
Bab 3: Krisis Ekonomi Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia

Menjelang akhir triwulan III-2008, perekonomian dunia dihadapkan pada satu babak baru yaitu runtuhnya stabilitas ekonomi global, seiring dengan meluasnya krisis finansial ke berbagai negara. Krisis finansial global mulai muncul sejak bulan Agustus 2007, yaitu pada saat salah satu bank terbesar Perancis BNP Paribas mengumumkan pembekuan beberapa sekuritas yang terkait dengan kredit perumahan berisiko tinggi AS (*subprime mortgage*). Pembekuan ini lantas mulai memicu gejala di pasar finansial dan akhirnya merambat ke seluruh dunia. Di penghujung triwulan III-2008, intensitas krisis semakin membesar seiring dengan bangkrutnya bank investasi terbesar AS Lehman Brothers, yang diikuti oleh kesulitan keuangan yang semakin parah di sejumlah lembaga keuangan berskala besar di AS, Eropa, dan Jepang.

Krisis keuangan dunia tersebut telah berimbas ke perekonomian Indonesia sebagaimana tercermin dari gejala di pasar modal dan pasar uang. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada bulan Desember 2008 ditutup pada level 1.355,4, terpankaskan hampir separuhnya dari level pada awal tahun 2008 sebesar 2.627,3, bersamaan dengan jatuhnya nilai kapitalisasi pasar dan penurunan tajam volume perdagangan saham. Arus keluar kepemilikan asing di saham, surat utang negara (SUN), maupun SBI masih terus berlangsung. Hingga akhir Desember 2008, posisi asing di SUN tercatat Rp.87,4 triliun, menurun dibandingkan posisi September 2008 yang sempat mencapai Rp104,3 triliun. Sementara posisi asing di SBI tercatat Rp.8,4 triliun, menurun tajam dibandingkan posisi Agustus 2008 sebesar Rp.68,4

triliun. Bersamaan dengan itu, nilai tukar Rupiah ikut terkoreksi tajam hingga mencapai level Rp10.900/USD pada akhir Desember 2008. Kondisi ini sejalan dengan kinerja neraca pembayaran yang menunjukkan penurunan sejak Triwulan III-2008, sebagaimana tercermin dari peningkatan defisit transaksi berjalan (*current account*) dan mulai defisitnya neraca transaksi modal dan finansial (*financial account*). Peningkatan defisit transaksi berjalan terutama bersumber dari anjloknya kinerja ekspor sejalan dengan kontraksi perekonomian global yang diiringi dengan merosotnya harga berbagai komoditas ekspor. Sementara, kesulitan likuiditas keuangan global dan meningkatnya perilaku *risk aversion* dari pemodal asing memicu terjadinya realokasi ke aset yang lebih aman (*flight to quality*) juga berdampak pada menurunnya kinerja neraca transaksi modal dan finansial. Menyusul tertekannya kinerja ekspor secara signifikan, dunia usaha pun mulai terkena imbas dan gelombang pemutusan hubungan kerja mulai terjadi, khususnya di industri-industri berorientasi ekspor seperti industri kayu, tekstil, dan pengalangan ikan.

Pada periode laporan, krisis global masih berlangsung dan bahkan pada akhir Januari 2009, Inggris secara resmi dinyatakan telah memasuki periode resesi menyusul pertumbuhan PDB triwulan IV-2008 yang kembali negatif dalam dua triwulan terakhir. Di tengah berbagai upaya penyelamatan perekonomian yang dilakukan pemerintah berbagai negara¹, gelombang

1 Pada tanggal 10 Februari 2009 paket penyelamatan senilai US\$38 miliar telah disetujui oleh Senat AS.

kebangkrutan bisnis perbankan maupun industri yang diikuti dengan pemutusan hubungan kerja terus terjadi di berbagai belahan dunia.

Dengan latar belakang kondisi seperti ini, pertanyaan paling relevan yang kemudian muncul adalah seberapa jauh krisis ini akan mempengaruhi perekonomian Indonesia. Pembahasan dampak krisis global terhadap perekonomian Indonesia tersebut akan diawali dari kronologis dan latar belakang krisis. Selanjutnya pembahasan dilengkapi dengan kajian mengenai transmisi masuknya dampak krisis global tersebut ke dalam perekonomian Indonesia.

3.1 Kronologis dan Latar Belakang Krisis

3.1.1 Kronologis Krisis²

Pengumuman BNP Paribas, Perancis, pada 9 Agustus 2007 yang menyatakan ketidakampuannya untuk mencairkan sekuritas yang terkait dengan *subprime mortgage* dari AS, menandai dimulainya krisis³ yang dengan segera meluas menjadi krisis likuiditas terburuk di berbagai belahan dunia. *Subprime mortgage* merupakan istilah untuk kredit perumahan (*mortgage*) yang diberikan kepada debitur dengan sejarah kredit yang buruk atau belum memiliki sejarah kredit sama sekali, sehingga digolongkan sebagai kredit yang berisiko tinggi. Penyaluran *subprime mortgage* di AS mengalami peningkatan pesat mulai di bawah USD200 miliar pada tahun 2002 hingga menjadi sekitar USD500 miliar pada 2005. Meskipun *subprime mortgage* inilah yang menjadi awal terciptanya krisis, namun sebenarnya

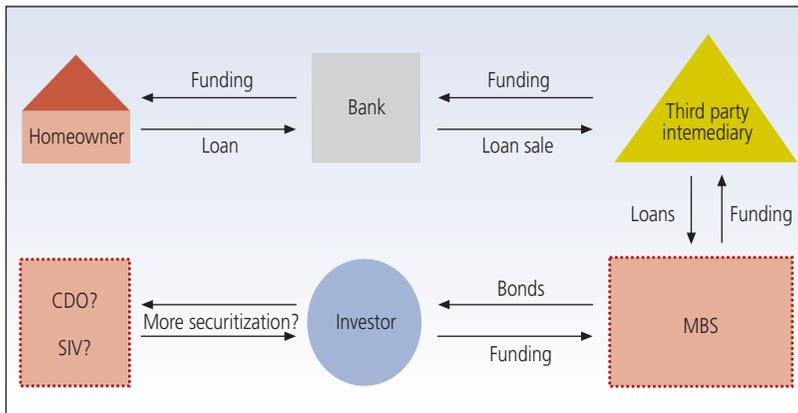
jumlahnya relatif kecil dibandingkan keseluruhan kerugian yang pada akhirnya dialami oleh perekonomian secara keseluruhan. Kerugian besar yang terjadi sebenarnya bersumber dari praktik pengemasan *subprime mortgage* tersebut ke dalam berbagai bentuk sekuritas lain, yang kemudian diperdagangkan di pasar finansial global (lihat Diagram 3.1). Pada tahap pertama, sekuritisasi dilaksanakan terhadap sejumlah *subprime mortgage* sehingga menjadi sekuritas yang disebut *mortgage-backed securities* (MBS). Dalam sistem keuangan modern, praktik sekuritisasi MBS ini merupakan suatu hal yang telah lazim, dan bahkan pada tahun 2006 jumlah kredit perumahan di AS (*mortgage*) yang disekuritisasi menjadi MBS telah mencapai hampir 60% dari seluruh *outstanding* kredit perumahan. Proses sekuritisasi ini melibatkan pihak ketiga baik institusi pemerintah (antara lain lembaga Fannie Mae dan Freddie Mac) maupun swasta. Dalam proses sekuritisasi ini, pihak ketiga seringkali melakukan pengemasan dengan melakukan penggabungan sejumlah *mortgage*, yang selanjutnya dijual kepada investor yang berminat. Untuk menanggulangi risiko gagal bayar (*default*), maka pihak ketiga ini sekaligus bertindak sebagai penjamin.

Praktik sekuritisasi *mortgage* ini ternyata tidak berhenti sampai di sini. Melalui rekayasa keuangan (*financial engineering*) yang kompleks, MBS kemudian diresekuritisasi lagi menjadi jenis sekuritas yang dikenal sebagai *Collateralised Debt Obligations* (CDOs).⁴ Sejalan dengan jumlah MBS yang terus meningkat, persentase jumlah MBS

2 Disarikan dari berbagai sumber, namun umumnya mengacu pada BBC Timeline: Global Credit Crunch.

3 Cecchetti, Stephen G.; "Federal Reserves Policy Responses to The Crisis of 2007" (BIS) in *The First Financial Global Crises in 21st Century* (CEPR) 2009.

4 *Collateralised Debt Obligations* (CDOs) merupakan salah satu bentuk efek beragun aset (*asset-backed securities*) terstruktur yang nilai dan pembayarannya diperoleh dari portofolio aset yang mendasari *fixed-income*.

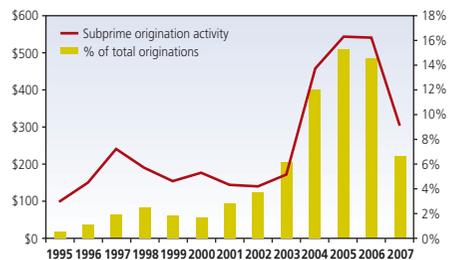


Notes: MBS means mortgage-backed security. CDO means collateralized debt obligation. SIV means structured investment vehicle.
 Sumber: The Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter : "The role of securitization in mortgage lending", November 2007

Diagram 3.1. Mortgage Funding Process

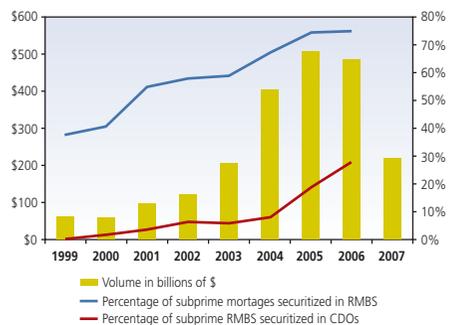
yang diresekitrisasi menjadi CDOs juga mengalami peningkatan pesat (Grafik 3.1 dan 3.2). Dalam skala global, total penerbitan CDOs pada 2006 telah melebihi USD500 miliar, dengan separuhnya didominasi oleh CDOs yang bersumber dari MBS. Pada tahun 2004 total penerbitan CDOs global baru berada pada level sekitar USD150 miliar. Selain dalam bentuk CDOs, MBS juga diresekitrisasi dalam beberapa bentuk sekuritas lain yang sudah sulit dilacak bentuk maupun jumlahnya, di antaranya sekuritas SIV (*Structured Investment Vehicles*). Maraknya perdagangan CDOs di pasar global juga dipengaruhi hasil *rating* yang dikeluarkan oleh lembaga-lembaga pemeringkat internasional, yang cenderung *underpricing* terhadap risiko dari produk-produk derivatif di atas.

Dipicu oleh perubahan arah kebijakan moneter AS yang mulai berubah menjadi ketat memasuki pertengahan 2004, tren peningkatan suku bunga mulai terjadi dan terus berlangsung sampai dengan 2006. Kondisi ini pada akhirnya memberi pukulan berat pada pasar perumahan AS,



Sumber : Inside Mortgage Finance, Moodys, dan SIFMA

Grafik 3.1. Perkembangan US Subprime Mortgage



Sumber : Inside Mortgage Finance, Moodys, dan SIFMA

Grafik 3.2. Perkembangan Resekuritisasi US Subprime Mortgage

yang ditandai dengan banyaknya debitur yang mengalami gagal bayar. Gelombang gagal bayar yang terjadi bersamaan dengan jatuhnya harga rumah di AS, akhirnya menyeret semua investor maupun lembaga yang terlibat dalam penjaminan ke dalam persoalan likuiditas yang sangat besar.

