meningkat. Hal ini dilakukan dengan pertimbangan inflasi masih dalam level yang terkendali, sementara permintaan domestik masih lemah dan stimulus fiskal semakin terbatas, terlebih setelah krisis utang pemerintah Yunani.

Krisis utang pemerintah Yunani tidak terlepas dari peran kebijakan stimulus fiskal yang besar sehingga utang pemerintah meningkat dan terjadi *default*. Krisis ini mengguncang pasar keuangan, terutama pasar obligasi pemerintah Eropa dan juga pasar keuangan global. Untuk meredakan gejolak di pasar keuangan akibat ketatnya likuiditas, ECB mengambil kebijakan moneter yang lebih longgar. Dengan kondisi suku bunga kebijakan sudah berada pada level yang rendah dan tidak mungkin diturunkan lebih lanjut, pelonggaran moneter dilakukan dengan menggunakan kebijakan *quantitative easing*, yaitu dengan menginjeksi tambahan likuiditas ke dalam perekonomian melalui pembelian surat berharga tertentu di pasar keuangan.

ECB juga melakukan pembelian obligasi pemerintah untuk mengendalikan volatilitas yang berlebih sekaligus untuk menjaga efektivitas transmisi kebijakan moneter. Pembelian obligasi pemerintah yang nilainya mencapai 60 miliar euro berhasil menstabilkan kembali harga obligasi pemerintah, serta mengembalikannya ke level normal. ECB juga melanjutkan kebijakan *securities market programme* dengan melakukan pembelian surat utang Pemerintah Yunani, Irlandia dan Portugal sebesar 40 miliar euro (sekitar 10% dari total utang 3 negara tersebut).

Untuk mengatasi krisis utang Yunani, *European Commission* dan IMF juga memberikan paket bantuan kepada Yunani senilai 110 miliar euro dan komitmen senilai 750 miliar euro dalam skema *European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM). Sementara itu, the Fed mengaktifkan kembali fasilitas *emergency currency-swap* bagi ECB dan bank sentral lain, seperti BOJ, BOE, dan Swiss National Bank, untuk membantu penyediaan likuiditas dolar AS dan mencegah meluasnya dampak krisis utang Yunani. Berbagai kebijakan tersebut berhasil menstabilkan gejolak di pasar keuangan setelah pecahnya krisis Yunani. Namun, krisis ini menyisakan risiko ketidakpastian di pasar keuangan serta semakin melemahkan kinerja ekonomi Kawasan Euro.

Meskipun kebijakan moneter longgar tetap dipertahankan untuk mendukung pemulihan ekonomi, penggunaan beberapa instrumen kebijakan *quantitative easing* telah dihentikan pada tahun 2010. *Term auction facility* yang dikeluarkan the Fed pada saat terjadi krisis keuangan global tahun 2008 sebagai fasilitas penyediaan likuiditas *emergency* telah habis masa berlakunya pada Maret 2010. Fasilitas lain yang disediakan the Fed, yaitu *term asset-backed securities* dan program pembelian aset-

aset, juga telah berakhir pada 30 Juni 2010. ECB juga telah menghentikan program pembelian terbatas atas surat berharga yg masuk dalam kategori tertentu dan program *refinancing* jangka panjang. Sementara itu, BOE menghentikan program pembelian obligasi pemerintah yang dibiayai oleh cadangan devisa (*reserve-financed government bond purchase*) pada Februari 2010. Dengan demikian, kebijakan *quantitative easing* pada tahun 2010 lebih moderat dibandingkan dengan tahun lalu dan hanya menyisakan beberapa kebijakan, termasuk program pembelian surat-surat berharga sebesar 200 miliar dolar AS oleh BOE dan kebijakan otoritas Jepang (BOJ dan Pemerintah) untuk menyuntikkan likuiditas dan memberikan paket bantuan untuk mendorong penyaluran kredit dan pertumbuhan ekonomi.

Meskipun kebijakan moneter di negara-negara maju pada umumnya masih longgar, beberapa negara maju yang perekonomiannya pulih lebih cepat, seperti Kanada, Australia dan NIEs, telah melakukan pengetatan moneter sebagaimana dilakukan oleh kelompok negara *emerging markets*. Kebijakan moneter ketat ini merespons tekanan inflasi di negara-negara tersebut yang meningkat cukup tinggi sejalan dengan kinerja perekonomian yang terus membaik. Australia yang telah mulai melakukan pengetatan sejak tahun 2009, kembali menaikkan suku bunga acuannya sebesar 100 basis poin sehingga di akhir tahun 2010 levelnya mencapai 4,75%. Kanada dan Korea menaikkan suku bunga acuannya sebesar 75 basis poin sehingga pada akhir tahun 2010 masing-masing berada di posisi 1,00% dan 2,75%. Hong Kong (SAR) juga melakukan pengetatan yang ditujukan untuk menaham booming di sektor properti yaitu dengan mengeluarkan ketentuan yang berdampak menghambat pemberian kredit properti. Ketentuan dimaksud menaikkan batas minimal uang muka KPR sebesar 40% dari harga rumah. Selain itu, pihak otoritas juga menaikkan pajak pembelian rumah untuk pembelian rumah senilai lebih dari 20 juta dolar Hong Kong (sekitar 2,6 juta dolar AS).

Kombinasi defisit fiskal yang besar dan kebijakan moneter ekstra longgar berdampak pada meningkatnya likuiditas perekonomian, dan juga likuiditas global, mengingat kebijakan ini dilakukan oleh negara yang mata uangnya digunakan untuk transaksi internasional. Peningkatan likuiditas tersebut dapat mendorong aktivitas perekonomian, termasuk aktivitas di pasar keuangan. Namun dengan masih terbatasnya daya serap perekonomian negara-negara maju, likuiditas tersebut mengalir keluar dari negara-negara maju tersebut.

Di sisi lain, proses pemulihan ekonomi di negara-negara *emerging markets* berlangsung dengan cepat. Permintaan domestik yang solid menjadikan stimulus fiskal di negara-negara *emerging markets* relatif terbatas sehingga sustainabilitas fiskal relatif terjaga. Namun demikian, pemulihan yang cepat diiringi oleh meningkatnya tekanan inflasi. Berbeda dengan negara-negara maju, otoritas di negara-negara *emerging markets* lebih memfokuskan perhatian dan upayanya untuk menghadapi tekanan inflasi yang meningkat. Kebijakan moneter yang cenderung ketat telah ditempuh oleh beberapa bank sentral, baik melalui peningkatan suku bunga acuan maupun melalui instrumen moneter lain, seperti menaikkan Giro Wajib Minimum (GWM) dan pembatasan kredit.

