

Outlook Ekonomi Indonesia 2009-2014

Krisis Finansial Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia

Januari 2009

Mar 31

Apr 30

May 30

Jun 30

Jul 31

Aug 29

Sep 29

Oct 31

Nov 28

...

JCI -- JAKARTA COMPOSITE INDEX G-1 Daily 3/24/08 to 12/30/08

Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.

24-Mar-2009 08:2



BANK INDONESIA

Biro Riset Ekonomi

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter

Outlook Ekonomi Indonesia

Krisis Finansial Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia

Januari 2009



BANK INDONESIA

Biro Riset Ekonomi

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter

Editor:

Made Sukada
Iskandar Simorangkir
Sugeng
Difi A. Johansyah

Tim Penyusun:

Endy Dwi Tjahjono
Hidayah Dhini Ari
Tri Yanuarti
Oki Hermansyah
Myrnawati Savitri

Tim Penyusun merupakan Peneliti Ekonomi di Biro Riset Ekonomi, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter (DKM). Tim mengucapkan terima kasih kepada Reza Anglingkusumo dan Firman Mochtar atas diskusi, masukan dan komentar. Pandangan dalam buku ini merupakan pandangan dari tim penyusun dan tidak mencerminkan pendapat resmi DKM atau Bank Indonesia. Kesalaban dan kekeliruan yang ada adalah kesalahan tim penulis.

Publikasi ini dapat diakses melalui <http://www.bi.go.id>

Foto: Aqeel, Bloomberg, dok. pribadi

DAFTAR ISI

DAFTAR TABEL	V
DAFTAR GRAFIK	VI
DAFTAR DIAGRAM	IX
BAB 1 – TINJAUAN UMUM	1
BAB 2 – KONSTELASI PEREKONOMIAN GLOBAL DAN DOMESTIK	13
2.1 Konstelasi Perekonomian Global	13
2.2 Konstelasi Perekonomian Domestik	22
2.2.1 Indikator Perekonomian Nasional	22
2.2.2 Kebijakan Makro Ekonomi	36
BAB 3 – KRISIS EKONOMI GLOBAL DAN DAMPAKNYA TERHADAP PEREKONOMIAN INDONESIA	41
3.1 Kronologis dan Latar Belakang Krisis	42
3.1.1 Kronologis Krisis	42
3.1.2 Latar Belakang Krisis	47
3.2 Dampak Krisis Finansial Global terhadap Perekonomian Global	52
3.3 Dampak Krisis Finansial Global terhadap Perekonomian Indonesia	54
3.3.1 Dampak Melalui <i>Financial Channel</i>	55
3.3.2 Dampak Melalui <i>Trade Channel</i>	61
3.4 Kesimpulan	66
BAB 4 – PROSPEK EKONOMI JANGKA MENENGAH	69
4.1 Asumsi Perekonomian Global	69
a. Pertumbuhan Ekonomi Dunia	69
b. Inflasi Dunia	71
c. Respons Kebijakan Global	72
d. Aliran FDI Global	73
4.2 Asumsi Domestik	73
a. Kebijakan Fiskal	73
b. Aliran Masuk FDI	75
c. Reformasi Struktural dan Peningkatan Kapasitas Kelembagaan	76
4.3 Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014	76
4.4 Implikasi Kebijakan	79
4.4.1 Kebijakan Ekonomi Makro (Moneter dan Fiskal)	79
4.4.2 Kebijakan Ekonomi Mikro (Struktural)	80
BAB 5 – TOPIKAL ISU	81
5.1 Dampak Integrasi Pasar Keuangan Indonesia dengan Pasar Keuangan Global	82
5.1.1 Pendahuluan	82
5.1.2 Metodologi dan Data	82

Daftar Isi

5.1.3 Hasil Uji Empirik	83
5.1.4 Kesimpulan	86
5.1.5 Rekomendasi	86
5.2 <i>Balance-Sheet Effects</i> dari Depresiasi Nilai Tukar terhadap Perusahaan-Perusahaan <i>Go Public</i> di Indonesia	87
5.2.1 Pendahuluan	87
5.2.2 Model Empiris dan Data	88
5.2.3 Hasil Estimasi dan Analisis	90
5.2.4 Kesimpulan	92
5.3 Struktur dan Produktivitas Ekspor serta Potensinya dalam mendorong Pertumbuhan Ekonomi Indonesia	93
5.3.1 Pendahuluan	93
5.3.2 Perkembangan Ekspor Indonesia	95
5.3.3 Metodologi	96
5.3.4 Hasil Analisis	98
5.3.5 Kesimpulan dan Rekomendasi Kebijakan	102
DAFTAR PUSTAKA	103

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	<i>Update</i> Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014	10
Tabel 2.1	Kebijakan dalam Menanggulangi Krisis di Berbagai Negara	21
Tabel 2.2	Respons Kebijakan Fiskal di Berbagai Negara	22
Tabel 2.3	Perkembangan Penempatan Investasi Finansial	30
Tabel 2.4	Tabungan dan Investasi oleh Sektor Rumah Tangga dan Bisnis di Negara <i>Emerging</i> ..	32
Tabel 2.5	<i>Global Competitiveness Index</i> (2008-2009)	35
Tabel 2.6	Indeks Pembangunan Manusia di Beberapa Negara	35
Tabel 2.7	Kebijakan Stabilisasi Nilai Tukar Rupiah	38
Tabel 2.8	Ringkasan APBN 2009	38
Tabel 2.9	Realisasi APBN-P 2008	39
Tabel 2.10	Sepuluh Langkah Stabilisasi Ekonomi	40
Tabel 3.1	Kronologis Krisis Finansial Global	45
Tabel 3.2	Perkembangan Posisi Penanaman Aset Perbankan dalam Valas	58
Tabel 3.3	Perkembangan Arus Pembiayaan untuk Sektor Bisnis dari Modal Saham dan Penyertaan	60
Tabel 3.4	Perkembangan Ekspor Komoditas Primer Indonesia	62
Tabel 3.5	Pangsa Ekspor Komoditas Primer Negara <i>Emerging</i>	62
Tabel 3.6	Komoditas Utama Ekspor Indonesia	64
Tabel 3.7	Mitra Dagang Utama Beberapa Negara <i>Emerging</i>	65
Tabel 3.8	Dampak Penurunan Ekspor terhadap Penyerapan Tenaga Kerja	66
Tabel 4.1	Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Beberapa Negara pada 2009	70
Tabel 4.2	Perkiraan Inflasi Dunia	72
Tabel 4.3	Sepuluh Wilayah yang Paling Menarik: Perbandingan Peringkat pada Survei Tahun 2007 dan 2008	75
Tabel 4.4	Asumsi Dasar Eksternal dan Domestik	76
Tabel 4.5	<i>Update</i> Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014	77
Tabel 4.6	Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2013	77
Tabel 5.1	Distribusi Sampel Perusahaan Berdasarkan Sektor	89
Tabel 5.2	Posisi <i>Net Foreign Asset</i> Perusahaan	91
Tabel 5.3	Pangsa Ekspor Sektorial terhadap Total Ekspor	94
Tabel 5.4	Dua Puluh Komoditi Unggulan Indonesia	96
Tabel 5.5	Produktivitas 20 Komoditas Utama Ekspor Indonesia	98
Tabel 5.6	Hasil Pengolahan Panel <i>Export Productivity</i> terhadap Pertumbuhan Ekonomi	102

DAFTAR GRAFIK

Grafik 2.1	Pertumbuhan Ekonomi Dunia	13
Grafik 2.2	Kontribusi Pertumbuhan Dunia	14
Grafik 2.3	Pertumbuhan Permintaan Domestik, Ekspor Riil dan Indeks Produksi Negara Maju dan Berkembang	14
Grafik 2.4	Struktur Kekayaan Rumah Tangga AS	15
Grafik 2.5	Tingkat Pengangguran AS	15
Grafik 2.6	Pangsa Ekspor Negara-negara Asia terhadap PDB	15
Grafik 2.7	<i>Baltic Dry Index</i>	16
Grafik 2.8	Volume Perdagangan Dunia dan Impor	16
Grafik 2.9	Permintaan, Stok, dan Harga Minyak	17
Grafik 2.10	Harga Komoditas Nonmigas	17
Grafik 2.11	Inflasi Global	18
Grafik 2.12	Intensitas Penggunaan Energi	18
Grafik 2.13	Perkembangan Aliran FDI Global	19
Grafik 2.14	Pertumbuhan Aliran FDI Global	19
Grafik 2.15	Perubahan Suku Bunga Kebijakan (selama 2007-2008)	20
Grafik 2.16	Pertumbuhan Ekonomi Indonesia	23
Grafik 2.17	Pangsa Konsumsi Swasta	23
Grafik 2.18	Rasio Konsumsi Swasta Domestik dan Impor	23
Grafik 2.19	Pangsa Domestik Terhadap Output Sektor	23
Grafik 2.20	Porsi Konsumsi Pangan dan Non-Pangan terhadap Total Konsumsi Rumah Tangga .	24
Grafik 2.21	Pola Konsumsi di Berbagai Negara	24
Grafik 2.22	Pangsa Konsumsi Swasta terhadap PDB dan Pangsa Pendapatan Pekerja	24
Grafik 2.23	Pangsa Upah/Gaji dan Pangsa Surplus Usaha di Berbagai Negara	25
Grafik 2.24	Investasi Finansial Neto Rumah Tangga dan Pertumbuhan Konsumsi	25
Grafik 2.25	Pertumbuhan Ekspor (Riil)	25
Grafik 2.26	Pangsa Ekspor Negara Mitra Dagang Indonesia	26
Grafik 2.27	Kinerja Sektor	27
Grafik 2.28	Kinerja Sektor Tersier	27
Grafik 2.29	Nilai Stok Kapital	28
Grafik 2.30	Pangsa Ekspor terhadap Total Output Subsektor Industri (Orientasi Ekspor)	28
Grafik 2.31	Pangsa Surplus Usaha dan Pangsa Investasi terhadap PDB	29
Grafik 2.32	Pangsa Konsumsi, Ekspor, dan Investasi	29
Grafik 2.33	Pangsa Penempatan terhadap Total Sumber Dana	30
Grafik 2.34	Penempatan di Investasi Finansial	30
Grafik 2.35	Perkembangan Pertumbuhan Kredit Perbankan	30

Grafik 2.36	Investasi Finansial Neto Berdasarkan Sektor Ekonomi	31
Grafik 2.37	Investasi Finansial Neto Sektor Non-Keluangan dan Pemerintah	31
Grafik 2.38	Perkembangan Sumber Dana Sektor Rumah Tangga	31
Grafik 2.39	Perkembangan Penggunaan Dana Sektor Rumah Tangga	31
Grafik 2.40	Tabungan Bruto Beberapa Sektor Terbesar	32
Grafik 2.41	Tabungan Bruto dan Investasi Non-Finansial	33
Grafik 2.42	Inflasi	33
Grafik 2.43	<i>Net Capital Inflows</i>	34
Grafik 2.44	<i>Country Risk Index</i>	34
Grafik 2.45	<i>Net Portfolio Inflows</i>	35
Grafik 2.46	Indeks Keterbukaan Pasar Keuangan	36
Grafik 2.47	Perkembangan BI <i>rate</i>	36
Grafik 2.48	Pola Pengeluaran Belanja Daerah	40
Grafik 3.1	Perkembangan US <i>Subprime Mortgage</i>	43
Grafik 3.2	Perkembangan Resekuritisasi US <i>Subprime Mortgage</i>	43
Grafik 3.3	Perkembangan Harga Minyak Dunia	44
Grafik 3.4	Perkembangan Indeks Harga Komoditas	45
Grafik 3.5	Perkembangan Nilai Tukar Regional	46
Grafik 3.6	Perkembangan Bursa Saham	46
Grafik 3.7	Perkembangan Suku Bunga AS	47
Grafik 3.8	Perkembangan Indeks Harga Perumahan dan Volume Kredit Perumahan AS	47
Grafik 3.9	Periode <i>Boom-Bust</i> Perumahan AS: Fakta dan <i>Counterfactual</i>	48
Grafik 3.10	Perkembangan Neraca Berjalan AS	49
Grafik 3.11	Perkembangan Cadangan Devisa/PDB	50
Grafik 3.12	Perkembangan Neraca Berjalan/PDB Dunia	51
Grafik 3.13	Perkembangan <i>Saving Ratio</i>	51
Grafik 3.14	Perkembangan <i>Global Saving</i> dan <i>Investment</i> /PDB Dunia	52
Grafik 3.15	Rata-rata Harian Perdagangan Saham	56
Grafik 3.16	Proporsi Asing dalam Nilai Kapitalisasi Pasar Saham	56
Grafik 3.17	Perkembangan <i>Yield</i> SUN 2005-2008 (Tenor 10 Tahun)	56
Grafik 3.18	Nilai SUN Total dan SUN yang Dimiliki Asing	56
Grafik 3.19	Nilai SBI Total dan SBI yang Dimiliki Asing	57
Grafik 3.20	Perkembangan Suku Bunga dan Volume PUAB O/N	57
Grafik 3.21	Suku Bunga PUAB (Pagi) Semua Tenor	57
Grafik 3.22	Perkembangan <i>Yield Spread</i> dan Nilai Tukar	57

Daftar Grafik

Grafik 3.23	Sumber Dana Sektor Bisnis	60
Grafik 3.24	Penempatan Dana Sektor Bisnis	60
Grafik 3.25	Perkembangan Penerbitan Saham (IPO, <i>right issue</i>) dan IHSG	60
Grafik 3.26	Perkembangan Nilai dan Volume Ekspor Komoditas Primer	63
Grafik 3.27	Tingkat Konsentrasi Komoditas Ekspor Beberapa Negara <i>Emerging</i>	63
Grafik 3.28	Kandungan Impor Beberapa Negara	64
Grafik 3.29	Negara Tujuan Utama Ekspor Indonesia	65
Grafik 3.30	Pangsa Konsumsi Swasta terhadap PDB dan Pangsa Pendapatan Pekerja	66
Grafik 4.1	Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi dan Volume Perdagangan Dunia	71
Grafik 4.2	Perkembangan dan Proyeksi Harga Minyak Dunia	71
Grafik 4.3	Perkembangan Tingkat Suku Bunga Kebijakan Internasional	72
Grafik 4.4	Skenario Perbaikan Aliran FDI	73
Grafik 4.5	15 Negara Paling Menarik Dalam Penempatan FDI	75
Grafik 5.1	Standar Deviasi Harga Saham Global	83
Grafik 5.2	<i>Spread</i> Standar Deviasi <i>Yield</i> SUN dan US T-Note	83
Grafik 5.3	Kewajiban Bersih dalam Valas	90
Grafik 5.4	Pinjaman Perusahaan: Valas vs Rp	90
Grafik 5.5	Respon Rasio Ekuitas terhadap Perubahan Nilai Tukar Berdasarkan Rasio Aset Valas Neto	90
Grafik 5.6	<i>Net Equity</i> (Rupiah)	92
Grafik 5.7	<i>Net Equity</i> (% Total Aset)	92
Grafik 5.8	Pertumbuhan Ekspor, Impor, dan PDB Tahunan 1994-2008	93
Grafik 5.9	Nilai Ekspor Sektoral Indonesia, 1987-2008	94
Grafik 5.10	Tingkat Konsentrasi Komoditas Ekspor Beberapa Negara di Asia	94
Grafik 5.11	HHI Inter-Sektoral	94
Grafik 5.12	Nilai Ekspor Migas dan Nonmigas	95
Grafik 5.13	Pertumbuhan Ekspor Nonmigas Tahunan	95
Grafik 5.14	Produktivitas Ekspor dan PDB per Kapita Indonesia 2000-2007	99
Grafik 5.15	Produktivitas Ekspor dan PDB per Kapita Beberapa Negara Asia 2007	99
Grafik 5.16	Kontribusi Tiap Produk Terhadap Produktivitas Ekspor	100
Grafik 5.17	Peluang Komoditas Utama untuk Bersaing di Pasar Internasional	100
Grafik 5.18	Selisih Produktivitas Produk dan Produktivitas Ekspor dan Peluang Bersaing Kompetitif	101

DAFTAR DIAGRAM

Diagram 1.1 Skema Pembahasan Dampak Krisis Global terhadap Perekonomian Indonesia	2
Diagram 3.1 <i>Mortgage Funding Process</i>	43
Diagram 3.2 Struktur <i>Rating</i> Produk Derivatif	49
Diagram 3.3 Skema Dampak Krisis ke Perekonomian Global	52
Diagram 3.4 Mekanisme Transmisi Dampak Krisis Global ke Indonesia	55
Diagram 4.1 Mekanisme Transmisi Penurunan Pajak	74
Diagram 4.2 Mekanisme Transmisi Peningkatan Pengeluaran Pemerintah	74

SAMBUTAN

Perekonomian dunia saat ini sedang dihadapkan pada keadaan yang tidak pernah terbayangkan sebelumnya. Dalam beberapa bulan terakhir, IMF terpaksa harus berkali-kali merevisi World Economic Outlook (WEO), semuanya ke arah gambaran yang lebih suram. Hal ini menunjukkan tingginya ketidakpastian yang masih menghantui benak para pelaku ekonomi di seluruh dunia. Dalam nuansa seperti inilah, maka Outlook Ekonomi Indonesia (OEI) edisi Januari 2009 ini disusun.

Di tengah kondisi yang terus berubah dengan cepat ini, munculnya OEI yang terbit secara berkala ini sangat relevan karena menyajikan gambaran mengenai *updated* perkiraan ekonomi Indonesia dalam kurun waktu 2009 – 2014. Lebih penting lagi, proyeksi *medium-term* yang disajikan secara berkala ini diharapkan dapat membantu pengambil kebijakan dalam melihat arah pergerakan ekonomi Indonesia dalam horizon yang lebih panjang dan luas, sehingga tidak terjebak dalam pandangan dan analisis yang sifatnya terlalu parsial dan berspektrum jangka pendek.

Di tengah kondisi perekonomian domestik yang masih dilingkupi oleh ketidakpastian atas besarnya dampak krisis keuangan global, hasil proyeksi dari OEI memberikan nuansa yang optimis, karena perekonomian Indonesia dalam jangka menengah panjang diharapkan mampu tumbuh sebesar 6,0-7,0% yang dibarengi dengan tekanan inflasi yang cenderung berkurang hingga mencapai 4,0 – 5,0% pada tahun 2014. Pencapaian yang optimis tersebut tentunya didukung dengan asumsi yang kuat baik kondisi perekonomian domestik maupun kondisi eksternal, termasuk di dalamnya harapan yang besar terhadap keberhasilan implementasi kebijakan pemerintah dalam jangka pendek khususnya dalam penanganan dampak krisis. Keberhasilan ini tentunya akan menjadi pijakan yang kuat sebagai penopang dan penentu implementasi kebijakan pemerintah lainnya yang berspektrum lebih jangka panjang guna mendorong pertumbuhan ekonomi ke arah yang lebih baik. Konsistensi antara kebijakan fiskal dan moneter juga harus terus dijaga agar menumbuhkan ekspektasi pelaku ekonomi yang positif yang pada akhirnya dapat menciptakan iklim yang kondusif bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Hal lain yang tak kalah penting dari OEI edisi ini adalah disajikannya analisis mengenai krisis keuangan global dan dampaknya terhadap perekonomian Indonesia. Di tengah besarnya dampak yang ditimbulkan krisis terhadap perekonomian dunia, salah satu hal yang menjadi pertanyaan penting adalah apakah sebenarnya yang menjadi latar belakang terjadinya krisis, yang pada akhirnya berkembang menjadi krisis ekonomi terburuk semenjak Depresi Besar 1930 ini. OEI edisi ini mencoba memberikan gambaran mengenai beberapa hal yang merupakan penyebab terjadinya krisis tersebut dan kemudian yang paling penting, mencoba menakar potensi kedalaman imbas krisis tersebut terhadap perekonomian Indonesia. Disimpulkan bahwa pada akhirnya seberapa besar ketahanan perekonomian domestik terhadap krisis global ini tidak dapat dilepaskan dari karakteristik perekonomian itu sendiri seperti tergambar dari perkembangan berbagai indikator makroekonomi dalam kurun waktu lima sampai sepuluh tahun terakhir.

Salah satu poin penting yang disampaikan dalam IEO Edisi ini adalah ditemukannya indikasi karakteristik perekonomian nasional yang mengarah pada *domestic-demand led growth*. Hal ini diyakini merupakan salah satu penyebab lebih kuatnya daya tahan perekonomian terhadap kejutan eksternal belakangan ini. Temuan ini memberi implikasi kebijakan yang sangat serius karena berdasarkan karakteristik perekonomian yang semacam ini, arah kebijakan ekonomi dengan demikian harus diarahkan untuk tetap menjaga ukuran pasar (*market size*) dan daya beli masyarakat. Banyak dari kita mungkin akan terkejut, karena strategi *export led growth* selama ini telah terbukti sebagai resep ampuh di kawasan Asia dan kita sedang berupaya keras untuk menggunakan resep yang sama. Apakah dengan demikian kita harus kembali kepada strategi *import substitution* yang telah lama kita tinggalkan? Apakah globalisasi tidak akan lagi menjadi jurus andalan untuk mendorong kemajuan negeri? Akan ada banyak pertanyaan atas pilihan strategi kebijakan dasar ini, dan barangkali jawaban untuk berbagai pertanyaan tadi adalah bahwa pilihan atas strategi ini tidak berarti kita harus menomorduakan pilihan strategi kebijakan yang lain. Lebih jauh lagi, sebagai suatu strategi kebijakan dalam jangka panjang, kekuatan permintaan domestik semata tidak akan mampu mewujudkan pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan. Hanya kekuatan permintaan domestik yang mampu diimbangi oleh sisi produksi (penawaran) yang dapat membawa perekonomian mencapai pertumbuhan tinggi tanpa harus mengorbankan stabilitas harga.

Dengan semua temuan dan rekomendasi tersebut, perkenankan saya, atas nama Dewan Gubernur Bank Indonesia menyampaikan penghargaan yang tinggi kepada Tim Penyusun Outlook Ekonomi Indonesia. Semoga Tuhan Yang Maha Esa senantiasa meridhoi pekerjaan kita dan meringankan langkah kita dalam menghadapi kesulitan besar yang saat ini tengah kita hadapi bersama untuk menuju masa depan yang lebih baik.

DEPUTI GUBERNUR BANK INDONESIA



Hartadi A. Sarwono

halaman ini sengaja dikosongkan

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji dan syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa, dan atas perkenanNya, maka buku Outlook Ekonomi Indonesia (OEI) 2009-2014 edisi Januari 2009 telah diselesaikan. Topik yang diangkat dalam OEI kali ini terkait dengan krisis global dan dampaknya terhadap perekonomian Indonesia. Pemilihan topik tersebut sangat relevan dengan kondisi perekonomian global saat ini yang sedang dilanda krisis akibat *subprime mortgage*. Mengingat dampak krisis yang bermula di negara-negara maju tersebut turut mempengaruhi negara *emerging*, maka diperlukan suatu asesmen mengenai dampaknya terhadap perekonomian domestik termasuk *update* proyeksi dan arah perekonomian Indonesia dalam jangka menengah.

Hasil proyeksi perekonomian dalam OEI edisi Januari 2009 kali ini diharapkan dapat menjadi referensi internal bagi Satuan Kerja di lingkungan Bank Indonesia dalam kegiatan analisis dan proyeksi jangka menengah serta sebagai sumber informasi bagi para *stakeholder* Bank Indonesia, dengan terus melakukan penyesuaian data dan informasi terkini.

Akhir kata, semoga penerbitan buku ini dapat ikut serta mengantarkan perekonomian Indonesia ke arah yang lebih baik.

Jakarta, Januari 2009

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter



MADE SUKADA

Direktur

halaman ini sengaja dikosongkan

Bab 1: Tinjauan Umum

Dalam beberapa bulan terakhir perekonomian dunia dihadapkan pada satu perubahan drastis yang nyaris tak terbayangkan sebelumnya. Krisis kredit macet perumahan berisiko tinggi (*subprime mortgage*) di AS secara tiba-tiba berkembang menjadi krisis keuangan global, dan kemudian dalam hitungan bulan telah berubah menjadi krisis ekonomi yang melanda ke seluruh dunia. Kuatnya intensitas krisis membuat negara-negara kawasan Asia, yang semula dianggap relatif steril dari dampak krisis, akhirnya sulit bertahan dan turut pula terkena imbas krisis. Di Indonesia, perekonomian yang dalam 3 (tiga) triwulan terakhir dipenuhi optimisme dan tumbuh di atas 6%, tiba-tiba harus mengalami perlambatan dan hanya mampu tumbuh 5,2% pada triwulan IV-2008.

Dampak krisis global tersebut tidak hanya terjadi pada sektor keuangan, tetapi juga telah merambah ke sektor riil. Kerugian dan kebangkrutan baik di industri keuangan maupun manufaktur terus terjadi, yang disusul dengan gelombang pemutusan hubungan kerja di seluruh dunia. Amerika Serikat (AS), Inggris, Jepang dan sejumlah negara lainnya sudah dinyatakan dalam fase resesi. Sebagai respons dari krisis yang terjadi, pemerintah maupun bank sentral berbagai negara telah mengambil sejumlah langkah kebijakan baik di bidang fiskal, moneter, maupun perbankan. Namun sejauh ini, langkah-langkah tersebut belum membuahkan hasil yang signifikan.

Dengan latar belakang tersebut, pertanyaan yang kemudian muncul adalah (i) berapa lama krisis global ini masih akan berlangsung; (ii) apa penyebab terjadinya krisis; (iii) bagaimana dampaknya bagi ekonomi Indonesia; (iv) bagaimana mekanisme transmisi krisis global ini ke perekonomian domestik; (v) apa dampaknya bagi prospek ekonomi Indonesia terutama dalam jangka menengah; dan (vi) respons kebijakan seperti apa yang perlu ditempuh Pemerintah dan Bank Indonesia untuk menghadapi krisis tersebut.

Berbagai pertanyaan tersebut akan dicoba dijawab dalam Outlook Ekonomi Indonesia Edisi Januari 2009 ini. Pembahasan akan diawali dengan kajian mengenai konstelasi perekonomian global dan domestik berdasarkan analisis perkembangan dan karakteristik perekonomian dalam waktu lima sampai sepuluh tahun terakhir. Karakteristik perekonomian ini pada akhirnya turut menentukan seberapa dalam imbas krisis global ini ke perekonomian Indonesia. Selanjutnya akan disampaikan kajian mengenai dampak krisis global ke perekonomian domestik serta implikasinya pada prospek ekonomi jangka menengah, dan akhirnya ditutup dengan implikasi kebijakan yang perlu diambil. Pada bagian akhir akan disampaikan pula beberapa hasil riset yang mendasari penulisan Outlook Ekonomi Indonesia ini (lihat Skema Pembahasan Dampak Krisis Global terhadap Perekonomian Indonesia).

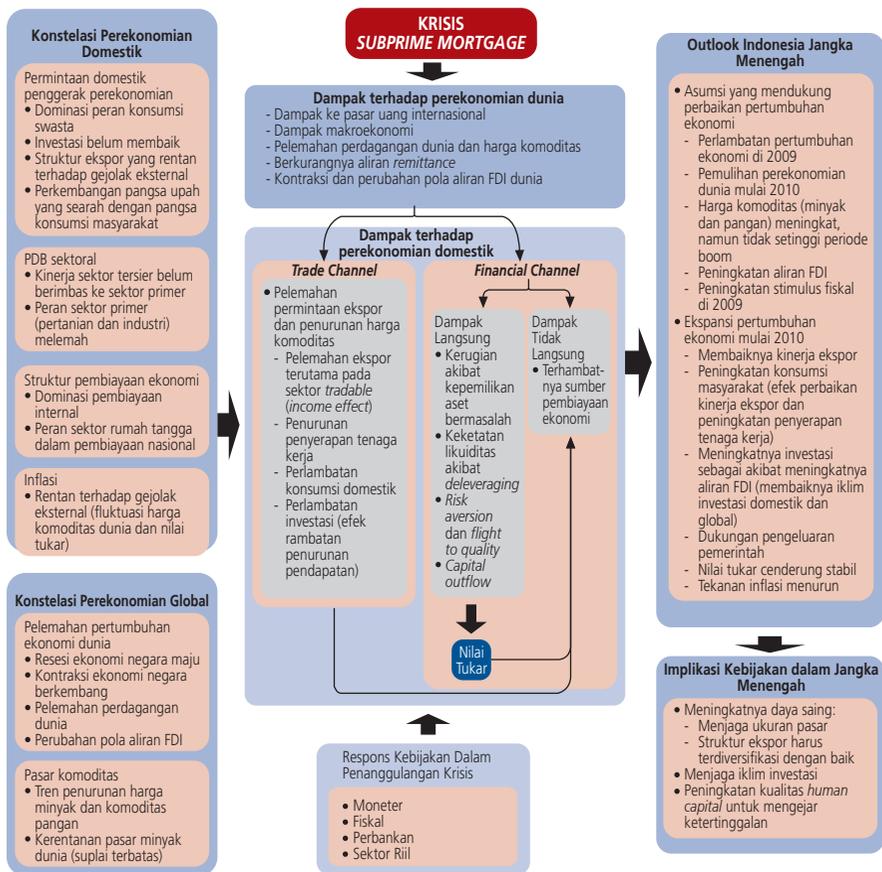


Diagram 1.1. Skema Pembahasan Dampak Krisis Global terhadap Perekonomian Indonesia

1. Kontelasi Perekonomian Global

Seiring dengan meningkatnya intensitas krisis keuangan global di penghujung tahun 2008, pertumbuhan ekonomi di beberapa negara maju, terutama AS sebagai episentrum krisis, mengalami penurunan tajam. Dengan perkembangan tersebut, perekonomian negara-negara maju hanya mampu tumbuh sebesar 1% pada tahun 2008, jauh di bawah pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 2,7% maupun perkiraan awal IMF pada April 2008 sebesar 1,3%. Kontraksi

ekonomi di AS didorong oleh melemahnya kegiatan konsumsi dan investasi masyarakat yang dipicu oleh penurunan tajam nilai aset dan kekayaan (*wealth*) rumah tangga, serta terhambatnya akses kredit untuk pembiayaan konsumen (*consumer finance*) sebagai imbas dari meningkatnya intensitas krisis kredit perumahan (*subprime mortgage*). Selanjutnya, efek lanjutan dari pelemahan ekonomi AS yang terjadi sejak tahun 2007 yang berdampak pada melonjaknya angka pengangguran di 2008 pada gilirannya

semakin memperlambat kegiatan konsumsi dan investasi masyarakat melalui efek penurunan pendapatan. Dengan kondisi yang demikian perekonomian AS hanya mampu tumbuh 1,1% pada tahun 2008, jauh di bawah pertumbuhan tahun sebelumnya yang meskipun telah melambat namun masih mampu tumbuh hingga 2%. Kondisi yang hampir sama juga dialami negara-negara di kawasan Euro, yang menyebabkan perekonomian negara-negara di kawasan tersebut hanya mampu tumbuh 1% pada tahun 2008, jauh melambat dibandingkan pertumbuhan tahun 2007 sebesar 2,6%.

Perlambatan aktivitas ekonomi yang terjadi di negara maju berimbas ke negara-negara berkembang terutama negara yang memiliki keterkaitan perdagangan dan finansial yang erat dengan negara maju. Ancaman perlambatan pertumbuhan ekonomi diprakirakan akan lebih signifikan terjadi di negara-negara Asia yang mengandalkan ekspor, seperti Singapura, Taiwan, Korea, dan Hongkong atau yang dikenal dengan NIEs (*Newly Industrialized Economies*). Namun demikian, perekonomian China dan India diperkirakan masih mampu tumbuh di atas 5% sehingga diharapkan tetap menjadi penopang perekonomian dunia. Secara keseluruhan, pertumbuhan ekonomi di negara berkembang masih dapat tumbuh sebesar 6,3% pada tahun 2008, meskipun jauh melambat dibandingkan pertumbuhan tahun 2007 yang mencapai 8,3%.

Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia menyebabkan volume perdagangan dunia diprakirakan mengalami penurunan yang cukup tajam. Setelah mencapai pertumbuhan rata-rata 8,1% selama 5 tahun terakhir, pada tahun 2008 pertumbuhan volume perdagangan dunia menurun tajam menjadi sebesar 4,1% seiring

dengan pelemahan permintaan global. Kondisi ini segera diikuti oleh penurunan harga-harga komoditas dunia. Harga minyak dunia yang dalam lima tahun terakhir terus meningkat, bahkan sempat mencapai USD147/barel pada Juli 2008, menurun tajam hingga mencapai USD47/barel pada Desember 2008. Penurunan harga minyak ini juga diikuti dengan penurunan tajam harga komoditas lainnya, terutama logam, mineral dan produk pertanian.

Perlambatan pertumbuhan ekonomi akibat krisis keuangan global dan dibarengi dengan berkurangnya tekanan inflasi seiring dengan kecenderungan penurunan harga komoditas dunia telah mendorong bank sentral di berbagai negara secara agresif melonggarkan kebijakan moneternya. *Federal Reserve* memangkas cukup signifikan *Fed Funds rates* hingga mencapai level 0,25% pada akhir 2008. Langkah serupa diikuti oleh bank sentral negara lain seperti Australia, Inggris, Euro dan kawasan Asia, untuk mencegah dampak krisis yang semakin parah. Kebijakan pelonggaran moneter tersebut juga didukung dengan kebijakan yang diarahkan ke pasar uang seperti suntikan dana ke pasar uang guna mengatasi kekeringan likuiditas dan kebijakan yang diarahkan ke perbankan seperti bantuan modal ke perbankan yang mengalami kesulitan likuiditas dan peningkatan jaminan terhadap simpanan masyarakat di perbankan untuk meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap perbankan. Selain itu, otoritas fiskal di berbagai negara telah berkomitmen untuk mengeluarkan paket stimulus fiskal yang ditujukan untuk mendorong permintaan masyarakat, peningkatan pengeluaran infrastruktur, dan pemotongan sementara pajak yang terkait dengan investasi swasta.

2. Konstelasi Perekonomian Domestik

Di tengah terjadinya penurunan tajam (*abrupt adjustment*) di perekonomian global, perekonomian Indonesia masih menunjukkan kinerja yang baik dan mampu mencatat pertumbuhan sebesar 6,1% pada tahun 2008. Tekanan inflasi telah menunjukkan kecenderungan menurun sejak triwulan IV-2008 seiring dengan penurunan harga komoditas minyak dan pangan dunia, meskipun secara keseluruhan laju inflasi pada tahun 2008 masih lebih tinggi dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

Di penghujung tahun 2008, dampak krisis keuangan global telah berimbas ke perekonomian Indonesia seperti terlihat dari pertumbuhan ekonomi yang hanya tercatat sebesar 5,2% pada triwulan IV-2008, jauh menurun dibandingkan triwulan yang sama tahun lalu yang mencapai 5,9%. Seiring dengan meningkatnya intensitas krisis finansial global, ketahanan perekonomian domestik terhadap imbas krisis tersebut akan sangat bergantung pada karakteristik perekonomian Indonesia yang tercermin dari perkembangan berbagai indikator makroekonomi dalam kurun waktu lima sampai sepuluh tahun terakhir.

Dilihat dari sisi permintaan, kemajuan performa ekonomi domestik dalam sepuluh tahun terakhir diwarnai dengan meningkatnya peran permintaan domestik, yang dimotori oleh konsumsi rumah tangga. Hal ini terlihat dari rata-rata pangsa konsumsi rumah tangga selama periode 1998-2008 sebesar 64% dari PDB. Angka ini meningkat dibandingkan periode 1988-1997 yang mencapai 58%. Kondisi ini merupakan indikasi dari peningkatan ukuran pasar (*market size*) secara permanen. Berdasarkan hal ini,

terdapat indikasi karakteristik perekonomian dalam satu dasawarsa terakhir yang mengarah pada *domestic-demand led growth*. Lebih jauh, peningkatan konsumsi rumah tangga, sebagai motor permintaan domestik, terlihat bergerak searah dengan peningkatan upah tenaga kerja. Hal ini mengindikasikan bahwa upah tenaga kerja masih merupakan pangsa terbesar bagi sumber pembiayaan konsumsi rumah tangga. Terkait dengan hal ini, kemungkinan penurunan konsumsi rumah tangga secara signifikan akibat krisis global perlu diwaspadai, mengingat mulai terjadinya gelombang PHK menyusul menurunnya performa industri berorientasi ekspor.

Rentannya kinerja ekspor terhadap dampak krisis global juga tidak terlepas dari karakteristik ekspor Indonesia selama ini. Kurang terdiversifikasinya negara tujuan ekspor,¹ menyebabkan kinerja ekspor Indonesia langsung mendapat pukulan berat. Selain itu, komoditas ekspor Indonesia juga cenderung kurang terdiversifikasi di mana komoditas utama ekspor sebagian besar masih berbasis sumber daya alam yang ternyata justru sangat rentan terhadap gejolak harga. Melemahnya kinerja ekspor ini selanjutnya memberikan tekanan pada sektor-sektor lainnya yang memasok bahan baku pada sektor industri ekspor.

Sejalan dengan semakin dalamnya krisis global, kegiatan investasi juga sudah mulai menurun. Perlambatan investasi dialami oleh beberapa industri seperti Industri Logam Dasar bukan Besi, Industri Bambu, Kayu, dan Rotan, Industri Minyak dan Lemak, Industri Mesin,

¹ Lebih dari 50% ekspor kumulatif Indonesia tertuju ke AS, Jepang, Korea, dan Singapura yang merupakan sejumlah negara yang menderita krisis paling parah.

Industri Tekstil, dan Industri Pengilangan Minyak, serta Industri Barang dari Karet. Mengingat industri-industri tersebut bersifat *leading* dalam investasi (memiliki *multiplier* investasi yang tinggi), maka perlambatan investasi yang dialami oleh sektor-sektor tersebut berpengaruh besar terhadap kinerja perekonomian secara keseluruhan. Dilihat dari faktor pendorongnya, perkembangan investasi pascakrisis lebih searah dengan pergerakan pangsa konsumsi swasta namun terdapat efek tunda. Hal ini menandakan bahwa investasi akan dilakukan jika dipandang terdapat potensi kenaikan permintaan domestik yang cukup permanen. Namun demikian, dengan kecenderungan pangsa upah yang semakin menurun, maka konsumsi rumah tangga akan menurun, sehingga dampak lanjutannya akan memberikan tekanan pada investasi ke depan.

Sementara itu, berbagai upaya yang telah dilakukan untuk meningkatkan daya saing ekonomi belum menunjukkan hasil yang signifikan. Rendahnya daya saing (*competitiveness*) terlihat dari semua aspek utama yang meliputi *basic requirement*, *efficiency* dan *innovation*. Hal itu dapat dilihat dari posisi Indonesia dalam *Global Competitiveness Report 2008-2009* yang berada pada peringkat 55, tidak jauh berbeda dengan periode sebelumnya (54). Hal tersebut diperburuk lagi dengan masih banyaknya hambatan dalam melakukan bisnis di Indonesia sebagaimana tercermin dari hasil survei *Doing Business*, terutama pada aspek birokrasi Pemerintah yang dinilai tidak efisien dan infrastruktur yang kurang memadai.²

Dalam menghadapi imbas perlambatan kinerja ekonomi dunia dan ketidakpastian di pasar keuangan global yang berimbas ke perekonomian domestik, Pemerintah dan Bank Indonesia senantiasa meningkatkan sinergi dan koordinasi dalam mengelola kebijakan fiskal, moneter dan sektor riil. Di sisi moneter, pelonggaran kebijakan moneter dibarengi dengan upaya penyempurnaan pengelolaan likuiditas di pasar uang untuk menjaga kestabilan pasar uang domestik dan peluncuran serangkaian kebijakan baik dari sisi pengelolaan permintaan maupun pasokan valuta asing. Di bidang perbankan, dalam rangka meningkatkan kepercayaan terhadap perbankan dan kepastian hukum penyelesaian krisis telah dikeluarkan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang (Perppu) tentang Jaring Pengaman Sistem Keuangan (JPSK) yang berlaku per 15 Oktober 2008.

