

Mendung Kelabu

Laksana bayang bumi yang menutupi bulan, dan awan hitam yang mensirnakan cahaya mentari, mendung kelabu kadang hadir ditengah langkah, mengaburkan pandangan melunturkan harapan.





BAGIAN 1

PENINGKATAN KETIDAKPASTIAN EKONOMI GLOBAL

Optimisme pemulihan ekonomi global yang tinggi sampai dengan pertengahan tahun 2011 kembali memburuk dipicu oleh berlanjutnya krisis utang pemerintah di Eropa dan terhambatnya pemulihan ekonomi di Amerika Serikat (AS). Upaya pemulihan ekonomi melalui ekspansi fiskal, termasuk dana talangan perbankan, belum mampu mendorong pemulihan aktivitas perekonomian negara-negara di kawasan Eropa dan AS sehingga semakin memperburuk beban fiskal negara-negara tersebut. Di Eropa, krisis utang pemerintah bermula di beberapa negara perifer Eropa, yaitu Yunani, Irlandia dan Portugal. Namun proses penyelesaian yang berlarut-larut dan aktivitas perekonomian yang masih lemah menyebabkan krisis semakin dalam dan kemudian menyebar ke beberapa negara inti Eropa. Meluasnya krisis semakin cepat dengan tingginya keterkaitan perekonomian dan perbankan di kawasan Eropa. Di AS, kebijakan fiskal dan moneter yang sangat ekspansif juga belum mampu memperbaiki kinerja keuangan (balance sheet) baik di sektor korporasi maupun rumah tangga. Kondisi tersebut menyebabkan proses pemulihan ekonomi yang sempat membaik hingga awal tahun 2011 kembali terhambat dan menimbulkan kekhawatiran terhadap kesinambungan fiskal jangka menengah. Beratnya beban utang pemerintah di tengah ketidakpastian permasalahan sustainabilitas fiskal tersebut kemudian menyebabkan penurunan peringkat utang AS. Berbagai perkembangan yang memburuk di kedua kawasan negara maju tersebut menjadikan proses pemulihan ekonomi global penuh ketidakpastian yang pada gilirannya menimbulkan sentimen negatif dan mengguncang pasar keuangan global.

Gejolak di pasar keuangan tidak hanya terjadi di negara maju, namun juga berdampak langsung ke pasar keuangan di negara-negara emerging markets. Memburuknya sentiment negatif di pasar keuangan global semakin mendorong investor global melakukan pelepasan investasi pada surat utang pemerintah negara maju (proses deleveraging), terutama negara-negara yang mengalami krisis. Pada saat bersamaan, tingginya ketidakpastian dan persepsi risiko juga mendorong investor global melakukan pengalihan investasi ke instrumen keuangan yang dianggap lebih aman dan likuid (flight to quality), seperti surat utang pemerintah dan mata uang dolar AS. Melalui dua proses yang bersamaan ini, krisis di negara maju telah mengakibatkan keketatan likuiditas dan jatuhnya harga aset-aset keuangan global. Pasar keuangan di negara-negara emerging markets juga tidak terlepas dari imbas gejolak di pasar keuangan negara maju tersebut. Proses deleveraging dan perilaku flight to quality juga mendorong investor global melikuidasi dan menarik kembali sebagian dananya yang ditanamkan di emerging markets untuk menjaga likuiditasnya ataupun karena meningkatnya persepsi risiko global. Pembalikan arus modal asing tersebut telah menimbulkan jatuhnya harga saham dan obligasi serta memberikan tekanan pelemahan terhadap nilai tukar di negara-negara emerging markets, khususnya pada semester II-2011.

Memburuknya kondisi perekonomian negara-negara maju juga telah menyebabkan melemahnya kinerja perekonomian global. Ketidakpastian proses pemulihan ekonomi di AS dan Eropa berdampak pada melemahnya permintaan domestik, sehingga pertumbuhan ekonomi



di dua kawasan ini juga melambat, bahkan beberapa negara mengalami kontraksi ekonomi. Jepang juga mengalami kontraksi ekonomi, namun lebih disebabkan oleh bencana alam yang terjadi di awal tahun laporan. Melemahnya pemulihan ekonomi negara maju juga berdampak ke negara-negara emerging markets sehingga pertumbuhan yang tinggi pada periode sebelumnya cenderung mulai menurun pada semester II 2011. Penurunan permintaan barang dan jasa dari negara maju menyebabkan melambatnya pertumbuhan volume perdagangan dunia sehingga berdampak pada penurunan kinerja ekspor khususnya komoditas manufaktur dari negara-negara emerging markets. Dari sisi perkembangan harga, melemahnya kinerja ekonomi global juga diiringi oleh penurunan harga komoditas dunia pada semester II 2011, kecuali harga emas dan minyak dunia yang masih tinggi karena perilaku flight to safety investor global dan memanasnya krisis geopolitik di Timur Tengah. Seiring dengan itu, tekanan inflasi yang sempat meningkat cukup tinggi di berbagai negara pada periode sebelumnya kembali menurun di penghujung tahun 2011.

Dalam menghadapi dinamika ekonomi global tersebut, berbagai negara menerapkan kebijakan yang berbeda. Negara-negara emerging markets yang pada awalnya menerapkan kebijakan yang cenderung ketat kemudian bergeser ke kebijakan yang akomodatif. Pada semester I-2011, tekanan inflasi yang meningkat dan pertumbuhan yang relatif tinggi telah direspons dengan peningkatan suku bunga kebijakan oleh beberapa bank

sentral. Selain itu, menghadapi derasnya aliran masuk modal asing dari pasar keuangan global, bank sentral di negara-negara emerging markets juga memberikan ruang gerak yang lebih fleksibel terhadap penguatan nilai tukar dan menempuh kebijakan makroprudensial untuk mengelola aliran modal asing khususnya yang berjangka pendek. Namun pada semester II-2011, sejalan dengan perlambatan ekonomi dan menurunnya tekanan inflasi, negara-negara emerging markets cenderung menahan kenaikan suku bunga kebijakan, bahkan beberapa negara mulai menurunkan suku bunga acuannya. Dari sisi fiskal, negara-negara emerging markets tetap menempuh kebijakan yang mengarah pada terjaganya sustainabilitas fiskal dengan tetap memberikan stimulus terhadap perekonomian. Sementara itu, negara-negara maju pada umumnya tetap mempertahankan kebijakan moneter longgar dan kebijakan fiskal yang tetap ekspansif untuk mendorong lebih lanjut proses pemulihan ekonominya. Di sejumlah negara maju, upaya konsolidasi fiskal dilakukan sebagaimana tercermin pada upaya menurunkan defisit fiskal dan beban utang pemerintah, meskipun dalam banyak hal terkendala oleh kondisi politik dan keinginan untuk memberikan stimulus perekonomian. Berbagai upaya kerjasama global juga dilakukan untuk meminimalkan dampak krisis dan mendorong pemulihan ekonomi dunia, baik melalui forum kerjasama internasional seperti IMF, BIS dan G-20 maupun kerjasama regional Asia Pasifik seperti EMEAP dan SEACEN, walaupun masih terdapat kendala dalam implementasi berbagai komitmen yang disepakati.



Bab I

PERKEMBANGAN DAN KEBIJAKAN EKONOMI GLOBAL



PERKEMBANGAN DAN KEBIJAKAN EKONOMI GLOBAL



Ekonomi global pada 2011 tumbuh melambat menjadi sebesar 3,8%, setelah pada tahun sebelumnya mencapai 5,1%. Perlambatan ini bersumber dari tajamnya penurunan pertumbuhan ekonomi di negara-negara maju sebagai dampak dari memburuknya krisis utang pemerintah di AS dan Eropa serta bencana alam di Jepang. Perkembangan tersebut berdampak pada laju pertumbuhan ekonomi negara-negara emerging markets yang juga menurun sebagai akibat melemahnya permintaan produk ekspor negara-negara tersebut. Hal ini tercermin pada pertumbuhan volume perdagangan dunia yang hanya tumbuh 6,8%, jauh lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya yang mencapai 12,8%. Selain itu, melambatnya pertumbuhan negara-negara emerging markets juga disumbang oleh kebijakan moneter yang cenderung ketat pada awal tahun 2011 dalam mengatasi meningkatnya tekanan inflasi pada waktu itu.

Dinamika pertumbuhan ekonomi global yang melambat juga berdampak pada menurunnya tekanan inflasi global terutama pada paruh kedua 2011. Peningkatan tekanan inflasi sempat terjadi di awal tahun terutama disebabkan oleh melonjaknya harga minyak sebagai dampak krisis geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara yang juga memicu peningkatan harga-harga komoditas lainnya. Namun kemudian pada paruh kedua 2011, tekanan inflasi mereda seiring dengan perlambatan pertumbuhan ekonomi dan penurunan harga komoditas dunia. Dalam merespons dinamika perkembangan ekonomi dan tekanan inflasi tersebut, negara-negara maju masih cenderung mempertahankan kebijakan yang akomodatif. Sementara itu, negara-negara emerging markets cenderung mengambil kebijakan yang ketat di awal tahun namun kemudian bergeser ke cenderung akomodatif di akhir tahun.



1.1 PERKEMBANGAN EKONOMI GLOBAL

Perkembangan ekonomi global sepanjang tahun 2011 diwarnai oleh meningkatnya faktor ketidakpastian arah pemulihan ekonomi global. Di awal tahun masih berkembang optimisme pemulihan ekonomi pascakrisis tahun 2008 dengan munculnya berbagai perkembangan

positif di negara maju yang tengah mengalami krisis. Namun, selanjutnya muncul berbagai faktor ketidakpastian yang diawali dengan bencana alam yang melanda Jepang. Hal tersebut kemudian diperparah dengan terjadinya krisis geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara, serta memburuknya krisis utang pemerintah di negara-negara maju, yang merupakan faktor utama pemicu ketidakpastian pemulihan ekonomi global. Meningkatnya faktor ketidakpastian tersebut berdampak langsung pada gejolak di pasar keuangan dan perdagangan global, serta menurunnya pertumbuhan ekonomi global. Ekonomi global pada tahun 2011 hanya tumbuh 3,8%, jauh menurun dibandingkan dengan pertumbuhan tahun sebelumnya yang mencapai 5,1% (Tabel 1.1).

Memburuknya krisis utang pemerintah pada tahun 2011 tercermin pada meningkatnya intensitas krisis utang pemerintah di Eropa dan terhambatnya proses pemulihan ekonomi di AS. Di Eropa, krisis utang pemerintah bermula di Yunani, Portugal, dan Irlandia, yang dipicu oleh tingginya ekspansi fiskal dalam rangka mendorong pemulihan ekonomi pascakrisis keuangan global tahun 2008 yang tidak dibarengi oleh tingkat pertumbuhan ekonomi yang memadai. Hal tersebut

Tabel 1.1 Indikator Ekonomi Utama Dunia

Persen

Indikator Utama	2008	2009	2010	2011p Jan 2011	2011p Apr 2011	2011p Okt 2011	2011
PDB Dunia	2,8	-0,7	5,2	4,4	4,4	4,0	3,8
Negara-negara maju	0,2	-3,7	3,2	2,5	2,4	1,6	1,6
Amerika Serikat	0,0	-3,5	3,0	3,0	2,8	1,5	1,8
Kawasan Euro	0,5	-4,3	1,9	1,8	1,6	1,6	1,6
Jepang	-1,2	-6,3	4,4	1,6	1,4	-0,5	-0,9
Negara Berkembang	6,0	2,8	7,3	6,5	6,5	6,4	6,2
Asia	7,7	7,2	9,5	8,4	8,4	8,2	7,9
China	9,6	9,2	10,4	9,6	9,6	9,5	9,2
India	6,4	6,8	9,9	8,4	8,2	7,8	7,4
Amerika Latin	4,3	-1,7	6,1	4,3	4,7	4,5	4,6
Volume Perdagangan Dunia	2,9	-10,7	12,7	7,1	7,4	7,5	6,9
Ekspor							
Negara Maju	1,9	-11,9	12,2	6,2	6,8	6,2	5,5
Negara Berkembang	4,6	-7,7	13,6	9,2	8,8	9,4	9,0
Impor							
Negara Maju	0,4	-12,4	11,5	5,5	5,8	5,9	4,8
Negara Berkembang	9,0	-8,0	15,0	9,3	10,2	11,1	11,3
Inflasi IHK							
Negara Maju	3,4	0,1	1,6	1,6	2,2	2,6	2,7
Negara Berkembang	9,2	5,2	6,1	6,0	6,9	7,5	7,2

Sumber: IMF, WEO

diperburuk dengan belum berhasilnya reformasi struktural untuk meningkatkan daya saing dan produktivitas ekonomi. Sebagai akibatnya, defisit fiskal meningkat tajam yang menyebabkan utang pemerintah negara-negara tersebut terus meningkat hingga tahun 2010 (Tabel 1.2).

Pada pertengahan tahun 2011, intensitas krisis utang pemerintah di negara-negara Kawasan Eropa semakin meningkat. Krisis memburuk setelah peringkat utang pemerintah Yunani dan Portugal kembali diturunkan (Tabel 1.2). Sementara itu, beban utang pemerintah di negara-negara inti Eropa, seperti Italia dan Spanyol meningkat, sehingga menimbulkan kekhawatiran atas kesinambungan fiskal dan prospek pemulihan ekonominya. Pada Oktober 2011, Standard & Poor's (S&P) dan Moody's menurunkan peringkat utang Italia seiring dengan meningkatnya beban utang pemerintah negara tersebut.

Krisis utang pemerintah selanjutnya meluas ke sektor perbankan Eropa. Rambatan krisis utang pemerintah ke sektor perbankan disebabkan tingginya keterkaitan antarperbankan di Kawasan Eropa sebagaimana tercermin dari besarnya eksposur bank-bank Eropa (terutama Perancis dan Jerman) pada obligasi pemerintah negara-negara PIIGS (Portugal, Irlandia, Italia, Yunani dan Spanyol) (Tabel 1.3). Penurunan nilai obligasi negara-negara PIIGS berpotensi menimbulkan dampak negatif terhadap neraca perbankan, sehingga memicu kekhawatiran timbulnya risiko sistemik perbankan. Beberapa bank yang berasal dari Perancis bahkan mengalami penurunan peringkat utang terkait dengan obligasi pemerintah negara PIIGS yang dimilikinya. Hasil studi oleh *Internasional Monetary Fund (IMF)* yang dipublikasikan dalam *Global Financial Stability Report (GFSR)* edisi September 2011 menunjukkan besarnya potensi risiko sistemik perbankan tersebut. Penurunan harga obligasi

pemerintah Yunani berdampak negatif terhadap neraca perbankan Eropa dan neraca pemerintah (peningkatan *sovereign contingent liabilities*), serta mempersulit akses ke pasar uang yang berpotensi memberikan tekanan *deleveraging* perbankan. Hal ini selanjutnya meningkatkan kekhawatiran terhadap kemungkinan semakin meningkatnya intensitas krisis utang pemerintah di kawasan Eropa dan menambah ketidakpastian terhadap prospek pemulihan krisis di kawasan ini.