Pada umumnya pengetatan moneter di negara-negara *emerging markets* diawali oleh peningkatan GWM atau pembatasan kredit sebelum menaikkan suku bunga acuan. Negara-negara yang melakukan peningkatan GWM antara lain China, India, Brazil dan Peru. Di China, People Bank of China (PBoC) menaikkan GWM perbankan sebanyak 4 kali sepanjang tahun 2010, yaitu dari 16% menjadi 17,5%. PBoC pertama kali meningkatkan GWM pada Januari 2010 dan selanjutnya berturut-turut dilakukan pada Februari, Mei dan terakhir pada November 2010. Reserve Bank of India (RBI), bank sentral India, menaikkan GWM (*cash reserve ratio*) sebanyak 2 kali (Januari dan April 2010) dengan total peningkatan sebesar 100 basis poin sehingga GWM menjadi 6,0%. Bank sentral Brazil (Banco Central do Brasil) menaikkan GWM (unremunerated) untuk deposito berjangka dari 13,5% menjadi 20%, dan menaikkan *marginal requirement (remunerated)* untuk deposito dari 4% menjadi 12%. Peningkatan GWM di Brazil terjadi pada Februari dan Desember 2010. Sementara itu, bank sentral Peru (Central Reserve Bank of Peru) pada September tahun 2010 menaikkan GWM dari 8,5% menjadi 9,0%, dan *marginal requirement* dari 15% menjadi 25%.

Kebijakan pengetatan moneter dengan melakukan pembatasan kredit dilakukan oleh China. Untuk mencegah semakin memanasnya perekonomian, selain menaikkan GWM, PBoC juga berupaya menahan pertumbuhan kredit dengan melakukan pembatasan. Kuota penyaluran kredit yang pada tahun 2009 mencapai 10 triliun yuan diturunkan menjadi sebesar 7,5 triliun yuan. Selain itu, perbankan juga diminta melakukan *stress test* untuk melihat dampak

shock di sektor properti, dan bahkan dengan skenario jika harga properti mencapai 60%. Fokus perhatian pada sektor properti tersebut dapat mempengaruhi kebijakan bank untuk mengurangi kredit properti sehingga dapat meredam pertumbuhan kredit.

Sementara itu, respons kebijakan atas meningkatnya tekanan inflasi dengan menaikkan suku bunga acuan dilakukan oleh sebagian besar negara-negara *emerging markets*. China yang secara agresif telah menaikkan GWM dan membatasi kredit untuk menekan laju inflasi pada akhirnya menaikkan suku bunga. PBoC pada Oktober 2010 menaikkan suku bunga acuan sebesar 25 basis poin sehingga menjadi 5,56%. Berbeda dengan China, India lebih sedikit menggunakan instrumen GWM namun lebih agresif menggunakan suku bunga kebijakan. Sepanjang tahun 2010 India tercatat 6 kali menaikkan suku bunga kebijakan dengan total peningkatan sebesar 150 basis poin, sehingga levelnya menjadi 6,25% (*repo rate*). Selain China dan India, negara-negara *emerging markets* lain di kawasan Asia yang juga menaikkan suku bunga kebijakan yaitu Malaysia, Thailand dan Vietnam.

Di kawasan Amerika Latin, beberapa negara-negara *emerging markets* juga telah beberapa kali menaikkan suku bunga kebijakan sepanjang tahun 2010, seperti Brazil, Peru dan Chile. Brazil menaikkan suku bunga kebijakan (*SELIC overnight rate*) sebanyak 3 kali dari 8,75% menjadi 10,75%. Peru tercatat 5 kali menaikkan suku bunga (*reference rate*) dari 1,25% menjadi 3,00%. Sementara Chile lebih agresif dalam menaikkan suku bunga (*discount rate*), yaitu sebanyak 7 kali, dari 0,50% menjadi 3,25%.

Terpengaruh oleh negara-negara maju di Kawasan Euro yang masih lemah, kondisi perekonomian negara-negara *emerging markets* Eropa relatif tidak sekuat negara-negara *emerging markets* Asia atau Amerika Latin. Dengan demikian, sebagian besar negara-negara *emerging markets* Eropa masih melonggarkan kebijakan moneter dengan mempertahankan atau menurunkan suku bunga kebijakan.

Dengan berbagai kebijakan moneter yang cenderung ketat tersebut, laju inflasi di negara-negara *emerging markets* dapat terkendali. Meskipun inflasi meningkat, namun peningkatannya relatif moderat, bahkan inflasi di India kembali menurun.

2.2

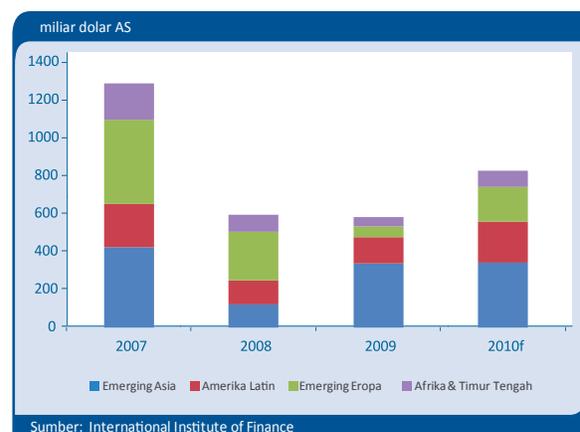
Aliran Masuk Modal Asing ke Negara-negara *Emerging Markets*

■ Aliran Modal ke Negara-negara *Emerging Markets*

Kebijakan moneter negara-negara maju yang cenderung longgar dan disertai kebijakan fiskal yang ekspansif telah mendorong peningkatan likuiditas global. Dengan kondisi yang belum sepenuhnya pulih, perekonomian negara-negara maju, dalam hal ini sektor riil, tidak dapat menyerap likuiditas yang berlimpah tersebut. Sebagian likuiditas ditempatkan di pasar keuangan agar tetap produktif atau menghasilkan pendapatan. Oleh karena tingkat pengembalian investasi di pasar keuangan negara-negara maju relatif rendah, serta faktor risiko yang juga relatif tinggi, likuiditas tersebut mengalir ke negara-negara *emerging markets*. Negara-negara *emerging markets* memiliki hampir seluruh faktor penarik investasi, yaitu kinerja ekonomi yang baik, kebijakan makro yang berhati-hati (termasuk posisi utang pemerintah yang relatif rendah yang menunjukkan terjaganya kesinambungan fiskal), tingkat pengembalian investasi yang relatif tinggi dan faktor risiko yang relatif lebih baik.

Sepanjang tahun 2010 aliran modal investor global mengalir deras ke negara-negara *emerging markets*, baik di kawasan Asia, Amerika Latin, Eropa, maupun di kawasan Afrika dan Timur Tengah. Bahkan nilai modal asing yang diinvestasikan di negara-negara tersebut meningkat cukup tinggi dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Di sisi lain, penanaman modal keluar oleh negara-negara *emerging markets* juga cukup tinggi, terutama yang terkait dengan pengelolaan cadangan devisa.

