



PEREKONOMIAN GLOBAL

Bagian I

PEREKONOMIAN GLOBAL

Berangkat dengan optimisme perbaikan di awal tahun, kinerja perekonomian global pada tahun 2013 berlangsung tidak sesuai harapan dan melemah dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Pertumbuhan ekonomi global menurun dari 3,1% menjadi 3,0%, harga komoditas terus terkoreksi ke bawah dan ketidakpastian di pasar keuangan semakin meningkat. Kondisi tersebut dipengaruhi oleh pergeseran siklus dan tatanan ekonomi global yang terjadi di sepanjang tahun 2013. Namun demikian, berbagai tantangan tersebut direspons dengan berbagai kebijakan di berbagai negara sehingga pemburukan yang terjadi tidak terus berlanjut. Menyusul berbagai kebijakan tersebut, kinerja perekonomian global cenderung membaik di akhir tahun, sehingga diharapkan dapat mengembalikan optimisme perbaikan ekonomi ke depan.

Terjadinya pergeseran siklus dan tatanan ekonomi global merupakan tantangan yang dihadapi perekonomian global pada tahun 2013. Tantangan tersebut tidaklah ringan, mengingat pergeseran siklus terjadi di tiga area berbeda yang saling terkait satu sama lain. Pergeseran pertama ialah beralihnya lanskap ekonomi dunia yang ditandai oleh meningkatnya pertumbuhan ekonomi negara maju dan menurunnya pertumbuhan ekonomi negara berkembang. Pergeseran kedua terkait dengan berlanjutnya tren penurunan harga komoditas dunia. Pergeseran yang terakhir adalah mulai beralihnya arus modal dunia, dipengaruhi berakhirnya era kebijakan moneter longgar di AS.

Berbagai pergeseran tersebut berpengaruh pada berkurangnya optimisme dan kinerja perekonomian global. Memasuki awal tahun 2013, optimisme perbaikan ekonomi global pada tahun 2013 sangat tinggi, terutama ditopang oleh perkiraan meningkatnya pertumbuhan di negara-negara *emerging market* (EM). Memasuki triwulan kedua, pergeseran mulai terjadi terutama di EM, seiring dengan mulai melemahnya pertumbuhan ekonomi China dan India. Pelemahan terus berlanjut di triwulan ketiga dan semakin berdampak pada negara EM lainnya.

Sementara itu, optimisme di negara-negara maju juga melemah seperti tercermin pada menurunnya perkiraan pertumbuhan ekonomi mereka. Namun pelemahan yang terjadi di negara-negara maju tidak sedalam pelemahan yang terjadi di negara-negara EM. Hal ini menandai bahwa pergeseran siklus pertumbuhan ekonomi diikuti pula oleh perubahan lanskap ekonomi global, karena penyokong pertumbuhan ekonomi dunia yang sebelumnya diperankan oleh negara-negara EM kini mulai beralih ke negara-negara maju.

Pelemahan pertumbuhan ekonomi global membawa implikasi terhadap penurunan harga komoditas. Dampaknya terhadap penurunan harga komoditas di tahun 2013 cukup besar karena terkait dengan pelemahan ekonomi China dan India, mengingat kedua negara ini merupakan negara pengimpor komoditas terbesar dunia. Isu berakhirnya era *commodity supercycle* kemudian muncul menyusul perkembangan harga komoditas yang terus menurun.

Perubahan lanskap ekonomi global juga berdampak pada perkembangan pasar keuangan global. Membaiknya perekonomian negara-negara maju di tengah melemahnya perekonomian negara-negara EM berdampak pada beralihnya arus modal dari negara-negara EM ke negara-negara maju. Intensitas peralihan arus modal dunia tersebut semakin meningkat menjelang triwulan III 2014. Hal ini dipicu oleh rencana pengurangan stimulus moneter (*tapering off*) oleh the Fed. Rencana tersebut kemudian menimbulkan ketidakpastian dan memicu sentimen negatif di pasar keuangan global, termasuk di negara-negara EM. Ketidakpastian kemudian semakin mendorong pelarian modal dari negara-negara EM dan menimbulkan gejolak di pasar keuangan serta memberikan tekanan terhadap mata uang di negara-negara EM, termasuk Indonesia.

Tantangan ekonomi global yang tidak ringan itu telah direspons oleh negara-negara maju dengan kebijakan makroekonomi yang akomodatif. Sementara itu, negara-

negara EM merespons tantangan tersebut dengan kebijakan yang lebih beragam. Respons kebijakan di berbagai negara tersebut juga didukung kerja sama antarnegara melalui berbagai fora internasional. Amerika Serikat melanjutkan kebijakan stimulus, mempertahankan suku bunga rendah dan melanjutkan kebijakan *quantitative easing*. Jepang meluncurkan stimulus ekonomi melalui paket kebijakan *Abenomics*. Negara-negara di kawasan Eropa masih melakukan kebijakan pelonggaran moneter dan fiskal untuk dapat lebih fokus mendukung pertumbuhan ekonomi yang berada dalam resesi.

Sementara itu, negara-negara EM merespons tantangan ekonomi global melalui kombinasi kebijakan pelonggaran dan pengetatan. China mengeluarkan 'mini stimulus' yang dibarengi paket rencana reformasi struktural guna merespons pelemahan ekonomi. Di lain pihak, beberapa negara EM seperti Brasil, India, dan Indonesia mulai menerapkan kebijakan moneter ketat. Kebijakan

ini dilakukan untuk merespons peningkatan tekanan inflasi dan ketidakseimbangan sektor eksternal akibat melebarnya defisit transaksi berjalan dan dampak rencana *tapering off* oleh the Fed. Bukan hanya itu, negara-negara EM juga mulai menempuh langkah kebijakan struktural guna memperkuat ketahanan ekonomi.

Dampak positif dari berbagai kebijakan tersebut baru dirasakan pada triwulan IV 2013. Hal ini ditunjukkan oleh membaiknya ekonomi global seiring dengan membaiknya ekonomi negara-negara maju maupun berkembang. Amerika Serikat (AS), Jepang, dan Kawasan Eropa menunjukkan perbaikan. Sementara di negara-negara EM, penguatan ekonomi terlihat di negara-negara seperti China, India, dan Indonesia. Perbaikan juga ditunjukkan pada perkembangan harga komoditas dan kondisi pasar keuangan global. Tren penurunan harga komoditas mulai tertahan, sementara kondisi pasar keuangan juga mengalami perbaikan.



Dinamika Perekonomian Global

Pergeseran pada beberapa pola siklikal ekonomi dunia telah menimbulkan ketidakpastian pada ekonomi global tahun 2013. Pertama, peralihan lanskap ekonomi dunia yang ditandai oleh meningkatnya pertumbuhan ekonomi negara maju dan menurunnya pertumbuhan ekonomi negara-negara *emerging market* yang sebelumnya menjadi penopang utama ekonomi dunia. Kedua, berlanjutnya tren penurunan harga komoditas dunia. Terakhir, pembalikan arus modal dunia akibat kebijakan pengurangan stimulus moneter di AS yang menandai berakhirnya era likuiditas longgar di pasar keuangan global. Tiga pergeseran pola siklikal tersebut mengakibatkan kinerja ekonomi global 2013 menurun dan di bawah harapan.

Pergeseran siklus dan tatanan ekonomi global banyak memengaruhi kinerja perekonomian global pada tahun 2013. Pergeseran pertama ialah beralihnya lanskap ekonomi dunia yang ditandai oleh meningkatnya pertumbuhan ekonomi negara maju dan menurunnya pertumbuhan ekonomi negara-negara *emerging market* (EM) yang sebelumnya menjadi penopang utama ekonomi dunia. Pergeseran kedua terkait dengan berlanjutnya tren penurunan harga komoditas dunia. Adapun pergeseran terakhir adalah mulai beralihnya arus modal dunia yang dipengaruhi usainya era kebijakan moneter longgar di AS.

Pergeseran ekonomi global tersebut kemudian menyebabkan kinerja perekonomian dunia tidak sesuai dengan harapan semula. Pertumbuhan ekonomi dunia tahun 2013 tumbuh sebesar 3,0%, lebih rendah baik dibandingkan dengan perkiraan di awal tahun sebesar 3,5% maupun dengan pertumbuhan tahun 2012 sebesar 3,1%. Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia, terutama di negara-negara EM, di tengah pasokan yang berlimpah mengakibatkan terus berlanjutnya tren penurunan harga komoditas dunia. Penurunan terutama terjadi pada harga komoditas nonmigas sebesar 1,2%. Harga minyak secara rata-rata juga mengalami penurunan dibandingkan tahun 2012, meskipun sempat sedikit meningkat pada beberapa periode akibat gejolak geopolitik di Timur Tengah.

Pergeseran global terkait beralihnya arus modal dunia juga mendorong ketidakpastian di pasar keuangan global. Pergeseran arus modal dunia terutama dipengaruhi oleh arah kebijakan moneter bank sentral AS terkait rencana pengurangan stimulus moneter (*tapering off*) oleh the Fed. Rencana tersebut kemudian menimbulkan ketidakpastian dan memicu sentimen negatif di pasar keuangan global, termasuk di negara-negara EM. Ketidakpastian kemudian mendorong pelarian modal dari negara-negara EM dan menimbulkan gejolak di pasar keuangan dan memberikan tekanan terhadap mata uang di berbagai negara EM, termasuk Indonesia.

Tekanan pada ekonomi global mulai berkurang pada triwulan IV 2013 sejalan dengan berbagai respons yang ditempuh negara-negara maju dan negara-negara EM. Respons yang ditempuh negara maju relatif lebih longgar dibandingkan dengan respons yang ditempuh di negara-negara EM. Respons tersebut terlihat berkontribusi pada kondisi ekonomi global yang membaik yang dimotori oleh AS dan Jepang, serta indikasi pemulihan ekonomi di Kawasan Eropa, China dan India. Perkembangan ini kemudian turut mendorong perbaikan di pasar keuangan global.

1.1. Pertumbuhan Ekonomi Global

Perkembangan ekonomi di berbagai negara menunjukkan pertumbuhan ekonomi global pada tahun 2013 masih melambat. Pertumbuhan ekonomi dunia tercatat sebesar 3,0%, melambat dibandingkan dengan tahun 2012 yang sebesar mencapai 3,1%. Pertumbuhan ekonomi tahun laporan juga lebih lambat dibandingkan dengan perkiraan-perkiraan sebelumnya. Pada awal tahun, IMF memperkirakan pertumbuhan ekonomi 2013 meningkat menjadi 3,5%. Namun, perkembangan yang tidak sesuai harapan mengakibatkan proyeksi direvisi beberapa kali sehingga menjadi 2,9% pada Oktober 2013 (Tabel 1.1).

Perlambatan ekonomi dunia juga dibarengi oleh perubahan lanskap ekonomi global. Perekonomian global ditandai perlambatan ekonomi negara-negara EM, sedangkan pertumbuhan ekonomi negara maju menunjukkan tanda-tanda perbaikan. Pertumbuhan ekonomi negara EM yang selama ini menopang pertumbuhan ekonomi dunia pada tahun 2013 terlihat dalam tren melambat, dipengaruhi perlambatan di China dan India. Sementara itu, pertumbuhan ekonomi negara maju berada dalam tren meningkat sejak triwulan II 2013, meskipun belum dapat menopang perbaikan ekonomi global secara keseluruhan (Grafik 1.1). Tren peningkatan terlihat di negara AS dan Jepang, sementara koreksi ekonomi di Eropa mulai menurun. Perubahan lanskap ekonomi global ini berpengaruh terhadap kinerja negara-negara EM, termasuk Indonesia, terkait dengan perbedaan jenis komoditas yang diekspor ke negara-negara maju dan ke negara-negara EM (lihat Boks 1.1. Dampak Perubahan Lanskap ekonomi Global)

Perkembangan Ekonomi Negara Maju

Pertumbuhan ekonomi negara maju pada tahun 2013 dalam tren membaik, meskipun secara keseluruhan masih melambat dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2012. Pertumbuhan ekonomi negara maju berada dalam tren meningkat sejak triwulan II 2013. Akselerasi aktivitas produksi di AS dan Jepang menandai arah perbaikan ekonomi negara maju tersebut. Indikasi pemulihan Kawasan Eropa juga mulai menemukan titik terang meskipun masih dipenuhi dengan ketidakpastian.

Secara keseluruhan tahun, tren kenaikan ekonomi negara maju tersebut belum dapat menopang perekonomian negara maju tahun 2013 untuk tumbuh lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi tahun 2012. Pertumbuhan ekonomi negara maju tumbuh 1,3%,

Tabel 1.1. Indikator Perekonomian Global

Persen, yoy

	2010	2011	2012	2013*				
				Jan'13	Apr'13	Jul'13	Oct'13	Jan'14
PDB Dunia	5,2	3,9	3,1	3,5	3,3	3,1	2,9	3,0
Negara Maju	3,0	1,7	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,3
Amerika Serikat	2,5	1,8	2,8	2,0	1,9	1,7	1,6	1,9
Kawasan Eropa	2,0	1,5	-0,7	-0,2	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4
Jepang	4,7	-0,6	1,4	1,2	1,6	2,0	2,0	1,7
Negara <i>Emerging Market</i>	7,5	6,2	4,9	5,5	5,3	5,0	4,5	4,7
Asia	9,8	7,8	6,4	7,1	7,1	6,9	6,3	6,5
China	10,4	9,3	7,7	8,2	8,0	7,8	7,6	7,7
India	10,5	6,3	3,2	5,9	5,7	5,6	3,8	4,4
India, <i>at factor cost</i>	9,7	7,5	5,1					4,6
ASEAN-5	7,0	4,5	6,2	5,5	5,9	5,6	5,0	5,0
Volume Perdagangan Dunia (barang dan jasa)	12,8	6,1	2,7	3,8	3,6	3,1	2,9	2,7
Inflasi IHK								
Negara Maju	1,5	2,7	2,0	1,6	1,7	1,5	1,4	1,4
Negara <i>Emerging Market</i>	5,9	7,1	6,0	6,1	5,9	6,0	6,2	6,1

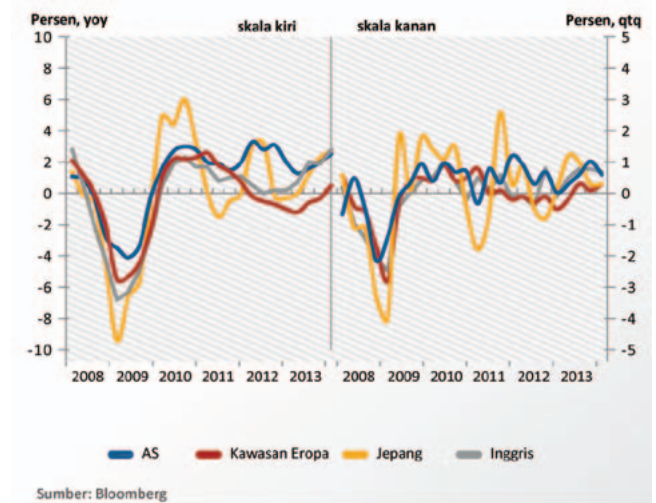
Ket: PDB India berdasarkan tahun fiskal; analisis menggunakan PDB *at factor cost*
 Sumber: World Economic Outlook (WEO) International Monetary Fund (IMF)
 * Proyeksi IMF berdasarkan publikasi WEO di bulan bersangkutan

menurun dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2012 yang sebesar 1,4% (Tabel 1.1). Perlambatan ekonomi negara maju dipengaruhi pertumbuhan ekonomi AS yang turun menjadi 1,9% dan ekonomi Kawasan Eropa yang masih mencatat kontraksi sebesar 0,4%. Sementara itu, ekonomi Jepang tumbuh 1,6%, lebih tinggi dibandingkan tahun sebelumnya. Selain itu, sinyal pemulihan ekonomi tersebut tetap perlu dicermati mengingat beberapa indikator makroekonomi, seperti defisit fiskal terhadap PDB, utang pemerintah terhadap PDB, dan pengangguran masih belum menggembirakan (Tabel 1.2).

Tren peningkatan pertumbuhan ekonomi negara maju dimotori oleh pertumbuhan ekonomi AS. Pada semester I 2013, pertumbuhan ekonomi AS masih tumbuh cukup moderat sebesar 1,5% karena sempat terhambat oleh kebijakan konsolidasi fiskal (*sequester*) dan ketetapan mengenai pagu hutang (*debt ceiling*). Kebijakan *sequester* berupa kenaikan pajak dan pemotongan belanja pemerintah telah melemahkan keyakinan konsumen dan konsumsi rumah tangga. Pelemahan keyakinan konsumen juga diakibatkan oleh lambatnya pemulihan sektor perumahan dan tertahannya laju penyerapan tenaga kerja. Hal ini turut memberikan tekanan terhadap aktivitas industri seiring turunnya permintaan domestik yang tercermin dari menurunnya indikator *new order*. Penurunan aktivitas industri juga dipengaruhi melemahnya permintaan eksternal menyusul realisasi PDB China

pada triwulan I 2013 yang di bawah ekspektasi. Namun, konsumsi swasta kemudian meningkat sebagai dampak dari peningkatan pendapatan (*wealth effect*) seiring dengan kinerja positif (*bullish*) bursa saham dan perbaikan sektor perumahan. Hal ini tercermin dari menguatnya keyakinan konsumen dan penjualan eceran.