Di sisi fiskal, dalam merespons krisis keuangan global Pemerintah berkoordinasi dengan Bank Indonesia mengeluarkan 10 langkah Stabilisasi Ekonomi yang bertujuan menjaga kegiatan ekonomi agar tidak banyak mengalami gangguan, menjaga keselamatan dan keamanan perekonomian, dan melakukan respons terhadap kesulitan-kesulitan yang dihadapi pelaku ekonomi serta menjaga masyarakat dari dampak yang merugikan. Selain itu, Pemerintah juga melakukan penambahan stimulus fiskal sebagai kebijakan *countercyclical* yang dilakukan dalam rangka mempertahankan daya beli masyarakat, memperbaiki daya saing dan daya tahan sektor usaha, serta menangani dampak PHK dan mengurangi tingkat pengangguran melalui peningkatan belanja infrastruktur padat karya.

2 Sumber: Hasil Survei *Doing Business*, *Global Competitiveness Report 2008-2009*, World Economic Forum.

3. Krisis Ekonomi Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia

Di tengah berbagai kebijakan yang diupayakan berbagai negara guna mengatasi turbulensi di perekonomian global, krisis yang terjadi juga menyisakan satu pertanyaan penting, yakni apa sesungguhnya penyebab terjadinya krisis yang berkembang dengan skala yang demikian besar ini. Pada saat kajian ini disusun, berbagai penelitian yang melibatkan para ekonom, akademisi, bank sentral maupun lembaga-lembaga internasional masih terus dilakukan. Telah banyak kajian yang dihasilkan, namun nampaknya sejauh ini belum ada satu hipotesis penjelaras krisis yang bisa disepakati semua pihak. Meskipun demikian, satu hal yang sama 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 dua hal yang dapat menjelaskan mengenai latar belakang terjadinya krisis keuangan global. *Pertama*, akibat kebijakan moneter yang terlalu longgar.³ Longgarnya kebijakan moneter AS sepanjang periode 2002-2004 diyakini merupakan faktor pendorong utama melonjaknya kredit perumahan di AS. Selain rendahnya suku bunga, kenaikan permintaan kredit perumahan juga didorong oleh kebijakan Pemerintah AS yang mendukung program kepemilikan rumah melalui lembaga

pembiayaan perumahan milik pemerintah seperti *Fannie Mae* dan *Freddie Mac*. Melonjaknya permintaan rumah menyebabkan harga rumah turut mengalami peningkatan. Kondisi ini semakin mendorong perbankan untuk mengucurkan kredit perumahan secara agresif sehingga pada saat bersamaan terjadi penurunan standar kehati-hatian dalam penyaluran kredit perumahan, yang memunculkan *subprime mortgage* (pinjaman perumahan kepada nasabah yang sebetulnya kurang layak untuk mendapatkan KPR bank).⁴ Permasalahan menjadi semakin kompleks dengan munculnya sekuritisasi *subprime mortgage* menjadi *mortgage-backed securities* (MBS), yang kemudian berkembang menjadi produk-produk derivatif seperti CDOs (*collateralized debt obligations*) dan SIVs (*structured investment vehicles*) melalui *financial engineering* yang kompleks dan tidak transparan. Lembaga *rating* juga turut berperan cukup signifikan dalam memicu terjadinya krisis. Lembaga pemeringkat *rating* hanya memperhitungkan *credit risk*, dan kurang memperhitungkan kemungkinan munculnya *systemic market risk*, yang muncul dari respons yang tidak simetris dari sekuritas-sekuritas tersebut terhadap perubahan kondisi perekonomian.

Kedua, ketidakseimbangan global (*global imbalances*). *Twin deficit* (defisit fiskal dan transaksi berjalan) yang dialami AS diyakini bertanggung jawab terhadap terjadinya krisis saat ini. *Twin deficit* ini dipicu oleh munculnya fenomena "*global saving glut*" di mana sejumlah orang di sejumlah tempat

3 Kontribusi kebijakan moneter dalam melonjaknya kredit perumahan di AS secara empiris dibuktikan antara lain oleh John B. Taylor: "The Financial Crisis and The Policy Response : An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER, Working Paper 2009.

4 Bukti empiris adanya hubungan antara meningkatnya volume pinjaman dan penurunan dalam standar pemberian pinjaman di AS ditunjukkan oleh Dell'Ariccia, Igan, and Laeven dalam "Credit Booms and Lending Standards : Evidence from the Subprime Mortgage Market", IMF Working Paper 2008.

melakukan kegiatan menabung yang terlalu intensif dan sangat kurang dalam melakukan kegiatan belanja. Fenomena ini merujuk pada kondisi negara-negara di Asia pascakrisis 1997, yang terus memupuk peningkatan cadangan devisa, dan negara penghasil minyak yang menikmati kenaikan harga minyak. Dengan kondisi pasar finansial di *emerging market* yang masih terbatas, fenomena "*global saving glut*" ini telah mendorong meningkatnya minat negara-negara *emerging* 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 untuk mengkonsumsi lebih banyak, termasuk didalamnya melalui pembelian aset, terutama perumahan. Meningkatnya pembelian aset akhirnya melambungkan harga aset tersebut, dan membuat masyarakat pemilik aset merasa lebih "kaya" (*wealth effect*), yang pada gilirannya semakin mendorong masyarakat untuk melakukan konsumsi. Berpijak pada pandangan ketidakseimbangan global ini, krisis yang terjadi dengan demikian dapat diartikan sebagai proses Bergeraknya kembali perekonomian global menuju ke keseimbangan setelah sekian lama berada dalam ketidakseimbangan.

Berdasarkan uraian diatas, pertanyaan selanjutnya adalah bagaimana akhirnya dampak krisis tersebut ke perekonomian Indonesia. 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.

A) Dampak Melalui Financial Channel

Dampak krisis global ke perekonomian Indonesia melalui jalur finansial dapat terjadi baik secara *langsung* maupun *tidak langsung*. Dampak secara *langsung* akan muncul apabila bank atau lembaga keuangan memiliki aset-aset yang bermasalah (*toxic assets*), atau meskipun tidak memiliki aset bermasalah namun memiliki kaitan dengan lembaga keuangan yang memiliki aset bermasalah tersebut. 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 kedua hal di atas, 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 terjadi melalui munculnya hambatan terhadap ketersediaan pembiayaan ekonomi, baik yang bersumber dari domestik maupun luar negeri. Besarnya dampak krisis ke pembiayaan, khususnya domestik, akan sangat dipengaruhi oleh besarnya dampak krisis melalui jalur yang lain yakni jalur perdagangan (jalur makroekonomi). Gangguan di sektor riil akibat anjloknya kinerja ekspor misalnya, berpotensi memunculkan risiko kredit bagi perbankan, yang pada gilirannya akan menghambat perbankan dalam penyaluran kreditnya. Bagi sektor bisnis, berdasarkan temuan adanya indikasi penggunaan tabungan bruto (dana internal) sebagai salah satu sumber utama pembiayaan sektor bisnis, maka terganggunya

kinerja perusahaan otomatis akan berimbas pada kemampuan perusahaan dalam melakukan pembiayaan bisnis. Sumber pembiayaan yang lain, yaitu 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*).

Berdasarkan pengamatan yang dilakukan, dampak krisis global ke Indonesia melalui jalur finansial secara *langsung* memang cenderung terbatas. Kondisi ini antara lain disebabkan oleh rendahnya kepemilikan 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. Meskipun dampak finansial langsung ini cenderung terbatas, namun tak urung intensitas krisis ke pasar finansial global yang mengalami eskalasi pada akhir triwulan III-2008 menyusul bangkrutnya perusahaan keuangan terbesar di AS *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)*⁵, yang sempat melampaui batas indikatif

maksimum 2, dengan posisi tertinggi pada bulan November 2008 sebesar 2,43⁶. Tingginya angka FSI tersebut terutama disebabkan oleh anjloknya IHSG dan harga SUN. Namun demikian, serangkaian kebijakan yang segera dikeluarkan oleh Pemerintah dan Bank Indonesia sebagai respons dari krisis global, di antaranya dinaikkannya jaminan dana nasabah oleh Lembaga Penjamin Simpanan serta perubahan dalam ketentuan Giro Wajib Minimum, 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.

B) Dampak Melalui Trade Channel (Macroeconomic Links)

Dampak krisis melalui jalur perdagangan diperkirakan akan cukup signifikan, karena akan diikuti oleh dampak rambatan (*spillover*) ke seluruh sektor ekonomi. Terganggunya sektor riil melalui jalur perdagangan ini bahkan berpotensi meningkatkan intensitas transmisi krisis melalui jalur finansial secara *tidak langsung*, yaitu dalam bentuk terhambatnya kemampuan melakukan pembiayaan ekonomi.

Dampak melalui *trade channel* berjalan searah dengan memburuknya kondisi perekonomian dunia. Perkembangan Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) yang cukup positif di paruh pertama 2008 berubah secara signifikan di semester II-08, terutama di triwulan akhir. Tekanan pada kondisi NPI di antaranya didorong oleh memburuknya kinerja neraca berjalan yang dipicu oleh menurunnya kinerja ekspor, akibat melemahnya permintaan global dan anjloknya

5 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.

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

harga-harga komoditas dunia. Rentannya ekspor Indonesia terhadap *shock* di kondisi eksternal ini sesungguhnya tidak terlepas dari karakteristik yang terdapat pada komoditas ekspor Indonesia. Dengan negara tujuan utama ekspor yang cenderung terkonsentrasi pada sejumlah negara saja serta jenis komoditas ekspor yang secara umum relatif kurang terdiversifikasi, maka dampak krisis global pada ekspor menjadi sangat signifikan. Intensitasnya juga cenderung memburuk sejalan dengan semakin tajamnya kontraksi ekonomi dunia. Sektor-sektor yang paling terkena imbas krisis global adalah sektor yang mengandalkan permintaan eksternal (*tradable*), seperti industri manufaktur, pertanian, dan pertambangan. Ketiga sektor ini menyumbang lebih dari 50% PDB dan menyerap lebih dari 60% tenaga kerja nasional. Terpukulnya kinerja sektor-sektor ini pada akhirnya akan berujung pada gelombang pemutusan hubungan tenaga kerja, menurunnya daya beli, melemahnya konsumsi dan investasi hingga pada akhirnya akan menahan akselerasi pertumbuhan ekonomi domestik. Selain menyebabkan gangguan signifikan di sektor riil, krisis global juga berpotensi memberikan tekanan bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki kewajiban dalam valas, seiring dengan terjadinya tekanan depresiasi Rupiah.

4. Prospek Perekonomian Indonesia 2009-2014

Perkembangan perekonomian dunia yang terus memburuk dan belum munculnya tanda-tanda akan segera berakhirnya krisis global menyebabkan proyeksi perekonomian Indonesia ini dilakukan dalam nuansa ketidakpastian yang tinggi. Dampak krisis dipastikan akan memberikan tekanan yang cukup signifikan, tidak saja pada perekonomian

domestik jangka pendek, namun juga akan mempengaruhi lintasan variabel-variabel kunci ekonomi makro dalam jangka menengah.

Meskipun diperkirakan akan mengalami tekanan yang cukup kuat pada tahun 2009, namun dalam jangka menengah perekonomian diperkirakan akan tetap bergerak dalam lintasan pertumbuhan ekonomi yang makin tinggi dengan laju inflasi yang tetap terkendali. Permintaan domestik diperkirakan akan tetap menjadi kekuatan utama pertumbuhan ekonomi, sementara kinerja ekspor juga akan kembali mengalami penguatan sejalan dengan mulai bangkitnya perekonomian global pada tahun 2010. Berdasarkan asesmen yang dilakukan, lintasan pemulihan ekonomi (*recovery path*) dunia, yang dimotori oleh negara-negara maju, diperkirakan akan mengikuti pola "*U-shape*" secara kuartalan, namun secara tahunan akan cenderung "*V-shape*".

Penguatan sisi permintaan domestik ini mampu diimbangi dengan meningkatnya daya dukung kapasitas perekonomian, sehingga mampu menjaga kecukupan di sisi produksi. Terjaganya keseimbangan antara sisi permintaan dan penawaran inilah yang merupakan salah satu faktor utama yang menyebabkan perekonomian mampu terus tumbuh tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Meskipun demikian, tekanan yang cukup kuat terhadap perekonomian pada tahun 2009 menyebabkan akselerasi pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang akan cenderung terhambat, sehingga secara umum proyeksi perekonomian ini mengalami penyesuaian ke bawah dibandingkan proyeksi sebelumnya (Tabel 1.1). Dengan perkembangan ini, perekonomian Indonesia pada 2013 dan 2014 diprakirakan dapat tumbuh masing-masing pada kisaran 5,7 – 6,7% dan 6,0-7,0%. Angka perkiraan pertumbuhan

Tabel 1.1. *Update Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014*

Proyeksi	2008	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*
PDB	6,06	3,5 - 4,5	4,5 - 5,5	5,0 - 6,0	5,4 - 6,4	5,7 - 6,7	6,0 - 7,0
- Konsumsi Rumah tangga	5,34	3,2 - 4,2	4,0 - 5,0	4,6 - 5,6	4,9 - 5,9	5,0 - 6,0	5,1 - 6,1
- Investasi Swasta	12,06	4,9 - 5,9	7,4 - 8,4	9,3 - 10,3	9,8 - 10,8	10,3 - 11,3	10,6 - 11,6
- Konsumsi dan Investasi Pemerintah	10,10	9,3 - 10,3	7,1 - 8,1	6,0 - 7,0	5,0 - 6,0	4,2 - 5,2	3,8 - 4,8
- Ekspor	9,49	(-5,1) - (-4,1)	6,7 - 7,7	9,2 - 10,2	9,8 - 10,8	10,2 - 11,2	10,5 - 11,5
- Impor	10,03	(-5,3) - (-4,3)	8,4 - 9,4	9,6 - 10,6	10,2 - 11,2	10,4 - 11,4	10,5 - 11,5
Inflasi	11,1	5,0 - 7,0	6,0 - 7,0	5,1 - 6,1	4,5 - 5,5	4,4 - 5,4	4,0 - 5,0

*) Proyeksi Bank Indonesia

ekonomi tahun 2013 tersebut mengalami penyesuaian ke bawah dibandingkan prakiraan sebelumnya yang mencapai 6,7 – 7,2%. Sementara itu, laju inflasi pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan akan berada dalam kisaran 4,4 – 5,4% dan 4,0-5,0%, cenderung lebih tinggi dibandingkan prakiraan sebelumnya sebesar 2,5 – 4,5% pada tahun 2013.

5. Implikasi Kebijakan

Pengamatan terhadap data ekonomi dalam satu dasawarsa terakhir menunjukkan indikasi kuat karakteristik perekonomian nasional yang mengarah pada *domestic-demand led growth*. Kekuatan *market size* ini juga diyakini merupakan salah satu penyebab lebih kuatnya daya tahan perekonomian terhadap kejutan eksternal belakangan ini.

Berpijak pada karakteristik ini, arah kebijakan ekonomi secara umum harus diarahkan untuk tetap menjaga *market size* dan daya beli masyarakat. Meskipun demikian, dalam jangka menengah panjang, hanya kekuatan permintaan domestik yang mampu diimbangi oleh sisi produksi (penawaran) yang memungkinkan perekonomian mencapai pertumbuhan tinggi tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Oleh karena itu, dalam jangka menengah panjang, kemampuan untuk meningkatkan kapasitas produksi domestik

menjadi sangat penting. Berikut sejumlah kebijakan yang perlu dilakukan guna mendukung pencapaian performa perekonomian yang diharapkan:

A. Kebijakan Ekonomi Makro (Moneter dan Fiskal)

- Kebijakan moneter akan secara konsisten dilakukan dengan mengacu kepada *Inflation Targeting Framework (ITF)*. Meskipun demikian, pelaksanaan dari ITF tersebut akan dilakukan dengan tetap mengupayakan keseimbangan yang optimal antara mempertahankan kestabilan harga, menjaga ketenangan pasar keuangan, mengawal integritas sistem, dan menggalakkan sektor riil. Guna mendukung implementasi ITF, maka langkah-langkah penyempurnaan kebijakan moneter di tingkat operasional juga akan terus dilakukan.
- Di bidang perbankan, belajar dari krisis finansial global yang terjadi, maka langkah-langkah memperkuat manajemen risiko dan prinsip *good governance* di lembaga-lembaga keuangan bank dan non-bank perlu makin diperkuat. Selain itu, mitigasi risiko di sektor keuangan juga perlu dilakukan dengan memperkuat *surveillance*, baik di tingkat makro maupun mikro. Pengawasan dini yang diterapkan Bank Indonesia dengan mengembangkan model deteksi dini antara

lain *stress tests*, *financial stability index*, dan analisis *probability of default*, perlu terus disempurnakan.

- Kebijakan fiskal secara umum akan tetap diarahkan untuk menjaga keseimbangan antara tetap memberikan stimulus ke perekonomian dan mempertahankan kesinambungan fiskal. Dalam jangka pendek, rencana stimulus fiskal sebagai bagian dari kebijakan publik yang bersifat *counter-cyclical* guna menahan pelemahan ekonomi yang lebih dalam, diharapkan dapat berjalan optimal dan tepat waktu. Dalam jangka menengah, langkah-langkah optimalisasi penerimaan negara perlu terus dilakukan dengan tetap memperhatikan perlunya insentif fiskal untuk sektor-sektor prioritas guna tetap memacu investasi di dalam negeri. Dari sisi pengeluaran, perlu adanya suatu mekanisme kebijakan yang menekankan pencapaian hasil tertentu atas alokasi anggaran yang telah disediakan. Selain itu, berdasarkan pengamatan terhadap perkembangan realisasi APBD beberapa tahun terakhir, perlu diciptakan suatu mekanisme untuk mengoptimalkan pemanfaatan surplus di pemerintah daerah guna meningkatkan stimulus fiskal di daerah.
- Koordinasi fiskal dan moneter mutlak diperlukan demi terciptanya konsistensi dan keselarasan kebijakan yang diambil. Kemitraan strategis dan koordinasi yang selama ini telah terjalin antara Pemerintah dan Bank Indonesia perlu terus dipererat. Dalam penetapan sasaran inflasi misalnya, koordinasi yang baik dan harmonisasi kebijakan antara Bank Indonesia dan Pemerintah akan menjadikan sasaran inflasi

lebih kredibel. Dalam hal pengendalian inflasi, langkah-langkah koordinasi kebijakan yang selama ini telah berlangsung melalui Forum Koordinasi Pengendalian Inflasi, Tim Pengendalian Inflasi dan Tim Koordinasi Stabilisasi Pangan Pokok akan terus diperkuat dan ditingkatkan. Selain itu, upaya pengendalian inflasi di tingkat daerah melalui Tim Pengendalian Inflasi Daerah yang merupakan koordinasi antara instansi terkait di daerah dengan Kantor Bank Indonesia akan terus diintensifkan.

B. Kebijakan Ekonomi Mikro (Struktural)

Untuk mendorong sektor riil agar bergerak lebih cepat dan berdaya tahan tinggi, perbaikan iklim investasi merupakan faktor yang sangat penting. Ketersediaan infrastruktur dan kualitas institusi yang memadai merupakan bagian penting dari terciptanya iklim investasi yang kondusif. Infrastruktur yang baik akan menjamin kelancaran arus barang modal dan input antara guna terciptanya proses produksi yang lancar dan fleksibel dalam merespons permintaan pasar serta menjamin kelancaran distribusi barang komoditas maupun hasil industri. Perbaikan iklim investasi ini juga sangat penting guna mendorong peningkatan daya saing ekonomi Indonesia, mengingat relatif masih belum terlalu baiknya peringkat daya saing Indonesia khususnya di negara-negara kawasan. Di samping itu, peningkatan kapasitas kelembagaan perlu diberi prioritas yang tinggi. Hal ini mencakup perbaikan-perbaikan yang terkait investasi (baik perizinan, keamanan dan kepastian usaha), *human capital development* (keterampilan, pendidikan dan kesehatan), efisiensi dan produktivitas produksi, serta distribusi barang dan jasa.

halaman ini sengaja dikosongkan

Bab 2: Konstelasi Perekonomian Global dan Domestik

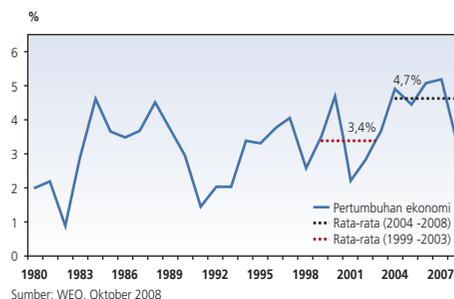
Dinamika perekonomian global masih diliputi oleh nuansa ketidakpastian yang tinggi yang tercermin dari perubahan yang berlangsung sangat cepat dan sulit diprediksi kedalamannya. Harga komoditas dunia yang melejit di awal tahun secara cepat mengalami pembalikan arah seiring dengan penurunan pertumbuhan ekonomi dunia yang tajam di penghujung tahun 2008. Perlambatan ekonomi negara maju yang merupakan episentrum dari krisis keuangan global secara cepat merambat ke perekonomian negara-negara berkembang. Di tengah situasi perekonomian global yang demikian, ekonomi Indonesia masih mampu menunjukkan kinerja yang baik dengan tetap tumbuh sebesar 6,1% pada tahun 2008, walaupun dampak krisis sudah dirasakan di triwulan IV-2008. Laju inflasi sejak triwulan IV-2008 telah menunjukkan kecenderungan menurun sejalan dengan penurunan harga komoditas minyak dan pangan dunia, meskipun secara keseluruhan laju inflasi pada tahun 2008 sebesar 11,06% masih jauh di atas laju inflasi tahun sebelumnya sebesar 6,59%.

Seiring dengan meningkatnya intensitas krisis keuangan global, hasil asesmen terhadap konstelasi perekonomian domestik secara keseluruhan menunjukkan adanya potensi risiko penurunan kinerja perekonomian domestik terkait dengan meningkatnya intensitas krisis keuangan global. Untuk itu dibutuhkan langkah stabilisasi ekonomi baik yang berspektrum jangka pendek guna meningkatkan ketahanan perekonomian domestik dalam menghadapi imbas gejala perekonomian global yang masih berlangsung maupun upaya strategis lainnya yang dibutuhkan

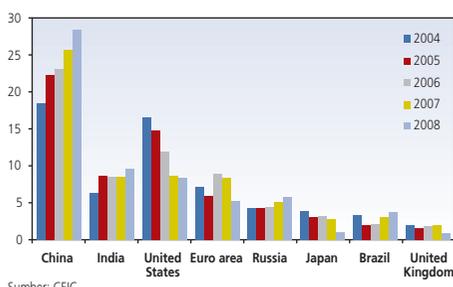
untuk mendorong perbaikan ekonomi dalam jangka panjang.

2.1. Konstelasi Perekonomian Global

Dalam lima tahun terakhir (2004 – 2008), perekonomian dunia berada pada fase ekspansi dengan tingkat rata-rata pertumbuhan mencapai 4,7%, jauh di atas rata-rata pertumbuhan lima tahun sebelumnya (1999 – 2003) sebesar 3,4% (Grafik 2.1). Ekspansi pertumbuhan ekonomi dunia tersebut ditopang terutama oleh tingginya pertumbuhan ekonomi di negara-negara berkembang terutama China dan India sebagaimana tercermin dari kontribusi kedua negara tersebut yang cukup besar terhadap pertumbuhan ekonomi dunia (Grafik 2.2). Selain itu, tetap kuatnya kinerja ekonomi di negara-negara maju seperti Jepang dan negara di kawasan Euro telah mampu mengimbangi perlambatan pertumbuhan ekonomi AS yang terjadi sejak tahun 2007 yang dipicu oleh merebaknya krisis perumahan (*subprime mortgage*) yang merupakan awal terjadinya krisis keuangan global. Sebelum



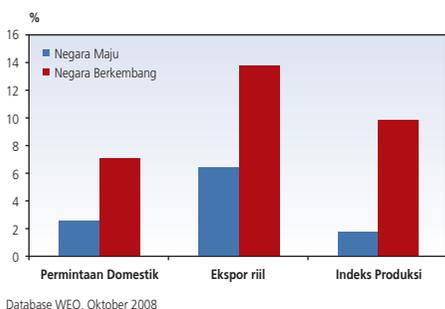
Grafik 2.1. Pertumbuhan Ekonomi Dunia



Grafik 2.2. Kontribusi Pertumbuhan Dunia

terjadinya krisis, pertumbuhan ekonomi dunia terlihat cukup mantap dan berkelanjutan sebagaimana tercermin dari solidnya perkembangan beberapa indikator perekonomian global (Grafik 2.3).

Seiring dengan meningkatnya intensitas krisis keuangan global yang ditandai dengan bangkrutnya perusahaan keuangan terbesar AS Lehman Brothers, pertumbuhan ekonomi dunia mengalami perlambatan yang sangat tajam di penghujung tahun 2008.¹ Dengan kondisi global yang semakin memburuk, ekonomi dunia hanya mampu tumbuh 3,4% pada tahun 2008, terendah selama kurun



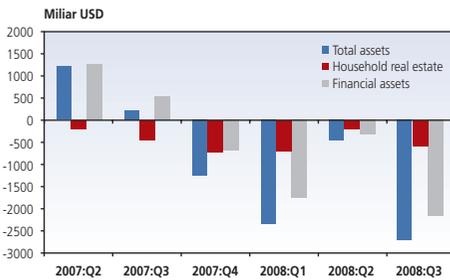
Grafik 2.3. Pertumbuhan Permintaan Domestik, Ekspor Riil dan Indeks Produksi

waktu 1980-2007 (Grafik 2.1). Tingkat pertumbuhan ekonomi tersebut sedikit di bawah perkiraan IMF pada bulan April 2008 yang semula diproyeksikan mampu tumbuh hingga 3,8%.

Perlambatan ekonomi dunia saat ini dipicu oleh signifikannya pelemahan ekonomi di negara-negara maju terutama AS sebagai episentrum krisis keuangan global. Kinerja ekonomi AS semakin menurun hingga mencapai 1% pada tahun 2008, jauh di bawah pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 2,7% maupun perkiraan awal IMF pada April 2008 sebesar 1,3%. Pelemahan ekonomi di AS dipicu oleh kuatnya dampak krisis *subprime mortgage* yang mendorong penurunan tajam nilai aset dan kekayaan (*wealth*) rumah tangga khususnya aset keuangan sebagaimana tercermin dari perkembangan neraca (*balance sheet*) rumah tangga hingga akhir tahun 2008 (Grafik 2.4). Kondisi ini diperberat dengan terhambatnya akses pembiayaan konsumsi masyarakat akibat ketatnya kondisi keuangan yang pada akhirnya menyebabkan perlambatan kegiatan konsumsi dan investasi masyarakat. Hasil asesmen IMF (2008) menunjukkan penurunan harga rumah dan lemahnya pasar modal memberikan kontribusi sebesar 10% terhadap penurunan kekayaan bersih (*net wealth*) rumah tangga relatif terhadap PDB AS.² Di samping itu, efek lanjutan dari pelemahan ekonomi AS yang terjadi sejak tahun 2007 yang berdampak pada meningkatnya angka pengangguran AS di 2008 (Grafik 2.5) pada akhirnya semakin memperlambat kegiatan konsumsi dan investasi masyarakat melalui efek rambatan penurunan pertumbuhan pendapatan.

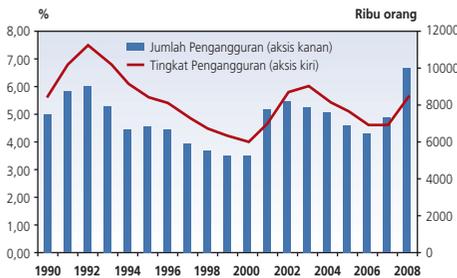
1 Detail mengenai kronologis terjadinya krisis finansial global dan dampaknya terhadap perekonomian disajikan pada bab 3.

2 IMF, 2008. World Economic Outlook October 2008. *Financial Stress, Downturns, and Recoveries.*



Sumber: Federal Reserve, 2008

Grafik 2.4. Struktur Kekayaan Rumah Tangga AS



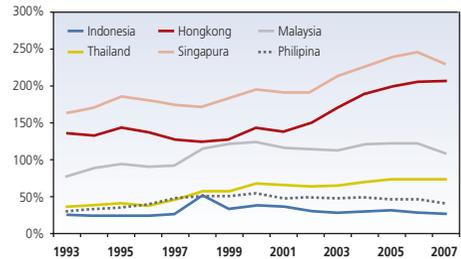
Sumber: CEIC

Grafik 2.5. Tingkat Pengangguran AS

Negara-negara di kawasan Euro mengalami kondisi yang sama. Ekonomi di kawasan tersebut hanya mampu tumbuh sebesar 1,1% pada tahun 2008, jauh melambat dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2007 sebesar 2,6%. Penurunan pertumbuhan ekonomi di kawasan ini dipicu oleh pelemahan konsumsi dan investasi swasta yang didorong oleh ketatnya kondisi keuangan yang berdampak pada penurunan pertumbuhan pendapatan masyarakat. Di samping itu, efek negatif dari kejatuhan harga ekuitas dan perumahan pada akhirnya turut pula menghambat kegiatan konsumsi dan investasi di kawasan Euro tersebut.

Perlambatan aktivitas ekonomi yang terjadi di negara maju berimbas ke negara-negara berkembang terutama negara yang memiliki ikatan perdagangan dan keuangan yang erat dengan

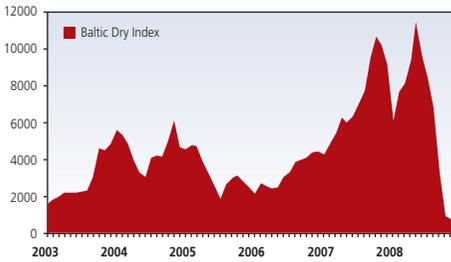
negara maju. Negara-negara berkembang yang bukan merupakan episentrum krisis keuangan global pada akhirnya turut menerima efek negatifnya. Efek tersebut merupakan kombinasi dari dampak sulitnya kondisi kredit di pasar internasional, efek dari ketatnya kebijakan moneter pada periode sebelumnya di negara-negara tersebut, dan penurunan pendapatan seiring dengan melemahnya harga komoditas di pasar dunia dan lemahnya permintaan dari negara mitra dagang.



Sumber: CEIC, diolah

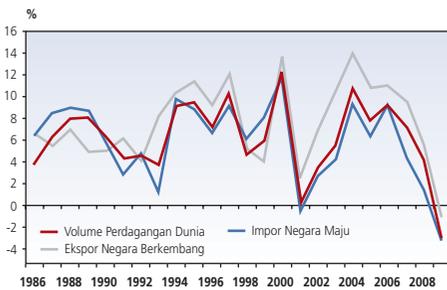
Grafik 2.6. Pangsa Ekspor Negara-negara Asia terhadap PDB

Ancaman perlambatan pertumbuhan ekonomi diperkirakan akan lebih signifikan terjadi di negara-negara Asia yang mengandalkan ekspor, seperti Singapura, Taiwan, Korea, dan Hong Kong atau yang dikenal dengan NIEs (*Newly Industrialized Economies*) (Grafik 2.6). Namun demikian, perekonomian China dan India yang dalam beberapa tahun terakhir memberikan kontribusi yang signifikan terhadap pembentukan PDB dunia (Grafik 2.2) diperkirakan tetap menjadi penopang perekonomian dunia dengan tingkat pertumbuhan ekonomi di atas 5% pada tahun 2008. Dengan kondisi yang demikian, secara keseluruhan pertumbuhan ekonomi di negara berkembang masih dapat tumbuh sebesar 6,3%, meskipun jauh melambat dibandingkan pertumbuhan tahun 2007 yang mencapai 8,3%.



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.7. *Baltic Dry Index*



Sumber: WEO, IMF.

Grafik 2.8. *Volume Perdagangan Dunia & Impor*

Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia menyebabkan volume perdagangan dunia mengalami penurunan yang cukup tajam. Setelah mencapai pertumbuhan rata-rata sekitar 8,1% selama lima tahun terakhir, pertumbuhan volume perdagangan dunia menurun tajam menjadi sebesar 4,1% pada tahun 2008 seiring dengan pelemahan permintaan global. Indikasi merosotnya volume perdagangan dunia ini antara lain tercermin dari penurunan tajam *Baltic Dry Index*³ yang merupakan barometer volume perdagangan dunia (Grafik 2.7). Di tengah kondisi suplai angkutan laut

yang terbatas dan sifatnya yang tidak elastis, penurunan indeks ini menunjukkan berkurangnya tekanan permintaan terhadap ongkos pengangkutan bahan baku melalui 26 rute pelayaran dunia. Terhambatnya pertumbuhan perdagangan dunia ini terutama terkait dengan berkurangnya permintaan impor dari negara maju yang pada akhirnya berimbas pada memburuknya kinerja ekspor negara berkembang (Grafik 2.8). Kondisi tersebut diperberat dengan munculnya fenomena *global credit crunch* sebagai imbas dari krisis keuangan global yang mengakibatkan berkurangnya kapasitas pembiayaan perdagangan dunia dan meningkatkan *risk premium*. Hal ini selanjutnya menyebabkan kenaikan biaya L/C dan asuransi kredit, sehingga semakin menghambat pembiayaan ekspor.

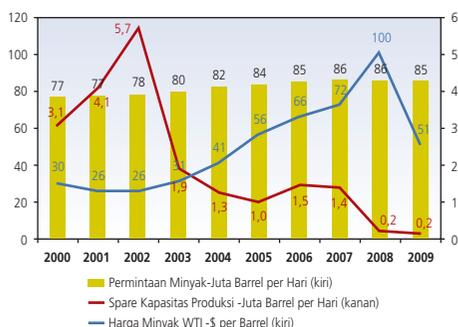
Di pasar komoditas, tren harga minyak *World Texas Intermediate* (WTI) dalam lima tahun terakhir menunjukkan kenaikan yang tajam dari USD31/barel pada tahun 2003 menjadi USD100/barel pada tahun 2008. Bahkan, harga minyak WTI sempat mencapai harga tertinggi USD147/barel pada bulan Juli 2008. Secara fundamental kenaikan harga minyak yang terjadi dalam kurun waktu tersebut disebabkan oleh tingginya permintaan dunia dan terbatasnya pasokan minyak dunia (Grafik 2.9). Konsumsi minyak dunia yang terus meningkat, terutama dari *emerging market* seperti China – yang menyumbang lebih dari sepertiga pertumbuhan konsumsi minyak dunia - tidak diimbangi dengan pasokan yang memadai. Bahkan sejak 2003 kapasitas sisa produksi (*spare capacity*) minyak dunia cenderung berkurang. Seiring dengan melambatnya permintaan dunia yang pada akhirnya memicu penurunan konsumsi minyak dunia, tekanan harga minyak dunia mengalami pembalikan arah dan menurun tajam hingga

3 *Baltic Dry Index* merupakan indeks perdagangan dan pengapalan yang dibuat oleh *London-Based Baltic Exchange* yang mengukur perubahan ongkos transportasi bahan mentah seperti logam, padi-padian, dan bahan bakar fosil melalui laut.

mencapai USD47/barel pada Desember 2008, terendah dalam 3 tahun terakhir (Grafik 2.9).

Penurunan harga minyak dunia tersebut dibarengi dengan penurunan harga komoditas nonmigas. Harga komoditas nonmigas setelah mengalami peningkatan tajam sejak tahun 2005, mengalami kejatuhan pada semester II-2008. Keterpurukan harga komoditas nonmigas ini disumbang terutama oleh penurunan harga komoditas logam, batu bara, minyak nabati, dan harga pangan (Grafik 2.10). Faktor pemicu kejatuhan harga komoditas logam saat ini adalah penurunan permintaan dunia yang didorong oleh melemahnya permintaan logam dari AS dan China sebagai pengguna terbesarnya. Di AS, pelemahan permintaan logam didorong oleh menurunnya kinerja industri otomotif dan konstruksi, sedangkan melambatnya permintaan di China terkait dengan pelemahan kegiatan investasi domestik.⁴

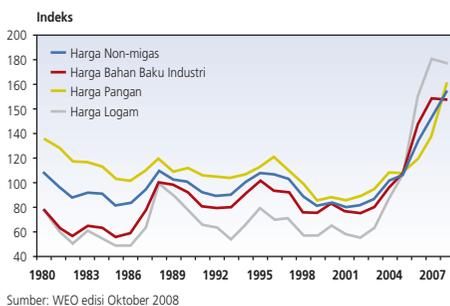
Sementara itu, tingginya harga minyak dalam beberapa tahun terakhir telah mendorong berkembangnya produksi *biofuel* sebagai energi alternatif. Hal ini menyebabkan beralihnya



Sumber: EIA

Grafik 2.9. Permintaan, Stok dan Harga Minyak

4 Sumber: Indeks Harga Pangan FAO dan GFMS Metal Consulting, 2008. Base metal market briefing (December 2008).



Sumber: WEO edisi Oktober 2008

Grafik 2.10. Harga Komoditas Nonmigas

penggunaan sejumlah besar komoditas yang semula hanya sebagai bahan pangan menjadi bahan baku industri *biofuel* - seperti minyak sawit, jagung, gandum, kedelai - yang pada akhirnya memicu kenaikan harga. Kondisi ini terjadi seiring dengan dikeluarkannya kebijakan dan target konversi energi ke *biofuel* secara agresif oleh berbagai negara terutama AS dan Eropa. Namun demikian, seiring dengan kejatuhan harga minyak dunia yang dibarengi dengan perlambatan pertumbuhan ekonomi dan perubahan arah kebijakan energi alternatif, harga komoditas pangan mengalami pembalikan arah yang sangat signifikan pada semester II-2008.

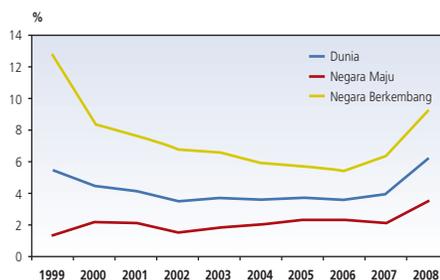
Khusus untuk komoditas minyak nabati, kejatuhan harga saat ini selain disebabkan oleh melemahnya permintaan dunia, juga terkait dengan imbas dari krisis finansial yang membuat beberapa negara pengekspor utama minyak sawit, seperti Pakistan, India dan China, membatalkan kontrak pembelian minyak sawit. Di luar faktor tersebut, adanya pembatasan oleh negara Eropa bagi negara produsen *Crude Palm Oil* (CPO) yang belum memberlakukan *Roundtable Sustainable Palm Oil* (RSPO) terkait pengelolaan lingkungan di perkebunan sawit turut mendorong kejatuhan harga CPO. Di samping itu, Uni Eropa juga

memberlakukan kebijakan dengan menurunkan penggunaan *biodiesel* dari 15% menjadi 10% setelah harga minyak fosil mengalami penurunan yang cukup signifikan.