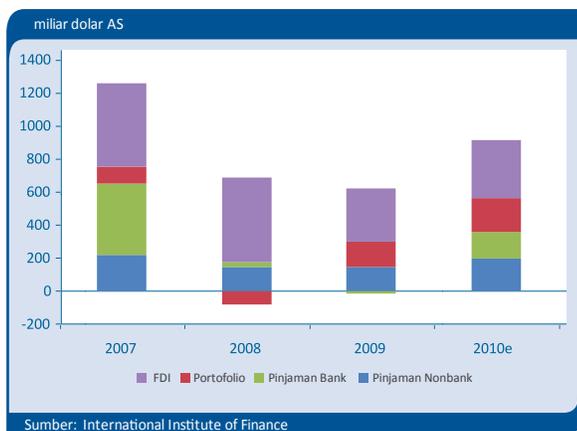
Aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* di kawasan Asia tetap menjadi yang paling dominan dibandingkan dengan aliran modal ke kawasan lain. Tingkat pengembalian yang tinggi dan faktor risiko



Grafik 2.4 Aliran Modal Global ke Negara-negara *Emerging Markets* Berdasarkan Kawasan

yang terjaga tetap menjadi faktor utama yang menarik investor global untuk menempatkan modalnya di kawasan ini. Aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* Asia meningkat cukup tinggi, sebesar 85,2 miliar dolar AS, sehingga secara akumulatif sepanjang tahun 2010 mencapai 446,9 miliar dolar AS (Grafik 2.4). Sebagian aliran modal tersebut (152,6 miliar dolar AS) diinvestasikan dalam bentuk investasi langsung yang mayoritas diserap oleh China (sekitar 90 miliar dolar AS) dan India (40 miliar dolar AS). Aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* di kawasan Asia dalam bentuk investasi portofolio juga mengalami peningkatan dan mencapai 127,2 miliar dolar AS. Aliran masuk modal asing dalam bentuk lain, yaitu pinjaman dari bank dan non-bank juga meningkat masing-masing menjadi 104,8 miliar dolar AS dan 62,4 miliar dolar AS.

Aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* di kawasan Amerika Latin meningkat cukup tinggi, yaitu dari 167,6 miliar dolar AS (2009) menjadi



Grafik 2.5 Aliran Modal Global ke Negara-negara Emerging Markets Berdasarkan Jenis

240,1 miliar dolar AS (2010). Peningkatan tersebut terjadi secara merata pada seluruh jenis investasi, yaitu investasi langsung, investasi portofolio dan pinjaman. Porsi terbesar dari aliran modal tersebut merupakan investasi langsung (79,7 miliar dolar AS), diikuti oleh pinjaman dari non-bank (60,9 miliar dolar AS), investasi portofolio (52,9 miliar dolar AS) dan pinjaman dari bank (26,7 miliar dolar AS).

Lonjakan aliran masuk modal asing yang lebih tinggi justru terjadi di negara-negara *emerging markets* di kawasan Eropa. Aliran masuk modal asing meningkat lebih dari dua kali lipat, yaitu dari sebesar 79,5 miliar dolar AS pada 2009 menjadi 172,7 miliar dolar AS pada 2010. Namun demikian, aliran masuk modal asing tersebut belum kembali ke level sebelum krisis dimana besarnya aliran masuk modal asing mencapai lebih dari 200 miliar dolar AS, dan nilai aliran masuk modal asing pada tahun 2009 memang merupakan level yang sangat rendah sebagai dampak dari krisis keuangan global 2008. Sementara itu, aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets* di Afrika dan Timur Tengah juga mengalami peningkatan. Aliran masuk modal asing ke kawasan tersebut didominasi oleh penempatan dalam bentuk investasi langsung.

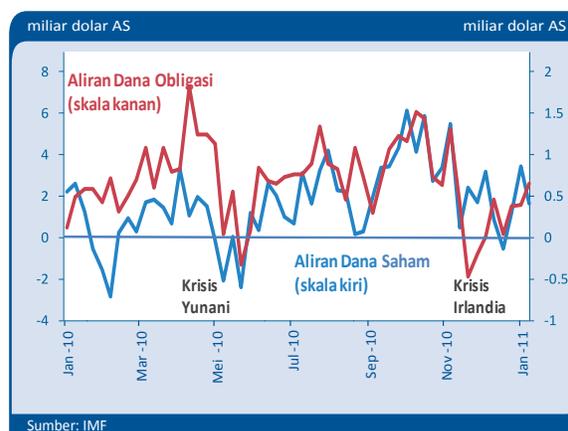
Modal asing yang mengalir ke negara-negara *emerging markets* tetap didominasi oleh modal swasta. Porsi aliran modal swasta mencapai 94% dari total aliran masuk modal asing yang masuk ke negara-negara *emerging markets*, dan hanya 6% yang merupakan aliran modal pemerintah dan lembaga keuangan internasional (atau *official inflows*). Selain porsinya yang kecil, besarnya *official inflows* yang masuk ke negara-negara *emerging markets* juga mengalami penurunan dibanding tahun

sebelumnya. Konsolidasi fiskal di negara-negara maju turut berkontribusi atas menurunnya *official inflows*.

Apabila dibedakan menurut jenisnya, sebagian besar dari aliran modal swasta yang masuk ke negara-negara *emerging markets* merupakan investasi saham, baik dalam rangka investasi langsung maupun investasi portofolio. Investasi langsung sedikit meningkat dibanding dengan tahun sebelumnya, sementara investasi portofolio meningkat cukup tinggi. Peningkatan aliran masuk modal asing yang sangat signifikan terjadi pada aliran masuk modal asing dalam bentuk pinjaman. Setelah menurun drastis pada tahun 2009 akibat pasar kredit yang menyusut, aliran pinjaman meningkat tiga kali lipat pada tahun 2010, yaitu dari sebesar 127 miliar dolar AS pada tahun 2009 menjadi 358 miliar dolar AS pada tahun 2010 (Grafik 2.5).

Dinamika Aliran Masuk Modal Asing ke Negara-negara Emerging Markets

Aliran modal ke negara-negara *emerging markets* pada triwulan pertama 2010 terus meningkat baik dalam bentuk obligasi maupun saham. Namun, sentimen negatif terkait krisis Yunani di bulan April 2010 memicu terjadinya *flight to quality* dan investor global mengalihkan investasinya dari negara-negara *emerging markets* ke aset-aset dengan denominasi mata uang kuat seperti dolar AS dan yen Jepang. Aliran modal keluar tersebut berdampak pada pelemahan mata uang negara-negara *emerging markets*. Meskipun demikian, aliran masuk modal global ke negara-negara *emerging markets* kembali meningkat memasuki paruh kedua 2010 sejalan meredanya kekhawatiran investor atas berlanjutnya krisis Yunani menyusul kucuran paket bantuan dari ECB dan IMF.



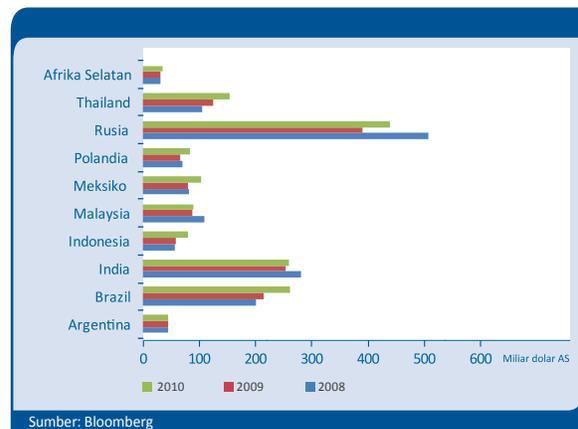
Grafik 2.6 Dinamika Aliran Modal Global ke Negara-negara Emerging Markets di Tahun 2010

Pada triwulan ketiga 2010, berlanjutnya aliran masuk modal global ke negara-negara *emerging markets* sejak bulan Agustus telah diwarnai oleh sentimen akan ditempuhnya kebijakan *quantitative easing II* oleh AS. Namun, ketika paket pelonggaran moneter lanjutan tersebut diimplementasikan pada awal bulan November 2010, *risk appetite* investor global terhadap aset-aset negara-negara *emerging markets* justru memburuk dan investor mengalihkan investasinya ke aset-aset di negara-negara maju (*safe haven assets*). Hal itu disebabkan meningkatnya intensitas krisis di pasar keuangan Eropa, terutama krisis perbankan di Irlandia. Dinamika aliran modal sebagaimana diuraikan di atas tercermin pada Grafik 2.6.