Pada semester II 2013, indikator perekonomian AS menunjukkan perbaikan yang cukup signifikan, didorong



Grafik 1.1. Pertumbuhan Ekonomi Negara Maju

Tabel 1.2. Indikator Makroekonomi Negara Maju

Persen

	Defisit Fiskal / PDB				Utang Pemerintah / PDB				Pengangguran			
	2010	2011	2012	2013*	2010	2011	2012	2013*	2010	2011	2012	2013*
AS	-10,8	-9,7	-8,3	-5,8	95,2	99,4	102,7	106,0	9,6	8,9	8,1	7,6
Jepang	-9,3	-9,9	-10,1	-9,5	216,0	230,3	238,0	243,5	5,1	5,1	4,4	4,2
Kawasan Eropa	-6,2	-4,2	-3,7	-3,1	85,7	88,2	93,0	95,7	10,1	10,1	11,4	12,3
Irlandia	-30,5	-13,1	-7,6	-7,6	91,2	104,1	117,4	123,3	13,9	13,9	14,7	13,7
Italia	-4,3	-3,7	-2,9	-3,2	119,3	120,8	127,0	132,3	8,4	8,4	10,7	12,5
Portugal	-9,9	-4,4	-6,4	-5,5	94,0	108,4	123,8	123,6	10,8	10,8	15,7	17,4
Spanyol	-9,7	-9,6	-10,8	-6,7	61,7	70,4	85,9	93,7	20,1	20,1	25,0	26,9
Yunani	-10,8	-9,6	-6,3	-4,1	148,3	170,3	156,9	175,7	12,5	12,5	24,2	27,0

Sumber: WEO Database, Oktober 2013, IMF

* proyeksi

oleh kenaikan sektor industri. Aktivitas sektor industri yang tercermin dari *leading indicator Purchasing Manager Index (PMI)*¹ terus membaik (Grafik 1.2). Hal tersebut didukung oleh *rebound* di pasar perumahan dan kenaikan kekayaan (*net worth*) rumah tangga sejalan peningkatan harga rumah (*wealth effect*) (Grafik 1.3). *Balance sheet* rumah tangga AS kembali menguat seiring dengan menurunnya rasio utang rumah tangga terhadap pendapatan. Selain itu, penyerapan tenaga kerja masih berlanjut dan mendorong tingkat pengangguran turun hingga 6,7%, meskipun sebagian disebabkan oleh lebih rendahnya tingkat partisipasi angkatan kerja. Namun, perkembangan positif tersebut sempat terhambat oleh meningkatnya keketatan di pasar keuangan menyusul mengemukanya isu *tapering off*.

Perbaikan ekonomi AS juga dipengaruhi oleh menguatnya peran positif ekspor AS dan naiknya produksi energi. Perkembangan ini kemudian menurunkan impor sehingga mendorong penurunan defisit transaksi berjalan. Konsumsi swasta juga tumbuh tinggi pada triwulan IV 2013 sebesar 2,5% (yoy), tertinggi dalam tiga tahun terakhir. Kondisi ini ditopang kebijakan moneter yang masih ekstra akomodatif. Kenaikan pertumbuhan ekonomi AS sempat tertahan akibat *partial shutdown* Pemerintah AS dan kisruh *debt ceiling* yang kemudian menimbulkan tekanan negatif (*fiscal drag*) terhadap PDB AS.

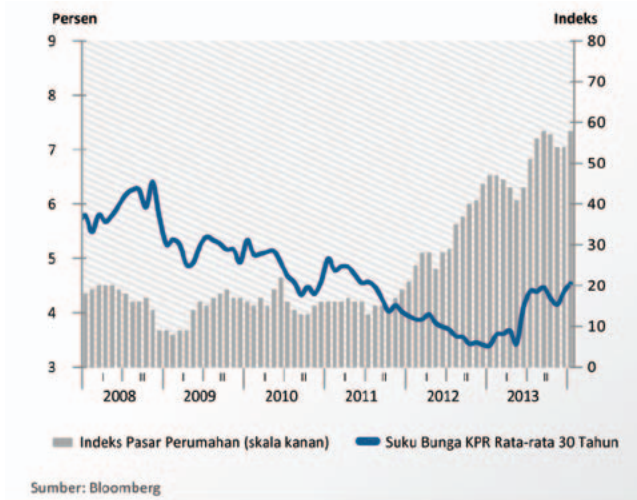
Perbaikan ekonomi di AS kemudian juga memberikan pengaruh positif kepada Kawasan Eropa. Respons kebijakan moneter yang akomodatif dan relaksasi program *austerity* juga telah meningkatkan pertumbuhan ekonomi

dan mengurangi tingkat pengangguran di Kawasan Eropa, meskipun masih sangat terbatas. Pada tahun 2013, pertumbuhan ekonomi di Eropa terlihat mulai membaik, meskipun secara keseluruhan mencatat kontraksi 0,4%. Meredanya tekanan kontraksi di Kawasan Eropa terutama mulai terjadi sejak triwulan II 2013. Pertumbuhan ekonomi negara Kawasan Eropa tumbuh positif secara triwulanan sejak triwulan kedua hingga triwulan akhir 2013 yaitu masing-masing sebesar 0,3%, 0,1% dan 0,3% jika dibandingkan triwulan sebelumnya. Jika dibandingkan dengan triwulan yang sama tahun sebelumnya, pertumbuhan positif hanya tercatat di triwulan IV 2013 yaitu sebesar 0,5%. Kondisi tersebut ditopang oleh membaiknya konsumsi yang tercermin dari perbaikan penjualan eceran dan membaiknya sektor manufaktur (Grafik 1.4).



Grafik 1.2. *Purchasing Managers' Index* Manufaktur AS

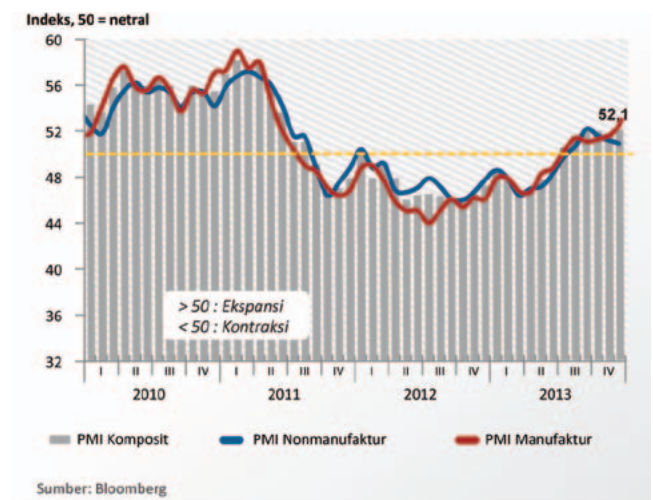
1 PMI (*Purchasing Managers' Index*) merupakan indikator yang memantau kondisi sektor industri mencakup output, *new orders*, *stock levels*, penyerapan tenaga kerja dan harga di sektor manufaktur, konstruksi, ritel dan jasa. <http://www.markiteconomics.com>.



Grafik 1.3. Indikator Sektor Perumahan AS

Meskipun demikian, sinyal pemulihan di Kawasan Eropa tetap perlu dicermati karena masih rentan terhadap koreksi. Hal tersebut disebabkan oleh perbaikan yang secara nyata belum menyentuh sektor fundamental sebagaimana tercermin dari masih besarnya defisit fiskal terhadap PDB, utang pemerintah terhadap PDB, dan tingkat pengangguran (Tabel 1.2). Selain itu, perbaikan di sektor keuangan juga belum optimal. Hal ini tercermin dari terjadinya fragmentasi di pasar keuangan dan memburuknya neraca perbankan sehingga menghambat transmisi kebijakan moneter akomodatif *European Central Bank* (ECB), terutama di negara-negara *periphery*. Akibatnya, suku bunga kredit tetap tinggi dan kemampuan perbankan dalam memberikan kredit menjadi terbatas. Di sisi daya saing, negara-negara *periphery* masih mengalami hambatan dalam menyesuaikan biaya tenaga kerja yang dapat membuat harga barang dan jasa menjadi lebih kompetitif. Kondisi ini telah menghambat upaya mempersempit ketidakseimbangan eksternal antara negara-negara *periphery* dan negara-negara utama di Eropa.

Di Jepang, pertumbuhan ekonomi 2013 juga meningkat. Pada tahun 2013, ekonomi Jepang tumbuh sebesar 1,6%, meningkat dibandingkan pertumbuhan tahun sebelumnya yang mencapai 1,4%. Peningkatan ekspansi ekonomi Jepang merupakan dampak positif dari kebijakan *Abenomics* yang meliputi kebijakan stimulus fiskal dan pelonggaran moneter yang kemudian berhasil meningkatkan konsumsi swasta dan investasi. Pelonggaran moneter dilakukan Bank of Japan (BOJ) dengan membeli Surat-surat Berharga (SSB) sebesar 75 miliar dolar AS per bulan, terutama obligasi pemerintah (*Japanese Government Bond*/JGB). Hal ini dimaksudkan untuk meningkatkan jumlah uang beredar (M2) menjadi dua

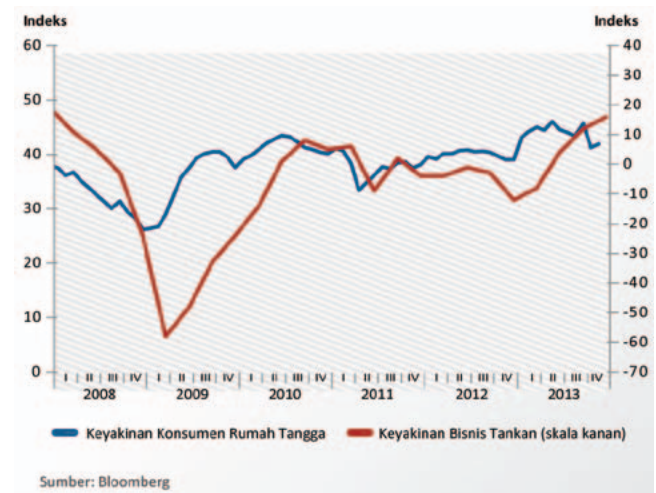


Grafik 1.4. *Purchasing Managers' Index* Manufaktur Kawasan Eropa

kali lipat pada tahun 2014 sehingga inflasi diharapkan meningkat menuju target 2%. Besarnya stimulus moneter tersebut berdampak pada pelemahan nilai tukar yen yang kemudian berkontribusi pada kenaikan ekspor Jepang dan keyakinan konsumen (Grafik 1.5.).

Perkembangan Ekonomi Negara *Emerging Market*

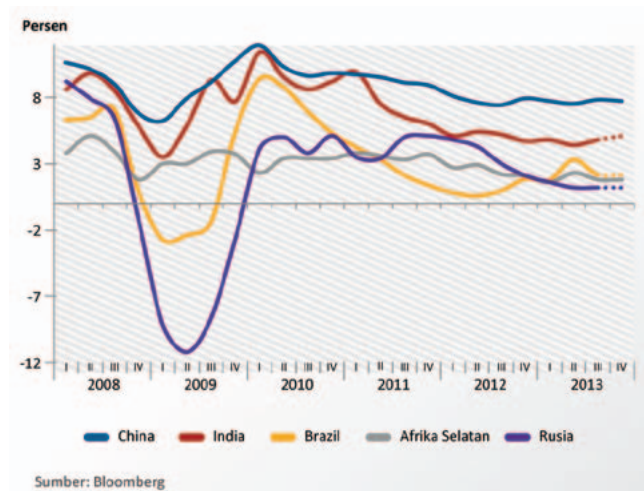
Di tengah sinyal pemulihan ekonomi negara maju, negara-negara EM mengalami perlambatan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi negara-negara EM mencapai 4,7%, menurun dibandingkan dengan tahun sebelumnya sebesar 4,9%. Perlambatan ini dipengaruhi kinerja



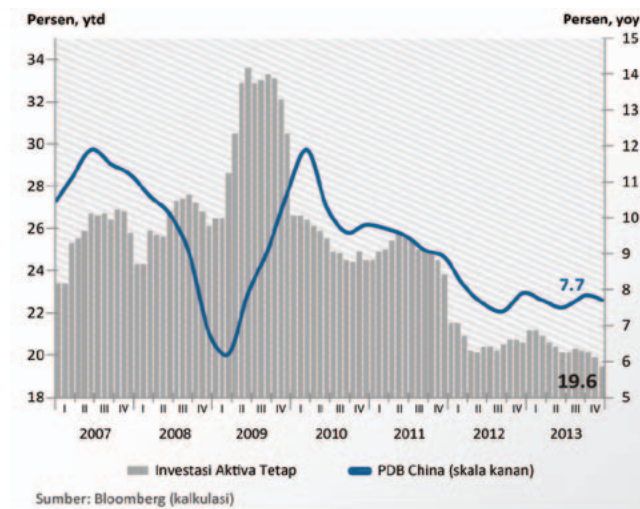
Grafik 1.5. Survei Keyakinan Bisnis Tankan dan Konsumen

ekonomi beberapa negara seperti China, India, Rusia, Brasil, dan Afrika Selatan yang berada dalam tren melambat (Grafik 1.6). Perlambatan ekonomi negara-negara EM dipengaruhi oleh dinamika ekonomi global dan permasalahan struktural domestik. Pada satu sisi, penurunan harga komoditas global telah memberi tekanan kepada ekspor negara-negara EM, terutama pada negara-negara yang mengandalkan ekspor berbasis komoditas. Pada sisi lain, permasalahan struktural domestik menyebabkan kapasitas perekonomian belum mampu mengimbangi permintaan domestik sehingga meningkatkan impor. Kombinasi tekanan terhadap ekspor dan peningkatan impor tersebut pada gilirannya meningkatkan defisit transaksi berjalan. Selain itu, tekanan ekspor dan peningkatan impor juga memberi tekanan perlambatan pertumbuhan ekonomi. Kinerja pertumbuhan ekonomi semakin menurun seiring dengan rencana *tapering off* AS yang memengaruhi pembiayaan ekonomi di negara-negara EM. Selain itu, pembiayaan domestik juga berkurang sejalan dengan pengetatan kebijakan moneter di beberapa negara.

Pada tahun 2013, China mencatat pertumbuhan ekonomi sebesar 7,7%, lebih rendah dari rata-rata historisnya (Grafik 1.7). Hal ini dipengaruhi oleh menurunnya ekspor sejalan dengan masih belum kuatnya pertumbuhan ekonomi di AS dan menurunnya kinerja investasi, terutama pada bidang konstruksi. Investasi yang menurun merupakan dampak lanjutan dari kebijakan pengetatan kredit yang dilakukan sejak tahun 2010. Kebijakan ini ditempuh guna meredakan gelembung harga properti akibat stimulus fiskal besar-



Grafik 1.6. Pertumbuhan Ekonomi Negara Emerging market

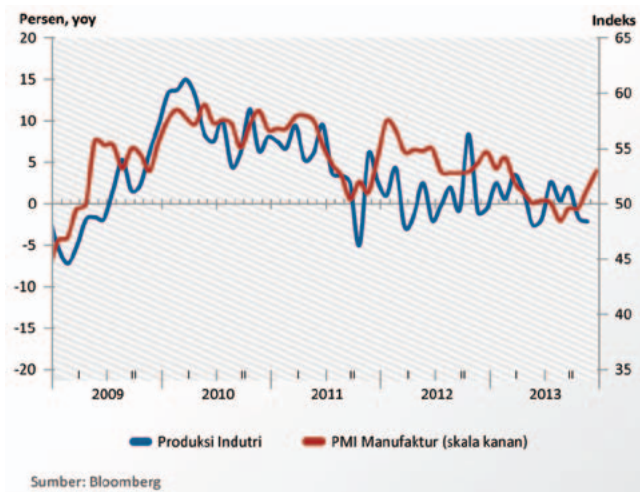


Grafik 1.7. Pertumbuhan PDB dan Investasi China

besaran di sektor infrastruktur dan properti, dalam merespons krisis keuangan global 2008.

India juga mengalami perlambatan ekonomi yang diikuti dengan naiknya tekanan inflasi, melebarinya defisit neraca transaksi berjalan dan tingginya defisit fiskal. Pertumbuhan ekonomi India pada tahun 2013 tercatat 4,4%, menurun dibandingkan dengan tahun 2012 yang mencapai 5,1%. Perlambatan ekonomi ini diakibatkan ekspor yang menurun di tengah impor yang meningkat. Hal ini turut memberi tekanan terhadap melebarinya defisit transaksi berjalan. India juga mengalami tekanan inflasi yang meningkat sejalan dengan kebijakan pemerintah menaikkan harga BBM untuk menurunkan defisit fiskal yang tinggi. Tekanan inflasi juga menguat akibat meningkatnya depresiasi nilai tukar yang didorong oleh aliran modal keluar dari India terkait dengan rencana *tapering off* AS. Tekanan terhadap ekonomi India mulai terlihat mereda pada beberapa bulan terakhir tahun 2013. Hal ini tercermin pada meredanya tekanan depresiasi nilai tukar dan meningkatnya aktivitas industri sebagaimana meningkatnya PMI dan indeks produksi (Grafik 1.8). Perkembangan positif ini dipengaruhi berbagai respons pemerintah dan bank sentral dalam menstabilkan perekonomian.