Proses pemulihan ekonomi AS juga terhambat oleh meningkatnya beban fiskal. Kebijakan fiskal dan moneter yang sangat ekspansif pascakrisis finansial global tahun 2008 ternyata belum mampu memperbaiki kinerja keuangan (*balance sheet*) secara berkesinambungan, baik di sektor korporasi maupun rumah tangga. Kondisi tersebut menyebabkan proses pemulihan ekonomi AS yang sempat menunjukkan indikasi membaik di awal tahun 2011 kembali terhambat dan menimbulkan kekhawatiran terhadap kesinambungannya. Hal ini diperburuk dengan posisi utang pemerintah AS yang telah menyentuh limit atas (*debt ceiling*) yang ditetapkan oleh *Congress* sebesar 14,3 triliun dolar AS. Sementara itu, upaya pemerintah AS memperoleh persetujuan dari Senat untuk meningkatkan batas utang (*debt limit*) berlangsung dengan cukup alot, meskipun pada akhirnya disetujui. Beban utang yang meningkat tersebut berdampak pada penurunan peringkat utang AS, untuk pertama kali dalam beberapa dekade terakhir, sehingga menambah gejolak di pasar keuangan global.

Gejolak di pasar keuangan negara-negara maju selanjutnya berdampak langsung ke pasar keuangan negara-negara *emerging markets*. Keketatan likuiditas di negara-negara maju dan memburuknya kualitas aset mendorong investor untuk menarik kembali sebagian dananya dari negara-negara *emerging*

Tabel 1.2 Indikator Makro Negara PIIGS dan AS

Negara	Defisit Fiskal/PDB (%)		Utang Pemerintah/PDB (%)		PDB (%)		Neraca TB/PDB (%)		Peringkat S & P	
	2010	2011p	2010	2011p	2010	2011p	2010	2011p	2010	2011
Portugal	-9,1	-5,9	88,7	101,8	1,3	-2,2	-9,9	-8,6	A-	BBB-
Italia	-4,5	-4,0	99,4	100,4	1,3	0,6	-3,3	-3,5	A+	A
Irlandia	-32,0	-10,3	78,0	98,8	-0,4	0,4	0,5	1,8	A	BBB+
Yunani	-10,4	-8,0	142,8	153,1	-4,4	-5,0	-10,5	-8,4	BB+	CC
Spanyol	-9,2	-6,1	48,7	56,0	-0,1	0,8	-4,6	-3,8	AA	AA-
AS	-10,3	-9,6	68,3	72,6	3,0	1,5	-3,2	-3,1	AAA	AA+

p= proyeksi
Sumber: WEO dan Bloomberg

Tabel 1.3 Kepemilikan Surat Utang PIIGS oleh Beberapa Negara

Juta dolar AS

Negara	Total Obligasi Pemerintah	Dimiliki oleh Perbankan Eropa						Dimiliki Non-Perbankan Eropa		
		Belgia	Perancis	Jerman	Italia	Spanyol	Swiss	Jepang	Inggris	AS
Portugal	27.688	1.818	5.370	7.878	471	6.498	122	461	1.759	805
Irlandia	16.530	710	2.616	2.836	539	144	99	762	4.647	1.814
Italia	221.057	11.299	82.266	44.482		10.056	5.178	24.800	8.517	10.269
Yunani	32.162	1.288	7.230	11.279	1.434	375	285	116	2.080	1.479
Spanyol	95.643	3.708	27.060	26.406	6.360		2.921	9.893	6.084	5.304

Sumber: BIS, Konsolidasi Statistik Perbankan (September 2011)

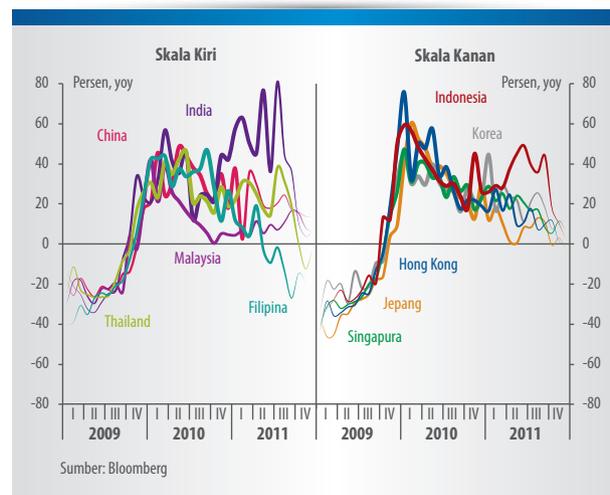
markets (*deleveraging*). Di samping itu, gejolak pasar keuangan meningkatkan persepsi risiko investor terhadap aset negara-negara *emerging markets*, sehingga investor cenderung mengalihkan investasinya dari aset negara-negara *emerging* ke aset keuangan lain yang dianggap lebih aman (*safe haven*), terutama surat utang pemerintah AS. Pembalikan aliran modal tersebut menimbulkan gejolak di pasar saham dan obligasi negara-negara *emerging markets* serta memberikan tekanan terhadap nilai tukar (lihat Bab 2: Perkembangan Pasar Keuangan dan Komoditas Global).

Melemahnya pemulihan ekonomi di Eropa dan AS, serta bencana alam di Jepang selanjutnya berimbas pada perekonomian *negara-negara emerging markets*. Aktivitas perekonomian yang melemah berdampak pada menurunnya permintaan impor negara-negara maju. Hal ini menyebabkan volume perdagangan dunia pada tahun 2011 hanya tumbuh sebesar 6,9%, jauh menurun dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang mencapai 12,7% (Tabel 1.1). Melemahnya perdagangan dunia juga tercermin pada perlambatan aktivitas perdagangan (ekspor dan impor) di negara-negara *emerging markets*, termasuk di kawasan Asia (Grafik 1.1). Penurunan perdagangan negara-negara *emerging markets* Asia juga terpengaruh oleh menurunnya aktivitas produksi di Jepang, akibat bencana alam tsunami, yang mengakibatkan bahan bakunya dipasok oleh negara-negara tersebut. Perdagangan negara-negara *emerging markets* Eropa juga melambat sebagai akibat melemahnya perekonomian di kawasan ini (Grafik 1.2).

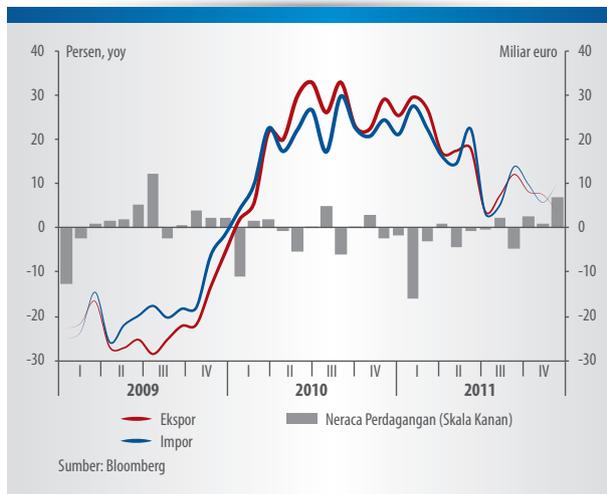
Sebagai imbas dari pelemahan ekonomi global, tekanan inflasi pada paruh kedua 2011 mulai menurun. Tekanan inflasi sempat meningkat, terutama pada triwulan I, sejalan dengan masih kuatnya permintaan global. Meningkatnya tekanan inflasi juga disumbang oleh melonjaknya harga minyak akibat krisis geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara yang diikuti oleh kenaikan harga komoditas lainnya. Harga komoditas

pangan juga sempat meningkat yang disebabkan terhambatnya pasokan akibat cuaca yang kurang kondusif. Namun, kembali melemahnya perekonomian global pada paruh kedua 2011 dan meredanya permasalahan pasokan di atas mendorong harga komoditas kembali menurun dan pada gilirannya mengurangi tekanan inflasi (lihat Bab 2: Perkembangan Pasar Keuangan dan Komoditas Global).

Dalam menghadapi dinamika ekonomi global, negara-negara maju cenderung mempertahankan kebijakan yang akomodatif, sementara negara-negara *emerging markets* yang semula menempuh kebijakan yang relatif ketat mulai menempuh kebijakan akomodatif menjelang akhir tahun 2011. Kebijakan moneter akomodatif di negara-negara maju ditempuh dalam rangka mendorong aktivitas perekonomian untuk keluar dari krisis. Di negara-negara *emerging markets*, masih kuatnya aktivitas perekonomian dan meningkatnya tekanan inflasi di awal tahun 2011 direspons dengan kebijakan moneter yang cenderung ketat. Namun, sejalan dengan melambatnya pertumbuhan ekonomi global dan menurunnya tekanan inflasi di paruh kedua 2011, negara-negara *emerging markets* menahan



Grafik 1.1 Aktivitas Perdagangan Negara-negara Asia



Grafik 1.2 Aktivitas Perdagangan Negara-negara Eropa

kenaikan suku bunga kebijakan, bahkan beberapa negara mulai menurunkan suku bunga.

1.2 PERKEMBANGAN EKONOMI NEGARA-NEGARA MAJU

Meskipun secara umum menunjukkan perkembangan yang melemah, perekonomian dunia sepanjang tahun 2011 mengalami dua periode yang berbeda. Periode pertama terjadi pada triwulan I 2011 yaitu saat muncul optimisme pemulihan global seiring dengan beberapa perkembangan positif di negara-negara maju. Perkembangan positif dimaksud adalah meningkatnya konsumsi di AS dan Jepang, serta meningkatnya surplus perdagangan Jerman dan Perancis. Sejalan dengan itu, pertumbuhan di negara-negara *emerging markets* juga relatif tinggi. Periode kedua terjadi ketika perkembangan positif tersebut menyurut seiring dengan munculnya beberapa faktor penghambat pemulihan ekonomi, seperti bencana alam di Jepang pada akhir triwulan I, memburuknya krisis utang di Kawasan Euro yang terjadi sepanjang triwulan III-IV, dan munculnya kekhawatiran terhambatnya pemulihan ekonomi AS yang dipicu oleh permasalahan limit utang pada triwulan III. Berbagai hal tersebut berdampak signifikan pada pelemahan kinerja perekonomian global dan mengguncang pasar keuangan global.

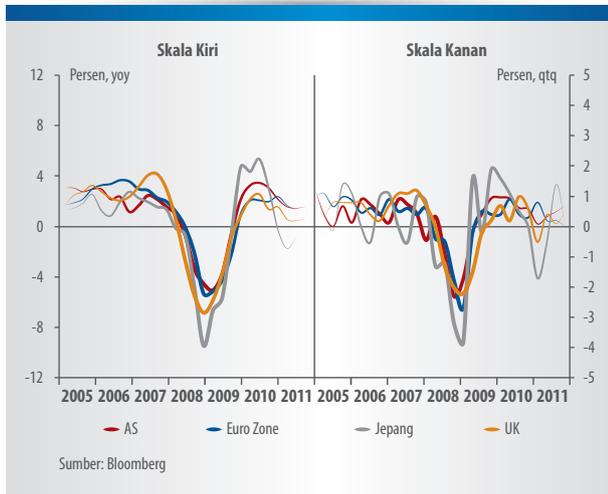
Pada triwulan I 2011, proses pemulihan ekonomi di negara-negara maju masih menunjukkan perkembangan yang positif. Pemulihan ekonomi negara-negara maju yang berlangsung lebih baik dari perkiraan terutama didorong oleh perbaikan konsumsi sektor swasta di AS dan Jepang. Perbaikan

konsumsi tersebut sebagian merupakan dampak positif dari kebijakan stimulus fiskal dan moneter yang diimplementasikan oleh pemerintah kedua negara tersebut pascakrisis finansial global tahun 2008. Di samping itu, membaiknya kinerja eksternal Jepang dan munculnya geliat investasi di AS juga turut membangkitkan optimisme pemulihan ekonomi global.

Kinerja ekonomi di Kawasan Euro juga masih menunjukkan perkembangan positif. Pada triwulan I, kinerja sektor eksternal Jerman dan Perancis berhasil mencatat surplus perdagangan yang cukup signifikan. Surplus perdagangan di kedua negara tersebut menjadi motor penggerak pemulihan ekonomi Kawasan Euro di tengah krisis utang negara-negara periferalnya dan upaya konsolidasi fiskal (*austerity program*) yang menekan laju pertumbuhan ekonomi. Namun, proses pemulihan ekonomi ini masih dibayangi oleh ancaman tekanan inflasi seiring dengan membaiknya permintaan global dan kenaikan harga komoditas energi dan pangan internasional.

Terlepas dari konsumsi yang meningkat, perekonomian Jepang mengalami kontraksi pada triwulan I sebagai dampak dari bencana alam. Gempa dan tsunami yang terjadi pada 11 Maret 2011 menyebabkan terganggunya pasokan listrik dan kerusakan infrastruktur. Hal ini mengakibatkan terganggunya aktivitas produksi manufaktur sehingga mengganggu kelancaran jaringan suplai global. Kinerja ekspor Jepang yang sebelumnya tumbuh moderat semakin melemah akibat rendahnya pengiriman produk otomotif, semikonduktor dan elektronik. Di sisi lain, konsumsi rumah tangga juga terganggu seiring dengan munculnya dugaan tercemarnya bahan makanan segar oleh kebocoran salah satu reaktor nuklir. Dengan munculnya permasalahan tersebut, kinerja ekonomi Jepang terkontraksi hingga kisaran 1% (Grafik 1.3).