Terkait dengan perkembangan harga komoditas dunia, tekanan inflasi global mengalami perubahan yang signifikan. Perkembangan inflasi dunia yang sejak tahun 2003 rata-rata sebesar 3,72% mengalami lonjakan pada tahun 2008 hingga mencapai 6,2% yang didorong terutama oleh tingginya harga minyak dunia dan harga komoditas pangan. Besarnya tekanan harga komoditas tersebut terjadi baik di negara maju maupun negara berkembang dengan kisaran masing-masing 3,5% dan 9,2% pada tahun 2008, jauh di atas laju inflasi tahun sebelumnya (Grafik 2.11). Masih tingginya inflasi di negara berkembang antara lain terkait dengan relatif besarnya komponen harga bahan makanan dalam keranjang konsumsi yang rata-rata mencapai 30-45%, jauh di atas negara maju yang hanya sebesar 10 -15% sebagaimana ditunjukkan oleh hasil kajian IMF (2008)⁵. Besarnya bobot harga bahan makanan yang disertai masih tingginya intensitas penggunaan energi (Grafik 2.12) berimplikasi pada lebih rentannya (*vulnerable*) inflasi di negara berkembang terhadap *second round effect* kenaikan harga komoditas terutama harga energi dan pangan. Di samping faktor struktural tersebut, kerentanan (*vulnerability*) inflasi tersebut terkait juga dengan belum terjangkarnya ekspektasi inflasi dengan baik di negara berkembang.

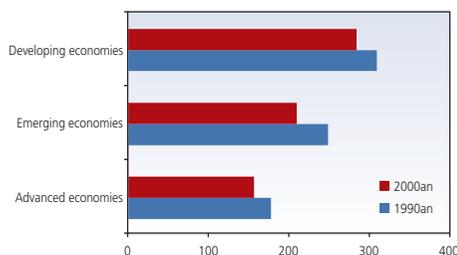
Sejalan dengan semakin memburuknya

5 Analisis lebih mendalam dapat dilihat pada Chapter 3 World Economic Outlook, 2008. "Is inflation back? Commodity prices and inflation".



Sumber: WEO edisi Oktober 2008

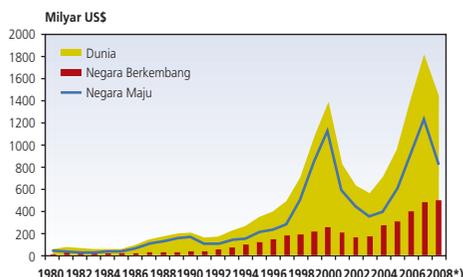
Grafik 2.11. Inflasi Global



Sumber: British Petroleum Review of World Energy dan IMF (diolah)

Grafik 2.12. Intensitas Penggunaan Energi

prospek perekonomian global dan belum diketahuinya tanda-tanda berakhirnya krisis keuangan global, siklus pertumbuhan FDI yang telah berlangsung sejak tahun 2004 mulai terhenti pada tahun 2008 (Grafik 2.13). Penurunan aliran FDI tersebut terjadi seiring dengan berkurangnya pengeluaran investasi dari perusahaan transnasional (TNC). Hasil asesmen UNCTAD mengindikasikan salah satu faktor penyebab berkurangnya kemampuan perusahaan untuk berinvestasi adalah terhambatnya akses pembiayaan, baik berasal dari sisi internal sebagai akibat menurunnya profit perusahaan maupun dari sisi eksternal yang terkait dengan rendahnya ketersediaan pembiayaan dan semakin mahalnya ongkos



Sumber: UNCTAD, database FDI.

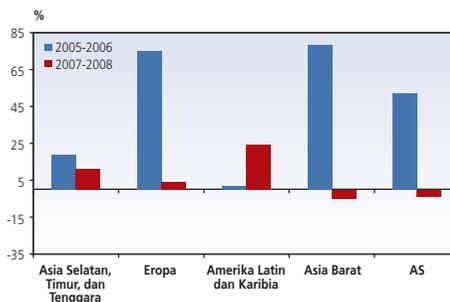
Grafik 2.13. Perkembangan Aliran FDI Global

pembiayaan investasi.⁶

Faktor lainnya yang turut memicu berkurangnya aktivitas investasi adalah menurunnya minat investor untuk berinvestasi (*propensity to invest*) terutama di negara maju seiring dengan semakin memburuknya prospek perekonomian global. Kondisi ini mulai terlihat sejak paruh kedua 2008 dan semakin kuat setelah perusahaan keuangan terbesar di AS mengalami kebangkrutan seperti Lehman Brothers yang kemudian diikuti oleh institusi keuangan di kawasan Eropa, seperti Fortis, Dexia, Northern Rock, Royal Bank Scotland dan sejumlah perusahaan di Islandia yang menunjukkan tanda-tanda insolvensi. Dampak dari kedua faktor tersebut yang berpadu dengan persepsi akan risiko ketidakpastian yang masih membayangi perusahaan hingga saat ini semakin membuat perusahaan TNC lebih berhati-hati dan mengurangi pengeluaran investasi agar perusahaan dapat bertahan dari kondisi ke depan yang lebih buruk dan dipenuhi dengan ketidakpastian.

Berdasarkan jenis arus dananya, pola aliran

6 Lihat UNCTAD, 2009. "Assessing the impact of current financial and economic crisis on global FDI Flows".



Sumber: UNCTAD, database FDI

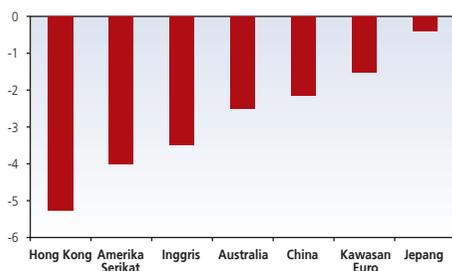
Grafik 2.14. Pertumbuhan Aliran FDI Global

FDI global yang hingga tahun 2006 masih terkonsentrasi di Asia Barat, Eropa, dan AS telah mengalami perubahan dalam dua tahun terakhir (Grafik 2.14). Risiko dan ketidakpastian iklim investasi di negara-negara maju terutama AS dan Eropa mengakibatkan aliran FDI pada tahun 2007–2008 lebih deras ke negara berkembang terutama kawasan Afrika, Amerika Latin dan Kepulauan Karibia dibandingkan dengan wilayah Asia Barat, AS dan Eropa. Masih tingginya tingkat pertumbuhan ekonomi di Amerika Latin, Karibia dan Afrika merupakan salah satu faktor yang menjadi daya tarik FDI global. Sementara terhambatnya aliran FDI ke kawasan Asia Barat terkait dengan menurunnya pertumbuhan permintaan minyak dunia, meningkatnya biaya eksplorasi minyak dan rendahnya pendapatan terutama dari ekspor seiring rendahnya harga minyak dunia. Kawasan Asia Timur, Asia Selatan, dan Asia Tenggara masih menjadi kawasan yang cukup menjanjikan dalam berinvestasi terkait dengan masih tingginya tingkat pertumbuhan dan ukuran pasarnya (Grafik 2.14).

Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia akibat krisis keuangan global yang dibarengi dengan penurunan tekanan inflasi akibat penurunan harga

komoditas dunia telah mendorong bank sentral di berbagai negara untuk secara agresif melonggarkan kebijakan moneter mereka. *Federal Reserve* memangkas cukup signifikan *Fed Funds rates* hingga mencapai level 0,25% pada akhir tahun 2008. Kebijakan yang sama juga diikuti oleh bank sentral negara lain seperti Australia, Inggris, kawasan Euro dan Asia untuk mencegah dampak krisis yang lebih besar. Pemangkasan suku bunga kebijakan sejak tahun 2007-2008 yang dilakukan oleh bank sentral negara-negara tersebut mencapai 0,4% hingga 5,25% (Grafik 2.15).

Kebijakan pelonggaran moneter tersebut



Sumber: Bloomberg

Grafik 2.15. Perubahan Suku Bunga Kebijakan (selama 2007 – 2008)

juga didukung dengan kebijakan yang diarahkan untuk mengatasi kekeringan di pasar keuangan seperti yang dilakukan pemerintah AS dengan memberikan paket dana talangan (*bail out*) sebesar USD 838 miliar. Langkah tersebut diambil guna menyelamatkan beberapa lembaga keuangan besar dan mencegah kepanikan serta kerusakan sistemik seperti Fannie Mae dan Freddie Mac yang menguasai hampir separuh kredit perumahan di AS. Selain itu, Pemerintah AS juga mengeluarkan *Troubled Assets Relief Programs* (TARP) senilai USD 250 miliar untuk pengambilalihan aset bermasalah melalui *Capital Purchase Programs*. Di bidang

perbankan, pemerintah di sejumlah negara telah mengeluarkan kebijakan peningkatan jaminan terhadap simpanan masyarakat di perbankan, penjaminan terhadap berbagai pinjaman dan bantuan permodalan kepada bank yang mengalami masalah likuiditas. Langkah ini ditempuh guna meningkatkan kepercayaan masyarakat kepada perbankan. Guna membantu kondisi perbankan, Pemerintah Inggris memberikan bantuan likuiditas sebesar £50 miliar (Tabel 2.1).

Di luar kebijakan tersebut, pemerintah di beberapa negara juga telah menyatakan kesiapannya untuk mengeluarkan paket stimulus fiskal yang cukup substansial yang ditujukan untuk mendorong permintaan masyarakat, peningkatan pengeluaran infrastruktur, dan pemotongan sementara pajak yang terkait dengan investasi swasta. Beberapa negara di kawasan Asia seperti China, India dan Indonesia mengeluarkan paket stimulus ekonomi dalam bentuk peningkatan pengeluaran infrastruktur dan pengurangan pajak, sedangkan paket stimulus ekonomi di negara Malaysia, Taiwan dan Korea lebih diarahkan ke peningkatan pengeluaran infrastruktur (Tabel 2.2). Sementara itu, paket stimulus fiskal di Australia diberikan melalui bantuan dana kepada masyarakat terutama golongan menengah ke bawah untuk memperbaiki tingkat pendapatannya, peningkatan pengeluaran infrastruktur, dan pemotongan sementara pajak yang terkait dengan investasi swasta. Dengan berbagai paket stimulus yang dikeluarkan oleh negara maju maupun negara berkembang, IMF memperkirakan defisit fiskal di negara maju akan semakin membesar hingga mencapai kisaran 7% terhadap PDB pada tahun 2009, jauh lebih tinggi dibandingkan dengan negara berkembang yang diperkirakan hanya sebesar 2% PDB.

2.2. Konstelasi Perekonomian Domestik

Tabel 2.1. Kebijakan dalam Menanggulangi Krisis di Berbagai Negara

Negara	Rekapitalisasi/Bantuan Modal	Jaminan simpanan	Bantuan Likuiditas
Amerika Serikat	Dana <i>Troubled Assets Relief Programs</i> (TARP) senilai 250 miliar dolar untuk pengambil alihan aset bermasalah melalui <i>Capital Purchase Program</i>	Peningkatan jaminan simpanan hingga 250,000 dolar untuk semua simpanan hingga 31 Desember 2009	Bantuan dana 900 miliar
Australia	Pembelian <i>Residential Mortgage Back Security</i> oleh pemerintah hingga 4 miliar dolar	Jaminan semua simpanan hingga AUD 1 juta	Dana 2,71 miliar untuk surat berharga yang berbasis <i>mortgage</i>
Inggris	Penyediaan dana £50 miliar bagi perbankan Inggris dan lembaga keuangan dan tambahan £25 miliar untuk mendukung peningkatan modal.	Peningkatan jaminan untuk semua simpanan hingga £50.000 pound dan jaminan hutang jangka pendek dan menengah hingga £250 miliar bagi lembaga yang memenuhi syarat	Program pinjaman surat berharga baru <i>Term Securities Lending Facilities</i> hingga £200 miliar
Jerman	Penyediaan dana stabilisasi 80 miliar euro untuk dukungan modal dan aset bermasalah dan 20 miliar euro untuk penawaran penjaminan	Penjaminan simpanan masyarakat (jumlah seluruh simpanan sekitar 1 triliun Euro)	
Malaysia	Penyediaan akses modal bagi perbankan jika diperlukan	Penjaminan simpanan dalam semua bentuk mata hingga Des 2010	Akses lebih luas ke fasilitas likuiditas
Belanda	Bantuan dana 20 miliar euro untuk lembaga keuangan	Peningkatan jaminan 100% untuk 100.000 euro dengan total dana yang disiapkan mencapai 200 miliar euro	
Polandia	Pemerintah akan memberi bantuan modal ke perbankan apabila diperlukan	Meningkatkan jaminan simpanan sampai 175,000 zloty	Menggunakan <i>swap</i> mata uang dan memperkenalkan operasi repo
Korea Selatan	Bantuan dana 30 miliar ke perbankan dan eksportir serta membantu perusahaan lebih kecil untuk memperoleh 12 triliun won (\$9 miliar) dalam bentuk pinjaman dan \$4 miliar lainnya untuk <i>debt laden builders</i>	Jaminan simpanan senilai \$100 miliar. Pemerintah menyuntikkan hingga senilai 1 triliun won (\$960,7 juta) bagi surat berharga untuk industri perbankan di Korea	

Sumber: IMF, Reuters dan berbagai siaran pers

Tabel 2.2. Respons Kebijakan Fiskal di Berbagai Negara

Negara	Respons Kebijakan Fiskal
China	Paket stimulus ekonomi senilai USD 586 miliar, termasuk pengeluaran di berbagai bidang seperti jalan, bandara dan infrastruktur lainnya, kesehatan dan pendidikan, perlindungan lingkungan, teknologi tinggi, dan perumahan. Paket ini juga mencakup pengurangan pajak bagi ekspor.
Indonesia	Paket stimulus ekonomi senilai Rp73,3 triliun terdiri dari Rp56,3 triliun berupa penurunan tarif PPh orang pribadi, peningkatan batas atas pendapatan tidak kena pajak, PPN dan bea masuk ditanggung oleh pemerintah (DTP) dan Rp17 triliun untuk belanja infrastruktur.
India	Paket stimulus ekonomi, termasuk pengeluaran pemerintah tambahan senilai 200 miliar rupee (USD 4 miliar), pemotongan PPN, dukungan kredit untuk tekstil, kulit, tenun tangan dan sektor <i>labor-intensive</i> lainnya, dan pembiayaan infrastruktur.
Malaysia	Paket stimulus ekonomi senilai 7 miliar ringgit (USD 2 miliar) untuk proyek-proyek konstruksi "dampak tinggi" termasuk jalan, sekolah, rumah sakit, dan perumahan murah.
Korea	Paket stimulus ekonomi senilai 14 triliun won (USD11 miliar), yang meliputi pengeluaran pada infrastruktur regional dan penyediaan santunan pajak, terutama pada investasi di pabrik-pabrik.
Taiwan	Paket stimulus ekonomi senilai NT\$500 miliar (USD 15 miliar), untuk program <i>voucher</i> belanja, peluncuran proyek konstruksi, rencana pembaharuan kota, dan insentif untuk mendorong investasi swasta dan peningkatan industri.

Sumber: James, et. al. (2008).

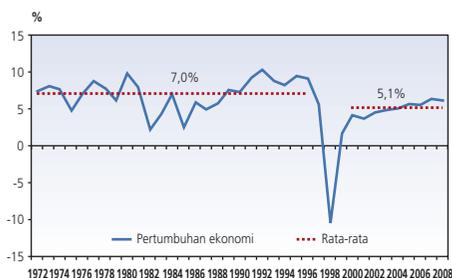
2.2.1. Indikator Perekonomian Nasional

Di tengah terjadinya penurunan yang sangat tajam di perekonomian global, perekonomian Indonesia masih mampu menunjukkan kinerja yang baik dan mencatat pertumbuhan 6,1% pada tahun 2008 (Grafik 2.16). Selain itu, tekanan inflasi sejak triwulan IV-2008 telah mengalami penurunan seiring dengan turunnya harga komoditas minyak dan pangan dunia, meskipun sempat menembus angka 12% pada September 2008. Di penghujung tahun 2008 dampak krisis telah mulai berimbas ke Indonesia seperti terlihat dari pertumbuhan ekonomi yang hanya sebesar 5,2% pada triwulan IV-2008, lebih rendah dibandingkan dengan pertumbuhan pada triwulan yang sama tahun sebelumnya yang tercatat sebesar 5,9%. Seiring dengan meningkatnya intensitas krisis finansial global,

ketahanan perekonomian domestik dalam menghadapi imbas krisis tersebut akan sangat bergantung pada karakteristik perekonomian Indonesia yang tercermin dari perkembangan berbagai indikator makroekonomi dalam kurun waktu lima sampai sepuluh tahun terakhir sebagaimana dipaparkan pada bagian berikut ini.

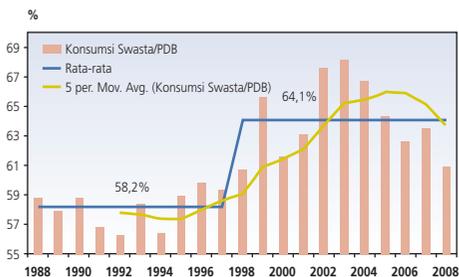
Dalam lima tahun terakhir tingkat pertumbuhan ekonomi domestik mulai meningkat secara bertahap dengan rata-rata sebesar 5,7%, meskipun masih jauh di bawah rata-rata sebelum krisis (7,1% selama 1992 -1996). Dilihat dari sisi permintaan, kemajuan performa ekonomi domestik hingga tahun 2008 diiringi dengan meningkatnya peran permintaan domestik yang dimotori oleh pengeluaran konsumsi swasta. Hingga kuartal II-2008 pertumbuhan konsumsi

swasta masih cukup kuat sebesar 5,6%, namun mulai kuartal III-2008 pertumbuhan konsumsi masyarakat mulai melambat dan tumbuh di bawah 5% pada kuartal keempat sebagai akibat menurunnya daya beli masyarakat yang dipicu oleh efek rambatan perlambatan pertumbuhan ekspor dan investasi. Namun demikian, secara keseluruhan tahun 2008 konsumsi swasta masih dapat tumbuh pada kisaran 5,34%, sedikit di atas pertumbuhan tahun 2007 yang tercatat sebesar 5,01%.



Sumber: BPS

Grafik 2.16. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

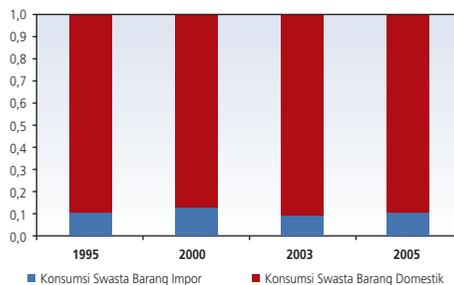


Sumber: BPS

Grafik 2.17. Pangsa Konsumsi Swasta (% PDB)

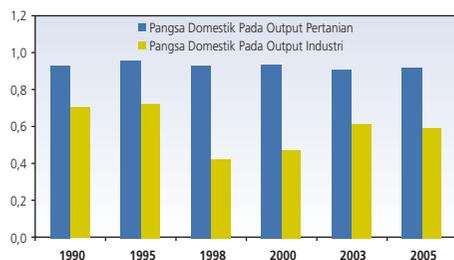
Peran permintaan konsumsi swasta dalam struktur perekonomian domestik terus mengalami peningkatan dari waktu ke waktu. Dalam sepuluh tahun terakhir (1988 – 2008), secara rata-rata pangsa konsumsi swasta mendekati 64% dari Produk Domestik Bruto (PDB), sementara pada

periode sepuluh tahun sebelum krisis (1988 – 1997), rata-rata pangsa tersebut sekitar 58% dari PDB (Grafik 2.17). Kondisi ini mengindikasikan meningkatnya ukuran pasar domestik dalam PDB secara permanen. Pasar konsumsi domestik itu ditopang sebagian besar oleh barang/jasa yang diproduksi di dalam negeri dan hanya sebagian kecil yang ditopang oleh impor (Grafik 2.18). Membesarnya pasar konsumsi domestik telah direspon oleh pelaku ekonomi di sektor-sektor utama perekonomian seperti Sektor Pertanian dan Sektor Industri sebagaimana tercermin pada pangsa pasar domestik output di Sektor Pertanian yang sangat tinggi dan pangsa pasar domestik output di Sektor Industri yang setelah krisis moneter mengalami peningkatan (Grafik 2.19).



Sumber: Tabel Input Output, diolah

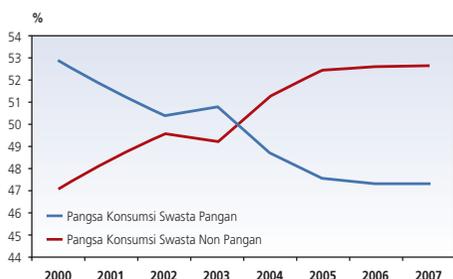
Grafik 2.18. Rasio Konsumsi Swasta Domestik dan Impor



Sumber: Tabel Input Output, diolah

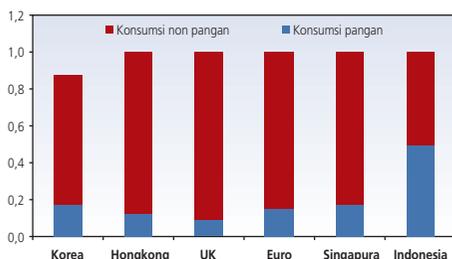
Grafik 2.19. Pangsa Domestik terhadap Output Sektor

Meningkatnya pangsa konsumsi domestik pascakrisis dibarengi dengan pergeseran pola konsumsi masyarakat. Hal ini terlihat dari semakin besarnya porsi konsumsi non-pangan dibandingkan dengan porsi konsumsi pangan yang terjadi sejak tahun 2003 (Grafik 2.20). Tendensi yang sama juga diperoleh dari data hasil Survei Biaya Hidup tahun 2007 – yang digunakan untuk menentukan jenis barang dalam keranjang IHK Indonesia – yang mengindikasikan peningkatan porsi pengeluaran non-makanan rumah tangga dibandingkan dengan hasil survei tahun 2002 dari 57% menjadi 63%. Meningkatnya porsi konsumsi non-pangan ini menunjukkan adanya perbaikan standar hidup ke arah yang lebih baik sebagaimana yang terjadi di negara-negara maju yang dicirikan oleh besarnya porsi pengeluaran non-pangan (Grafik 2.21).



Sumber: BPS

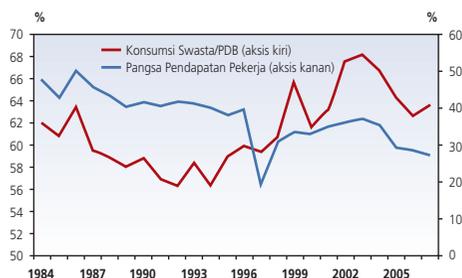
Grafik 2.20. Porsi Konsumsi Pangan dan Non-Pangan terhadap Total Konsumsi Rumah Tangga



Sumber: CEIC

Grafik 2.21. Pola Konsumsi di Berbagai Negara

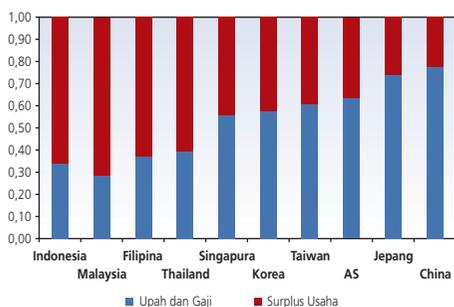
Dilihat dari komponen pendapatan, perkembangan pangsa konsumsi swasta menunjukkan perkembangan yang searah dengan pergerakan pangsa pendapatan yang diterima pekerja (*labor share*) (Grafik 2.22) yang rata-rata mendekati 40% terhadap total pendapatan, jauh lebih rendah dibandingkan dengan di negara-negara lain seperti AS dan Jepang (Grafik 2.23).⁷ Hubungan yang searah tersebut mengindikasikan adanya kontribusi yang positif dari pangsa pendapatan pekerja terhadap pasar domestik. Namun demikian, kontribusi tersebut cenderung menurun setelah krisis seiring dengan turunnya pangsa pendapatan tenaga kerja.



Sumber: BPS dan hasil olahan

Grafik 2.22. Pangsa Konsumsi Swasta terhadap PDB dan Pangsa Pendapatan Pekerja

7 Pendapatan tenaga kerja berupa upah dan gaji merupakan balas jasa dalam bentuk uang maupun barang dan jasa kepada tenaga kerja yang ikut dalam kegiatan produksi selain pekerja keluarga yang tidak dibayar (*wage share*). Mengingat tidak tersedianya data tersebut secara tahunan, *wage share* diprosi dengan menggunakan *labor share* *Labor's share of output* atau koefisien elastisitas tenaga kerja terhadap output (a_m) dihitung dengan rumus: $a_m = (MPL_m \times L_m) / Y$ riil. Atau, $a_m = (w_m \times L_m) / Y_m$ nominal, dimana w_m , L_m , dan Y_m nominal masing-masing adalah upah rata-rata nominal, jumlah pekerja dan PDB harga berlaku. Hasil perhitungan dengan pendekatan tersebut secara rata-rata tidak berbeda jauh dengan perhitungan *wage share* dan *profit share* dengan data Input Output.

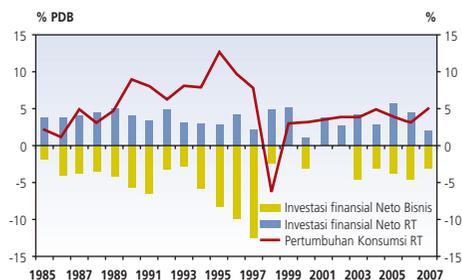


Sumber: Hasil olahan

Grafik 2.23. Pangsa Upah/Gaji dan Pangsa Surplus Usaha di Berbagai Negara

Perkembangan konsumsi swasta di Indonesia tampaknya juga memiliki kaitan erat dengan kondisi pendanaan rumah tangga. Hal ini terindikasi dari adanya gerakan yang searah antara pertumbuhan konsumsi swasta dengan penurunan surplus investasi finansial neto rumah tangga yang dihasilkan dari Data Neraca Arus Dana selama 1985 – 2007 (Grafik 2.24).⁸ Dalam kajian Widayat dan Mochtar (2005) keadaan tersebut diinterpretasikan sebagai perilaku rumah tangga yang berusaha mempertahankan konsumsi dengan mengurangi simpanan yang pada gilirannya mengurangi surplus investasi finansial neto sektor rumah tangga. Upaya mempertahankan konsumsi tersebut didasari adanya ekspektasi rumah tangga yang besar terhadap peningkatan pendapatan di kemudian hari sejalan dengan peningkatan kegiatan sektor bisnis karena defisit arus dana

8 Merujuk pada definisi BPS dalam buku Neraca Arus Dana, investasi finansial neto rumah tangga adalah selisih antara jumlah penggunaan finansial (kenaikan harta finansial neto) dengan jumlah sumber finansial (kenaikan kewajiban finansial neto). Jumlah penggunaan neto merupakan jumlah seluruh perubahan instrumen finansial dari neraca keuangan sisi aktiva. Sementara jumlah sumber finansial merupakan jumlah seluruh perubahan instrumen finansial dari neraca keuangan sisi pasiva.

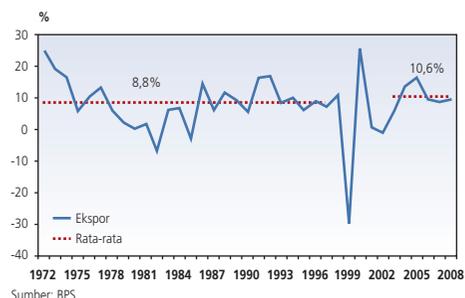


Sumber: BPS, Neraca Arus Dana, diolah

Grafik 2.24. Investasi Finansial Neto Rumah Tangga dan Pertumbuhan Konsumsi

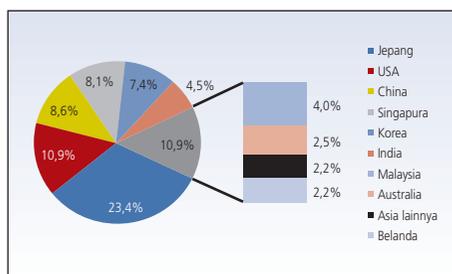
sektor bisnis diyakini akan sejalan dengan peningkatan kegiatan ekonomi di periode ke depan. Hal ini tercermin dari searahnya hubungan antara penurunan surplus investasi finansial neto sektor rumah tangga dan peningkatan defisit investasi finansial neto sektor bisnis.

Sejalan dengan perkembangan harga komoditas dunia yang meningkat tajam di paruh pertama 2008, kinerja ekspor hingga triwulan III-2008 terlihat sangat baik dengan pertumbuhan rata-rata triwulanan mencapai 10,6%. Namun seiring dengan memburuknya permintaan dunia yang dibarengi dengan kejatuhan harga komoditas secara signifikan telah menyebabkan ekspor Indonesia di triwulan IV-2008 menurun tajam dengan tingkat pertumbuhan hanya sebesar 2%.



Sumber: BPS

Grafik 2.25. Pertumbuhan Ekspor (Riil)



Sumber: COMTRADE, diolah

Grafik 2.26. Pangsa Ekspor Negara Mitra Dagang Indonesia

Dengan kondisi yang demikian, kinerja ekspor secara keseluruhan di tahun 2008 lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya (Grafik 2.25).

Dari sisi fundamental, penurunan kinerja ekspor tersebut tidak terlepas dari struktur ekspor Indonesia yang hingga saat ini mayoritas masih ditujukan untuk memenuhi permintaan negara maju terutama AS dan Jepang (Grafik 2.26). Selain kedua negara tersebut, ekspor Indonesia ke China dan Singapura juga menempati pangsa yang cukup besar. Kondisi ini menyebabkan rentannya kinerja ekspor Indonesia terhadap perkembangan ekonomi AS, Jepang dan juga China - yang juga merupakan mitra dagang AS. Selain faktor tersebut, tingginya kontribusi sektor primer dalam struktur ekspor Indonesia yang tercatat hampir mencapai 50% dari total ekspor turut mendorong pelemahan kinerja ekspor Indonesia. Uraian lebih lanjut mengenai struktur ekspor Indonesia dalam kaitannya dengan dampak krisis finansial global terhadap kinerja ekspor Indonesia dapat dilihat pada Bab 3: *Krisis Finansial Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia*.

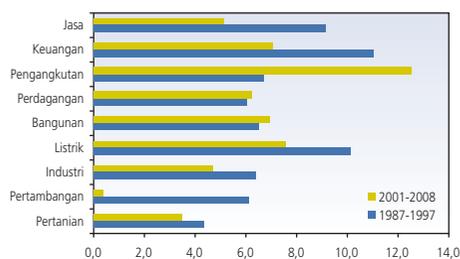
Dilihat dari perannya, selain berkontribusi pada pembentukan PDB nasional, ekspor juga memiliki peran yang signifikan dalam penyerapan tenaga kerja. Berdasarkan data Input Output tahun

2005 jumlah tenaga kerja yang terkait dengan kegiatan ekspor mencapai 16,6% dari total tenaga kerja. Sejalan dengan besarnya peran Sektor Industri dalam penyediaan pasokan barang ekspor yang mencapai 58% terhadap total ekspor, penyerapan tenaga kerja yang terkait dengan kegiatan ekspor di sektor ini juga cukup tinggi mencapai 41% , jauh di atas penyerapan di sektor-sektor lainnya seperti Sektor Pertambangan dan Sektor Pertanian yang masing-masing hanya 25% dan 9% dari total tenaga kerja di masing-masing sektor tersebut.⁹ Dengan struktur yang demikian, perlambatan kinerja ekspor yang mulai terlihat pada kuartal IV-2008 berpotensi menghambat penyerapan tenaga kerja di sektor industri terutama subsektor industri barang dari logam, industri tekstil dan pemintalan, industri minyak nabati dan industri barang dari bambu, kayu dan rotan yang sangat berorientasi ekspor. Perkembangan data dari Departemen Tenaga Kerja dan Transmigrasi menunjukkan jumlah pemutusan hubungan kerja (PHK) mencapai 23.752 orang dan jumlah karyawan yang dirumahkan mencapai 10.306 orang hingga akhir Desember 2008. Di samping itu, beberapa perusahaan juga telah berencana untuk merumahkan dan memberhentikan tenaga kerjanya. Jumlah tenaga kerja yang rencananya akan diberhentikan mencapai 19.391 orang dan jumlah tenaga kerja yang rencananya akan di-PHK sebesar 25.577 orang.

Dari sisi sektoral, dinamika pertumbuhan sektoral kian menunjukkan perbaikan meskipun belum sekuat pertumbuhan sebelum krisis (Grafik 2.27). Kinerja sektor kunci seperti Sektor Pertanian dan Sektor Industri Pengolahan secara perlahan menunjukkan peningkatan. Dalam dua kuartal

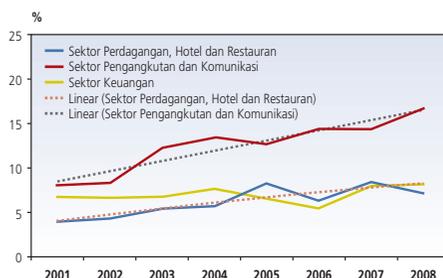
⁹ Dihitung berdasarkan data Input Output tahun 2005

pertama 2008, Sektor Pertanian mampu tumbuh rata-rata 5,6%, jauh di atas rata-rata pertumbuhannya sebelum krisis. Kondisi serupa terjadi pada Sektor Industri yang mampu tumbuh rata-rata 4,3%. Namun demikian, menurunnya permintaan negara mitra dagang akibat krisis finansial global dan turunnya harga komoditas dunia mulai paruh kedua tahun 2008 membuat hampir seluruh sektor *tradables* seperti Sektor Industri Pengolahan dan Sektor Perdagangan tumbuh melambat dibandingkan tahun sebelumnya, kecuali Sektor Pertanian. Pada tahun 2008, pertumbuhan Sektor Pertanian sebesar 4,8% telah berhasil melebihi rata-rata pertumbuhannya sebelum krisis yang ditopang selain oleh membaiknya harga pangan dunia pada paruh pertama tahun 2008 juga dukungan oleh membaiknya produktivitas dan kondisi cuaca. Sementara itu, kinerja sektor tersier seperti Sektor Pengangkutan dan Telekomunikasi dan Sektor Keuangan masih cukup tinggi hingga akhir tahun 2008 (Grafik 2.27). Di antara ketiga sektor tersebut, pertumbuhan Sektor Pengangkutan dan Telekomunikasi sampai dengan tahun 2008 masih menunjukkan kecenderungan peningkatan yang signifikan yang ditopang terutama oleh kuatnya permintaan domestik (Grafik 2.28).



Sumber: BPS, diolah

Grafik 2.27. Kinerja Sektoral



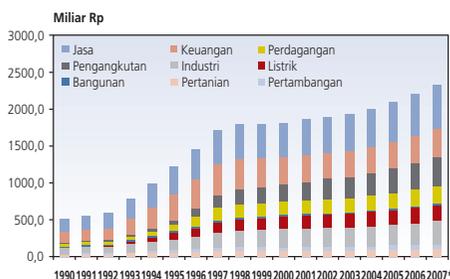
Sumber: BPS, diolah

Grafik 2.28. Kinerja Sektor Tersier

Pesatnya pertumbuhan di sektor tersier tersebut dibarengi dengan peningkatan investasi yang pada akhirnya mendorong peningkatan akumulasi kapital sektor tersebut. Hal ini tercermin dari nilai stok kapital sektor tersier tersebut yang cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan sektor-sektor yang lain (Grafik 2.29). Di Sektor Pengangkutan dan Komunikasi dan Sektor Jasa, pesatnya pertumbuhan akumulasi kapital terjadi seiring dengan meningkatnya kebutuhan pemanfaatan teknologi informasi dan komunikasi terbaru. Sementara di Sektor Keuangan meningkatnya akumulasi kapital terutama didorong oleh maraknya globalisasi transaksi keuangan yang juga membutuhkan dukungan piranti/mesin dan teknologi terkini. Sebaliknya, peningkatan akumulasi kapital yang terjadi di sektor industri tampaknya belum berimbas pada peningkatan produksi sebagaimana diindikasikan oleh tingkat pertumbuhannya yang cenderung stagnan dalam tiga tahun terakhir (Grafik 2.29). Hal ini mengindikasikan investasi yang dilakukan di Sektor Industri ditengarai masih ditujukan untuk mengganti kapital yang sudah tua.

Sejalan dengan imbas krisis finansial global pada pelemahan pertumbuhan Sektor Industri Pengolahan, akselerasi akumulasi kapital di sektor

ini akan semakin terhambat terutama pada subsektor yang sangat berorientasi ekspor seperti Industri Logam Dasar bukan Besi, Industri Bambu, Kayu, dan Rotan, Industri Minyak dan Lemak, Industri Mesin, Industri Tekstil, dan Industri Pengilangan Minyak, serta Industri Barang dari Karet (Grafik 2.30). Dilihat dari *multiplier* investasinya,¹⁰ industri-industri tersebut sejatinya merupakan *leading* dalam investasi terutama Subsektor Logam Dasar, Industri Tekstil dan Industri Barang dari Kayu (nilai multiplier investasi lebih dari 2) dibandingkan dengan industri lainnya,¹¹ sehingga perlambatan investasi yang dialami oleh sektor-sektor tersebut juga pada gilirannya akan berpengaruh besar terhadap kinerja perekonomian secara keseluruhan.

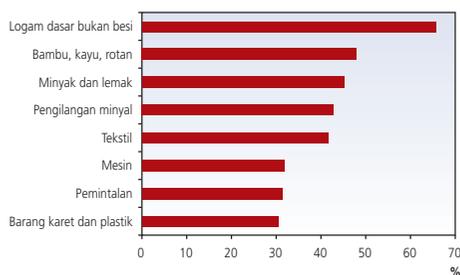


Sumber: Hasil olahan BI

Grafik 2.29. Nilai Stok Kapital

10 *Multiplier* ini menggambarkan sejauh mana tambahan PDB total (nilai tambah perekonomian secara keseluruhan) yang terbentuk sebagai akibat dari adanya investasi di suatu sektor. Dengan kata lain, multiplier investasi menunjukkan seberapa besar investasi di suatu sektor berperan dalam meningkatkan kinerja seluruh sektor dalam perekonomian. Semakin besar multiplier investasi suatu sektor, semakin besar pula perannya dalam mendorong pertumbuhan ekonomi.

11 Yati Kurniati, dkk. 2008. Peran Investasi dalam Mendorong Pertumbuhan Ekonomi. Laporan Hasil Penelitian DKM No. WP/06/2007.