Perlambatan ekonomi juga dialami negara-negara EM lainnya seperti Rusia dan Afrika Selatan. Pertumbuhan ekonomi kedua negara tersebut masing-masing sebesar 1,3% dan 1,9% pada tahun 2013, menurun dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2012 yang masing-masing sebesar 3,6% dan 2,5%. Penurunan pertumbuhan ekonomi di kedua negara tersebut



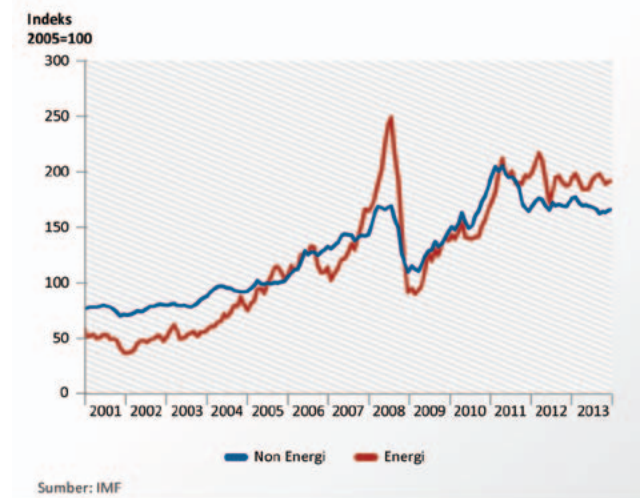
Grafik 1.8. *Purchasing Managers' Index* dan *Industrial Production* India

didorong oleh faktor-faktor yang hampir sama dengan negara lain seperti penurunan harga komoditas global dan terbatasnya kapasitas sisi penawaran.

1.2. Harga Komoditas Global dan Inflasi Global

Perkembangan lain ekonomi global pada tahun 2013 terkait dengan berlanjutnya siklus penurunan harga komoditas global. Harga komoditas global masih dalam tren menurun sejalan dengan melemahnya permintaan dunia, terutama negara-negara EM, dan meningkatnya pasokan komoditas². Penurunan harga terutama terjadi pada komoditas nonenergi sebesar 1,2%, melanjutkan penurunan sebesar 10,0% pada tahun 2012 (Grafik 1.9). Penurunan harga komoditas nonenergi dipengaruhi oleh harga komoditas metal dan bahan makanan, yang masih mengalami penurunan (Grafik 1.10). Penurunan harga komoditas metal pada 2013 menyebabkan

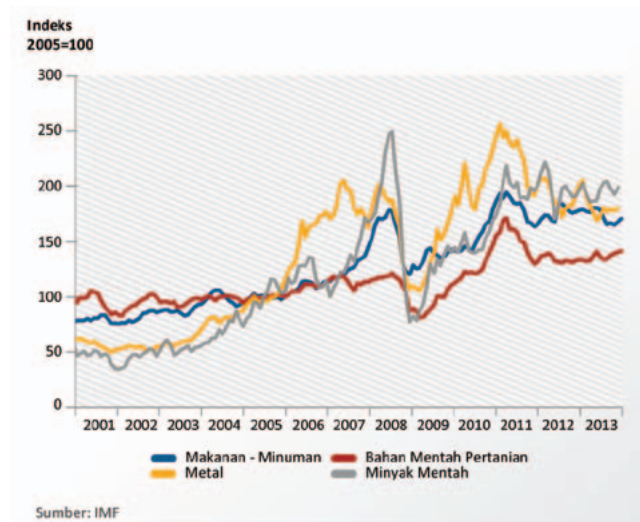
2 Penurunan harga komoditas nonenergi global juga mengindikasikan segera berakhirnya periode *supercycle* harga komoditas global. Periode *supercycle* harga komoditas global dimulai pada tahun 2000 seiring dengan meningkat tingginya pertumbuhan ekonomi negara-negara Brazil, Rusia, India, China (BRIC), terutama China. Harga komoditas primer mencatat kenaikan tajam pada tahun 2002-2003, 2006-2007 dan mencapai titik kulminasinya pada paruh pertama 2008 hingga beberapa waktu sebelum terjadinya krisis global. Setelah itu harga komoditas dunia berbalik arah, sejalan dengan perlambatan ekonomi global. Terkait penyebutan *commodity supercycle*, antara lain lihat Kaplinsky, R. (2010). "Asian Drivers, Commodities and the Terms of Trade". in M. Nissanke, & G. Movrotas. "Commodities, Governance and Economic Development Under Globalization". Chapter 6. Palgrave/Macmillan.



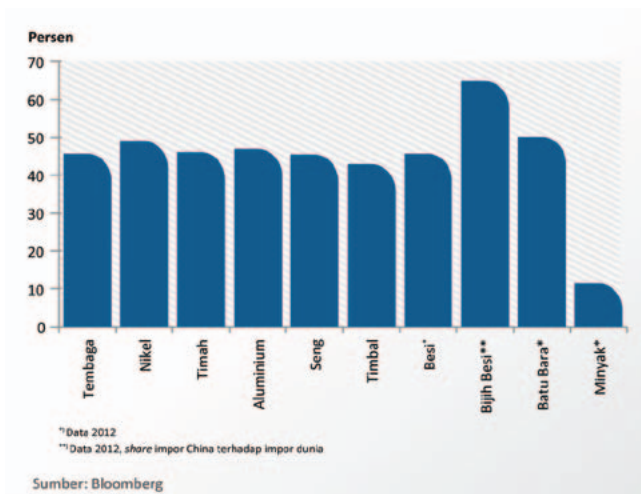
Grafik 1.9. Indeks Harga Komoditas Energi dan Nonenergi

harga komoditas nonenergi yang menjadi input sektor manufaktur juga mengalami penurunan selama tahun 2013. Sejalan dengan itu, harga minyak tahun 2013 sedikit mengalami penurunan dibandingkan tahun 2012.

Tren penurunan harga komoditas global, terutama nonenergi, banyak dipengaruhi oleh perubahan strategi pemerintah China yang mengalihkan sumber pertumbuhan ekonominya dari investasi dan ekspor kepada konsumsi (*rebalancing*). Peralihan ini mengakibatkan total permintaan dunia terhadap komoditas metal dan komoditas nonenergi lain menjadi berkurang dan akhirnya menurunkan harga komoditas nonenergi dunia (Grafik 1.11). Penurunan permintaan komoditas utama nonenergi dari China, terutama pada semester I 2013, telah mendorong turunnya harga metal sebesar 4,2%



Grafik 1.10. Indeks Harga Komoditas Per Kelompok



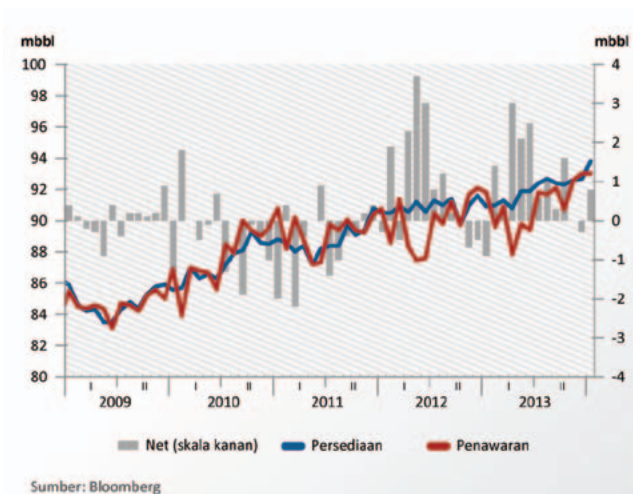
Grafik 1.11. Pangsa Konsumsi Metal dan Energi China Terhadap Konsumsi Dunia

pada tahun 2013. Pada semester II 2013, harga metal mengalami peningkatan sejalan dengan membaiknya aktivitas sektor manufaktur di negara-negara maju dan negara-negara EM, terutama di China yang didorong oleh upaya penumpukan stok.

Perkembangan berbeda terlihat pada harga komoditas utama nonenergi lainnya. Harga hasil pertanian yang menjadi input sektor manufaktur pada tahun 2013 meningkat 1,4%. Peningkatan terjadi terutama pada komoditas pertanian yang menjadi bahan baku industri seperti kapas, wol, karet, kulit hewan dan kayu olahan. Sebaliknya, harga bahan makanan dan minuman secara umum menurun disebabkan surplus pasokan seperti pada biji-bijian, minyak goreng (*edible oil*), kopi, teh dan cokelat.

Terkait dengan komoditas energi, harga minyak pada tahun 2013 hanya turun sebesar 1,0% dibandingkan dengan harga tahun sebelumnya.³ Penurunan terutama terjadi pada semester I 2013 disebabkan masih lemahnya permintaan akibat melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia dan menurunnya kebutuhan *refineries* selama periode pemeliharaan. Penurunan harga minyak juga disebabkan peningkatan pasokan dari negara-negara non-OPEC, terutama dari *oil shale* di AS dan *oil sand* di Kanada. Pada semester II 2013, harga minyak sedikit meningkat sejalan dengan menurunnya produksi akibat memanasnya tekanan geopolitik di Timur Tengah serta menguatnya siklus permintaan karena musim liburan (*driving season*) dan pemanfaatan stok (*destocking*) di luar AS. Namun

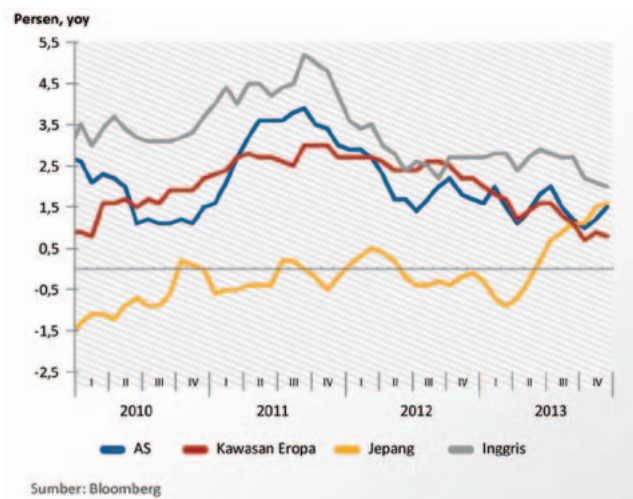
³ Harga minyak IMF merupakan rata-rata dari WTI, UK Brent dan Dubai Fateh



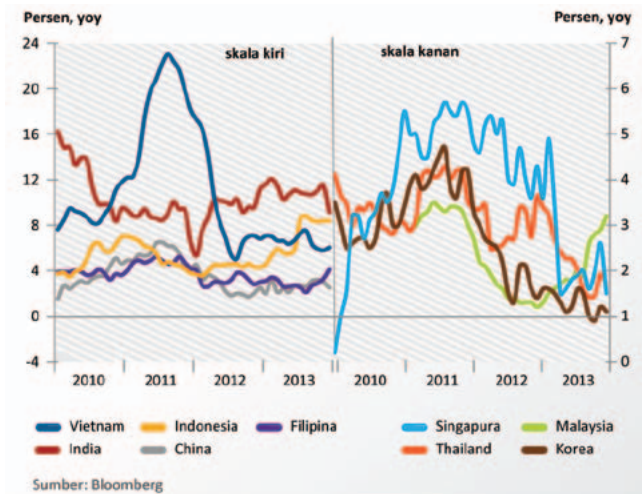
Grafik 1.12. Permintaan dan Penawaran Minyak Dunia

demikian, harga minyak kembali menurun pada triwulan IV 2013 didorong pemulihan produksi di Timur Tengah menyusul meredanya tekanan gejolak geopolitik dan berakhirnya *driving season* (Grafik 1.12).

Ekonomi global yang melambat dan harga komoditas yang menurun tersebut kemudian berkontribusi pada menurunnya tekanan inflasi global tahun 2013. Inflasi global tahun 2013 hanya mencapai 2,9%, terutama disebabkan oleh masih rendahnya inflasi negara-negara maju yang tercatat sebesar 1,4%, sedangkan inflasi negara-negara EM sebesar 6,1%. AS dan Jepang masing-masing mencatat inflasi sebesar 1,5% (Grafik 1.13). Tingkat inflasi tersebut masih di bawah target the Fed dan Bank



Grafik 1.13. Inflasi Negara Maju



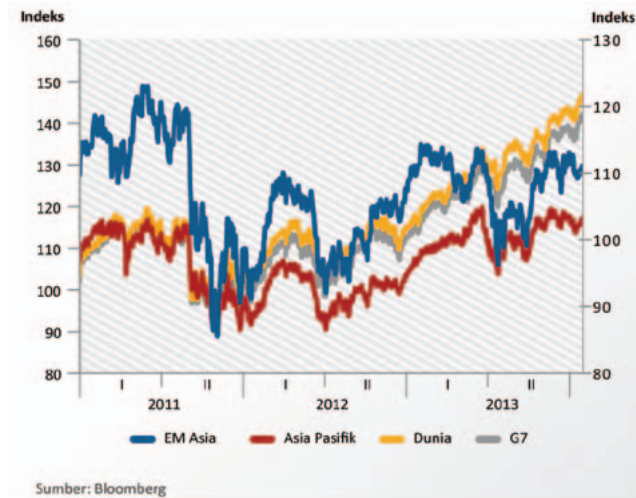
Grafik 1.14. Inflasi Negara *Emerging Market* Asia

of Japan (BOJ) yakni sebesar 2%, meskipun Jepang telah berhasil keluar dari dua dekade deflasi. Adapun otoritas moneter di Kawasan Eropa (ECB) masih mengkhawatirkan berlanjutnya tren deflasi yang dipengaruhi masih sangat lemahnya permintaan. Sementara itu, tekanan inflasi di negara-negara EM masih tinggi seiring dengan masih kuatnya pertumbuhan ekonomi, terjadinya gangguan pasokan dan peningkatan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) bersubsidi. Inflasi di Malaysia meningkat dari 1,2% pada tahun 2012 menjadi 4,1% pada 2013, sementara inflasi India tetap tinggi sebesar 9,1% pada tahun 2013 (Grafik 1.14).⁴

1.3. Pasar Keuangan Global

Pasar keuangan global tahun 2013 masih diliputi ketidakpastian seiring pengaruh beralihnya arus modal dunia dari negara-negara EM ke negara-negara maju. Ketidakpastian terutama dirasakan sampai dengan triwulan III 2013 yang dipicu oleh belum jelasnya prospek ekonomi Kawasan Eropa dan rencana *tapering off* the Fed (lihat Boks 1.2 Dampak *Quantitative Easing* Amerika Serikat terhadap Perekonomian Global). Pada periode ini, kinerja pasar keuangan, terutama di negara-negara EM, berada dalam tren menurun dipengaruhi aliran keluar modal asing di negara-negara EM (Grafik 1.15). Pada triwulan IV 2013, perbaikan kinerja pasar keuangan mulai terlihat terutama ditopang oleh kenaikan harga

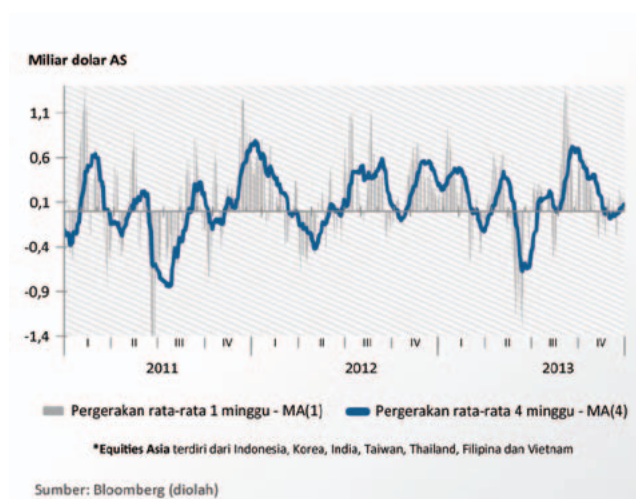
⁴ Perhitungan inflasi India menggunakan *Consumer Price Index* (CPI) *Industrial workers*.