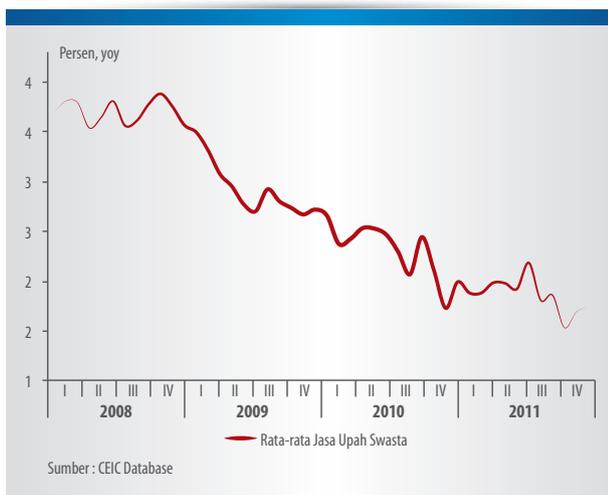
Memasuki triwulan II hingga akhir tahun 2011, kinerja ekonomi negara maju mulai melambat, terutama di AS dan Kawasan Euro. Faktor penyebab perlambatan ekonomi AS adalah kembali melemahnya konsumsi swasta sejak paruh kedua 2011. Hal ini terkait dengan semakin tertekannya pendapatan masyarakat akibat kembali lesunya pasar tenaga kerja yang tercermin dari tingkat upah yang terus menurun (Grafik 1.4). Selain itu, masih tingginya angka pengangguran, belum pulihnya sektor properti, dan masih berlangsungnya proses *deleveraging* di sektor rumah tangga, juga menjadi faktor penahan kegiatan konsumsi sektor swasta. Melemahnya konsumsi antara lain tercermin



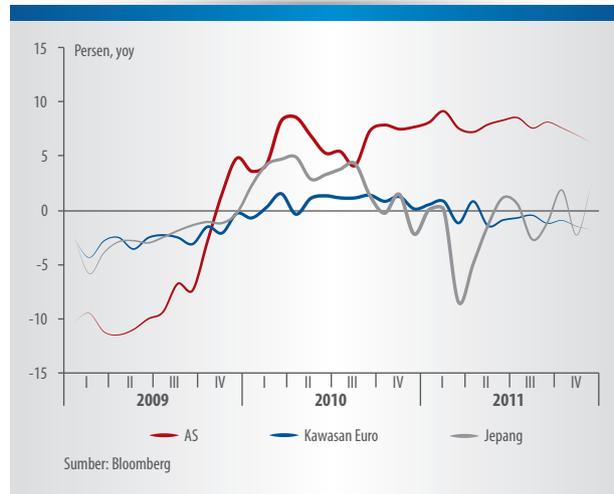
Grafik 1.3 Pertumbuhan Ekonomi Negara Maju

pada tren perkembangan angka penjualan eceran yang menurun, bahkan tumbuh negatif (Grafik 1.5). Kondisi ini diperparah dengan berakhirnya paket stimulus pemerintah, sementara tingkat keyakinan masyarakat belum meningkat secara signifikan. Lemahnya konsumsi swasta ini berdampak pada melambatnya pertumbuhan ekonomi. Prospek pelemahan ekonomi AS tersebut menimbulkan sentimen negatif di pasar keuangan yang tengah diliputi oleh kekhawatiran terkait dengan persoalan utang pemerintah AS yang mendekati batas atas (*debt ceiling*). Kekhawatiran akan kesinambungan keuangan pemerintah AS tersebut pada akhirnya memicu gejolak di pasar keuangan global, terlebih setelah S&P menurunkan peringkat utang AS dari AAA menjadi AA+ pada 5 Agustus 2011.

Di tengah kemelut krisis utang pemerintah, pertumbuhan ekonomi Kawasan Euro masih positif



Grafik 1.4 Perkembangan Tingkat Upah di AS



Grafik 1.5 Penjualan Eceran Negara-negara Maju

pada paruh kedua 2011 meskipun sedikit melambat. Hal ini terkait dengan pelemahan pertumbuhan negara-negara PIIGS yang menyebabkan penurunan perdagangan dalam kawasan Eropa. Sebagai akibatnya, kinerja eksternal Jerman dan Perancis menurun. Namun, kegiatan konsumsi swasta kembali menguat di kedua negara tersebut sejak triwulan III sejalan dengan menurunnya tekanan inflasi. Seiring dengan itu, meningkatnya kegiatan investasi bangunan untuk industri pengolahan dan mesin dapat mengompensasi pelemahan kinerja eksternal. Pertumbuhan ekonomi kedua negara tersebut masih cukup solid hingga akhir tahun. Berbeda dengan Jerman dan Perancis, pertumbuhan ekonomi negara-negara lain di kawasan ini masih melemah. Bahkan pertumbuhan ekonomi Yunani dan Portugal mengalami kontraksi.

Pertumbuhan ekonomi Jepang pada paruh kedua 2011 mulai menunjukkan ekspansi meskipun belum cukup kuat. Pada triwulan III, ekonomi Jepang mulai menunjukkan perkembangan yang membaik setelah mengalami kontraksi pada periode sebelumnya. Kegiatan manufaktur di Jepang secara umum mulai menunjukkan pemulihan. Namun, ekspansi ini terkendala oleh beberapa faktor, seperti ketidakpastian di negara-negara maju lain yang berdampak pada penurunan permintaan dan daya saing ekspor akibat apresiasi yen, serta gangguan suplai komponen otomotif dan elektronik dari Thailand yang mengalami bencana banjir besar. Ekspor Jepang mengalami penurunan signifikan sehingga neraca perdagangan memburuk. Selain itu, ekspansi Jepang juga tertahan oleh menurunnya belanja modal pemerintah dan masih lemahnya konsumsi swasta.



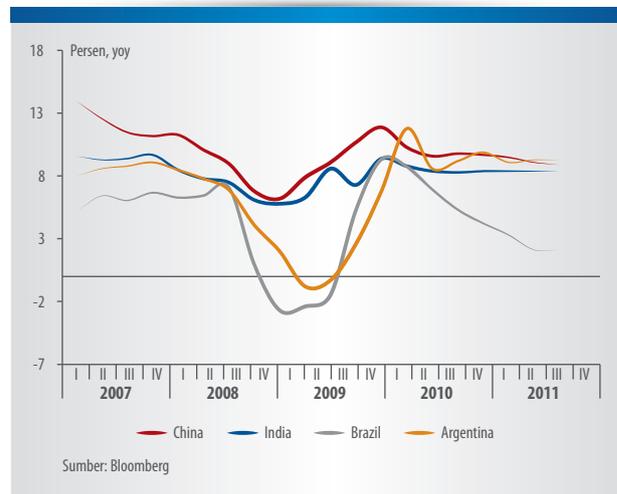
Grafik 1.6 Inflasi Negara-negara Maju

Tekanan inflasi di negara-negara maju sempat meningkat di awal tahun, namun berbalik menurun di paruh kedua 2011. Ancaman meningkatnya inflasi di negara-negara maju sempat muncul di awal tahun sejalan dengan membaiknya permintaan domestik dan kenaikan harga komoditas internasional. Namun, tekanan inflasi berangsur menurun seiring dengan pelemahan permintaan domestik dan turunnya harga komoditas, terutama komoditas non-minyak (Grafik 1.6).

1.3 PERKEMBANGAN EKONOMI NEGARA-NEGARA EMERGING MARKETS

Sejalan dengan perkembangan ekonomi negara maju, kinerja ekonomi negara-negara *emerging markets* juga melambat meskipun tetap pada level yang tinggi. Konsumsi masyarakat, investasi dan ekspor di China dan India masih tumbuh kuat di triwulan I. Dampak rambatan bencana alam di Jepang terhadap pasokan ke kawasan Asia juga relatif masih terbatas. Di Amerika Latin, pertumbuhan ekonomi kawasan ini juga tetap tinggi yang dimotori oleh Brazil dan Argentina, meskipun dibayangi oleh ancaman tekanan apresiasi nilai tukar (Grafik 1.7).

Memasuki triwulan II, pertumbuhan ekonomi negara-negara *emerging markets* mulai melambat. Dampak pengetatan kebijakan di beberapa negara *emerging markets* dan efek rambatan pelemahan ekonomi

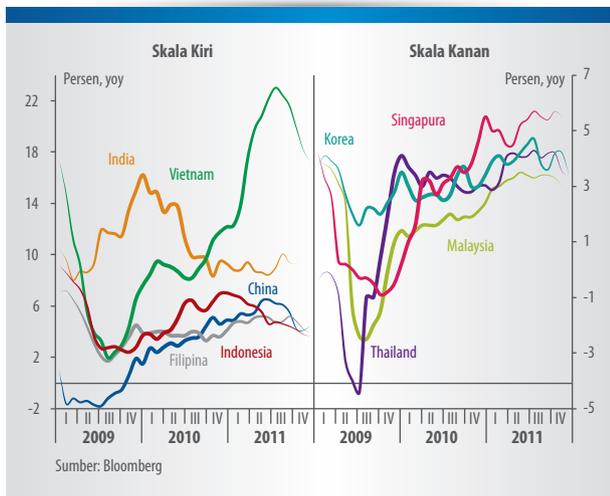


Grafik 1.7 Pertumbuhan Ekonomi Negara-negara Emerging Markets

negara-negara maju terhadap penurunan kinerja ekspor negara-negara *emerging markets* mulai terlihat, meskipun relatif masih terbatas (Grafik 1.1). Namun, melemahnya permintaan ekspor dari negara-negara maju sedikit terkompensasi oleh meningkatnya perdagangan antarnegara-negara *emerging markets* sejalan dengan masih kuatnya permintaan domestik negara-negara tersebut. Permintaan domestik yang kuat dan meningkatnya perdagangan antarsesama negara *emerging markets* merupakan faktor pendorong perekonomian negara-negara *emerging markets* untuk tetap tumbuh tinggi hingga akhir tahun 2011.

Di Amerika Latin, pertumbuhan ekonomi Brazil mulai melambat. Perlambatan tersebut merupakan imbas dari memburuknya kondisi ekonomi di AS dan negara-negara Eropa yang merupakan mitra dagang utama Brazil. Hal ini kemudian diperburuk oleh pelemahan daya saing akibat apresiasi nilai tukar mata uangnya. Selain itu, kinerja investasi juga melemah sebagai dampak kebijakan pemerintah Brazil untuk meredam ekspansi kredit.

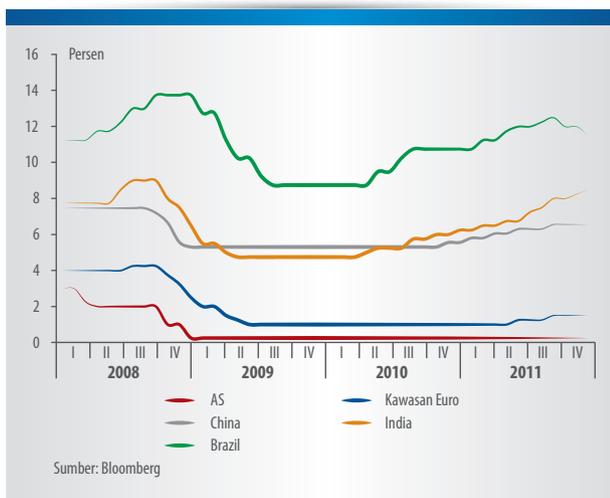
Inflasi di negara-negara *emerging markets* pada tahun 2011 masih berada pada level yang cukup tinggi. Tekanan inflasi yang tinggi tersebut tidak terlepas dari masih kuatnya permintaan domestik di negara-negara *emerging markets* (Grafik 1.8). Namun, kuatnya permintaan domestik sedikit tertahan oleh melemahnya harga komoditas pangan dunia, sehingga berdampak pada perlambatan laju inflasi negara-negara *emerging markets* sejak paruh kedua 2011.



Grafik 1.8 Inflasi Negara-negara Emerging Markets Asia

1.4 RESPONS KEBIJAKAN GLOBAL

Dalam menghadapi dinamika ekonomi global, negara-negara maju dan negara-negara *emerging markets* menempuh kebijakan yang berbeda. Negara-negara maju pada umumnya mempertahankan kebijakan moneter yang akomodatif untuk mendorong aktivitas perekonomian. Di sisi lain, negara-negara *emerging markets* melakukan pengetatan moneter, terutama pada paruh pertama 2011, untuk menekan laju inflasi yang masih tinggi. Namun, menjelang akhir tahun, negara-negara *emerging markets* cenderung mempertahankan suku bunga, bahkan beberapa negara melakukan penurunan suku bunga, sejalan dengan menurunnya inflasi (Grafik 1.9).



Grafik 1.9 Perkembangan Suku Bunga Kebijakan

Perekonomian negara-negara maju yang kembali melemah dan disertai dengan peningkatan ketidakstabilan di pasar keuangan mendorong pihak otoritas di negara maju untuk menerapkan kebijakan yang akomodatif. Sepanjang tahun 2011, bank sentral AS belum mengubah suku bunga kebijakannya yang berada pada level 0,25%, meskipun dibayangi oleh ancaman inflasi. Dipertahankannya suku bunga rendah tersebut sejak Desember 2008 dilatarbelakangi oleh masih belum stabilnya perekonomian AS dan ekspektasi bahwa gejolak harga akan bersifat sementara (Grafik 1.9). Selain itu, untuk melengkapi ekspansi fiskal yang telah diluncurkan pada tahun sebelumnya, stimulus moneter pun dilakukan dalam bentuk *Quantitative Easing* jilid 2 (QE-2) pada November 2010 hingga September 2011 dengan nilai mencapai 600 miliar dolar AS. QE-2 ini merupakan rangkaian dari kebijakan stimulus moneter sebelumnya, yaitu QE-1, yang berlangsung sejak November 2008 hingga Juni 2010 yang nilainya mencapai sekitar 2 triliun dolar AS.

Kebijakan fiskal maupun moneter akomodatif di AS belum berhasil mendorong aktivitas di sektor riil sebagaimana diharapkan. Kebijakan fiskal ekspansif hanya mampu menahan perekonomian AS dari kejatuhan yang lebih dalam, namun dampak positifnya hanya berlangsung secara temporer. Hal itu tercermin dari melemahnya kembali aktivitas konsumsi pascaberakhirnya stimulus fiskal. Sementara itu, stimulus berupa pengurangan pajak untuk dunia usaha juga tidak berperan banyak dalam mendorong ekspansi usaha sektor bisnis.

Sementara itu, kebijakan moneter ekstra longgar juga belum mampu mendorong perekonomian ke jalur pemulihan yang lebih stabil. Suku bunga sangat rendah dan injeksi likuiditas, baik ke sektor perbankan maupun langsung ke sektor korporasi, ternyata belum berhasil mendorong aktivitas di sektor riil ataupun meningkatkan penyerapan tenaga kerja secara signifikan dan stabil. Strategi QE-2 memang berhasil menurunkan suku bunga dalam jangka panjang, namun kondisi ini selanjutnya juga tidak berhasil memberikan dorongan ke sektor riil seperti yang diharapkan.

