

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Model Mundell Fleming

Ketika menjalankan kebijakan fiskal dan moneter, para pembuat kebijakan sering mengamati apa yang terjadi di mancanegara. Meskipun kemakmuran domestik merupakan tujuan satu-satunya, namun mereka perlu mempertimbangkan perkembangan di mancanegara. Arus barang dan jasa internasional serta aliran modal internasional bisa mempengaruhi perekonomian dalam banyak cara. Para pembuat keputusan yang mengabaikan pengaruh ini akan menghadapi bahaya.

Arus Modal dan Barang Internasional

Perbedaan yang penting antara perekonomian terbuka dan perekonomian tertutup adalah bahwa, dalam perekonomian terbuka, pengeluaran suatu negara selama satu periode tertentu tidak perlu sama dengan yang mereka hasilkan dari memproduksi barang dan jasa. Suatu negara bisa melakukan pengeluaran lebih banyak ketimbang dari produksinya dengan meminjam dari luar negeri, atau bisa melakukan pengeluaran lebih kecil dari produksinya dan memberi pinjaman pada negara lain.

Dalam perekonomian tertutup, seluruh output dijual di pasar domestik dan pengeluaran dibagi menjadi tiga komponen: konsumsi, investasi dan pengeluaran pemerintah. Sementara dalam perekonomian terbuka sebagian output dijual untuk domestik dan sebagian lagi diekspor ke luar negeri.

Dari persamaan identitas : $Y = C + I + G + (EX - IM)$ (2.1)

kita ubah menjadi

$$(EX - IM) = Y - (C + I + G) \text{ (2.2)}$$

Ekspor Neto = Output – Pengeluaran Domestik

Persamaan ini menunjukkan bahwa dalam perekonomian terbuka, pengeluaran domestik tidak perlu sama dengan output barang dan jasa. Jika output melebihi

pengeluaran domestik, kita mengekspor perbedaan itu: ekspor neto adalah positif. Jika output lebih kecil dari pengeluaran domestik, kita mengimpor perbedaan itu : ekspor neto adalah negatif.

$$\text{Dari :} \quad Y - C - G = S \quad \dots\dots\dots (2.3)$$

Dimana S adalah tabungan nasional.

Didapatkan identitas untuk sistem perekonomian terbuka

$$S = I + (EX - IM) \quad \dots\dots\dots (2.4)$$

$$\text{Menjadi :} \quad S - I = (EX - IM) \quad \dots\dots\dots (2.5)$$

Dari persamaan (5) di atas, $EX - IM$ adalah neraca perdagangan (*trade balance*), $S - I$ adalah arus modal keluar neto (*net capital outflow*), terkadang disebut juga investasi asing neto (*net foreign investment*). Arus modal keluar neto adalah jumlah dana yang dipinjamkan penduduk domestik ke luar negeri dikurangi jumlah dana yang dipinjamkan orang asing kepada kita. Jika arus modal keluar neto adalah positif, maka tabungan nasional kita melebihi investasi dan kita meminjamkannya kepada pihak asing. Sebaliknya jika arus modal keluar neto adalah negatif, perekonomian kita mengalami arus modal masuk : investasi melebihi tabungan, dan perekonomian membiayai investasi ekstra ini dengan meminjam dari luar negeri. Jadi arus modal keluar neto ini mencerminkan arus dana internasional untuk membiayai akumulasi modal.

Identitas perhitungan pendapatan nasional menunjukkan bahwa arus modal keluar neto selalu sama dengan neraca perdagangan.

Arus Modal Keluar Neto = Neraca Perdagangan

$$S - I = EX - IM \quad \dots\dots\dots (2.6)$$

Jika $S - I$ dan $EX - IM$ adalah positif, kita memiliki surplus perdagangan (*trade surplus*). Dalam kasus ini, kita adalah negara pendonor di pasar uang dunia, dan kita mengekspor lebih banyak barang serta jasa dari pada mengimpornya. Jika $S - I$ dan $EX - IM$ adalah negatif, kita memiliki defisit perdagangan (*trade deficit*). Dalam kasus ini, kita adalah negara pengutang di pasar uang dunia, dan kita mengimpor lebih banyak barang serta jasa dari pada mengekspornya. Jika $S - I$ dan $EX - IM$ adalah nol, kita memiliki perdagangan berimbang (*balanced trade*) karena nilai ekspor sama dengan nilai impor.

Tabel II.1 Ikhtisar Arus Barang dan Modal Internasional

Ikhtisar Arus Barang dan Modal Internasional		
Surplus Perdagangan	Perdagangan Berimbang	Defisit Perdagangan
Ekspor > Impor	Ekspor = Impor	Ekspor < Impor
Ekspor Neto > 0	Ekspor Neto = 0	Ekspor Neto < 0
$Y > C + I + G$	$Y = C + I + G$	$Y < C + I + G$
Tabungan > Investasi	Tabungan = Investasi	Tabungan < Investasi
Arus Modal Keluar Neto > 0	Arus Modal Keluar Neto = 0	Arus Modal Keluar Neto < 0

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Model Mundell Fleming tidak jauh berbeda dengan model IS-LM. Kedua model ini menekankan interaksi antara pasar barang dan pasar uang. Keduanya juga mengasumsikan bahwa tingkat harga adalah tetap dan menunjukkan apa yang menyebabkan fluktuasi jangka pendek dalam pendapatan agregat (atau, sama dengan pergeseran dalam kurva permintaan agregat). Perbedaan pentingnya adalah bahwa model IS-LM mengasumsikan perekonomian tertutup, sedangkan model Mundell Fleming mengasumsikan perekonomian terbuka (IS*-LM*). Model Mundell Fleming membuat suatu asumsi penting dan ekstrem yaitu : model ini mengasumsikan bahwa perekonomian yang sedang dipelajari adalah perekonomian terbuka kecil dengan mobilitas modal sempurna. Artinya, perekonomian bisa meminjam atau memberi pinjaman sebanyak yang ia inginkan di pasar keuangan dunia dan, sebagai akibatnya tingkat bunga perekonomian (r) ditentukan oleh tingkat bunga dunia (r^*). Secara matematis, kita bisa menulis asumsi ini sebagai