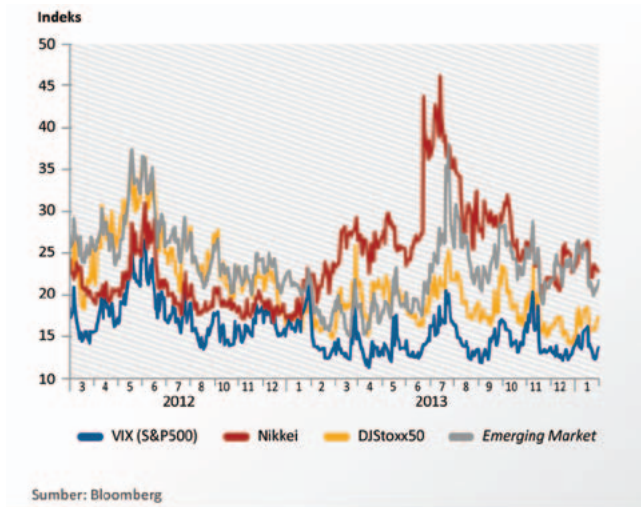
Grafik 1.15. Perkembangan Bursa Saham Global

aset di bursa saham negara-negara maju. Sebaliknya, indeks komposit bursa saham negara-negara EM di Asia masih menurun akibat sentimen negatif *tapering off* yang mendorong terjadinya aliran keluar modal dari negara-negara EM (Grafik 1.16). Sementara itu, imbal hasil obligasi sebagian besar negara mengalami kenaikan, termasuk *United States Treasury* (UST) bill (10 tahun/ 10Y) seiring dengan perilaku menghindari risiko (*risk off*) para investor global yang lebih memilih memegang uang tunai menyusul ketidakpastian rencana pengurangan stimulus moneter tersebut.

Ketidakpastian di pasar keuangan global tercermin pada kinerja pasar modal. Pada semester I 2013, kinerja pasar modal global menurun akibat sentimen negatif



Grafik 1.16. *Net Flows* Nonresiden di Bursa Saham Asia



Grafik 1.17. Volatilitas Pasar Keuangan

terhadap beberapa hal seperti *downgrade credit rating* negara Inggris, krisis di Siprus, kekhawatiran pemilu Italia, belum terselesaikannya kompromi politik terkait *debt ceiling* dan *automatic spending cut (sequester)* di AS, serta spekulasi *tapering off*. Penurunan kinerja terlihat di Eropa sebagaimana tercermin dari menurunnya kinerja bursa saham, melebarnya *yield spread government bond*, dan meningkatnya *Credit Default Swap (CDS) sovereign* negara Eropa. Di Asia, penurunan kinerja ditandai dengan koreksi di bursa saham sebagaimana menurunnya *Morgan Stanley Composite Index (MCSI)* negara-negara EM Asia, meningkatnya *CDS sovereign* dan *Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG)*, serta melemahnya indeks mata uang regional Asia (*Asia Dollar Index*) terhadap dolar AS.

Kinerja pasar modal sempat membaik pada semester II 2013, meskipun secara umum masih turun. Perbaikan tersebut terjadi pada awal semester II 2013 yang merupakan sentimen positif terhadap kebijakan terkait stimulus moneter (*quantitative easing/ QE*) dari BOJ, tercapainya resolusi krisis di Siprus, pernyataan Bernanke terkait penundaan *tapering off* dan komitmen ECB untuk menjaga level suku bunga tetap rendah. Namun demikian, bursa saham global kembali terkoreksi secara tajam dipicu rilis data ekonomi dunia yang di bawah perkiraan dan belum adanya kejelasan bentuk reformasi struktural yang diusung dalam program kerja *Abenomics*.



Grafik 1.18. Indeks Dolar AS dan Indeks Dolar Asia

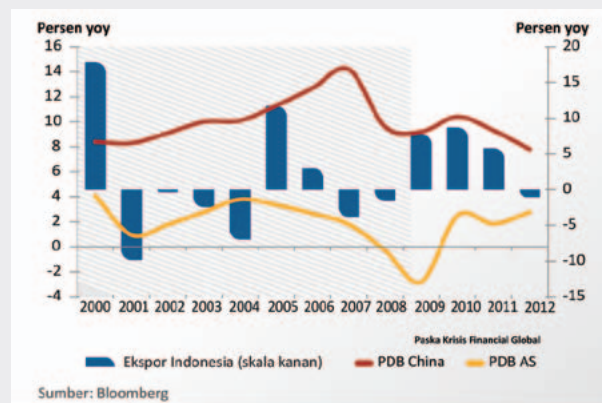
Perbaikan kondisi pasar tenaga kerja dan ekspektasi berlanjutnya pemulihan ekonomi AS tidak mendapat respons positif dari pelaku pasar, tertutup oleh rencana *tapering off* the Fed yang dikhawatirkan akan mengurangi akses likuiditas global. Risiko di pasar keuangan global yang meningkat tercermin dari meningkatnya volatilitas disertai dengan koreksi tajam bursa saham Nikkei, bursa saham negara-negara EM Asia, bursa saham Eropa (DJStoxx50), dan bursa saham Amerika (VIX) (Grafik 1.17). Koreksi tajam di bursa saham dipercepat oleh spekulasi *tapering off* yang akan dilakukan lebih awal sehingga mendorong aksi jual investor global di pasar keuangan negara-negara EM. Aksi ini pada gilirannya memberi tekanan depresiasi terhadap mata uang negara-negara EM Asia (*Asia Dollar Index*), termasuk Indonesia.

Pada akhir tahun 2013, tekanan di pasar keuangan Asia mereda. Hal ini seiring dengan perkembangan positif pada sektor manufaktur China yang menjadi landasan bagi perkembangan bursa saham global. Selain itu, bursa saham Asia kembali mencatat *net inflow* dari nonresiden dan *yield spread obligasi* negara EM dengan *US Treasury* telah kembali menyempit sejalan dengan berakhirnya *partial shutdown* oleh pemerintah AS. Perkembangan tersebut telah memberikan daya dorong bagi penguatan mata uang negara-negara Asia terhadap dolar AS meski dengan volatilitas yang meningkat pada akhir 2013 (Grafik 1.18).

Boks 1.1. Dampak Perubahan Lanskap Ekonomi Global

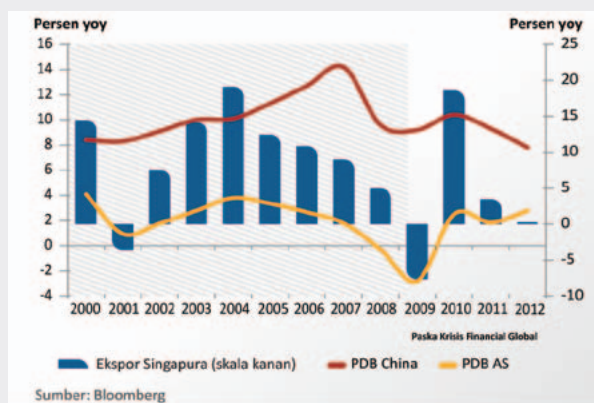
Tahun 2013 diwarnai dengan perubahan lanskap ekonomi global yang ditandai oleh meningkatnya pertumbuhan ekonomi negara maju dan menurunnya pertumbuhan ekonomi negara *emerging market* (EM) yang sebelumnya menjadi penopang utama ekonomi dunia. Meskipun belum mencapai lintasan normalnya, pertumbuhan ekonomi di kelompok negara maju menunjukkan tren perbaikan. Akselerasi pertumbuhan di kelompok negara maju terutama didorong oleh perbaikan perekonomian di Amerika Serikat (AS) yang terus berlanjut sejak triwulan I 2013. Sebaliknya, kelompok negara-negara EM mengalami perlambatan ekonomi di tengah sinyal pemulihan ekonomi kelompok negara maju. Terdeselerasinya pertumbuhan ekonomi negara-negara EM tersebut dipengaruhi oleh perlambatan pertumbuhan ekonomi China.

Perubahan lanskap ekonomi global tersebut memberikan dampak lanjutan (*spillover effect*) terhadap perekonomian melalui jalur perdagangan (*trade channel*). Dengan semakin terintegrasinya perekonomian global, dinamika yang terjadi di suatu negara akan berdampak terhadap negara lain, baik secara langsung maupun tidak langsung. Dengan demikian, dinamika perekonomian global, terutama AS dan China akan memberikan dampak lanjutan (*spillover effect*) terhadap perekonomian domestik, salah satunya melalui jalur perdagangan (*trade channel*).

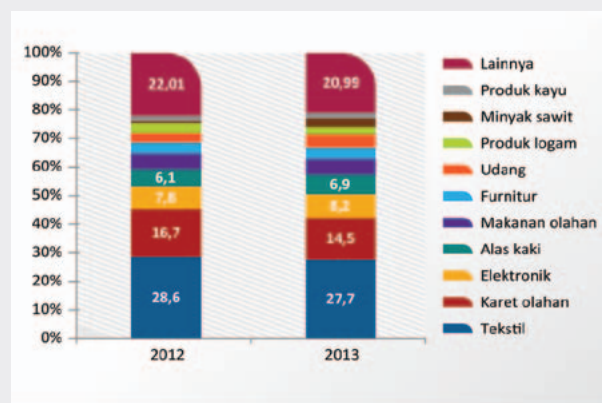


Grafik 2. Pertumbuhan Ekspor Indonesia

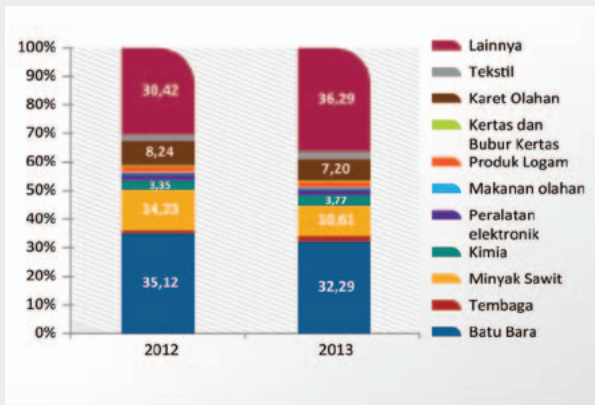
Spillover effect terhadap perdagangan suatu negara tergantung dari karakteristik komoditas utama yang diperdagangkan. Perbaikan pertumbuhan AS dan perlambatan China akan lebih berpengaruh terhadap kinerja ekspor negara mitra dagang utamanya. Sebagai contoh, setelah krisis finansial global, Singapura mengalami tren penurunan kinerja ekspor seiring dengan masih lemahnya permintaan domestik AS (Grafik 1). Sementara itu, tren pertumbuhan kelompok negara-negara EM yang dimotori China akan memengaruhi kinerja ekspor negara-negara yang masih mengandalkan ekspornya pada komoditas, seperti Indonesia (Grafik 2).



Grafik 1. Pertumbuhan Ekspor Singapura



Grafik 3. Komposisi Komoditas Ekspor Indonesia ke AS



Grafik 4. Komposisi Komoditas Ekspor Indonesia ke China

Sehubungan dengan terjadinya perubahan lanskap ekonomi global, permintaan domestik AS yang menguat akan meningkatkan permintaan ekspor Indonesia ke AS. Beberapa komoditas utama yang diperkirakan mengalami peningkatan ekspor ke pasar AS adalah tekstil, karet olahan, elektrikal, dan alas kaki (Grafik 3). Sementara itu, dampak perlambatan ekonomi China akan diikuti oleh turunnya permintaan China terhadap beberapa komoditas primer Indonesia terutama batu bara, minyak sawit, dan karet olahan (Grafik 4).

Setelah krisis finansial global, negara-negara *emerging market* (EM) mendapatkan manfaat dari banyaknya aliran modal masuk akibat kebijakan *Quantitative Easing* (QE).¹ Perlambatan perekonomian Amerika Serikat (AS) yang terjadi setelah krisis finansial global telah mendorong pemerintah AS untuk menerapkan kebijakan pelonggaran moneter yang tidak konvensional. Secara umum, tujuan QE adalah menurunkan suku bunga, yang tercermin dari *yield UST Bond*, yang pada gilirannya diharapkan mendorong pertumbuhan ekonomi AS. QE dilakukan dengan cara pembelian aset keuangan jangka panjang seperti *Mortgage-Backed Securities* (MBS), *bank debt*, dan *United State Treasury* (UST) *Bond*.

Hingga saat ini, terdapat 3 (tiga) periode QE dan 1 (satu) periode *Operation Twist* dengan jumlah pembelian aset keuangan jangka panjang yang bervariasi antar periodenya (Tabel 1). Dampak dari QE tersebut adalah tersedianya likuiditas yang besar pada pasar keuangan global. Setelah krisis finansial global,

likuiditas tersebut mengalir deras ke negara-negara EM karena fundamental perekonomian yang lebih baik serta tingkat imbal hasil yang lebih tinggi di negara-negara EM dibandingkan negara-negara maju.

Seiring dengan tren perbaikan perekonomian AS, Pemerintah AS melakukan langkah pengurangan stimulus ekonomi (*tapering off*). Stimulus perekonomian yang dilakukan pemerintah AS mulai menunjukkan hasil, yang tercermin pada perbaikan variabel makroekonomi AS. Pertumbuhan ekonomi AS menunjukkan tren peningkatan sejak triwulan I 2013 sampai dengan mengemukanya wacana *tapering off* pada triwulan II 2013. Di sisi lain, tingkat pengangguran juga menunjukkan tren penurunan, mengarah ke 7% sebagai target dimulainya *tapering off* (Grafik 1). *Tapering off* akan mengakhiri era *easy money* sehingga berpotensi mengoreksi aliran dana ke negara-negara EM, termasuk Indonesia. Koreksi aliran dana tersebut dapat menimbulkan tekanan pada pasar keuangan domestik.

Tabel 1. Periode *Quantitative Easing* Amerika Serikat

Kebijakan	Periode	Tindakan Pemerintah AS
<i>Quantitative Easing 1</i>	Desember 2008 s.d Maret 2010	Diawali dengan pembelian MBS sebesar 600 miliar dolar AS. Dampak dari QE1 ini mencapai puncaknya pada Juni 2010 di saat pemerintah AS memegang <i>bank debt</i> , MBS, dan UST Bond sebesar 2,1 triliun dolar AS.
<i>Quantitative Easing 2</i>	November 2010 s.d Juni 2011	Pembelian UST Bond sebesar 600 miliar dolar AS.
<i>Operating Twist</i>	September 2011 s.d Agustus 2012	Pembelian obligasi jangka panjang (6 s.d 30 tahun) sebesar 400 miliar dolar AS dan menjual obligasi jangka pendek (< 3 tahun yang sudah jatuh tempo). Pada Juni 2013, diumumkan rencana penambahan pembelian obligasi jangka panjang sebesar 267 miliar dolar AS.
<i>Quantitative Easing 3</i>	Mulai September 2012	Pembelian MBS sebesar 40 miliar dolar AS per bulan sampai dengan pasar tenaga kerja membaik. Pada bulan Desember 2012, the Fed mengumumkan penambahan jumlah QE3 menjadi sebesar 85 miliar AS per bulan dengan tambahan pembelian UST Bond sebesar 45 miliar dolar AS.

Sumber: The Federal Reserve

1 QE adalah kebijakan moneter tidak konvensional yang digunakan oleh bank sentral untuk merangsang perekonomian ketika kebijakan moneter standar menjadi tidak efektif.



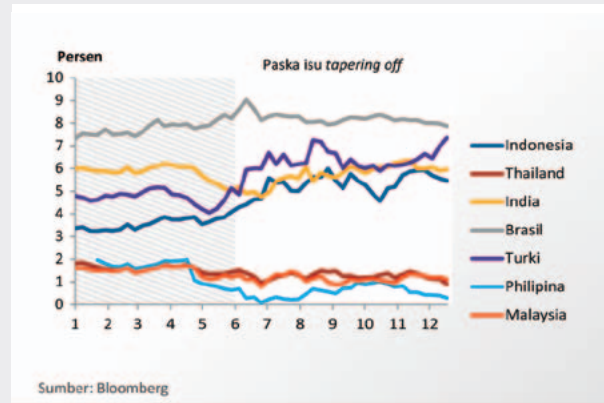
Grafik 1. Perkembangan Makroekonomi AS

Pasar keuangan global diindikasikan melakukan respons yang terlalu berlebihan (*over-reacting*) terhadap isu *tapering-off*. Peningkatan *yield UST bond* pada periode QE3 seiring dengan membaiknya perekonomian AS diindikasikan menjadi pemicu *over-reacting* pasar keuangan global.² Pelaku pasar keuangan global memiliki kekhawatiran akan perubahan arah tren positif pada pasar keuangan global akibat peningkatan *yield UST bond* AS. Hal ini tercermin dari meningkatnya *spread* antara suku bunga AS dan suku bunga EM setelah mengemukanya isu *tapering off* (Grafik 2). Perilaku *over-reacting* ini mengindikasikan pelaku pasar mengabaikan perkembangan positif EM dalam sepuluh tahun terakhir. Negara-negara EM mengalami perbaikan yang lebih cepat dari negara-negara maju setelah krisis finansial global. Dalam laporannya, IMF juga menyebutkan bahwa dalam sepuluh tahun terakhir, pertumbuhan ekonomi negara-negara EM lebih baik dibandingkan dengan negara-negara maju.³ Hal ini menunjukkan bahwa negara-negara EM memiliki daya tahan (*resilience*) yang lebih baik daripada negara-negara maju terhadap *shock* eksternal.

Dampak mengemukanya *tapering off* bervariasi, tergantung dari kondisi fundamental perekonomian domestik negara-negara EM, diantaranya posisi neraca transaksi berjalan, dan pengaturan aliran

2 Secara historis pada periode setelah QE1 dan QE2, *yield UST bond* mengalami penurunan.

3 *The Rising Resilience of Emerging Market and Developing Economies*, IMF Working Paper, Desember 2012.