Pengumuman BNP Paribas pada Agustus 2007 secara tiba-tiba memicu krisis kepercayaan di pasar keuangan global. Sulitnya mendeteksi bank atau institusi mana yang memiliki aset yang terkait dengan *subprime mortgage* dari AS, menyebabkan munculnya perilaku menghindari dari risiko (*risk aversion*) yang berlebihan dari pelaku pasar. Kondisi ini segera menciptakan kekeringan likuiditas yang sangat parah di pasar keuangan global. Untuk mengatasi kekurangan likuiditas tersebut, Federal Reserve (The Fed) dan ECB bertindak cepat dengan memompa likuiditas ke pasar sebesar masing-masing USD24 miliar dan €95 miliar pada Agustus 2007. Selain menambah likuiditas, The Fed juga mengambil langkah menurunkan suku bunga. Namun tindakan ini ternyata tidak mampu meredam gejolak pasar keuangan. Setelah pengumuman BNP Paribas di Agustus 2007, berturut-turut terungkap kerugian besar yang dialami bank maupun lembaga keuangan lain, akibat kepemilikan lembaga-lembaga ini pada *subprime mortgage* dari AS (lihat Tabel Kronologis Krisis Finansial Global). Bank sentral di negara-negara maju terus berusaha menenangkan pasar dengan melakukan suntikan likuiditas maupun menurunkan suku bunga. Namun langkah-langkah ini hanya mampu sesaat menenangkan pasar. Selanjutnya, laporan kerugian dari berbagai lembaga keuangan berskala besar terus bermunculan yang dibarengi dengan kekeringan likuiditas di pasar keuangan berbagai negara, khususnya AS dan Eropa. Akhirnya, pada

September 2008 Fannie Mae dan Freddie Mac⁵, dua lembaga penyalur kredit perumahan yang menguasai hampir separuh *outstanding* kredit perumahan di AS juga terkena imbas krisis. Dan pada 15 September 2008 Lehman Brothers dinyatakan bangkrut, menjadikannya sebagai bank investasi besar pertama yang benar-benar mengalami kolaps sejak terjadinya krisis. Sementara itu, dampak krisis keuangan telah semakin berimbas ke sektor riil, angka penjualan eceran di AS dan berbagai negara Eropa tercatat terus menurun, sementara angka pengangguran mulai bergerak naik. Sejalan dengan kelesuan di sektor riil, perkembangan harga komoditas dunia juga mengalami penurunan secara signifikan (Grafik 3.3 dan 3.4).

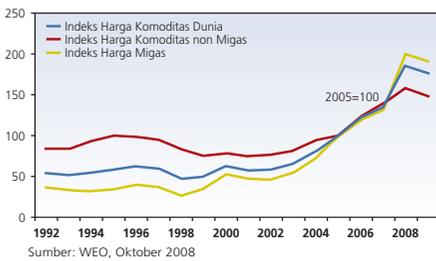
Kebangkrutan Lehman Brothers ini segera meningkatkan intensitas dampak krisis ke seluruh dunia. Hilangnya kepercayaan terhadap investor dan kreditor pada kemampuan pelaku bisnis untuk memenuhi kewajibannya, menyebabkan akses



Sumber: Bloomberg

Grafik 3.3. Perkembangan Harga Minyak Dunia

5 The Federal National Mortgage Association (FNMA) atau Fannie Mae, dan The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) atau Freddie Mac, merupakan lembaga pembiayaan perumahan milik pemerintah AS, didirikan secara resmi masing-masing pada tahun 1968 dan 1970.



Grafik 3.4. Perkembangan Indeks Harga Komoditas

pelaku bisnis ke pasar modal dan pasar pembiayaan jangka pendek menjadi terhambat. Di tengah kejatuhan harga berbagai komoditas dunia, terbatasnya akses pembiayaan pelaku bisnis semakin meningkatkan ketidakpastian prospek sektor keuangan dan ekonomi secara keseluruhan.

Kondisi ini memicu kejatuhan harga saham yang lebih dalam di bursa saham seluruh dunia (Grafik 3.6). Selain itu, ketatnya likuiditas dan perilaku *risk aversion* mendorong terjadinya realokasi dan rekomposisi struktur aset para pemodal, dari aset yang dipandang berisiko ke aset yang dianggap lebih aman (*flight to quality*), yang segera memicu *outflows* dari negara-negara *emerging markets*. Sebagai akibatnya, *yield bond* negara-negara berkembang terus meningkat bersamaan dengan melemahnya nilai tukar di negara-negara tersebut (Grafik 3.5). Sebagai upaya untuk menahan kemerosotan nilai tukar lebih jauh, sejumlah negara terpaksa menggunakan cadangan devisanya.

Tabel 3.1. Kronologis Krisis Finansial Global

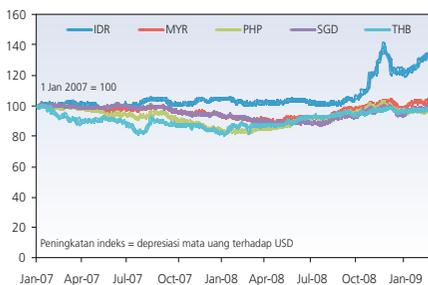
Tahun	Bulan	Kronologis
2007	Agustus	BNP Paribas tidak sanggup mencairkan sekuritas yang terkait dengan <i>subprime mortgage</i> di AS. The Fed dan ECB memompa likuiditas ke pasar masing-masing USD24 miliar dan hampir € 95 miliar. The Fed menurunkan suku bunga menjadi 4,75%.
	Oktober	Kerugian besar dialami bank maupun lembaga keuangan seperti UBS Bank (Swiss), Citibank, dan Merrill Lynch. Bank of England (BOE) melakukan injeksi likuiditas sebesar £10 miliar akibat penarikan uang besar-besaran (<i>bank run</i>). The Fed kembali menurunkan suku bunga 25 bps menjadi 4,5%.
	Desember	The Fed mengambil langkah memompa likuiditas melalui kerjasama dengan lima bank sentral lain, yaitu Bank of Canada, BOE, Bank of Japan, ECB, dan Swiss National Bank. The Fed memangkas suku bunga 25 bps menjadi 4,25%.
2008	Januari-Maret	Pasar saham global berjatuh, terendah sejak September 2001. The Fed kembali memangkas suku bunganya dalam 3 bulan sebanyak 200 bps menjadi 2,25% dan terus melakukan injeksi likuiditas. Bear Stearns, salah satu dari lima bank investasi terbesar di AS, terpaksa diakuisisi oleh rivalnya JP Morgan Chase, menyusul kerugian besar yang diderita.
	September	Pemerintah AS memutuskan untuk menyelamatkan Fannie Mae dan Freddie Mac, yang menjadi program <i>bailout</i> terbesar dalam sejarah AS selama ini. Lehman Brothers dinyatakan bangkrut, menjadikannya sebagai bank investasi besar pertama yang benar-benar mengalami kolaps sejak terjadinya krisis. American International Group (AIG), perusahaan asuransi terbesar di AS, juga diambang kebrangskutan. The Fed

Sumber: BBC 2008-2009, Timeline: Global Credit Crunch

Tabel 3.1. Kronologis Krisis Finansial Global (lanjutan)

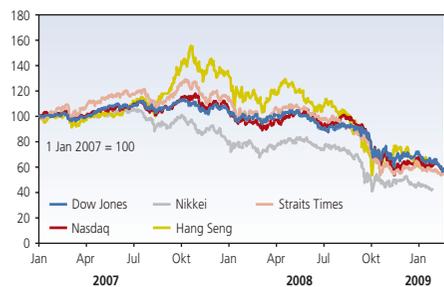
Tahun	Bulan	Kronologis
2008		memutuskan untuk memberikan <i>bailout</i> sebesar USD85 miliar. Dampak krisis keuangan telah semakin berimbas ke sektor riil, seperti tercermin dari turunnya angka penjualan eceran dan meningkatnya pengangguran di AS dan berbagai negara Eropa.
	Oktober	Intensitas krisis ke seluruh dunia semakin meningkat, dipicu oleh kebangkrutan Lehman Brothers. Flight to quality memicu outflows yang menyebabkan melemahnya nilai tukar. Pemerintah AS akhirnya mengumumkan paket penyelamatan sektor finansial sebesar USD700 miliar, Inggris mengumumkan paket penyelamatan perbankan sedikitnya sebesar £50 miliar. Jerman menyediakan bantuan sebesar €50 miliar untuk menyelamatkan <i>Hypo Real Estate Bank</i> . Tindakan tersebut juga ditambah aksi bersama penurunan suku bunga sebesar 0,5% dengan lima bank sentral lain yaitu ECB, BoE, Bank of Canada, Swedia, dan Swiss.
	November-Desember	Tiga negara yaitu Ukraina, Pakistan, dan Eslandia menerima bantuan finansial dari IMF, disusul oleh Hongaria dan Belarusia. AS secara resmi dinyatakan berada dalam kondisi resesi oleh Economic Research National Bureau of (NBER). The Fed terus menurunkan suku bunga hingga mencapai level 0,25%, yang merupakan level terendah dalam sejarah.
2009	Januari-Februari	Angka pengangguran di AS pada bulan Desember 2008 tercatat sebesar 7,2%, yang merupakan angka tertinggi dalam 16 tahun terakhir. Ekspor Cina dilaporkan mengalami penurunan terbesar dalam satu dekade terakhir. Inggris secara resmi dinyatakan berada dalam kondisi resesi. Senat AS akhirnya menyetujui paket penyelamatan ekonomi senilai US\$38 miliar. Pada bulan yang sama, US Treasury mengumumkan paket penyelamatan bank senilai USD1,5 triliun.

Sumber: BBC 2008-2009, Timeline: Global Credit Crunch



Sumber: Bloomberg

Grafik 3.5. Perkembangan Nilai Tukar Regional



Sumber: Bloomberg

Grafik 3.6. Perkembangan Bursa Saham

Selanjutnya, memasuki 2009 keadaan masih terus memburuk. Pada Februari 2009 Senat AS akhirnya menyetujui paket penyelamatan ekonomi senilai US\$838 miliar. Pada bulan yang sama, US Treasury mengumumkan paket penyelamatan bank senilai USD1,5 triliun.

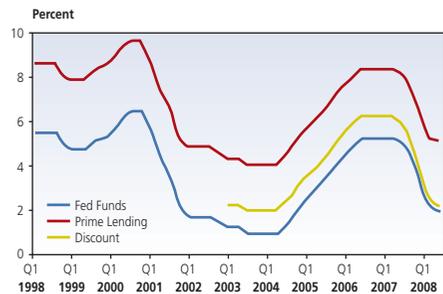
3.1.2 Latar Belakang Krisis

Meskipun krisis finansial global mulai terjadi sejak Agustus 2007, namun akar masalah dari krisis tersebut diyakini telah muncul beberapa tahun sebelumnya. Hingga kajian ini disusun, para ekonom masih terus melakukan penelitian yang mencoba menemukan penyebab utama munculnya krisis. Cukup banyak penelitian yang telah dilakukan, namun nampaknya belum ada satu hipotesis penjas kris yang telah disepakati di antara para ekonom. Meskipun demikian, satu hal yang serupa yang terdapat dalam berbagai penjelasan tersebut adalah keyakinan bahwa walaupun krisis mulai muncul sejak Agustus 2007 namun akar masalah dari krisis tersebut sesungguhnya telah berawal beberapa tahun sebelumnya. Dari kajian yang telah dilakukan oleh berbagai pihak, setidaknya terdapat 2 (dua) hal yang dapat menjelaskan mengenai latar belakang terjadinya krisis keuangan global, yaitu :

1) Kebijakan Moneter yang Terlalu Longgar

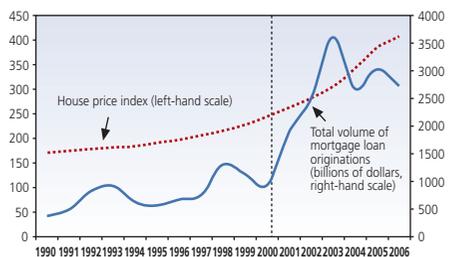
Longgarnya kebijakan moneter AS sepanjang periode 2002-2004 diyakini merupakan faktor utama melonjaknya kredit perumahan di AS (Grafik 3.7 dan 3.8). Kontribusi kebijakan moneter dalam lonjakan kredit di perumahan di AS secara empiris telah dibuktikan antara lain oleh Taylor (2009)⁶.