Kebijakan fiskal maupun moneter akomodatif kurang efektif mendorong aktivitas perekonomian dalam kondisi tingkat keyakinan pelaku usaha yang sangat rendah. Permasalahan yang dihadapi perekonomian AS saat ini bukan lagi kekeringan likuiditas seperti pada saat krisis keuangan global tahun 2008. Permasalahan yang dihadapi saat ini adalah belum berjalannya mesin

perekonomian yang berada di tangan sektor swasta korporasi nonkeuangan akibat rendahnya tingkat keyakinan pelaku usaha terhadap perkembangan ekonomi ke depan.

Di Kawasan Euro, permasalahan krisis utang pemerintah yang meluas ke perbankan tidak kunjung teratasi. Hal ini secara perlahan mulai mengancam negara-negara inti di kawasan ini. Di kawasan ini ketegangan di pasar keuangan juga dibarengi oleh guncangan dalam perekonomian menyusul diberlakukannya program konsolidasi fiskal di berbagai negara Kawasan Euro. Sebaliknya, kondisi institusi keuangan yang masih rapuh dan lambatnya proses penyehatan neraca lembaga keuangan di kawasan ini semakin menciptakan ekspektasi negatif di pasar. Hal ini seakan menenggelamkan upaya positif pemerintah di negara-negara tersebut untuk menyehatkan kondisi keuangan negaranya. Di tengah kondisi lembaga keuangan yang masih rapuh, langkah pemerintah menjalankan *austerity program* secara drastis, justru semakin memperbesar ekspektasi negatif terhadap prospek pemulihan ekonomi di kawasan ini.

Kebijakan moneter di kawasan Eropa selama tahun 2011 cenderung mengakomodasi tekanan inflasi dan perkembangan krisis utang. Di awal tahun, European Central Bank (ECB) sempat menaikkan suku bunga untuk menahan laju inflasi Kawasan Euro yang telah melampaui targetnya. Namun, di paruh kedua 2011 kebijakan ECB berbalik arah dengan menurunkan suku bunga setelah eskalasi krisis utang pemerintah di Kawasan Euro semakin meluas dan memburuk.

Berbeda dengan respons kebijakan di negara-negara maju, kebijakan yang ditempuh oleh otoritas di negara-negara *emerging markets* lebih beragam. Bank sentral di kawasan Asia secara umum masih menerapkan kebijakan pengetatan moneter guna meredam tekanan inflasi dan pemanasan ekonomi. Tekanan inflasi meningkat pada paruh pertama 2011 yang didorong oleh kenaikan harga minyak. Pada saat yang sama, peningkatan harga komoditi pangan semakin menambah tekanan inflasi.

Selain menaikkan suku bunga, beberapa negara-negara *emerging markets* juga melakukan pengetatan moneter melalui peningkatan Giro Wajib Minimum (GWM) bank dan menerapkan kebijakan makroprudensial. Kebijakan tersebut merupakan komplemen bagi kebijakan suku bunga yang ditujukan untuk meredam ancaman terjadinya gelembung harga aset dan lonjakan

kegiatan. Pengetatan moneter dilakukan untuk mengatasi likuiditas yang cenderung meningkat sebagai dampak tingginya aliran masuk modal asing ke negara-negara *emerging markets*. China, Brazil, Peru, Turki, Vietnam, Filipina dan Malaysia menaikkan GWM bank, bahkan beberapa negara menaikkan GWM lebih dari satu kali sepanjang tahun 2011. Sementara itu, Taiwan dan Vietnam juga menaikkan minimum *liquidity ratio* (semacam GWM) untuk lembaga keuangan non-bank.

Tidak cukup dengan menaikkan suku bunga dan GWM, China dan Brazil juga menggunakan kebijakan lain untuk menekan aliran modal masuk. China melarang pelaku bisnis untuk meminjam dari bank asing dalam denominasi renminbi. Sementara itu, di Brazil, otoritas negara ini meningkatkan *financial operation tax* terhadap pinjaman luar negeri, kewajiban penempatan deposito dan pemotongan pengeluaran pemerintah sebagai bagian strategi pengendalian inflasi.

Sejalan dengan menurunnya tekanan inflasi pada paruh kedua 2011 beberapa bank sentral melakukan penurunan suku bunga. Bank sentral Indonesia dan Brazil menurunkan suku bunga kebijakan menjelang akhir tahun 2011 setelah melihat prospek tekanan inflasi ke depan yang cenderung menurun. Penurunan suku bunga tersebut juga diharapkan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, Argentina dan Meksiko juga tetap mempertahankan kebijakan moneter yang cenderung longgar seiring dengan perkembangan harga domestik yang masih terkendali. Selain itu, Argentina juga lebih memprioritaskan peningkatan pertumbuhan ekonomi dibandingkan dengan pengendalian inflasi sehubungan dengan akan diadakannya pemilu pada Oktober 2011.

1.5 KERJASAMA INTERNASIONAL

Sepanjang tahun 2011, fokus pembahasan di sejumlah fora internasional diwarnai oleh isu fundamental yang terkait dengan pemburukan ekonomi global dan upaya meredam dampak negatif dari pemburukan dimaksud. Di kawasan Asia Pasifik, fokus pembahasan pada forum ASEAN+3 yaitu menjaga stabilitas kawasan melalui pembentukan fasilitas pencegahan krisis dan penguatan fasilitas resolusi krisis.¹ Masih di kawasan, pembahasan di forum *East Asia Pacific Central Bank* (EMEAP) dan

1 Selain aktif dalam forum kerjasama antarnegara ASEAN, Indonesia juga terlibat dalam kerja sama ASEAN dengan negara mitra dialog (*dialogue partner*), khususnya pada kerja sama ASEAN+3 dengan China, Jepang, dan Korea.

South East Asian Central Banks (SEACEN) meliputi respons bank sentral terhadap kondisi ekonomi global saat ini, kenaikan harga komoditas, dan destabilisasi aliran modal. Sementara itu, kerjasama di *Bank International Settlement* (BIS), IMF, dan forum G20 (Group of Twenty) meliputi koordinasi kebijakan dan koordinasi internasional untuk mengantisipasi tantangan global.

Forum kerjasama ASEAN+3 menjaga stabilitas kawasan melalui pembentukan fasilitas pencegahan krisis dan penguatan fasilitas resolusi krisis. Menyikapi kebutuhan likuiditas dalam jumlah besar untuk berjaga-jaga terhadap krisis keuangan yang terjadi secara global dan menyebar cepat, negara-negara ASEAN+3 di tahun 2011 sepakat membentuk fasilitas pencegahan krisis (*crisis prevention facility* atau CPF). CPF dibuat untuk melengkapi fasilitas resolusi krisis kawasan yang saat ini tersedia pada skema *Chiang Mai Initiative Multilateralization* (CMIM). Merujuk pada amanat Menteri Keuangan negara ASEAN+3, pembahasan CPF difokuskan pada bentuk rancangan fasilitas termasuk penyediaan dana melalui CMIM (baik untuk fasilitas resolusi krisis maupun CPF), kolaborasi lebih lanjut dengan IMF dan peranan ASEAN+3 *Macroeconomic Research Office* (AMRO) sebagai unit *surveillance* independen bagi CMIM.^{2,3} Dalam konteks ini, pembahasan mengenai kerangka formal penguatan kolaborasi CMIM sebagai *regional financial arrangement* (RFA) dengan IMF untuk menciptakan sebuah *Global Financial Safety Net* (GFSN) yang terintegrasi tengah bergulir.

Fora kerjasama antarbank sentral kawasan juga ditujukan untuk merespons perkembangan kondisi global saat ini. Otoritas moneter yang tergabung dalam EMEAP maupun SEACEN secara umum sepakat untuk meningkatkan kerjasama guna mengantisipasi dan meminimalisir risiko pemburukan ekonomi global terhadap stabilitas ekonomi dan sistem keuangan.⁴ Selain itu, disepakati pula agar bank sentral di kawasan ini juga memperhitungkan dampak destabilisasi dari aliran modal terhadap nilai tukar, limpahan likuiditas yang berujung pada kenaikan harga aset, dan kemungkinan terjadinya *currency* dan *maturity mismatch* dalam upayanya mencapai target inflasi.

2 Joint Ministerial Statement of the 14th ASEAN+3 Finance Ministers' Meeting, Hanoi, Vietnam, 4 Mei 2011.

3 Unit *surveillance* independen yang dibentuk negara-negara ASEAN+3.

4 Pertemuan SEACEN Expert Group (SEG) on *Capital Flows* pada Agustus 2011.

Selanjutnya, bank sentral juga diharapkan melakukan upaya lain seperti penguatan pengawasan dan *surveillance*, *global regulatory requirement*, dan kerangka regulasi makroprudensial. Sementara itu, dalam pertemuan EMEAP disepakati pula untuk meningkatkan kerjasama dan saling tukar informasi guna mendukung efektivitas kebijakan moneter dalam meredam dampak putaran kedua kenaikan harga komoditas global terhadap inflasi dan upah.

Fokus pembahasan di forum G20 diarahkan pada koordinasi kebijakan negara anggota G20 untuk mencapai pertumbuhan ekonomi yang kuat, berkelanjutan dan seimbang, serta koordinasi internasional untuk mengantisipasi berbagai tantangan global. Di tahun 2011, forum G20, dengan bantuan IMF dan lembaga internasional lainnya, melanjutkan proses koordinasi kebijakan negara anggota G20 untuk mencapai kerangka pertumbuhan ekonomi yang kuat, berkelanjutan dan seimbang. Hal ini meliputi penyusunan pedoman indikatif dalam kerangka *Mutual Assessment Process* (MAP) guna mengatasi permasalahan ketidakseimbangan global. Untuk memperkuat fondasi pertumbuhan jangka menengah, forum G20 juga merumuskan rencana konsolidasi fiskal yang kuat, mendorong permintaan sektor swasta di negara-negara dengan surplus neraca berjalan dan permintaan sektor swasta yang lemah, reformasi struktural untuk meningkatkan pertumbuhan dan mendorong penciptaan lapangan kerja di seluruh negara anggota G20.

Terkait dengan persoalan global saat ini, negara-negara anggota G20 berkomitmen untuk mengupayakan penyelesaian persoalan global dan meminimalkan efek rambatan kebijakan ekonomi domestik yang berdampak negatif terhadap negara lain. Negara-negara Eropa berkomitmen untuk mengatasi persoalan utang di kawasannya. AS berkomitmen untuk menjalankan paket kebijakan jangka pendek melalui investasi pemerintah, insentif pajak dan kebijakan tenaga kerja yang lebih terarah sejalan dengan rencana konsolidasi fiskal jangka menengah. Sementara Jepang berkomitmen melalui kebijakan fiskalnya untuk rekonstruksi dampak gempa bumi. Negara-negara dengan kondisi keuangan pemerintah yang relatif kuat (Australia, Kanada, China, Jerman, Korea dan Indonesia) sepakat untuk menjadikan kebijakan fiskalnya sebagai stabilisasi jika terjadi pemburukan ekonomi global dengan tetap menjaga tujuan fiskal jangka menengah. Sementara itu, negara-negara dengan sistem nilai tukar yang tidak fleksibel dan cadangan devisa yang melebihi kebutuhan

untuk berjaga-jaga setuju untuk memperlambat akumulasi cadangan devisa agar penyesuaian nilai tukar berlangsung lebih cepat dengan tetap memerhatikan kebutuhannya untuk mengatasi gejolak aliran modal dan tidak mengarah pada kebijakan devaluasi yang kompetitif. Untuk negara-negara dengan surplus transaksi berjalan diharapkan dapat mendorong permintaan domestik dalam rangka mendorong pertumbuhan dan mendukung stabilitas keuangan.

Dalam kerangka reformasi *international monetary system* (IMS) forum G20 memfokuskan pada upaya mengatasi akar permasalahan ketidakseimbangan global dalam menciptakan sistem moneter yang lebih stabil dan efisien. Berbagai isu yang dibahas dan disepakati mencakup pengelolaan aliran modal yang bergejolak, likuiditas global, dan penguatan *surveillance* IMF, serta berbagai langkah nyata untuk memperkuat komitmen reformasi di sektor keuangan (pengembangan pasar modal lokal dan obligasi dalam mata uang domestik).

Sebagai respons terhadap permintaan G20 untuk mengamati dampak eksternal dari kebijakan domestik, lima negara dengan kategori sistemik (China, Euro Area, Jepang, Inggris dan AS), IMF pada pertengahan 2001 merilis produk *Spillover Report*. Produk ini dimaksudkan untuk menjembatani kesenjangan antara *surveillance* domestik dengan *surveillance* global. Peningkatan kualitas *surveillance* juga dilengkapi dengan penguatan peran *Global Financial Safety Net* (GFSN) melalui penyediaan fasilitas likuiditas jangka pendek yang cukup bagi negara yang terkena krisis sistemik. Hal ini diharapkan dapat memitigasi tingginya biaya krisis dan

mencegah permasalahan likuiditas sistemik. Beberapa alternatif penguatan GFSN mencakup pengembangan kerjasama keuangan regional, penguatan kolaborasi antara *Regional Financing Arrangement* dengan IMF, memperkuat dan menyempurnakan kerangka, serta modalitas dan instrumen pembiayaan IMF.

Dalam rangka memulihkan stabilitas sistem keuangan global, pemimpin G20 berkomitmen untuk melanjutkan reformasi sektor keuangan global. Beberapa hal yang menjadi agenda reformasi sektor keuangan global adalah penguatan kebijakan makroprudensial yang ditujukan untuk mengurangi risiko di dalam sistem keuangan dengan mengurangi efek *procyclical* dan kontraksi pada aktivitas keuangan, peningkatan kualitas permodalan dan likuiditas bank, pengaturan lembaga keuangan yang berdampak sistemik, dan meningkatkan kepatuhan terhadap standar internasional.

Sementara itu, fokus pembahasan pertemuan BIS pada akhir tahun 2011 merupakan implikasi peningkatan tingkat utang terhadap kebijakan moneter dan fiskal. Tingginya tingkat utang (swasta dan pemerintah) berimplikasi pada semakin berkurangnya efektivitas kebijakan moneter dan fiskal. Peningkatan utang akan berdampak pada berubahnya transmisi kebijakan moneter terkait dengan meningkatnya sensitivitas permintaan agregat terhadap perubahan suku bunga. Selain itu, meningkatnya utang publik dapat mengurangi efektivitas kebijakan moneter apabila otoritas fiskal tidak mempunyai rencana yang kredibel untuk menurunkan tingkat utang ke level yang terkontrol.