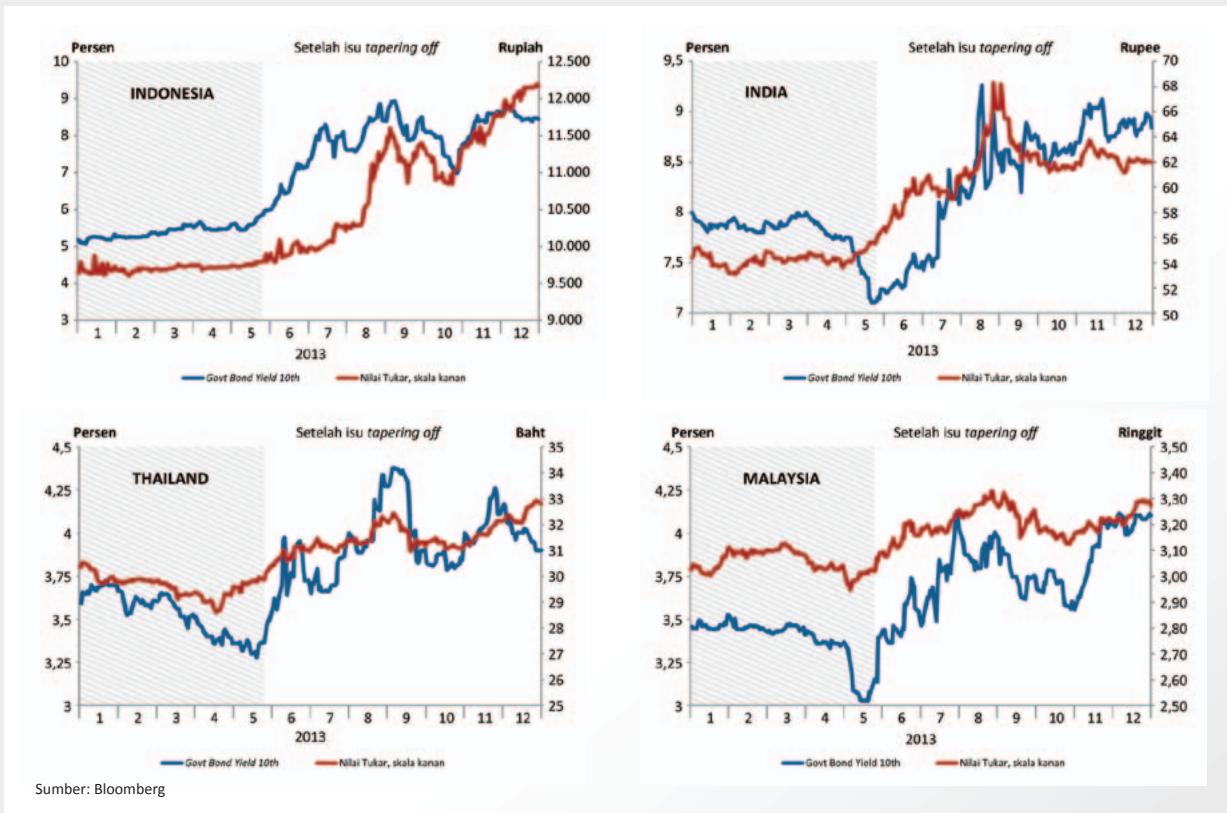


Grafik 2. Perkembangan *Spread* Suku bunga *Government Bond* AS dan EM (*Maturity* 10 th) 2013

modal masuk. Penarikan dana dari negara-negara EM berdampak pada nilai tukar dan *yield* surat utang pemerintah negara-negara EM. Pengamatan pada periode sejak dimulainya wacana pengurangan stimulus the Fed pada bulan Mei 2013, mayoritas mata uang negara-negara EM, termasuk Indonesia, mengalami tekanan. Rupiah dan Rupee lebih sensitif dibandingkan Ringgit dan Baht. Rupiah dan Rupee mengalami depresiasi yang cukup tajam, sementara Ringgit dan Baht mengalami depresiasi yang lebih moderat.

Dampak yang bervariasi pada EM terkait dengan kondisi fundamental yang berbeda antar negara-negara EM. Neraca transaksi berjalan Indonesia dan India mengalami defisit yang lebih tinggi, sementara Thailand dan Malaysia memiliki posisi transaksi berjalan yang lebih sehat. Negara dengan transaksi berjalan defisit mengalami tekanan yang lebih besar terhadap nilai tukarnya. Pentingnya peranan posisi neraca transaksi berjalan tercermin dari berkurangnya tekanan terhadap Rupee sejak triwulan III 2013 seiring dengan perbaikan defisit transaksi berjalan India. Di sisi lain, India, Malaysia, dan Thailand memiliki pengaturan aliran modal (*capital flow management*) yang lebih ketat dibandingkan Indonesia.⁴ Pengaturan aliran modal ini diindikasikan mampu menahan volatilitas nilai tukar yang berlebihan.

4 AREAER (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*), IMF, 2010, menyebutkan Indonesia merupakan salah satu negara dengan indeks *capital control* yang paling rendah bersama Singapura dan Korea Selatan.



Grafik 3. Perkembangan Nilai Tukar dan Yield Government Bond 10 Tahun Negara-negara Emerging Market

Selain memberikan tekanan terhadap mata uang negara-negara EM, mengemukakan isu *tapering off* juga menyebabkan *yield* surat utang pemerintah mengalami peningkatan. *Yield* surat utang pemerintah India mengalami peningkatan yang paling besar dibandingkan dengan *yield* surat utang pemerintah Indonesia, Malaysia, dan Thailand (Grafik 3).

Meskipun isu *tapering off* akan berdampak terhadap *capital outflow* dari Indonesia pada tahun 2014, namun jumlahnya diperkirakan tidak sebesar tahun 2013. Dalam jangka pendek, kenaikan *yield* UST *Bond maturity* 10 tahun (UST *Bond* 10Y) diikuti oleh kenaikan VIX Index⁵ dan koreksi kepemilikan nonresiden pada aset rupiah. Setelah menguatnya sentimen *tapering off* QE antara bulan Mei sampai dengan Agustus 2013, terjadi kenaikan *yield* UST *Bond* 10Y sebesar 111 bps yang diikuti oleh terkoreksinya

kepemilikan nonresiden pada aset keuangan rupiah sebesar 5,2 miliar dolar AS. Namun, jumlah *outflow* pada tahun 2014 diperkirakan lebih kecil daripada 2013 mengingat *outflow* pada 2013 tidak saja akibat *shock* eksternal berupa isu *tapering off* namun juga akibat *shock* domestik berupa kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM).

Dalam jangka menengah, kenaikan *yield* UST *bond* berdampak positif dengan meningkatnya *risk on*. Jika kenaikan *yield* UST *Bond* diikuti dengan perbaikan kondisi perekonomian global, maka hal tersebut akan berdampak pada turunnya faktor risiko dan meningkatkan *risk appetite* investor terhadap aset-aset keuangan Asia, termasuk Indonesia. Secara historis, kenaikan *yield* UST *bond* mengindikasikan bahwa perekonomian AS berada pada fase perbaikan. Hal ini akan menyebabkan koreksi VIX Index yang kemudian diikuti oleh meningkatnya aliran dana investor global ke perekonomian negara-negara EM. Di pasar keuangan domestik, penurunan VIX Index juga memiliki hubungan yang kuat dengan masuknya aliran dana nonresiden ke aset rupiah seperti Surat Utang Negara (SUN) dan saham.

5 VIX Index merupakan salah satu ukuran ekspektasi pasar terhadap volatilitas pasar saham selama periode 30 hari berikutnya.



Respons Kebijakan Ekonomi Global

Berbagai kebijakan telah ditempuh untuk merespons tingginya ketidakpastian ekonomi global. Kebijakan negara maju tetap akomodatif, meskipun kemudian AS telah berencana untuk mengurangi stimulus moneter. Sementara itu, kebijakan negara-negara *emerging market* bervariasi. China menempuh bauran kebijakan dengan memperketat kondisi moneter dan mengeluarkan 'mini stimulus' serta paket reformasi struktural. Beberapa negara *emerging market* lain menempuh kebijakan moneter ketat disertai kebijakan struktural. Kebijakan-kebijakan tersebut didukung berbagai penguatan kerja sama internasional.

Berbagai kebijakan ditempuh negara-negara maju dan negara-negara *emerging market* (EM) guna merespons meningkatnya ketidakpastian ekonomi global. Respons di negara maju diarahkan untuk memperkuat pemulihan ekonomi setelah krisis keuangan global 2008. Sementara respons di negara-negara EM diarahkan untuk mengendalikan tekanan perekonomian yang meningkat. Tekanan perekonomian di negara-negara EM tidak terlepas dari pengaruh pergeseran perekonomian global terkait perubahan lanskap pertumbuhan ekonomi, penurunan harga komoditas dunia, serta pergeseran arus modal global dari negara-negara EM ke negara-negara maju.

Secara umum, kebijakan ekonomi yang ditempuh oleh kelompok negara maju masih longgar. Pemerintah AS pada 2013 melanjutkan kebijakan stimulus dengan masih menahan suku bunga di level mendekati nol persen dan melanjutkan kebijakan *quantitative easing*. Namun dalam perkembangannya, sejalan dengan perbaikan indikator-indikator makro AS, selain menempuh konsolidasi fiskal, otoritas moneter AS merencanakan pengurangan stimulus disertai dengan kriteria-kriteria capaian indikator ekonomi sebagai '*forward guidance*'. Jepang meluncurkan stimulus ekonomi baik di sisi fiskal maupun moneter yang dikemas dengan program paket kebijakan *Abenomics*. Sejalan dengan itu, otoritas di Kawasan Eropa masih melakukan kebijakan pelonggaran guna mendukung ekonomi yang masih lemah. Selain tambahan pelonggaran moneter, pemerintah di Kawasan Eropa juga menyepakati pelonggaran konsolidasi fiskal guna mendukung pertumbuhan ekonomi yang berada dalam resesi.

Dari kelompok negara-negara EM, respons kebijakan cukup beragam tergantung pada kondisi domestik yang terjadi di masing-masing negara. China melakukan bauran kebijakan dengan menempuh kebijakan moneter bias ketat untuk meredam *overheating* di sektor properti, namun mengeluarkan 'mini stimulus' di sektor publik dan infrastruktur guna merespons pelemahan ekonomi. China juga mengeluarkan paket rencana reformasi struktural yang menyentuh berbagai sektor ekonomi guna mempercepat kebijakan *rebalancing* ekonomi ke arah yang lebih bertumpu pada permintaan domestik sehingga dapat memastikan keberlanjutan pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, beberapa negara EM lain mulai memperketat arah kebijakan moneter merespons meningkatnya tekanan inflasi, melebarnya defisit transaksi berjalan, meningkatnya arus modal keluar dan melemahnya nilai tukar. Arus modal keluar dan depresiasi nilai tukar dipengaruhi reaksi berlebihan investor terhadap ketidakpastian rencana *tapering off* the Fed yang kemudian menurunkan kinerja pasar keuangan negara-negara EM. Selain respons jangka pendek untuk meredakan

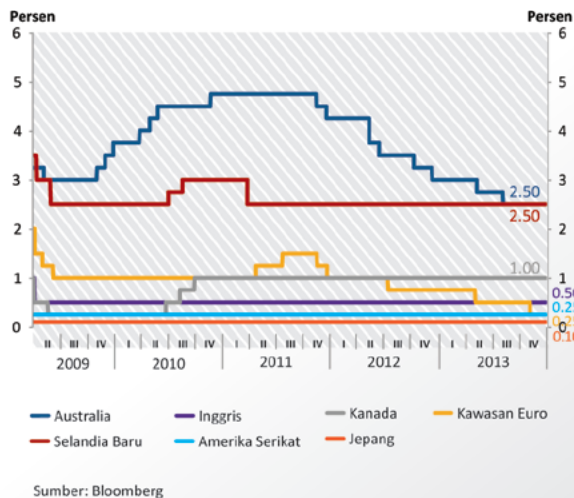
tekanan inflasi dan pelemahan nilai tukar, negara-negara EM seperti Brasil, India, dan Indonesia juga menempuh langkah struktural guna memperkuat ketahanan ekonomi.

Respons kebijakan di berbagai negara tersebut juga didukung kerja sama antarnegara melalui fora kerja sama internasional. Pemulihan ekonomi global yang berjalan lambat disertai meningkatnya risiko di sejumlah negara-negara EM menyadarkan dunia bahwa *rebalancing* pertumbuhan ekonomi tidak bisa hanya bertumpu pada negara-negara EM. Untuk itu, forum G20 dan IMF sepakat untuk melanjutkan upaya reformasi struktural dan koordinasi kebijakan serta mempercepat realisasi komitmen kebijakan. Arah kebijakan yang relatif sama juga ditempuh kerja sama di tataran regional. Hal ini ditempuh mengingat peningkatan permintaan domestik yang tidak diiringi dengan reformasi struktural dapat meningkatkan risiko ekonomi dalam jangka menengah. Di sisi lain, meningkatnya risiko serta ketidakpastian dan ketidakseimbangan pasar keuangan global juga mendorong otoritas negara kawasan untuk mempererat kerja sama melalui penguatan dan penyempurnaan jaring pengaman keuangan.

2.1. Kebijakan Negara-negara Maju

Kebijakan yang ditempuh negara maju pada tahun 2013 secara umum masih akomodatif untuk merespons ekonomi yang masih melambat. Kebijakan moneter akomodatif berupa pembelian surat-surat berharga (SSB) oleh bank sentral atau lebih dikenal dengan *quantitative easing* yang dilaksanakan sejak tahun-tahun sebelumnya masih dipertahankan pada tahun 2013. Kebijakan ini juga didukung oleh *stance* suku bunga rendah (Grafik 2.1). Jepang bahkan menambah stimulus *qualitative and quantitative easing* dalam program kebijakan *Abenomics*. Dari sisi fiskal, kebijakan negara maju masih konsolidatif untuk tetap berada dalam lintasan yang menjamin keberlanjutan fiskal dalam jangka panjang (*fiscal sustainability*).

Pemerintah AS melanjutkan kebijakan stimulus yang telah dilaksanakan pada tahun-tahun sebelumnya guna menopang pemulihan ekonomi yang masih relatif lemah. Otoritas moneter AS masih menahan suku bunga di level yang sangat rendah mendekati nol persen, yaitu 0,25% per tahun. Selain itu, Federal Reserve (the Fed) juga masih melanjutkan *quantitative easing* berupa pembelian SSB sebesar 85 miliar dolar AS per bulan. Guna memastikan kesinambungan pertumbuhan ekonomi pada jangka menengah, pemerintah AS juga melanjutkan rencana



Grafik 2.1. Suku Bunga Kebijakan Negara Maju

konsolidasi fiskal berupa kenaikan pajak dan penurunan pengeluaran pemerintah (*automatic spending cut/ sequestration*) yang telah diamanatkan pada *Budget Control Act* tahun 2011. Konsolidasi fiskal tersebut tidak dapat dihindari sehingga mengurangi kontribusi sektor pemerintah terhadap pendapatan domestik bruto (PDB) AS. Namun, tercapainya kesepakatan pelonggaran konsolidasi fiskal pada akhir 2013 sebesar 60 miliar dolar AS untuk dua tahun diharapkan dapat meningkatkan kembali peran fiskal terhadap perekonomian AS pada masa yang akan datang.

Dalam perkembangannya, otoritas moneter AS memunculkan rencana mempercepat pengurangan stimulus moneter (*tapering off*) sejalan dengan indikasi membaiknya aktivitas perekonomian AS. Untuk meredakan reaksi pelaku pasar yang khawatir akan terjadinya kekurangan likuiditas di pasar keuangan, the Fed memberikan *forward guidance* bagi pelaksanaan *tapering off* tersebut. Kriteria yang digunakan sebagai *forward guidance* terutama perkembangan di sektor tenaga kerja khususnya tingkat pengangguran dan tingkat inflasi yang sudah mendekati target otoritas moneter. Dengan berbagai perkembangan indikator makroekonomi yang membaik, the Fed pada *Federal Open Market Committee* (FOMC) Desember 2013 mengumumkan akan mulai melakukan pengurangan pembelian SSB sebesar 10 miliar dolar AS pada Januari 2014. Namun demikian, the Fed juga menegaskan masih akan mempertahankan kebijakan suku bunga sangat rendah dalam waktu yang lebih panjang.

Berbeda dengan rencana otoritas moneter AS, otoritas di Kawasan Eropa justru melakukan berbagai tambahan kebijakan pelonggaran sebagai upaya mendukung pertumbuhan ekonomi. Selain mempertahankan suku

bunga sangat rendah, European Central Bank (ECB) juga masih mempertahankan *quantitative easing* berupa pembelian SSB dengan program *outright monetary transactions* (OMT) dalam jumlah dan periode yang belum ditentukan. Program OMT tersebut sangat membantu menurunkan *borrowing cost* (*yield*) beberapa negara yang terkena krisis utang secara signifikan.