■ Dampak Aliran Masuk Modal Global

Derasnya aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging market* berdampak signifikan pada pasar keuangan. Aliran masuk modal asing secara langsung meningkatkan permintaan terhadap mata uang domestik – di sisi lain pasokan valuta asing di pasar valuta asing domestik meningkat – sehingga mata uang domestik cenderung terapresiasi. Meskipun sempat terjadi pembalikan arus modal pada saat terjadi krisis fiskal Yunani pada triwulan II 2010, modal asing kembali masuk dan kembali mendorong apresiasi mata uang domestik sehingga secara keseluruhan tahun 2010 mata uang negara-negara *emerging markets* cenderung mengalami apresiasi (lihat Grafik 2.7).

Namun demikian, dampak aliran masuk modal asing tidak sepenuhnya tercermin pada pergerakan nilai tukar mata uang domestik. Hal ini disebabkan oleh intervensi pasar valuta asing yang dilakukan oleh beberapa bank sentral,

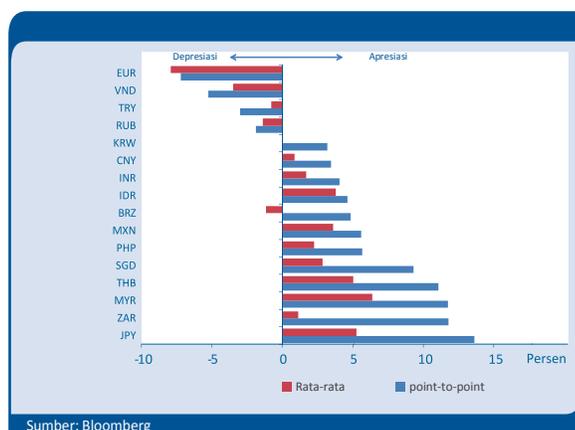


Grafik 2.8 Cadangan Devisa Negara-negara Emerging Markets

terutama di negara-negara *emerging markets*. Intervensi dimaksud bertujuan untuk mendukung kinerja ekspor atau menjaga stabilitas nilai tukar mata uang domestik. Upaya mendukung kinerja ekspor dilakukan dengan menjaga agar nilai tukar tidak terapresiasi secara tajam, membeli valuta asing (mengakumulasi cadangan devisa) terhadap mata uang domestik, yang dapat berdampak pada menurunnya daya saing ekspor. Tindakan ini terutama dilakukan oleh negara-negara yang memiliki ketergantungan tinggi terhadap sektor eksternal, sehingga memunculkan fenomena *currency war*. Sementara itu, upaya menjaga stabilitas nilai tukar ditengah derasnya aliran modal masuk juga dilakukan dengan membeli valuta asing terhadap mata uang domestik, sehingga terjadi akumulasi cadangan devisa.

Cadangan devisa beberapa negara *emerging markets* menunjukkan peningkatan yang cukup signifikan sepanjang 2010 (lihat Grafik 2.8). Cadangan devisa China termasuk yang mengalami peningkatan tajam, yaitu meningkat lebih dari 400 miliar dolar AS, sehingga posisinya mencapai 2,57 triliun dolar AS pada akhir 2010. Akumulasi cadangan devisa yang dilakukan negara-negara *emerging markets* juga ditujukan sebagai *self-insurance* mengingat derasnya aliran masuk modal asing juga meningkatkan kerentanan di sektor keuangan.

Dampak aliran masuk modal asing ke sektor riil secara umum terjadi melalui perubahan nilai tukar riil mata uang domestik (nilai tukar setelah memperhitungkan tingkat harga di negara-negara terkait). Nilai tukar riil mata uang domestik yang cenderung terapresiasi dapat berdampak negatif terhadap kinerja ekspor (melemahkan daya saing ekspor dari sisi harga), namun dapat mendorong kenaikan impor.



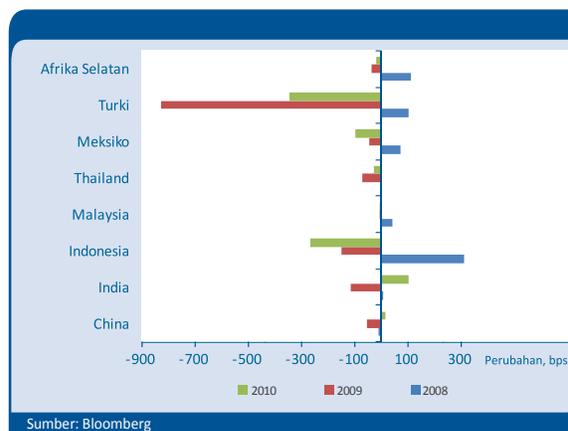
Grafik 2.7 Apresiasi/Depresiasi Mata Uang (tahun 2010 terhadap akhir tahun 2009)



Grafik 2.9 Perubahan Harga Saham Negara-negara Emerging Markets

Terkait dengan penempatan modal keluar, negara-negara *emerging markets* di seluruh kawasan tersebut pada umumnya mengalami peningkatan penempatan modal keluar. Peningkatan aliran modal keluar tersebut terutama terkait dengan cadangan devisa. Cadangan devisa yang meningkat diikuti oleh penempatan dalam aset luar negeri yang juga meningkat. Sementara penempatan modal keluar oleh sektor swasta pada umumnya menurun, kecuali kelompok negara-negara *emerging markets* di kawasan Eropa.

Aliran masuk modal asing dalam bentuk investasi portofolio yang masuk ke negara-negara *emerging markets* ditempatkan pada berbagai aset, terutama aset keuangan, sehingga mendorong naik harga aset. Harga saham di bursa saham negara-negara *emerging markets* pada umumnya meningkat cukup signifikan (lihat Grafik 2.9). Meskipun demikian, harga saham di negara-negara *emerging markets* sempat terkoreksi pada saat terjadi *flight to quality* pada saat merebaknya krisis fiskal Yunani. Sejalan dengan dikeluarkannya berbagai kebijakan penyelamatan oleh ECB, IMF dan AS yang berhasil meredakan krisis tersebut, modal asing kembali mengalir ke negara-negara *emerging markets* dan mendorong harga saham kembali meningkat sampai akhir tahun 2010. Modal asing yang ditempatkan pada obligasi pemerintah juga mendorong harga obligasi meningkat (tercermin pada penurunan imbal hasil sebagaimana ditunjukkan Grafik 2.10). Harga aset yang melonjak tajam tersebut berpotensi menyebabkan penggelembungan harga aset di atas nilai wajarnya (*asset price bubble*). Hal ini meningkatkan kerentanan di pasar keuangan terhadap kemungkinan terjadinya koreksi tajam atas harga aset-aset tersebut.