$$r = r^* \quad \dots\dots\dots (2.7)$$

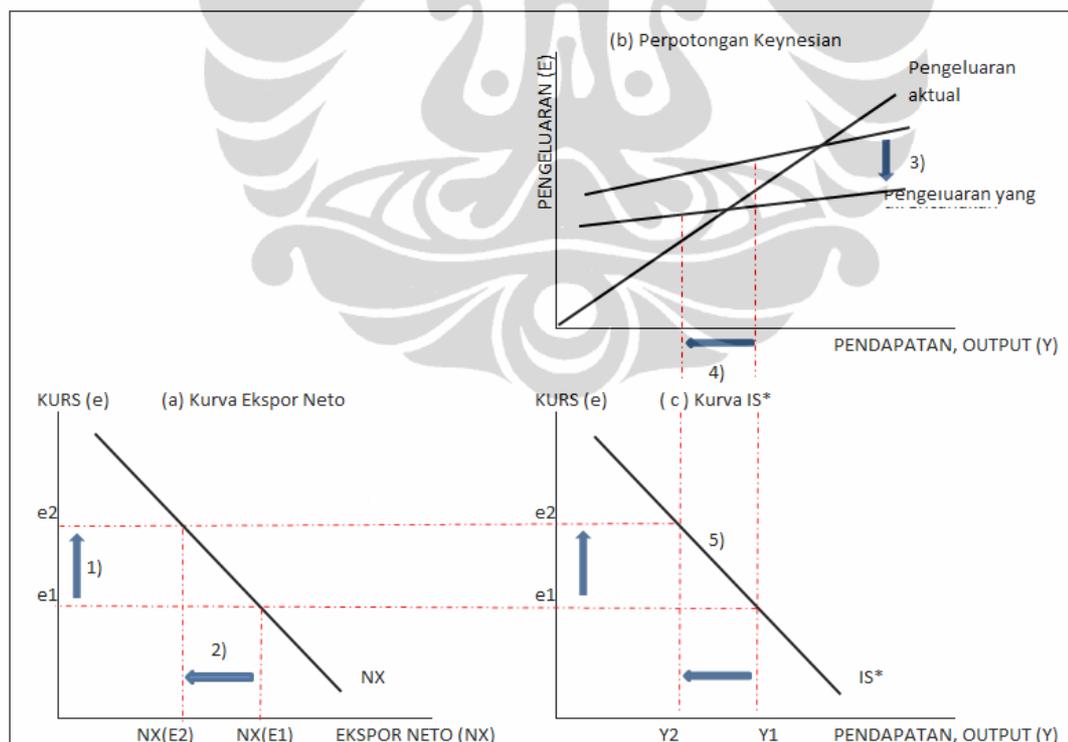
Tingkat bunga dunia ini diasumsikan tetap secara eksogen karena perekonomian tersebut relatif kecil dibandingkan perekonomian dunia sehingga bisa meminjam atau memberi pinjaman sebanyak yang ia inginkan di pasar keuangan dunia tanpa mempengaruhi tingkat bunga dunia. Tanda asterik pada IS* - LM* menunjukkan bahwa pada model ini menggunakan asumsi tingkat bunga konstan pada tingkat bunga dunia r^* .

Dalam perekonomian terbuka kecil, tingkat bunga domestik mungkin naik sedikit selama jangka pendek, tetapi dalam sekejap, pihak asing akan melihat

tingkat bunga yang lebih tinggi itu, dan mulai memberi pinjaman ke negara ini (misalnya dengan membeli obligasi negara ini). Aliran modal masuk akan mendorong tingkat bunga domestik kembali menuju r^* . Demikian juga jika setiap peristiwa yang terjadi mulai menggerakkan tingkat bunga domestik turun ke bawah, modal akan mengalir ke luar negara untuk menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi, dan aliran ke luar modal ini akan mendorong tingkat bunga domestik kembali naik menuju r^* . Jadi, persamaan $r = r^*$ menunjukkan asumsi bahwa aliran modal internasional cukup memadai untuk mempertahankan tingkat bunga domestik sama dengan tingkat bunga dunia.

Derivasi Kurva IS*

Hubungan antara tingkat suku bunga dengan pendapatan yang memperlihatkan keseimbangan antara investasi dan tabungan, diwakili oleh kurva IS*.