Hasil pengujian Taylor menunjukkan besarnya periode “boom-bust” dalam permintaan rumah di AS tidak akan terlalu besar apabila bank sentral tidak menerapkan kebijakan moneter yang terlalu longgar (Grafik 3.9)⁷. Selain suku bunga rendah, meningkatnya permintaan kredit perumahan juga didorong oleh kebijakan pemerintah yang mendorong program kepemilikan rumah melalui lembaga-lembaga pemerintah seperti Fannie Mae dan Freddie Mac.



Sumber: Board of Governor of the Federal Reserve System (2008), Standard & Poor's (2008)

Grafik 3.7. Perkembangan Suku Bunga AS



Sumber: Board of Governor of the Federal Reserve System (2008), Standard & Poor's (2008)

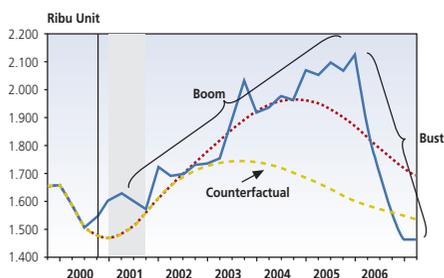
Grafik 3.8. Perkembangan Indeks Harga Perumahan dan Volume Kredit Perumahan AS

Permintaan rumah yang melonjak tajam menyebabkan harga rumah turut mengalami

6 Taylor, John B., “The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, NBER Working Paper 2009.

7 Dalam grafik tersebut, *counterfactual* merepresentasikan siklus perumahan AS apabila kebijakan moneter AS tidak terlalu longgar.

peningkatan. Kondisi ini semakin mendorong bank-bank untuk mengucurkan kredit perumahan secara agresif sehingga pada saat yang bersamaan terjadi penurunan standar kehati-hatian dalam penyaluran kredit perumahan. Dell’Ariccia, Igan, dan Laeven (2008)⁸ secara empiris telah membuktikan adanya hubungan antara meningkatnya volume pinjaman dan penurunan dalam standar pemberian kredit, yang diuji dengan menggunakan sampel 50 juta aplikasi kredit perumahan di berbagai negara bagian di AS. Kombinasi penurunan suku bunga, harga rumah yang terus meningkat dengan cepat, melonggarnya standar perbankan dalam pemberian kredit, serta dorongan dari pemerintah untuk meningkatkan kepemilikan rumah pribadi pada akhirnya merupakan faktor-faktor yang memicu peningkatan kredit untuk kredit perumahan yang berisiko tinggi (*subprime loans*) secara tajam.



Sumber: Taylor (2009), *The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*

Grafik 3.9 Periode Boom-Bust Perumahan AS : Fakta dan Counterfactual

Selain faktor-faktor di atas, membesarnya krisis juga didorong oleh gencarnya praktik sekuritisasi *subprime mortgage* menjadi MBS, yang dilanjutkan lagi menjadi produk-produk derivatif

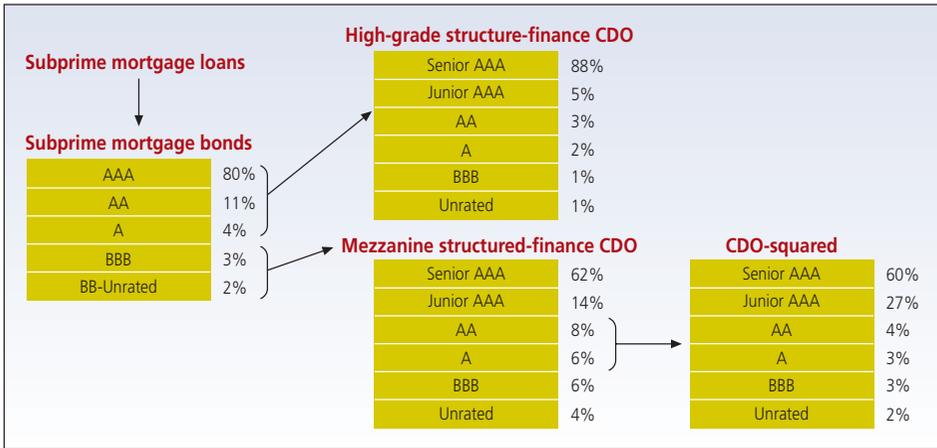
selanjutnya seperti CDOs dan SIV melalui *financial engineering* yang kompleks dan tidak transparan.⁹ Dalam praktiknya, pengemasan sekuritas-sekuritas ini dilakukan berdasarkan tingkat risikonya masing-masing, sehingga investor dapat memilih sekuritas yang paling sesuai dengan keinginannya. Sebagai contoh, *subprime* MBS yang dijual ke investor dibedakan dalam tingkatan (*tranches*) risiko, mulai dari AAA atau *senior tranche* yang setara dengan obligasi pemerintah, sampai ke level *mezzanine* dan *equity tranche* yang lebih berisiko (Diagram 3.2).¹⁰

Pengenaan peringkat (*rating*) oleh lembaga-lembaga peringkat ini pada akhirnya mendatangkan sorotan tajam, karena dianggap sebagai salah satu faktor yang mendorong maraknya penjualan sekuritas-sekuritas derivatif yang terkait dengan *subprime loans*. Lembaga pemeringkat dalam menetapkan *rating* dipandang hanya memperhitungkan *credit risk*, dengan asumsi bahwa sekuritas tersebut akan dengan mudah dicairkan apabila terjadi gagal bayar. Hal tersebut tercermin dari banyaknya sekuritas yang memiliki *rating* AAA atau AA. Faktor yang kurang diperhitungkan oleh lembaga rating adalah kemungkinan munculnya *systemic market risk*, yang muncul dari respons yang tidak simetris dari sekuritas-sekuritas tersebut terhadap perubahan kondisi perekonomian. Dalam kondisi normal, sekuritas-sekuritas tersebut nampaknya berperilaku

8 Dell’Ariccia, Igan, and Laeven, “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, IMF Working Paper 2008

9 Rekamaya keuangan (*financial engineering*) merupakan rekayasa dalam menyembunyikan risiko yang timbul dari aset yang berkualitas buruk (*toxic asset*).

10 Peringkat dalam struktur *rating* produk derivatif diberikan kepada obligasi berdasarkan analisis rasio keuangan. *Subprime mortgage bonds* terbagi ke dalam dua tingkatan yaitu *high grade structure-finance CDO* (risiko rendah) dan *mezzanine structure-finance CDO* (risiko tinggi). Senior AAA merupakan peringkat tertinggi yang menggambarkan rendahnya risiko kredit.



Sumber: IMF Survey Magazine, Finance and Development, Juni 2008
 Note: CDO = collateralized debt obligation.

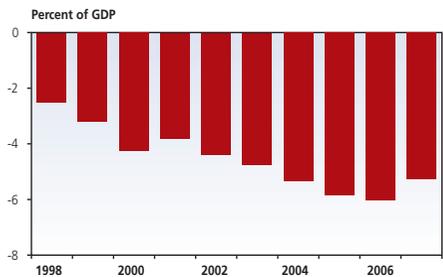
Diagram 3.2 Struktur Rating Produk Derivatif

seperti yang diharapkan. Namun ternyata perilaku produk derivatif ini menjadi sangat berbeda dalam kondisi pasar yang mengalami tekanan.

2) Ketidakseimbangan Global (Global Imbalances)

Rendahnya suku bunga di AS pada periode 2002-2004 diyakini tidak sepenuhnya disebabkan oleh longgarnya kebijakan moneter pada saat itu. Ada faktor lain di luar kebijakan moneter AS yang dianggap berperan besar dalam mendorong turunnya suku bunga di AS maupun negara-negara Eropa lainnya, yaitu terkait dengan fenomena yang dikenal sebagai "global saving glut". Bernanke (2005) pertama kali mengemukakan fenomena ini, dan menyebutnya sebagai faktor yang mendorong terciptanya defisit neraca berjalan di AS dalam periode yang cukup panjang (Grafik 3.10).¹¹ Rendahnya tingkat tabungan masyarakat dan defisit anggaran belanja pemerintah selama ini

dianggap merupakan faktor yang mendorong peningkatan defisit neraca berjalan di AS. Namun kedua faktor ini dianggap belum cukup untuk menjelaskan perkembangan defisit neraca berjalan di AS, khususnya pada periode 1996-2000 yang merupakan periode di mana anggaran belanja pemerintah AS justru mengalami surplus.



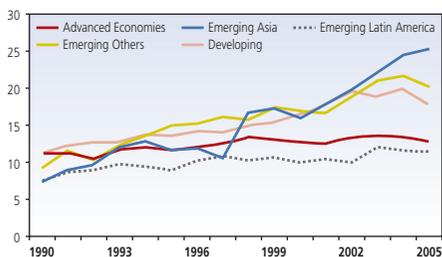
Sumber : US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis (2008)

Grafik 3.10. Perkembangan Neraca Berjalan AS

Istilah "global saving glut" ditujukan untuk fenomena di mana sejumlah orang di sejumlah tempat melakukan kegiatan menabung yang terlalu intensif dan sangat kurang dalam

11 Bernanke, Ben S. : "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", Remarks by Governor (2005).

melakukan kegiatan belanja. Fenomena ini merujuk pada karakteristik negara-negara di Asia pascakrisis 1997, yang nampaknya telah bermetamorfosis dari pengguna dana (*net users*) menjadi penyuplai dana (*net supplier*) ke pasar uang internasional. Krisis 1997 telah mendorong negara-negara di *emerging market* untuk lebih berhati-hati dalam mengelola cadangan devisa, hal ini tercermin dari perkembangan cadangan devisa negara-negara tersebut yang terus mengalami peningkatan (Grafik 3.11). Peningkatan cadangan devisa tersebut juga didorong oleh peningkatan harga minyak, yang dinikmati oleh negara-negara penghasil minyak seperti di Timur Tengah, Rusia, sebagian negara di Afrika dan Amerika Latin. Kondisi inilah yang pada akhirnya bermuara pada fenomena yang dikenal sebagai ketidakseimbangan global (*global imbalances*).



Sources: IMF, *International Financial Statistics* and *World Economic Outlook (WEO)* and World Bank, *World Development Indicators*
 Note: Data for 2005 refer to the end of the second quarter for the stocks of reserves, and to WEO projections for GDP. "Emerging Others" includes emerging economies in Eastern Europe, the Middle East and Africa. For each country group, the data refer to unweighted cross-country averages.

Grafik 3.11. Perkembangan Cadangan Devisa/PDB

Caballero, Farhi, dan Gourinchas (2008)¹² mengemukakan bahwa kondisi ketidakseimbangan global juga disebabkan oleh adanya asimetri pada

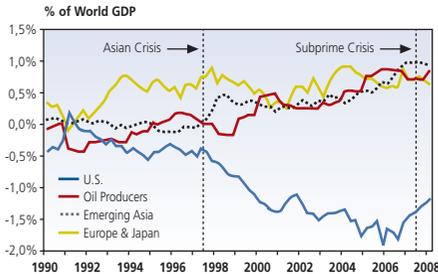
sistem finansial global, di mana negara-negara maju telah memiliki pasar keuangan yang canggih dan kompleks, sementara tidak demikian halnya dengan negara-negara *emerging markets*. Selain itu, Smaghi (2008) menambahkan bahwa ketidakseimbangan global juga berasal dari asimetri dalam sistem nilai tukar, di mana negara-negara maju, setelah runtuhnya sistem Bretton Woods 1971, pada umumnya telah menerapkan sistem nilai tukar mengambang murni.¹³ Sementara itu, banyak negara-negara *emerging markets* yang pada praktiknya masih menjalankan sistem mengambang terkendali. Dengan sistem ini, banyak negara *emerging* yang menjadikan ekspor sebagai sumber pertumbuhan, sehingga mengalami peningkatan surplus neraca berjalan secara terus menerus (Grafik 3.12).