Sumber: Tabel Input Output, diolah

Grafik 2.30. Pangsa Ekspor terhadap Total Output SubSektor Industri (Orientasi Ekspor)

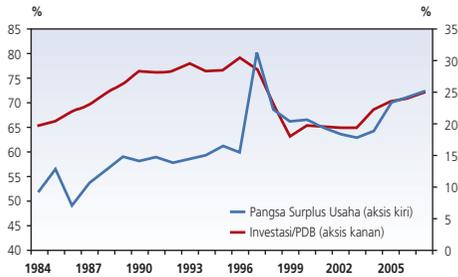
Dilihat dari perubahannya, secara keseluruhan peran investasi terhadap PDB telah mengalami perubahan struktural setelah periode krisis moneter yang tercermin dari penurunan pangsa investasi terhadap PDB secara drastis (Grafik 2.31).¹² Namun demikian, sejak enam tahun terakhir peran investasi mulai menunjukkan peningkatan yang tercermin dari perbaikan pertumbuhan investasi yang rata-rata telah mencapai 9,9% selama 2004 -2008. Bahkan hingga kuartal III-2008, kinerja investasi telah menunjukkan pertumbuhan yang tinggi mencapai lebih dari 12%. Namun demikian, memburuknya prospek perekonomian dunia yang mulai terlihat di triwulan IV-2008 mendorong pengusaha untuk menunda pengeluaran investasi dan melakukan efisiensi yang pada akhirnya berdampak pada melambatnya pertumbuhan investasi di kuartal tersebut sebesar 9,1%.

Apabila dikaitkan dengan komponen pendapatan, perkembangan investasi searah dengan pergerakan pangsa surplus usaha (*profit*

12 Pembahasan mendalam mengenai investasi dapat dilihat pada Outlook Ekonomi Indonesia Edisi Juli 2006.

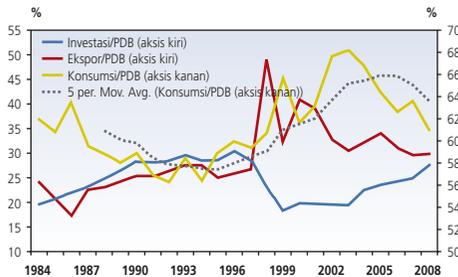
13 Dengan mengasumsikan *constant return to scale*, berdasarkan *labor share* yang diperoleh pada perhitungan sebelumnya (hal 13), maka *profit share* diperoleh dari $(1 - labor share)$.

share)¹³ yang merupakan balas jasa atas kewiraswastaan dan pendapatan atas kepemilikan modal yang mencakup keuntungan sebelum pajak, bunga atas modal, sewa tanah dan hak kepemilikan lainnya (Grafik 2.31). Hubungan ini terjadi baik pada periode sebelum maupun sesudah krisis moneter yang mengindikasikan adanya kontribusi yang positif dari surplus usaha dalam



Sumber: BPS dan hasil olahan

Grafik 2.31. Pangsa Surplus Usaha dan Pangsa Investasi terhadap PDB



Sumber: BPS dan hasil olahan

Grafik 2.32. Pangsa Konsumsi, Ekspor dan Investasi

mendorong kegiatan investasi.

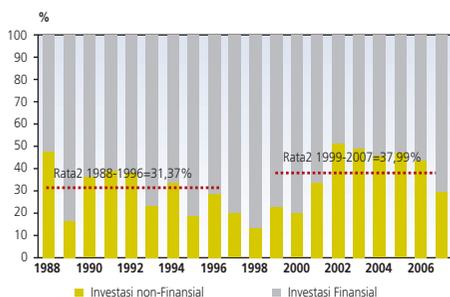
Sementara itu, apabila dilihat dari hubungan antara investasi dengan ekspor, pergerakan pangsa investasi terhadap PDB menunjukkan perkembangan yang searah dengan pangsa ekspor terhadap PDB selama kurun waktu 1984-1996 (Grafik 2.32). Hal ini mengindikasikan

peningkatan potensi pasar eksternal turut mendorong perilaku investasi domestik. Namun demikian, hubungan tersebut kurang terlihat terutama pada periode 2000-2003 sebagaimana tercermin dari kenaikan tajam pangsa ekspor yang tidak dibarengi dengan pergerakan pangsa investasi yang relatif konstan sebesar 20%. Setelah periode tersebut, peningkatan pangsa investasi searah dengan membesarnya pangsa konsumsi swasta namun terdapat efek tunda yang cukup panjang (sekitar 5 tahun). Hal ini mengindikasikan bahwa pada periode setelah krisis investasi akan dilakukan jika dipandang terdapat potensi kenaikan permintaan domestik yang cukup permanen. Namun demikian, dengan kecenderungan pangsa upah yang semakin menurun, maka konsumsi rumah tangga akan mengalami penurunan, sehingga akan memberikan tekanan pada investasi ke depan.

Dari sisi pembiayaan, berdasarkan data Neraca Arus Dana selama periode 1988 – 2007 diketahui bahwa dana yang mengalir untuk investasi non-finansial di Indonesia secara rata-rata masih di bawah 40% dari total sumber dana yang ada (Grafik 2.33). Hal ini berbeda dengan beberapa negara *emerging markets* lain seperti India, China, dan Korea Selatan, yang investasi non-finansialnya rata-rata telah mencapai 70-75% (rata-rata 1991-2003).¹⁴ Bahkan di beberapa negara maju seperti Jerman, investasi non-finansial telah mendekati 80%.

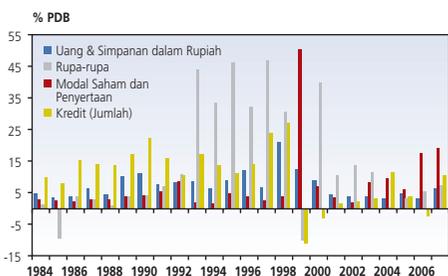
Penempatan dana finansial tersebut didominasi oleh penempatan berbentuk simpanan yang secara umum terdiri dari penempatan

14 Staritz, Cornelia : “Financial Structure, Investment, and Economic Development, A Flow of Funds Analysis of Emerging Countries”, SCEPA Working Paper, Oktober 2008.



Sumber: BPS, diolah

Grafik 2.33. Pangsa Penempatan terhadap Total Sumber Dana



Sumber: BPS, diolah

Grafik 2.34. Penempatan di Investasi Finansial

berbentuk simpanan di bank, modal saham/penyertaan, kredit, dan rupa-rupa (Grafik 2.34).¹⁵ Dilihat dari perkembangannya sebagaimana disajikan pada Tabel 2.3, penempatan dana dalam bentuk uang dan simpanan dalam Rupiah merupakan favorit penempatan dana masyarakat. Posisi penempatan dana masyarakat dalam bentuk uang dan simpanan mengalami lonjakan cukup pesat setelah Pakto 1988.¹⁶ Namun setelah krisis

15 Komponen Rupa-Rupa pada prinsipnya adalah berbagai transaksi yang tidak termasuk dalam kategori yang ada, antara lain : dana hasil arisan, deviden, keuntungan yang belum dibayar, dll.

16 Pakto 1988 mengawali gelombang lahirnya bank-bank baru di Indonesia

Tabel 2.3. Perkembangan Penempatan Investasi Finansial

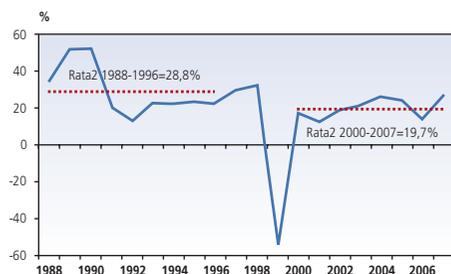
	(% PDB)		
Rata-rata	1984-1986	1988-1996	2000-2007
Uang & Simpanan dalam Rupiah	4,54	8,65	4,70
Modal Saham dan Penyertaan	2,55	4,08	9,11
Kredit	11,88	15,11	3,44
Rupa-rupa	-0,29	20,29	11,51

Sumber: BPS, diolah

1997, porsi komponen ini mengalami penurunan.

Jenis penempatan dana masyarakat yang mengalami perkembangan cukup dinamis adalah dalam bentuk modal saham dan penyertaan. Penempatan dalam bentuk saham dan penyertaan ini mengalami peningkatan cukup tajam pascakrisis 1997 (Tabel 2.3). Hal ini terkait dengan mulai maraknya perdagangan saham, khususnya sejak 2003. Selain saham, aktivitas penyertaan modal antar pelaku bisnis juga terindikasi mengalami peningkatan pesat. Sementara itu, penempatan investasi finansial dalam bentuk kredit (yang dilakukan oleh perbankan) mengalami penurunan pascakrisis. Hal ini sejalan dengan perkembangan data kredit perbankan, di mana rata-rata pertumbuhan kredit perbankan pascakrisis masih belum setinggi kondisi prakrisis (Grafik 2.35).

Apabila dilihat dari peran masing-masing sektor dalam pembiayaan ekonomi, maka terlihat



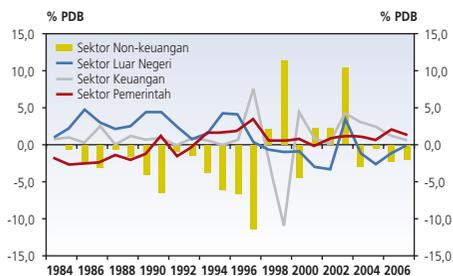
Sumber: BI

Grafik 2.35. Perkembangan Pertumbuhan Kredit Perbankan (yoy)

bahwa sektor rumah tangga, luar negeri, dan pemerintah merupakan sektor yang selama ini berperan cukup dominan dalam pembiayaan ekonomi. Sektor rumah tangga merupakan satu-satunya sektor yang selalu mencatat surplus (Grafik 2.36).¹⁷ Sementara sektor luar negeri merupakan sektor yang cukup dominan dalam pembiayaan ekonomi, khususnya pada periode sebelum krisis

1997. Hal ini terlihat dari posisinya yang selalu surplus pada periode tersebut (Grafik 2.37). Berbeda dengan kondisi sektor rumah tangga dan luar negeri, sektor bisnis hampir selalu berada dalam kondisi defisit.

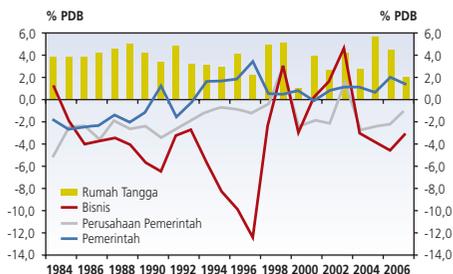
Sektor rumah tangga, sebagai sektor yang selalu surplus, terutama memperoleh sumber dana dari tabungan bruto rumah tangga, yang pada dasarnya bersumber dari balas jasa faktor produksi dalam bentuk upah dan gaji, pendapatan dari sewa, serta bunga modal. Selain itu, rumah tangga juga memperoleh sumber dana berupa kredit dari perbankan dan lembaga keuangan non-bank (Grafik 2.38). Dilihat dari alokasi penempatan total sumber dana, sektor rumah tangga lebih banyak menanamkan dananya ke instrumen finansial (Grafik 2.39). Hal ini berbeda dengan karakteristik negara-



Keterangan:
Sektor Non-keuangan terdiri dari rumah tangga, bisnis, dan perusahaan pemerintah
Sektor Keuangan terdiri dari bank sentral, bank, dan lembaga keuangan non-bank

Sumber: Neraca Arus Dana, BPS, diolah

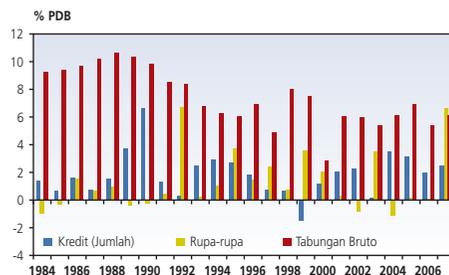
Grafik 2.36. Investasi Finansial Neto Berdasarkan Sektor Ekonomi



Sumber: Neraca Arus Dana, BPS, diolah

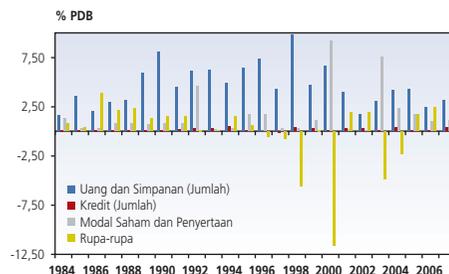
Grafik 2.37. Investasi Finansial Neto Sektor Non-Keuangan dan Pemerintah

17 Dalam NAD, suatu sektor yang mengalami surplus akan menempatkan kelebihan dananya atau meminjamkannya (yang dicatat sebagai penggunaan dana) pada sektor yang mengalami defisit. Sebaliknya, sektor yang mengalami defisit akan mencari dana atau meminjam (yang dicatat sebagai sumber dana) dari sektor yang surplus melalui perantara lembaga-lembaga keuangan.



Sumber: Neraca Arus Dana, BPS, diolah

Grafik 2.38. Perkembangan Sumber Dana Sektor Rumah Tangga



Sumber: Neraca Arus Dana, BPS, diolah

Grafik 2.39. Perkembangan Penggunaan Dana Sektor Rumah Tangga

Tabel 2.4. Tabungan dan Investasi oleh Sektor Rumah Tangga dan Bisnis di Negara *Emerging*

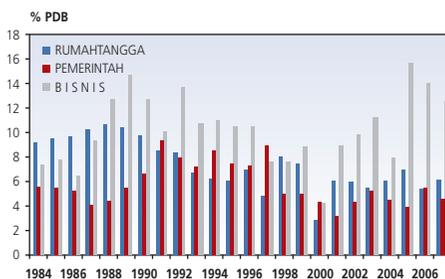
	Period	Household		Non-financial firms	
		Savings	Fixed Investment	Savings	Fixed Investment
Brazil	1995-2003	7,0	5,5	12,3	11,4
Chile	1996-2003	8,4	6,0	9,8	14,9
China	1995-2003	17,3	4,8	12,8	25,5
China, Taiwan Province of	1995-2003	12,4	1,0	10,6	14,8
Colombia	1995-2002	5,5	3,0	8,1	9,6
Cote d'Ivoire	1995-2000	2,8	1,6	4,1	7,4
Egypt	1996-2003	10,8	4,7	8,1	6,8
Iran (Islamic Republic of)	1996-2003	18,4	10,3	6,6	11,7
Mexico	1995-2002	7,5	4,8	10,2	13,0
Niger	1995-2003	8,9	3,1	1,8	5,3
Rep. of Korea	1995-2003	11,0	20,1
Tunisia	1995-2002	7,8	6,5	8,8	12,4
Memo items:					
China, Taiwan Province of	1983-1990	17,0	4,3	9,6	12,4
Japan	1960-1970	13,3	8,0	15,0	22,7
Republic of Korea	1980-1984	10,3	5,3	8,3	20,0

Sumber : Trade and Development Report, UNCTAD 2008

negara maju yang sektor rumah tangganya lebih banyak menanamkan dananya ke instrumen non-finansial (*real assets*). Selanjutnya, penempatan dalam instrumen finansial yang dilakukan rumah tangga didominasi oleh uang dan simpanan di bank serta modal saham dan penyertaan.

Sektor bisnis, meskipun merupakan sektor yang hampir selalu mengalami defisit, namun sekaligus merupakan sektor yang memiliki tabungan terbesar (Grafik 2.40). Di antara negara-negara *emerging markets*, tingkat tabungan sektor bisnis Indonesia relatif tinggi, hanya dibawah China dan Brazil (Tabel 2.4). Selain itu, tingkat tabungan sektor bisnis di Indonesia juga menunjukkan *comovement* dengan dinamika investasi non-finansial (*fixed investment*), yang menunjukkan adanya tendensi penggunaan tabungan perusahaan untuk belanja investasi fisik (Grafik 2.41).¹⁸

18 Tabungan di sektor bisnis merupakan keuntungan (*profit*) usaha yang tidak didistribusikan kembali kepada pemilik modal.

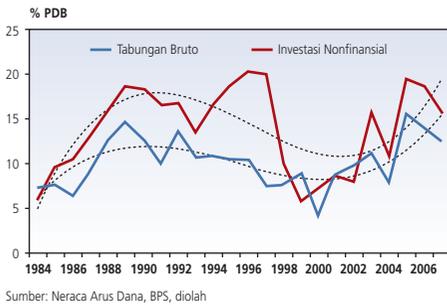


Sumber: Neraca Arus Dana, BPS, diolah

Grafik 2.40. Tabungan Bruto Beberapa Sektor Terbesar

Selain menggunakan tabungan perusahaan, sektor bisnis juga mengandalkan sumber finansial lain, yaitu berupa kredit, modal saham dan penyertaan, serta rupa-rupa.¹⁹ Sementara itu, sumber pembiayaan yang berasal dari luar negeri

19 Rupa-rupa pada sumber dana sektor bisnis antara lain berupa piutang dari perusahaan afiliasi, penerimaan sewa jangka panjang, biaya yang ditanggihkan, utang deviden, serta kekayaan lancar lainnya (BPS, 1990).



Grafik 2.41. Tabungan Bruto dan Investasi Non-finansial

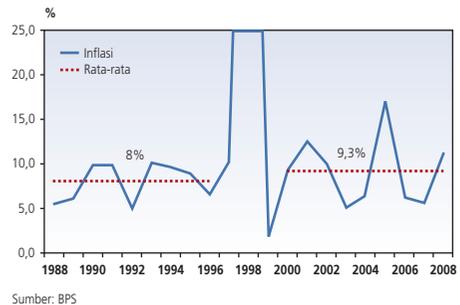
terlihat menurun pada periode pascakrisis 1997, sejalan dengan bergesernya posisi sektor luar negeri dari sektor surplus pada periode prakrisis menjadi defisit pada periode pascakrisis.

Perkembangan investasi yang relatif moderat pada periode setelah krisis merupakan salah satu faktor yang menjadi penyebab lambannya sisi suplai dalam merespons stimulus perekonomian (*supply side constraint*).²⁰ Sebagai akibatnya perekonomian menjadi rentan terhadap tekanan harga dan gejala eksternal yang berpotensi menyebabkan inflasi tinggi yang permanen. Dalam lima tahun terakhir, dinamika inflasi menunjukkan masih rentannya inflasi Indonesia terhadap gejala eksternal. Meskipun tekanan inflasi dari nilai tukar cenderung berkurang pascakrisis sebagaimana tercermin dari tendensi penurunan koefisien *pass-through* nilai tukar ke harga konsumen yang dibarengi dengan penurunan dampak perubahan harga impor ke harga konsumen (*second stage pass-through*), namun gejala harga komoditas dunia memberikan dampak yang cukup signifikan pada dinamika inflasi saat ini.²¹

20 Analisis mendalam mengenai *supply constraint* bisa dilihat pada Outlook Ekonomi Indonesia Edisi Juli 2006

21 Kurniati, Yati. 2007 *Exchange Rate Pass-through in Indonesia*. Working Paper Bank Indonesia WP/09/2007.

Melambungnya harga minyak dunia pada tahun 2005 telah mendorong terjadinya penyesuaian harga bahan bakar (BBM) bersubsidi dalam negeri pada bulan Maret dan Oktober 2005 yang pada akhirnya menambah intensitas tekanan inflasi melalui dampak langsung maupun tidak langsungnya (*second round effect*). Hal ini berimbas pada tingginya laju inflasi domestik hingga mencapai 17% pada tahun 2005. Kondisi serupa juga terjadi ketika harga minyak dunia mencapai puncak tertingginya di 2008 yang berdampak pada kenaikan harga BBM domestik pada bulan Mei 2008. Dorongan terhadap harga semakin besar karena pada saat bersamaan harga komoditas lainnya terutama komoditas pangan dunia turut mengalami kenaikan yang signifikan yang menyebabkan kenaikan inflasi pada kelompok bahan pangan yang bergejolak (*volatile foods*). Hal ini memberikan tekanan yang besar terhadap inflasi yang sedang berada pada fase penurunan sejak tahun 2006 untuk kembali merangkak hingga menembus tingkat 12% pada September 2008. Namun demikian, seiring dengan kejatuhan harga komoditas minyak yang diikuti pula oleh penurunan harga BBM bersubsidi dan penurunan harga komoditas lainnya di penghujung tahun, laju inflasi mulai menunjukkan kecenderungan menurun hingga mencapai 11,06% di akhir tahun 2008 (Grafik 2.42).



Grafik 2.42. Inflasi

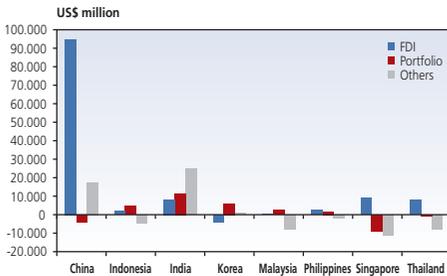
Bab 2: Konstelasi Perekonomian Global dan Domestik

Dari sisi *Foreign Direct Investment (FDI)*, melambatnya aliran FDI global berpotensi mengurangi aliran FDI ke Indonesia. Meskipun dalam 2004 – 2008 aliran modal masuk dalam bentuk FDI menunjukkan peningkatan, namun masih berada di bawah kebanyakan negara berkembang (Grafik 2.43). Hal ini tidak terlepas dari masih tingginya tingkat risiko Indonesia dibandingkan dengan negara lain baik risiko politik, ekonomi maupun finansial yang tercermin pergerakan indeks risiko *International Country Risk Guide (ICRG)* pada Grafik 2.44.

Selain itu, rendahnya daya saing (*competitiveness*) yang terlihat dari semua aspek utama daya saing yang meliputi kebutuhan dasar (*basic requirement*), peningkatan efisiensi

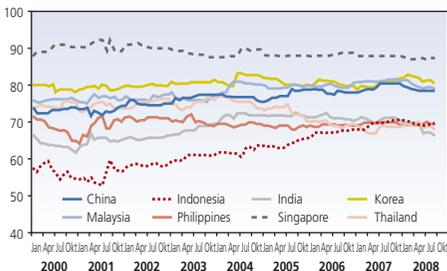
(*efficiency*) dan inovasi (*innovation*) (Tabel 2.5) juga semakin menghambat masuknya aliran FDI. Hingga saat ini daya saing Indonesia belum menunjukkan perbaikan yang signifikan sebagaimana tercermin pada posisi Indonesia dalam *Global Competitiveness Report 2008-2009* pada peringkat 55, tidak jauh berbeda dengan periode sebelumnya (2007-2008) pada peringkat 54. Hal tersebut diperburuk lagi dengan masih banyaknya hambatan dalam melakukan bisnis di Indonesia. Dalam dua periode survei tersebut, aspek birokrasi Pemerintah yang tidak efisien dan infrastruktur yang kurang memadai merupakan kendala terbesar dalam melakukan bisnis di Indonesia.²² Sementara itu, dari sisi faktor produksi modal manusia (*human capital*), dalam *Human Development Report 2007-2008* terlihat bahwa jika dibandingkan dengan beberapa negara di kawasan ASEAN dan *emerging market*, Indonesia hanya sedikit lebih baik dari India, Laos, Kamboja, dan Myanmar (Tabel 2.6). Rendahnya posisi Indonesia diakibatkan oleh tingkat melek huruf, tingkat partisipasi sekolah, serta pengeluaran porsi belanja negara untuk pendidikan dan kesehatan yang relatif rendah.

Dari sisi aliran modal masuk bersih dalam bentuk portfolio secara umum Indonesia masih berada di atas negara-negara kawasan lainnya, kecuali India dan Korea (Grafik 2.45). Kondisi ini mengindikasikan relatif rentannya Indonesia terhadap pembalikan aliran modal luar negeri (*capital reversal*) yang berpotensi memberikan pengaruh buruk terhadap perekonomian domestik. Faktor lain yang turut memicu relatif rentannya Indonesia terhadap pembalikan arus



Sumber: CEIC

Grafik 2.43. Net Capital Inflows



*) Indeks yang lebih besar menunjukkan country risk yang lebih rendah
Sumber: International Country Risk Guide

Grafik 2.44. Country Risk Index

22 Sumber: Hasil survei Doing Business, Global Competitiveness Report 2008-2009, World Economic Forum

Tabel 2.5. *Global Competitiveness Index* (2008 - 2009)

Negara	2008-2009				2007-2008			
	Overall	Basic Requirements	Efficiency Enhancers	Innovation Factors	Overall	Basic Requirements	Efficiency Enhancers	Innovation Factors
China	30	42	40	32	34	44	45	50
Indonesia	55	76	49	45	54	82	37	34
India	50	80	33	27	48	74	31	26
Korea	13	16	15	10	11	14	12	7
Malaysia	21	25	24	23	21	21	24	19
Philippines	71	85	68	67	71	93	60	65
Singapore	5	3	2	11	7	3	6	13
Thailand	34	43	36	46	28	40	29	39

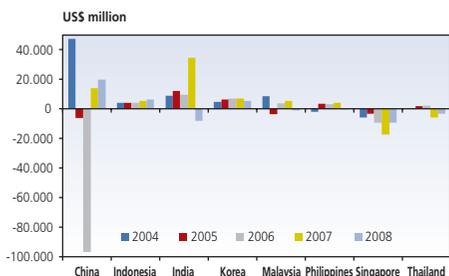
Sumber: World Economic Forum

Tabel 2.6. Indeks Pembangunan Manusia di Beberapa Negara

Negara	HDI	Indeks Harapan Hidup	Indeks Pendidikan	Indeks PDB	Indeks Kemiskinan	Peringkat
Singapura	0,922	0,907	0,908	0,950	5,2	25
Malaysia	0,811	0,811	0,839	0,783	8,3	63
Thailand	0,781	0,743	0,855	0,745	10	78
China	0,777	0,792	0,837	0,703	11,7	81
Filipina	0,771	0,767	0,888	0,657	15,3	90
Vietnam	0,733	0,812	0,815	0,572	15,2	105
Indonesia	0,728	0,745	0,830	0,609	18,2	107
India	0,619	0,645	0,620	0,591	31,3	128
Laos	0,601	0,637	0,663	0,503	34,5	130
Kamboja	0,598	0,550	0,691	0,552	38,6	131
Myanmar	0,583	0,596	0,764	0,389	21,5	132

Sumber: UNDP, Human Development Report 2007-2008

modal keluar adalah relatif terbukanya pasar keuangan Indonesia dibandingkan dengan negara-negara lain di kawasan yang terindikasi dari indeks keterbukaan pasar keuangan yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara kawasan (Grafik 2.46).²³



*) Data tahun 2008 hanya sampai bulan Juni
Sumber: CEIC

Grafik 2.45. *Net Portfolio Inflows*

23 Lihat Sahminan, et. al. (2008). "Kondisi Perkonomian Indonesia Relatif terhadap Kondisi Perekonomian Kawasan". *Catatan Riset*, Bank Indonesia. Mimeo



Sumber: Chin-Ito Financial Openness Index

Grafik 2.46. Indeks Keterbukaan Pasar Keuangan 2006

2.2.2. Kebijakan Makro Ekonomi

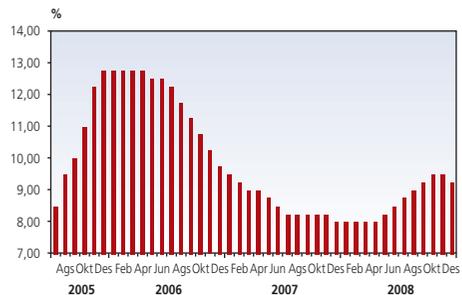
Dalam menjaga kestabilan makro yang merupakan prasyarat bagi tercapainya pembangunan yang berkesinambungan dan berkualitas, Pemerintah dan otoritas moneter berupaya untuk meningkatkan sinergi kebijakannya hingga saat ini. Dalam situasi perekonomian global yang sedang melambat dan meningkatkan ketidakpastian di pasar keuangan global, sinergi kebijakan antar Pemerintah dan Bank Indonesia semakin penting mengelola kebijakan fiskal dan moneter.

Di sisi moneter, strategi kebijakan moneter melalui penetapan BI *rate* diarahkan pada upaya pencapaian target inflasi dalam jangka menengah yang ditetapkan pemerintah. Strategi tersebut ditempuh secara terukur dan hati-hati dengan mempertimbangkan perkembangan perkiraan inflasi ke depan, dinamika perekonomian terkini, dan stabilitas sistem keuangan. Dalam kondisi tekanan inflasi yang lebih banyak dipicu oleh faktor eksternal seiring dengan kenaikan harga komoditas minyak dunia dan pangan, Bank Indonesia berupaya untuk menahan BI *rate* di kisaran 8% pada bulan Januari – April 2008 dengan pertimbangan masih tingginya potensi risiko tekanan inflasi ke depan akibat terus berlanjutnya

kenaikan harga komoditas dan meningkatnya intensitas gejolak pasar keuangan global. Kebijakan moneter yang relatif ketat itu masih berlanjut yang ditandai dengan kenaikan BI *rate* secara bertahap menjadi 9,5% pada Oktober 2008 (Grafik 2.46).

Seiring dengan memburuknya kondisi perekonomian global dan kejatuhan harga komoditas dunia yang berpotensi menurunkan tekanan inflasi ke depan dan memicu pelemahan pertumbuhan ekonomi domestik, Bank Indonesia menempuh kebijakan dengan menurunkan BI *rate* hingga level 9,25% pada bulan Desember dengan pertimbangan antara lain untuk menahan perlambatan ekonomi yang lebih mendalam dan mengurangi tekanan pada stabilitas sistem keuangan seiring dengan tekanan laju inflasi yang cenderung menurun (Grafik 2.47). Penurunan BI *rate* diharapkan akan direspons dengan penurunan suku bunga kredit oleh sektor perbankan, sehingga dapat mengurangi kendala penyaluran kredit dan menjaga gairah sektor usaha di tengah melesunya perekonomian global.

Menyikapi kondisi pasar uang yang menghadapi tekanan berat yang dipicu oleh perilaku *risk aversion* dan *flight to quality*, Bank Indonesia menempuh berbagai kebijakan penyempurnaan pengelolaan likuiditas di pasar



Sumber: BI

Grafik 2.47. Perkembangan BI *rate*

uang baik melalui perubahan skim maupun pengkayaan instrumen moneter. Sebagai bentuk penyempurnaan kerangka operasional kebijakan moneter, sejak 9 Juni 2008 suku bunga pasar uang antar bank *Over Night* (PUAB O/N) secara resmi digunakan sebagai target operasional kebijakan moneter menggantikan SBI 1 bulan. Penyempurnaan ini dilakukan antara lain guna menjaga stabilitas suku bunga PUAB sebagai piranti transmisi kebijakan moneter.

Selain itu, untuk mengurangi tekanan yang berlebihan di pasar uang, Bank Indonesia mengeluarkan beberapa kebijakan seperti penyempitan koridor suku bunga (*standing facility*), perpanjangan tenor *instrument fine tune* untuk memfasilitasi kebutuhan likuiditas perbankan yang lebih berjangka panjang, dan melonggarkan ketentuan Giro Wajib Minimum (GWM) menjadi hanya dalam bentuk *statutory reserve* sebesar 5% dana pihak ketiga pada Oktober 2008. Dalam kondisi tidak meratanya distribusi likuiditas antar-bank dan menajamnya segmentasi PUAB, berbagai kebijakan tersebut cukup efektif menyediakan likuiditas yang memadai bagi transaksi bank dan menjadi stabilitas suku bunga PUAB.

Menghadapi tekanan depresiasi nilai tukar rupiah yang semakin besar pada semester II-2008 yang dipicu oleh imbas krisis finansial global pada perlambatan ekspor Indonesia dan meningkatnya persepsi risiko yang mendorong arus keluar dana asing dalam jumlah yang signifikan (*capital outflow*), Bank Indonesia mengeluarkan serangkaian kebijakan yang ditujukan untuk tetap menjaga kestabilan nilai tukar rupiah dan kondisi perekonomian secara keseluruhan. Kebijakan tersebut dilakukan melalui *monitoring* secara aktif perkembangan terkini, melakukan intervensi secara terukur dan berhati-hati, dan meluncurkan

serangkaian kebijakan baik dari sisi pengelolaan permintaan maupun pasokan valuta asing seperti diuraikan pada Tabel 2.7. Selain itu, Pemerintah berkoordinasi dengan Bank Indonesia untuk mengeluarkan 10 langkah Stabilisasi Ekonomi sebagai bagian dari upaya meminimalkan gejolak pasar keuangan global terhadap perekonomian domestik. Implementasi dari berbagai kebijakan tersebut di atas di tengah kebijakan ekonomi makro yang berhati-hati mampu menahan tekanan yang berlebihan pada nilai tukar rupiah.

Di bidang perbankan, Pemerintah bersama Bank Indonesia merilis Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang (Perppu) tentang Jaring Pengaman Sistem Keuangan (JPSK) yang berlaku per 15 Oktober 2008. Dalam hal ini, Bank Indonesia menjalankan fungsi sebagai *lender of the last resort* untuk memberikan Fasilitas Pembiayaan Darurat bagi Bank Umum (FPD) kepada bank yang mengalami kesulitan likuiditas dan ditengarai berdampak sistemik terhadap perbankan nasional. Selain itu, Bank Indonesia juga melakukan penyesuaian ketentuan terkait dengan Fasilitas Pendanaan Jangka Pendek (FPJP).

Di sisi fiskal, dalam rangka merespons krisis finansial global, pemerintah melakukan penambahan stimulus fiskal sehingga defisit dalam APBN 2009 yang sebelumnya sebesar Rp 51,3 triliun (1,0% PDB) meningkat menjadi sebesar Rp 139,5 triliun (2,5% PDB). Stimulus fiskal sebagai kebijakan *countercyclical* dilakukan dalam rangka mempertahankan daya beli masyarakat, memperbaiki daya saing dan daya tahan sektor usaha serta menangani dampak PHK dan mengurangi tingkat pengangguran melalui peningkatan belanja infrastruktur padat karya sehingga pada gilirannya diharapkan stimulus tersebut mampu menggerakkan pertumbuhan

Tabel 2.7. Kebijakan Stabilisasi Nilai Tukar Rupiah

No	Kebijakan	Tujuan	Tanggal Efektif Berlaku
1	Penurunan rasio GWM valuta asing untuk bank umum konvensional dan syariah dari 3,0% menjadi 1,0%.	Untuk menambah ketersediaan likuiditas valuta US\$ bagi bank.	13 Oktober 2008
2	Pencabutan ketentuan pasal 4 PBI No. 7/1/PBI/2005 tentang batasan posisi saldo harian Pinjaman LN jangka pendek dengan meniadakan batasan posisi saldo harian Pinjaman Luar Negeri jangka pendek maksimum 30% dari modal bank.	Untuk mengurangi tekanan pembelian USD karena adanya pengalihan rekening rupiah ke valuta asing oleh nasabah asing.	13 Oktober 2008
3	Perpanjangan tenor <i>foreign exchange swap</i> dari paling lama 7 hari menjadi sampai 1 bulan.	Untuk menambah pasokan valas yang bersifat temporer.	15 Oktober 2008
4	Penyediaan pasokan valuta asing bagi perusahaan domestik melalui perbankan.	Untuk memberi kepastian tersedianya valuta asing yang memadai bagi aktivitas usaha.	15 Oktober 2008
5	Pengaturan pembelian valuta asing oleh nasabah kepada Bank. Pembelian valuta asing terhadap rupiah oleh Nasabah atau Pihak Asing kepada Bank diatas USD 100.000 (seratus ribu US Dollar) perbulan per Nasabah atau per Pihak Asing hanya dapat dilakukan dengan <i>underlying</i> .	Untuk meminimalisir transaksi valas untuk tujuan spekulatif.	13 November 2008
6	Pembelian Wesel Ekspor Berjangka oleh Bank Indonesia.	Untuk menambah pasokan valas bagi eksportir.	5 Desember 2008

Sumber: BI

ekonomi pada tahun 2009.

Stimulus sebesar Rp 73,3 triliun diberikan dalam bentuk perpajakan dan kepebeanaan sebesar Rp 56,3 triliun yang antara lain berupa penurunan tarif PPh orang pribadi, peningkatan batas atas pendapatan tidak kena pajak, PPN dan bea masuk DTP (ditanggung oleh Pemerintah). Stimulus lainnya diberikan dalam bentuk belanja negara yaitu berupa belanja infrastruktur sebesar Rp 17 triliun. Sumber tambahan pembiayaan stimulus ini akan berasal dari penggunaan Sisa Anggaran Lebih (SAL) 2008 sebesar Rp 51,3 triliun dan *standby loan* yang berasal dari kerja sama bilateral maupun multilateral (antara lain World Bank, JICA, Australia, dan ADB) sebesar Rp 44,5 triliun, serta penambahan pinjaman program senilai Rp 1,1 triliun.

Tabel 2.8. Ringkasan APBN 2009

	APBN	% thd	APBN-P	% thd
A. Pendapatan Negara dan Hibah	985,7	18,5	848,6	15,5
I. Penerimaan Dalam Negeri	984,8	18,5	847,6	15,4
1. Penerimaan Perpajakan	725,8	13,6	661,8	12,1
2. Penerimaan Negara Bukan Pajak	258,9	4,8	185,9	3,4
II. Hibah	0,9	0,0	0,9	0,0
B. Belanja Negara	1.037,1	19,5	988,1	18,0
I. Belanja Pemerintah Pusat	716,4	13,4	685,0	12,5
II. Transfer ke Daerah	320,7	6,0	303,1	5,5
C. Keseimbangan Primer	50,3	0,9	28,9	0,5
D. Surplus/Defisit Anggaran (A - B)	-51,3	-1,0	139,5	2,5
E. Pembiayaan (I + II)	51,3	1,0	139,5	2,5
I. Pembiayaan Dalam Negeri	60,8	1,1	109,5	2,0
II. Pembiayaan Luar Negeri (neto)	-9,4	-0,2	-14,5	-0,3
III. Tambahan Pembiayaan Utang	-	-	44,5	0,8

*) perubahan 1 angka dibelang koma terhadap angka penjumlahan adalah karena pembulatan

Sumber: Departemen Keuangan

Tabel 2.9. Realisasi APBN-P 2008

(dalam Rp triliun)

Uraian	2008		
	APBN-P	Realisasi	% thd APBN-P
A. Penerimaan Negara dan Hibah	895,0	981,0	109,6
I. Penerimaan Dalam Negeri	892,0	978,7	109,7
1. Penerimaan Perpajakan	609,2	658,7	108,1
2. Penerimaan Negara Bukan Pajak	282,8	320,1	113,2
II. Hibah	2,9	2,3	78,3
B. Belanja Negara	989,5	985,3	99,6
I. Belanja Pemerintah Pusat	697,1	692,6	99,4
- Belanja K/L	290,0	265,3	91,5
- Pembayaran Bunga Utang	94,8	88,6	93,5
- Subsidi	234,4	275,3	117,4
II. Transfer ke Daerah	292,4	292,6	100,1
C. Surplus/Defisit Anggaran (A-B)	(94,5)	(4,2)	4,5
Persentase Defisit Terhadap PDB	(2,1)	(0,1)	
D. Pembiayaan	94,5	55,5	58,7
I. Pembiayaan Dalam Negeri	97,6	74,6	69,3
II. Pembiayaan Luar Negeri	(13,1)	(19,1)	145,7
Kelebihan/ (Kekurangan Pembiayaan)	0,0	51,3	

Sumber: Departemen Keuangan

Sisa Anggaran Lebih (SAL) tahun 2008 diperoleh atas prestasi penerimaan baik berupa pajak maupun di luar pajak yang melebihi target, sedangkan realisasi belanja kementerian dan lembaga nondepartemen relatif masih rendah (Tabel 2.9). Dengan realisasi pendapatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan realisasi belanja tersebut menghasilkan kelebihan pembiayaan sebesar Rp 51,3 triliun yang sedianya akan digunakan untuk membantu sektor riil dalam menghadapi kemungkinan memburuknya krisis ekonomi dan keuangan global.