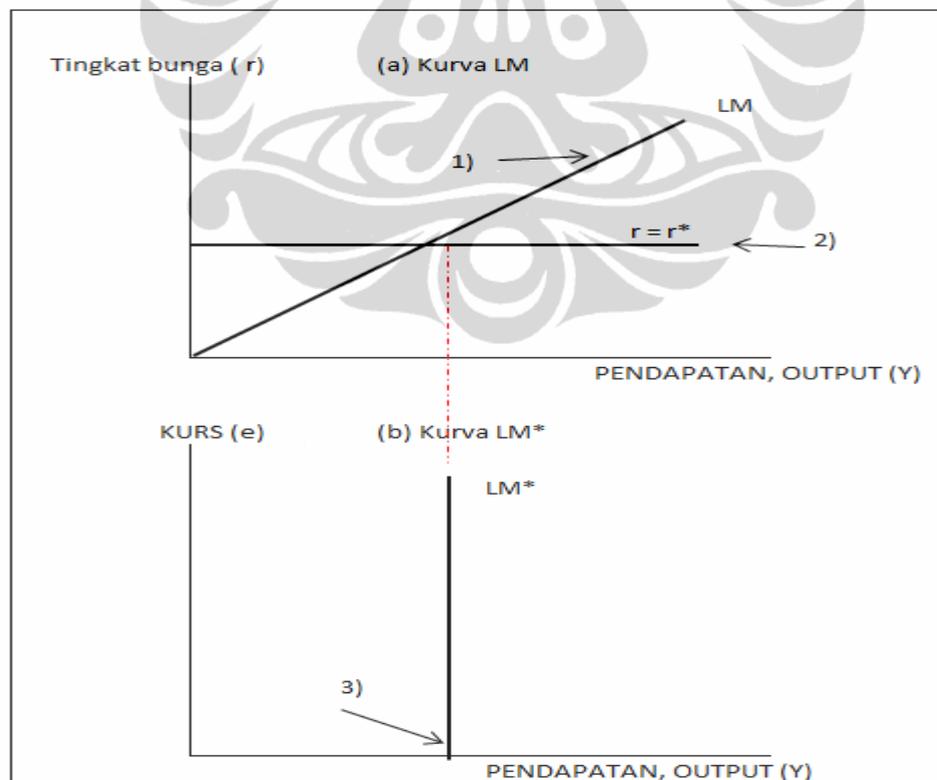
Gambar II.1. Derivasi Kurva IS*

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Kurva IS* diderivasi dari kurva ekspor – neto dan perpotongan Keynesian. Dari gambar II.1 di bawah, (a) menunjukkan kurva ekspor- neto : kenaikan kurs dari e_1 ke e_2 mengurangi ekspor neto dari $NX(e_1)$ ke $NX(e_2)$. (b) menunjukkan perpotongan Keynesian : penurunan ekspor neto dari $NX(e_1)$ ke $NX(e_2)$ menggeser kurva pengeluaran yang direncanakan ke bawah dan menurunkan pendapatan dari Y_1 ke Y_2 . (c) menunjukkan kurva IS* yang meringkas hubungan antara kurs dan pendapatan : semakin tinggi kurs, semakin rendah tingkat pendapatan.

Derivasi Kurva LM*

Dari sisi pasar uang, kondisi ekuilibrium pasar uang dan tingkat suku bunga dunia menentukan tingkat pendapatan. Persamaan ini menyatakan bahwa penawaran keseimbangan uang riil M/P sama dengan permintaan $L(r^*, Y)$. Keseimbangan pasar uang adalah pada saat permintaan akan uang sama dengan tingkat penawarannya ($M/P = L(r^*, Y)$).

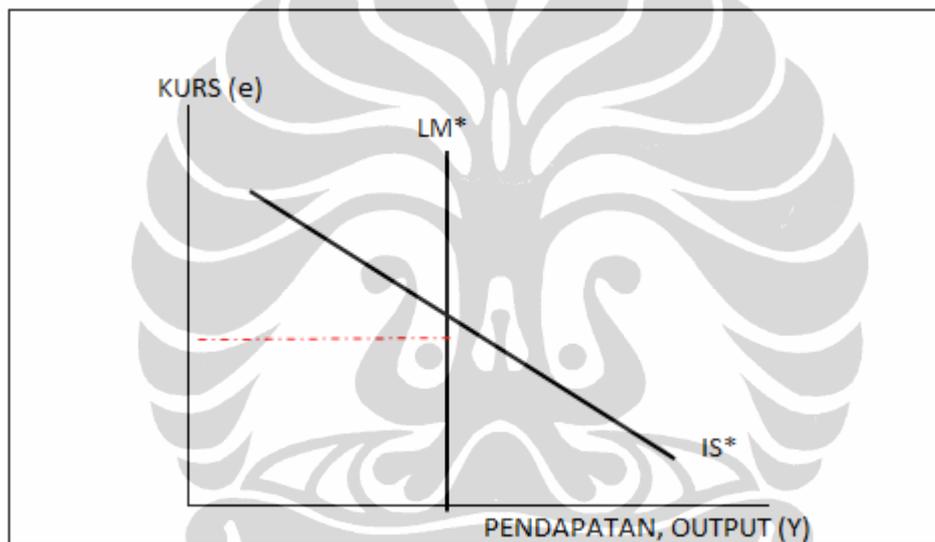


Gambar II.2. Derivasi Kurva LM*

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Keseimbangan Pasar Barang dan Pasar Uang

Gambar II.3 menunjukkan kondisi ekuilibrium pasar barang IS^* dan kondisi ekuilibrium pasar uang LM^* . Kedua kurva mempertahankan tingkat bunga konstan pada tingkat bunga dunia. Keseimbangan perekonomian ditemukan pada titik perpotongan antara kurva IS^* dengan kurva LM^* . Titik perpotongan ini menunjukkan kurs serta tingkat pendapatan yang memenuhi ekuilibrium di pasar barang maupun di pasar uang. Dengan diagram ini, kita bisa menggunakan model Mundell Fleming untuk menunjukkan bagaimana pendapatan agregat Y dan kurs e menanggapi perubahan kebijakan.



Gambar II.3 Keseimbangan Kurva IS^* - LM^*

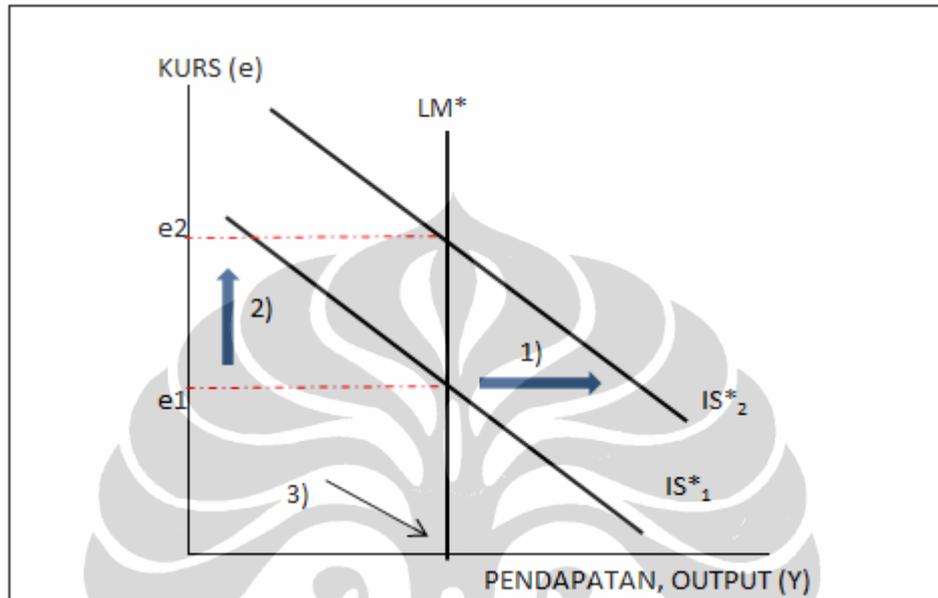
sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Dampak Kebijakan Fiskal pada Sistem Kurs Mengambang

Kita misalkan pemerintah mendorong pengeluaran domestik dengan meningkatkan belanjanya G . Hal ini mengakibatkan peningkatan pengeluaran yang direncanakan pada kurva perpotongan Keynesian, kebijakan fiskal ekspansioner itu menggeser kurva IS^* ke kanan, sebagaimana terlihat pada gambar II.4. Akibatnya kurs berapresiasi, sedangkan tingkat pendapatan tetap sama.