Dengan kondisi pasar finansial di *emerging market* yang masih terbatas, fenomena "*global saving glut*" ini telah mendorong meningkatnya minat negara-negara *emerging market* terhadap aset-aset milik negara-negara maju, termasuk AS. Derasnya aliran modal masuk ke pasar finansial AS inilah yang dianggap sebagai salah satu faktor utama dalam mendorong rendahnya suku bunga AS untuk beberapa periode yang cukup lama. Suku bunga yang rendah ini mendorong masyarakat AS dan negara maju lainnya untuk mengkonsumsi lebih banyak, termasuk di dalamnya dalam bentuk aset yang menyebabkan tingkat tabungan masyarakat di negara-negara tersebut terus mengalami penurunan (Grafik 3.13). Meningkatnya pembelian aset, terutama perumahan, melambungkan harga aset tersebut,

12 Caballero, Ricardo J., Farhi, Emmanuel, Gourinchas, Pierre-Olivier : "Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances" NBER Working Paper December 2008.

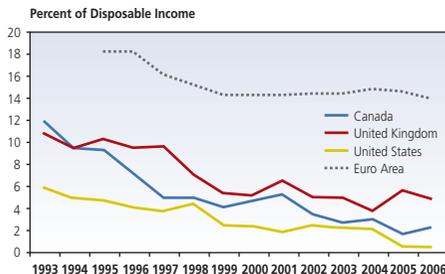
13 Smaghi, Lorenzo B. : "The Financial Crisis and Global Imbalances – Two Sides of The Same Coin", Speech at The Asia Europe Economic Forum Conference, Beijing 9 Desember 2008.

dan membuat masyarakat pemilik aset merasa lebih “kaya”, yang pada gilirannya semakin mendorong masyarakat untuk melakukan konsumsi.



Sumber : WDI, WEO, IFS, OECD

Grafik 3.12. Perkembangan Neraca Berjalan/PDB Dunia



Sumber : OECD Economic Outlook dan ECB Monthly Bulletin

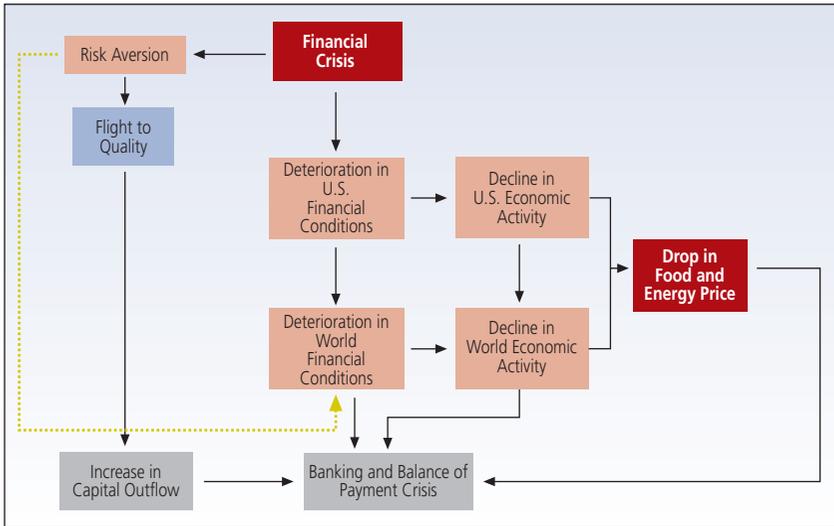
Grafik 3.13. Perkembangan Saving Ratio

Hipotesis yang mencoba menjelaskan akar masalah krisis finansial dengan mengkaitkannya dengan fenomena *global imbalance* pada intinya menekankan bahwa krisis global yang terjadi bukan sepenuhnya bersumber dari kebijakan moneter yang terlalu longgar di AS maupun negara maju lainnya. Smaghi (2008) menekankan bahwa krisis yang terjadi saat ini merupakan proses Bergeraknya kembali perekonomian global menuju ke keseimbangan setelah sekian lama berada dalam ketidakseimbangan, namun

sayangnya proses tersebut berjalan dalam intensitas dan kecepatan yang tidak terkendali. Caballero et. al (2008) dan Mizen (2008) menyimpulkan bahwa krisis yang timbul merupakan konsekuensi dari kondisi global yang diwarnai oleh ketimpangan antara tingginya permintaan dan *outlet* terhadap aset finansial yang berkualitas, sehingga pada akhirnya memunculkan fenomena *global saving glut*.¹⁴ Selanjutnya munculnya *subprime loans* sebenarnya merupakan reaksi pasar untuk menjembatani ketimpangan tersebut.

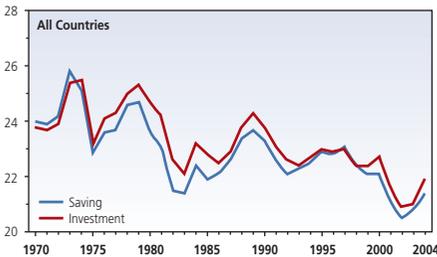
Meskipun hipotesis *global imbalance* sebagai faktor penjelas krisis belakangan ini cukup banyak mendapat dukungan dari berbagai kalangan, baik akademisi maupun praktisi kebijakan, namun hipotesis tersebut juga mendapat kritikan. Taylor (2009) meragukan fenomena *global saving glut* dengan memaparkan bukti empiris yang bertolak belakang dengan fenomena tersebut. Dalam Grafik 3.14 terlihat bahwa tingkat tabungan dan investasi global dalam periode 2002-2004 justru sangat rendah, terlebih bila dibandingkan dengan periode 1970-1980. Meskipun pada periode tersebut terjadi *gap* antara tingkat tabungan di AS dibandingkan dengan negara-negara lain, namun secara keseluruhan rendahnya tingkat tabungan di AS dikompensasi oleh positifnya tingkat tabungan dari negara di luar AS. Kondisi ini dengan demikian tidak dapat menjelaskan fenomena rendahnya suku bunga di AS dan negara-negara maju dalam periode 2002-2004 tersebut.

14 Mizen, Paul : "The Credit Crunch of 2007-2008 : A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses", Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*.



Sumber: Bloomberg, diolah

Diagram 3.3. Skema Dampak Krisis ke Perekonomian Global



Sumber : WEO, IMF September 2005, Chapter 2. P. 92

Grafik 3.14. Perkembangan *Global Saving dan Investment/PDB Dunia*

3.2 Dampak Krisis Finansial Global terhadap Perekonomian Global

Mengacu pada kronologis krisis seperti dikemukakan di atas, maka dampak krisis finansial global secara sistematis dapat dilihat pada Diagram 3.3. Gelombang *default* (gagal bayar) di AS dan Eropa yang terjadi pada sekuritas yang terkait dengan *subprime mortgage* AS, memunculkan krisis kepercayaan yang parah di pasar keuangan

global. Di tengah kerugian yang harus ditanggung lembaga-lembaga keuangan akibat penempatan ke *subprime mortgage* AS, perilaku menghindar (*risk aversion*) yang muncul akibat krisis kepercayaan diantara pelaku pasar finansial akhirnya menciptakan kondisi sangat ketat di pasar keuangan.

Krisis yang terjadi di sektor finansial ini kemudian dengan cepat menjadi bola salju yang bergulir ke seluruh perekonomian. Jatuhnya harga perumahan di AS, meningkatnya *foreclosures* (pengambilalihan) kepemilikan rumah akibat ketidakmampuan debitur dalam melakukan pembayaran, dan juga kerugian dari aktivitas di pasar finansial, membuat konsumen di AS dan Eropa segera kehilangan daya beli. Kondisi ini kemudian dengan cepat memukul aktivitas bisnis. Selain anjloknya pembelian konsumen, krisis yang terjadi di pasar finansial menyebabkan banyak pelaku bisnis yang kehilangan akses pembiayaan,

baik melalui perbankan maupun pasar modal dan pembiayaan lainnya. Lesunya kegiatan bisnis berujung pada gelombang besar-besaran pemutusan hubungan kerja, yang selanjutnya semakin menekan daya beli masyarakat. Sejalan dengan pelemahan permintaan di negara-negara maju, harga komoditas dunia baik migas maupun nonmigas, terus mengalami penurunan.

Dampak krisis finansial di AS dan Eropa selanjutnya menyebar ke seluruh dunia, termasuk di antaranya negara-negara *emerging markets*. Secara umum, transmisi krisis tersebut ke negara *emerging markets* dapat diuraikan sebagai berikut.¹⁵

1. Jalur gangguan di pasar uang internasional dan penyesuaian portfolio (disruptions in US dollar markets dan rebalancing of portfolios links).

Kolapsnya pasar uang internasional yang dipicu oleh kehancuran di pasar uang di AS segera merambat ke seluruh dunia. Besarnya kerugian yang terjadi pada lembaga-lembaga keuangan akibat kepemilikan sekuritas yang terkait dengan *subprime mortgage* AS dan krisis kepercayaan di antara pelaku pasar uang dengan cepat memunculkan perilaku *risk aversion* yang berlebihan. Kondisi kekeringan likuiditas segera terjadi di mana-mana, sehingga mengganggu arus pendanaan termasuk yang tertuju ke negara-negara *emerging markets*. Selain itu, perilaku *risk aversion* juga menyebabkan terjadinya realokasi

dan recomposisi struktur portfolio para pemodal, dari aset yang dipandang berisiko ke aset yang dianggap lebih aman (*flight to quality*). Kondisi ini segera memicu *capital outflows* dari negara *emerging markets*. Hal ini terlihat dari bergugurnya nilai saham di bursa saham regional Asia pasca kolapsnya Lehman Brothers (Grafik 3.6). Selain itu, ketidakpastian risiko menyebabkan *yield bond* negara *emerging markets* terus meningkat. Bersamaan dengan itu, nilai tukar di negara *emerging markets* juga mengalami tekanan depresiasi (Grafik 3.5). Sebagai upaya untuk menahan kemerosotan nilai tukar lebih jauh, sejumlah negara terpaksa menggunakan cadangan devisanya untuk melakukan intervensi di pasar valas. Kondisi ini mengakibatkan kondisi cadangan devisa di sejumlah negara mengalami penurunan cukup tajam. Cadangan devisa yang semakin menipis dan defisit transaksi berjalan yang semakin melebar pada gilirannya semakin meningkatkan risiko terjadinya gagal bayar (*default*). Beberapa negara pada akhirnya terpaksa meminta bantuan finansial dari IMF, yaitu Islandia, Afrika Selatan, Hungaria, Ukraina, Belarusia, dan Pakistan.

Meskipun turut berimbas ke negara *emerging markets*, dampak langsung dari krisis finansial ke neraca institusi-institusi keuangan di negara *emerging markets* secara umum dapat dikatakan cenderung terbatas. Hal ini disebabkan karena rendahnya eksposur institusi-institusi keuangan tersebut terhadap aset yang terkait dengan *subprime mortgage* AS.

2. Jalur makroekonomi (macroeconomic links).

Dampak jalur makroekonomi merupakan dampak ikutan dari apa yang terjadi di sektor finansial, yakni berupa melesunya aktivitas perekonomian di AS dan negara-negara Eropa

15 Mekanisme transmisi krisis ke negara *emerging market* ini mengacu pada BIS Note for Governor Meeting "The International Financial Crisis : Lessons for Financial Stability in Asia and The Pacific", Kuala Lumpur 2009 dan "The Global Financial Crisis and Developing Countries", Background Note ODI (Overseas Development Institute), Oktober 2008.

lainnya. Transmisi dari dampak ini dapat berjalan melalui beberapa jalur :

a. Perdagangan dan harga komoditas.

Ketergantungan pada AS sebagai mitra dagang utama menyebabkan dampak melalui jalur perdagangan ini sangat signifikan bagi negara *emerging market* yang selama ini merupakan mitra dagang AS dan negara-negara Eropa lainnya. Meskipun bagi negara-negara tertentu, AS bukan merupakan mitra dagang utama yang langsung, namun pelemahan ekonomi di AS akan menyebabkan dampak berantai ke negara-negara lain yang merupakan mitra dagang utama negara tersebut, sehingga pada akhirnya akan mempengaruhi perekonomian negara tersebut juga. Selain itu, dampak krisis melalui jalur perdagangan juga dapat berimbas ke negara *emerging markets* melalui jalur anjloknya harga komoditas sejalan dengan lemahnya permintaan global.

b. *Remittances*.