Tabel 1.4 Kebijakan Moneter dan Makroprudensial Global

Kebijakan	Negara-negara Maju	Negara-negara <i>Emerging Markets</i>
Moneter		
Suku bunga	<p>Kebijakan moneter di negara-negara maju cenderung longgar dengan tidak menaikkan suku bunga kebijakan (<i>policy rate</i>).</p> <ul style="list-style-type: none"> • ECB, meskipun sempat menaikkan suku bunga, namun di akhir tahun kembali menurunkannya. • RBA dan RBNZ juga menurunkan suku bunga. 	<ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan moneter di negara-negara maju cenderung ketat yaitu 13 negara (Brazil, Chili, China, Kolumbia, Filipina, Hungaria, India, Korea, Malaysia, Peru, Rusia, Thailand, Vietnam) menaikkan suku bunga kebijakan, bahkan lebih dari satu kali. Namun, beberapa negara mulai menurunkan suku bunga, seperti Brazil, Indonesia dan Turki menjelang akhir tahun.
Kuantitas	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Quantitative easing</i> berlanjut: <ul style="list-style-type: none"> • AS melanjutkan QE2 s/d Juni 2011 dan melakukan <i>operation twist</i> (\$400 miliar) • ECB melalui <i>Long Term Refinancing Operation, Main Refinancing Operations</i> dan <i>Covered Bond Purchase Program</i>. • Jepang melalui peningkatan program pembelian aset • ECB, Fed, BOE, BOJ, SNB melakukan <i>joint USD liquidity operation</i> (3 miliar dolar AS) 	
Nilai tukar	<ul style="list-style-type: none"> • SNB (Swiss): menetapkan nilai tukar minimum EURCHF sebesar 1,20. 	<ul style="list-style-type: none"> • Singapura menyesuaikan band SGD sehingga memungkinkan terjadi apresiasi secara gradual.
Makroprudensial		
GWM (<i>Reserve Requirement</i>)		<ul style="list-style-type: none"> • Beberapa negara (Brazil, China, Filipina, Malaysia, Peru, Turki, Vietnam) meningkatkan GWM bank. • Dua negara (Taiwan dan Vietnam) meningkatkan GWM lembaga keuangan nonbank.
Pembatasan transaksi		<ul style="list-style-type: none"> • Korea: (i) membatasi transaksi derivatif dan meningkatkan monitoring, (ii) melarang bank membeli obligasi valas debitur domestik dan (iii) melarang <i>short selling</i> saham. • China: melarang sektor swasta meminjam RMB dari bank asing.
Jaring Pengaman Sektor Keuangan (<i>Financial Safety net</i>)		<ul style="list-style-type: none"> • China dan Korea meningkatkan BSA





Bab II

PERKEMBANGAN PASAR KEUANGAN DAN PASAR KOMODITAS GLOBAL



PERKEMBANGAN PASAR KEUANGAN DAN PASAR KOMODITAS GLOBAL



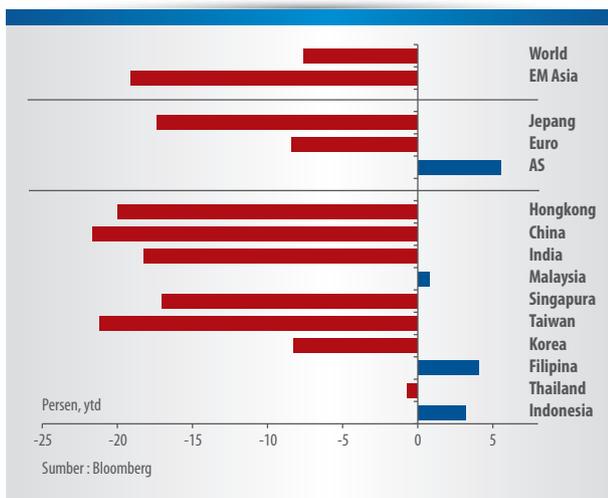
Perkembangan pasar keuangan global sepanjang 2011 diwarnai oleh gejolak harga yang disebabkan oleh maraknya sentimen negatif terkait dengan ketidakpastian pemulihan ekonomi global. Proses pemulihan ekonomi global menjadi semakin tidak pasti dengan memburuknya krisis utang pemerintah negara-negara di kawasan Eropa dan meningkatnya beban fiskal yang menghambat pemulihan ekonomi AS. Selain itu, bencana alam di Jepang dan krisis geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara juga ikut meningkatkan faktor ketidakpastian tersebut. Di negara-negara emerging markets, peningkatan ketidakpastian tersebut menimbulkan gejolak di pasar keuangan yang diiringi oleh peningkatan volatilitas aliran modal asing serta gejolak nilai tukar.

Sementara itu, dinamika ekonomi global sangat memengaruhi perkembangan pasar komoditas global. Optimisme pemulihan ekonomi global yang sempat meningkat pada awal tahun 2011 mendorong peningkatan harga komoditas global. Harga untuk beberapa komoditas juga terdorong naik akibat gangguan di sisi pasokan, seperti minyak yang pasokannya terganggu akibat krisis geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara dan komoditas pangan yang pasokannya terganggu oleh faktor cuaca yang kurang kondusif. Kemudian pada saat kinerja perekonomian global melemah di paruh kedua 2011, harga komoditas cenderung mengalami penurunan. Perkembangan harga komoditas global juga dipengaruhi oleh aktivitas spekulasi pada beberapa komoditas tertentu.



2.1 PASAR KEUANGAN GLOBAL

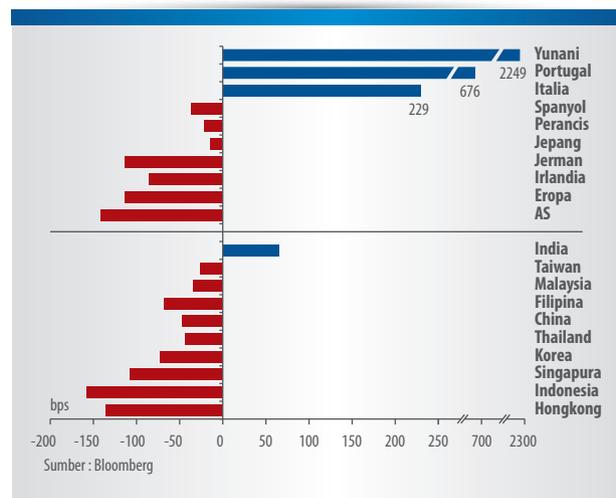
Secara umum perkembangan pasar keuangan global sepanjang 2011 memburuk dibanding tahun sebelumnya. Memburuknya kondisi pasar keuangan global tercermin pada penurunan harga aset keuangan dengan volatilitas yang cukup tinggi (Grafik 2.1, 2.2, dan 2.3). Penurunan harga aset keuangan secara signifikan terjadi baik di pasar keuangan negara-negara maju yang mengalami krisis utang pemerintah, maupun di pasar keuangan negara-negara *emerging markets*. Bahkan, gejala di pasar keuangan negara-negara *emerging markets* juga disertai oleh aliran modal asing yang sangat fluktuatif khususnya pada saat terjadi pembalikan aliran modal asing dalam jumlah besar yang juga berdampak negatif bagi nilai tukar dan pengelolaan moneter.



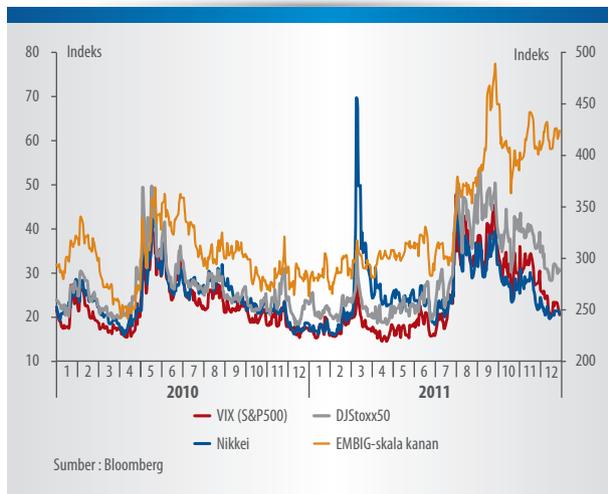
Grafik 2.1 Perubahan Indeks Harga Saham 2011

Meskipun secara umum memburuk, pasar keuangan global sempat menunjukkan perkembangan yang cukup menjanjikan di awal tahun. Perkembangan positif tersebut didorong oleh optimisme kinerja perekonomian yang membaik, termasuk di negara-negara maju yang tengah berupaya keluar dari krisis. Selain itu, likuiditas global yang tetap berlimpah (Grafik 2.4) sebagai dampak belum terselesaikannya ketidakseimbangan global serta kebijakan moneter dan fiskal yang akomodatif dalam upaya pemulihan ekonomi juga berperan mengakselerasi peningkatan harga di pasar keuangan global, terutama di negara-negara *emerging markets*.

Likuiditas global yang berlimpah tersebut tidak dapat terserap sepenuhnya oleh perekonomian negara maju yang masih lemah dan masih melakukan konsolidasi sistem keuangan. Indikasi masih lemahnya perekonomian tercermin pada pertumbuhan kredit yang stagnan, baik karena menurunnya aktivitas perekonomian maupun karena upaya konsolidasi bank di tengah memburuknya krisis. Sebagai akibatnya, pertumbuhan uang beredar (M2) di negara maju relatif rendah, hanya tumbuh sekitar 17% dibandingkan posisi tahun 2007. Padahal *base money* (M0) tumbuh sekitar 106% terkait dengan kebijakan moneter dan fiskal negara maju yang cenderung akomodatif. Dengan demikian, likuiditas global yang berlimpah tersebut mengalir ke pasar keuangan negara-negara *emerging markets* yang memberikan imbal hasil yang relatif tinggi dan dengan tingkat risiko yang membaik. Selain itu, investor global juga menempatkan dananya pada instrumen lain yang lebih berisiko, termasuk kontrak berjangka di pasar komoditas.

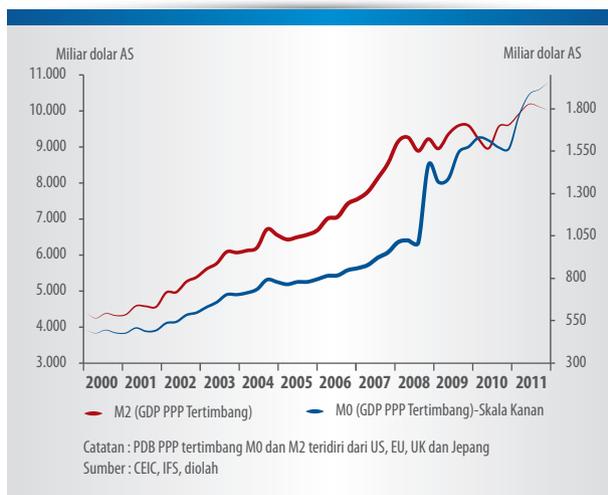


Grafik 2.2 Perubahan Imbal Hasil Obligasi 2011

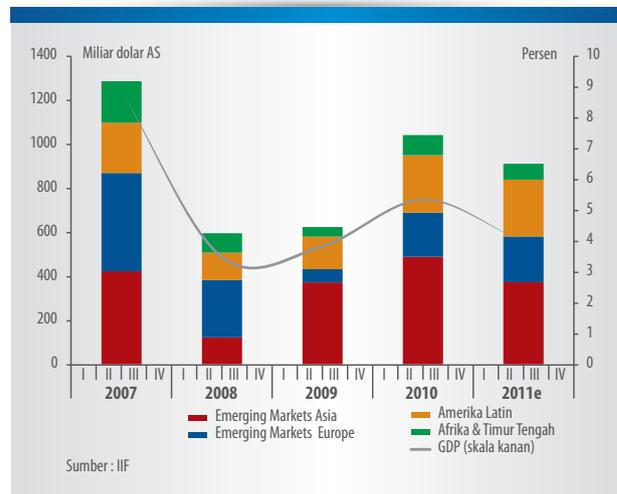


Grafik 2.3 Volatilitas Pasar Keuangan Global

Aliran modal ke negara-negara *emerging markets* sepanjang 2011 tetap tinggi, meskipun sedikit menurun dibanding tahun sebelumnya. Aliran modal ke negara-negara *emerging markets* masih didominasi oleh aliran ke negara-negara *emerging* Asia, yaitu mencapai 372 miliar dolar AS atau sekitar 40% dari total aliran dana masuk ke seluruh negara-negara *emerging markets* (Grafik 2.5). Meskipun dominan, aliran modal ke negara-negara *emerging markets* Asia sepanjang tahun 2011 tersebut mengalami penurunan sebesar 24% dari tahun sebelumnya. Penurunan itu terkait dengan proses *deleveraging* yang dilakukan oleh perbankan Eropa di tengah memburuknya krisis utang pemerintah di kawasan tersebut. Sebagaimana pola historisnya, sebagian besar aliran modal ke negara *emerging markets* Asia tersebut diserap oleh China dan India. Sementara itu, aliran modal ke negara-negara *emerging markets* di kawasan lain juga mengalami penurunan,



Grafik 2.4 Likuiditas Global

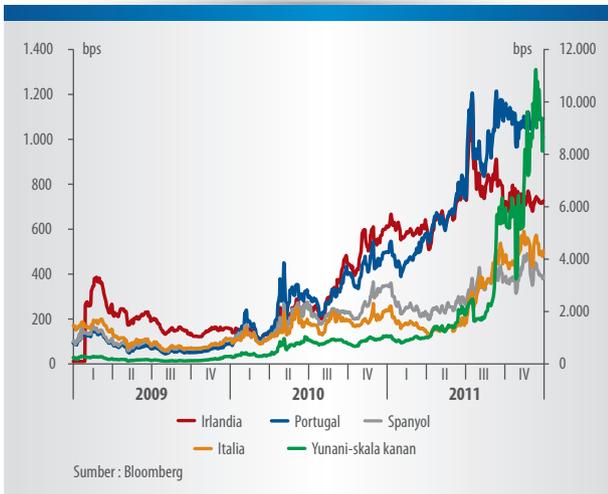


Grafik 2.5 Aliran Modal ke Negara-negara *Emerging Markets*

kecuali aliran ke negara-negara *emerging markets* Eropa yang mengalami sedikit peningkatan. Peningkatan tersebut disumbang oleh keberhasilan privatisasi di Polandia, serta meningkatnya investasi asing pada surat utang pemerintah Turki dan Hungaria.