Grafik 2.10 Imbal Hasil Obligasi Pemerintah Negara-negara Emerging Markets

■ Respons Kebijakan Negara-negara Emerging Markets

Aliran modal masuk bagi negara-negara *emerging markets* pada dasarnya merupakan hal positif bagi perekonomian. Aliran modal tersebut dapat menjadi sumber pembiayaan pembangunan, serta dapat mendukung upaya pengembangan dan pendalaman pasar keuangan. Namun, pada saat aliran modal masuk tersebut menjadi sangat besar dan tidak dapat terserap oleh perekonomian secara keseluruhan, maka akan memunculkan dampak negatif. Beberapa dampak negatif dari derasnya aliran modal masuk telah diuraikan di atas, yaitu melemahkan daya saing ekspor (karena apresiasi nilai tukar yang melampaui kondisi fundamentalnya), menyebabkan *asset price bubble* dan meningkatkan kerentanan di pasar keuangan, serta meningkatkan tekanan inflasi dan komplikasi pengelolaan moneter. Untuk menekan atau mencegah berbagai dampak negatif tersebut pihak otoritas negara-negara *emerging markets* mengambil berbagai kebijakan. Kebijakan yang umum dilakukan oleh negara-negara *emerging markets* adalah melakukan intervensi di pasar valuta asing. Selain itu, beberapa negara mengimplementasikan ketentuan makroprudensial, *capital control* dan meliberalisasi aliran modal keluar.

China merupakan salah satu negara yang menerima aliran masuk modal asing dalam jumlah sangat besar. Aliran modal masuk tersebut secara umum berpengaruh signifikan pada uang beredar yang pada gilirannya meningkatkan tekanan inflasi. Dengan sistem nilai tukar *managed floating* yang disertai dengan *capital control*, intervensi di pasar valuta asing secara otomatis dilakukan.

Namun, untuk menekan dampaknya pada uang beredar PBoC juga melakukan sterilisasi (*sterilized intervention*). Untuk mengurangi tekanannya pada perekonomian domestik, nilai tukar yuan juga dijadikan lebih fleksibel sehingga yuan dapat terapresiasi lebih besar. Sementara untuk mengurangi derasnya aliran modal masuk, China menurunkan kuota pinjaman yang dapat diperoleh residen dari luar negeri. Penurunan kuota ini juga disertai dengan sistem pengawasan yang lebih ketat. Di sisi lain, China melakukan *partial liberalization* untuk mendorong arus modal keluar dengan melonggarkan ketentuan investasi di luar negeri oleh residen dan mengizinkan eksportir tertentu untuk mengelola devisa hasil ekspornya di luar negeri. Di luar kebijakan tersebut, China juga menempuh kebijakan makroprudensial terkait dengan aliran masuk modal asing ke sektor properti, termasuk memerintahkan bank untuk melakukan *stress test* dengan skenario terjadi penurunan harga properti.

India mengeluarkan kebijakan makroprudensial yang cukup unik untuk menangani aliran modal masuk. Kebijakan tersebut adalah ketentuan yang menaikkan batas maksimal pembelian obligasi pemerintah dan obligasi korporasi yang dapat dilakukan oleh *foreign institutional investors* (FII) menjadi masing-masing sebesar 10 miliar dan 20 miliar dolar AS untuk masing-masing tipe obligasi tersebut. Investasi oleh FII di atas batas tersebut hanya dapat dilakukan pada surat berharga dengan tenor di atas 5 tahun yang diterbitkan oleh korporasi yang terkait proyek pembangunan infrastruktur. Ketentuan ini tidak secara mutlak membatasi aliran modal masuk, namun mengarahkan pada area tertentu yang menimbulkan atau meningkatkan produktivitas perekonomian.

Dalam menghadapi aliran modal masuk, Thailand lebih memilih untuk sedikit menahannya sambil mendorong aliran modal keluar. Upaya menahan aliran modal masuk dilakukan dengan mengenakan 15% *withholding tax* atas pendapatan bunga dan *capital gain* dari investasi asing dalam instrumen investasi berpendapatan tetap (*fixed income*). Di sisi lain, Thailand mengizinkan investor domestik untuk melakukan investasi di luar Thailand, baik dalam bentuk investasi langsung maupun investasi portofolio. Kebijakan ini merupakan kelanjutan proses liberalisasi aliran modal keluar pada tahun-tahun sebelumnya, dan menjadi semakin relevan dengan semakin derasnya aliran modal masuk. Bank of Thailand (BoT) juga merelaksasi ketentuan nilai tukar yang terkait dengan investasi residen di luar Thailand, aktivitas transaksi *hedging* nilai tukar dan *corporate treasury center*.

Aliran modal ke Brazil yang semakin deras dan menimbulkan dampak negatif bagi perekonomian mendorong Pemerintah Brazil untuk menahan aliran modal masuk tersebut. Untuk itu Pemerintah Brazil menaikkan pajak atas investasi asing pada *fixed income investment* dan *equity funds* menjadi 4% (sebelumnya 2%). Pajak atas *fixed income investment* bahkan dinaikkan kembali menjadi 6%. Selain itu, peningkatan pajak juga diperluas mencakup *margin deposit* yang disetorkan investor asing untuk melakukan transaksi derivatif (juga dinaikkan menjadi 6% dari 0,38%).

Aliran modal masuk ke Peru telah menyebabkan nilai tukar terapresiasi tajam yang diiringi dengan volatilitas yang meningkat. Untuk mengatasi masalah tersebut, tanpa menimbulkan dampak pada uang beredar, Bank Sentral Peru melakukan intervensi yang disterilisasi. Kebijakan ini juga membantu mencegah terjadinya *mismatch* antara aset dan kewajiban dalam berbagai mata uang yang berbeda. Bank sentral Peru juga mengeluarkan serangkaian kebijakan makroprudensial, antara lain menaikkan GWM untuk mata uang asing sebesar 50 basis poin menjadi 9,0% dan menaikkan *marginal requirement* simpanan dalam mata uang asing menjadi 55% dari sebelumnya sebesar 50%. Sementara itu, bank sentral Turki juga melakukan langkah serupa, yaitu menaikkan GWM untuk mata uang asing sebesar 50 bps menjadi 9,5%.

Selain mengalir ke negara *emerging markets*, aliran modal juga mengalir deras ke kelompok negara NIEs, termasuk Korea. Menghadapi derasnya aliran modal masuk tersebut Korea menerapkan serangkaian kebijakan makroprudensial yang ditujukan untuk mengurangi dampak aliran modal masuk yang meningkatkan kerentanan di pasar keuangan. Bank of Korea (BoK) mengeluarkan ketentuan yang (i) menurunkan limit transaksi derivatif valuta asing menjadi 50% untuk bank lokal dan 250% untuk bank asing dari sebelumnya sebesar 300% untuk seluruh bank, (ii) menurunkan batas maksimum penyediaan fasilitas *hedging (forward contract)* valuta asing dengan eksportir menjadi 100% dari nilai transaksi *underlying* (sebelumnya 125%), (iii) menaikkan batas minimum kredit valuta asing atau surat berharga (dengan tenor 1 tahun atau lebih) yang harus dibiayai oleh pinjaman valuta asing dengan *maturity* lebih dari 1 tahun menjadi 100% (sebelumnya 90%), dan (iv) mewajibkan penggunaan pinjaman valuta asing untuk kegiatan di luar negeri. Selain itu, Pemerintah Korea juga berupaya menekan aliran masuk modal asing dengan mengurangi daya tarik investasi di Korea. Pemerintah mengenakan *withholding tax* sebesar 14% atas pembelian obligasi pemerintah dan obligasi stabilisasi moneter, serta mengenakan pajak sebesar 20% atas *capital gain* yang diperoleh di pasar saham.