Guna mendorong implementasi paket stimulus fiskal yang dikeluarkan oleh Pemerintah pusat tersebut diperlukan sinergi antara Pemerintah pusat dan daerah melalui sinkronisasi anggaran belanja pusat dan daerah, perbaikan penataan regulasi atau kebijakan yang mendorong perekonomian daerah melalui penghilangan aturan yang kontraproduktif, dan dukungan daerah dalam melaksanakan tugas pembantuan/dekonsentrasi

stimulus fiskal bersama dengan kementerian/ lembaga terkait.

Di luar hal tersebut, masih terdapat ruang bagi daerah untuk berpartisipasi aktif memberikan insentif stimulus fiskal. Berdasarkan perkembangan realisasi APBD selama 2004 -2006, rata-rata realisasi penerimaan APBD melebihi target sebesar 117% dengan rata-rata pengeluarannya mencapai 100%. Kondisi tersebut mengindikasikan masih terdapatnya surplus terutama di daerah-daerah yang memperoleh Dana Bagi Hasil yang besar, sehingga daerah tersebut memiliki potensi untuk turut memberikan insentif stimulus fiskal daerah. Selain itu, rata-rata alokasi belanja modal yang hingga tahun 2006 hanya 20% dari total belanja daerah masih dapat ditingkatkan guna memberikan dampak stimulan yang lebih besar ke perekonomian daerah.

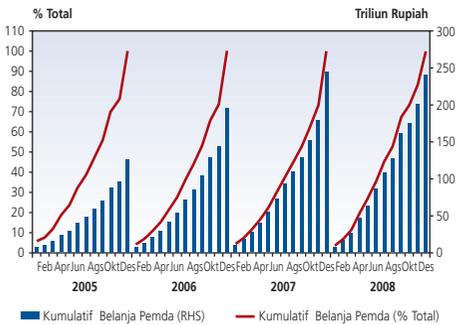
Sementara itu, pola pengeluaran Belanja Pemerintah daerah dalam kurun waktu 2005 – 2008 telah menunjukkan perbaikan (Grafik 2.48). Pada tahun 2005 pengeluaran belanja daerah masih terkonsentrasi di triwulan akhir, namun secara bertahap pengeluaran belanja mengalami perbaikan hingga mencapai 67% di triwulan III-2008. Untuk itu, dukungan pemerintah daerah dalam mendorong perekonomian dapat pula diwujudkan dengan meningkatkan percepatan pengeluaran belanja baik melalui perubahan pola maupun besarnya pengeluaran belanja daerahnya.²⁴

Kebijakan untuk merespons krisis keuangan global lainnya adalah Pemerintah berkoordinasi dengan Bank Indonesia mengeluarkan 10 langkah

24 Disarikan dari BKM. 2009. Efektivitas Penyerapan Simpanan Pemda dan Dampaknya terhadap Kondisi Fiskal, Moneter dan Perekonomian. DKM, Bank Indonesia. Mimeo

Tabel 2.10. Sepuluh Langkah Stabilisasi Ekonomi

No	Langkah
1	Menjaga kesinambungan neraca pembayaran/devisa dengan jalan mewajibkan seluruh BUMN menempatkan seluruh hasil valuta asingnya di bank dalam negeri dalam satu <i>clearing house</i>
2	Mempercepat pembangunan infrastruktur yaitu dengan mempercepat pelaksanaan proyek-proyek yang sudah mendapat komitmen pembiayaan baik bilateral dan multilateral
3	Menjaga stabilitas likuiditas dan mencegah terjadinya perang suku bunga yaitu dengan menginstruksikan BUMN untuk tidak memindahkan dana dari bank ke bank
4	Menjaga kepercayaan pasar terhadap SUN. Pemerintah bersama BI akan melakukan pembelian di pasar sekunder. Bank BUMN juga diinstruksikan untuk membeli kembali (<i>buy back</i>) SUN secara bertahap dan terukur
5	Dalam rangka menjaga kesinambungan neraca pembayaran bila diperlukan akan dimanfaatkan <i>bilateral swap arrangement</i> dari Bank of Japan, Bank of Korea dan Bank of China
6	Menjaga keberlangsungan ekspor dengan memberikan garansi terhadap risiko pembayaran melalui fasilitas rediskonto wesel ekspor <i>with recourse</i>
7	Menjaga sektor riil dengan melakukan penghapusan pajak ekspor (PE) dari 2,5% menjadi 0%
8	Menjaga keseimbangan fiskal 2009
9	Mencegah importasi ilegal dengan menerbitkan ketentuan pembatasan impor komoditi garmen, elektronika, makanan-minuman, mainan anak-anak, dan sepatu. Komoditas tersebut hanya dapat diimpor oleh importir terdaftar dengan kewajiban verifikasi di pelabuhan muat yang telah ditetapkan yaitu Pelabuhan Tanjung Priok, Pelabuhan Tanjung Emas, Pelabuhan Belawan, Pelabuhan Makassar, Bandara Soekarno-Hatta, dan Bandara Juanda
10	Membentuk gugus tugas terpadu antarinstansi terkait guna meningkatkan pengawasan terhadap barang-barang yang beredar lewat peraturan menteri perdagangan



Sumber: Departemen Keuangan, diolah

Grafik 2.48. Pola Pengeluaran Belanja Daerah

Stabilisasi Ekonomi yang berlaku efektif mulai 1 November 2008 (Tabel 2.10) yang bertujuan menjaga kegiatan perekonomian agar tidak banyak mengalami gangguan, menjaga keselamatan dan keamanan perekonomian, dan melakukan respons

terhadap kesulitan-kesulitan yang dihadapi para pelaku ekonomi serta menjaga masyarakat dari dampak yang merugikan. Untuk mendorong pelaku usaha ekspor, Pemerintah mengeluarkan kebijakan khusus antara lain mengenai penyediaan kredit atau pinjaman bagi eksportir yang berlaku mulai tanggal 1 Januari 2009. Selain ditujukan untuk meredam dampak krisis keuangan global, berbagai kebijakan fiskal yang diambil pemerintah tersebut dimaksudkan untuk mempersiapkan pondasi yang lebih kuat dalam rangka mempercepat pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, serta peletakan dasar-dasar kuat dalam memperkokoh sendi-sendi perekonomian nasional.

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 itu, 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 ketidakmampuannya 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

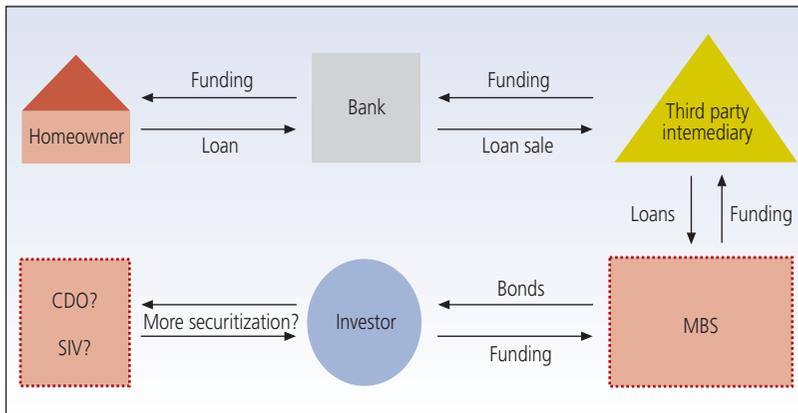
jumlahnya relatif kecil dibandingkan keseluruhan kerugian yang pada akhirnya dialami oleh perekonomian secara keseluruhan. Kerugian besar yang terjadi sebenarnya bersumber dari praktik pengemasan *subprime mortgage* tersebut ke dalam berbagai bentuk sekuritas lain, yang kemudian diperdagangkan di pasar 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*.

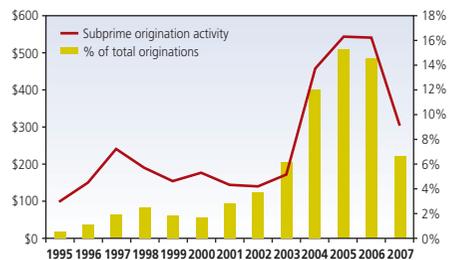


Notes: MBS means mortgage-backed security. CDO means collateralized debt obligation. SIV means structured investment vehicle.
 Sumber: The Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter : "The role of securitization in mortgage lending", November 2007

Diagram 3.1. Mortgage Funding Process

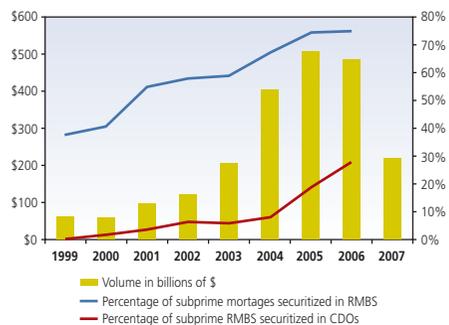
yang diresekitisasi menjadi CDOs juga mengalami peningkatan pesat (Grafik 3.1 dan 3.2). Dalam skala global, total penerbitan CDOs pada 2006 telah melebihi USD500 miliar, dengan separuhnya didominasi oleh CDOs yang bersumber dari MBS. Pada tahun 2004 total penerbitan CDOs global baru berada pada level sekitar USD150 miliar. Selain dalam bentuk CDOs, MBS juga diresekitisasi 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).

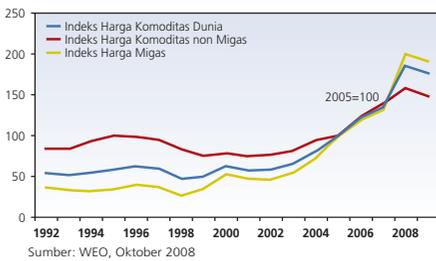
Kebangkrutan Lehman Brothers ini segera meningkatkan intensitas dampak krisis ke seluruh dunia. Hilangnya kepercayaan terhadap investor dan kreditor pada kemampuan pelaku bisnis untuk memenuhi kewajibannya, menyebabkan akses



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

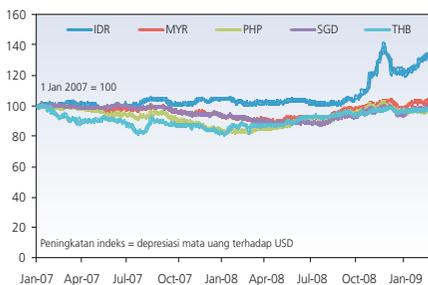
Tahun	Bulan	Kronologis
2007	Agustus	BNP Paribas tidak sanggup mencairkan sekuritas yang terkait dengan <i>subprime mortgage</i> di AS. The Fed dan ECB memompa likuiditas ke pasar masing-masing USD24 miliar dan hampir € 95 miliar. The Fed menurunkan suku bunga menjadi 4,75%.
	Oktober	Kerugian besar dialami 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)

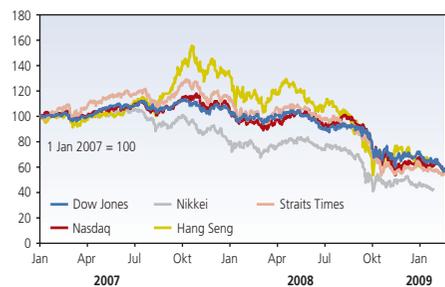
Tahun	Bulan	Kronologis
2008		memutuskan untuk memberikan <i>bailout</i> sebesar USD85 miliar. Dampak krisis keuangan telah semakin berimbas ke sektor riil, seperti tercermin dari turunnya angka penjualan eceran dan meningkatnya pengangguran di AS dan berbagai negara Eropa.
	Oktober	Intensitas krisis ke seluruh dunia semakin meningkat, dipicu oleh kebangkrutan Lehman Brothers. <i>Flight to quality</i> memicu <i>outflows</i> 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.

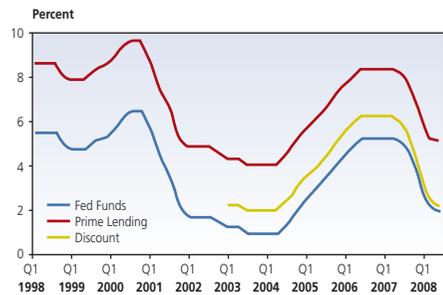
3.1.2 Latar Belakang Krisis

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 krisi 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

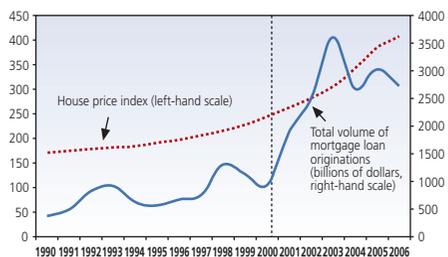
Longgarnya kebijakan moneter AS sepanjang periode 2002-2004 diyakini merupakan faktor utama melonjaknya kredit perumahan di AS (Grafik 3.7 dan 3.8). Kontribusi kebijakan moneter dalam lonjakan kredit di perumahan di AS secara empiris telah dibuktikan antara lain oleh Taylor (2009)⁶.

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)

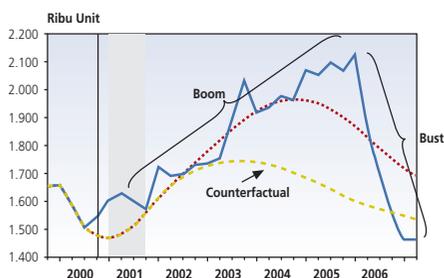
Grafik 3.8. Perkembangan Indeks Harga Perumahan dan Volume Kredit Perumahan AS

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

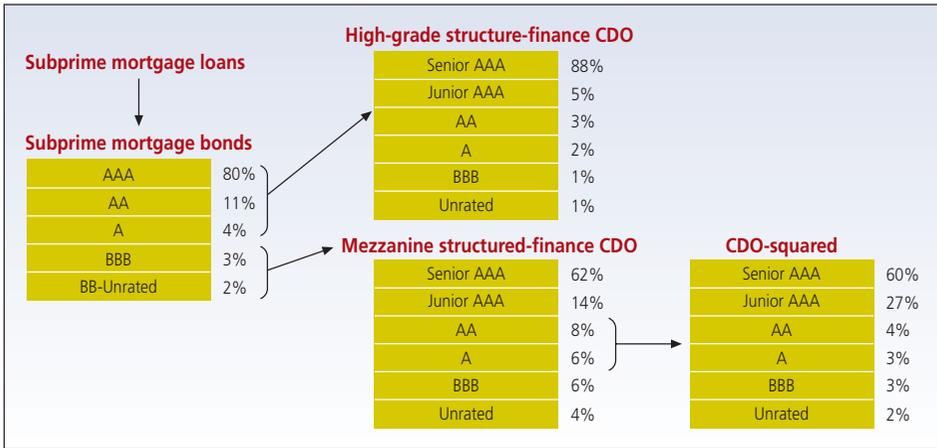
selanjutnya seperti CDOs dan SIV melalui *financial engineering* yang kompleks dan tidak transparan.⁹ Dalam praktiknya, pengemasan sekuritas-sekuritas ini dilakukan berdasarkan tingkat risikonya masing-masing, sehingga investor dapat memilih sekuritas yang paling sesuai dengan keinginannya. Sebagai contoh, *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.

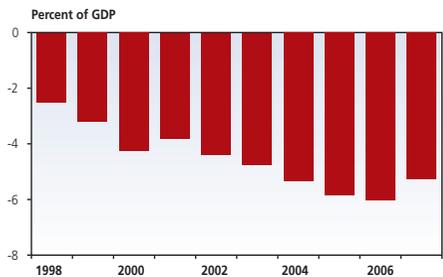
Diagram 3.2 Struktur Rating Produk Derivatif

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.



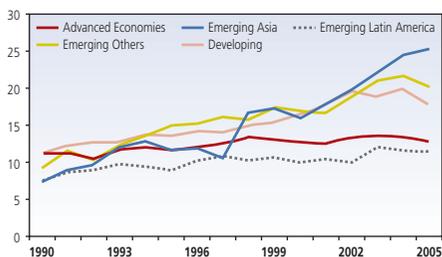
Sumber : US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis (2008)

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

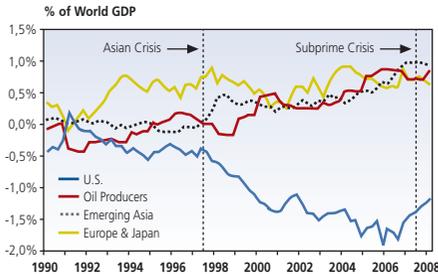
sistem finansial global, di mana negara-negara maju telah memiliki pasar keuangan yang canggih dan kompleks, sementara tidak demikian halnya dengan negara-negara *emerging markets*. Selain itu, Smaghi (2008) menambahkan bahwa ketidakseimbangan global juga berasal dari asimetri dalam sistem nilai tukar, 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.

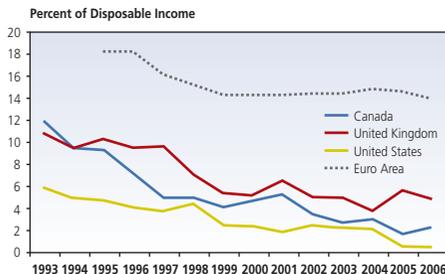
13 Smaghi, Lorenzo B. : "The Financial Crisis and Global Imbalances – Two Sides of The Same Coin", Speech at The Asia Europe Economic Forum Conference, Beijing 9 Desember 2008.

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

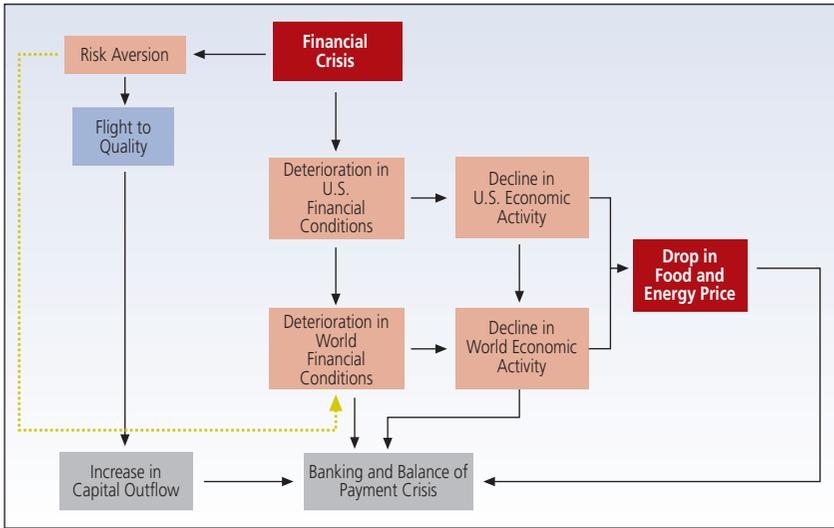
Grafik 3.13. Perkembangan Saving Ratio

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.

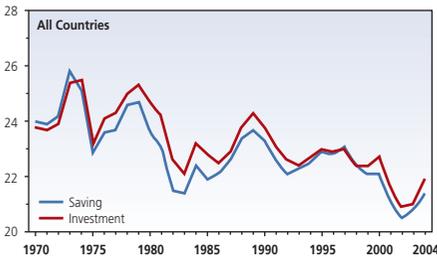
Meskipun hipotesis *global imbalance* sebagai faktor penjelas krisis belakangan ini cukup banyak mendapat dukungan dari berbagai kalangan, baik akademisi maupun praktisi kebijakan, namun hipotesis tersebut juga mendapat kritikan. Taylor (2009) meragukan fenomena *global saving glut* dengan memaparkan 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.



Diagram 3.4 Mekanisme Transmisi Dampak Krisis Global ke Indonesia

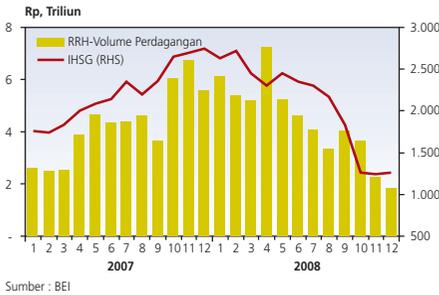
a. Jalur Finansial: Dampak Langsung

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.

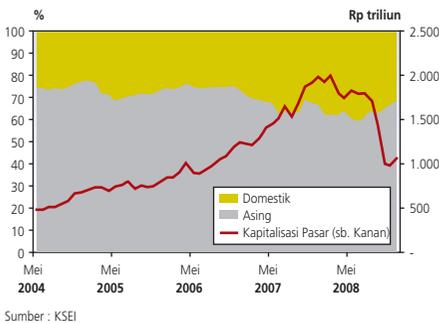
Di pasar saham, volume perdagangan saham dan IHSG mengalami tekanan kuat (Grafik 3.15)

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.



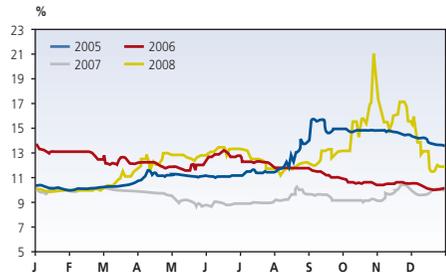
Grafik 3.15. Rata-rata Harian Perdagangan Saham



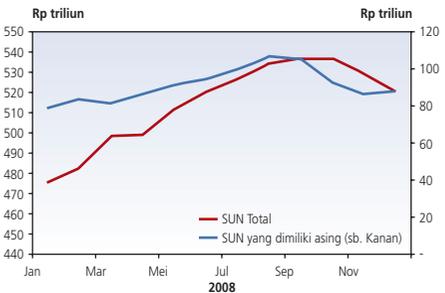
Grafik 3.16. Proporsi Asing dalam Nilai Kapitalisasi Pasar Saham

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)

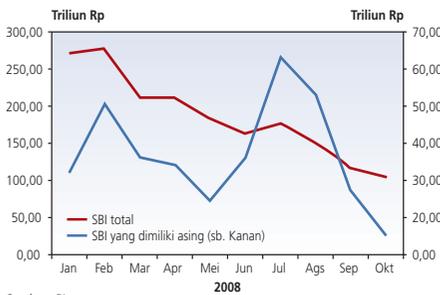


Grafik 3.18. Nilai SUN Total dan SUN yang Dimiliki Asing

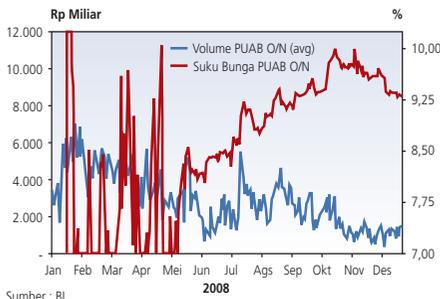
dan 3.18). Selain saham dan SUN, pelepasan porsi kepemilikan asing dalam jumlah besar juga terjadi pada SBI (Grafik 3.19).

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



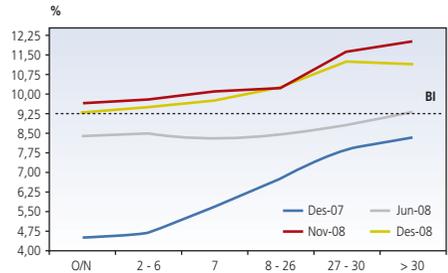
Grafik 3.19. Nilai SBI Total dan SBI yang Dimiliki Asing



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

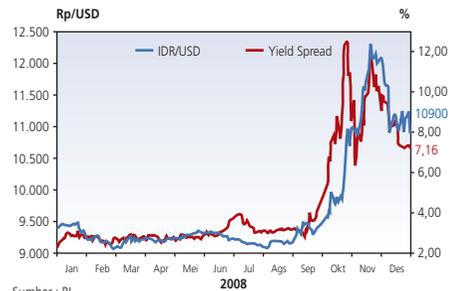
Oktober sampai dengan November 2008. Sejalan dengan itu, suku bunga PUAB untuk semua tenor mengalami kenaikan, terutama pada PUAB dengan tenor diatas O/N (Grafik 3.20).

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 selengkapnya 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 krisis 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

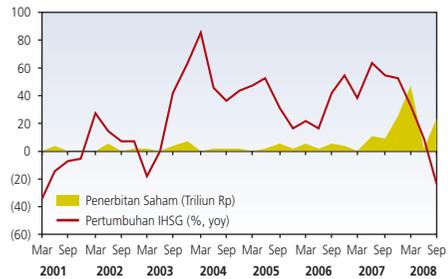
22 Selengkapnya disajikan di publikasi Kajian Stabilitas Keuangan No. 12, Maret 2009.

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

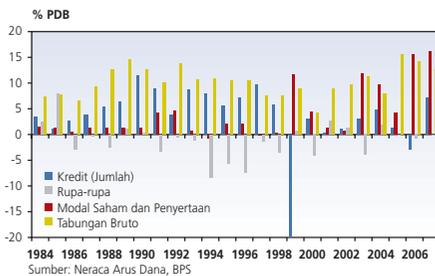
Grafik 3.25. Perkembangan Penerbitan Saham (IPO, *right issue*) dan IHSG

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

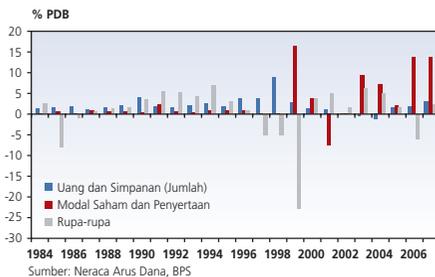
Tahun	Modal Saham dan Penyertaan ⁽¹⁾	IPO ⁽²⁾	Right Issue ⁽³⁾	Penyertaan ⁽³⁾
	(1)	(2)	(3)	(1)-(2)+(3)
2003	241,25	7,51	2,46	231,29
2004	222,58	2,19	4,34	216,05
2005	113,26	3,52	6,63	103,11
2006	519,38	3,01	9,76	506,61
2007	641,94	17,18	29,80	594,96

⁽¹⁾ sumber: NAD - BPS ⁽²⁾ sumber: BEI

⁽³⁾ 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

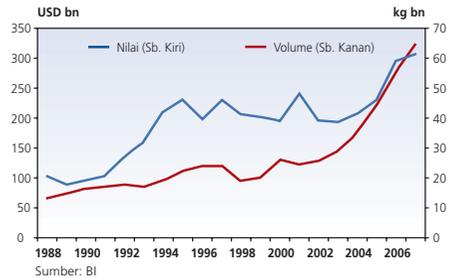
sektor primer akan rentan terhadap *shock* eksternal yang bersumber dari *boom-bust* dalam harga komoditas internasional.

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.

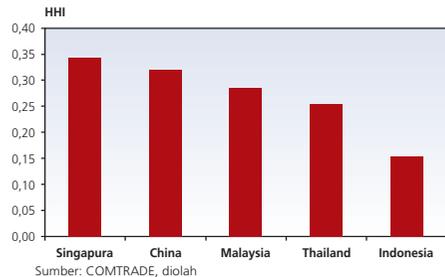
Selain struktur ekspor yang terkait dengan ketergantungan terhadap komoditas primer, komoditas ekspor Indonesia secara umum masih didominasi oleh minyak bumi, gas alam, dan tekstil (Tabel 3.6). Kondisi ini sedikit mengalami perubahan bila dibandingkan periode prakrisis 1997, namun sejak 2000 struktur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

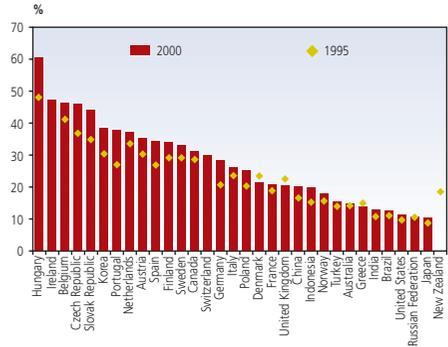
29 Yanuarti, T. et al : "Identifikasi Struktur Ekspor Indonesia (Berdasarkan Tabel Input-Output 2005 dan Statistik Industri 2001-2005", Catatan Riset BI (2008).

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

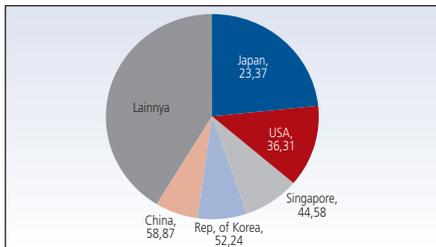
31 Kurniati Y., Cadarajat Y., dan Yanfitri : "Sensitivitas Ekspor Komoditas Unggulan terhadap Perlambatan Pertumbuhan Partner Dagang dan Perubahan Harga Internasional", Catatan Riset BI, Oktober 2008.

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

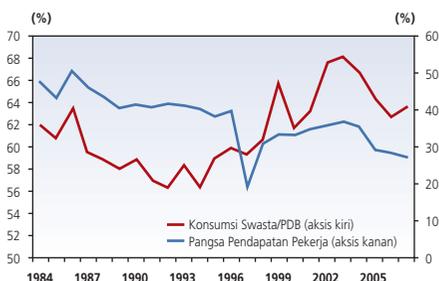
Skenario	Penyerapan tenaga kerja (%)	
	Seluruh sektor	Sektor Industri
Ekspor seluruh sektor turun 1%	-0,166	-0,416
Ekspor sektor pertanian turun 1%	-0,009	-0,001
Ekspor sektor pertambangan turun 1%	-0,005	-0,002
Ekspor sektor industri turun 1%	-0,091	-0,400

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

Bab 4: Prospek Ekonomi Jangka Menengah

Perkembangan perekonomian dunia yang terus memburuk dan belum munculnya tanda-tanda akan segera berakhirnya krisis global menyebabkan prospek perekonomian Indonesia ke depan masih diliputi oleh nuansa ketidakpastian yang tinggi. Dampak krisis dipastikan akan memberikan tekanan yang cukup signifikan, tidak saja pada perekonomian domestik jangka pendek, namun juga akan mempengaruhi lintasan variabel-variabel kunci ekonomi makro dalam jangka menengah.

Meskipun diperkirakan akan mengalami tekanan yang cukup kuat pada tahun 2009, namun dalam jangka menengah perekonomian diperkirakan akan tetap bergerak dalam lintasan pertumbuhan ekonomi yang makin tinggi dengan laju inflasi yang tetap terkendali. Permintaan domestik diperkirakan akan tetap menjadi kekuatan utama pertumbuhan ekonomi, sementara kinerja ekspor juga akan kembali mengalami penguatan sejalan dengan mulai bangkitnya perekonomian global pada tahun 2010.

Penguatan sisi permintaan domestik ini mampu diimbangi dengan meningkatnya daya dukung kapasitas perekonomian, sehingga mampu menjaga kecukupan di sisi produksi. Terjaganya keseimbangan antara sisi permintaan dan penawaran inilah yang merupakan salah satu faktor utama yang menyebabkan perekonomian mampu terus tumbuh tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Meskipun demikian, tekanan yang cukup kuat pada perekonomian dalam jangka pendek menyebabkan pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang akan cenderung terhambat, sehingga secara umum proyeksi perekonomian ini mengalami penyesuaian ke bawah dibandingkan proyeksi sebelumnya (Tabel 4.5 dan 4.6).

Dengan perkembangan ini, pertumbuhan ekonomi pada tahun 2014 diperkirakan mencapai 6,0% – 7,0%, sementara laju inflasi sebesar 4,0%- 5,0%.

Guna mewujudkan tercapainya proyeksi perekonomian di atas, maka perlu diambil sejumlah kebijakan, yang mencakup kebijakan makro (moneter, fiskal, maupun perbankan) serta kebijakan mikro (struktural). Berpijak pada karakteristik perekonomian domestik, maka kebijakan ekonomi secara umum harus diarahkan untuk tetap menjaga ukuran pasar (*market size*) dan daya beli masyarakat. Meskipun demikian, dalam jangka menengah panjang, hanya kekuatan permintaan domestik yang mampu diimbangi oleh sisi produksi (penawaran) yang memungkinkan perekonomian mencapai pertumbuhan tinggi tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Oleh karena itu, dalam perspektif jangka menengah panjang, kemampuan untuk meningkatkan kapasitas produksi domestik menjadi sangat penting.

4.1 Asumsi Perekonomian Global

a. Pertumbuhan Ekonomi Dunia

Prospek perekonomian global masih diliputi dengan ketidakpastian. Di tengah upaya penyelamatan ekonomi yang saat ini sedang berlangsung di berbagai negara, antara lain AS dengan paket stimulus fiskal senilai USD838 miliar, kondisi perekonomian global masih terus memburuk. Dengan perkembangan tersebut, pertumbuhan ekonomi dunia pada 2009 diperkirakan mengalami perlambatan menjadi

1 Berdasarkan rilis WEO *update* Januari 2009.

0,5% dari 3,4% pada tahun 2008.¹ Perlambatan pertumbuhan ekonomi dunia tersebut menyebabkan pertumbuhan volume perdagangan dunia mengalami kontraksi hingga 2,8%.

Prospek pertumbuhan ekonomi global dalam jangka menengah selanjutnya akan sangat ditentukan oleh keberhasilan upaya pemulihan ekonomi dalam jangka pendek ini. Apabila paket stimulus fiskal dapat berjalan mulus dan langkah-langkah penyelamatan perbankan di berbagai negara, khususnya di negara G-7, berhasil memulihkan stabilitas di pasar keuangan, maka beberapa lembaga dunia seperti IMF dan World Bank memperkirakan pertumbuhan ekonomi dunia akan mulai mengalami perbaikan di akhir 2009. Akselerasi pertumbuhan ekonomi global diperkirakan akan mulai terjadi pada 2010 dan selanjutnya akan semakin kuat pada 2011 (Tabel 4.1).

Asesmen Bank Indonesia² terhadap perkiraan pertumbuhan 3 (tiga) negara utama dunia, yakni AS, negara kawasan Euro, dan Jepang, memperkuat perkiraan yang dihasilkan lembaga-lembaga dunia di atas. Pertumbuhan PDB riil AS (y-o-y) pada triwulan I-2009 diperkirakan sebesar -1,9%, triwulan II sebesar -2,5%, triwulan III sebesar -2,1% dan triwulan IV sebesar -0,2%, sehingga pertumbuhan sepanjang tahun 2009 diperkirakan akan sebesar -1,6%. Setelah tahun 2009 Amerika Serikat akan tumbuh positif 2,0% pada 2010 dan selanjutnya 2,7% pada 2011. Untuk kawasan Euro, pertumbuhan PDB riil (y-o-y) sepanjang tiga triwulan pertama 2009 juga negatif yaitu masing-masing

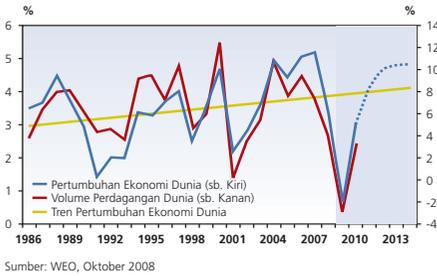
-2,0%, -1,9% dan -1,3%. Pada triwulan IV tahun 2009, kawasan Euro diperkirakan sudah pulih dengan laju pertumbuhan ekonomi sebesar 0,1%. Secara tahunan, pertumbuhan 2009 diprakirakan masih negatif -1,2% untuk kemudian kembali pulih ke tingkat 2,3% pada tahun 2010 dan 2,6% pada tahun 2011. Untuk Jepang, pertumbuhan PDB riil (y-o-y) pada triwulan I – 2009 diperkirakan akan sangat terkontraksi (-3,8%) sebelum menjadi -2,8% pada triwulan II, dan -2,2% di triwulan III, untuk kemudian kembali positif sebesar 0,2% pada triwulan terakhir 2009. Pada tahun 2009 secara keseluruhan ekonomi Jepang tumbuh negatif -2,2% untuk kemudian naik 2,0% tahun 2010 dan 3,2% pada 2011. Berpijak pada perkiraan-perkiraan di atas, lintasan pemulihan ekonomi (*recovery path*) dunia, yang dimotori oleh negara-negara maju, secara kuartalan diperkirakan akan mengikuti pola “*U-shape*”, namun secara tahunan akan cenderung “*V-shape*”.

Tabel 4.1. Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Beberapa Negara pada 2009

Negara	2007	2008	2009	2010
Dunia	5,2	3,4	0,5	3,0
Advanced economies	2,7	1,0	-2,0	1,1
AS	2,0	1,1	-1,6	1,6
Inggris	3,0	0,7	-2,8	0,2
Kanada	2,7	0,6	-1,2	1,6
Euro area	2,6	1,0	-2,0	0,2
- Jerman	2,5	1,3	-2,5	0,1
- Perancis	2,2	0,8	-1,9	0,7
- Italia	2,2	0,8	-1,9	0,7
- Spanyol	2,2	0,8	-1,9	0,7
- Jepang	2,4	-0,3	-2,6	0,6
Emerging economies	8,3	6,3	3,3	5,0
- China	13,0	9,0	6,7	6,7
- India	9,3	7,3	5,1	5,1
- Rusia	8,1	6,2	-0,7	1,3
- Brazil	5,7	5,8	1,8	3,5
- Mexico	3,2	1,8	-0,3	2,1

Sumber: WEO Update Januari 2009

2 Proyeksi dilakukan dengan menggunakan model ARIMBI (*Aggregate Rational Model for Bank Indonesia*), merupakan model yang diadaptasi dari *Forecasting and Policy Analysis System Model* (FPAS Model)-IMF yang telah dimodifikasi.



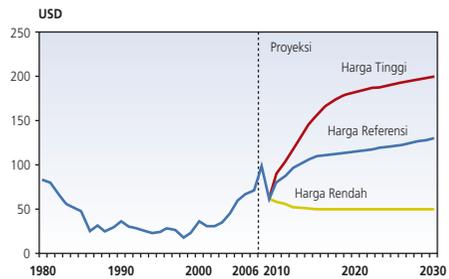
Grafik 4.1. Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi dan Volume Perdagangan Dunia

Berdasarkan asumsi lintasan pemulihan ekonomi seperti diuraikan di atas, pertumbuhan ekonomi dunia dalam jangka menengah (2011-2014) diperkirakan akan tumbuh rata-rata sebesar 4,6%. Angka rata-rata ini masih di bawah rata-rata pertumbuhan pada periode 2004-2007 yang mencapai 4,9%.

b. Inflasi Dunia

Potensi tekanan inflasi ke depan diperkirakan akan berkurang sejalan dengan tren penurunan harga komoditas dunia. Tekanan dari sisi harga minyak diperkirakan akan mulai muncul pada 2010 seiring dengan perkiraan membaiknya perekonomian dunia. Sementara itu dari sisi suplai, meskipun dalam jangka pendek masih diselimiti oleh berbagai keterbatasan seperti kapasitas yang masih rendah, gangguan geopolitik di berbagai negara pengekspor minyak, terbatasnya pembiayaan investasi kilang baru terkait dengan ketatnya likuiditas global, namun dalam jangka panjang suplai minyak secara perlahan diharapkan dapat pulih. Kondisi ini diharapkan dapat mengurangi tekanan terhadap harga. Energy Information Administration (EIA) memperkirakan harga minyak kembali meningkat ke kisaran USD80 per barel pada tahun 2010 dan mencapai USD130 per barel pada 2030 (Grafik 4.2).