Menurut jenis investasinya, kecuali investasi langsung asing (FDI), aliran modal ke negara-negara *emerging markets* untuk berbagai jenis investasi mengalami penurunan. Aliran FDI meningkat sekitar 17% dibanding tahun 2010. Tetap meningkatnya aliran FDI tidak terlepas dari kinerja negara-negara *emerging markets* yang tetap baik di tengah memburuknya krisis di negara maju. Aliran pinjaman luar negeri mengalami sedikit penurunan, baik yang bersumber dari bank maupun nonbank luar negeri, serta pinjaman pemerintah. Sementara itu, investasi portofolio menurun drastis dari 193 miliar dolar AS pada 2010 menjadi hanya 44 miliar dolar AS pada 2011, atau menurun lebih dari 77%.

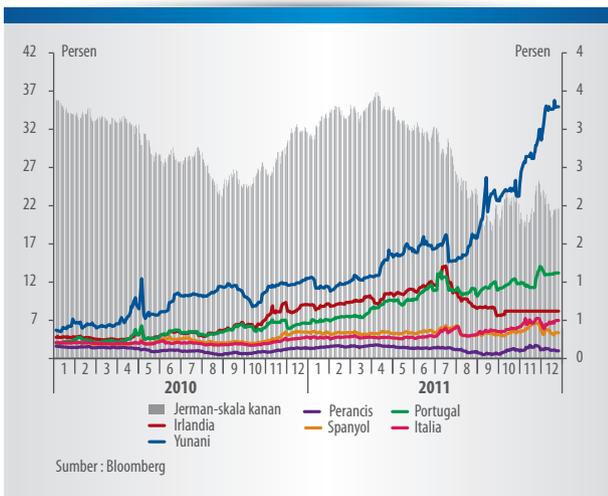
Volatilitas aliran modal dan dinamika pasar keuangan global tidak terlepas dari eskalasi krisis utang pemerintah di negara maju. Semakin memburuknya krisis utang pemerintah tercermin pada beberapa indikator risiko, termasuk *Credit Default Swap* (CDS) negara Portugal, Irlandia, Italia, Yunani dan Spanyol (PIIGS) yang meningkat tajam sepanjang 2011 (Grafik 2.6) dan melebarnya selisih antara imbal hasil obligasi pemerintah negara-negara tersebut dan Jerman (Grafik 2.7). Selanjutnya, peningkatan risiko ketidakpastian memicu peningkatan persepsi risiko (*risk aversion*) investor global atas aset negara-negara *emerging markets* yang diimplementasikan dalam bentuk pengalihan investasi dari aset berisiko tinggi ke aset yang dianggap lebih aman (*flight to quality*). Selain



Grafik 2.6 CDS Negara-negara PIIGS

itu, investor asing juga menarik kembali modalnya dari negara-negara *emerging markets* dalam rangka mengatasi keketatan likuiditas dan memburuknya kualitas aset di pasar keuangan negara maju (dampak proses *deleveraging*).

US *Treasury Bills* (US T-Bills) merupakan salah satu aset yang dianggap aman (*safe haven*). Hal ini disebabkan US *T-Bills* diterbitkan oleh negara yang dianggap memiliki tingkat risiko rendah (*safe and low-risk*) dan memiliki pasar yang likuid. Implikasinya, meski *risk aversion* investor global meningkat dan likuiditas pasar negara lain menjadi lebih ketat, *safe haven assets* justru mendapat keuntungan berupa kenaikan harga disertai dengan apresiasi mata uangnya pada kondisi likuiditas



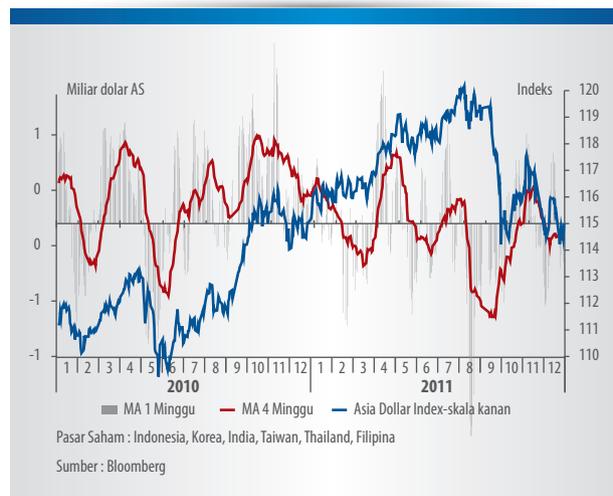
Grafik 2.7 Selisih Imbal Hasil Obligasi Pemerintah Negara-negara PIIGS vs Jerman

yang tetap terjaga.¹ Dalam kondisi tertentu, emas juga sempat menjadi *safe haven asset*.

Proses *deleveraging* dan perilaku *flight to quality* berdampak pada jatuhnya harga aset yang dilepaskan oleh investor asing. Aksi investor asing tersebut mengakibatkan terjadinya pembalikan aliran modal dari instrumen keuangan negara-negara *emerging markets* dan peningkatan tekanan depresiasi nilai tukar.² Oleh karena sentimen negatif, pemicu *flight to quality*, muncul dalam frekuensi dan intensitas yang lebih tinggi sepanjang 2011, pasar keuangan dan aliran modal global juga menjadi lebih bergejolak.

Sepanjang 2011 tercatat tiga periode dimana sentimen negatif meningkat dan mengakibatkan pasar keuangan global bergejolak dan disertai *capital reversal* di negara-negara *emerging markets* (Grafik 2.8). Periode pertama terjadi pada bulan Maret 2011 yang dipicu oleh bencana alam yang melanda Jepang yang mengakibatkan kerusakan signifikan pada infrastruktur dan fasilitas produksi, dan pecahnya krisis geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara yang berdampak pada melonjaknya harga minyak. Kedua peristiwa tersebut menimbulkan sentimen negatif akan melemahnya

- 1 Rinaldo, A and P. Söderlind (2010): "Safe Haven Currencies", *Review of Finance*, vol.14 (3), Pp. 385-407 dan Habib, MM and L Stracca (2011), "Getting beyond Carry Trade: What Makes a Safe Haven Currency?", ECB Working Paper 1288.
- 2 Terkait dengan eskalasi krisis utang pemerintah, pembalikan aliran modal dan depresiasi nilai tukar yang terjadi di negara-negara *emerging markets* merupakan dampak jangka pendek dari munculnya sentimen negatif pasar. Namun tren jangka panjang tetap menunjukkan aliran modal investor global mengalir ke negara-negara *emerging markets* yang memiliki kinerja ekonomi lebih baik dan *risk-return* yang lebih menarik.



Grafik 2.8 Aliran Modal Asing di Pasar Modal Negara-negara Emerging Asia

Gejolak di pasar keuangan disebabkan oleh sentimen negatif yang muncul mengikuti beberapa kejadian atau *shocks* sebagai berikut :

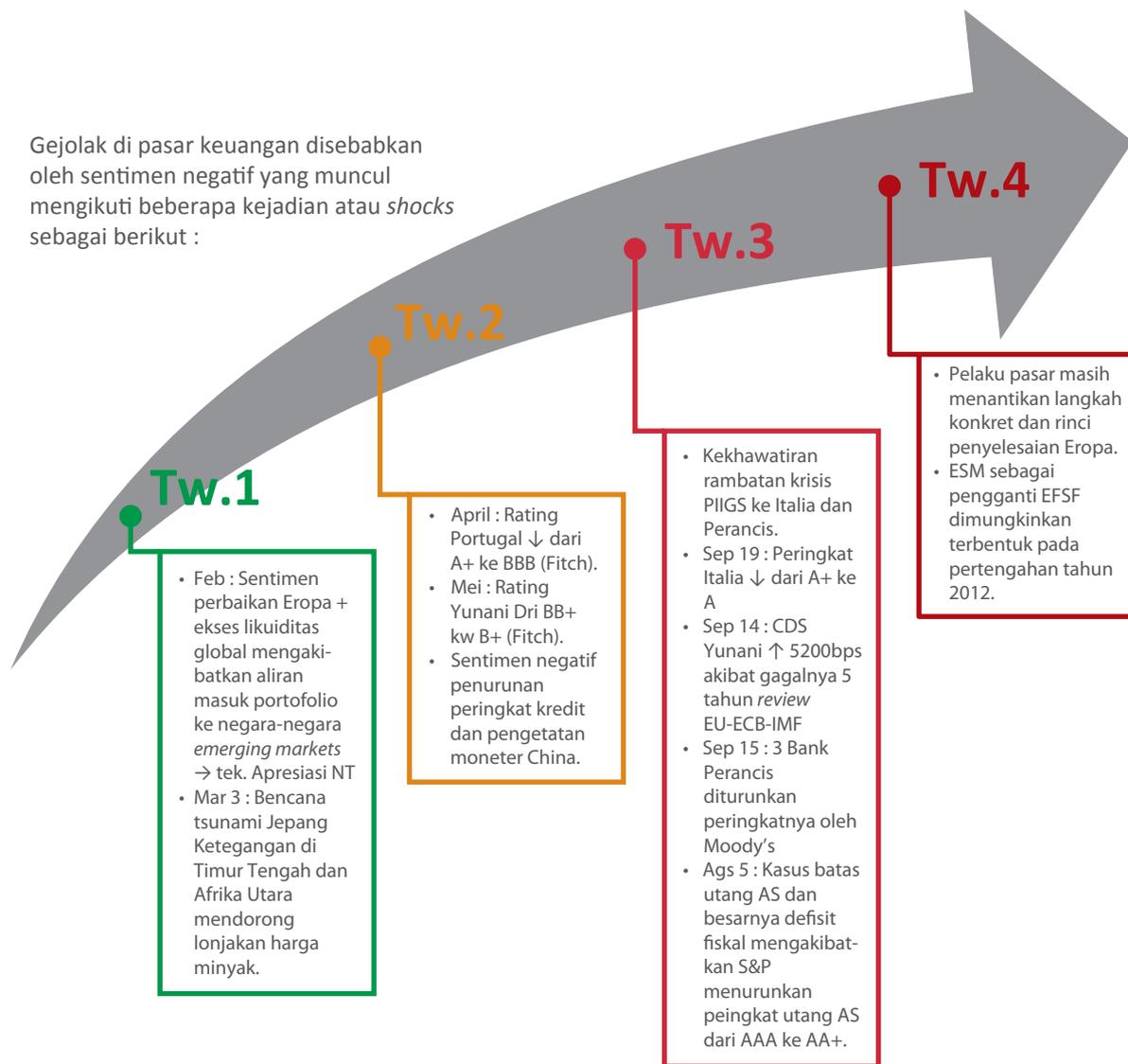
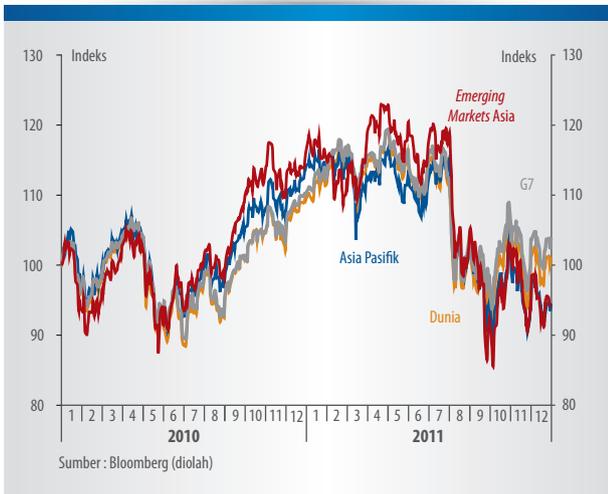


Diagram 2.1 Beberapa Peristiwa pada Tahun 2011

pertumbuhan ekonomi global dan meningkatnya tekanan inflasi. Periode kedua, pada bulan Mei 2011 kembali muncul sentimen negatif dari penurunan peringkat utang Yunani (sebelumnya peringkat utang Portugal juga sudah diturunkan) yang mengindikasikan semakin dalamnya krisis utang pemerintah. Periode ketiga, merupakan periode terpanjang dan berdampak pada *massive capital reversal* dari negara-negara *emerging markets* terjadi pada bulan Agustus – Oktober 2011. Sentimen negatif muncul mengikuti permasalahan peningkatan beban utang pemerintah AS yang mengakibatkan penurunan peringkat AS, serta meluasnya krisis utang pemerintah di negara-negara kawasan Eropa (dari negara perifer ke negara inti, yaitu Italia dan Spanyol). Krisis utang juga meluas ke sektor perbankan (terutama di Perancis) terkait dengan tingginya eksposur perbankan pada obligasi

PIIGS. Namun, ketidakpastian terkait resolusi dalam menyelesaikan krisis ini dan masa depan zona Eropa menjadi pemicu utama meningkatnya volatilitas di pasar keuangan global (Diagram 2.1)

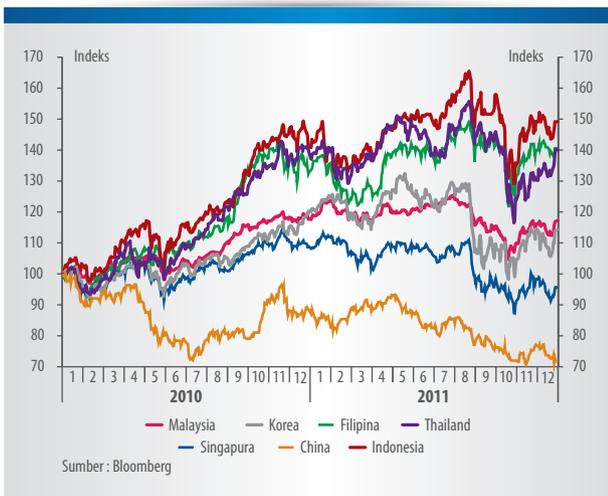
Meskipun secara umum memburuk, perkembangan di berbagai pasar keuangan global cukup bervariasi, bahkan sempat menunjukkan optimisme di awal tahun 2011. Perkembangan harga saham di bursa saham negara-negara *emerging markets* Asia pada umumnya melemah dari tahun sebelumnya. Sentimen negatif yang terjadi pada Maret dan Mei 2011 sempat menimbulkan koreksi harga saham, namun harga saham kembali pada tren yang meningkat setelah sentimen tersebut mereda. Namun, pada saat muncul sentimen negatif pada Agustus 2011, harga saham jatuh cukup dalam hingga mencapai 23% dan belum



Grafik 2.9 Perkembangan Indeks Harga Saham Global

dapat kembali ke level semula sampai dengan akhir tahun 2011. Di Kawasan Eropa, harga saham di negara yang sedang mengalami krisis cenderung menurun, dan menurun semakin drastis sejak Agustus 2011 (Grafik 2.9 dan 2.10). Harga saham di AS bergerak dengan pola yang relatif sama dengan harga saham negara-negara *emerging markets*. Pada saat harga saham global jatuh di Agustus 2011, harga saham di AS anjlok sebesar 14%. Namun, bursa saham AS secara umum mencatat kinerja paling baik selama 2011 dibandingkan dengan bursa saham Eropa, Jepang dan bahkan Asia sekalipun.