Pada perekonomian tertutup, kenaikan pengeluaran pemerintah akan mendorong terjadinya kenaikan pendapatan menyebabkan kenaikan tingkat bunga sebagai akibat dari meningkatnya permintaan uang. Namun hal ini mustahil

terjadi pada perekonomian terbuka, tingkat bunga dan kurs adalah variabel utama di sini. Pada saat tingkat bunga merangkak naik melebihi tingkat bunga dunia r^* , modal segera mengalir masuk dari luar negeri untuk mengambil keuntungan dari tingkat bunga yang lebih tinggi.



Gambar II.4 Kebijakan Fiskal Ekspansif

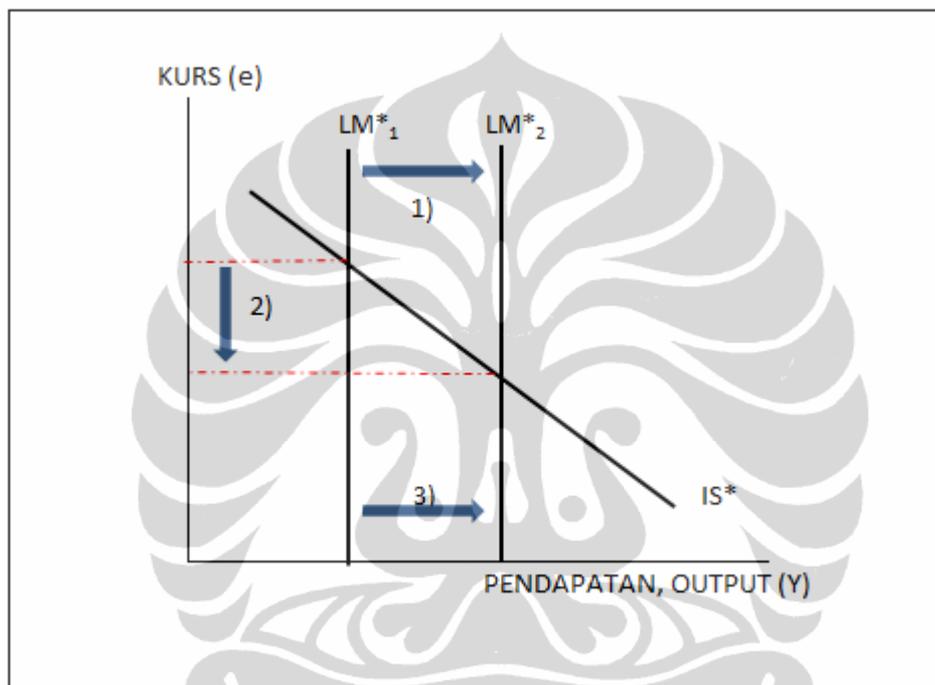
sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Aliran modal masuk ini tidak hanya menekan tingkat bunga kembali ke r^* tapi juga akan menyebabkan kenaikan permintaan mata uang domestik. Sebab investor luar negeri harus membeli mata uang domestik untuk berinvestasi di perekonomian domestik. Kenaikan permintaan uang ini selanjutnya menyebabkan apresiasi mata uang domestik, sehingga membuat barang-barang domestik relatif lebih mahal terhadap produk asing dan mengakibatkan menurunnya ekspor neto. Penurunan ekspor neto ini mempengaruhi dampak ekspansi fiskal terhadap peningkatan pendapatan.

Pengaruh penurunan ekspor neto sehingga membuat ekspansi fiskal tidak mampu mempengaruhi pendapatan disebabkan karena dalam perekonomian terbuka kecil, r tetap pada r^* , dan hanya ada satu tingkat pendapatan (Y) yang bisa memenuhi persamaan ini yaitu persamaan pada ekuilibrium pasar uang $M/P = L(r, Y)$. Karena jumlah permintaan uang riil $L(r, Y)$ harus sama dengan penawaran uang riil M/P , tingkat pendapatan tidak berubah ketika kebijakan fiskal berubah.

Dampak Kebijakan Moneter pada Sistem Kurs Mengambang

Ketika bank sentral meningkatkan jumlah uang beredar, karena tingkat harga diasumsikan tetap, kenaikan jumlah uang beredar berarti kenaikan dalam keseimbangan uang riil. Kenaikan keseimbangan uang riil tersebut menggeser kurva LM^* ke kanan, seperti terlihat pada gambar II.5. Pergeseran kurva LM^* ini berarti terjadi peningkatan pendapatan dan depresiasi nilai tukar.



Gambar II.5 Kebijakan Moneter Ekspansif

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Jika pada sistem perekonomian tertutup kenaikan jumlah uang beredar akan meningkatkan pengeluaran karena menurunkan tingkat bunga dan mendorong investasi, dalam perekonomian terbuka transmisi moneternya berbeda. Tingkat bunga dan kurs menjadi variabel penentu dalam mekanisme transmisinya.

Kenaikan jumlah uang beredar menekan tingkat bunga domestik, modal mengalir ke luar dari perekonomian karena investor mencari pengembalian investasi yang lebih tinggi di tempat lain. Aliran modal keluar ini melindungi agar tingkat bunga domestik tidak turun di bawah tingkat bunga dunia r^* . Kebijakan ini juga memiliki dampak lain : karena berinvestasi di tempat lain mengharuskan dilakukannya konversi mata uang domestik menjadi mata uang asing, aliran keluar

modal meningkatkan penawaran mata uang domestik di pasar valuta asing, menyebabkan kurs mengalami depresiasi. Penurunan kurs ini membuat barang-barang domestik menjadi relatif murah terhadap barang-barang luar negeri dan meningkatkan ekspor neto. Jadi dalam perekonomian terbuka kecil, kebijakan moneter mempengaruhi pendapatan dengan mengubah kurs, bukan tingkat bunga.