Sementara itu, tekanan dari harga pangan dunia dalam jangka panjang diperkirakan akan menurun. Perkiraan ini didasarkan pada pertimbangan kemampuan sisi suplai dalam mengimbangi pertumbuhan permintaan pangan yang didorong oleh perluasan lahan maupun peningkatan produktivitas. Dari sisi permintaan pangan, akselerasi pertumbuhan permintaan pangan akan berkurang sejalan dengan melambatnya pertumbuhan penduduk dunia dan menurunnya efek kenaikan pendapatan terhadap kenaikan permintaan komoditas pangan terutama di negara berkembang. Meskipun demikian apabila kebutuhan untuk bahan baku *biofuel* kembali meningkat, maka harga pangan ke depan akan kembali mengalami tekanan.³



Sumber: Energy Information Administration (EIA)

Grafik 4.2. Perkembangan dan Proyeksi Harga Minyak Dunia

Dengan perkembangan tersebut, dalam jangka menengah inflasi di negara maju diperkirakan akan kembali ke kisaran yang ditargetkan oleh masing-masing Bank Sentral. Di AS, tekanan inflasi setelah mencapai puncaknya pada tahun 2008 pada kisaran 4% diperkirakan secara perlahan akan mencapai level 2,1% pada

3 Global Economic Prospects 2009, World Bank.

tahun 2010. Di negara berkembang, inflasi diperkirakan akan menurun secara gradual meskipun masih di atas laju inflasi di negara-negara maju (Tabel 4.2).

Tabel 4.2. Perkiraan Inflasi Dunia

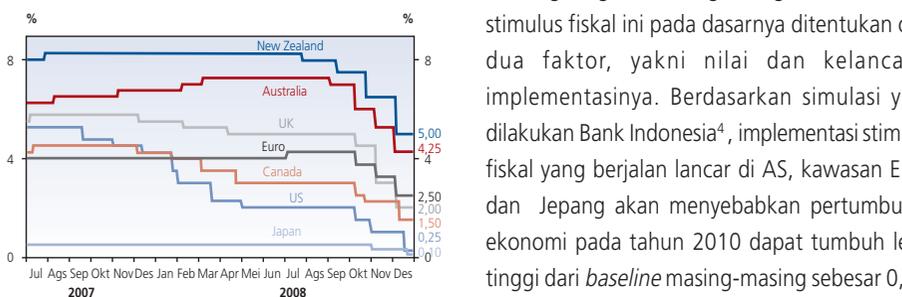
Negara	2007	2008	2009	2010
Advance economies	2,1	3,5	0,3	0,8
Emerging economies	6,4	9,2	5,8	5

Sumber : WEO update edisi Januari 2009

c. Respons Kebijakan Global

Menurunnya tekanan inflasi di berbagai negara memberikan ruang bagi penurunan suku bunga, dalam upaya untuk mendorong pemulihan ekonomi. Langkah pelonggaran kebijakan moneter diperkirakan akan terus berlangsung hingga tahun 2009. Sejalan dengan perkiraan mulai pulihnya perekonomian global pada tahun 2010, suku bunga di berbagai negara diperkirakan akan mengalami peningkatan, sebagai respons dari tekanan inflasi yang mulai muncul.

Bersamaan dengan penurunan suku bunga,



Sumber: Bloomberg

Grafik 4.3. Perkembangan Tingkat Suku Bunga Kebijakan Internasional

upaya pemulihan stabilitas pasar keuangan juga terus berlangsung, antara lain melalui program

penyelamatan aset perbankan. Di AS, program TARP (*Troubled Asset Relief Program*) senilai USD700 miliar, yang telah dimulai sejak Oktober 2006, terus digulirkan. Program yang terdiri dari serangkaian kebijakan tersebut pada dasarnya ditujukan untuk mengembalikan stabilitas pasar keuangan, memperkuat institusi keuangan, dan menopang likuiditas pasar keuangan. Salah satu program dalam TARP adalah *Capital Purchase Program* senilai USD250 miliar, di mana lembaga keuangan dapat menjual sahamnya sebanyak 1-3% dari aset berisiko ke *US Treasury* (Departemen Keuangan AS). Program sejenis TARP di AS ini pada Januari 2009 juga diberlakukan di Inggris yang dikenal sebagai *Bank of England Asset Purchase Facility* (BoEAPF). Dalam BoEAPF sejumlah dana akan dikururkan dari *UK Treasury* ke *Bank of England* (BoE), yang selanjutnya akan digunakan oleh BoE untuk membeli aset-aset bermasalah dari sistem perbankan.

Selain melalui pelonggaran kebijakan moneter, upaya pemulihan kondisi ekonomi melalui stimulasi fiskal juga akan terus berlangsung di berbagai negara. Efektivitas stimulus fiskal ini pada dasarnya ditentukan oleh dua faktor, yakni nilai dan kelancaran implementasinya. Berdasarkan simulasi yang dilakukan Bank Indonesia⁴, implementasi stimulus fiskal yang berjalan lancar di AS, kawasan Euro, dan Jepang akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2010 dapat tumbuh lebih tinggi dari *baseline* masing-masing sebesar 0,2% (AS dan Kawasan Euro) dan 0,3% (Jepang).

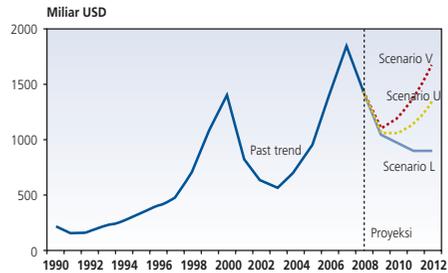
4 Ibid., hal 70

d. Aliran Foreign Direct Investment (FDI) Global

Selama periode 2003-2007, FDI tumbuh pesat sebagai dampak dari tingginya pertumbuhan ekonomi dunia. Aliran masuk (*inflows*) FDI global pada 2007 tercatat USD 1,8 triliun⁵, yang merupakan pencapaian tertinggi selama ini. Akan tetapi, krisis *subprime mortgage* di AS pada 2007 mengakibatkan *inflow* FDI pada 2008 diperkirakan turun sebesar 20%. Dalam jangka menengah, perkiraan *inflow* FDI global akan sangat bergantung pada proses pemulihan ekonomi global. UNCTAD secara moderat memperkirakan perbaikan aliran FDI global akan terjadi memasuki tahun 2011 dengan asumsi resesi global akan semakin memburuk hingga akhir tahun 2010. Perbaikan aliran FDI yang lambat ini dipicu oleh terbatasnya nilai *cross-border* akuisisi dan merger yang disebabkan masih rendahnya harga saham dan lambatnya proses internasionalisasi perusahaan (skenario U atau *baseline*). Sementara itu, dengan perkiraan yang lebih optimis, aliran FDI global dapat membaik dengan cepat pada akhir tahun 2009 yang didorong oleh berakhirnya resesi di semester II-2009. Perbaikan ekonomi tersebut mendorong pulihnya kepercayaan investor yang disertai dengan tidak adanya proteksionisme dan restrukturisasi industri yang memicu timbulnya merger dan akuisisi (skenario V). Namun demikian, jika resesi global berlangsung lebih lama dan menimbulkan dampak yang lebih buruk dari yang diperkirakan yang disertai dengan meningkatnya proteksionisme dan sikap perusahaan yang masih berhati-hati dalam berinvestasi, terutama yang bertujuan membiayai ekspansi ke dunia internasional, maka proses perbaikan aliran FDI global belum pulih sebelum tahun 2012 (skenario L atau pesimis). Besarnya

aliran FDI yang dihasilkan dari ketiga skenario tersebut disajikan pada Grafik 4.4.

4.2 Asumsi Domestik



Sumber: UNCTAD, 2009

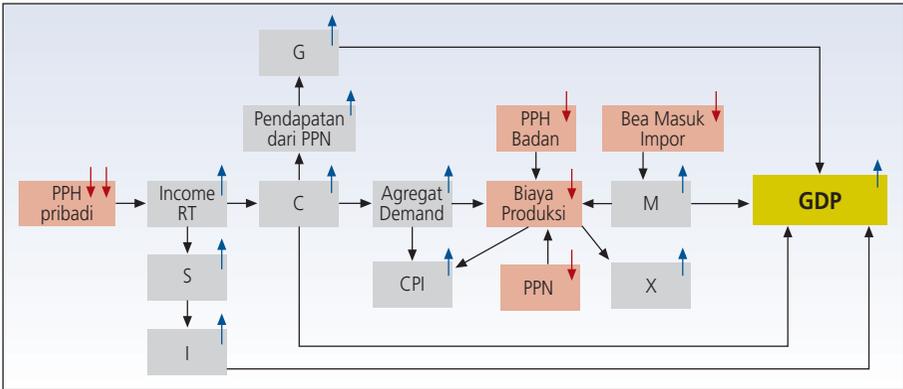
Grafik 4.4. Skenario Perbaikan Aliran FDI

a. Kebijakan Fiskal

Arah kebijakan fiskal ke depan akan ditujukan untuk tetap memberikan peningkatan stimulus bagi perekonomian, dengan tetap mempertahankan sustainabilitas fiskal. Sebagai respons dari krisis finansial global, maka stimulus fiskal pada tahun 2009 mengalami penajaman sebagai cerminan dari kebijakan *countercyclical*, yang ditujukan antara lain untuk mempertahankan daya beli masyarakat (lihat Bab 2). Berdasarkan simulasi yang dilakukan Bank Indonesia, stimulus fiskal pada 2009 sebesar Rp71,3 triliun akan berdampak cukup signifikan pada pertumbuhan ekonomi, sepanjang dapat terimplementasi dengan baik dan tepat waktu.⁶ Dampak dari stimulus tersebut mampu menggerakkan sisi permintaan maupun penawaran agregat dalam perekonomian. Stimulus melalui pengurangan

5 Sumber : UNCTAD.

6 Simulasi dilakukan dengan menggunakan Model SEMAR (*Social Economic Model for Analysis of Real Sector*) Bank Indonesia, merupakan model yang berbasis pada *Computable General Equilibrium* (CGE) dan menggunakan data *Social Accounting Matrix* (SAM) 2005.



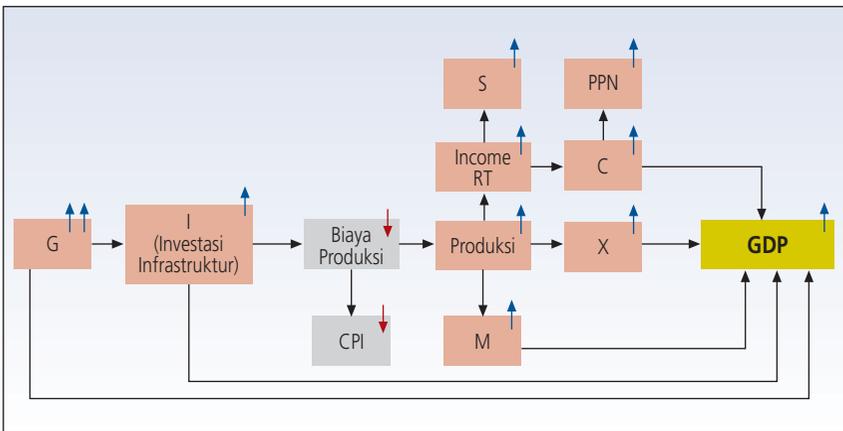
Sumber: Model SEMAR, BI

Diagram 4.1 Mekanisme Transmisi Penurunan Pajak

pajak PPh akan ditransmisikan melalui meningkatnya pendapatan (*disposable income*) dan berujung pada kenaikan konsumsi dari perusahaan dan rumah tangga (RT). Selain konsumsi yang meningkat, tabungan perusahaan dan RT juga meningkat, sehingga pada akhirnya ikut mendorong peningkatan investasi. Selain itu, pelonggaran Bea Masuk impor bahan baku dan barang modal juga ikut andil meningkatkan nilai impor. Ekspor juga mengalami peningkatan dari

meningkatnya produksi masing-masing sektoral dan juga adanya insentif PPN. Mengingat stimulus fiskal tipe ini lebih berdampak pada permintaan agregat, maka inflasi diperkirakan juga akan meningkat meskipun tidak signifikan (Diagram 4.1).

Stimulus fiskal berupa pengeluaran untuk pembangunan infrastruktur akan memberikan dampak positif secara sektoral melalui peningkatan produktivitas dan impor (terutama barang modal



Sumber: Model SEMAR, BI

Diagram 4.2 Mekanisme Transmisi Peningkatan Pengeluaran Pemerintah

dan bahan baku). Peningkatan produktivitas ini akan meningkatkan produksi komoditas secara sektoral dan pada akhirnya akan mendorong turunnya harga domestik. Sementara itu, ekspor juga akan meningkat meski tidak signifikan. Pada gilirannya, peningkatan produksi akan diimbangi oleh peningkatan pendapatan bagi rumah tangga sehingga akhirnya konsumsi secara agregat juga akan meningkat. Mengingat stimulus fiskal berupa belanja infrastruktur lebih mendorong penawaran agregat, maka diperkirakan akan terjadi deflasi di harga domestik (Diagram 4.2).

Selanjutnya dalam rangka menjaga kesinambungan fiskal, defisit fiskal dalam beberapa tahun ke depan ini diperkirakan akan berangsur-angsur berkurang. Asumsi ini konsisten dengan arah kebijakan fiskal seperti tertuang dalam Kerangka APBN Jangka Menengah-APBN 2009, yang mengedepankan tercapainya sustainabilitas fiskal.

b. Aliran Masuk FDI

Aliran masuk FDI ke Indonesia diperkirakan menurun dalam jangka pendek akibat masih kuatnya aliran *capital outflow* ke negara-negara maju untuk memenuhi kewajiban pembayaran utang multinasional dan menutup kerugian yang dialami perusahaan induk sebagai dampak dari krisis finansial global. Meskipun demikian, ke depan peluang Indonesia untuk menikmati aliran masuk FDI masih cukup besar. Berdasarkan *World Investment Prospects Survey (WIPS) 2008-2010*, kawasan Asia Timur, Asia Selatan, dan Asia Tenggara masih menjadi kawasan paling menarik untuk penempatan FDI (Tabel 4.3). Faktor yang menjadikan kawasan ini menarik adalah pertumbuhan pasar yang tinggi dan tenaga kerja

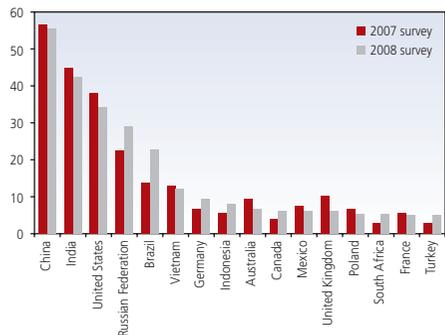
Tabel 4.3. Sepuluh Wilayah yang Paling Menarik: Perbandingan Peringkat pada Survei Tahun 2007 dan 2008

Wilayah	Peringkat WIPS		
	2007	2008	Perubahan
Asia Selatan, Timur, dan Tenggara	1	1	0
Amerika Utara	2	3	-1
EU-15	3	2	1
New EU-12	4	4	0
Negara maju lainnya	5	7	-2
Amerika Latin	6	5	1
Negara Eropa lainnya	7	9	-2
Eropa Tenggara dan CIS	8	6	2
Asia Barat	9	8	1
Afrika Utara	10	10	0

*) Negatif artinya peringkat turun
 Sumber: WIPS 2008 -2010

murah.

Sementara itu, Indonesia masih menjadi salah satu negara paling menarik untuk penempatan FDI. Bahkan untuk survei tahun 2008 ini, Indonesia menempati peringkat 8, lebih tinggi dibandingkan hasil survei 2007 yang hanya menempati posisi 12 (Grafik 4.5). Untuk Indonesia, perbaikan iklim bisnis dan akses ke sumber daya alam menjadi motivasi utama aliran FDI, disusul tingkat



Sumber: WIPS 2008-2010

Grafik 4.5. 15 Negara Paling Menarik Dalam Penempatan FDI

Tabel 4.4. Asumsi Dasar Eksternal dan Domestik

Variabel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pertumbuhan Ekonomi Dunia (%)	3,4	0,5	3,0	4,2	4,7	4,8	4,8
Inflasi US (%)	4,1	1,8	2,0	2,1	2,09	2,09	2,09
LIBOR (%)	3,3	1,9	2,5	3,0	3,5	3,7	3,7
Defisit Keuangan Pemerintah (% PDB)	-0,1	-1,7	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7

pertumbuhan dan ukuran pasar (*market size*).

c. Reformasi Struktural dan Peningkatan Kapasitas Kelembagaan

Pemerintah secara konsisten akan terus menjalankan serangkaian kebijakan dalam rangka reformasi struktural dan peningkatan kapasitas kelembagaan. Keberhasilan implementasi dari serangkaian kebijakan ini diharapkan akan memperbaiki iklim investasi secara signifikan. Perbaikan iklim investasi ini meliputi : 1) Perbaikan infrastruktur, termasuk di dalamnya adalah fasilitas jalan, pelabuhan, dan kecukupan energi; 2) Penyederhanaan izin usaha dan pertanahan; 3) Kelancaran arus barang dan kepabeanaan; 3) Perpajakan.

Perbaikan iklim investasi ini akan menciptakan iklim yang kondusif bagi kegiatan investasi maupun masuknya FDI ke Indonesia. Masuknya FDI ini, selain akan membawa peningkatan kapital secara fisik, juga diharapkan akan memicu peningkatan produktivitas dan efisiensi produksi (atau yang dikenal sebagai *total factor productivity*-TFP), sebagai dampak dari alih teknologi dan manajemen yang masuk bersama FDI. Peningkatan TFP ini pada akhirnya akan merupakan faktor kunci perbaikan di sisi produksi. Dalam *World Development Report* (2005) dikemukakan bahwa pada periode 1960-2000, ditemukan bahwa faktor dominan (45%-90%) yang menyebabkan perbedaan pertumbuhan antarnegara adalah perbedaan dalam TFP, bukan

dalam akumulasi kapital maupun tenaga kerja. Hal ini disebabkan dalam jangka panjang kontribusi dari akumulasi kapital maupun tenaga kerja akan semakin menurun sejalan dengan semakin menurunnya tambahan produktivitas dari kedua faktor tersebut.

Berbagai asumsi eksternal dan domestik di atas dijadikan dasar dalam penyusunan proyeksi ekonomi Indonesia 2009-2014, yang selengkapnya disajikan sebagai berikut :

4.3 Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009 – 2014

Berdasarkan asumsi-asumsi di atas, perekonomian Indonesia dalam jangka menengah diperkirakan akan tetap bergerak dalam lintasan pertumbuhan ekonomi yang makin tinggi, namun mampu dibarengi dengan tetap terkendalinya tingkat inflasi. Permintaan domestik diperkirakan akan tetap menjadi kekuatan utama pertumbuhan ekonomi, seperti yang telah ditunjukkan dalam satu dasawarsa terakhir. Sementara itu, kinerja ekspor juga akan kembali mengalami penguatan sejalan dengan mulai bangkitnya perekonomian global. Kuatnya sisi permintaan ini mampu diimbangi dengan meningkatnya daya dukung kapasitas perekonomian, sehingga mampu menjaga kecukupan di sisi produksi. Terjaganya keseimbangan antara sisi permintaan dan penawaran inilah yang merupakan salah satu faktor utama yang menyebabkan perekonomian

mampu terus tumbuh tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Perekonomian Indonesia pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan dapat tumbuh masing-masing pada kisaran 5,7 – 6,7% dan 6,0-7,0%. Angka perkiraan pertumbuhan ekonomi tahun 2013 tersebut mengalami penyesuaian ke bawah dibandingkan prakiraan sebelumnya yang mencapai 6,7 – 7,2%. Sementara itu, laju inflasi pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan akan berada dalam kisaran 4,4 – 5,4% dan 4,0-5,0%, cenderung lebih tinggi dibandingkan prakiraan sebelumnya sebesar 2,5 – 4,5% pada tahun 2013 (Tabel 4.5 dan 4.6).

Dengan adanya optimisme keberhasilan implementasi kebijakan penanganan krisis di berbagai negara terutama di negara maju seperti AS dan negara-negara di kawasan Eropa, perekonomian dunia diperkirakan mulai mengalami *rebound* pada tahun 2010. Ekspansi perekonomian

dunia tersebut diharapkan terus berlanjut secara bertahap hingga tahun 2014. Untuk Indonesia, keberhasilan implementasi paket stimulus fiskal yang berspektrum jangka pendek terkait dengan upaya pencegahan dan penanganan dampak krisis, juga menjadi pijakan yang sangat penting dan menentukan keberhasilan program perbaikan ekonomi dalam jangka menengah.

Sejalan dengan skenario perbaikan ekonomi global di atas, kinerja ekspor pada tahun 2010 diperkirakan akan kembali mengalami penguatan. Pada periode selanjutnya penguatan kinerja ekspor diperkirakan akan semakin mantap, yang didukung oleh semakin membaiknya daya saing sebagai hasil dari implementasi berbagai perbaikan struktural yang secara konsisten dilaksanakan oleh Pemerintah. Dengan perkembangan ini, pertumbuhan ekspor pada 2014 diperkirakan mencapai 10,5-11,5%.

Tabel 4.5. Update Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014

Proyeksi	2008	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*	2014*
Pertumbuhan PDB (%)	6,06	3,5 - 4,5	4,5 - 5,5	5,0 - 6,0	5,4 - 6,4	5,7 - 6,7	6,0 - 7,0
- Konsumsi Masyarakat (%)	5,34	3,2 - 4,2	4,0 - 5,0	4,6 - 5,6	4,9 - 5,9	5,0 - 6,0	5,1 - 6,1
- Investasi Swasta (%)	12,06	4,9 - 5,9	7,4 - 8,4	9,3 - 10,3	9,8 - 10,8	10,3 - 11,3	10,6 - 11,6
- Konsumsi dan Investasi Pemerintah (%)	10,10	9,3 - 10,3	7,1 - 8,1	6,0 - 7,0	5,0 - 6,0	4,2 - 5,2	3,8 - 4,8
- Ekspor Barang & Jasa (%)	9,49	(-5,1) - (-4,1)	6,7 - 7,7	9,2 - 10,2	9,8 - 10,8	10,2 - 11,2	10,5 - 11,5
- Impor Barang & Jasa (%)	10,03	(-5,3) - (-4,3)	8,4 - 9,4	9,6 - 10,6	10,2 - 11,2	10,4 - 11,4	10,5 - 11,5
Inflasi (%)	11,06	5,0 - 7,0	6,0 - 7,0	5,1 - 6,1	4,5 - 5,5	4,4 - 5,4	4,0 - 5,0

Ket: *Proyeksi Bank Indonesia Januari 2009

Tabel 4.6. Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2013*)

Proyeksi	2007	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Pertumbuhan PDB (%)	6,32	6,1 - 6,5	6,2 - 6,7	6,0 - 6,8	6,2 - 6,9	6,5 - 7,0	6,7 - 7,2
- Konsumsi Masyarakat (%)	5,04	5,1 - 5,6	5,2 - 5,9	5,2 - 5,6	5,4 - 5,8	5,6 - 6,0	5,7 - 6,1
- Konsumsi Pemerintah (%)	3,89	5,8 - 6,3	12,5 - 13,5	5,3 - 5,7	5,5 - 5,9	5,7 - 6,1	5,9 - 6,3
- Investasi (%)	9,16	12,7 - 13,2	13,6 - 14,6	10,5 - 12,0	11,0 - 12,5	12,0 - 13,5	12,5 - 13,9
- Ekspor Barang & Jasa (%)	8,02	14,6 - 15,1	9,1 - 10,1	10,7 - 11,3	11,3 - 11,7	11,7 - 12,3	12,2 - 12,6
- Impor Barang & Jasa (%)	8,89	16,3 - 16,8	16,4 - 17,4	13,7 - 14,1	14,3 - 14,7	15,1 - 15,5	15,8 - 16,2
Inflasi (%)	6,59	11,5 - 12,5	6,5 - 7,5	4,5 - 6,5	3,5 - 5,5	3,0 - 5,0	2,5 - 4,5

Ket: *Proyeksi Bank Indonesia Juli 2008

*) Sumber: OEI edisi Juli 2008

Sejalan dengan membaiknya kinerja sektor eksternal, permintaan domestik juga akan kembali mengalami penguatan seperti ditunjukkan oleh peningkatan konsumsi masyarakat. Pada tahun 2014 konsumsi masyarakat diperkirakan akan berada dalam kisaran 5,1-6,1%. Sementara itu, Pemerintah diperkirakan juga akan tetap memberikan stimulus meskipun dengan intensitas yang semakin berkurang sejalan dengan asumsi semakin kecilnya defisit anggaran pemerintah. Asumsi ini konsisten dengan arah kebijakan fiskal yang mengedepankan tercapainya sustainabilitas fiskal (seperti tertuang dalam Kerangka APBN Jangka Menengah-APBN 2009). Dengan kondisi yang demikian, pengeluaran pemerintah yang terdiri atas pengeluaran konsumsi dan investasi diperkirakan akan tumbuh pada kisaran 3,8-4,8% pada tahun 2014.

Sejalan dengan pergerakan dinamika perekonomian, pertumbuhan impor diprediksikan juga akan terus meningkat, yang didorong oleh meningkatnya kebutuhan bahan baku untuk memenuhi permintaan ekspor dan juga untuk memenuhi permintaan domestik. Kondisi ini berpotensi untuk menciptakan tekanan di neraca transaksi berjalan, yang pada gilirannya akan memberikan tekanan ke nilai tukar rupiah. Meskipun demikian, kondisi *real interest rate differential* yang masih terjaga serta cukup menjanjikannya peluang untuk meraih aliran masuk FDI, menyebabkan tekanan di neraca berjalan dapat diminimalkan. Berdasarkan hal ini, pergerakan nilai tukar ke depan diperkirakan akan tetap stabil.

Di sisi produksi, tekanan terhadap *marginal cost* perusahaan diperkirakan akan makin berkurang sejalan dengan asumsi menurunnya

harga komoditas dunia. Pergerakan nilai tukar yang stabil dengan kecenderungan apresiasi juga mendorong perusahaan untuk mengoptimalkan penggunaan faktor-faktor produksinya seperti kapital dan bahan baku impor (*imported raw materials*). Selain itu, faktor lain yang teramat penting dalam mendorong peningkatan produksi adalah meningkatnya iklim investasi yang merupakan hasil dari serangkaian kebijakan reformasi struktural yang dilaksanakan Pemerintah. Perbaikan iklim investasi ini disamping akan meningkatkan akumulasi kapital secara fisik, diharapkan juga akan meningkatkan efisiensi produksi yang dibawa masuk bersama dengan FDI. Peningkatan efisiensi yang dibarengi dengan menurunnya *marginal cost* ini pada akhirnya berdampak pada menurunnya tekanan inflasi dalam jangka panjang, hingga diperkirakan mencapai 4,0-5,0%.

Kondisi tersebut dipadu dengan upaya Bank Indonesia untuk secara konsisten mencapai kestabilan harga (laju inflasi yang rendah dan stabil) melalui respon *BI rate* secara tepat dan terukur, sehingga tetap menjaga momentum penguatan pertumbuhan ekonomi. Kestabilan harga yang tercapai ini pada akhirnya akan turut memperkuat daya beli masyarakat, yang selanjutnya akan semakin memperkuat kesinambungan penguatan ekonomi dalam jangka panjang.

Namun demikian, apabila implementasi dari program-program kebijakan pemerintah yang berspektrum jangka pendek terutama implementasi stimulus fiskal sebagai bagian dari kebijakan publik yang bersifat *counter-cyclical*, tidak berjalan optimal dan tepat waktu, maka terdapat kemungkinan proses pemulihan ekonomi Indonesia akan berlangsung lebih lama dari yang diperkirakan mengikuti pola *U-shape*. Kondisi ini

selanjutnya berpotensi mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam jangka menengah ke lintasan yang lebih rendah dari perkiraan semula.

4.4 Implikasi Kebijakan

Pengamatan terhadap data ekonomi dalam satu dasawarsa terakhir menunjukkan indikasi kuat karakteristik perekonomian nasional yang mengarah pada *domestic-demand led growth*. Kekuatan ukuran pasar (*market size*) ini juga diyakini merupakan salah satu penyebab lebih kuatnya daya tahan perekonomian terhadap kejutan eksternal belakangan ini.

Berpijak pada karakteristik ini, arah kebijakan ekonomi secara umum harus diarahkan untuk tetap menjaga ukuran pasar (*market size*) dan daya beli masyarakat. Meskipun demikian, dalam jangka menengah panjang, hanya kekuatan permintaan domestik yang mampu diimbangi oleh sisi produksi (penawaran) yang memungkinkan perekonomian mencapai pertumbuhan tinggi tanpa harus mengorbankan stabilitas harga. Oleh karena itu, dalam jangka menengah panjang, kemampuan untuk meningkatkan kapasitas produksi domestik menjadi sangat penting. Berikut sejumlah kebijakan yang perlu dilakukan guna mendukung pencapaian performa perekonomian yang diharapkan:

4.4.1 Kebijakan Ekonomi Makro (Moneter dan Fiskal)

- Kebijakan moneter akan secara konsisten dilakukan dengan mengacu kepada *Inflation Targeting Framework (ITF)*. Meskipun demikian, pelaksanaan dari ITF tersebut akan dilakukan dengan tetap mengupayakan keseimbangan yang optimal antara mempertahankan kestabilan harga, menjaga

ketenangan pasar keuangan, mengawal integritas sistem, dan menggairahkan sektor riil. Guna mendukung implementasi ITF, maka langkah-langkah penyempurnaan kebijakan moneter di tingkat operasional juga akan terus dilakukan.

- Sementara itu, di bidang perbankan, belajar dari krisis finansial global yang terjadi, maka langkah-langkah memperkuat manajemen risiko dan prinsip *good governance* di lembaga-lembaga keuangan bank dan non-bank perlu makin diperkuat. Selain itu, mitigasi risiko di sektor keuangan juga perlu dilakukan dengan memperkuat *surveillance*, baik di tingkat makro maupun mikro. Pengawasan dini yang diterapkan Bank Indonesia dengan mengembangkan model deteksi dini antara lain *stress tests*, *financial stability index*, dan analisis *probability of default*, perlu terus disempurnakan.
- Kebijakan fiskal secara umum akan tetap diarahkan untuk menjaga keseimbangan antara tetap memberikan stimulus ke perekonomian dan mempertahankan kesinambungan fiskal. Dalam jangka pendek, rencana stimulus fiskal sebagai bagian dari kebijakan publik yang bersifat *counter-cyclical* guna menahan pelemahan ekonomi yang lebih dalam, diharapkan dapat berjalan optimal dan tepat waktu. Dalam jangka menengah, langkah-langkah optimalisasi penerimaan negara perlu terus dilakukan dengan tetap memperhatikan perlunya insentif fiskal untuk sektor-sektor prioritas guna tetap memacu investasi di dalam negeri. Dari sisi pengeluaran, perlu adanya suatu mekanisme kebijakan yang menekankan pencapaian hasil tertentu atas

alokasi anggaran yang telah disediakan. Selain itu, berdasarkan pengamatan terhadap perkembangan realisasi APBD beberapa tahun terakhir, perlu diciptakan suatu mekanisme untuk mengoptimalkan pemanfaatan surplus di pemerintah daerah guna meningkatkan stimulus fiskal di daerah.

- Koordinasi fiskal dan moneter mutlak diperlukan demi terciptanya konsistensi dan keselarasan kebijakan yang diambil. Kemitraan strategis dan koordinasi yang selama ini telah terjalin antara Pemerintah dan Bank Indonesia perlu terus dipererat. Dalam penetapan sasaran inflasi misalnya, koordinasi yang baik dan harmonisasi kebijakan antara Bank Indonesia dan Pemerintah akan menjadikan sasaran inflasi lebih kredibel. Dalam hal pengendalian inflasi, langkah-langkah koordinasi kebijakan yang selama ini telah berlangsung melalui Forum Koordinasi Pengendalian Inflasi, Tim Pengendalian Inflasi dan Tim Koordinasi Stabilisasi Pangan Pokok akan terus diperkuat dan ditingkatkan. Selain itu, upaya pengendalian inflasi di tingkat daerah melalui Tim Pengendalian Inflasi Daerah yang merupakan koordinasi antara instansi terkait di daerah dengan Kantor Bank Indonesia akan terus diintensifkan.

B. Kebijakan Ekonomi Mikro (Struktural)

Untuk mendorong sektor riil agar bergerak lebih cepat dan berdaya tahan tinggi, perbaikan iklim investasi merupakan faktor yang sangat penting. Ketersediaan infrastruktur dan kualitas institusi yang memadai merupakan bagian penting dari terciptanya iklim investasi yang kondusif. Infrastruktur yang baik akan menjamin kelancaran arus barang modal dan input antara guna terciptanya proses produksi yang lancar dan fleksibel dalam merespons permintaan pasar serta menjamin kelancaran distribusi barang komoditas maupun hasil industri. Perbaikan iklim investasi ini juga sangat penting guna mendorong peningkatan daya saing ekonomi Indonesia, mengingat relatif masih belum terlalu baiknya peringkat daya saing Indonesia khususnya di negara-negara kawasan. Di samping itu, peningkatan kapasitas kelembagaan perlu diberi prioritas yang tinggi. Hal ini mencakup perbaikan-perbaikan yang terkait investasi (baik perizinan, keamanan dan kepastian usaha), *human capital development* (keterampilan, pendidikan dan kesehatan), efisiensi dan produktivitas produksi, serta distribusi barang dan jasa.

Bab 5: Topikal Isu

Krisis keuangan global yang berpusat di negara-negara maju telah menyebar ke berbagai belahan dunia dengan sangat cepat termasuk ke Indonesia. Kecepatan penyebaran ini salah satunya didukung oleh struktur pasar keuangan global yang telah terintegrasi dengan baik saat ini. Terintegrasinya pasar keuangan global di satu sisi memberikan manfaat yang besar bagi perekonomian suatu negara karena mempercepat proses pengembangan pasar keuangan domestik, meningkatkan efisiensi pasar, dan membuka akses yang besar terhadap sumber pembiayaan luar negeri. Di sisi lain, integrasi ini juga menjadikan pasar keuangan domestik lebih rentan terhadap kejutan eksternal.

Hasil kajian Nugroho, et.al (2008) tentang "Dampak Integrasi Pasar Keuangan Global terhadap Pasar Keuangan Domestik" sebagaimana diuraikan pada bagian 5.1 bab ini menunjukkan pasar keuangan Indonesia telah terintegrasi dengan pasar keuangan global dengan derajat yang bervariasi antar jenis pasar keuangan. Oleh karenanya untuk mengurangi efek negatif dari kejutan eksternal terhadap pasar keuangan domestik, maka upaya pengembangan pasar termasuk *market deepening* dan pengembangan instrumen pasar perlu terus dilanjutkan.

Gejolak di pasar keuangan yang disertai meningkatnya persepsi resiko berpotensi besar memicu aliran modal keluar yang dampak lanjutannya berpotensi memberikan tekanan yang besar ke perkembangan nilai tukar rupiah. Hasil kajian Sahminan, et.al. (2008) tentang *balance-sheet effect* depresiasi nilai tukar rupiah terhadap perusahaan yang *go public* di Indonesia yang dipaparkan pada bagian 5.2 menunjukkan secara umum solvabilitas sampel perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) akan memburuk apabila nilai tukar rupiah mengalami depresiasi.

Selain melalui pasar keuangan, dampak krisis keuangan global dapat berpengaruh ke perekonomian domestik melalui jalur perdagangan. Sebagaimana telah diuraikan pada bab 3 bahwa intensitas dampak melalui jalur ini sangat ditentukan oleh struktur ekspor Indonesia seperti yang ditunjukkan oleh kajian Kurniati, et. al (2008) mengenai "Struktur dan Produktivitas Ekspor serta Potensinya dalam Mendorong Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia" pada bagian 5.2 bab ini.

Dengan pemaparan berbagai kajian tersebut diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai karakteristik perekonomian Indonesia termasuk potensinya terhadap imbas krisis keuangan global yang masih berlangsung hingga saat ini.

5.1. Dampak Integrasi Pasar Keuangan Indonesia dengan Pasar Keuangan Global

Disiapkan oleh M. Noor Nugroho, Yati Kurniati, dan Yanfitri, Biro Riset Ekonomi, DKM

5.1.1 Pendahuluan

Pasar keuangan domestik banyak dipengaruhi oleh perkembangan yang terjadi di pasar keuangan global. Krisis Asia tahun 1997 dan yang terakhir krisis *subprime mortgage* di AS merupakan contoh besarnya pengaruh kejutan eksternal. Semakin terintegrasinya pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan global menjadi tantangan yang besar ke depan, sehingga mendorong kebutuhan untuk memahami perkembangan pasar keuangan serta mengetahui potensi pengaruh perkembangan faktor eksternal.

Kajian ini bertujuan menjawab pertanyaan seberapa besar pengaruh pasar keuangan global terhadap pasar keuangan domestik dengan melakukan pengujian tingkat integrasi dengan menggunakan pendekatan harga dan mengukur besarnya pengaruh eksternal terhadap pasar keuangan domestik. Mengingat luasnya pasar keuangan, kajian ini difokuskan pada pasar saham, pasar obligasi dan pasar valuta asing (valas) yang diminati banyak investor asing.

5.1.2 Metodologi dan Data

Kajian ini diawali dengan pemilihan *benchmark price indicator* yang dapat merepresentasikan perkembangan harga aset di pasar keuangan global untuk menyederhanakan analisis, sehingga tidak perlu melihat perkembangan di banyak pasar keuangan global. Selanjutnya *benchmark indicator* tersebut digunakan untuk mengukur tingkat integrasi pasar keuangan domestik dengan pasar keuangan

global, serta untuk mengukur besarnya pengaruh perkembangan yang terjadi di pasar keuangan global terhadap pasar keuangan domestik.

Pengukuran tingkat integrasi pasar dilakukan dengan analisis regresi *benchmark indicator* terhadap indikator pasar keuangan domestik. Untuk mengukur perkembangan proses integrasi dilakukan metode regresi bergulir (*rolling regression*). Sementara pengukuran besarnya pengaruh pasar keuangan global terhadap pasar keuangan domestik dilakukan dengan meregresi (metode kointegrasi dan *error correction model*) *benchmark indicator* serta faktor-faktor lain seperti faktor fundamental makroekonomi yang diwakili kredit domestik, indeks produksi (IP), *capital flows* (*cap.flows*), dan untuk pasar saham ditambahkan indikator pendapatan (*return*) perusahaan publik. Persamaan ECM dalam kajian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta R_{j,t} + \gamma_{i1,t} \Delta F_{1,t} + \gamma_{i2,t} \Delta F_{2,t} + \dots + \gamma_{in,t} \Delta F_{n,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Persamaan jangka pendek :

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta \text{benchmark} + \gamma_{i1,t} \Delta \text{IP} + \gamma_{i2,t} \Delta \text{DC} + \gamma_{i3,t} \Delta \text{Cap. Flows} + \gamma_{i4,t} \Delta \text{Return} + \epsilon_{i,t} \quad (-1) \quad (2)$$

Persamaan jangka panjang:

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta \text{benchmark} + \gamma_{i1,t} \Delta \text{IP} + \gamma_{i2,t} \Delta \text{DC} + \gamma_{i3,t} \Delta \text{Cap. Flows} + \gamma_{i4,t} \Delta \text{Return} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

di mana $R_{i,t}$ adalah indeks pasar keuangan (saham, kurs, atau *yield*) domestik dan $R_{j,t}$ adalah *benchmark indicator*. Data yang digunakan adalah data harian dan bulanan dari tahun 2003 sampai

dengan Mei 2008 yang meliputi data indeks harga saham, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, *yield* obligasi pemerintah 10 tahun Indonesia, *PUAB over night*, indeks harga saham beberapa bursa saham global (DJIA, FTSE, HSI, NKY, STI, SX5E), *yield* obligasi luar negeri (Australia, Uni Eropa, Filipina, Indonesia, India, Malaysia, Thailand, dan UK), nilai tukar beberapa mata uang global (JPY, KRW, EUR, GBP, SGD).