Perkembangan di pasar obligasi global juga menunjukkan perkembangan yang relatif sama. Meningkatnya faktor risiko pada paruh kedua 2011 juga berdampak pada jatuhnya harga obligasi pemerintah di hampir seluruh negara, kecuali obligasi pemerintah AS



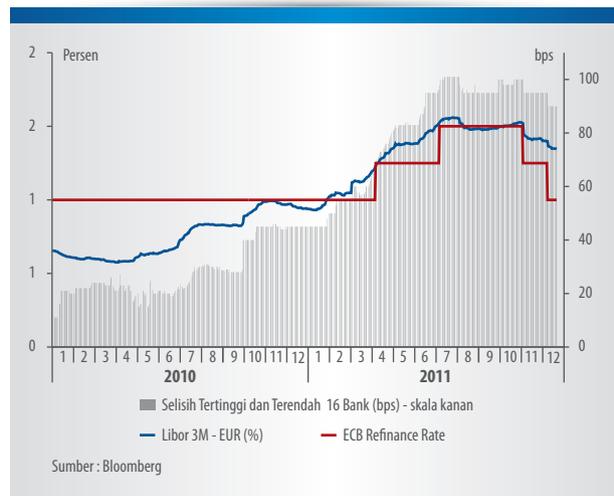
Grafik 2.10 Perkembangan Indeks Harga Saham Asia



Grafik 2.11 Selisih LIBOR – Overnight Indexed Swap (OIS) Negara-negara Maju

dan Jerman yang selama ini menjadi *safe haven asset* bagi investor global.

Pasar uang antar bank juga tidak terisolasi dari eskalasi krisis utang pemerintah. Meskipun likuiditas global meningkat pesat, likuiditas di pasar uang perbankan negara maju masih dalam kondisi yang relatif ketat (Grafik 2.11). Hal ini disebabkan oleh sektor perbankan di Kawasan Eropa yang mulai terimbas krisis, mengingat *exposure* yang besar pada obligasi pemerintah negara-negara yang mengalami krisis. Turunnya harga obligasi menimbulkan beban *capital charge* yang besar bagi bank yang pada gilirannya dapat mengganggu kinerja bank dan menimbulkan permasalahan *insolvency*. Meningkatnya risiko bank tercermin pada meningkatnya selisih suku bunga antar bank tertinggi



Grafik 2.12 Selisih Suku Bunga Tertinggi – Terendah



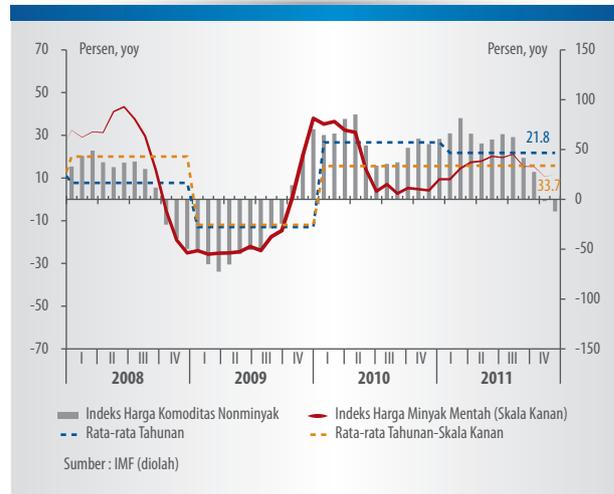
Grafik 2.13 Indeks Dolar dan Indeks Dolar Asia

dan terendah, yang juga mengindikasikan semakin ketatnya pasar uang antar bank (Grafik 2.12).

Gejolak pasar keuangan global juga mempengaruhi perkembangan pasar valuta asing di berbagai negara. Pada saat kinerja perekonomian global membaik, nilai tukar mata uang global cenderung menguat terhadap dolar AS. Sebaliknya, berbagai episode gejolak di pasar keuangan global pada umumnya dibarengi oleh meningkatnya tekanan depresiasi mata uang global terhadap dolar AS. Gambaran tersebut sejalan dengan karakteristik dolar AS sebagai *safe haven currency* serta *US T-Bills* sebagai *safe haven asset* sebagaimana dijelaskan di atas. Dengan demikian, tingginya tekanan ketidakpastian di pasar keuangan global tersebut sepanjang tahun 2011 mengakibatkan mata uang global secara umum melemah terhadap dolar AS, meskipun mata uang Asia masih menguat terhadap dolar AS (Grafik 2.13).

2.2 PASAR KOMODITAS GLOBAL

Sebagaimana pada pasar keuangan, harga komoditas di pasar global juga berkecenderungan meningkat pada paruh pertama 2011 dan menurun pada paruh kedua. Peningkatan harga komoditas, baik migas maupun nonmigas, didorong oleh masih kuatnya permintaan global pada paruh pertama 2011 sejalan dengan optimisme pemulihan ekonomi dari krisis (Grafik 2.14). Harga komoditas semakin meningkat dengan terganggunya pasokan dari Jepang yang dilanda bencana alam. Hal ini secara signifikan mengganggu rantai pasokan global industri manufaktur dunia



Grafik 2.14 Indeks Harga Komoditas Global

sehingga mendorong kenaikan harga produk manufaktur. Harga minyak juga melonjak setelah gejolak geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara yang mengakibatkan terganggunya pasokan minyak dunia. Peningkatan harga minyak, yang merupakan input produksi, mengakibatkan harga komoditas lain ikut meningkat. Faktor cuaca yang tidak kondusif juga mendorong peningkatan harga komoditas pertanian (produk pangan) dan pertambangan.

Pada paruh kedua 2011, harga komoditas cenderung menurun sejalan dengan melambatnya pertumbuhan ekonomi global. Melemahnya perekonomian global, terutama di negara maju, menurunkan permintaan atas komoditas global. Di sisi pasokan, beberapa hambatan pasokan yang terjadi di paruh pertama telah dapat diselesaikan. Dengan kondisi permintaan dan pasokan komoditas tersebut harga komoditas global cenderung bergerak menurun sampai akhir tahun, kecuali komoditas minyak dan emas yang menjadi pilihan investasi (spekulasi) bagi investor global.

Melemahnya permintaan global juga tercermin pada pertumbuhan volume perdagangan dunia yang melambat. Optimisme membaiknya kinerja perekonomian global di awal tahun sempat mendorong naik prakiraan pertumbuhan volume perdagangan dunia tahun 2011 (angka prakiraan Januari, April dan Juni 2011 pada Tabel 2.1). Namun, seiring dengan terus memburuknya perekonomian global, outlook pertumbuhan volume perdagangan dunia juga direvisi ke bawah menjadi 6,9%. Transaksi ekspor dan impor negara-negara maju dan negara-negara *emerging markets* juga menunjukkan pertumbuhan volume perdagangan dunia yang terus menurun sepanjang 2011 (Grafik 2.15).

Tabel 2.1 Dinamika Perubahan Prospek Pertumbuhan Tahun 2011

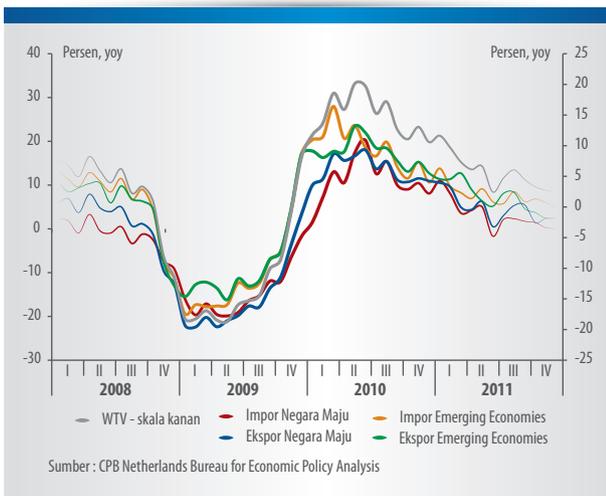
Subyek	Persen					
	Okt-10	Jan-11	Apr-11	Jun-11	Sep-11	Jan-12
Volume Perdagangan Global/WTV (Barang dan Jasa)	7,0	7,1	7,4	8,2	7,5	6,9
Import						
Negara-negara Maju	5,2	5,5	5,8	6,0	5,9	4,8
Negara-negara <i>Emerging Markets</i>	9,9	9,3	10,2	12,1	11,1	11,3
Ekspor						
Negara-negara Maju	6,0	6,2	6,8	6,8	6,2	5,5
Negara-negara <i>Emerging Markets</i>	9,1	9,2	8,8	11,2	9,4	9,6
Harga Komoditas						
Minyak ¹	3,3	13,4	35,6	34,5	30,6	31,9
Nonminyak ²	-2,0	11,0	25,1	21,6	21,2	17,7

¹ Rata-rata harga dari UK Brent dan West Texas Intermediate Crude Oil

² Rata-rata berdasarkan bobot ekspor komoditas dunia

Aspek lain yang ditengarai juga berkontribusi pada melambatnya pertumbuhan volume perdagangan dunia adalah implementasi regulasi perdagangan. World Trade Organization (WTO) mensinyalir pada 2011 terjadi peningkatan jumlah peraturan yang dikeluarkan berbagai negara yang terindikasi dapat menghambat perdagangan internasional dibanding jumlah peraturan yang dikeluarkan tahun sebelumnya. Namun, WTO memperkirakan dampaknya pada volume perdagangan dunia relatif minimal, dan lebih kecil dibandingkan dampak peraturan yang dikeluarkan pada tahun 2010. Hal tersebut terkait dengan cakupan sektor-sektor yang terdampak oleh kebijakan-kebijakan yang menghambat perdagangan pada 2010 diperkirakan merupakan sektor yang lebih banyak diperdagangkan secara lintas negara dan melibatkan mitra dagang yang lebih luas.

Selain interaksi faktor fundamental melalui permintaan dan penawaran, faktor lain yang juga mempengaruhi harga komoditas adalah aktivitas spekulasi. Aktivitas spekulasi pada suatu komoditas memungkinkan untuk dilakukan oleh karena perdagangan di bursa komoditas tidak hanya dilakukan secara fisik, tetapi juga melalui perdagangan kontrak penyerahan. Kontrak penjualan komoditas dilakukan di berbagai bursa komoditas dunia seperti *London Metal Exchange*, *Chicago Mercantile Exchange*, *New York Mercantile Exchange* dan lain sebagainya. Adapun pelaku perdagangan komoditas tidak hanya terbatas pada produsen dan konsumen, tetapi juga dapat melibatkan pelaku di pasar keuangan seperti *hedge fund*, dan *money market dealer*. Dengan demikian, pasar komoditas saat ini telah menjadi salah satu alternatif penempatan investasi terutama di saat kondisi di pasar keuangan kurang kondusif.

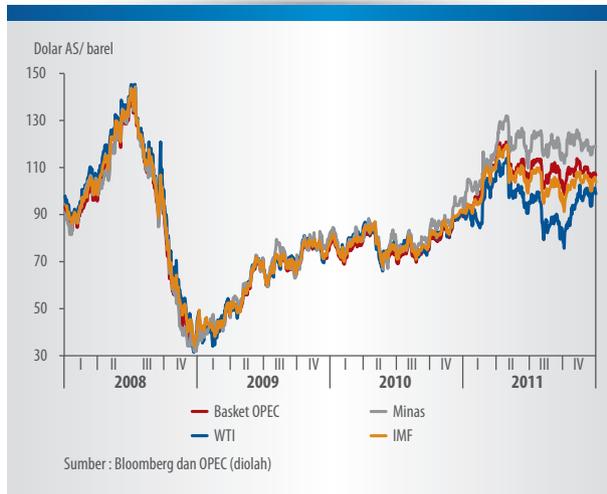


Grafik 2.15 Pertumbuhan Volume Perdagangan Global

PERKEMBANGAN HARGA MINYAK

Harga minyak secara rata-rata meningkat sekitar 32,0% selama 2011³. Tren peningkatan harga minyak telah dimulai sejak triwulan keempat 2010 yang merespons peningkatan permintaan global sejalan dengan solidnya pertumbuhan ekonomi dunia dan penurunan stok cadangan minyak (Grafik 2.16). Pada awal 2011, munculnya krisis politik dan keamanan di Libya (Timur Tengah dan Afrika Utara) yang mengakibatkan terganggunya pasokan minyak dunia ditengah masih cukup kuatnya kinerja ekonomi global. Perkembangan tersebut mendorong peningkatan harga minyak ke level tinggi di atas 110 dolar AS per *barrel*.

³ Harga minyak IMF; rata-rata dari harga minyak UK Brent, Dubai dan WTI.

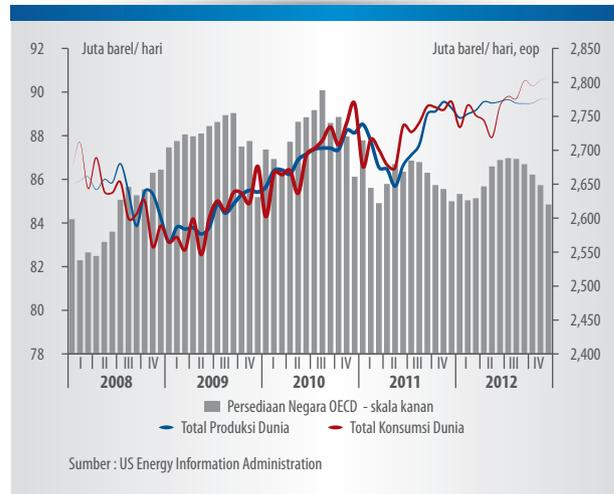


Grafik 2.16 Perkembangan Harga Minyak

Upaya menstabilkan harga minyak termasuk dengan memanfaatkan kapasitas cadangan yang dimiliki OPEC hanya berhasil menurunkan harga minyak jenis WTI. Sementara itu, harga minyak jenis *light/sweet crude* yang dipasok oleh Libya tetap bertahan pada level yang tinggi.