2.3

Arah Pemulihan Global dan Implikasinya pada Negara-negara Emerging Markets

Berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa perekonomian negara-negara maju belum sepenuhnya pulih dari dampak krisis keuangan global tahun 2008 dan kinerja perekonomian global lebih bertumpu pada negara-negara *emerging markets*. Dengan tantangan pemulihan ekonomi negara-negara maju yang cukup berat, permintaan domestik masih lemah, stimulus fiskal semakin terbatas dan tekanan inflasi meningkat, kinerja perekonomian global ke depan akan tetap bertumpu pada negara-negara *emerging markets*, terutama di kawasan Asia. Kondisi ini tidak dapat berlangsung terus dalam jangka panjang mengingat ekonomi negara-negara *emerging markets* mulai mengalami gejala kepanasan (*overheating*). Selain itu, negara-negara *emerging markets* diperkirakan masih akan menghadapi permasalahan dasarnya aliran masuk modal asing, apabila proses pemulihan ke depan tetap berjalan seperti pada tahun ini. Upaya untuk terus memacu pertumbuhan di negara-negara *emerging markets* justru akan memunculkan krisis baru yang akan sangat merugikan perekonomian negara-negara itu sendiri dan juga perekonomian global.

Untuk mencapai pertumbuhan ekonomi global yang lebih berkualitas dan berkesinambungan diperlukan sinergi antara negara-negara maju dan negara-negara *emerging markets*. Sinergi antardua kelompok negara tersebut dapat dimulai dari koordinasi kebijakan antarpemerintah dan bank sentral negara-negara tersebut. Dalam kondisi perekonomian dunia yang semakin terintegrasi, koordinasi menjadi sangat penting mengingat kebijakan yang diambil suatu negara tidak hanya memengaruhi negara tersebut, tetapi juga memengaruhi negara-negara lainnya.

Pada dasarnya upaya koordinasi kebijakan telah muncul melalui dialog bilateral antar negara atau yang melibatkan banyak negara seperti dalam forum G20 (kelompok 20

negara)⁴³. Meskipun tidak mewakili seluruh negara di dunia, negara-negara anggota G20 merupakan mayoritas dalam perekonomian dunia dan merepresentasikan kelompok negara-negara maju dan negara-negara *emerging markets*. Koordinasi kebijakan dalam forum G20 diwujudkan dalam bentuk penyusunan kerangka kerja untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang kuat (*strong*), berkesinambungan (*sustainable*) dan berimbang (*balance*) (lihat boks Peranan G-20 dalam Upaya Pemulihan Global). Dalam kerangka kerja tersebut dikoordinasikan komitmen masing-masing negara untuk melakukan berbagai kebijakan, termasuk kebijakan moneter dan kebijakan fiskal. Kebijakan moneter pada umumnya diarahkan untuk pengendalian inflasi dan bersifat fleksibel (*stance* kebijakan moneter tidak ditetapkan sebelumnya) untuk menyesuaikan dengan perkembangan inflasi. Di beberapa negara G20, kebijakan moneter juga diarahkan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi.

Dalam hal kebijakan fiskal, hampir seluruh negara G20 akan melakukan konsolidasi fiskal dengan target menurunkan defisit, mencapai anggaran berimbang atau bahkan surplus anggaran pemerintah. Selain target anggaran, konsolidasi fiskal juga dilakukan untuk menurunkan utang pemerintah. Pada umumnya target tersebut berupaya dicapai dalam jangka menengah (1-5 tahun) dengan melakukan pemotongan anggaran pengeluaran, termasuk pengurangan paket stimulus fiskal. Untuk menjadikan stimulus fiskal yang terbatas ini tepat guna, negara-negara tersebut mengarahkan stimulus fiskal pada aktivitas yang mendorong pertumbuhan ekonomi

43 G-20 beranggotakan 20 negara, yaitu Argentina, Australia, Brazil, Canada, China, Perancis, Jerman, India, Indonesia, Italia, Jepang, Mexico, Rusia, Arab Saudi, Spanyol, Afrika Selatan, Korea Selatan, Turki, Inggris, AS.

(*growth friendly*), seperti pembangunan infrastruktur, inovasi teknologi dan pengembangan zona perdagangan bebas. Konsolidasi fiskal yang menjadi komitmen hampir seluruh negara G20 tidak terlepas dari krisis fiskal Yunani dan Irlandia yang menjadi ‘peringatan’ untuk lebih berhati-hati dalam mengelola perekonomian nasional.

Komitmen lain yang juga krusial terutama dalam menentukan arah perkembangan perekonomian global ke depan ialah reformasi struktural, pembangunan infrastruktur dan kebijakan di sektor keuangan. Komitmen negara-negara G20 untuk melakukan reformasi struktural sangat bervariasi dan mencakup berbagai bidang. Di bidang ketenagakerjaan, beberapa negara akan melakukan efisiensi di pasar tenaga kerja, meningkatkan *benefit* pekerja dan menaikkan batas usia pensiun. Di bidang industri, reformasi dilakukan untuk mendorong investasi di bidang infrastruktur, mendorong aktivitas riset dan pengembangan, serta reformasi ketentuan untuk memperbaiki iklim usaha. Reformasi juga dilakukan di bidang perpajakan, pendidikan dan layanan kesehatan. Sementara itu, kebijakan di sektor keuangan lebih diarahkan untuk membuka akses bagi usaha kecil dan menengah ke berbagai sumber dana (perbankan dan pasar modal), disamping mengatur transaksi yang berisiko tinggi dan berpotensi mengganggu stabilitas sistem keuangan untuk menekan kemungkinan berulangnya krisis finansial tahun 2008.

Dalam proses koordinasi, G-20 melibatkan IMF dan lembaga internasional terutama dalam melakukan asesmen atas seluruh *action plan* dari negara-negara anggotanya. Berdasarkan asesmen tersebut IMF memberikan masukan untuk sinkronisasi apabila terdapat

kebijakan yang kurang selaras, serta memberikan masukan kebijakan tambahan yang perlu dilakukan (namun belum masuk dalam *action plan*). IMF juga berperan dalam menyusun standar untuk evaluasi pencapaian atau pelaksanaan komitmen oleh seluruh negara anggota G-20.

Implementasi komitmen G-20 diperkirakan dapat memberikan kontribusi positif dalam mendorong peningkatan permintaan domestik. Hal ini antara lain melalui pembangunan infrastruktur yang diharapkan dapat menyerap lebih banyak tenaga kerja, serta mendorong pembukaan akses usaha kecil dan menengah ke perbankan dan sumber pembiayaan lainnya. Selain itu, forum G-20 juga dapat menjadi media untuk memperkuat implementasi konsolidasi fiskal, terutama di negara-negara maju. Komitmen negara-negara G-20 untuk melakukan *financial sector reform* dan memperkuat *global financial safety net* juga dapat mengatasi kerentanan pasar keuangan global dalam upaya pemulihan ekonomi global.