5.1.3 Hasil Uji Empirik

a. Penentuan benchmark indicator

Proses pemilihan *benchmark indicator* dilakukan dengan analisis statistik korelasi dan uji kausalitas, serta analisis ekonometrik (regresi). Dari proses ini terpilih indeks harga saham AS (Dow Jones Industrial Average atau DJIA) sebagai *benchmark indicator* pasar saham global karena pergerakannya yang relatif seiring dengan seluruh indeks harga saham global dan kemampuannya mempengaruhi indeks harga.

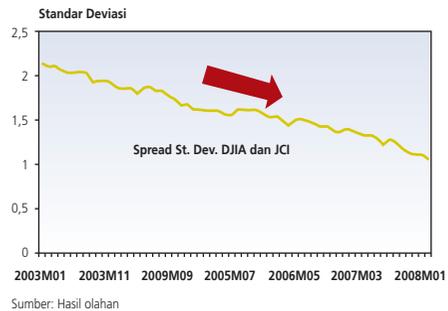
Di pasar obligasi, *US Treasury Note* terpilih sebagai *benchmark indicator* pasar obligasi global karena korelasi yang tinggi dengan *yield government* berbagai negara di dunia. Selain itu, *yield US Treasury Note* juga berkorelasi tinggi dengan *yield SUN*, meskipun dengan arah yang berlawanan. Korelasi yang berlawanan ini mengindikasikan efek substitusi antara obligasi negara maju dan berkembang yang timbul pada saat terjadi perubahan persepsi terhadap faktor risiko. Pada saat risiko membaik investor global cenderung memburu obligasi pemerintah negara berkembang, dan sebaliknya.

Untuk pasar valuta asing, nilai tukar *euro* terhadap dolar AS ditentukan sebagai *benchmark indicator* pasar atas dasar *judgment* peneliti mengingat *euro* merupakan mata uang dunia yang

cukup penting setelah dolar AS. Hasil pengujian korelasi maupun kausalitas menunjukkan arah yang berlawanan antara nilai tukar rupiah dengan berbagai mata uang asing.

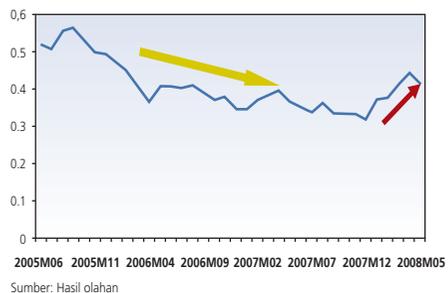
b. Integrasi Pasar Keuangan

Hasil identifikasi menunjukkan pergerakan standar deviasi antara JCI dan DJIA cenderung semakin konvergen yang menunjukkan pasar saham Indonesia semakin terintegrasi dengan pasar saham global (Grafik 5.1). Hal ini sejalan dengan hasil regresi yang menunjukkan koefisien regresi DJIA yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap JCI. Nilai koefisien tersebut mendekati 1 yang menunjukkan derajat integrasi yang kuat, sehingga perubahan yang terjadi di pasar saham



Sumber: Hasil olahan

Grafik 5.1. Standard Deviasi Harga Saham Global



Sumber: Hasil olahan

Grafik 5.2. Spread Standar Deviasi Yield SUN dan US T-Note

global ditransmisikan secara proporsional ke indeks harga saham domestik.

Pengujian integrasi pasar obligasi belum menemukan hasil yang konklusif. Standar deviasi pergerakan yield SUN dan *benchmark yield* obligasi global menunjukkan *spread* yang cenderung semakin menurun, namun pada akhir observasi *spread*-nya kembali meningkat (Grafik 5.2). Demikian halnya hasil *rolling regression* atas model Baele yang menunjukkan koefisien regresi yang secara absolut cenderung meningkat, meskipun arahnya berlawanan (negatif). Kedua hasil tersebut menunjukkan sedang berlangsungnya proses integrasi pasar seiring dengan baru berkembangnya pasar obligasi dalam negeri.

Pengujian standar deviasi pergerakan mata uang rupiah dengan euro menunjukkan adanya tendensi integrasi pasar, namun demikian hasil ini kurang sejalan pengujian yang menggunakan *rolling regression* yang menghasilkan pergerakan parameter yang kurang stabil.

c. Pengaruh Perkembangan Pasar Global (Eksternal)

Pasar Saham

Dengan menggunakan metode *cointegration* dihasilkan persamaan jangka panjang untuk mengukur pengaruh berbagai faktor terhadap indeks harga saham sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 JCI = & -20,13 + 1,48 * DJIA - 0,12 * (EPR) + \\
 & (-16,8) \quad (10,436) \quad (-2,052) \\
 & 1,01 * DC - 0,08 * IP - 0,01 * FLOW \quad (4) \\
 & (13,402) \quad (-0,541) \quad (-0,177)
 \end{aligned}$$

Persamaan di atas menunjukkan dalam jangka panjang perkembangan harga saham di Indonesia dipengaruhi oleh harga saham global dan kinerja perusahaan publik. Pengaruh *capital flows* negatif dan tidak signifikan yang diduga

karena *capital flows* ke Indonesia didominasi oleh *short-term capital* yang ditempatkan pada *portfolio investment* dengan sifat yang tidak stabil, sehingga pengaruhnya dalam jangka panjang tidak signifikan. Sementara itu, pengaruh harga saham global sangat signifikan dan cukup dominan dibandingkan faktor-faktor lainnya. Hal ini memperkuat indikasi terintegrasinya pasar saham domestik dengan pasar saham global.

Sementara model jangka pendek dalam bentuk *error correction model* diperoleh hasil:

$$\begin{aligned}
 d(JCI) = & 0,632 * d(DJIA) - 0,358 * d(EPR) + \\
 & (3,966) \quad (4,994) \\
 & 0,627 * d(DC) + 0,091 * d(IP(-4)) + \\
 & (2,314) \quad (1,734) \\
 & 0,018 * d(FLOW) - 0,287 * EC(-1) \quad (5) \\
 & (0,772) \quad (-2,940)
 \end{aligned}$$

R2 = 0,552 ; DW stat = 1,827

Hasil regresi model jangka pendek juga menunjukkan hasil yang relatif sama, namun pengaruh indeks produksi terhadap harga saham menjadi signifikan pada level 10% dengan arah sesuai ekspektasi. Terkait dengan integrasi pasar, persamaan jangka pendek mengkonfirmasi bahwa pasar saham domestik terintegrasi dengan pasar saham global sebagaimana tercermin pada pengaruh perkembangan harga saham global yang signifikan dan dominan terhadap harga saham domestik. Persamaan jangka pendek di atas juga menunjukkan besarnya pengaruh harga saham global terhadap IHSG dengan nilai elastisitas sebesar 0,63.

Pasar Obligasi

Persamaan jangka panjang yang digunakan untuk mengukur pengaruh pasar obligasi global terhadap pasar obligasi domestik adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{INDBOND} = & 6,595 + 0,055 * \text{USBOND} - 0,185 * \text{DC} \\ & (4,81) \quad (0,223) \quad (-2,358) \\ & - 0,374 * \text{IP} + 0,051 * \text{FLOW} \quad (6) \\ & (-1,241) \quad (0,540) \end{aligned}$$

Pada persamaan tersebut, hanya kredit domestik yang berpengaruh signifikan terhadap perkembangan *yield* SUN (INDBOND). Faktor-faktor lainnya, termasuk *yield* obligasi global (USBOND), tidak signifikan mempengaruhi *yield* SUN. Bahkan, arah pengaruh USBOND dan *capital flows* (FLOW) tidak sesuai dengan hipotesa awal.

Persamaan jangka pendek dengan mengadopsi ECM menghasilkan persamaan berikut:

$$\begin{aligned} d(\text{INDBOND}) = & - 0,179 * d(\text{USBOND}) + \\ & (-2,075) \\ & 0,285 * d(\text{DC}(-1)) - 0,182 * d(\text{IP}(-4)) \\ & (0,223) \quad (-2,471) \quad (7) \\ & - 0,083 * d(\text{FLOW}) - 0,091 * \text{EC}(-1) \\ & (-3,230) \quad (-2,070) \end{aligned}$$

R2 = 0,322 ; DW stat = 1,875

Persamaan jangka pendek ini menunjukkan variabel yang signifikan mempengaruhi *yield* SUN adalah *yield* obligasi global, indeks produksi dan *capital flows*. Pengaruh *yield* obligasi global yang signifikan menunjukkan indikasi adanya integrasi pasar obligasi domestik dengan pasar obligasi global. Namun, koefisien regresi yang relatif rendah menunjukkan baru dimulainya proses integrasi. Sementara, kontribusi perkembangan *yield* obligasi global terhadap perkembangan *yield* SUN relatif kecil sebesar 16,5% yang menunjukkan bahwa *yield* SUN masih lebih banyak dipengaruhi oleh faktor domestik. Sementara *capital flows* berpengaruh signifikan terhadap *yield* SUN di mana semakin banyak *capital inflows* akan mendorong *yield* SUN semakin menurun (harganya naik). Hal ini menunjukkan *capital inflows* tersebut diinvestasikan pada SUN.

Pasar Valas

Dengan metode *cointegration* dihasilkan persamaan jangka panjang sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{IDR} = & 6,480 - 0,392 * \text{EUR} + 0,164 * \text{DC} + \\ & (6,72) \quad (-1,624) \quad (2,963) \\ & 0,112 * \text{IP} - 0,022 * \text{FLOW} \quad (8) \\ & (0,903) \quad (-0,744) \end{aligned}$$

Hasil estimasi persamaan tersebut menunjukkan pengaruh euro yang mewakili perkembangan pasar valas global hanya signifikan di level 11%. Variabel kredit domestik justru berpengaruh signifikan terhadap pergerakan rupiah, namun arah koefisiennya tidak sesuai dengan hipotesa awal yang memperkirakan peningkatan kredit yang mencerminkan kondisi makro ekonomi yang membaik (aktivitas perekonomian meningkat) akan diikuti oleh apresiasi rupiah (angka kuotasi rupiah per US dollar menurun). Koefisien yang positif mengindikasikan peningkatan kredit atau kondisi likuiditas dimana dalam kondisi yang likuid masyarakat cenderung menyimpan kekayaannya dalam valas sehingga rupiah melemah. Sementara faktor-faktor lainnya tidak secara signifikan mempengaruhi rupiah.

Hasil estimasi persamaan jangka pendek dengan mengadopsi ECM adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} d(\text{IDR}) = & - 0,009 - 0,196 * d(\text{EUR}) + \\ & (-1,82) \quad (-2,464) \\ & 0,631 * d(\text{DC}(-1)) - 0,002 * d(\text{IP}(-2)) \\ & (2,508) \quad (-0,058) \\ & - 0,032 * d(\text{FLOW}) - 0,095 * \text{EC}(-1) \quad (9) \\ & (-3,687) \quad (-1,877) \end{aligned}$$

R2 = 0,367 ; DW stat = 1,901

Pada persamaan jangka pendek, pengaruh euro terhadap rupiah signifikan meskipun bukan faktor yang dominan dalam mempengaruhi rupiah. Kontribusi perkembangan euro terhadap rupiah juga hanya sebesar 12,2%. Pengaruh euro yang

signifikan menunjukkan pasar valas domestik terintegrasi dengan pasar valas global. Lebih signifikkannya pengaruh euro dalam jangka pendek sejalan dengan pengaruh *capital flows*. Sementara kredit domestik tetap menjadi faktor yang berpengaruh signifikan dan dominan terhadap rupiah.

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa pengaruh nilai tukar mata uang global terhadap rupiah relatif rendah. Hal ini tidak sejalan dengan berbagai informasi anekdotal yang menggambarkan besarnya pengaruh pergerakan mata uang global/regional terhadap rupiah. Salah satu faktor penyebabnya adalah intervensi/sterilisasi valas yang berhasil menjaga stabilitas (volatilitas) rupiah, sehingga volatilitas mata uang global tidak sepenuhnya tercermin pada pergerakan rupiah.

5.1.4 Kesimpulan

Hasil kajian ini menunjukkan pasar keuangan domestik secara umum telah terintegrasi dengan pasar keuangan global sebagaimana ditunjukkan oleh pergerakan yang searah dan pengaruhnya perkembangan pasar keuangan global yang signifikan ke pasar keuangan domestik. Meskipun terintegrasi, masing-masing jenis pasar keuangan memiliki tingkat integrasi yang bervariasi. Pasar saham menjadi pasar yang derajat integrasinya tertinggi yang ditunjukkan oleh kecenderungan kesamaan pergerakan indeks harga saham dan meningkatnya pengaruh pasar saham global ke pasar saham domestik. Pasar obligasi relatif masih baru berkembang dan mulai menunjukkan indikasi terintegrasi dengan pasar obligasi global. Sementara pasar valas menunjukkan indikasi yang

belum konklusif (*mixed*). Meskipun terintegrasi, rupiah cenderung bergerak dengan arah yang berlawanan dengan nilai tukar mata uang global. Dengan terintegrasinya pasar keuangan domestik, pengaruh perkembangan yang terjadi di pasar keuangan global menjadi signifikan ke pasar domestik. Pengaruh eksternal yang besar terutama di pasar saham, sementara pengaruhnya di pasar obligasi dan pasar valas relatif lebih moderat.

5.1.5 Rekomendasi

Integrasi pasar keuangan domestik terhadap pasar keuangan global mengakibatkan pasar keuangan domestik rentan terhadap *external shocks*. Untuk menghindari efek negatifnya perlu dilanjutkan upaya untuk mengembangkan pasar, termasuk *market deepening* dan pengembangan instrumen pasar. Pengembangan instrumen pasar perlu dilakukan terutama di pasar obligasi. Instrumen dimaksud juga diharapkan memiliki pergerakan yang bervariasi, sehingga dapat memberikan pilihan instrumen yang lebih banyak bagi investor.

Pengoperasian dan pengembangan yang berkelanjutan *early warning system* juga perlu dilanjutkan untukantisipasi krisis. Untuk pasar saham perlu dimonitor secara ketat perkembangan harga saham global mengingat integrasinya (*co-movement*) yang tinggi dengan pasar global. Sementara untuk pasar obligasi dan pasar valas lebih perlu memperhatikan kecenderungan *capital flows* dan faktor-faktor yang mempengaruhi *capital flows*, seperti *country risk*. Perlu dilakukan kajian yang lebih fokus pada pasar valas mengingat karakter pergerakan nilai tukar yang berlawanan sehingga sulit diprediksi.

5.2. *Balance-Sheet Effects* dari Depresiasi Nilai Tukar terhadap Perusahaan-Perusahaan *Go Public* di Indonesia

Disiapkan oleh Sahminan, Yati Kurniati, dan Yanfitri, Biro Riset Ekonomi, DKM

5.2.1 Pendahuluan

Pelemahan nilai tukar akhir-akhir ini serta krisis ekonomi global yang masih terus berlangsung telah menimbulkan kekhawatiran akan ketahanan perusahaan-perusahaan di Indonesia terhadap dampak dari pelemahan nilai tukar tersebut. Pandangan konvensional tentang dampak depresiasi nilai tukar terhadap perekonomian didasarkan pada model Mundell-Fleming yang mengatakan bahwa depresiasi nilai tukar akan mengakibatkan ekspansi ekonomi. Dengan pelemahan nilai tukar, model Mundell-Fleming memprediksi bahwa ekspor barang-barang yang diproduksi di negara dengan nilai tukar yang melemah akan semakin kompetitif yang pada gilirannya akan menaikkan ekspor negara tersebut.

Dalam perkembangannya, banyak juga model yang menunjukkan bahwa depresiasi nilai tukar dapat juga mengakibatkan kontraksi ekonomi melalui dampaknya terhadap *balance-sheet* perusahaan.¹ Akibat adanya kewajiban perusahaan dalam valuta asing, maka depresiasi mata uang domestik akan mengakibatkan kenaikan kewajiban valas perusahaan dalam mata uang domestik. Apabila kewajiban valas perusahaan lebih besar dari aset valasnya, *ceteris paribus*, maka depresiasi nilai tukar ini akan mengakibatkan penurunan kekayaan bersih (*net-wealth*) perusahaan yang pada gilirannya akan menurunkan investasi perusahaan.

Dengan adanya *balance-sheet effects*, maka dampak total depresiasi terhadap perusahaan adalah resultan antara dampak positif melalui daya saing (*competitiveness*) ekspor dan dampak negatif melalui *balance-sheet*. Dalam kondisi ekstrim, perusahaan-perusahaan yang mempunyai kewajiban valas dan semua produknya hanya untuk kebutuhan domestik merupakan perusahaan-perusahaan yang pasti mengalami dampak negatif dari depresiasi tersebut. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang tidak mempunyai kewajiban valas dan sebagian atau seluruh produknya ditujukan untuk diekspor akan memperoleh dampak positif dari depresiasi nilai tukar. Untuk keadaan di antara kedua kondisi ekstrim tersebut, dampak total dari depresiasi nilai tukar adalah merupakan permasalahan empiris. Apabila dampak positif *competitiveness* lebih besar dari dampak negatif *balance-sheet*, maka depresiasi nilai tukar akan memberikan dampak positif terhadap perusahaan. Sebaliknya, apabila dampak positif *competitiveness* lebih kecil dari dampak negatif *balance sheet*, maka depresiasi nilai tukar memberikan dampak negatif terhadap perusahaan.

Kajian ini mengestimasi dampak depresiasi nilai tukar terhadap perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan model empiris yang lazim digunakan dalam estimasi *balance-sheet effects*. Dalam kajian ini dilakukan estimasi terhadap sejauh mana utang dalam valas dan depresiasi nilai tukar rupiah mempengaruhi solvabilitas perusahaan-perusahaan tersebut.

1 Sebagai contoh, Cespedes, Chang dan Velasco (2000).

5.2.2 Model Empiris dan Data

a. Kerangka Model Neraca Korporasi

Untuk menangkap dampak perubahan nilai tukar terhadap solvabilitas perusahaan yang tercermin dari posisi modal bersih (*net-worth*) perusahaan terhadap total asetnya, kajian ini mengadaptasi model teoritis yang dielaborasi dalam Sahminan (2006)² dengan beberapa penyesuaian. Model ini diturunkan dari neraca korporasi yang disederhanakan. Modal bersih (*net-worth*) perusahaan merupakan perbedaan antara nilai aktiva (*asset*) perusahaan tersebut setelah dikurangi dengan kewajiban (*liabilities*) perusahaan. Mengingat riset ini berkonsentrasi pada dampak nilai tukar terhadap neraca perusahaan, maka model ini menitikberatkan perhatian pada aset dan kewajiban perusahaan dalam valuta asing.

Neraca korporasi pada periode 0 dapat direpresentasikan dengan persamaan :

$$A = L + W_0 \tag{1}$$

di mana A adalah total aktiva perusahaan, L adalah total kewajiban perusahaan, dan W_0 adalah modal bersih (*net-worth*) perusahaan. Aktiva maupun kewajiban perusahaan dapat dalam denominasi rupiah maupun mata uang asing, sehingga persamaan (1) dapat ditulis menjadi :

$$A_d + e_0 A_f = L_d + L_f + W_0 \tag{2}$$

di mana A_d dan A_f adalah aset di dalam mata uang domestik dan asing, sementara L_d dan L_f adalah utang perusahaan di dalam mata uang domestik dan asing, dan e_0 adalah nilai tukar rupiah per US dolar.

Persamaan (2) menunjukkan neraca perusahaan di dalam period 0, maka neraca

perusahaan pada periode 1 dapat dituliskan pada persamaan berikut :

$$(1 + r_d^A)A_d + (1 + r_f^A).e_1 A_f = (1 + r_d^L)L_d + (1 + r_f^L).e_1.L_f + W_1 \tag{3}$$

Dengan demikian persamaan (3) di atas dapat ditulis menjadi sbb:

$$W_1 = (1 + r_d^A)A_d + (1 + r_d^L) + (1 + r_f^A)e_1 A_f - (1 + r_f^L)e_1 L_f \tag{4}$$

Apabila $\delta_d = r_d^A - r_d^L$ dan $\delta_f = r_f^A - r_f^L$ maka

$$\begin{aligned} W_1 &= (1 + r_d^A)(A_d - L_d) + (1 + r_f^L) e_1 (A_f - L_f) + \delta_d A_d + \delta_f e_1 A_f \\ &= (1 + r_d^L)(A_d - L_d) + (1 + r_d^L) e_0 (A_f - L_f) - (1 + r_d^L) e_0 (A - L) + (1 + r_f^L) e_1 (A_f - L_f) + \delta_d A_d + \delta_f e_1 A_f \\ &= (1 + r_d^L) W_0 - (1 + r_d^L) e_0 (A_f - L_f) - (1 + r_f^L) e_1 (A_f - L_f) + \delta_d A_d + \delta_f e_1 A_f \\ &= (1 + r_d^L) W_0 - [(1 + r_f^L) e_1 - (1 + r_f^L) e_0] (A_f - L_f) + \delta_d A_d + \delta_f e_1 A_f \end{aligned} \tag{5}$$

di mana r_d^A dan r_d^L adalah tingkat suku bunga untuk aset dan utang dalam mata uang domestik, sementara r_f^A dan r_f^L adalah suku bunga untuk hutang dan aset dalam mata uang asing.

b. Model Estimasi

Untuk mengestimasi dampak depresiasi nilai tukar terhadap modal bersih (*net-worth*) perusahaan, kajian ini memformulasikan model empiris berdasarkan persamaan (5) sebagai berikut:³

$$EQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 [(A_f - L_f)_{i,t-1} \times \Delta e_t] + \alpha_2 (A_f - L_f)_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta e_t + \alpha_4 L_{i,t-1}^d + \alpha_5 r_{i,t} \tag{6}$$

Atau dapat dituliskan sebagai berikut:

$$EQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 [NFA_{i,t-1} \times \Delta e_t] + \alpha_2 NFA_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta e_t + \alpha_4 L_{i,t-1}^d + \alpha_5 r_{i,t} \tag{7}$$

di mana $EQ_{i,t}$ adalah rasio ekuitas neto perusahaan

2 Sahminan, 2006: "Balance-sheet Effects of Exchange Rate Depreciation: Evidence from Non-Financial Firms in Indonesia".

3 Model ini telah banyak digunakan dalam dampak *balance sheet* nilai tukar terhadap perusahaan (sebagai contoh: Bleakley and Cowan, 2002)

terhadap total aset, Δe_t adalah perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, NFA_j adalah rasio aset bersih perusahaan dalam valuta asing terhadap total aset, L_j^d adalah rasio kewajiban perusahaan dalam rupiah terhadap total aset, dan rc adalah suku bunga kredit.

Variabel penjelas utama dalam model ini adalah interaksi antara aset valas dengan perubahan nilai tukar, $(NFA_{i,t-1} \times \Delta e_t)$, aset valas $NFA_{i,t-1}$, dan perubahan nilai tukar (Δe_t) . Variabel $NFA_{i,t-1}$ sendiri digunakan untuk menangkap pengaruh aset valas sendiri terlepas dari besarnya perubahan nilai tukar, sedangkan variabel Δe_t digunakan untuk menangkap pengaruh perubahan nilai tukar terlepas dari besarnya aset valas perusahaan. Selain variabel utama tersebut, juga digunakan variabel kontrol L_j^d untuk menangkap variasi tingkat *leverage* dari perusahaan, dan rc_t , untuk menangkap kondisi likuiditas pasar keuangan α_1, α_2 diperkirakan bertanda positif sedangkan α_4, α_5 dan α_3 diperkirakan bertanda negatif.

Model di atas diestimasi dengan menggunakan regresi panel dengan *random effect*. Penggunaan *random effect* didasarkan pada asumsi bahwa perbedaan antara perusahaan adalah lebih bersifat *random*. Sebagaimana diungkapkan oleh Greene (2000),⁴ dalam regresi panel, *fixed effect* lebih cocok digunakan apabila perbedaan individu dapat dipandang sebagai pergeseran parameter, sedangkan *random effect* lebih cocok digunakan apabila perbedaan antar-individu lebih bersifat *random*. Selain itu, dalam prakteknya, *random effect* adalah lebih menarik secara intuisi mengingat penggunaan pendekatan *dummy variable* dapat menghilangkan banyak *degree of freedom*.

Data yang digunakan meliputi 80 perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Stock Exchange (JSX)*. Pemilihan sampel perusahaan perusahaan didasarkan pada ketersediaan informasi mengenai aset dan kewajiban valas perusahaan. Kapitalisasi

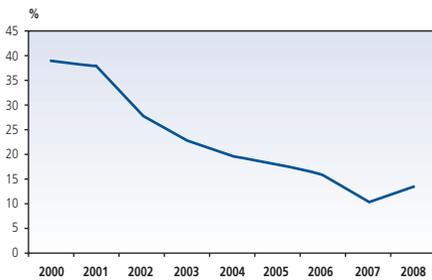
4 Greene, William H. 2000: *Econometric Analysis*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall.

Tabel 5.1. Distribusi Sampel Perusahaan Berdasarkan Sektor

Sektor	Nama	Total
1	Pertanian	4
2	Pertambangan	2
3	Semen, keramik, porselin, kaca, kimia, dll.	7
4	Plastik dan pengepakan, makanan ternak, kayu dan produk kayu, <i>pulp</i> dan kertas	9
5	Aneka industri	11
6	Industri barang konsumsi	8
7	Properti dan <i>real estate</i>	12
8	Infrastruktur, <i>utility</i> , dan transportasi	4
10	Lembaga keuangan non-bank	11
11	Pedagang grosir dan eceran	7
12	Restoran, hotel & turis, periklanan, percetakan dan press, produk obat2an, komputer dan peralatannya	5
	Total	80

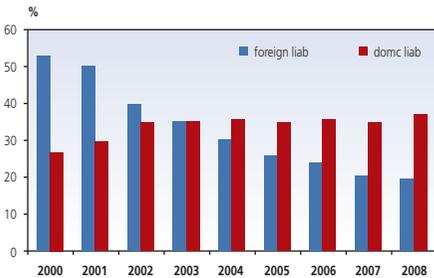
Sumber: BEI, diolah

pasar perusahaan yang digunakan sebagai sampel tersebut mencakup 34% dari total kapitalisasi pasar BEI. Dilihat dari sektor usaha dalam BEI (Tabel 5.1), hanya sektor perbankan yang tidak tercakup dalam sampel. Sementara itu, berdasarkan cakupan waktu, data yang digunakan adalah data tahunan dalam periode 2000-2008.



Sumber: BEI, diolah

Grafik 5.3. Kewajiban Bersih dalam Valas (% Terhadap Total Aset)



Sumber: BEI, diolah

Grafik 5.4. Pinjaman Perusahaan: Valas vs Rp (% Terhadap Total Aset)

5.2.3 Hasil Estimasi dan Analisis

Pengamatan terhadap neraca perusahaan dari waktu ke waktu menunjukkan tingkat *leverage* perusahaan dalam valuta asing cenderung menurun waktu ke waktu (Grafik 5.3 dan 5.4). Namun secara keseluruhan *eksposure* valas rata-

rata perusahaan masih tinggi di mana jumlah kewajiban dalam valasnya melebihi jumlah aset dalam valas.

a. Dampak Perubahan Nilai Tukar terhadap Neraca Perusahaan

Hasil estimasi dengan menggunakan persamaan (7) di atas adalah sebagai berikut:

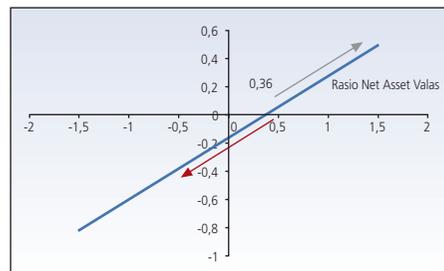
$$EQ_t = 88.83 + 0.44 [NFA_{t-1} \times \Delta e_t] + 0.81NFA_{t-1} - (10.09) (2.77) (22.87) - 0.16\Delta e_t - 0.54L_{t-1}^d - 1.4rc_t \quad (7a)^5$$

$$(-1.67) \quad (-8.67) \quad (-2.82)$$

Hasil estimasi ini menunjukkan bahwa dampak penurunan nilai tukar terhadap rasio ekuitas perusahaan tergantung pada besarnya aset valas neto dari perusahaan, sebagaimana ditangkap dalam persamaan:

$$\frac{\partial EQ}{\partial \Delta e} = 0.44 * NFA - 0.16 \rightarrow \frac{\partial EQ}{\partial \Delta e} = 0 \rightarrow NFA 0.36 \quad (8)$$

Persamaan (7a) menunjukkan bahwa semakin besar aset valas neto perusahaan semakin besar dampak positif dari perubahan nilai tukar terhadap ekuitas. Dari persamaan (8) dapat diperoleh *threshold* aset valas neto sebesar 36%.



Sumber: Hasil olahan

Grafik 5.5. Respon Rasio Ekuitas terhadap Perubahan Nilai Tukar Berdasarkan Rasio Aset Valas Neto

5 Angka dalam kurung adalah t-statistik.

Tabel 5.2. Posisi *Net Foreign Asset* Perusahaan (per Sep 2008)

	Sector	Export Status	# of firms	2008
1	Agriculture	Non exporter	2	-24.0
		Exporter	2	2.7
2	Mining	Non exporter	0	
		Exporter	2	39.3
3	Cement, Ceramic, Porcelain, Glass Metal, Chemical Industry	Non exporter	2	0.9
		Exporter	5	-14.2
4	Plastic & Packaging, Animal Feeder, Wood Product, Pulp&Paper	Non exporter	0	
		Exporter	8	-19.8
5	Garment, Textile, Rubber & its products, Polyester, Wire, Cable	Non exporter	4	-32.2
		Exporter	4	-63.6
6	Consumer Goods Industry	Non exporter	2	-40.1
		Exporter	8	2.1
7	Property & Real Estate	Non exporter	12	-12.6
		Exporter	0	
8	Infrastructure, Utility & Transportation	Non exporter	5	-8.3
		Exporter	0	
10	Non Bank Financial Institutions	Non exporter	10	0.3
		Exporter	1	0.3
11	Wholesaler & Retailer	Non exporter	4	-16.6
		Exporter	3	-13.7
12	Resto, Hotel & Tourism, Advertising Printing, Medical Prod., Computers	Non exporter	7	-10.1
		Exporter	0	
All	Total	Non exporter	46	-9.7
		Exporter	34	-16.2

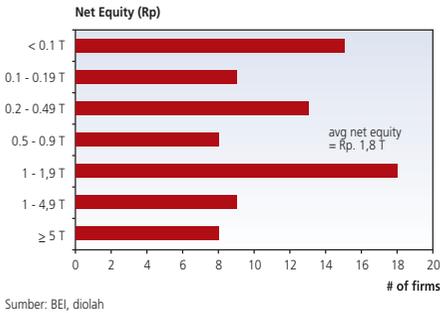
Sumber: BEI, diolah

Artinya, apabila perusahaan mempunyai rasio aset valas neto terhadap total aset lebih besar dari 36% akan memperoleh keuntungan dari depresiasi karena depresiasi nilai tukar akan berdampak pada peningkatan ekuitas perusahaan. Sebaliknya, apabila perusahaan mempunyai rasio aset valas neto lebih kecil dari 36%, maka depresiasi nilai tukar akan mengakibatkan penurunan ekuitas perusahaan yang berdampak pada penurunan solvabilitas perusahaan (Grafik 5.5).

Berdasarkan data rasio aset valas neto perusahaan posisi September 2008, rata-rata rasio aset valas neto perusahaan adalah -12.6% (rasio ini menunjukkan bahwa utang luar negeri lebih besar dari aset luar negeri). Rasio ini jauh berada di

bawah *threshold* 36%, sehingga secara keseluruhan, depresiasi nilai tukar akan mengakibatkan penurunan ekuitas perusahaan-perusahaan *go public* yang ada dalam sampel.

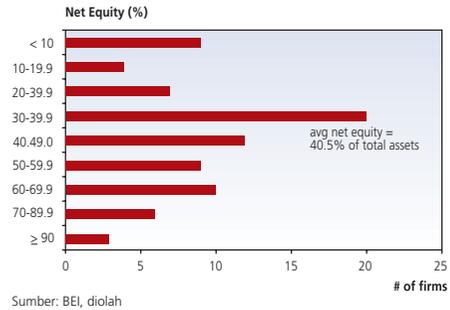
Dari data individu perusahaan menunjukkan bahwa pada posisi September 2008, hanya 17 dari 80 perusahaan sektor yang memiliki NFA yang positif, terutama yang berasal dari sektor pertambangan dan perusahaan pendukungnya, lembaga keuangan bukan bank (terutama asuransi), perusahaan eksportir industri barang konsumen dan perusahaan perkebunan (Tabel 5.2). Hanya perusahaan-perusahaan dari sektor pertambangan yang memiliki NFA di atas *threshold*. Sementara perusahaan-perusahaan



Grafik 5.6. Net Equity (Rupiah)

tambang akan diuntungkan dengan adanya depresiasi rupiah, sebagian besar perusahaan dalam sampel akan mengalami penurunan ekuitas akibat depresiasi nilai tukar karena rendahnya aset valas neto yang dimiliki, bahkan sebagian besar posisi kewajiban valasnya lebih tinggi dari aset valasnya.

Pengamatan terhadap data ekuitas perusahaan baik secara gabungan, sektoral maupun individu perusahaan menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan dalam sampel memiliki posisi ekuitas neto yang kuat (Grafik 5.6 dan 5.7), sehingga cukup kuat untuk melindungi perusahaan terhadap dampak negatif dari depresiasi nilai tukar rupiah.



Grafik 5.7. Net Equity (% Total Aset)

5.2.4 Kesimpulan

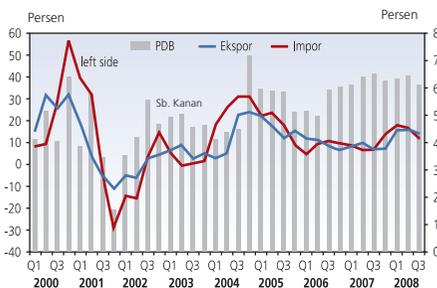
Hasil kajian ini menunjukkan bahwa bahwa secara umum solvabilitas sampel perusahaan yang *go public* di BEI akan memburuk apabila nilai tukar rupiah mengalami depresiasi. Hasil estimasi menunjukkan bahwa hanya perusahaan-perusahaan yang mempunyai rasio aset valas neto lebih besar dari 36% yang tidak mengalami penurunan ekuitas bila terjadi depresiasi nilai tukar. Rata-rata perusahaan dalam sampel memiliki kewajiban perusahaan dalam valas yang lebih besar dari pada aset valasnya sehingga rata-rata NFAnya adalah negatif 12,8% dari total asetnya. Namun, posisi ekuitas neto sebagian besar perusahaan tersebut dalam kondisi yang baik, rata-rata sebesar 0,4% dari total asetnya, sehingga cukup *solvent* dan kuat dalam melindungi kelangsungan perusahaan dari dampak negatif kemungkinan terjadinya depresiasi.

5.3. Struktur dan Produktivitas Ekspor serta Potensinya dalam mendorong Pertumbuhan Ekonomi Indonesia

Disiapkan oleh Yati Kurniati, Meily Ika P., dan Yanfitri, Biro Riset Ekonomi, DKM

5.3.1 Pendahuluan

Ekspor merupakan faktor yang signifikan di dalam mendorong pertumbuhan ekonomi baik secara langsung maupun tidak langsung. Peningkatan permintaan ekspor menyebabkan peningkatan produksi dalam negeri yang pada akhirnya juga ikut mendorong kebutuhan akan investasi. Selain berdampak pada investasi, peningkatan produksi di dalam negeri tersebut dapat meningkatkan kebutuhan akan tenaga kerja yang berimbas pada peningkatan pendapatan tenaga kerja, sehingga pada akhirnya mendorong pertumbuhan konsumsi masyarakat. Selain mendorong pertumbuhan ekonomi domestik, ekspor juga merupakan salah satu jalur yang penting terutama bagi negara-negara yang sedang berkembang untuk dapat terhubung dengan perekonomian dunia.



Sumber: CEIC, diolah

Grafik 5.8. Pertumbuhan Ekspor, Impor, dan PDB Tahunan 1994-2008

Apabila dilihat lebih detail, kontribusi ekspor dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia masih sangat rendah. Hal ini antara lain tercermin dari

laju pertumbuhan ekspor yang cenderung lebih rendah dibandingkan dengan laju pertumbuhan PDB (Grafik 5.8). Apabila dibandingkan dengan impor, pertumbuhan ekspor pada beberapa periode juga berada di bawah pertumbuhan impor. Pada tahun 2005, rata-rata pertumbuhan tahunan impor (18,11%) lebih besar dari ekspor (16,86%). Demikian halnya yang terjadi pada tahun 2007 (ekspor 8,04% dan impor 8,90%) dan 2008 (ekspor 15,24% dan impor 15,47%). Pertumbuhan ekspor yang lebih rendah daripada impor tersebut memberikan sumbangan yang negatif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Oleh karena itu, diperlukan strategi yang tepat untuk meningkatkan ekspor, terutama ekspor yang berkualitas, karena kualitas struktur keranjang ekspor yang baik dapat memberikan dampak yang kuat terhadap pertumbuhan ekonomi. Peningkatan ekspor dapat dilakukan dengan cara mengekspor barang-barang yang memiliki produktivitas tinggi, sehingga dapat lebih mendorong pertumbuhan ekonomi. Spesialisasi industri dan ekspor pada komoditi yang produktif akan mendorong ekspansi pada industri tersebut, dan menyebabkan dana berpindah dari bidang yang kurang produktif ke bidang yang lebih produktif. Dengan demikian terjadi peningkatan pangsa industri yang produktif yang akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.

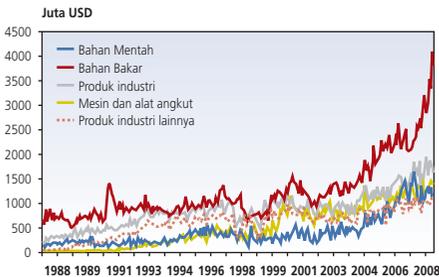
Berdasarkan SITC 1 digit, pada tahun 1988, struktur ekspor Indonesia didominasi oleh produk bahan bakar (39,9%) dan produk manufaktur

Tabel 5.3. Pangsa Ekspor Sektoral Terhadap Total Ekspor

	1988	2000	2007	2008
Bahan Bakar	39,90%	25,20%	25,60%	29,55%
Produk Industri	22,50%	19,90%	16,60%	15,13%
Mesin dan alat angkut	0,70%	17,30%	13,30%	12,26%
Bahan Mentah	13,70%	6,90%	13,10%	11,10%
Produk Industri lainnya	63,00%	16,00%	10,50%	15,13%
Minyak/lemak nabati dan hewani	2,80%	2,90%	8,80%	10,95%
Bahan kimia	1,80%	5,10%	5,90%	5,50%
Bahan makanan	10,30%	5,60%	5,20%	5,59%
Barang dan transaksi khusus lainnya	1,60%	0,60%	0,60%	0,56%
Minuman dan Tembakau	0,40%	0,40%	0,40%	0,38%

Sumber: COMTRADE, diolah

(Tabel 5.3 dan Grafik 5.8). Produk lainnya yang juga mempunyai pangsa ekspor cukup besar yaitu bahan mentah (13,7%) dan bahan makanan (10,3%). Meskipun terjadi sedikit perubahan dari tahun 1998, namun sejak tahun 2000 sampai dengan 2007, struktur ekspor Indonesia relatif tidak banyak berubah. Struktur ekspor masih didominasi oleh produk bahan bakar dan produk manufaktur.