Berdasarkan uraian-raian di atas, dapat dirangkum dampak yang ditimbulkan oleh masing-masing kebijakan seperti yang ditunjukkan dalam tabel II.2 dibawah ini. Model Mundell Fleming menunjukkan bahwa dampak sari sebgain besar kebijakan ekonomi terhadap perekonomian terbuka kecil tergantung pada apakah kurs mengambang atau tetap. Yang pasti, dampak yang dihasilkan pada kurs tetap berbeda dengan pada kurs mengambang. Agar lebih spesifik, model Mundell Fleming menunjukkan bahwa kekuatan kebijakan fiskal dan moneter untuk mempengaruhi pendapatan agregat tergantung pada rezim kurs. Di bawah kurs mengambang, hanya kebijakan moneter yang bisa mempengaruhi pendapatan. Dampak kebijakan ekspansioner yang biasa dapat dikurangi oleh adanya penurunan nilai mata uang dan penurunan ekspor neto.

Tabel II.2 Model Mundell Fleming : Ringkasan Dampak Kebijakan

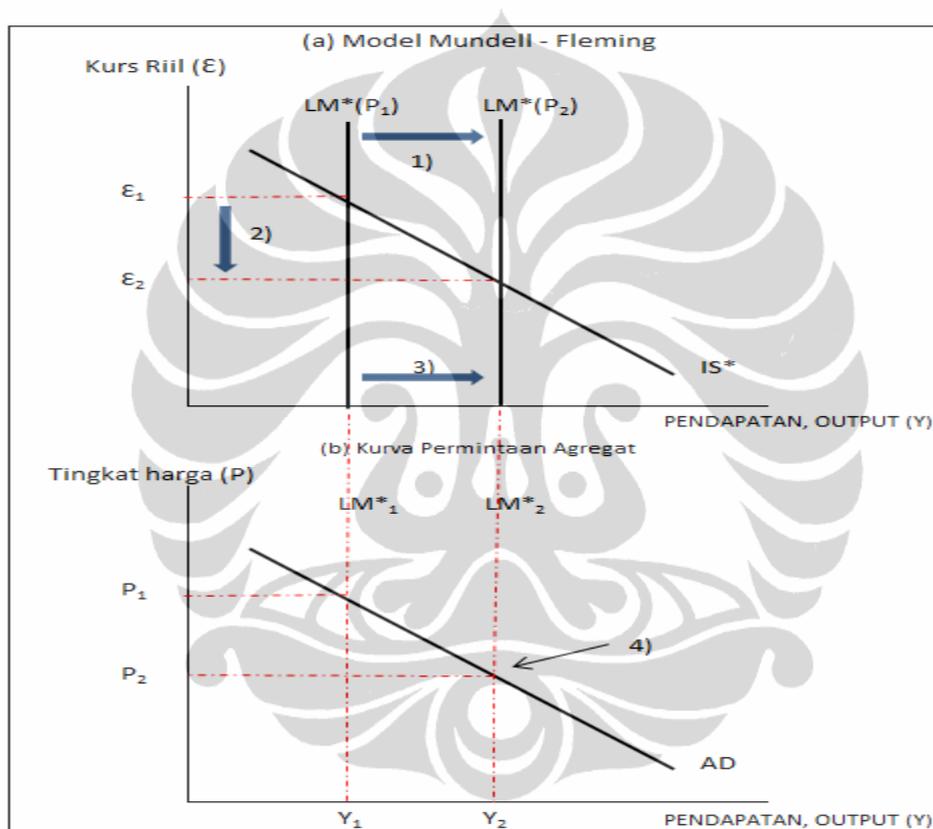
Kebijakan	Rezim Kurs					
	Mengambang			Tetap		
	Berdampak Pada					
	Y	e	NX	Y	e	NX
Ekspansi Fiskal	tetap	turun	turun	naik	tetap	tetap
Ekspansi Moneter	naik	naik	naik	tetap	tetap	tetap

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Derivasi Kurva Permintaan Agregat

Model Mundell Fleming dapat digunakan untuk menganalisis perekonomian dengan perubahan tingkat harga. Dengan melakukan analisis ini akan tampak bagaimana model ini memperlihatkan teori permintaan agregat pada perekonomian terbuka. Selain itu, analisis ini juga akan menunjukkan keterkaitan antara model jangka pendek dengan model jangka panjang pada perekonomian

terbuka. Karena terjadinya perubahan harga, kurs nominal dan kurs riil tidak lagi bergerak secara bersamaan. Gambar II.6 di bawah ini menunjukkan apa yang terjadi ketika tingkat harga turun. Karena tingkat harga yang lebih rendah menaikkan tingkat keseimbangan uang riil, kurva LM^* bergeser ke kanan, seperti dalam bagian (a). Kurs riil akan mengalami apresiasi, dan tingkat pendapatan ekulibrium naik. Kurva permintaan agregat meringkas hubungan negatif antara tingkat harga dan tingkat pendapatan, seperti yang ditunjukkan pada bagian (b).



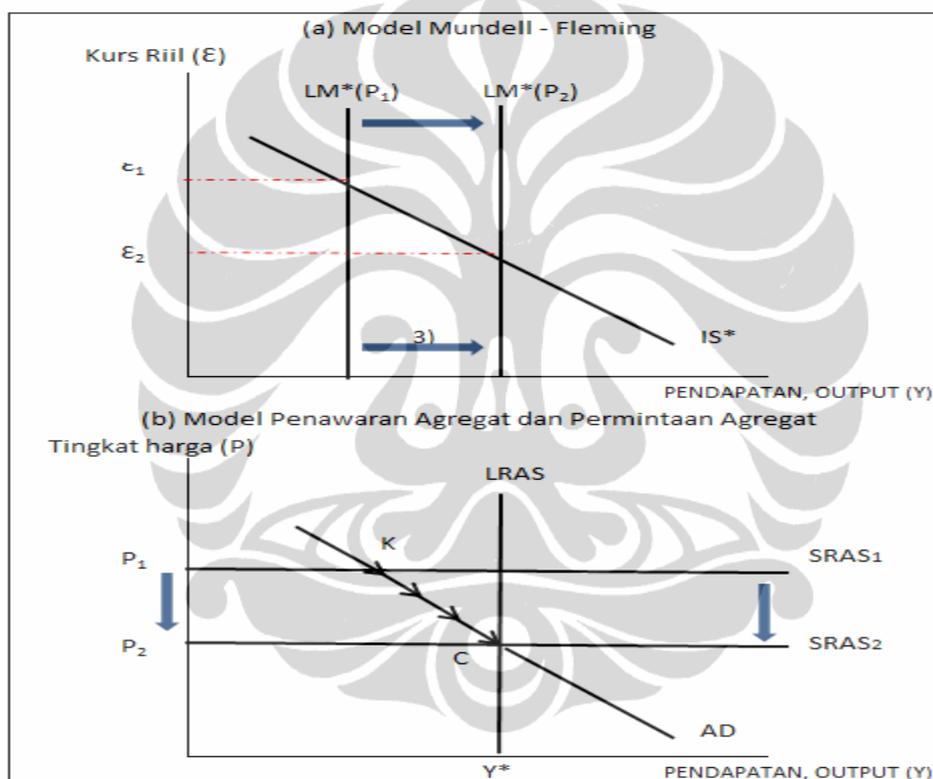
Gambar II.6 Derivasi Kurva Permintaan Agregat