Koordinasi kebijakan dalam forum G20 juga akan dikembangkan untuk menjawab tantangan yang terkait dengan eksistensi likuiditas global dan aliran modal. Koordinasi tersebut akan dilakukan di bawah kerangka kerja mengenai *International Monetary System*. Dengan koordinasi ini diharapkan permasalahan aliran modal masuk asing yang berlebihan dapat diatasi dengan baik.

Dengan koordinasi kebijakan yang kuat pemulihan ekonomi global dapat menjadi lebih solid, lebih berimbang (tidak bertumpu hanya pada negara-negara *emerging markets*) dan berkualitas, meskipun diperlukan penyesuaian dan pengorbanan yang cukup berat.

2.4

Penutup

Dari pengalaman proses pemulihan ekonomi global sampai saat ini dapat ditarik beberapa kesimpulan dan pelajaran bagi perekonomian Indonesia. Pertama, proses pemulihan ekonomi global secara umum telah memberikan hasil positif, meskipun harus menghadapi permasalahan yang cukup berat. Pertumbuhan ekonomi global yang kembali positif dan diikuti dengan peningkatan volume perdagangan dunia berdampak positif bagi perekonomian Indonesia. Ekspor Indonesia kembali meningkat bahkan dengan struktur yang lebih baik dalam arti meningkatnya perdagangan dengan sesama negara Asia mengurangi ketergantungan terhadap negara maju sebagai negara tujuan ekspor utama. Kinerja ekspor juga didorong oleh tingginya harga komoditas global sebagai dampak dari mulai pulihnya perekonomian global. Penjabaran mengenai kinerja ekspor dan juga investasi yang cukup baik tersebut diuraikan secara lebih lengkap pada Bab 5.

Kedua, aliran masuk modal asing memberikan dampak positif dan negatif bagi perekonomian domestik. Dampak positif aliran masuk modal asing tercermin pada meningkatnya investasi, terutama dengan meningkatnya FDI dan IPO di pasar modal. Aliran masuk modal asing juga mendorong apresiasi rupiah yang secara tidak langsung mengurangi tekanan inflasi. Di sisi lain, aliran modal masuk yang sangat deras berdampak pada melemahnya daya saing ekspor, meningkatnya kerentanan pasar keuangan, dan meningkatnya kompleksitas pengelolaan moneter. Untuk mengatasinya terdapat beberapa opsi kebijakan

seperti yang diambil oleh negara-negara lain. Bank Indonesia berupaya menyeimbangkan antara manfaat dan dampak negatif dari aliran modal masuk dengan *policy mixed* intervensi pasar valuta asing dan penerapan ketentuan makroprudensial. Dengan kebijakan tersebut aliran masuk modal asing tetap berlanjut (tidak menerapkan *capital control*) sehingga manfaatnya dapat diperoleh, namun dampak negatifnya dapat ditekan. Kebijakan Bank Indonesia dalam menghadapi derasnya aliran masuk modal asing dijelaskan secara rinci pada Bab 4.

Ketiga, krisis utang pemerintah Yunani dan Irlandia menegaskan tetap perlunya kebijakan makroekonomi yang berhati-hati, meskipun dalam kondisi krisis. Kebijakan fiskal Indonesia termasuk cukup berhati-hati dengan defisit fiskal yang relatif rendah, meskipun rasio utang pemerintah berada dalam batas aman. Hal ini menjadikan kesinambungan fiskal terjaga dan Pemerintah tetap memiliki ruang yang cukup untuk stimulus fiskal apabila suatu saat diperlukan.

Keempat, pengalaman krisis juga membuktikan pentingnya koordinasi kebijakan untuk mencapai pemulihan ekonomi yang solid. Indonesia yang tergabung dalam forum G-20 perlu untuk aktif dalam dialog atau koordinasi kebijakan sehingga dapat berkontribusi positif dalam pemulihan ekonomi global, sekaligus memperoleh manfaat dari koordinasi dimaksud.

BOKS 2.1: Peranan G-20 dalam Upaya Pemulihan Global

Sejak mendeklarasikan diri sebagai “*the forum for international economic cooperation*” pada pertemuan di Pittsburgh tanggal 24-25 September 2009, G-20 semakin berperan aktif dalam mengamankan dan memperkuat pemulihan ekonomi global. Mengingat keberhasilan pemulihan perekonomian global memerlukan kerjasama internasional dan koordinasi kebijakan yang berkelanjutan dan sistematis, para pemimpin negara G-20 sepakat melakukan koordinasi berdasarkan kerangka pertumbuhan ekonomi global yang kuat, seimbang dan berkesinambungan. Untuk mencapai tujuan tersebut, negara G-20 melaksanakan *Mutual Assessment Process* (MAP). MAP bertujuan untuk mengevaluasi keselarasan kebijakan anggota, konsistensi kolektif kebijakan, serta mengidentifikasi tindakan yang diperlukan. MAP tersebut terbagi menjadi dua fase.

Pada fase pertama, anggota G-20 menyampaikan rencana kebijakan dan target/proyeksi jangka menengah (3-5 tahun), yang terdiri dari: (i) kebijakan fiskal, (ii) kebijakan moneter dan nilai tukar, (iii) regulasi sektor keuangan, (iv) reformasi struktural dan kebijakan pembangunan nasional (meliputi kebijakan pasar tenaga kerja, investasi, dan kebijakan perdagangan), (v) kebijakan eksternal (misalnya komitmen *Official Development Assistance*), dan (vi) proyeksi pertumbuhan ke depan, dan indikator-indikator terkait. Dalam pelaksanaannya, G-20 dibantu oleh beberapa lembaga internasional terkait, yakni IMF, World Bank, FSB, OECD, ILO dan WTO untuk menganalisa keselarasan kebijakan anggota G-20, serta dampak kebijakan anggota G-20 terhadap pembangunan dan pengentasan kemiskinan.

Berdasarkan analisa terhadap kebijakan anggota-anggota tersebut, diproyeksikan pada tahun 2014 perekonomian global akan pulih mendekati level sebelum krisis dengan tingkat pengangguran yang menurun, disertai inflasi yang terjaga. Namun berdasarkan identifikasi risiko-risiko terhadap skenario dasar tersebut, terdapat kemungkinan tingkat pertumbuhan yang dicapai lebih rendah dibandingkan dengan proyeksi semula mengingat tingginya defisit fiskal dan utang beberapa negara maju serta penurunan kapasitas produksi di beberapa negara akibat krisis keuangan.

Pada *Toronto Summit* (Juni 2010) para pemimpin G-20 sepakat untuk melaksanakan kebijakan yang ditujukan pada pencapaian skenario yang lebih optimis. Untuk itu, negara anggota mengidentifikasi kebijakan dan langkah tambahan sejalan dengan serangkaian pedoman kebijakan sebagai berikut:

- Negara maju: melanjutkan stimulus fiskal serta menyusun rencana konsolidasi fiskal yang kondusif terhadap pertumbuhan dan kredibel.
- Negara maju yang neraca perdagangannya mengalami defisit: meningkatkan tabungan nasional.
- Negara berkembang: memperkuat jaring pengaman sosial, meningkatkan reformasi *corporate governance*, meningkatkan pendalaman pasar keuangan, meningkatkan belanja infrastruktur, dan meningkatkan fleksibilitas nilai tukar.
- Negara yang mengalami surplus neraca perdagangan: menurunkan ketergantungan perekonomian terhadap ekspor.
- Semua anggota: melaksanakan reformasi struktural, misalnya negara maju melaksanakan reformasi dalam bidang pasar barang dan jasa serta tenaga kerja, sedangkan negara berkembang meningkatkan peluang investasi asing (misalnya investasi infrastruktur), serta menyederhanakan regulasi pasar barang. Selain itu, seluruh anggota juga diminta untuk menghindari langkah proteksionisme serta mempercepat reformasi sektor keuangan dan penyeimbangan permintaan global.