Sejalan dengan lemahnya aktivitas ekonomi di negara-negara maju, arus pekerja migran ke negara-negara *emerging market* juga akan berkurang, sehingga penerimaan *remittance* pun akan mengalami penurunan. Selain itu, pemutusan hubungan kerja besar-besaran menyusul krisis yang terjadi menyebabkan banyak pekerja migran yang akan kehilangan mata pencahariannya.

c. *Foreign Direct Investment* (FDI).

Imbas krisis ke FDI ke negara *emerging markets* akan muncul melalui beberapa jalur:¹⁶

- 1) Terhambatnya akses finansial. Krisis menyebabkan perusahaan-perusahaan multinasional yang selama ini melakukan FDI mengalami masalah dalam pembiayaan, baik yang bersumber dari internal maupun eksternal. Profit yang menurun menyebabkan perusahaan sulit melakukan ekspansi. Sementara itu, sumber pembiayaan dari eksternal juga sulit didapat karena ketatnya likuiditas di pasar finansial global.
- 2) Prospek ekonomi yang suram dan *risk aversion*. Lesunya perekonomian global telah menyeret banyak negara dalam resesi. Ketidakpastian outlook ini menyebabkan pelaku bisnis cenderung bersikap *risk aversion*, sehingga pada gilirannya akan menahan minat ekspansi.

d. Hibah.

Krisis menyebabkan dana bantuan dari negara maju yang biasanya berbentuk hibah akan turut mengalami penurunan sejalan dengan melemahnya perekonomian negara-negara maju.

3.3 Dampak Krisis Finansial Global terhadap Perekonomian Indonesia

Berdasarkan uraian di atas, transmisi dampak krisis global ke perekonomian Indonesia pada dasarnya melewati dua jalur, yaitu jalur finansial (*financial channel*) dan jalur perdagangan (*trade channel*) atau jalur makroekonomi (lihat Diagram 3.4). Kajian mengenai transmisi kedua jalur tersebut ke Indonesia disajikan dalam uraian berikut ini.

16 UNCTAD, "Assessing The Impact of the Current Financial and Economic Crisis on Global FDI Inflows", Januari 2009.

3.3.1 Dampak Melalui Financial Channel

Dampak krisis melalui jalur finansial dimungkinkan secara langsung maupun tidak langsung. Dampak secara langsung akan muncul apabila bank atau lembaga keuangan memiliki eksposur langsung terhadap aset-aset yang bermasalah (*toxic assets*), atau meskipun tidak memiliki aset bermasalah namun memiliki kaitan dengan lembaga keuangan yang memiliki eksposur yang besar terhadap aset bermasalah. Selain itu, transmisi dampak krisis melalui jalur finansial

langsung juga muncul melalui aktivitas *deleveraging*, di mana investor asing yang mengalami kesulitan likuiditas terpaksa menarik dana yang tadinya ditanamkan di Indonesia. Selain melalui keterkaitan terhadap aset bermasalah dan *deleveraging*, dampak langsung jalur finansial juga muncul melalui aksi *flight to quality*, yaitu penyesuaian portfolio dari aset yang dipandang berisiko ke aset yang lebih aman. Kondisi ini dipicu oleh munculnya perilaku *risk aversion* yang berlebihan dari investor menyusul goncangan yang terjadi di pasar keuangan. Sementara itu dampak tidak langsung dari jalur finansial akan muncul melalui terganggunya ketersediaan pembiayaan ekonomi.



a. Jalur Finansial: Dampak Langsung

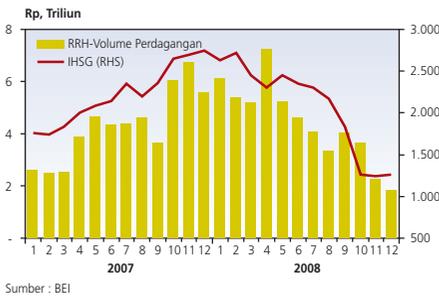
Intensitas krisis ke pasar finansial global yang mengalami eskalasi pada akhir triwulan III-2008 menyusul kolapsnya Lehman Brothers pada Oktober 2008, telah menimbulkan tekanan pada stabilitas keuangan domestik. Salah satu indikator peningkatan tekanan tersebut adalah Indeks Stabilitas Keuangan atau *Financial Stability Index* (FSI)¹⁷, yang sempat melampaui batas indikatif maksimum 2, dengan posisi tertinggi pada bulan November 2008 sebesar 2,43.¹⁸ Tingginya angka FSI dalam dua bulan terakhir tersebut terutama disebabkan oleh anjloknya IHSG dan harga SUN.

Di pasar saham, volume perdagangan saham dan IHSG mengalami tekanan kuat (Grafik 3.15)

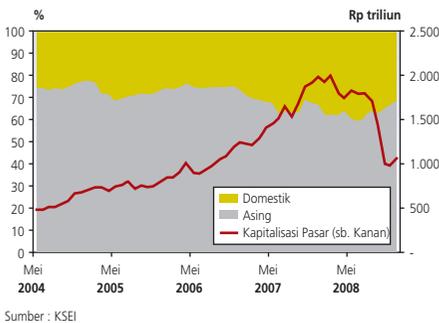
Diagram 3.4 Mekanisme Transmisi Dampak Krisis Global ke Indonesia

17 Uraian detail tentang metodologi dan pendekatan yang digunakan untuk menghitung Indeks Stabilitas Keuangan dapat ditemukan pada Kajian Stabilitas Keuangan (KSK) No. 8, Maret 2007 dan No. 9, September 2007.

18 Kajian selengkapnya mengenai kondisi stabilitas keuangan Indonesia dapat dilihat pada Kajian Stabilitas Keuangan No. 12, Maret 2009.



Grafik 3.15. Rata-rata Harian Perdagangan Saham



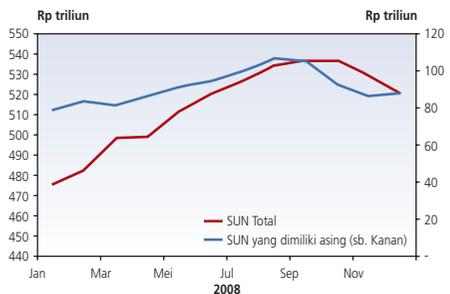
Grafik 3.16. Proporsi Asing dalam Nilai Kapitalisasi Pasar Saham

hingga memaksa otoritas BEI menghentikan perdagangan (*blackout*) pada Oktober 2008. IHSG menurun drastis, dari sebesar 2.830 pada awal tahun menurun menjadi 1.355 pada akhir 2008 (Grafik 3.15). Kecepatan imbas krisis finansial global ini ke pasar keuangan domestik salah satunya didukung oleh struktur pasar keuangan domestik yang telah terintegrasi dengan pasar keuangan global (lihat Bab 5 Topikal Isu : “Dampak Integrasi Pasar Keuangan Global terhadap Pasar Keuangan Domestik”). Selain itu, gejala di pasar saham tidak terlepas dari cukup tingginya proporsi asing dalam perdagangan saham selama ini (Grafik 3.16). Gelombang kerugian di pasar finansial global menyebabkan banyak investor asing yang mengalami kesulitan likuiditas sehingga terpaksa

menarik dananya (*deleveraging*) dari Indonesia. Selain disebabkan oleh kesulitan likuiditas yang memicu *deleveraging*, anjloknya pasar saham juga diduga kuat didorong oleh perilaku *risk aversion* dari investor yang kemudian memicu terjadinya *flight to quality* dari aset yang dipandang berisiko ke aset yang lebih aman. Hal yang sama juga terjadi pada SUN, di mana terjadi aksi jual SUN, terutama oleh investor asing. Aksi jual ini menyebabkan *yield* SUN untuk seluruh tenor terus naik dan terjadi koreksi harga yang signifikan pada seri SUN dengan porsi kepemilikan asing yang besar (Grafik 3.17



Grafik 3.17. Perkembangan Yield SUN 2005, 2007, 2008 (Tenor 10 tahun)

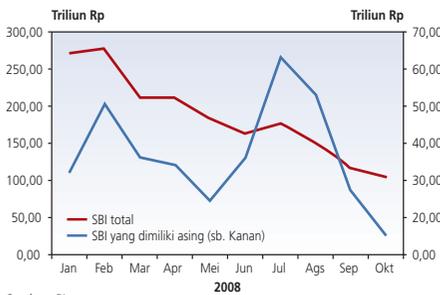


Grafik 3.18. Nilai SUN Total dan SUN yang Dimiliki Asing

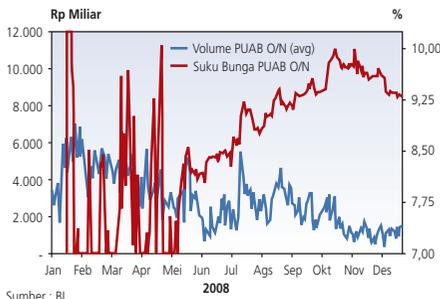
dan 3.18). Selain saham dan SUN, pelepasan porsi kepemilikan asing dalam jumlah besar juga terjadi pada SBI (Grafik 3.19).

Di pasar uang antar-bank, di tengah kondisi pasar uang domestik yang tersegmentasi, situasi ketidakpastian telah menciptakan persepsi keketatan likuiditas dan mendorong perbankan untuk cenderung menahan likuiditasnya. Hal ini terlihat dari perkembangan volume transaksi PUAB O/N yang cenderung menurun, terutama pada

ditambah lagi adanya konversi portfolio Rupiah ke dollar AS oleh pelaku domestik. Besarnya persepsi



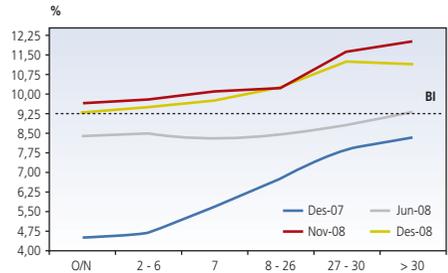
Grafik 3.19. Nilai SBI Total dan SBI yang Dimiliki Asing



Grafik 3.20. Perkembangan Suku Bunga dan Volume PUAB O/N

Oktober sampai dengan November 2008. Sejalan dengan itu, suku bunga PUAB untuk semua tenor mengalami kenaikan, terutama pada PUAB dengan tenor diatas O/N (Grafik 3.20).

Sejalan dengan kondisi di pasar uang, nilai tukar Rupiah pada Oktober 2008 juga mengalami pelemahan tajam, dipicu oleh aksi *flight to quality* dari investor asing seperti diuraikan di atas,



Sumber : BI

Grafik 3.21. Suku Bunga PUAB (pagi) Semua Tenor



Sumber : BI

Grafik 3.22. Perkembangan Yield Spread dan Nilai Tukar

risiko terhadap Rupiah tercermin dari peningkatan *yield spread* antara imbal hasil obligasi pemerintah dan US *T-Notes* secara tajam pada bulan Oktober dan sampai dengan November 2008 (Grafik 3.22).