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Dalam model Mundell Fleming, kurva permintaan agregat menunjukkan kumpulan ekuilibrium yang muncul karena tingkat harga bervariasi. Apapun yang mengubah ekuilibrium ke tingkat harga tertentu akan menggeser kurva permintaan agregat. Kebijakan dan kejadian yang meningkatkan pendapatan akan menggeser kurva permintaan agregat ke kanan; sementara kebijakan dan kejadian yang menurunkan pendapatan akan menggeser kurva permintaan agregat ke kiri.

Ekulibrium Jangka Pendek dan Jangka Panjang dalam Perekonomian Terbuka Kecil

Gambar II.7 menunjukkan ekulibrium jangka pendek dan jangka panjang. Dalam kedua bagian gambar itu, titik K menjelaskan ekulibrium jangka pendek, karena mengasumsikan tingkat harga tetap. Pada ekulibrium ini, permintaan terhadap barang dan jasa terlalu rendah untuk mempertahankan perekonomian berproduksi pada tingkat alamiah. Sepanjang waktu, permintaan yang rendah menyebabkan tingkat harga turun.



Gambar II.7 Ekulibrium Jangka Pendek dan Jangka Panjang

sumber: N.G.Mankiw, Macroeconomics 6th Edition, 2007

Penurunan tingkat harga ini akan meningkatkan keseimbangan uang riil, yang menggeser kurva LM^* ke kanan. Kurs riil akan mengalami apresiasi, sehingga ekspor neto naik. Pada akhirnya, perekonomian mencapai titik C, yaitu ekulibrium jangka panjang. Kecepatan transmisi antara ekulibrium jangka pendek dan jangka panjang tergantung pada secepat apa tingkat harga menyesuaikan diri untuk mengembalikan perekonomian ke tingkat alamiah.

2.1.2 Bauran Kebijakan Fiskal dan Moneter

Bauran kebijakan (*The Policy Mix*) dalam pengertian ekonomi adalah suatu penerapan dua kebijakan secara bersama-sama (yaitu kebijakan fiskal dan kebijakan moneter) dalam suatu kondisi perekonomian (Dornbusch, R., dan Fischer, S., 1987).

Kebijakan fiskal dan kebijakan moneter secara umum dinyatakan sebagai kebijakan bagaimana mengelola permintaan (Branson, 1972). Dalam pengertian ini yang dimaksud kebijakan fiskal sendiri adalah kebijakan fiskal yang murni, dimana kebijakan ini mempengaruhi pengeluaran pemerintah (G) atau pajak (T), dan yang dimaksud kebijakan moneter disini adalah kebijakan yang mempengaruhi supply uang (M^S). Jadi dalam kebijakan fiskal akan terjadi pergeseran kurva IS dan pada kebijakan moneter akan menggeser kurva LM bila dilakukan ekspansi maupun kontraksi.

2.2. Penelitian dan Studi Sebelumnya

Penelitian mengenai analisa makroekonomi Indonesia dilakukan oleh Soelistio (1997). Hasil penelitiannya mengungkapkan pengaruh variabel pengeluaran pemerintah, indeks kurs tukar riil, dan perubahan kredit domestik terhadap pendapatan, harga dan neraca pembayaran. Studi empiriknya menunjukkan bahwa *multiplier impact* pengeluaran pemerintah cukup berpengaruh secara positif dan bermakna secara statistik terhadap konsumsi, investasi, tingkat harga dan Produk Domestik Bruto (PDB) riil.

Penelitian mengenai kondisi dan respon kebijakan ekonomi makro selama tahun 1997-1998 yang dilakukan oleh Charles PR Joseph, dkk (1999) menunjukkan bahwa aliran modal keluar secara mendadak dan dalam jumlah yang sangat besar telah mengakibatkan kinerja perekonomian dengan cepat merosot serta memiliki dampak yang cukup lama. Dalam penelitian tersebut ditemukan juga bahwa respon kebijakan ekonomi yang ditempuh dengan titik berat pada stabilisasi jangka pendek terbukti cukup berhasil meskipun dengan pengorbanan semakin terkontaksinya perekonomian. Kemudian dibuktikan juga bahwa kebijakan fiskal yang ekspansif dapat menahan kontraksi perekonomian dalam

masa krisis, kendati menciptakan *trade off* pada melemahnya nilai tukar dan melonjaknya inflasi.

Penelitian selanjutnya mengenai analisis makroekonomi Indonesia melalui pendekatan IS-LM dilakukan oleh Yuliadi (2001). Yuliadi menjelaskan kapabilitas dari perekonomian Indonesia dilihat dari hubungan setiap indikator makroekonomi yang mempengaruhi pendapatan nasional. Tingginya tingkat bunga mempengaruhi iklim investasi yang menyebabkan terjadinya *crowding out effect*. Upaya untuk mendorong pertumbuhan ekonomi nasional juga harus dilakukan dengan meningkatkan ekspor, sehingga cadangan devisa akan semakin meningkat dan kemampuan membiayai pembangunan meningkat.

Le Anh Minh (2004) melakukan penelitian mengenai kondisi makroekonomi Vietnam periode 1990 sampai 2003. Penelitian tersebut bertujuan untuk menganalisis dampak jangka pendek kebijakan makroekonomi melalui pembentukan model sederhana dengan menggunakan sistem persamaan simultan dengan membatasi penelitian hanya pada sisi permintaan. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa arus modal masuk memainkan peran penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi Vietnam, sementara dalam kondisi krisis dibutuhkan manajemen nilai tukar yang komprehensif berupa kebijakan devaluasi nilai tukar yang diimbangi dengan kebijakan fiskal yang ekspansif.