Otoritas moneter Eropa juga menurunkan suku bunga sebagai respons atas pemburukan ekonomi. ECB melakukan dua kali pemotongan suku bunga guna memberikan dukungan bagi pemulihan ekonomi Eropa. ECB memotong suku bunga pertama kali sebesar 25 bps menjadi 0,5% pada bulan Mei 2013 merespons resesi ekonomi yang sudah terjadi enam triwulan berturut-turut. Selain itu, penurunan suku bunga tersebut disertai dengan komitmen bahwa ECB bersedia melakukan berbagai kebijakan lain yang diperlukan untuk mendorong aktivitas perekonomian yang sudah lemah. Gubernur ECB, Mario Draghi, bahkan menyatakan bahwa secara teknis ECB siap menerapkan '*negative deposit rate*' yang diperkirakan dapat membantu meredakan *credit squeeze* dengan mendorong bank, terutama di negara *periphery*, untuk menyalurkan kredit ke konsumen individu dan bisnis. Penurunan suku bunga kedua dilakukan ECB pada awal November 2013 dengan menurunkan suku bunga *refinancing rate* sebesar 25 bps menjadi 0,25%. Respons ini ditempuh untuk meredakan kekhawatiran bahwa Eropa akan mengalami stagnasi dan deflasi.

Kebijakan penurunan suku bunga juga didukung oleh komitmen ECB dalam mendorong pemulihan ekonomi yang berkali-kali ditekankan. Hal tersebut dapat disetarakan dengan *forward guidance* yang dilakukan oleh the Fed. Sebagai contoh, imbal hasil obligasi 10 tahun Portugal dan Yunani yang melonjak tinggi hingga 8% pada awal Juli 2013 ketika berusaha meyakinkan Uni Eropa dan IMF untuk memenuhi target kesepakatan *bail-out*. *Yield* tersebut menurun kembali ke 7%, yang disebabkan selain karena kemajuan dari upayanya untuk memenuhi target juga dibantu oleh pernyataan ECB yang berkomitmen menjaga suku bunga pada level 0,5% bahkan lebih rendah untuk periode yang lebih panjang. Komitmen menempuh suku bunga rendah tersebut diduga menjadi salah satu faktor pendorong kembali meningkatnya aktivitas sektor manufaktur di Jerman merespons permintaan dari industri otomotif dan konstruksi.

Selain ECB, menteri-menteri keuangan Kawasan Eropa juga melakukan tindakan-tindakan yang mendorong pemulihan ekonomi. Terkait krisis perbankan di Siprus, menteri-menteri keuangan Kawasan Eropa telah menyepakati solusi *bailout* pada tanggal 25 Maret. *Bailout* diberikan

sebesar 10 miliar euro dengan mengharuskan kreditor dan pemilik rekening di atas 100 ribu euro untuk melakukan *bail-in* agar krisis perbankan Siprus tidak menyebar ke negara Eropa lain. Skema penyelesaian krisis perbankan Siprus tersebut selanjutnya disepakati oleh menteri-menteri keuangan anggota Uni Eropa pada akhir Juni 2013 sebagai metode penyelesaian kebangkrutan bank ke depan. Menteri-menteri keuangan Eropa juga menyepakati pelanggaran konsolidasi fiskal satu atau dua tahun bagi enam negara termasuk Perancis, Spanyol dan Belanda. Respons ini ditempuh agar dapat lebih kuat mendorong pertumbuhan ekonomi di beberapa negara Eropa yang mengalami resesi.

Berbagai respons kebijakan tersebut berkontribusi positif pada pertumbuhan ekonomi di Kawasan Eropa. Perekonomian negara-negara Kawasan Eropa secara triwulanan tumbuh positif sejak triwulan II hingga triwulan IV 2013 (masing-masing tumbuh positif 0,3%, 0,1% dan 0,3%), meskipun keseluruhan tahun 2013 masih negatif 0,4% dibandingkan tahun 2012. Di masa mendatang, negara-negara Kawasan Eropa masih memerlukan kebijakan struktural terutama terkait konsolidasi fiskal, penyehatan perbankan dan penyelesaian keketatan di sektor kredit guna memberikan basis yang kuat bagi pemulihan ekonomi.

Di Jepang, kebijakan yang ditempuh banyak dipengaruhi program Perdana Menteri terpilih Shinjo Abe melalui paket kebijakan stimulus, yang kemudian sering disebut kebijakan *Abenomics*. Kebijakan tersebut menimbulkan optimisme di tengah perkembangan pemulihan ekonomi yang cukup lambat setelah krisis keuangan global dan disusul bencana gempa dan tsunami serta dampak dari bencana banjir di Thailand, dimana Thailand merupakan salah satu *production hub* perusahaan Jepang.¹ Program *Abenomics* mencakup stimulus fiskal untuk proyek fasilitas publik, pemulihan bencana dan penyediaan dukungan terhadap usaha kecil menengah (UKM). Stimulus moneter ekstra longgar juga dilakukan untuk memerangi deflasi yang sudah berlangsung dua dekade dan untuk mencapai target inflasi 2%. Dalam kaitan ini, BOJ merencanakan melipatgandakan *base money*. Sementara rencana reformasi struktural guna meningkatkan investasi swasta masih belum secara lengkap dipaparkan pemerintahan Shinjo Abe.

1 Banjir di Thailand pada akhir tahun 2011 berdampak setidaknya pada 320 perusahaan Jepang, terutama di sektor otomotif dan elektronik. Lihat <http://www.yomiuri.co.jp/dy/business/T111017004860.htm>, dan Haraguchi and Lall (2013), "Flood Risks and Impacts : Future Research Questions and Implication to Private Investment Decision-Making for Supply Chain Networks", Global Assessment Report on Disaster Risk Reduction, UNISDR.

Selain kebijakan tersebut, Jepang juga merencanakan untuk melakukan konsolidasi fiskal pada April 2014 berupa kenaikan pajak penjualan dari 5% menjadi 8% sejalan dengan tanda pemulihan ekonomi yang ditopang peningkatan kinerja ekspor dan solidnya konsumsi. Untuk mengantisipasi dampak kenaikan pajak tersebut, pemerintah memutuskan menambah stimulus fiskal 5 triliun Yen, atau 51 miliar dolar AS guna mendorong investasi sektor korporasi. BOJ memastikan tidak ada tambahan stimulus moneter baru di luar yang telah direncanakan. Meskipun secara umum berhasil dalam memulihkan perekonomian, kebijakan *Abenomics* masih terkendala dalam mencapai target yang lebih jangka panjang berupa kenaikan *capital spending* dari sektor korporasi dan kenaikan upah tenaga kerja.

2.2. Kebijakan Negara-negara *Emerging Market*

Kebijakan yang ditempuh di negara-negara EM diarahkan untuk mengendalikan tekanan perekonomian yang meningkat, meskipun dengan besaran dan waktu kebijakan yang berbeda-beda. Respons kebijakan tersebut terutama terkait upaya menjaga stabilitas perekonomian dan kesinambungan pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Sebagian negara merespons kondisi pelemahan aktivitas ekonomi dengan menurunkan suku bunga. Namun, beberapa negara lain yang menghadapi tekanan inflasi yang meningkat dan nilai tukar yang melemah cenderung memperketat kebijakan moneter. Selain itu, negara-negara EM juga melakukan pembenahan yang lebih bersifat fundamental melalui reformasi ekonomi yang bersifat struktural.

China merupakan negara *emerging market* yang merespons perlambatan ekonomi global dengan paket kebijakan '*mini stimulus*' di sektor publik dan infrastruktur yang dibarengi dengan reformasi struktural secara menyeluruh di tengah kebijakan moneter yang bias ketat. Reformasi struktural ditempuh dalam berbagai bidang perekonomian guna memuluskan proses penyeimbangan ekonomi (*rebalancing*) menuju model ekonomi yang lebih ditopang permintaan domestik (*domestic-demand driven*) (Tabel 2.1).

Namun, otoritas moneter China juga memperketat kondisi moneter sejak 2010 merespons gelembung harga properti dan *credit boom*, yang juga telah menyuburkan praktek *shadow banking*, setelah stimulus besar-besaran menyusul tekanan pelemahan ekonomi dari krisis global. Pengetatan tersebut terindikasi sempat mengakibatkan *credit squeeze* pada pertengahan Juni 2013, tercermin dari kenaikan suku

Tabel 2.1. Rencana Reformasi Struktural China (3rd Planum 2013)

Rencana	Implikasi
1. Reformasi Keuangan dan Perbankan	
<ul style="list-style-type: none"> - Percepatan <i> yuan convertibility</i> (termasuk internasionalisasi RMB) dan liberisasi suku bunga. - Pengembangan pasar obligasi. - Membuka kesempatan bagi swasta di sektor perbankan. - <i>Set up free-trade zone</i> di beberapa area. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pasar keuangan China lebih terbuka, mempermudah transaksi keuangan dan meningkatkan daya saing ekspor. - Liberalisasi suku bunga untuk mengurangi <i>shadow banking</i>, perbankan lebih kompetitif, alokasi <i>saving</i> lebih efisien. - Masuknya swasta di sektor perbankan mendorong kompetisi dan perbaikan kualitas industri jasa keuangan (saat ini BUMN dominan). - Mendorong bebasnya aliran faktor produksi dan percepatan pembangunan infrastruktur
2. Reformasi Pajak dan Fiskal	
<ul style="list-style-type: none"> - Memperbolehkan Pemerintah Daerah memperluas <i>financing channels</i> (termasuk mengeluarkan obligasi) untuk proyek konstruksi. - Reformasi pajak. 	<ul style="list-style-type: none"> - Kondisi fiskal yang lebih berkelanjutan bagi pemerintah daerah, dan mengurangi <i>shadow banking</i> - Terjaganya keberlanjutan pembangunan infrastruktur di provinsi - provinsi China - Meratakan distribusi pendapatan (pajak progresif), termasuk didalamnya pengenaan pajak lebih besar pada deviden perusahaan negara yang digunakan untuk jaring pengaman, termasuk asuransi sehingga dapat mendorong konsumsi.
3. Reformasi Kependudukan	
<ul style="list-style-type: none"> - Pelonggaran <i>one-child policy</i>. - Percepatan <i> hukou reform</i> (<i> hukou</i> = sistem kependudukan, <i> reform</i> = less barrier). 	<ul style="list-style-type: none"> - Menaikkan konsumsi melalui peningkatan populasi dan mengerem laju penurunan tenaga kerja China (sehingga menahan kenaikan upah (upah > produktivitas) dan meningkatkan kapasitas utilisasi). - <i>Hukou reform</i> mendorong peningkatan urbanisasi dan perpindahan tenaga kerja dan menaikkan pendapatan (<i>urban income > rural</i>).
4. Reformasi BUMN	
<ul style="list-style-type: none"> - 30% <i>dividen payment</i> dari aset negara diserahkan kepada negara. - Reorganisasi beberapa BUMN dan ditransformasi sebagai perusahaan investasi aset milik negara. - Penerbitan IPO dan memberi kesempatan pada swasta untuk berperan dalam proyek Pemerintah. 	<ul style="list-style-type: none"> - Meningkatkan porsi untuk belanja kesejahteraan sosial (terjaganya kelanjutan pembangunan infrastruktur di provinsi-provinsi China). - Peran sektor swasta lebih besar dalam perekonomian China. - Mengurangi monopoli dan meningkatkan efisiensi BUMN dan <i>good corporate governance</i>.

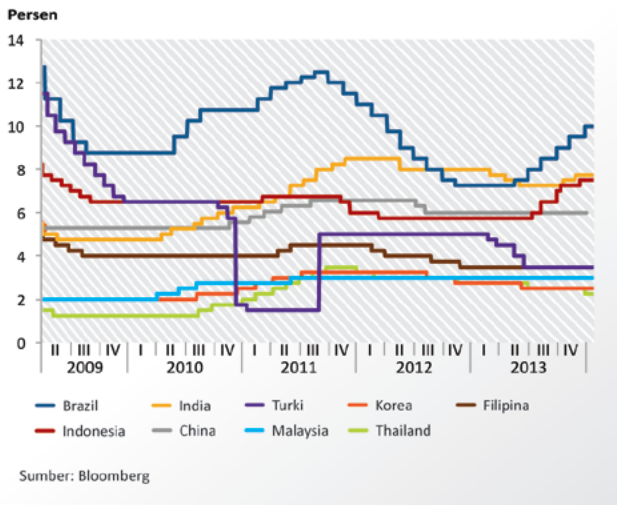
Sumber: Bloomberg dan berbagai sumber lainnya (diolah)

bunga *overnight* antarbank yang sempat mencapai 13%, sebelum akhirnya turun kembali ke 8,5%. Kenaikan juga terjadi di suku bunga repo antarbank untuk tenor 7 hari yang naik hingga ke level 25%, sebelum kemudian turun tajam di hari berikutnya. Keketatan kredit yang berdampak kepanikan dan memicu koreksi indeks sebesar 0,5% di bursa saham Shanghai dan Hongkong pada akhir pekan tersebut, mendorong PBOC melakukan injeksi likuiditas sebesar 17 miliar yuan (2,7 miliar dolar AS) pada akhir Juli 2013. Selain itu, bank sentral China melakukan liberalisasi suku bunga kredit pada akhir Oktober 2013, meskipun plafon suku bunga deposito masih dikendalikan. Kebijakan ini juga sebagai bagian dari upaya mengurangi *shadow banking* dan menjadi bagian dari paket kebijakan reformasi struktural (Tabel 2.1).²

2 Bank sentral China (PBOC) menetapkan besarnya suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan. Pada tahun 2013, suku bunga kredit mulai diliberalisasi sehingga sesuai mekanisme pasar.

India juga menempuh reformasi struktural di sektor riil dan sektor keuangan selain menempuh kebijakan suku bunga. Kebijakan reformasi struktural tersebut ditujukan untuk memitigasi risiko ekonomi terkait tingginya tekanan inflasi, melebarnya defisit transaksi berjalan, dan melemahnya nilai tukar rupee. Di sektor riil, kebijakan yang diambil Pemerintah India mencakup kenaikan pajak barang impor dan pembatasan impor terutama komoditas emas dan barang elektronik, serta pengurangan subsidi BBM.

Di sektor keuangan, Pemerintah dan Bank Sentral India mengeluarkan kebijakan untuk menstabilkan nilai tukar. Pemerintah India menempuh kebijakan dalam pengendalian arus modal keluar baik oleh perusahaan maupun individu dan juga menyesuaikan regulasi *Foreign Direct Investment* (FDI) di sektor ritel dan penerbangan untuk memperbaiki pasokan valas. Sementara itu, Bank Sentral India menurunkan batas maksimum investasi ke luar negeri oleh penduduk dari 400% kekayaan bersih (*net worth*) menjadi 100%, kecuali Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di bidang perminyakan atau yang telah



Grafik 2.2. Suku Bunga Kebijakan Moneter Negara Emerging Market

memperoleh persetujuan khusus. Bank Sentral India juga melakukan penyesuaian terhadap likuiditas di pasar keuangan melalui berbagai instrumen suku bunga pinjaman jangka pendek, pelonggaran aturan pinjaman luar negeri, peningkatan limit pinjaman bank dari 50% menjadi 100% terhadap *unimpaired tier 1 capital*, dan mobilisasi simpanan valas nonresiden melalui fasilitas *foreign exchange swap (FX swap)* bertenor 3 tahun. Respons kebijakan tersebut juga mencakup pengumuman rencana mendirikan BUMN yang akan meminjam valas hingga 11 miliar dolar AS untuk menyediakan pasokan valas ke pasar keuangan India.

Brazil, Indonesia dan India merupakan negara-negara EM yang menempuh kebijakan moneter ketat dalam merespons inflasi yang meningkat dan defisit transaksi berjalan yang melebar. Brazil dan Indonesia merupakan negara yang paling sering menaikkan suku bunga kebijakan selama tahun 2013, masing-masing sebanyak 6 kali dan 5 kali (Grafik 2.2). Sementara itu, India menempuh kebijakan moneter ketat pada triwulan terakhir 2013 setelah melonggarkan kebijakan di awal tahun. Arah kebijakan yang berbeda ditempuh oleh Thailand, Turki dan Korea dengan melakukan penurunan suku bunga selama tahun 2013. Turki tercatat melakukan penurunan suku bunga acuan sebanyak 4 kali, meskipun juga menempuh pengetatan moneter melalui kenaikan Giro Wajib Minimum (GWM). Selain kebijakan suku bunga, berbagai negara juga menempuh kebijakan lain melalui *policy mix* dan/atau kebijakan makroprudensial guna merespons tekanan ekonomi yang meningkat pada tahun 2013 (Lihat Boks Perkembangan Makroekonomi dan Respons Kebijakan Negara-negara dengan Defisit Transaksi Berjalan).