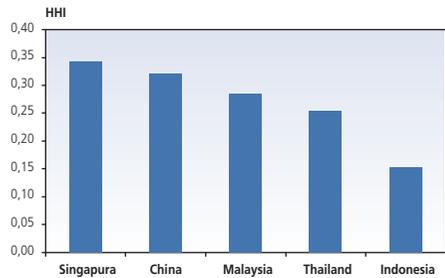


Sumber: COMTRADE, diolah

Grafik 5.9. Nilai Ekspor Sektoral Indonesia, 1987-2008

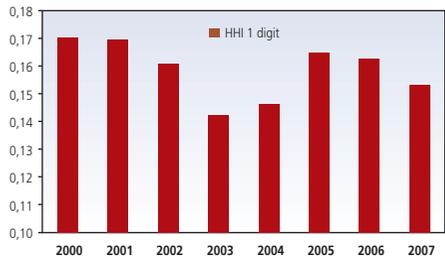
Dilihat dari tingkat konsentrasi ekspornya, komoditi ekspor Indonesia cukup terdiversifikasi,

dengan indeks konsentrasi Herfindahl-Hirschman Index⁶ yang relatif rendah (0.17) dibandingkan beberapa negara asia lainnya (Grafik 5.9) seperti Singapura (0.34), China (0.33), Malaysia (0.27), dan Thailand (0.25). Selain itu, terlihat secara umum terdapat kecenderungan penurunan nilai HHI, baik secara inter-sektoral maupun intra-sektoral (Grafik 5.11).



Sumber: COMTRADE, diolah

Grafik 5.10. Tingkat Konsentrasi Komoditi Ekspor Beberapa Negara di Asia



Sumber: CEIC, olahan

Grafik 5.11. HHI Inter Sektoral

- 6 Perhitungan HHI (*Herfindahl-Hirschman Index*).HHI menunjukkan tingkat konsentrasi ekspor pada suatu waktu. HHI merupakan penjumlahan kuadrat *share* suatu komoditi terhadap total ekspor. Nilai HHI berada pada kisaran 0 dan 1. Semakin tinggi nilai HHI, menunjukkan adanya komoditas yang bersifat dominan.

$$HHI = \sum_{i=0}^n \left[\frac{X_{it}}{\sum_{c=0}^I X_{ict}} \right]^2$$

Menurunnya nilai HHI menunjukkan bahwa ekspor Indonesia cenderung semakin terdiversifikasi. Hal ini secara umum menunjukkan ketergantungan terhadap komoditas tertentu semakin menurun, sehingga pendapatan ekspor menjadi *less vulnerable* terhadap *shock* di komoditi tertentu. Namun demikian, dilihat secara intra-sektoral, masih terdapat beberapa produk ekspor yang tingkat konsentrasinya tinggi, seperti industri minyak nabati dan hewani serta industri minuman dan tembakau.

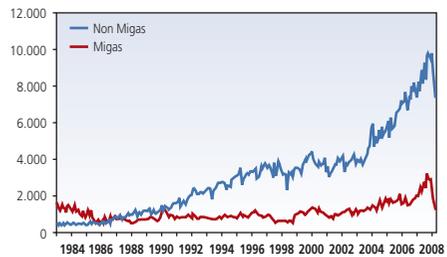
Dengan kondisi yang demikian, perlu dilakukan spesialisasi komoditi ekspor karena tidak semua barang memiliki daya dorong yang tinggi terhadap pertumbuhan ekonomi. Melakukan spesialisasi di satu produk yang mempunyai tingkat produktivitas tinggi dapat mendorong ke arah peningkatan pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi dibandingkan dengan melakukan spesialisasi pada produk yang memiliki tingkat produktivitas lebih rendah.

Berpijak pada kondisi yang demikian, kajian ini berupaya untuk mengetahui komposisi ekspor yang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan melakukan pengukuran (i) tingkat konsentrasi komoditas ekspor Indonesia, (ii) tingkat produktivitas dari komoditas ekspor utama Indonesia, (iii) ruang untuk meningkatkan tingkat pendapatan per kapita yang berasal dari ekspor, (iv) peluang komoditas ekspor untuk bersaing di pasar internasional, dan (iv)" *efficiency frontier* komoditas ekspor

Dengan mengidentifikasi struktur ekspor tersebut diharapkan dapat diketahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kinerja ekspor sehingga dapat digunakan untuk mendukung penetapan kebijakan peningkatan ekspor dan pertumbuhan ekonomi.

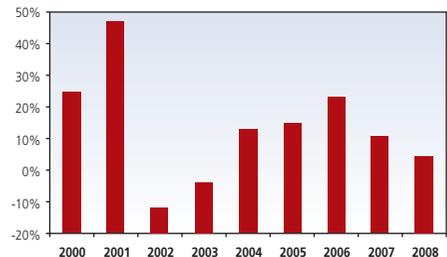
5.3.2 Perkembangan Ekspor Indonesia

Secara umum, pertumbuhan ekspor total Indonesia selama kurun waktu 2000-2008 rata-rata mencapai 10%. Pada awal tahun 1980-an, ekspor Indonesia masih didominasi oleh komoditi minyak dan gas, tetapi ekspor Indonesia mulai didominasi oleh barang-barang non migas pada akhir tahun 1980-an (Grafik 5.12). Sementara itu, pada periode krisis ekspor non migas di Indonesia mengalami pertumbuhan yang negatif pada tahun 1998 dan 1999 masing-masing sebesar -0.8% dan -32.3%. Namun demikian, pertumbuhan ekspor non migas ini mulai tumbuh positif sejak tahun 2003 dengan pertumbuhan tertinggi terjadi pada tahun 2006 sebesar 22,92%.



Sumber: CEIC, diolah

Grafik 5.12. Nilai Ekspor Migas dan Nonmigas



Sumber: CEIC, diolah

Grafik 5.13. Pertumbuhan Ekspor Non Migas Tahunan

Dilihat dari faktor-faktor yang mempengaruhinya, kajian hasil kajian Kurniati et al⁵ (2008) menunjukkan bahwa pergerakan ekspor Indonesia sangat sensitif terhadap gejolak nilai tukar, perubahan harga internasional, dan patner dagang. Di antara ketiga faktor tersebut, sensitivitas ekspor terhadap perubahan nilai tukar merupakan yang terbesar. Apabila dilihat ke dalam komoditi yang lebih detail, berdasarkan rata-rata *share* ekspor komoditi dari tahun 2000-2007, diperoleh 20 komoditi yang menjadi unggulan seperti diuraikan pada Tabel 1 di bawah ini dengan

Tabel 5.4.
Dua Puluh Komoditi Unggulan Indonesia
(rata-rata pangsa terhadap total ekspor 00-07)

		Rata-rata share 2000-2007
1	Minyak bumi dan hasilnya	11,5%
2	Gas alam dan olahannya	9,3%
3	Pakaian	6,6%
4	Minyak dan lemak nabati	5,0%
5	Barang tenun , kain tekstil	4,6%
6	Bijih logam dan sisanya	4,6%
7	Alat telekomunikasi	4,5%
8	Mesin listrik dan alatnya	4,3%
9	Batubara, kokas, dan briket	4,1%
10	Barang-barang kayu dan gabus	4,1%
11	Mesin kantor	3,4%
12	Kertas	3,2%
13	Karet mentah	2,8%
14	Logam tidak mengandung besi	2,5%
15	Ikan, kerang, moluska	2,4%
16	Perabotan	2,3%
17	Kimia organisi	2,1%
18	Alas kaki	2,0%
19	Barang industri lainnya	2,0%
20	Kopi, teh, coklat, rempah,	1,8%
	kumulative share 20 produk	83,0%

Sumber: COMTRADE, diolah

5 Kurniati, et.al. 2008. "Sensitivitas Ekspor Komoditi Unggulan Terhadap Perlambatan Pertumbuhan Partner Dagang dan Perubahan Harga Internasional". Catatan Riset. Bank Indonesia.

sumbangan mencapai 83% total ekspor Indonesia. Di antara komoditas tersebut, minyak bumi masih menjadi ekspor unggulan Indonesia yang memiliki pangsa sebesar 11,5%.

Di pasar internasional, ekspor minyak Indonesia harus bersaing dengan ekspor minyak dari beberapa negara lain seperti Saudi Arabia, Rusia, dan Norwegia. Pangsa Indonesia terhadap keseluruhan ekspor minyak dunia hanya 1,3% dan berada di urutan ke-20 dunia, jauh di bawah pangsa Saudi Arabia, Rusia, dan Norwegia yang masing-masing pangasanya mencapai 15%, 10%, dan 6%. Sementara untuk komoditi gas alam, negara pesaingnya adalah adalah Rusia, Kanada, dan Norwegia, dengan pangsa masing-masing 19%, 17%, dan 10% terhadap total ekspor gas dunia, jauh di atas pangsa ekspor gas Indonesia yang hanya sebesar 5% dan berada di urutan kelima. Untuk produk pakaian, pangsa Indonesia sangat kecil hanya 2% dari total ekspor dunia, jauh di bawah China, Italy dan Jerman dengan pangsa 25%, 10% dan 7%. Namun demikian, untuk produk minyak dan lemak nabati, Indonesia merupakan negara pengekspor terbesar dengan pangsa tertinggi hingga mencapai 20,5%, disusul Malaysia (19,7%) dan Argentina (11,3%). Kondisi tersebut di atas mencerminkan bahwa Indonesia belum menjadi negara pengekspor utama dunia untuk komoditi-komoditi ekspor unggulan tersebut, kecuali minyak dan lemak nabati.

5.3.3 Metodologi

Berdasarkan hasil kajian literatur diketahui bahwa produktivitas maksimum didorong oleh θ^{max} , yang dipengaruhi oleh m , ukuran negara (L), dan *human capital* (h), serta faktor lainnya. Di dalam penelitian ini, pendekatan θ^{max} diukur dengan statistik ekspor (EXPY) yang bertujuan untuk

menangkap level produktivitas di suatu negara.

Sebelum melakukan perhitungan produktivitas ekspor suatu negara, dilakukan perhitungan produktivitas tiap komoditi. Perhitungan tingkat produktivitas setiap produk dilakukan dengan menggunakan rata-rata tertimbang dari PDB per kapita dimana pembobot yang digunakan menunjukkan “*revealed comparative advantage of each country*” pada produk tersebut. Penggunaan indikator ini sebagai pembobot dilakukan untuk menghilangkan adanya pengaruh dari ukuran suatu negara terhadap tingkat produktivitas.

$$\begin{aligned}
 \text{PRODY}_{\text{productK}} &= \sum_{\text{countriesC}} \text{EXP}_{\text{productK,countriesC}} / \text{TOTALEXP}_{\text{countriesC}} \\
 &= \frac{\sum_{\text{countriesC}} \left[\frac{\text{EXP}_{\text{productK,countriesC}}}{\text{TOTALEXP}_{\text{countriesC}}} \right]}{\text{GDPPERCAPITA}_{\text{countriesC}}} \quad (1)
 \end{aligned}$$

Selanjutnya dilakukan perhitungan produktivitas ekspor suatu negara berdasarkan rata-rata tertimbang dari produktivitas produk yang diekspor dengan menggunakan *share* produk tersebut terhadap total ekspor sebagai pembobotnya. Dengan demikian, semakin tinggi *share* produk yang mempunyai produktivitas yang tinggi, maka akan semakin besar nilai produktivitas ekspornya. Besarnya rasio produktivitas ekspor terhadap PDB per kapita mengindikasikan tingkat produktivitas suatu negara. Semakin besar rasio produktivitas ekspor/PDB per kapita menunjukkan semakin besarnya potensi pertumbuhan di masa datang.

$$\text{EXP}_{\text{countryC}} = \sum_{\text{productK}} \left[\frac{\text{EXP}_{\text{productK,countryC}}}{\text{TOTALEXP}_{\text{countryC}}} \right] * \text{PRODY}_{\text{productK}} \quad (2)$$

Di dalam penelitian ini juga dilakukan

perhitungan *proximity* dari suatu produk ke keranjang ekspor Indonesia. Perhitungan ini didasari oleh teori bahwa perusahaan akan memilih untuk memproduksi barang lain yang memiliki jarak relatif dekat dengan barang yang sebelumnya diproduksi. Oleh sebab itu, jenis barang apa yang paling dekat dengan keranjang barang-barang ekspor dan memiliki produktivitas yang tinggi menjadi penting untuk diketahui. Berdasarkan Hausmann dan Klinger (2006)⁷ jarak dapat diukur dengan menggunakan persamaan :

$$\text{Dist}_{\text{ict}} = \log \left[\frac{1}{\text{Density}_{\text{ict}}} \right] \quad (3)$$

$$\text{Density}_{\text{ct}} = \left[\frac{\sum_j \varphi_{jt} X_{jct}}{\sum_j \varphi_{jt}} \right] \quad (4)$$

Seperti ditunjukkan di dalam persamaan di atas, pengukuran *density* setiap negara (c) diukur dengan cara menjumlahkan *pairwise proximity* (φ_{jt}) untuk setiap produk yang memiliki keunggulan kompetitif relatif terhadap *pairwise proximity* semua produk di dalam dunia. *Pairwise proximity* diestimasi dengan menggunakan kemungkinan bahwa produk i memiliki RCA (dengan asumsi barang j juga memiliki RCA). Pernyataan ini dapat dilihat pada persamaan berikut :

$$\varphi_{jt} = \min \{ P(x_{it} | x_{jt}), P(x_{jt} | x_{it}) \} \quad (5)$$

$$x_{\text{ict}} = \begin{cases} 1 & \text{if } \text{RCA}_{\text{ict}} > 1 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$$

$$\text{RCA}_{\text{ict}} = \frac{x_{\text{val}_{\text{ict}}} / \sum_j x_{\text{val}_{\text{ict}}}}{\sum_c x_{\text{val}_{\text{ict}}} / \sum_j \sum_c x_{\text{val}_{\text{ict}}}} \quad (6)$$

7 Hausmann, Ricardo dan Bailey Klinger, 2006: “Structural Transformation and Patterns of Comparative Advantage in the Product Space”. Faculty Research Working Papers Series 06-041. Harvard University.

Tabel 5.5. Produktivitas 20 Komoditas Utama Ekspor Indonesia (2000 US\$ PPP, dalam ribuan)

Kode	Nama Komoditi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Share	RCA
51	Kimia Organik	17,74	18,34	19,55	20,11	21,09	21,52	22,10	24,10	2,07%	0,99
75	Mesin Kantor dan Pengolah Data	16,11	17,22	17,73	17,91	18,94	20,39	21,47	23,30	3,40%	0,36
76	Alat Komunikasi	16,52	17,60	17,77	17,76	18,43	19,71	20,22	21,07	4,49%	0,45
77	Mesin Listrik, Aparat dan Alat-alatnya	14,63	14,13	14,56	14,78	15,63	16,25	18,03	20,35	4,31%	0,48
64	Kertas, Kertas Karton dan Olahannya	15,21	15,52	15,98	16,15	17,35	17,84	19,09	19,66	3,22%	2,34
89	Hasil Industri Lainnya	12,62	14,03	14,14	14,69	14,45	15,40	17,16	19,12	1,99%	0,50
83	Peralatan Bepergian, Tas Tangan dll	9,63	9,85	10,84	12,16	12,49	13,30	15,48	16,98	0,16%	0,31
82	Perabotan	11,91	12,66	12,70	12,76	13,47	14,11	14,57	16,08	2,31%	1,76
34	Gas Alam dan Olahannya	12,29	15,62	16,18	16,19	16,20	15,69	17,70	15,89	9,27%	7,05
68	Logam tidak Mengandung Besi	8,85	9,61	10,09	10,34	11,08	13,58	12,93	15,84	2,48%	1,55
32	Batu Bara, Kokas dan Briket	11,79	12,00	12,61	12,54	12,56	14,43	15,09	14,99	4,08%	11,68
63	Barang-barang Kayu dan Gabus	7,64	7,87	8,85	8,59	8,22	8,73	11,69	14,70	4,06%	1,29
33	Minyak Bumi dan Hasil-hasilnya	9,34	9,54	9,18	9,81	10,30	11,00	12,20	13,50	11,54%	1,87
65	Barang Tenun, Kain Tekstil dan Hasil-hasilnya	8,12	9,44	9,14	9,61	10,82	11,61	11,94	12,91	4,63%	1,61
3	Ikan, Kerang-kerangan, Moluska dan Olahannya	8,26	8,46	8,79	8,63	9,59	10,09	11,37	11,75	2,36%	3,13
85	Sepatu dan Peralatan Kaki Lainnya	7,15	6,96	7,37	7,64	8,08	9,25	9,64	10,99	2,01%	2,39
84	Pakaian	5,86	6,26	6,53	6,38	6,65	8,38	9,45	9,98	6,63%	1,67
23	Karet Mentah, Sintetis dan Pugaran	5,57	5,76	6,50	6,55	6,56	7,64	7,30	8,56	2,80%	18,71
28	Bijih Logam dan Sisa-sisa Logam	4,43	4,30	4,42	5,11	5,73	5,80	7,58	8,13	4,55%	4,42
42	Minyak dan Lemak Nabati	5,42	4,41	5,45	5,47	5,58	5,98	8,74	6,98	5,03%	19,26
7	Kopi, The, Coklat, Rempah-rempah	2,35	2,47	2,38	2,77	2,89	3,06	3,12	3,59	1,81%	4,26

Sumber: COMTRADE, diolah

Nilai *density* berkisar antara 0 dan 1, dimana semakin tinggi nilai *density* menunjukkan semakin besarnya peluang suatu negara untuk mengekspor suatu produk secara kompetitif. *Density* juga merefleksikan derajat kedekatan (*proximity*) suatu barang yang diekspor oleh suatu negara terhadap keranjang ekspor dunia, yang memudahkan suatu negara untuk mengadopsi produk baru dan kemudian mengekspornya.

5.3.4 Hasil Analisis

a. Produktivitas Komoditas Ekspor

Berdasarkan penghitungan indeks produktivitas, didapatkan rata-rata produktivitas 50 komoditas ekspor Indonesia pada tahun 2007 yaitu sebesar 15.350 (US\$ PPP). Komoditas ekspor utama yang memiliki produktivitas di atas nilai rata-rata

tersebut diantaranya produk kimia organik, mesin kantor serta alat telekomunikasi (Tabel 5.5). Akan tetapi, produk minyak bumi dan olahannya yang memiliki pangsa tinggi terhadap total ekspor (11,54%) memiliki produktivitas yang moderat (13.500 US\$ PPP). Sementara produk gas alam yang mempunyai pangsa ekspor kedua tertinggi, memiliki produktivitas yang tinggi pada tahun 2007 (15.890 US\$ PPP).

Sementara itu, untuk komoditas ekspor non utama,⁸ terdapat beberapa komoditas yang memiliki pangsa ekspor rendah tetapi mempunyai produktivitas dan nilai RCA yang tinggi, yaitu produk *pulp* dan kertas serta produk barang dari karet. Hasil perhitungan tersebut menunjukkan

8 Menempati urutan ke 20-50 berdasarkan pangsa ekspor.

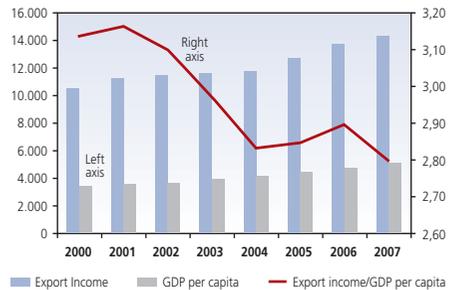
bahwa terdapat beberapa komoditi non utama yang memiliki produktivitas tinggi yang dapat lebih ditingkatkan pangasanya terhadap total ekspor Indonesia.

Sementara angka RCA menunjukkan keunggulan komparatif produk tersebut di Indonesia dibandingkan dengan negara lain. Dari 20 produk unggulan Indonesia, komoditi minyak dan lemak nabati, karet mentah, sintesis dan pugaran, serta batu bara, kokas, dan briket memiliki keunggulan komparatif yang tinggi. Sementara dari produk-produk non unggulan Indonesia, pulp dan kertas memiliki keunggulan komparatif yang tertinggi (3,45). Hal tersebut juga dapat menjadi masukan untuk pengembangan komoditas *pulp* dan kertas.

b. Ruang untuk Peningkatan Pendapatan per Kapita Melalui Ekspor

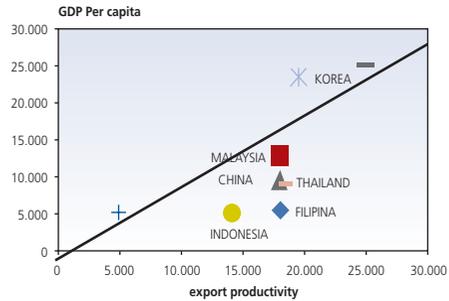
Total produktivitas ekspor Indonesia pada tahun 2007 setara dengan 14.260 US\$ PPP sementara PDB per kapita hanya sebesar 5.097 US\$ PPP. Dari grafik 7 terlihat bahwa level produktivitas ekspor Indonesia 2,8 kali lebih besar dibandingkan PDB per kapita Indonesia dan menunjukkan besarnya potensi ekspor komoditas untuk mendorong peningkatan PDB per kapita. Potensi tersebut dapat dicapai dengan cara mengeksport lebih banyak komoditi yang produktivitasnya tinggi baik itu produk yang sekarang sudah diekspor maupun jenis produk baru.

Akan tetapi apabila dibandingkan dengan tahun 2000, di mana rasio produktivitas ekspor/PDB per kapita mencapai 3,11, terjadi penurunan nilai rasio tersebut. Sementara itu, apabila dibandingkan dengan beberapa negara Asia lainnya, rasio produktivitas ekspor/PDB per kapita Indonesia (2,80) relatif lebih besar jika



Sumber: COMTRADE, diolah

Grafik 5.14. Produktivitas Ekspor dan PDB per Kapita Indonesia 2000-2007



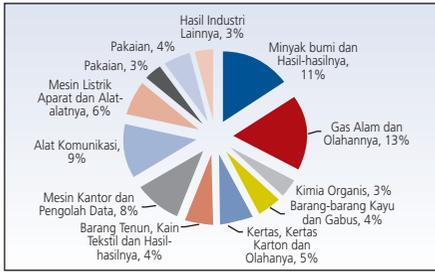
Sumber: COMTRADE, diolah

Grafik 5.15. Produktivitas Ekspor dan PDB per Kapita Beberapa Negara Asia 2007

dibandingkan dengan Korea (0,84), Malaysia (1,42), Thailand (1.91) dan China (2.08), namun masih lebih rendah dari Filipina (3,35) (grafik 8).

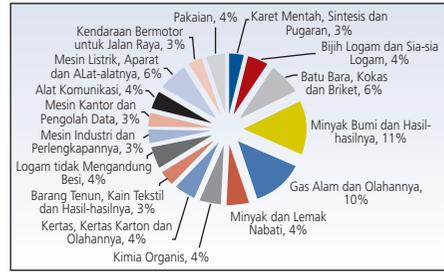
c. Kontribusi Tiap Produk terhadap Produktivitas Ekspor

Dengan adanya informasi mengenai produktivitas per komoditas, pangsa ekspor per komoditas dan produktivitas ekspor secara total, maka dapat dihitung besarnya kontribusi masing-masing komoditas terhadap produktivitas ekspor. Dari hasil perhitungan, diketahui bahwa kontribusi tiap



Tahun 2000

Sumber:COMTRADE, diolah



Tahun 2007

Grafik 5.16. Kontribusi Tiap Produk Terhadap Produktivitas Ekspor

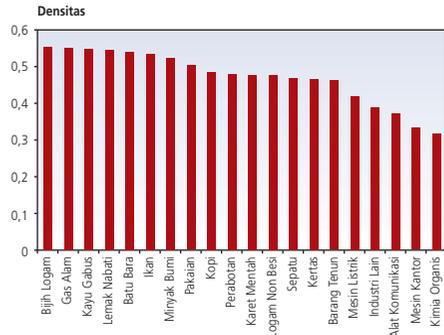
produk terhadap produktivitas ekspor antara tahun 2000 dan 2007 tidak mengalami banyak perubahan.

Pada tahun 2000, penyumbang utama produktivitas ekspor adalah minyak bumi dan hasilnya, gas, mesin kantor, dan alat-alat telekomunikasi. Sementara pada tahun 2007, penyumbang terbesar adalah minyak bumi, gas, batubara, dan mesin listrik. Komoditi tersebut memberikan sumbangan yang besar terhadap pendapatan ekspor lebih karena relatif besarnya pangsa mereka terhadap total ekspor dan bukan oleh produktivitasnya yang tinggi.

d. Peluang Komoditas Ekspor Indonesia untuk Bersaing Kompetitif di Pasar Internasional

Dari hasil perhitungan *distance* dan *density* antar komoditi diperoleh beberapa komoditas utama yang memiliki peluang untuk bersaing secara kompetitif di pasar internasional diantaranya adalah biji logam, gas alam, minyak dan lemak nabati, batu bara, ikan, dan minyak bumi. Komoditas utama yang kurang memiliki peluang yang untuk bersaing adalah kimia organik, mesin kantor, dan alat komunikasi (Grafik 5.17). Komoditi tersebut memiliki jarak yang dekat dengan keranjang ekspor dunia, sehingga memiliki peluang

yang tinggi untuk bersaing di pasar internasional. Sementara itu beberapa komoditas non utama yang memiliki peluang untuk bersaing kompetitif diantaranya kayu dan gabus, serat tekstil, emas, *pulp* kertas, dan olahan minyak lemak nabati.



Sumber:COMTRADE, diolah

Grafik 5.17. Peluang Komoditas Utama untuk Bersaing di Pasar Internasional

e. Production and Efficient Frontier

Semakin besar perbedaan antara produktivitas per produk dengan produktivitas ekspor, maka akan semakin tinggi *value* produk tersebut sehingga dapat mendorong ke arah pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi (*productivity-export income*).

Dari Grafik 5.18 terlihat bahwa sebagian besar produk utama Indonesia memiliki

produktivitas yang tinggi (*upscale products*).⁹ Komoditas utama dengan produktivitas tinggi dan peluang bersaing yang tinggi diantaranya produk gas alam, kertas karton, batu bara, perabotan, logam non-besi. Namun demikian terdapat beberapa komoditas utama yang meskipun mempunyai peluang bersaing yang cukup tinggi tetapi produktivitasnya rendah yaitu bijih logam dan minyak lemak nabati. Sementara untuk komoditas kimia organis dan mesin kantor, meskipun produktivitasnya tinggi namun peluang Indonesia untuk bersaing secara kompetitif di pasar internasional relatif rendah. Komoditi primer dan komoditi *low technology* cenderung menjadi *downscale products*.

produktivitas tinggi tetapi memiliki peluang relatif rendah yaitu aparat fotografi, dan mesin industri. Di sisi lain, komoditas dengan peluang bersaing yang tinggi tetapi mempunyai produktivitasnya yang rendah adalah emas, dan serat tekstil.

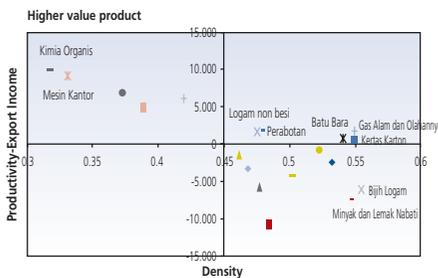
Hasil perhitungan tersebut memberikan masukan untuk pengembangan komoditi-komoditi yang memiliki produktivitas tinggi dan peluang bersaing tinggi yaitu produk *pulp* dan kertas, barang-barang dari karet, kayu dan gabus. Komoditas tersebut masih memiliki pangsa yang kecil terhadap total ekspor Indonesia dan masih memiliki ruang untuk terus dikembangkan.

f. Hubungan Export Productivity dan Pendapatan Per Kapita

Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai hubungan antara produktivitas ekspor dengan pendapatan per kapita baik di Indonesia maupun di beberapa negara lainnya (terutama di kawasan Asia Tenggara) maka dilakukan analisa sederhana mengenai hubungan antara kedua hal tersebut.

Salah satu hasil analisis dengan menggunakan *Granger Causality Test* menunjukkan bahwa peningkatan produktivitas ekspor di China merupakan faktor penyebab peningkatan PDB per kapita. Sementara untuk negara lain, faktor tersebut belum menjadi faktor pendorong PDB per kapita yang signifikan.

Dengan menggunakan analisa panel sederhana, diperoleh hubungan yang positif antara pertumbuhan produktivitas ekspor dan pertumbuhan pendapatan per kapita dengan koefisien sebesar 1,30. Akan tetapi hubungan ini perlu diteliti lebih jauh dengan mengikutsertakan variabel-variabel lain yang juga dapat menjadi indikator peningkatan PDB per kapita seperti tingkat pendidikan, usia, dan pengalaman bekerja.



Grafik 5.18. Selisih Produktivitas Produk dan Produktivitas Ekspor dan Peluang Bersaing Kompetitif

Dari 30 produk ekspor non utama, Indonesia memiliki tingkat produktivitas yang tinggi dan disertai dengan peluang untuk bersaing di pasar internasional yang cukup tinggi yaitu pada produk pulp dan kertas, barang-barang dari karet, kayu dan gabus, besi baja. Sementara komoditas dengan

9 Apabila perbedaan antar produktivitas produk dengan produktivitas ekspor bernilai positif maka produk tersebut digolongkan sebagai *upscale products*, dan sebaliknya apabila perbedaannya negatif maka digolongkan sebagai *downscale products*.

Tabel 5.6. Hasil Pengolahan Panel *Export Productivity* Terhadap Pertumbuhan Ekonomi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.404685	0.872720	-3.901234	0.0003
LOG(X?)	1.302588	0.091100	14.29839	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_CHINA--C	-0.348654			
_INDONESIA--C	-0.527077			
_KOREA--C	0.659509			
_MALAYSIA--C	0.103516			
_PHP--C	-0.712517			
_SG--C	0.965419			
_THAI--C	-0.140197			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.996603	Mean dependent var	9.093488	
Adjusted R-squared	0.996107	S.D. dependent var	0.676872	
S.E. of regression	0.042231	Akaike info criterion	-3.359784	
Sum squared resid	0.085604	Schwarz criterion	-3.070448	
Log likelihood	102.0740	F-statistic	2011.626	
Durbin-Watson stat	0.708996	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber: COMTRADE, diolah

5.3.5 Kesimpulan dan Rekomendasi Kebijakan

Secara umum, struktur ekspor Indonesia relatif tidak banyak mengalami perubahan selama 20 tahun terakhir. Produk ekspor Indonesia cukup

terdiversifikasi dengan indeks konsentrasi HHI yang relatif rendah dibandingkan negara Asia lainnya. Rasio produktivitas ekspor/PDB per kapita Indonesia yang relatif besar menunjukkan adanya ruang untuk meningkatkan kontribusi ekspor terhadap pertumbuhan ekonomi. Hal ini juga ditunjang dengan adanya komoditas ekspor Indonesia, baik utama maupun non utama, yang memiliki peluang yang cukup besar untuk bersaing secara kompetitif. *Efficiency frontier* dapat menjadi masukan bagi kebijakan pengembangan industri ekspor di mana beberapa komoditas ekspor yang memiliki produktivitas tinggi dan efisiensi tinggi seperti *pulp* dan kertas, barang-barang dari karet, kayu dan gabus, besi baja dapat terus dikembangkan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Dalam melakukan strategi pengembangan ekspor yang dapat mendorong ke arah pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi, pemerintah perlu memfokuskan kepada pengembangan jenis komoditas yang mempunyai tingkat produktivitas ekspor yang tinggi sekaligus dapat bersaing secara kompetitif di dunia internasional.

Daftar Pustaka

- Badan Pusat Statistik, berbagai tahun, Tabel Input Output Indonesia.
- _____, berbagai tahun, Neraca Arus Dana Tahunan.
- _____, 2007, Survei Biaya Hidup 2007.
- _____, 2008, Pendapatan Domestik Bruto.
- Bank for International Settlements, 2009, The International Financial Crisis: Lessons for Financial Stability in Asia and The Pacific, BIS Note for Governor Meeting, Kuala Lumpur.
- Bank Indonesia, 2009, Kajian Stabilitas Keuangan No. 12 Maret 2009, Direktorat Penelitian dan Pengaturan Perbankan, Bank Indonesia.
- _____, 2005, Peraturan Bank Indonesia No. 7/2/PBI/2005 tentang Penilaian Kualitas Aktiva Bank Umum.
- _____, 2005, Peraturan Bank Indonesia No. 7/37/PBI/2005 tentang Perubahan Kedua Atas PBI No. 5/31/PBI/2003 tentang Posisi Devisa Neto Bank Umum.
- _____, 2009, International Investment Position, http://www.bi.go.id/sdds/series/iip/index_iip.htm, Februari 2009.
- _____, 2009, Bahan Rapat Dewan Gubernur Tahunan.
- BBC, 2009, Timeline: Global Credit Crunch, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7521250.stm>
- 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
- Bernanke, Ben S., 2005, the Global Saving Glut and the US Current Account Deficit, Remarks by Governor.
- Biro Riset Ekonomi, 2009, Dampak Stimulus Fiskal 2009 Terhadap Ekonomi Indonesia, CR No. 11/3/DKM/BRE/CR.
- British Petroleum, Review of World Energy.
- Bursa Efek Indonesia (BEI).
- Caballero, Ricardo J., Farhi, Emmanuel, Gourinchas, Pierre-Olivier, 2008, Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances, NBER Working Paper.
- Cashin, P., C. John McDermott, J. dan Alasdair S., 1999, Booms and Slumps in World Commodity Prices, IMF Working Papers.
- Cashin, P. dan McDermott, J., 2002, The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability, IMF Staff Papers.
- Dell’Ariccia, Igan, and Laeven, 2008, Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market, IMF Working Paper.
- Departemen Keuangan, 2009, Nota Keuangan dan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Tahun Anggaran 2009.

- Energy Information Administration, 2009, Annual Energy Outlook 2009.
- Federal Reserve, 2007, Chicago Fed Letter: The Role of Securitization in Mortgage Lending, The Federal Reserve Bank of Chicago.
- _____, 2008, Board of Governor of the Federal Reserve System.
- _____, 2008, Federal Reserve Statistical Release.
- Food and Agriculture Organization, 2009, Food Price Indices, <http://www.fao.org/worldfoodsituation/FoodPricesIndex/en/>
- GFMS Metals Consulting, 2008, Base Metal Market Briefing December 2008.
- Greene, William H., 2000, *Econometric Analysis*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall.
- Guerson, Alejandro, et al., 2007, Export Structure and Growth: A Detailed Analysis for Argentina, World Bank Policy Research Working Paper 4237. World Bank.
- Hausmann, Ricardo dan Dani Rodrik, 2003, Economic Development as Self Discovery.
- Hausmann, Ricardo, et al., 2005, What You Export Matters. Faculty Research Working Papers Series 05-063. Harvard University.
- Hausmann, Ricardo dan Bailey Klinger, 2006, Structural Transformation and Patterns of Comparative Advantage in the Product Space. Faculty Research Working Papers Series 06-041. Harvard University.
- International Country Risk Guide, berbagai tahun, PRS Group, Inc., NY, USA.
- International Monetary Fund, 2008, Finance and Development, IMF Survey Magazine, Juni 2008.
- _____, 2008, World Economic Outlook, Financial Stress, Downturns, and Recoveries, Oktober 2008.
- _____, 2008, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, November 2008.
- _____, 2009, World Economic Outlook Update, Global Economic Slump Challenges Policies, Januari 2009.
- Kurniati, Y., dkk., 2007, Peran Investasi dalam Mendorong Pertumbuhan Ekonomi, Laporan Hasil Penelitian DKM No.WP/06/2007
- Kurniati Y., Cadarajat Y., dan Yanfitri, 2008, Sensitivitas Ekspor Komoditas Unggulan terhadap Perlambatan Pertumbuhan Partner Dagang dan Perubahan Harga Internasional, Catatan Riset, Bank Indonesia.
- Kurniati Y., Permata M., dan Yanfitri, 2008, Struktur dan Produktivitas Ekspor serta Potensinya dalam Mendorong Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia, Catatan Riset, Bank Indonesia.
- Kurniati Y., Sahminan, dan Cadarajat Y., 2008, Sensitivitas Komoditas Ekspor dan Impor Komoditas Utama terhadap Harga Internasional dan Nilai Tukar Rupiah, Catatan Riset, Bank Indonesia.
- Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).
- Lall, Sanjaya. 2000. "The Technological Structure and Performance of Developing Country Manufactured Exports, 1985-1998". QEH Working Paper Number 44. University of Oxford.
- Mizen, Paul, 2008, the Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses, Federal Reserve Bank of St. Louis Review.

- Overseas Development Institute, 2008, The Global Financial Crisis and Developing Countries, Background Note.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007, Technology and Industry Scoreboard, OECD Science.
- Prastowo, Nugroho et al., 2008, Dampak *Financial Deepening* terhadap Pelaksanaan Kebijakan Moneter di Indonesia, Laporan Hasil Penelitian BI, Desember 2008.
- Sahminan, 2006, Balance-sheet Effects of Exchange Rate Depreciation: Evidence from Non-Financial Firms in Indonesia. Laporan Hasil Penelitian BI, Juni 2006.
- Sahminan, dkk., 2008, Kondisi Perkonomian Indonesia Relatif terhadap Kondisi Perekonomian Kawasan. Catatan Riset No.10/33/DKM/BRE/CR, Bank Indonesia.
- Smaghi, Lorenzo B., 2008, The Financial Crisis and Global Imbalances – Two Sides of The Same Coin, Speech at The Asia Europe Economic Forum Conference, Beijing.
- Staritz, Cornelia, 2008, Financial Structure, Investment, and Economic Development, A Flow of Funds Analysis of Emerging Countries, SCEPA Working Paper.
- Taylor, J.B., 2008, The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong, Written version of keynote at Bank of Canada, November 2008.
- United Nations, Statistics Division, Commodity Trade Statistics Database, www.comtrade.un.org/db/.
- _____, 2007, Fighting Climate Change: Human Solidarity in a Divided World, Human Development Report 2007-2008, United Nations Development Programme (UNDP).
- _____, 2008, Trade and Development Report, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
- _____, 2008, Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge, World Investment Report, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
- _____, 2008, World Investment Prospect Survey 2008-2010, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
- _____, 2009, Assessing the Impact of Current Financial and Economic Crisis on Global FDI Flows, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).
- US Department of Commerce, 2008, Bureau of Economic Analysis.
- Widayat, W.S., dan Firman M., 2005, Transmisi Kebijakan Moneter Indonesia dari Perspektif Perilaku Arus Dana, Working Paper.
- World Bank, 2008, Doing Business Survey 2009, www.doingbusiness.org.
- _____, 2009, Commodities at the Crossroads, Global Economic Prospects 2009.
- World Economic Forum, 2008, Global Competitiveness Report 2008-2009.
- Yanuarti, T. et al., 2009, Identifikasi Struktur Ekspor Indonesia (Berdasarkan Tabel Input-Output 2005 dan Statistik Industri 2001-2005), Catatan Riset, Bank Indonesia.