Intensitas kenaikan harga minyak juga disebabkan oleh penurunan stok produk olahan minyak, terutama *gasoline*, dan peningkatan permintaan penyulingan (*refinery*) pascaperiode pemeliharaan (Grafik 2.17). Peningkatan permintaan atas minyak mentah tersebut dimaksudkan untuk mengantisipasi lonjakan permintaan pada musim panas. Kekhawatiran terganggunya pasokan minyak lebih diperburuk oleh terganggunya kilang minyak di Jepang yang terkena dampak gempa dan tsunami, sehingga menurunkan ekspor minyak olahan Jepang. Adapun faktor lain yang juga berkontribusi terhadap kenaikan harga minyak adalah depresiasi dolar AS terhadap mata uang mitra dagang lainnya.

Harga minyak kembali menurun sejak Mei 2011 terkait dengan kekhawatiran perlambatan permintaan global. Kondisi perekonomian global yang mulai suram dengan meningkatnya intensitas krisis utang pemerintah diperkirakan akan menurunkan permintaan global. Namun, harga minyak sempat kembali mengalami kenaikan pada awal Juni 2011, yaitu pada saat negara-negara OPEC gagal menyepakati kenaikan kuota produksi untuk menstabilkan harga minyak. Namun, pelepasan cadangan minyak oleh biro energi AS (US *Energy Information Administration* - EIA) berhasil menurunkan kembali harga minyak, meskipun dalam rentang waktu terbatas.

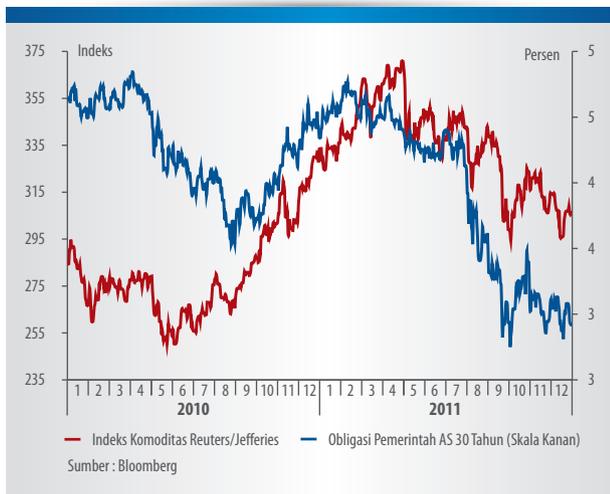


Grafik 2.17 Pasokan dan Permintaan Minyak

Kekhawatiran terhadap prospek ekonomi dunia ke depan serta meningkatnya *risk aversion* investor terhadap aset berisiko, termasuk komoditas tertentu, mengakibatkan harga komoditas dunia secara umum melemah. Harga minyak turun cukup tajam hingga menyentuh titik terendah di 2011 pada level 75,7 dolar AS per *barrel*. Level harga ini bahkan lebih rendah dari rata-rata tahun 2010 sebesar 79,5 dolar AS per *barrel*. Penurunan harga minyak tersebut juga disebabkan melimpahnya pasokan minyak di AS. Menjelang akhir tahun 2011, harga minyak kembali meningkat. Hal itu disebabkan oleh terganggunya jaringan distribusi minyak di AS dan kembali memanasnya kondisi geopolitik di Timur Tengah dan Afrika Utara, di samping tetap tingginya permintaan minyak dari Asia. Kenaikan harga minyak juga turut dipengaruhi oleh aktivitas spekulatif, terutama oleh pelaku pasar keuangan yang berupaya menanamkan kelebihan likuiditasnya.

Kembali melonjaknya harga minyak pada pertengahan triwulan keempat 2011 juga searah dengan menguatnya pasar keuangan global yang disertai dengan membaiknya *risk appetite* investor terhadap aset berisiko, termasuk aset di pasar komoditas. Investasi di pasar komoditas menjadi alternatif penempatan investasi yang menjanjikan, mengingat tingkat imbal hasil yang cukup tinggi dan risikonya cukup terkendali. Indeks *Commodity Research Bureau* (CRB) bergerak searah dengan imbal hasil surat utang pemerintah AS sebagai *safe haven asset*. Hal itu menunjukkan komoditas juga dapat dimanfaatkan sebagai outlet investasi (Grafik 2.18).

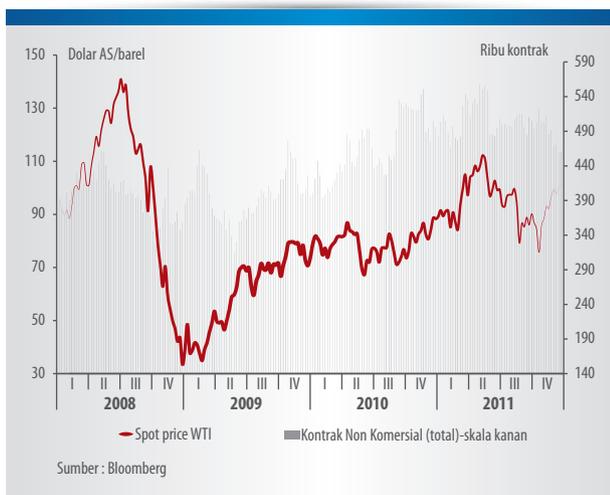
Tingginya spekulasi di pasar komoditas juga tercermin pada kontrak penjualan minyak nonkomersial. Tingginya



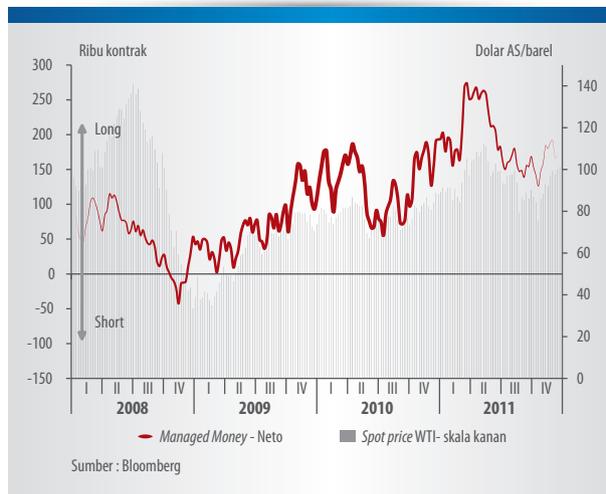
Grafik 2.18 Indeks Komoditas CRB dan Imbal Hasil US T- Bond

jumlah kontrak penjualan minyak nonkomersial dengan posisi *net long* mengindikasikan bahwa pelaku pasar terutama para spekulan memperkirakan harga minyak akan tetap meningkat di masa depan⁴. Pelaku transaksi kontrak berjangka minyak terdiri dari *merchant* (produsen), *managed money*, *swap dealer* dan lainnya (*retail*). Berdasarkan data historis, posisi *net long* pelaku-pelaku pasar tersebut sangat berpengaruh pada pergerakan harga minyak WTI ke depan. Meningkatnya jumlah kontrak tersebut mengindikasikan besarnya likuiditas global yang masuk ke pasar komoditas, khususnya komoditas minyak WTI (Grafik 2.19 dan 2.20).

4 *Non-commercial contract* porsinya sekitar 30% total kontrak minyak WTI. Posisi long pada kontrak *forward* menunjukkan ekspektasi investor bahwa harga minyak akan meningkat.



Grafik 2.19 Kontrak Nonkomersial Minyak



Grafik 2.20 Spekulasi dan Harga Minyak

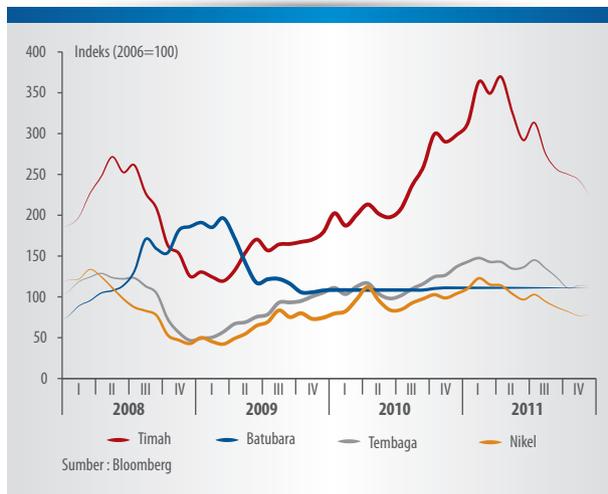
PERKEMBANGAN HARGA KOMODITAS NONMINYAK

Seperti harga minyak, harga komoditas nonminyak juga mengalami peningkatan harga pada awal 2011. Pertumbuhan harga komoditas nonminyak ditopang oleh meningkatnya permintaan sejalan dengan solidnya kinerja ekonomi global pada awal 2011. Selain itu, ketatnya pasokan terkait gangguan cuaca ekstrim dan tren pelemahan mata uang dolar AS yang juga memicu lonjakan harga komoditas.

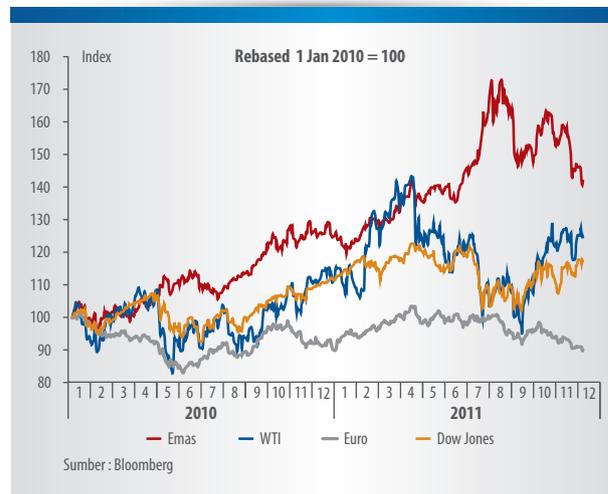
Kenaikan harga komoditas nonminyak perlahan mulai mereda sejak pertengahan tahun 2011. Sejak akhir triwulan I 2011, harga komoditas nonminyak cenderung menurun yang disebabkan oleh berbagai perkembangan baik faktor fundamental maupun sentimen. Eskalasi krisis utang pemerintah negara-negara Eropa menjadikan permintaan global melemah dan mendorong penurunan harga komoditas.

Harga komoditas metal mengalami penurunan yang disebabkan menurunnya permintaan dunia (Grafik 2.21). Permintaan impor China, salah satu importir utama produk metal, mengalami penurunan cukup signifikan yang disebabkan oleh kebijakan moneter ketat di China yang menyebabkan melemahnya permintaan negara tersebut. Permintaan komoditas metal dari negara lain juga cenderung menurun yang disebabkan oleh melemahnya aktivitas perekonomian global.

Sementara itu, selain karena melemahnya permintaan, harga komoditas pertanian juga mengalami penurunan yang disebabkan oleh pulihnya pasokan. Kondisi cuaca



Grafik 2.21 Harga Komoditas Pertambangan

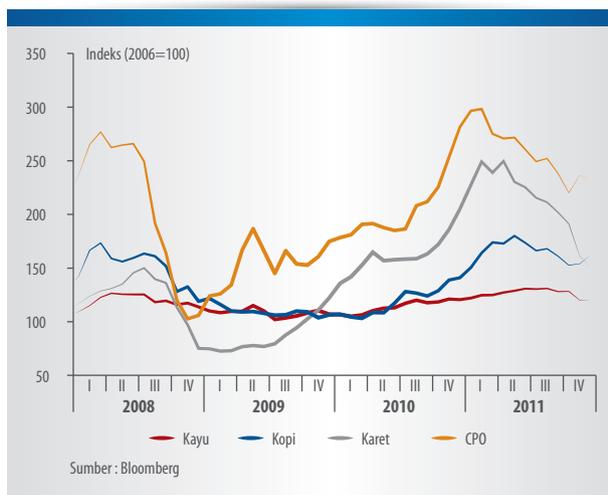


Grafik 2.23 Harga Emas dan Pasar Keuangan

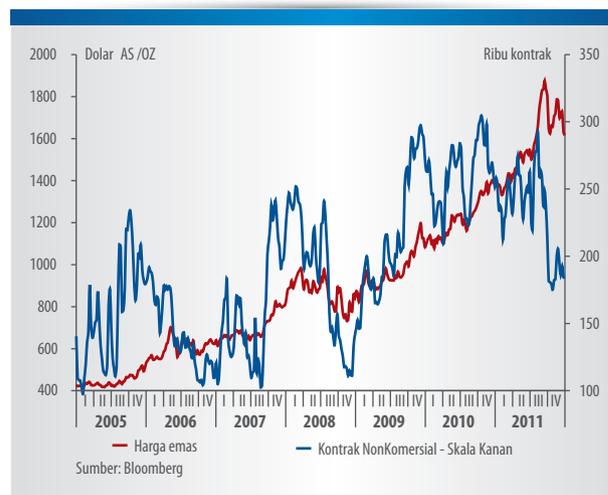
yang kembali kondusif dan panen yang sukses berhasil meningkatkan stok sekaligus mengamankan pasokan produk pertanian ke depan. Harga komoditas pertanian terutama kelapa, CPO dan karet menurun oleh karena lemahnya permintaan (Grafik 2.22). Permintaan Jepang atas produk pertanian menurun cukup signifikan sebagai dampak dari gempa dan tsunami yang melanda negara tersebut pada awal Maret 2011. Hal ini berhasil menekan harga komoditas pertanian. Tren apresiasi dolar AS juga mendorong terjadinya penurunan harga.

Meskipun dalam tren yang menurun, harga komoditas sempat mengalami kenaikan pada Juli 2011. Hal ini dipicu oleh bergejolaknya pasar keuangan yang dipengaruhi sentimen melemahnya prospek ekonomi global. Investor mengalihkan investasinya ke aset yang

dianggap aman (*safe haven*), termasuk komoditas seperti emas. Peran emas sebagai *safe haven* tercermin pada pergerakan harga emas yang tetap meningkat pada saat harga minyak dan harga aset keuangan mengalami koreksi (Grafik 2.23). Selain itu, akselerasi harga emas juga sejalan dengan kontrak nonkomersial komoditas emas (Grafik 2.24). Perilaku *flight to quality* tersebut menyebabkan harga emas melonjak. Harga emas sempat menyentuh angka tertinggi sepanjang sejarah yaitu 1.900 dolar AS per *troy ounce*. Kenaikan harga emas yang sangat signifikan tersebut menarik ke atas rata-rata harga komoditas secara keseluruhan. Namun, harga emas kembali menurun pada bulan berikutnya dan harga komoditas secara umum juga menurun.



Grafik 2.22 Harga Komoditas Pertanian



Grafik 2.24 Harga Emas dan Non-commercial Contracts