Pada fase kedua, pertemuan anggota G-20 di Gyeongju Oktober 2010, menyepakati semakin pentingnya tindakan bersama yang terkoordinasi. Di tengah pemulihan ekonomi global yang berlangsung dengan kecepatan berbeda, baik antar negara maupun antar kawasan, yang diiringi berbagai *downside risks*, serta tingginya interdependensi antar negara dan pasar keuangan, anggota G-20 sepakat untuk berkolaborasi dan berkoordinasi dalam mengatasi ketidakseimbangan global dan melaksanakan reformasi struktural. Selain itu, para anggota juga sepakat untuk menyelesaikan perbaikan dan reformasi peraturan di pasar finansial serta merencanakan konsolidasi fiskal jangka menengah yang kredibel dan kondusif untuk pertumbuhan. Topik-

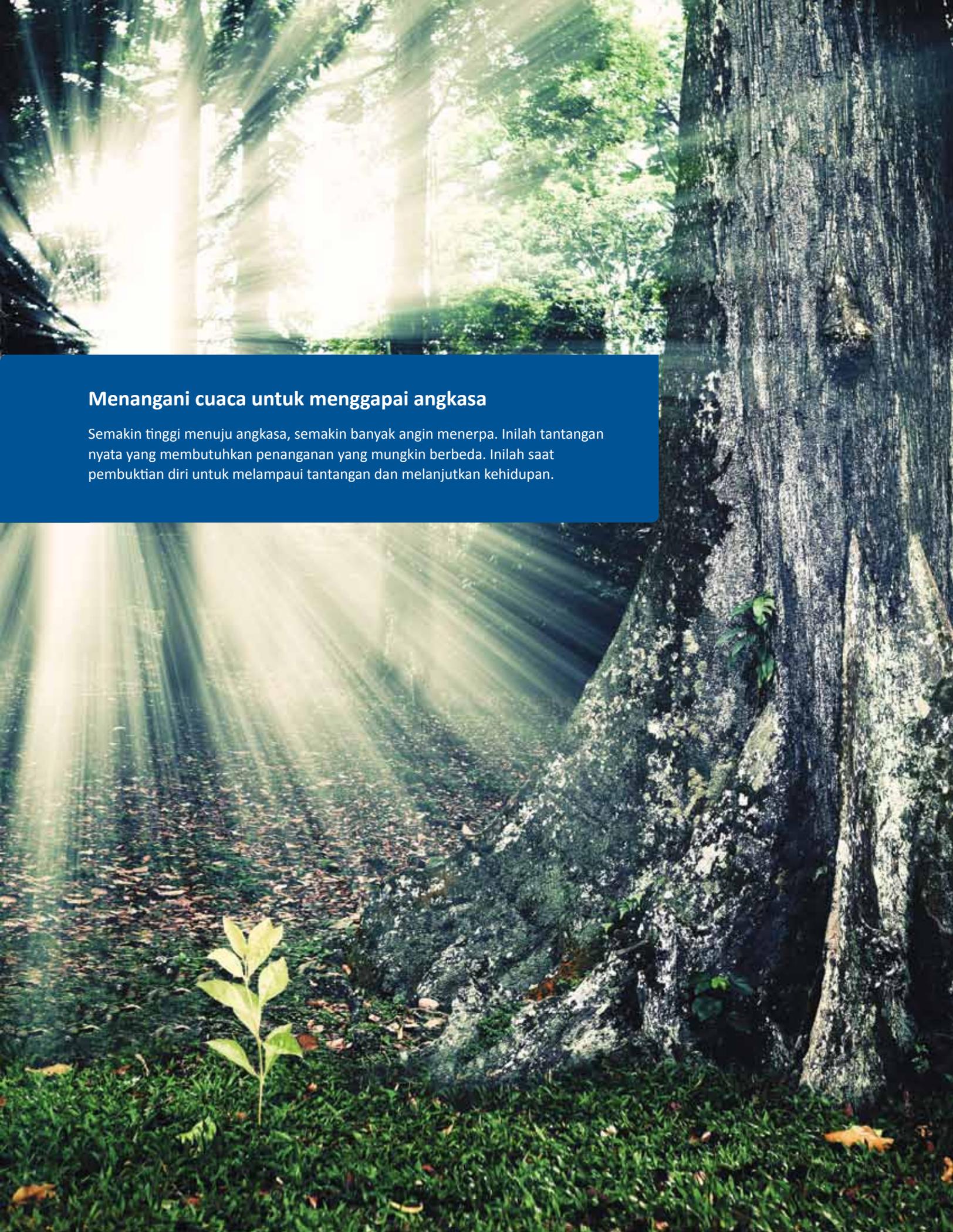
topik lain yang dibahas pada forum tersebut meliputi kebijakan-kebijakan untuk mengatasi pengangguran, kebijakan moneter untuk mencapai stabilitas harga, sistem nilai tukar yang lebih berorientasi ke pasar dan menghindari kompetisi devaluasi, pembentukan sistem moneter internasional yang stabil dan bekerja dengan baik serta penolakan segala bentuk kebijakan proteksi.

Tekad anggota G-20 di atas semakin dipertegas pada pertemuan para pemimpin negara di Seoul pada 11-12 November 2010. Pada pertemuan tersebut telah disepakati *Seoul Action Plan*, yang berisi komitmen untuk:

- Melaksanakan kebijakan makroekonomi, termasuk konsolidasi fiskal, sistem nilai tukar yang lebih ditentukan pasar, meningkatkan fleksibilitas nilai tukar yang mencerminkan fundamental ekonomi, serta menjauhi kompetisi devaluasi.

- Melaksanakan reformasi struktural untuk menciptakan lapangan pekerjaan dan meningkatkan potensi pertumbuhan.
- Melaksanakan rangkaian kebijakan untuk menekan ketidakseimbangan eksternal dan menjaga ketidakseimbangan transaksi berjalan pada level yang *sustainable*. Disepakati bahwa ketidakseimbangan eksternal akan dievaluasi berdasarkan panduan indikatif¹ guna memahami karakteristik dan hambatan dalam penyesuaian, sesuai dengan keadaan domestik maupun regional.

1 Panduan indikatif terdiri dari serangkaian indikator yang memungkinkan identifikasi dini ketika terjadi ketidakseimbangan yang tinggi dan memerlukan tindakan preventif dan korektif. Penyusunan panduan indikatif akan dilakukan oleh G-20 dengan dibantu IMF dan organisasi internasional lainnya selama pada paruh pertama tahun 2011.



Menangani cuaca untuk menggapai angkasa

Semakin tinggi menuju angkasa, semakin banyak angin menerpa. Inilah tantangan nyata yang membutuhkan penanganan yang mungkin berbeda. Inilah saat pembuktian diri untuk melampaui tantangan dan melanjutkan kehidupan.