2.3. Kerja Sama Internasional

Respons kebijakan di masing-masing negara juga diperkuat dengan kerja sama internasional. Penguatan kerja sama internasional ditempuh sebagai respons atas proses pemulihan ekonomi global yang berjalan lambat disertai dengan peningkatan risiko di sejumlah negara EM. Lambannya proses pemulihan ekonomi global diakibatkan oleh sejumlah faktor seperti ketidakpastian kebijakan, *deleveraging* sektor swasta, intermediasi yang belum pulih, proses penyeimbangan global yang belum sempurna, serta masih tingginya ketidakpastian ekonomi negara-negara maju sebagai dampak dari konsolidasi fiskal. Selain itu, isu kesinambungan fiskal dan stabilitas keuangan juga menjadi tantangan jangka menengah khususnya di negara-negara maju. Kondisi ini pada akhirnya menyadarkan negara-negara di seluruh dunia akan arti penting reformasi struktural dan koordinasi kebijakan.

Dalam kerja sama internasional tersebut disadari bahwa proses *rebalancing* pertumbuhan ekonomi tidak bisa hanya bertumpu pada negara-negara EM. Negara-negara EM yang sejak krisis keuangan global tahun 2008 diharapkan dapat menjadi penopang utama pertumbuhan ekonomi dunia mulai dipertanyakan resiliensinya. Menyikapi hal ini, fokus pembahasan pada fora kerja sama internasional selama tahun 2013 diarahkan pada upaya percepatan pemulihan dan stabilitas ekonomi dan keuangan, isu kesinambungan fiskal di negara maju, penguatan resiliensi negara-negara EM, serta penyelesaian ketidakpastian dan ketidakseimbangan pasar keuangan akibat dampak *tapering quantitative easing (QE)*.

Menyadari permasalahan tersebut, forum G20 dan IMF sepakat untuk melanjutkan upaya reformasi struktural dan koordinasi kebijakan serta mempercepat realisasi komitmen kebijakan. Untuk itu, negara-negara G20 menetapkan sejumlah langkah prioritas. Pertama, meningkatkan potensi pertumbuhan dan penciptaan lapangan kerja dengan terus berupaya memperkuat fondasi pertumbuhan jangka panjang. Kedua, menghindari kebijakan domestik yang dapat merugikan negara lain. Ketiga, menyusun strategi fiskal yang kredibel (*medium term fiscal target*). Keempat, mempertajam *surveillance* perekonomian global. Terakhir, memperbaiki *macrofinancial analysis* dan meningkatkan *policy advice*.

Negara anggota G-20 juga berkomitmen untuk menahan diri dari kebijakan depresiasi kompetitif serta menolak segala bentuk proteksionisme. Hal ini untuk merespons dampak negatif kebijakan moneter longgar yang dapat berujung pada perang nilai tukar (*currency war*). Oleh karena itu, kebijakan nilai tukar tidak akan ditujukan

untuk meningkatkan daya saing ekspor. Dengan kata lain, kebijakan moneter lebih diarahkan pada stabilitas harga dan pemulihan ekonomi domestik.

Fora kerja sama internasional, baik di tataran multilateral maupun regional, juga memberikan perhatian pada dampak *spillover exit policy* dari kebijakan *quantitative easing* di negara maju terhadap negara-negara EM. Fora ekonomi tersebut menyepakati bahwa guna meminimalisir kemungkinan *negative spillovers*, proses *exit* kebijakan *monetary easing* di negara maju perlu dikelola dan dikomunikasikan secara hati-hati. Oleh karena itu, komunikasi yang jelas terkait dengan arah kebijakan bank sentral sebagai *forward guidance* menjadi sangat penting untuk ditempuh.

Berkaitan dengan reformasi sektor keuangan, forum G20 akan memantau dan menilai dampak dari reformasi regulasi sektor keuangan terhadap ketahanan sistem keuangan, stabilitas dan pertumbuhan ekonomi. Ketahanan dan stabilitas sistem keuangan perlu dijaga dengan membangun institusi keuangan yang sehat serta memperkuat pengawasan dan pengaturan *shadow banking*. Beberapa langkah untuk membangun institusi keuangan yang sehat dan mengakhiri *“too-big-to-fail”* diupayakan melalui implementasi Basel III secara konsisten sesuai dengan jadwal serta finalisasi rekomendasi kerangka Basel III di area *leverage* dan *net stable funding ratio*. Selain itu, negara-negara G20 juga telah menyepakati *roadmap* untuk memperkuat pengawasan dan pengaturan *shadow banking* sesuai kondisi masing-masing negara hingga akhir 2015.

Di samping penerapan Basel III serta pengawasan dan pengaturan *shadow banking*, negara-negara G20 memandang perlu untuk melakukan upaya reformasi sektor keuangan secara lebih komprehensif. Upaya reformasi sektor keuangan tersebut antara lain meliputi: (i) implementasi *Key Attributes of Effective Resolution Regimes* FSB di sektor keuangan yang memiliki risiko sistemik sekaligus mengatasi hambatan implementasi resolusi krisis lintas negara; (ii) penyusunan rekomendasi mengenai kecukupan modal lembaga keuangan yang dinilai sistemik secara global; (iii) publikasi daftar perusahaan asuransi yang sistemik secara global; (iv) penyusunan rekomendasi untuk infrastruktur pasar keuangan yang sistemik; (v) peningkatan transparansi dan ketahanan pasar keuangan melalui rencana tindak lanjut sesuai jadwal implementasi reformasi pasar *OTC derivatives*, (vi) percepatan upaya mengurangi ketergantungan pada lembaga pemeringkat Credit Rating Agency (CRA), (vii) peningkatan transparansi dan kompetisi antarlembaga pemeringkat kredit; dan (viii) kepatuhan

terhadap standar kerja sama internasional dan pertukaran informasi dalam rangka pengawasan dan pengaturan sektor keuangan.

Selain sektor keuangan, forum G20 juga menyoroti sejumlah isu-isu penting lainnya yang diperkirakan dapat mendukung proses pemulihan ekonomi dan pertumbuhan yang berkelanjutan. Beberapa fokus kerja sama pembangunan yang disepakati meliputi: (i) ketahanan pangan, (ii) keuangan inklusif, (iii) pengembangan SDM dan mobilisasi sumber daya domestik untuk pembangunan, (iv) mendorong pendanaan jangka panjang untuk investasi, terutama infrastruktur dan UKM, (v) mendukung sistem perdagangan multilateral agar tercapai hasil dalam proses negosiasi perdagangan WTO, dan (vi) mengatasi penggelapan pajak (*tax evasion*), terutama terkait isu perpajakan lintas batas, melalui pembaharuan peraturan terkait penghindaran pajak.

Menutup akhir tahun 2013, negara-negara G20 menyepakati *St. Petersburg Action Plan* yang menggambarkan upaya untuk mengatasi risiko jangka pendek, sekaligus memperkuat fondasi untuk pertumbuhan jangka panjang yang berkelanjutan. Untuk mengatasi risiko jangka pendek, negara-negara G20 akan fokus pada: (i) upaya memperkuat stabilitas keuangan Kawasan Eropa, (ii) mendorong kebijakan fiskal yang dapat mendukung pertumbuhan ekonomi, (iii) mendorong investasi, khususnya infrastruktur, (iv) memelihara stabilitas keuangan dan memperkuat ketahanan perekonomian terhadap gejolak eksternal, dan (v) melangkah maju dalam mewujudkan sistem nilai tukar yang fleksibel di setiap negara sesuai dengan mekanisme pasar dan merefleksikan fundamental ekonominya. Untuk memperkuat landasan pertumbuhan ekonomi jangka panjang, negara-negara G20 sepakat untuk: (i) merumuskan strategi fiskal jangka menengah yang kredibel dengan pendekatan yang fleksibel untuk mendorong pemulihan ekonomi dan penciptaan lapangan kerja, dan (ii) melaksanakan agenda reformasi struktural yang lebih relevan, konkrit dan tepat sasaran.

Di tataran regional, peningkatan risiko ekonomi dan pasar keuangan global semakin mendorong negara kawasan membenahi permasalahan struktural di setiap negara. Upaya peningkatan permintaan domestik guna menopang ekonomi dunia tanpa diiringi dengan reformasi struktural disadari telah meningkatkan risiko ekonomi di sejumlah negara EM. Meskipun ketahanan fundamental ekonomi negara kawasan relatif kuat dibandingkan sebelum krisis Asia 1997, para otoritas kebijakan menyadari bahwa reformasi struktural mutlak dilakukan untuk meningkatkan potensi pertumbuhan jangka panjang yang berkelanjutan.

Reformasi struktural tersebut juga perlu didukung kebijakan yang kredibel baik fiskal dan moneter untuk menjaga stabilitas di pasar keuangan.

Peningkatan risiko serta ketidakpastian dan ketidakseimbangan pasar keuangan global semakin mendorong otoritas negara kawasan untuk lebih mengedepankan aspek stabilitas di sektor keuangan dengan memperkuat kerja sama antarbank sentral. Sebagai langkah konkrit, negara-negara ASEAN+3 (ASEAN, Jepang, China, dan Korea) menyepakati untuk mempererat kerja sama khususnya dalam mempertahankan resiliensi dan memelihara stabilitas sistem keuangan kawasan melalui penguatan dan penyempurnaan jaring pengaman keuangan. Salah satu upaya yang dijalin yaitu dengan memperkuat bantalan kecukupan cadangan devisa secara berlapis (*second line of defense*) melalui mekanisme *swap* dengan negara-negara *counterparty* ASEAN+3.

Komitmen untuk menjaga stabilitas pasar keuangan di kawasan juga dilakukan dalam bentuk upaya pendalaman pasar keuangan. Pendalaman pasar keuangan dilakukan melalui pengembangan pasar obligasi, perbaikan regulasi, serta pengembangan infrastruktur. Hingga 2013, terdapat kemajuan yang cukup berarti yaitu untuk pertama kalinya diluncurkan program penjaminan atas penerbitan obligasi kawasan. Penjaminan tersebut dilakukan oleh Credit Guarantee Investment Facility (CGIF) yang merupakan lembaga bentukan Asian Bond Market Initiative (ABMI). Lebih lanjut, dalam pertemuan Asian Bond Market Forum (ABMF) dihasilkan kesepakatan perlunya kemitraan regulator dan swasta yang akan diwujudkan berupa partisipasi anggota dalam Cross Border Settlement Infrastructure Forum (CSIF). Forum ini yang akan mengawal perbaikan proses setelmen secara lintas batas termasuk kemungkinan didirikannya Regional Settlement Intermediary (RSI).

Upaya integrasi ekonomi menuju Komunitas Ekonomi ASEAN (KEA) juga masih terus berlanjut. Di dalam mendukung pencapaian KEA khususnya area liberalisasi aliran modal, negara ASEAN juga menyadari pentingnya stabilitas di sektor keuangan di tengah ketidakseimbangan pasar keuangan global. Oleh karena itu, disepakati adanya diskresi dalam bentuk *safeguard measures* untuk menjaga stabilitas sektor keuangan di kawasan. Agar *safeguard*

measures tersebut tidak bertentangan dengan semangat menuju liberalisasi aliran modal yang lebih bebas, diperlukan adanya *policy dialogue* guna mengidentifikasi risiko makroekonomi dan stabilitas keuangan. Selain itu, negara di kawasan juga sepakat untuk melakukan pengelolaan kebijakan yang lebih fleksibel, termasuk diantaranya menerapkan *macroprudential measures* untuk memitigasi dampak dari *capital outflows*.

Di sektor perbankan, era suku bunga rendah memberikan tantangan yang cukup besar bagi industri perbankan di Asia Pasifik. Untuk itu, profitabilitas perbankan di Asia Pasifik di era suku bunga rendah menjadi salah satu pembahasan utama pada pertemuan Bank for International Settlement (BIS). Pendapatan bunga (*net interest margins/NIM*) bank-bank Asia Pasifik menurun dan keuntungan perbankan komersial tradisional serta kurva imbal hasil (*yield curves*) cenderung *flat*. Oleh karena itu, pengembangan pasar obligasi dengan mata uang domestik, termasuk upaya *financial market deepening* diharapkan dapat menekan *cost of fund* perbankan sehingga dapat menjaga profitabilitas perbankan secara umum. Dengan menipisnya *spread* suku bunga diharapkan juga memberikan insentif bagi perbankan untuk menghapuskan inefisiensi yang pada gilirannya dapat menjaga profitabilitas.

Kerja sama internasional lain yang ditempuh di penghujung tahun 2013 adalah untuk pertama kalinya dalam sejarah World Trade Organization (WTO) tercapai kesepakatan untuk mendukung perdagangan dunia. Kesepakatan WTO tersebut dikenal sebagai 'Paket Bali' yang dideklarasikan pada Konferensi Tingkat Menteri (KTM-WTO) ke-9, di Nusa Dua, Bali. Atas kesepakatan ini maka nilai perdagangan di dunia diperkirakan dapat mencapai sekitar 1 triliun dolar AS (sekitar Rp 12.000 triliun). Fokus 'Paket Bali' mencakup sepuluh poin pembahasan, yaitu: fasilitasi perdagangan, *general services* untuk pertanian, *public stockholding* untuk ketahanan pangan, *tariff rate quota* untuk produk pertanian, persaingan ekspor, perdagangan kapas, ketentuan asal barang, perlakuan khusus terhadap penyedia jasa dari negara kurang berkembang, *Duty-Free and Quota-Free* (DFQF) untuk negara kurang berkembang, dan mekanisme pengawasan *Special and Differential Treatment* terhadap negara kurang berkembang.

Perkembangan Makroekonomi dan Respons Kebijakan Negara-negara dengan Defisit Transaksi Berjalan

Gejolak eksternal yang terjadi pada tahun 2013 berdampak signifikan pada beberapa negara *emerging market* (EM), khususnya negara-negara yang mengalami defisit transaksi berjalan. Negara-negara tersebut memiliki risiko dan menerapkan kebijakan yang berbeda-beda dalam menghadapi gejolak eksternal di tahun ini. Terhadap perekonomian domestik, berbagai risiko yang dihadapi masing-masing negara dapat diukur dengan menggunakan metode rangking Z-score.¹ Beberapa indikator yang dijadikan acuan dalam metode ini adalah inflasi, defisit transaksi berjalan dan ketergantungan pada arus modal jangka pendek dalam pembiayaan.

Berdasarkan pendekatan ini, Indonesia merupakan negara yang memiliki risiko paling rendah dibandingkan empat negara lain dengan transaksi berjalan yang mengalami defisit.² Utang Luar Negeri (ULN) yang rendah dan pertumbuhan ekonomi yang tinggi merupakan faktor dominan yang membuat

1 Skor standar yang mengukur jarak individual dari rata-ratanya dalam satuan standar deviasi

2 Urutan risiko terendah sampai dengan terbesar : Indonesia, Brasil, India, Afrika Selatan, dan Turki

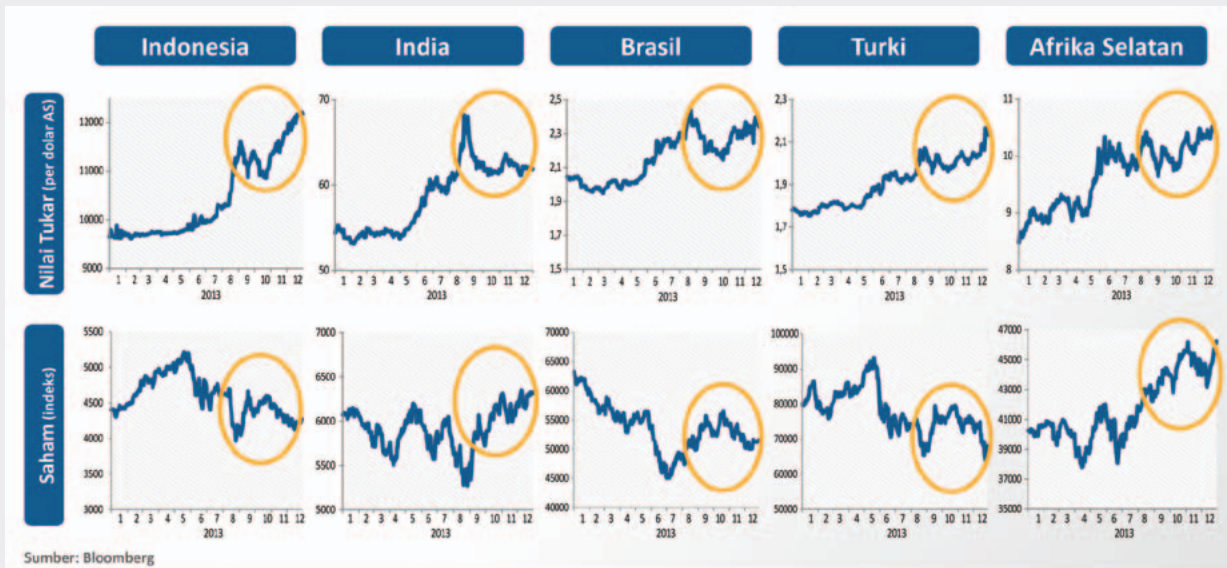
Indonesia sebagai negara dengan risiko terendah. ULN Indonesia lebih rendah dibandingkan dengan Afrika Selatan dan Turki. Dari sisi pertumbuhan ekonomi, Indonesia mampu tumbuh 5,8% pada tahun 2013, paling tinggi dibandingkan negara lainnya. Namun, risiko inflasi dan kepemilikan asing dalam obligasi di Indonesia cenderung lebih tinggi dibandingkan negara lainnya. Inflasi Indonesia pada tahun 2013 mencapai 8,4%, sedangkan rasio kepemilikan asing juga cenderung tinggi, mencapai 31% (Tabel 1).