Neven Vidakovic (2005) dalam penelitiannya mengenai pengaplikasian Model Mundell Fleming melalui sistem persamaan simultan pada perekonomian terbuka kecil di Negara Kroasia menyimpulkan bahwa keefektifan respon kebijakan makro tergantung pada koordinasi antara kebijakan fiskal dan moneter secara simultan dalam kondisi mobilitas aliran modal internasional yang cukup tinggi dan bebas.

2.3 Kondisi Perekonomian dan Respon Kebijakan Selama Periode Krisis

2.3.1 Krisis 1997 ¹⁾

Memasuki semester kedua tahun 1997 kondisi perekonomian mulai menghadapi permasalahan. Keraguan investor asing terhadap kesinambungan sektor eksternal nasional sebagai dampak penularan krisis keuangan dan politik di Thailand, telah secara cepat diikuti penarikan dana sehingga telah berdampak

sangat dalam terhadap kinerja perekonomian nasional. Struktur fundamental perekonomian yang rentan dan rapuh semakin terbuka dengan ditariknya modal asing tersebut. Investasi mengalami penurunan yang sangat tajam, inflasi meningkat tinggi, nilai tukar merosot tajam serta berbagai dampak negatif lainnya .

Memperhatikan kondisi perekonomian tersebut, respon kebijakan yang telah ditempuh untuk mengatasi krisis merupakan kebijakan terpadu mencakup kebijakan moneter, fiskal, dan sektoral. Secara umum kebijakan yang ditempuh adalah penerapan kebijakan moneter ketat serta menerapkan kebijakan fiskal yang berhati-hati antara lain dengan mengurangi ekspansi pengeluaran pemerintah. Berikut ini disajikan secara kronologis pokok-pokok kebijakan yang telah ditempuh.

a. Periode Juli -Agustus 1997 : Temporary Adjustment

Secara umum, kebijakan yang ditempuh pada periode awal terjadinya krisis mengindikasikan adanya keragu-raguan dari pengambil kebijakan atas shock yang terjadi apakah bersifat temporary atau permanent. Pada saat itu, sempat berkembang pemikiran bahwa kondisi fundamental perekonomian Indonesia lebih baik dari negara-negara yang mengalami krisis, sehingga kebijakan yang diterapkan cukup yang bersifat penyesuaian sementara. Untuk meredam gejolak nilai tukar. Pemerintah berupaya melakukan beberapa langkah pengetatan baik melalui kebijakan moneter maupun fiskal. dari sisi kebijakan moneter antara lain melalui intervensi baik secara spot maupun secara forward dan meningkatkan fleksibilitas nilai tukar rupiah melalui pelebaran rentang intervensi nilai tukar menjadi 12% dan kemudian diakhiri dengan penghapusan rentang intervensi pada 14 Agustus 1997.

Selanjutnya, untuk lebih mengefektifkan kontraksi moneter melalui operasi pasar terbuka. Bank Indonesia menghentikan pembelian SBPU perbankan sejak tanggal 24 Juli 1997, demikian pula dengan Fasilitas Diskonto I dan SBI Repo juga dihentikan. Upaya tersebut belum cukup, Rupiah masih mengalami tekanan depresiasi yang tajam.

1) lihat Charles, dkk (1999 dan BEMP Vol.2 September 1999

Untuk itu, pada tanggal 19 Agustus 1997. Bank Indonesia menaikkan suku bunga SBI intervensi untuk seluruh jangka waktu yang mencapai tertinggi 30% untuk jangka waktu 1 bulan. Akibat peningkatan SBI tersebut, suku bunga overnight di pasar uang antarbank sempat mencapai 159%.

Selain itu, pemerintah melakukan penarikan dana BUMN seperti PT.Jamsostek dan Dana Pensiun BUMN ke dalam SBI pada tanggal 15 s.d. 22 Agustus 1997 berjumlah sebesar Rp3,3 triliun. Di sisi fiskal, pemerintah melakukan konsolidasi anggaran dengan melakukan penangguhan dan pengkajian ulang proyek BUMM yang bermuatan impor tinggi dan yang menggunakan sumber pendanaan luar negeri.

b. Periode September -Desember 1997: Inconsistency Monetary Policies

Pada periode ini, kebijakan yang ditempuh secara umum mencerminkan perhatian yang lebih serius dari pengambil kebijakan. Namun demikian, masih terdapat ketidakkonsistenan dalam melaksanakan kebijakan, seperti ditunjukkan oleh kebijakan untuk kembali melonggarkan likuiditas perekonomian meskipun tekanan depresiasi masih tetap tinggi.

Ketatnya likuiditas di pasar uang serta menghindari kemungkinan semakin memburuknya situasi perekonomian, telah memaksa Bank Indonesia untuk menurunkan diskonto SBI intervensi. Penurunan dilakukan secara bertahap sejak 4 September sampai dengan 20 Oktober 1997. Selain itu, juga dilakukan pencairan lebih awal SBI Khusus milik BUMN, Yayasan dan Lembaga lainnya (sejak tanggal 17 September 1997), serta pelonggaran penyediaan kredit likuiditas terutama untuk program pengembangan usaha kecil.

Sebagai alternatif dari pengetatan moneter, langkah-langkah untuk meredam gejolak nilai tukar dilakukan dengan berupaya meningkatkan pasokan devisa dan memantau kebutuhan devisa pihak swasta. Langkah tersebut dilakukan melalui intervensi di pasar valuta asing, kebijakan Swap khusus untuk eksportir tertentu dan fasilitas forward kepada importir (2 Oktober 1997), penurunan Giro Wajib Minimum (GWM) Valas menjadi 3%, penangguhan rencana prepayment pinjaman komersial sebesar USD350 juta, dan penyediaan kembali fasilitas SBPU kepada perbankan secara bertahap dan terukur sejak

tanggal 21 Oktober 1997 yang diprioritaskan bagi bank yang memenuhi persyaratan tertentu.

Di sisi kebijakan fiskal dilakukan antara lain dengan meningkatkan disiplin anggaran yang meliputi langkah-langkah sebagai berikut : peningkatan penerimaan dari sumber non-migas yang diusahakan melalui peningkatan pajak barang mewah serta penerimaan bukan pajak, perbaikan administrasi dan struktur perpajakan, pengurangan subsidi, dan privatisasi BUMN.