Peningkatan risiko likuiditas seperti yang tercermin pada pasar uang antar-bank telah memberikan tekanan kepada kondisi perbankan. Tekanan likuiditas ini muncul tidak saja karena imbas krisis global, namun juga karena tingginya pertumbuhan kredit sampai dengan Oktober 2008 yang sebagian besar menggunakan dana *secondary reserves* dibandingkan dengan pembiayaan yang berasal dari kenaikan dana pihak

Tabel 3.2. Perkembangan Posisi Penanaman Aset Perbankan dalam Valas

Asset	2002	2003	2004	2005	2006*	2007**
Total posisi (million USD)	17694	20294	20295	27652	30803	36929
o/w Banks	10483	9190	7334	12105	10454	7618

*) preliminary figures **) very preliminary figures
 Sumber : International Investment Position Februari 2009, diolah

ketiga. Selain itu, pelemahan nilai tukar Rupiah juga meningkatkan risiko perbankan. Meskipun mendapat tekanan cukup berat, namun kinerja perbankan sebagai satu industri masih cukup solid. Hal ini tercermin dari rasio pemodaln (CAR) perbankan pada akhir Desember 2008 yang masih tinggi (16,2%) dengan kualitas aktiva yang masih tetap terjaga sebagaimana tercermin pada rasio NPL yang relatif rendah yaitu 3,8% (*gross*) dan 1,5% (*netto*). Masih cukup solidnya kinerja perbankan tersebut juga didukung oleh serangkaian kebijakan yang dikeluarkan oleh Pemerintah dan Bank Indonesia sebagai respons dari krisis global, di antaranya dinaikkannya jaminan dana nasabah dari Rp100 juta menjadi Rp2 miliar oleh Lembaga Penjamin Simpanan serta perubahan dalam ketentuan Giro Wajib Minimum (lihat Bab 2). Respons kebijakan tersebut berhasil meredam gejolak yang terjadi di pasar keuangan. Hal ini tercermin dari angka Indeks Stabilitas Keuangan yang semakin menurun hingga mencapai 2,06 pada Januari 2009.¹⁹

Dengan melihat perkembangan sampai dengan akhir Desember 2008, terlihat bahwa dampak krisis ke Indonesia melalui jalur finansial *secara langsung* lebih banyak ditransmisikan melalui faktor *risk aversion* yang memicu *flight to quality*, selain aksi *deleveraging* dari investor asing

terkait dengan kesulitan likuiditas global. Sementara itu kerugian yang disebabkan dari eksposur langsung terhadap sekuritas-sekuritas bermasalah dari pasar global cenderung terbatas. Kondisi ini disebabkan oleh minimalnya eksposur perbankan dan lembaga-lembaga keuangan Indonesia terhadap sekuritas-sekuritas bermasalah dari luar negeri tersebut. Hal ini tidak terlepas dari adanya peraturan-peraturan Bank Indonesia antara lain yang melarang kepemilikan bank atas aktiva produktif dalam bentuk saham dan atau surat berharga yang memiliki hubungan dengan aset berbentuk saham²⁰. Selain itu, kegiatan perbankan dalam valuta asing juga dibatasi dengan adanya kewajiban untuk memelihara posisi devisa neto dalam level tertentu²¹. Terbatasnya kegiatan perbankan dalam penanaman aset berbentuk valuta asing dengan pihak luar negeri juga dapat dilihat dari data yang tercatat dalam *International Investment Position* (Tabel 3.2). Dalam tabel tersebut terlihat kecenderungan turunnya penanaman dana dalam valas yang dilakukan perbankan, khususnya dalam dua tahun terakhir.

Meskipun dampak krisis secara langsung cenderung terbatas, namun sektor keuangan akan tetap dihadapkan pada sejumlah risiko yang

19 Kajian selengkapnnya terkait stabilitas sektor keuangan terdapat pada publikasi Kajian Stabilitas Keuangan No. 12, Maret 2009.

20 Peraturan Bank Indonesia No. 7/2/PBI/2005 tentang Penilaian Kualitas Aktiva Bank Umum.

21 Peraturan Bank Indonesia No. 7/37/PBI/2005 tentang Perubahan Kedua Atas PBI No. 5/31/PBI/2003 tentang Posisi Devisa Neto Bank Umum.

merupakan imbas krisis, seperti misalnya tertekannya nilai tukar, bergejolaknya harga SUN, dan risiko kredit nonlancar. Deteksi yang dilakukan Bank Indonesia dengan menggunakan *integrated stress test* yang dilakukan terhadap 15 bank besar yang asetnya mencapai 70% dari total aset industri perbankan, menunjukkan industri perbankan saat ini cukup kuat untuk menyerap berbagai risiko yang mencakup risiko nilai tukar, harga SUN, risiko kredit dan suku bunga.²²

b. Jalur Finansial Dampak Tidak Langsung

Transmisi global melalui jalur finansial dapat berjalan secara tidak langsung, yaitu melalui munculnya hambatan terhadap ketersediaan pembiayaan ekonomi, baik yang bersumber dari perbankan, lembaga keuangan lain maupun pihak-pihak lainnya. Secara tradisional, sumber pembiayaan ekonomi biasanya berasal dari perbankan, sejalan dengan perannya sebagai lembaga intermediasi. Meskipun demikian, kajian dengan menggunakan data Neraca Arus Dana 1984-2007 mengungkapkan adanya indikasi pergeseran arus sumber pembiayaan bagi sektor bisnis antara masa sebelum dan sesudah krisis 1997.

Pada periode pascakrisis 1997 peran perbankan maupun lembaga keuangan lainnya dalam pembiayaan sektor bisnis terlihat mengalami penurunan cukup signifikan dibandingkan pada periode prakrisis. Fakta ini sejalan dengan kecenderungan lebih rendahnya pertumbuhan kredit perbankan pada periode pascakrisis 1997 dibandingkan prakrisis (Grafik 3.24). Dengan perkembangan tersebut, peran pembiayaan yang

berasal dari nonperbankan terlihat mengalami peningkatan. Salah satu karakteristik sumber pembiayaan pada era pascakrisis adalah munculnya pembiayaan yang berasal dari dana internal, yaitu yang berasal dari tabungan bruto perusahaan, sebagai salah satu sumber pembiayaan sektor bisnis yang cukup menonjol. Hasil kajian ini sejalan dengan Juda et. al (2000), Mochtar et.al (2005) dan Nugroho et. al (2005).²³

Selain berasal dari tabungan bruto perusahaan, sumber dana yang cukup dominan untuk sektor bisnis pada periode pascakrisis adalah modal saham/penyertaan. Pada tahun 2003, kontribusi kredit perbankan dalam arus pembiayaan bahkan telah dilampaui oleh arus pembiayaan dari modal saham dan penyertaan. Meningkatnya pembiayaan dari modal saham dan penyertaan antara lain terkait dengan mulai maraknya kinerja bursa saham pada 2003. Meskipun demikian, peningkatan IHSG tidak dapat dijadikan sebagai ukuran besarnya pembiayaan ke sektor bisnis mengingat indeks tersebut dihitung dengan menggunakan nilai kapitalisasi pasar, sehingga tidak selalu mencerminkan adanya aliran dana segar ke sektor bisnis. Acuan pengukuran yang lebih tepat adalah nilai penjualan saham baru yang dilepas ke pasar (IPO). Hasil kajian²⁴ yang dilakukan menunjukkan bahwa dinamika penerbitan saham baru, baik melalui penawaran umum (IPO) maupun hak

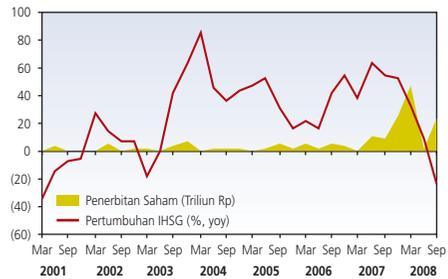
22 Selengkapnya disajikan di publikasi Kajian Stabilitas Keuangan No. 12, Maret 2009.

23 Juda et. al (2000) menemukan bahwa pada periode paska krisis sebanyak 56% responden menggunakan *internal funding* dan hanya 24% yang menggunakan kredit bank. Nugroho et. al (2005) menemukan kondisi yang hampir sama, dimana hanya sebanyak 25% perusahaan dari responden yang memanfaatkan kredit bank.

24 Prastowo, Nugroho et.al : "Dampak Financial Deepening terhadap Pelaksanaan Kebijakan Moneter di Indonesia", Laporan Hasil Penelitian BI, Desember 2008.

memesan efek terlebih dahulu (*right issue*), tidak selalu sejalan dengan perkembangan IHSG (Grafik 3.25). Berdasarkan perkembangan data dari bursa saham ini, maka meningkatnya pembiayaan sektor bisnis lebih terkait dengan aktivitas penyertaan saham yang dilakukan di antara pelaku ekonomi, yang tidak tercatat di bursa saham ataupun obligasi (Tabel 3.3). Contoh dari aktivitas ini di antaranya adalah penyertaan modal sendiri (*private placement*), modal ventura, merger dan akuisisi. Selanjutnya, dengan melihat data penempatan dana yang dilakukan oleh sektor bisnis, terdapat indikasi bahwa aktivitas penyertaan saham dalam bentuk seperti ini banyak dilakukan di antara sesama pelaku bisnis (Grafik 3.24). Aktivitas ini kelihatan semakin marak dalam periode 2006-2007 terakhir.

Sementara itu, peran sektor luar negeri dalam



Sumber: BEI

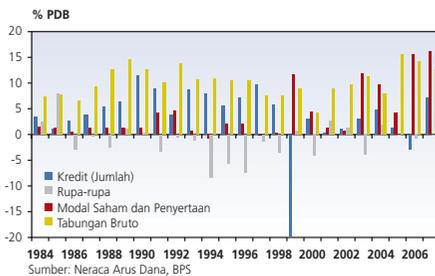
Grafik 3.25. Perkembangan Penerbitan Saham (IPO, *right issue*) dan IHSG

Tabel 3.3. Perkembangan Arus Pembiayaan untuk Sektor Bisnis dari Modal Saham dan Penyertaan

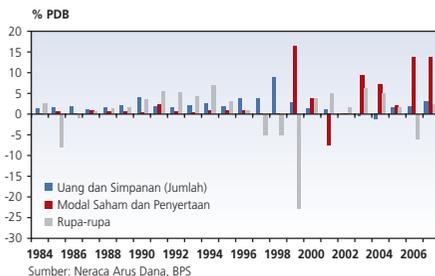
Tahun	Modal Saham dan Penyertaan ⁽¹⁾	IPO ⁽²⁾	Right Issue ⁽³⁾	Penyertaan ⁽⁴⁾
	(1)	(2)	(3)	(1)-{(2)+(3)}
2003	241,25	7,51	2,46	231,29
2004	222,58	2,19	4,34	216,05
2005	113,26	3,52	6,63	103,11
2006	519,38	3,01	9,76	506,61
2007	641,94	17,18	29,80	594,96

⁽¹⁾ sumber: NAD - BPS ⁽²⁾ sumber: BEI

⁽⁴⁾ termasuk di dalamnya *private placement*, *merger and acquisition* atau bentuk-bentuk penyertaan saham lain yang tidak listing di bursa



Grafik 3.23. Sumber Dana Sektor Bisnis



Grafik 3.24. Penempatan Dana Sektor Bisnis

pembiayaan ekonomi yang cukup dominan dalam periode prakrisis 1997, mengalami penurunan pada periode pascakrisis. Dalam Neraca Arus Dana, hal ini tercermin dari posisi pinjaman neto sektor luar negeri pada periode pascakrisis yang hampir selalu mencatat defisit (lihat Bab 2).

Berdasarkan temuan-temuan tersebut di atas, besarnya dampak tidak langsung dari jalur finansial akan ditentukan oleh seberapa besarnya dampak krisis mempengaruhi kemampuan sektor-sektor ekonomi dalam melakukan pembiayaan ekonomi. Terkait dengan perbankan, kondisi ketahanan perbankan yang cukup solid diperkirakan membuat perbankan cukup mampu dalam menyerap beberapa jenis risiko, di antaranya risiko nilai tukar,

suku bunga, dan harga SUN. Meskipun demikian, dampak krisis ke sektor riil (lihat ulasan transmisi dampak krisis melalui jalur perdagangan/ makroekonomi) berpotensi memunculkan risiko kredit, yang pada gilirannya akan mempengaruhi perbankan dalam penyaluran kreditnya. Bagi sektor bisnis, terganggunya kinerja sektor riil akibat krisis global pada akhirnya akan menghambat pelaku usaha dalam melakukan ekspansi bisnis. Berdasarkan temuan adanya indikasi penggunaan tabungan bruto (dana internal) sebagai salah satu sumber utama pembiayaan sektor bisnis, maka terganggunya kinerja perusahaan akan berimbas pada berkurangnya kemampuan perusahaan dalam melakukan pembiayaan bisnis. Selain itu, sumber pembiayaan melalui saham maupun penyertaan diperkirakan juga akan mengalami hambatan sejalan dengan terganggunya kinerja sektor riil dan kuatnya persepsi risiko akibat tingginya ketidakpastian.