Sementara itu, Turki merupakan negara yang mempunyai risiko kerentanan eksternal terbesar, ditinjau dari sisi defisit transaksi berjalan, ketergantungan terhadap *short-term portfolio inflows*, serta *short term debt*. Pada tahun 2013 rasio defisit transaksi berjalan terhadap PDB Turki mencapai -7,2%, atau paling tinggi dibandingkan Indonesia, Afrika Selatan, India, dan Brasil. Selain itu, Turki juga memiliki ketergantungan terhadap *short-term portfolio inflows* untuk pembiayaan defisit transaksi berjalan paling besar yaitu sebesar 35% terhadap PDB. Hutang jangka pendek asing (*external short term debt*) yang paling tinggi, mencapai 134% terhadap cadangan devisa, membuat Turki paling rentan terhadap *shock* eksternal.

Tabel 1. Indikator Makroekonomi

Negara	Risiko Inflasi	Defisit Struktural Transaksi Berjalan (CAD)	Ketergantungan terhadap Arus Masuk Portofolio Jangka Pendek untuk Pembiayaan Defisit	Pemilu 2014
Indonesia	2013: 8,4% 2014: 7,5% Target: 4,5% ± 1%	CAD 2013: -3,3% CAD 2014: -3,7% Ekspor unggulan: produk primer	Rasio kepemilikan asing: 31% Cadangan devisa: 99,4 miliar dolar AS (44% PDB) Rasio utang jangka pendek terhadap cadangan devisa 47,9%	Juli
Turki	2013: 7,4% 2014: 6,0% Target: 5,0%	CAD 2013: -7,2% CAD 2014: -7,2% Ekspor unggulan: tekstil, otomotif, besi dan baja, produk kimia	Rasio kepemilikan asing: 35% Cadangan devisa: 112 miliar dolar AS (49% PDB) Rasio utang jangka pendek terhadap cadangan devisa 134%	Maret
Afrika Selatan	2013: 6,5% 2014: 5,5% Target: 3%-6%	CAD 2013: -6,8% CAD 2014: -6,1% Ekspor unggulan: produk primer	Rasio kepemilikan asing: 34% Cadangan devisa: 42 miliar dolar AS (121% PDB) Rasio utang jangka pendek terhadap cadangan devisa 71,6%	April-Juli
India	2013: 9,9% 2014: 8,8% Target: N/A	CAD 2013: -4,4% CAD 2014: -3,8% Ekspor unggulan: sumber daya alam	Rasio kepemilikan asing: 6,7% Cadangan devisa: 295,7 miliar dolar AS (67% PDB) Rasio utang jangka pendek terhadap cadangan devisa 35,6%	Mei
Brasil	2013: 5,9% 2014: 5,8% Target: 4,5% ± 2%	CAD 2013: -3,6% CAD 2014: -3,2% Ekspor unggulan: produk primer	Rasio kepemilikan asing: 17% Cadangan devisa: 375,8 miliar dolar AS (73% PDB) Rasio utang jangka pendek terhadap cadangan devisa 14%	Oktober

Sumber: Bloomberg, WEO Oktober 2013



Grafik 1. Perkembangan Pasar Keuangan

Defisit transaksi berjalan yang terjadi di negara-negara tersebut memberikan tekanan terhadap nilai tukar dan pasar keuangan. Pada triwulan III 2013 terjadi sejumlah perbaikan dan penurunan tekanan di pasar keuangan, yang tercermin dari menguatnya nilai tukar terhadap dolar Amerika dan mulai *rebound*-nya indeks saham. Namun demikian, perbaikan tersebut diindikasikan hanya sementara terkait dengan dampak penundaan *tapering off* oleh the Fed. Pada triwulan IV 2013, nilai tukar Indonesia, Brasil, Turki, dan Afrika Selatan kembali mengalami tekanan. Di sisi lain, nilai tukar India mengalami apresiasi seiring dengan perbaikan kondisi defisit transaksi berjalan India. Tekanan nilai tukar disertai dengan membaiknya indeks saham India. Di sisi lain, indeks saham Indonesia, Brasil dan Turki masih mengalami tekanan sampai dengan akhir tahun 2013 (Grafik 1).

Menghadapi tekanan eksternal, negara-negara dengan defisit transaksi berjalan tersebut menempuh kebijakan yang cukup agresif dan bervariasi. Seperti halnya negara-negara EM lainnya, sepanjang tahun 2013 perekonomian negara-negara tersebut menghadapi tekanan khususnya terkait dengan permasalahan *external balance*. Beberapa permasalahan yang dihadapi antara lain defisit transaksi berjalan, tekanan nilai tukar dan pasar keuangan yang tinggi, serta *capital outflow*. Meski relatif beragam, kebijakan yang diambil oleh Indonesia, India, Brasil, Turki, dan Afrika Selatan cukup

agresif. Di sisi lain, Turki, India dan Indonesia juga dihadapkan pada menurunnya kepercayaan pelaku pasar terhadap dapat diprediksinya (*predictability*) kebijakan moneter di masing-masing negara. Sementara itu, dengan semakin menguatnya isu *tapering off* oleh the Fed pada bulan Mei 2013, negara-negara dengan defisit transaksi berjalan juga merespons dengan bauran kebijakan yang terutama ditujukan untuk meminimalkan *capital outflow* dari sektor keuangan (Tabel 2).

Bank Indonesia menerapkan pengetatan kebijakan lebih awal dan cukup agresif dibanding bank sentral lainnya. Sampai dengan triwulan III 2013, Indonesia dihadapkan pada permasalahan tren peningkatan defisit transaksi berjalan yang cukup besar. Di sisi lain, mengemukakan isu *tapering off* oleh the Fed pada bulan Mei 2013 meningkatkan tekanan pada nilai tukar dan pasar keuangan serta *capital outflow*. Merespons perkembangan tersebut, Bank Indonesia menerapkan bauran kebijakan yang dilakukan dengan cukup agresif yang ditujukan untuk menjaga stabilitas perekonomian. Bank Indonesia menerapkan kebijakan pengetatan kebijakan lebih awal dan cukup agresif dibandingkan dengan bank sentral India, Turki dan Afrika yang cenderung menerapkan kebijakan akomodatif. Di sisi lain, meskipun Brasil juga menerapkan kebijakan yang cukup ketat, namun bauran kebijakan yang diterapkan diindikasikan kurang efektif untuk memperbaiki masalah *external balance* di Brasil.

Tabel 2. Respons Kebijakan

Kebijakan	Indonesia	India	Turki	Afrika Selatan	Brasil
Suku Bunga	Peningkatan BI Rate secara gradual dengan total 175 bps (dari 5,75% pada Mei 2013, naik menjadi 6,00% pada bulan Juni 2013 dan naik gradual menjadi 7,5% pada Desember 2013).	Penurunan gradual <i>policy repo rate</i> total 50 bps (dari 7,75% pada Jan 2013 s.d 7,25% pada Desember 2013)	Menurunkan <i>policy rate</i> dari 5,5% (Januari 2013) menjadi 4,5% (Mei 2013). <i>Policy rate</i> tetap 4,5% sampai Desember 2013.	Stance kebijakan moneter tetap akomodatif dengan <i>policy rate</i> tetap 5,0%	Kenaikan gradual SELIC rate total 275 bps (dari 7,25% pada Januari 2013 menjadi 10% pada Desember 2013)
	Penyesuaian koridor suku bunga secara gradual: <i>Deposit Facility</i> naik 175 bps (4,0% pada Mei 2013 naik menjadi 4,25% pada Juni 2013 dan naik gradual menjadi 5,75% pada Desember 2013), <i>Lending Facility</i> naik 75 bps (6,75% pada Juli naik menjadi 7% pada Agustus 2013 dan naik gradual menjadi 7,5% pada Desember 2013).	<i>Cash Reserve Ratio</i> tetap 4,0%	Penyesuaian <i>lending rate overnight</i> , turun 125 bps dari 9% (Januari 2013) menjadi 7,75% (Mei 2013). <i>lending rate O/N</i> tetap 7,75% sampai dengan Desember 2013.	Menggunakan obligasi dan FX swaps untuk mengurangi likuiditas di pasar uang	
	Penguatan Operasi Moneter melalui Lelang SDBI, <i>FX swap</i>	Menutup <i>window Liquidity Adjustment Facility</i> (LAF) hanya sampai 750 miliar rupee atau 1,0% dari <i>net deposit</i>	Menurunkan suku bunga <i>overnight</i> 150 bps dari 5% (Januari 2013) menjadi 3,5% (Mei 2013). Suku bunga pinjaman O/N tetap 3,5% sampai dengan Desember 2013. Menahan pelelangan repo 1 minggu Melelang penjualan FX		
Nilai Tukar	Penyesuaian Nilai Tukar sesuai dengan fundamental perekonomian	<i>Swap rate</i> lunak pada pemberi pinjaman	Meningkatkan <i>Reserve Requirement</i> untuk <i>foreign exchange</i> dan emas	Memberikan ruang gerak kepada nilai tukar untuk terdepresiasi	Program <i>swap</i> dan pelelangan jalur kredit untuk menahan pelemahan real lebih lanjut (Agustus 2013)
	<i>Term Deposit</i> valuta asing (valas) <i>Overnight</i> (O-N)	Penjualan <i>swap/spot Foreign Exchange</i> (FX) secara langsung/tidak langsung pada perusahaan minyak sektor publik	Menahan penjualan <i>intraday</i> lelang valuta asing atau intervensi valuta asing apabila dianggap perlu.		
	Relaksasi Utang Luar Negeri	Pelonggaran ketentuan perijinan untuk <i>Foreign Direct Investment</i> (FDI)	Mengurangi ukuran penjualan FX minimum dari 20 juta dolar AS menjadi 50 juta dolar AS		
	Kurs Referensi (JISDOR)	Membatasi pengiriman uang penduduk ke luar negeri untuk perorangan, maksimal sebesar 75 ribu dolar AS per tahun Menghilangkan plafon suku bunga deposito simpanan valas yang berjangka 3-5 tahun. Membatasi impor emas dengan kuota dan kenaikan tarif. Pelonggaran ketentuan bagi investor asing dalam bertransaksi di pasar keuangan Relaksasi utang luar negeri Fasilitas <i>hedging</i> bagi importir dan eksportir serta mempersingkat ketentuan waktu repatriasi <i>earning</i> bagi eksportir	Relaksasi kredit ekspor Memperpanjang jatuh tempo kredit dan meringankan agunan untuk kredit diskonto ekspor		

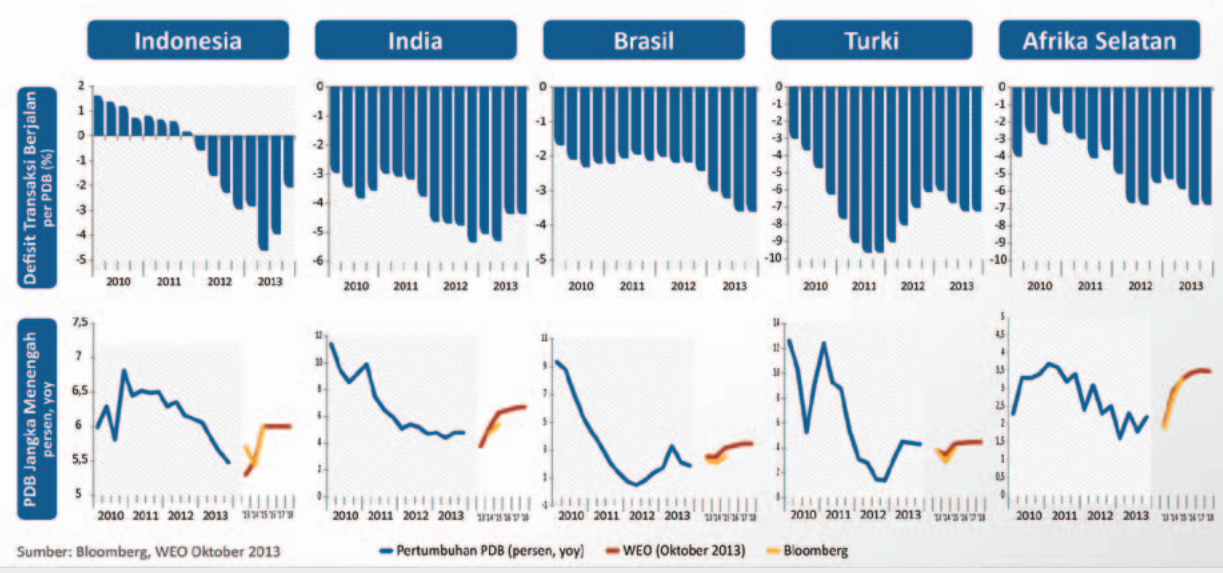
Kebijakan	Indonesia	India	Turki	Afrika Selatan	Brasil
Makro-prudensial	Penerbitan aturan <i>Loan To Value</i> (LTV) di sektor properti (Juli 2013)	Menyediakan fasilitas <i>two-day funds</i> kepada bank melalui <i>Marginal Standing Facility</i> (MSF)	Penyesuaian <i>Reserve Requirement</i> untuk valas (Mei 2013): naik 50 bps untuk simpanan valas sampai dengan 1 tahun menjadi 13%, tetap untuk simpanan valas sampai dengan 3 tahun yaitu 9,0%, naik 50 bps untuk pinjaman valas sampai dengan 1 tahun dari 11% menjadi 11,5%		Pemotongan pajak investasi asing (pembelian obligasi oleh investor asing di pasar domestik) pada Juni 2013
	Relaksasi <i>Month Holding Period</i> Sertifikat Bank Indonesia (dari 6 bulan menjadi 1 bulan pada Agustus 2103)	Menurunkan limit pinjaman bank dalam fasilitas harian <i>daily Liquidity Adjustment Facility</i> (LAF)			
	Pengetatan GWM LDR (Agustus 2013)	Menurunkan rasio persyaratan cadangan kas untuk memitigasi risiko likuiditas di perbankan			
	Pengetatan GWM Sekunder (Agustus 2013)	Kenaikan <i>capital requirements</i> untuk bank dengan ekposur risiko valas yang tidak dibatasi			
	<i>Term Deposit</i> valas <i>Overnight</i>				
Fiskal	Insentif pajak sebagai upaya untuk memperbaiki neraca transaksi berjalan (Agustus 2013)	Mengimpor minyak dari Iran dalam rupees			Pemotongan pajak pada sektor tertentu
		Mengurangi impor emas dan perak			
		Valas emas BUMN			
		Pemangkasan belanja departemen			
	Penghematan belanja rutin				Menaikkan pajak operasional finansial (<i>financial operations tax</i> /IOF) pada FDI
Koordinasi	Penguatan koordinasi dengan Pemerintah dalam rangka mendorong pembentukan struktur neraca transaksi berjalan yang lebih berkelanjutan	Membentuk komite ahli untuk mengkaji kerangka kebijakan moneter dan memberikan rekomendasi untuk meningkatkan transparansi dan <i>predictability</i> kebijakan moneter.			Strategi mengurangi volatilitas real dengan pengurangan durasi obligasi (pembelian kembali jangka panjang dan penjualan jangka pendek)
Komunikasi	Memperkuat strategi komunikasi melalui penyampaian <i>key messages</i>	Meminta eksportir untuk mengkonversi penerimaan dolar dan membawanya kembali ke india dalam waktu 1 tahun	<i>Forward guidance</i> : Penambahan pengetatan kebijakan moneter akan terus dilaksanakan setiap hari sampai pemberitahuan lebih lanjut		

Sumber : Bloomberg, Bank Indonesia

Respons kebijakan yang tepat waktu oleh Bank Indonesia mampu mengarahkan posisi transaksi berjalan Indonesia menjadi lebih baik. Setelah mengalami tren peningkatan sejak triwulan I 2012, defisit transaksi berjalan menunjukkan perbaikan pada triwulan IV 2103. Defisit transaksi berjalan menyempit dari 3,9% terhadap PDB pada triwulan III 2013 menjadi 2,0% terhadap PDB pada triwulan IV 2013. Di sisi lain, defisit transaksi berjalan di negara-negara yang terlambat menerapkan pengetatan kebijakan moneter, seperti Turki dan

Afrika Selatan, belum mengalami perbaikan sampai dengan triwulan IV 2013. Respons kebijakan Bank Indonesia yang tepat waktu juga mampu membawa perekonomian Indonesia tumbuh paling tinggi dibandingkan dengan India, Brasil, Turki, dan Afrika Selatan. Pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2013 mencapai 5,8%, lebih tinggi dari perkiraan IMF sebesar 5,3%.³ Seiring dengan perbaikan kondisi *external balance* tersebut, perekonomian Indonesia dalam jangka menengah diperkirakan tumbuh lebih optimis (Grafik 2).

3 *World Economic Outlook* edisi Oktober 2013, IMF



Grafik 2. Perkembangan Defisit Transaksi Berjalan dan Pertumbuhan Ekonomi