Sementara itu, peranan sektor eksternal dalam pembiayaan ekonomi yang pada dasarnya telah mengalami penurunan pada periode pascakrisis akan semakin menurun dengan adanya krisis perekonomian global karena terhambatnya pembiayaan dari luar negeri, baik yang berbentuk pinjaman maupun penanaman modal langsung (*foreign direct investment*).

3.3.2 Dampak Melalui Trade Channel

Intensitas dampak krisis melalui jalur perdagangan telah mengakibatkan menurunnya kinerja pembayaran Indonesia (NPI). Perkembangan NPI yang cukup positif di paruh pertama 2008 berubah secara signifikan di semester II-08, terutama di triwulan akhir. Tekanan pada kondisi NPI diantaranya didorong oleh memburuknya kinerja neraca berjalan yang dipicu oleh

menurunnya kinerja ekspor, menyusul melemahnya permintaan global dan anjloknya harga-harga komoditas dunia. Rentannya ekspor Indonesia terhadap *shock* di kondisi eksternal ini sesungguhnya tidak terlepas dari karakteristik komoditas ekspor Indonesia.

a. Struktur Ekspor

Beberapa hal yang terkait dengan struktur ekspor yang berpotensi memperbesar dampak krisis melalui jalur perdagangan adalah ketergantungan terhadap komoditas primer, komoditas ekspor yang kurang terdiversifikasi, dan tingginya kandungan impor pada komoditas ekspor. Kontribusi sektor primer dalam struktur ekspor Indonesia tercatat cukup besar. Secara rata-rata dari 2005-2008 pangsa komoditas primer dalam total ekspor mencapai hampir 50% (Tabel 3.4)²⁵. Komoditas minyak dan gas merupakan komoditas primer dengan kontribusi terbesar, disusul oleh kelompok komoditas pertambangan dan pertanian.

Apabila dibandingkan dengan beberapa negara *emerging* lainnya, ketergantungan Indonesia terhadap ekspor bahan baku primer terlihat cukup tinggi, namun sedikit dibawah Brazil dan Vietnam (Tabel 3.5). Cashin dan McDermott (2002)²⁶ dan Cashin, McDermott, Scott (1999)²⁷ membuktikan dalam penelitiannya bahwa negara-negara yang memiliki dependensi tinggi dengan

25 Dalam penghitungan, komoditas CPO digolongkan sebagai komoditas primer, mengingat keterkaitannya yang kuat dengan bahan bakunya.

26 Cashin, P. and McDermott, J. : "The Long-Run Behavior of Commodity Prices :Small Trends and Big Variability", IMF Staff Papers (2002).

27 Cashin, P. and McDermott, J. and Scott, A. : "Booms and Slumps in World Commodity Prices", IMF Working Papers (1999).

Tabel 3.4. Perkembangan Ekspor Komoditas Primer Indonesia

Komoditas	(% Total Ekspor)									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
00-Live animals other than animals of division 03	0,06	0,07	0,06	0,04	0,04	0,04	0,02	0,04	0,04	
01-Meat and meat preparations	0,03	0,04	0,05	0,05	0,03	0,02	0,02	0,02	0,03	
02-Dairy products and birds' eggs	0,12	0,21	0,10	0,11	0,11	0,12	0,08	0,07	0,11	
03-Fish (not marine mammals), crustaceans, molluscs and aquatic	2,55	2,72	2,60	2,53	2,64	2,10	1,94	1,84	2,28	
04-Cereals and cereal preparations	0,10	0,13	0,15	0,19	0,20	0,19	0,13	0,14	0,15	
05-Vegetables and fruit	0,48	0,51	0,57	0,52	0,56	0,54	0,47	0,44	0,15	
06-Sugars, sugar preparations and honey	0,10	0,11	0,12	0,12	0,13	0,10	0,11	0,08	0,11	
07-Coffee, tea, cocoa, spices, and manufactures thereof	1,79	1,55	2,17	1,95	1,77	1,73	1,79	1,76	1,80	
08-Feeding stuff for animals (not including unmilled cereals)	0,15	0,14	0,19	0,20	0,24	0,17	0,17	0,28	0,20	
09-Miscellaneous edible product and preparations	0,26	0,29	0,31	0,30	0,43	0,35	0,34	0,48	0,36	
10-Beverages	0,02	0,03	0,03	0,02	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	
11-Tobacco and tobacco manufactures	0,36	0,49	0,43	0,34	0,40	0,38	0,34	0,37	0,38	
12-Hides, skins and furskins, raw	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
13-Oil-seeds and oleaginous fruits	0,03	0,02	0,03	0,02	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	
14-Crude rubber (including synthetic and reclaimed)	1,47	1,44	1,85	2,49	3,43	3,05	4,34	4,32	3,06	
15-Cork and wood	0,61	0,75	0,75	0,75	0,73	0,47	0,50	0,50	0,60	
16-Pulp and waste paper	1,15	1,01	1,24	1,30	0,92	1,09	1,12	0,94	1,08	
17-Textile fibres (other than wool tops and other combed wool)	0,22	0,22	0,32	0,24	0,31	0,29	0,29	0,31	0,28	
18-Crude fertilizers, other than those of division 56, and crude mineral	0,14	0,23	0,18	0,15	0,13	0,12	0,11	0,09	0,14	
19-Metalliferous ores and metal scrap	3,18	3,60	3,38	3,58	4,23	5,30	6,40	6,77	4,91	
20-Crude animal and vegetable materials, n,e,s,	0,15	0,17	0,16	0,17	0,18	0,15	0,16	0,17	0,17	
21-Coal, coke and briquettes	2,09	2,89	3,10	3,29	4,28	5,08	6,04	5,87	4,42	
22-Petroleum, petroleum products and related materials	12,49	12,28	11,48	11,83	10,07	11,92	11,25	10,98	11,47	
23-Gas, natural and manufactured	10,66	10,18	9,76	10,61	3,43	10,69	10,12	8,75	9,30	
24-Electric current	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
25-Animal oils and fats	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	
26-Fixed vegetable fats and oils, crude, refined or fractionated	2,66	2,39	4,42	4,72	6,54	5,56	5,67	8,27	5,41	
27-Animal or vegetable fats and oils, processed; waxes of animal	0,19	0,18	0,23	0,21	0,43	0,30	0,47	0,76	0,39	
28-Non-ferrous metals	1,58	1,62	1,68	1,97	2,76	3,03	3,40	3,79	3,69	
Total Agriculture + Mining	42,64	43,26	4535	47,71	44,07	52,85	55,34	57,12	49,95	

Sumber : data COMTRADE, diolah

Tabel 3.5. Pangsa Ekspor Komoditas Primer Negara *Emerging*

Negara	(% Total Ekspor)									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	rata-rata
Indonesia	42,6	43,3	45,4	47,7	44,1	52,9	55,3	57,1	49,9	48,7
Brazil	39,8	43,8	45,4	46,8	45,4	45,6	47,9	50,1	46,5	45,7
China	11,6	11,2	9,9	9,2	8,4	7,9	7,3	6,6	8,1	8,9
Malaysia	18,8	18,9	19,2	22,2	23,1	23,9	24,8	27,5	23,0	22,4
Vietnam	54,1	52,3	49,5	46,4	47,3	49,7	48,4	n,a,	49,2	49,6

Sumber : COMTRADE, diolah

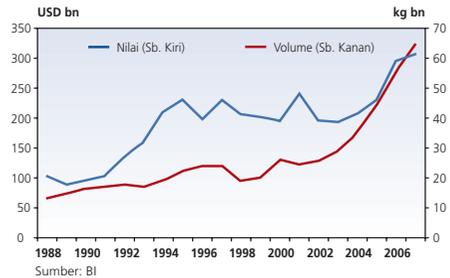
sektor primer akan rentan terhadap *shock* eksternal yang bersumber dari *boom-bust* dalam harga komoditas internasional.

Keterkaitan ekspor Indonesia dengan harga ekspor tidak saja tercermin di nilai ekspor, namun juga di volume ekspor. Hal ini terlihat dari pergerakan nilai dan volume ekspor komoditas primer yang menunjukkan dinamika yang searah (Grafik 3.26). Kondisi ini menunjukkan bahwa faktor harga juga berperan dalam menjelaskan perkembangan volume ekspor. Fakta ini juga didukung oleh hasil pengujian empiris oleh Kurniati et.al (2007)²⁸ yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara kenaikan harga internasional terhadap peningkatan volume ekspor komoditas utama Indonesia, terutama komoditas primer dan beberapa produk manufaktur tertentu yang memiliki komponen impor rendah seperti produk kayu, kelapa sawit (CPO), karet & produk karet, dan aluminium.

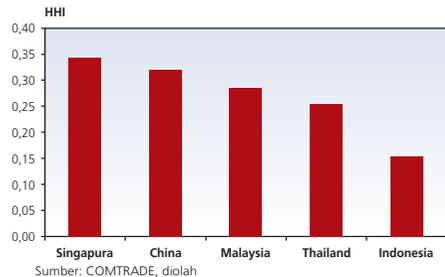
Selain struktur ekspor yang terkait dengan ketergantungan terhadap komoditas primer, komoditas ekspor Indonesia secara umum masih didominasi oleh minyak bumi, gas alam, dan tekstil (Tabel 3.6). Kondisi ini sedikit mengalami perubahan bila dibandingkan periode prakrisis 1997, namun sejak 2000 struktur ini relatif tidak banyak mengalami perubahan.

Selain cenderung kurang terdiversifikasi, kandungan impor dalam komoditas ekspor Indonesia juga tergolong cukup tinggi. Kandungan impor yang cukup tinggi menyebabkan kinerja ekspor akan selalu rentan terhadap risiko pelemahan nilai tukar. Berdasarkan penghitungan

yang dilakukan Yanuarti et. al (2008)²⁹ kandungan impor dalam komoditas ekspor Indonesia mencapai sekitar 20%. Kandungan impor tertinggi ditemukan antara lain pada produk yang dihasilkan dari industri/sektor yang menghasilkan bahan baku primer, seperti produk minyak bumi yang



Grafik 3.26. Perkembangan Nilai dan Volume Ekspor Komoditas Primer



Grafik 3.27. Tingkat Konsentrasi Komoditas Ekspor Beberapa Negara Emerging

bersumber dari sektor penambangan dan industri pengilangan minyak. Sementara dari industri manufaktur, kandungan impor tertinggi terdapat pada industri kimia, komponen kendaraan, serta mesin, dan alat-alat perlengkapan listrik. Hasil pengukuran kandungan impor ini sejalan dengan penghitungan yang dilakukan oleh OECD terhadap

28 Kurniati Y., Sahminan, dan Cadarajat Y. : "Sensitivitas Komoditas Ekspor dan Impor Komoditas Utama terhadap Harga Internasional dan Nilai Tukar Rupiah", Catatan Riset, Bank Indonesia (2008).

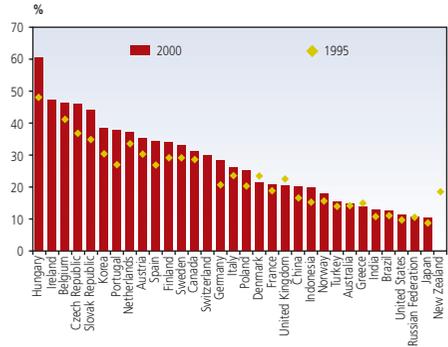
29 Yanuarti, T. et al : "Identifikasi Struktur Ekspor Indonesia (Berdasarkan Tabel Input-Output 2005 dan Statistik Industri 2001-2005", Catatan Riset BI (2008).

sejumlah negara. Berdasarkan studi yang dilakukan oleh OECD, di antara beberapa negara *emerging*, angka kandungan impor Indonesia tersebut tergolong cukup tinggi (Grafik 3.28).³⁰

b. Negara Tujuan Ekspor

Negara tujuan utama ekspor Indonesia cenderung terkonsentrasi pada sejumlah negara, di mana lebih dari separuh pangsa ekspor tertuju ke empat sampai lima negara saja. Selama tahun 2000-2007, mitra dagang utama Indonesia meliputi Jepang, AS, Singapura, Korea, dan China. Meskipun demikian, terdapat kecenderungan pergeseran dominasi, di mana mitra dagang

teratas yaitu Jepang dan AS memiliki pangsa yang mulai menurun dalam 4 tahun terakhir. Sementara itu pangsa China cenderung meningkat, bahkan pada tahun 2007 China telah menjadi pasar



Sumber: OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2007

Grafik 3.28. Kandungan Impor Beberapa Negara

tujuan ekspor ketiga, melampaui Singapura dan Korea. Berdasarkan penghitungan yang dilakukan oleh Kurniati et.al (2008), sensitivitas pertumbuhan mitra dagang utama Indonesia yang terbesar adalah dengan Singapura (1,19), dan selanjutnya adalah AS (0,84), Jepang (0,81), dan China (0,3).³¹

Apabila dibandingkan dengan beberapa negara *emerging market* lain, tingkat diversifikasi negara tujuan ekspor Indonesia juga terlihat cenderung lebih rendah (Tabel 3.7). Sebagai contoh, untuk Thailand, Brazil, dan India, lebih dari separuh dari pangsa kumulatif ekspornya tertuju ke enam sampai sembilan negara.

Dengan karakteristik ekspor seperti yang

Tabel 3.6. Komoditas Utama Ekspor Indonesia

No	Produk	Share rata-rata 00-07	Kumulatif Share
1	Minyak bumi dan hasilnya	12%	12%
2	Gas alam dan olahannya	9%	21%
3	Pakaian	7%	27%
4	Minyak dan lemak nabati	5%	32%
5	Barang tenun, kain tekstil	5%	37%
6	Bijih logam dan sisanya	5%	42%
7	Alat telekomunikasi	4%	46%
8	Mesin listrik dan alatnya	4%	50%
9	Batubara, kokas, briket	4%	55%
10	Barang-barang kayu dan gabus	4%	59%
11	Mesin kantor	3%	62%
12	Kertas	3%	65%
13	Karet mentah	3%	68%
14	Logam tidak mengandung besi	2%	70%
15	Ikan, kerang, moluska	2%	73%
16	Perabotan	2%	75%
17	Kimia Organik	2%	77%
18	Alas kaki	2%	79%
19	Barang Industri lainnya	2%	81%
20	Kopi, teh, coklat, rempah	2%	83%

Sumber : data COMTRADE, diolah

31 Becker, Koen De dan Yamano, Norihiko, 2007, The Measurement of Globalisation Using International Input Output Tables. STI Working Paper No. DST/DOC (2007)8. OECD Directorate of Science, Technology, and Industry

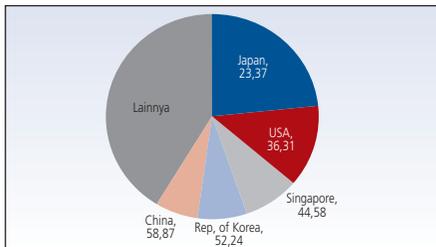
31 Kurniati Y., Cadarajat Y., dan Yanfitri : "Sensitivitas Ekspor Komoditas Unggulan terhadap Perlambatan Pertumbuhan Partner Dagang dan Perubahan Harga Internasional", Catatan Riset BI, Oktober 2008.

Tabel 3.7. Mitra Dagang Utama Beberapa Negara *Emerging*

Negara	Mitra Dagang (Ekspor)	Pangsa Kumulatif (%)	Jumlah Negara Mitra Dagang
Malaysia	AS, Singapura, Jepang, China, dan Thailand	53,11	5
China	AS, China, Hong Kong, Jepang, Korea, dan Jerman	51,27	6
Korea	China, AS, Jepang, Hong Kong, Singapura, dan Jerman	52,87	6
Singapura	Malaysia, China, AS, Australia, Korea, India, Negara Asia lainnya, dan Belanda	51,88	8
India	AS, Uni Emirat Arab, China, Singapura, Inggris, Hong Kong, Jerman, Belgia, dan Italia	51,50	9
Brazil	AS, Argentina, China, Belanda, Jerman, Italia, Jepang, Chili, dan Meksiko	52,20	9
Thailand	AS, Jepang, China, Singapura, Hong Kong, dan Malaysia	51,11	6

Sumber : diolah dari COMTRADE

diuraikan di atas, dampak krisis ke kinerja ekspor diperkirakan akan signifikan. Sektor-sektor yang paling terkena imbas krisis global adalah sektor yang mengandalkan permintaan eksternal



Sumber : diolah dari data COMTRADE

Grafik 3.29. Negara Tujuan Utama Ekspor Indonesia

(tradable), seperti industri manufaktur, pertanian, dan pertambangan. Ketiga sektor ini menyumbang lebih dari 50 persen PDB dan menyerap lebih dari 60 persen tenaga kerja nasional. Terpuaknya kinerja sektor-sektor ini pada akhirnya akan berujung pada gelombang pemutusan hubungan tenaga kerja. Berdasarkan data Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi (Depnakertrans) sampai dengan akhir Desember 2008, jumlah pekerja yang dirumahkan telah mencapai sekitar 10.306 orang. Angka ini diperkirakan akan terus

meningkat sejalan dengan belum adanya tanda-tanda perbaikan perekonomian dunia.

Berdasarkan hasil analisis dengan memanfaatkan Tabel Input Output Indonesia tahun 2005, diketahui bahwa penurunan ekspor Indonesia sebesar 1% akan berimbas pada penurunan penyerapan tenaga kerja di sektor industri sebesar 0,42%. Selain berimbas ke sektor industri, penurunan ekspor tersebut juga berdampak terhadap penyerapan tenaga kerja di sektor lain, terutama sektor pertanian. Secara keseluruhan, penurunan ekspor di sektor industri akan berdampak terhadap penurunan total tenaga kerja sebesar 0,17% (Tabel 3.8).

Gelombang pemutusan hubungan kerja selanjutnya akan berdampak pada turunnya kontribusi tenaga kerja dalam pendapatan nasional. Kondisi ini pada gilirannya akan berimplikasi pada penurunan konsumsi masyarakat secara agregat, mengingat dinamika konsumsi selama ini bergerak searah dengan perkembangan *labor share* dalam pendapatan nasional (Grafik 3.30). Penyusutan di pasar domestik ini pada akhirnya akan bergulir kembali ke sektor bisnis dalam bentuk terpengkasnya margin laba pemilik

modal. Gangguan pada kinerja sektor riil ini pada gilirannya akan mempengaruhi kemampuan sektor-sektor yang selama ini melakukan pembiayaan ekonomi. Lesunya perekonomian berpotensi menciptakan risiko kredit bagi

Tabel 3.8. Dampak Penurunan Ekspor terhadap Penyerapan Tenaga Kerja

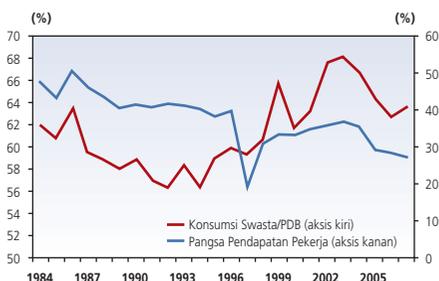
Skenario	Penyerapan tenaga kerja (%)	
	Seluruh sektor	Sektor Industri
Ekspor seluruh sektor turun 1%	-0,166	-0,416
Ekspor sektor pertanian turun 1%	-0,009	-0,001
Ekspor sektor pertambangan turun 1%	-0,005	-0,002
Ekspor sektor industri turun 1%	-0,091	-0,400

Sumber: Tabel I-O, diolah

perbankan, yang pada akhirnya akan menghambat bank dalam mengucurkan kredit. Bagi sektor bisnis yang juga mengandalkan dana internal sebagai sumber pembiayaan bisnisnya, terganggunya tingkat keuntungan akan berdampak pada tertahannya pelaku usaha dalam melakukan ekspansi bisnis. Kondisi ini pada akhirnya berpotensi memperlemah pertumbuhan ekonomi.

Selain menyebabkan gangguan signifikan di sektor riil seperti diuraikan di atas, krisis global juga berpotensi memberikan tekanan bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki kewajiban dalam valas, seiring dengan terjadinya tekanan depresiasi Rupiah. Hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Kurniati dan Sahminan (2009) terhadap 80 perusahaan yang *listing* di BEI dengan penguasaan kapitalisasi pasar mencapai 34%.²⁵ Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa hanya perusahaan yang memiliki rasio aset valas neto di atas 36% dari total asetnya akan menikmati

25 Penjelasan lebih detail dapat dilihat pada Bab 5 Topikal Isu: 'Balance-Sheet Effect dari Depresiasi Nilai Tukar terhadap Perusahaan-perusahaan Go Public di Indonesia'



Sumber: BPS, diolah

Grafik 3.30. Pangsa Konsumsi Swasta terhadap PDB dan Pangsa Pendapatan Pekerja

efek positif dari depresiasi Rupiah. Jumlah perusahaan yang memiliki karakteristik seperti ini berjumlah sangat sedikit, dan umumnya bergerak di sektor pertambangan.

3.4 Kesimpulan

Berdasarkan kajian yang dilakukan di atas, dampak krisis finansial global ke Indonesia lebih banyak ditransmisikan lewat jalur perdagangan atau makroekonomi dibandingkan jalur finansial. Kurang kuatnya intensitas dampak krisis melalui jalur finansial secara *langsung* antara lain disebabkan oleh rendahnya penempatan dana perbankan atau lembaga keuangan domestik terhadap aset-aset bermasalah dari pasar finansial global. Hal ini tidak terlepas dari berbagai peraturan Bank Indonesia yang menerapkan sejumlah batasan terhadap aktivitas yang dilakukan perbankan.

Dampak rambatan (*spillover*) melalui jalur perdagangan berpotensi sangat signifikan mempengaruhi perekonomian nasional. Cukup signifikannya dampak krisis melalui jalur perdagangan ini tidak terlepas dari karakteristik ekspor Indonesia yang didominasi oleh komoditas primer dan negara tujuan ekspor yang kurang terdiversifikasi. Dari sisi sektoral, kontraksi akan

segera terlihat pada sektor-sektor *tradables*, yang sekaligus merupakan sektor penyerap tenaga kerja terbesar. Gelombang pemutusan hubungan kerja, yang sudah mulai terjadi, diperkirakan semakin berlanjut. Kondisi ini pada gilirannya akan memperkecil pangsa tenaga kerja dalam pendapatan nasional. Berdasarkan pemetaan terhadap distribusi pendapatan nasional (lihat Bab 2), terdapat indikasi adanya keterkaitan yang kuat antara *labor share* dalam pendapatan nasional dan pergerakan konsumsi masyarakat. Gelombang pemutusan hubungan kerja apabila terus terjadi akan menyebabkan penurunan konsumsi masyarakat yang signifikan. Terganggunya kinerja sektor riil ini selanjutnya berpotensi meningkatkan intensitas transmisi krisis melalui jalur finansial

secara *tidak langsung* dalam bentuk terhambatnya kemampuan melakukan pembiayaan ekonomi. Bagi perbankan, lesunya kegiatan usaha dan meluasnya pemutusan hubungan kerja berpotensi meningkatkan kredit nonlancar (*nonperforming loan/NPL*) bank dan pada lanjutannya akan menahan bank dalam menyalurkan kreditnya. Dari sisi pelaku usaha, performa ekonomi yang buruk juga akan berimbas pada menurunnya tingkat profit usaha, yang selama ini menjadi salah satu sumber bagi pembiayaan bisnisnya. Kondisi ini pada akhirnya akan menahan pelaku usaha dalam melakukan ekspansi bisnisnya sehingga pertumbuhan ekonomi akan mengalami perlambatan.

halaman ini sengaja dikosongkan