Kebijakan sektor riil antara lain mencakup langkah-langkah menghilangkan distorsi seperti penghapusan tata niaga impor kedelai, bawang putih dan gandum, serta penghapusan Harga Pasokan Setempat (HPS) semen, serta kemudahan tata niaga beberapa komoditi, penurunan secara bertahap tarif bea masuk beberapa produk dan penghapusan PPN untuk pembelian bahan baku dan jasa dari pemasok dalam negeri kepada perusahaan berstatus Perusahaan Eksportir Tertentu (PET) dalam rangka ekspor tidak langsung, penambahan kelompok/jenis komoditas cakupan PET dari 10 menjadi 18, penetapan standar konversi penggunaan bahan baku/penolong untuk komoditas ekspor.

c. *Periode Januari-November 1998 : Growing Concern about Crisis*

Perkembangan yang terjadi telah menyadarkan semua pihak bahwa krisis semakin dalam dan menyentuh seluruh bidang. Oleh karena itu, kebijakan yang ditempuh lebih tertuju pada upaya untuk mencapai stabilisasi secepatnya agar proses pemulihan ekonomi tidak berlangsung dalam waktu yang lama. Hasil dari serangkaian kebijakan tersebut sudah cukup menggembirakan.

Di sisi fiskal, kebijakan yang ditempuh antara lain mencakup pembatasan defisit anggaran antara lain melalui pengurangan subsidi BBM, pencabutan keringanan perpajakan untuk proyek mobil nasional, dan penghentian penggunaan dana anggaran dan nonanggaran untuk proyek Industri Pesawat Terbang Nusantara (IPTN).

Sedangkan di sisi moneter, kebijakan yang dilakukan antara lain meliputi pengetatan likuiditas perekonomian yang dicerminkan oleh kenaikan suku bunga SBI beberapa kali yaitu pada tanggal 27 Januari, 23 Maret, 21 April,

dan 7 Mei 1998, meskipun dalam perkembangan selanjutnya, suku bunga yang terjadi merupakan hasil dari target kuantitas yang ingin dicapai oleh otoritas moneter. Suku bunga SBI sempat mencapai 70,2% pada lelang tanggal 2 September 1998 dan selanjutnya berangsur-angsur menurun menjadi 46,7% pada lelang 25 Nopember 1998.

Selain itu, untuk mengurangi tekanan permintaan valuta asing juga dilakukan langkah-langkah untuk mempercepat penyelesaian hutang Swasta, antara lain melalui pembentukan INDRA dan Jakarta inisiatif.

Di bidang keuangan dan sektor riil, langkah-langkah yang dilakukan adalah membentuk Badan Penyehatan Perbankan Nasional, mempercepat proses privatisasi BUMN, mengurangi atau membatasi wewenang distribusi Badan Urusan Logistik (BULOG) hanya untuk beras, dan menghapus hak monopoli dalam tata niaga berbagai komoditi lainnya seperti cengkeh, semen, kertas dan kayu.

2.3.2 Krisis 2008

a. Kinerja Perekonomian dan Respon Kebijakan Makroekonomi Tahun 2008

Pada tahun 2008, kondisi perekonomian Indonesia kembali diwarnai oleh perkembangan yang sangat dinamis dan penuh tantangan akibat gejolak perekonomian dunia yang relatif drastis perubahannya. Meskipun tumbuh tinggi sampai dengan triwulan III-2008, pertumbuhan ekonomi Indonesia secara drastis melambat pada triwulan IV-2008 seiring dengan perlambatan ekonomi dunia yang semakin dalam. Perlambatan pertumbuhan terjadi pada seluruh komponen permintaan agregat, terutama ekspor yang anjlok secara tajam seiring dengan turunnya harga komoditas dan pertumbuhan negara mitra dagang. Meski melambat signifikan pada triwulan IV-2008, secara keseluruhan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2008 tercatat sebesar 6,1%, hampir menyamai pertumbuhan tahun sebelumnya yang mencapai 6,3%. Dilihat dari distribusinya, pangsa konsumsi swasta terhadap PDB masih dominan, sedangkan pangsa ekspor cenderung meningkat. Peningkatan pangsa ekspor terhadap PDB tidak terlepas dari tingginya pertumbuhan ekspor akibat lonjakan harga komoditas pada paruh pertama 2008. Sejalan dengan itu,

permintaan ekspor dan konsumsi swasta masih merupakan kontributor terbesar terhadap total pertumbuhan ekonomi pada tahun 2008.

Sampai dengan triwulan III-2008, perekonomian Indonesia tumbuh tinggi. Hal itu tidak terlepas dari tingginya pertumbuhan ekspor yang melonjak seiring dengan kenaikan harga komoditas tambang dan pertanian global. Ditopang oleh pertumbuhan ekonomi China dan India yang relatif masih kuat, ekspor Indonesia tumbuh tinggi. Tingginya pertumbuhan ekspor selanjutnya mendorong peningkatan daya beli terutama di wilayah penghasil ekspor dan menopang tingginya pertumbuhan konsumsi dan investasi. Sejalan dengan itu, pertumbuhan impor juga melonjak baik untuk memenuhi kebutuhan bahan baku maupun barang modal.

Namun demikian, pertumbuhan ekonomi Indonesia berangsur melemah sejak awal semester II-2008 akibat perlambatan ekonomi dunia yang semakin dalam dan anjloknya harga komoditas global. Perkembangan tersebut mendorong merosotnya pertumbuhan ekspor. Seiring dengan itu, konsumsi rumah tangga, investasi dan impor juga tumbuh melambat. Perlambatan ekonomi dunia yang tajam dan krisis keuangan global belum ada indikasi kuat akan mereda dalam waktu dekat. Meluasnya imbas permasalahan sektor perumahan di Amerika Serikat (AS) dan upaya penyelamatan yang dilakukan oleh Pemerintah dan Bank Sentral terhadap beberapa lembaga pembiayaan masih direspon secara negatif oleh pasar sehingga menimbulkan intensitas gejolak yang semakin tinggi di pasar keuangan global. Ketidakstabilan di pasar keuangan ini selanjutnya memicu sentimen negatif yang menyurutkan *risk appetite* investor sehingga memunculkan tren perubahan komposisi portofolio global. Disamping tingginya factor ketidakpastian, ketatnya likuiditas semakin memperberat usaha peningkatan ekspor dan mendorong penarikan investasi asing dari *emerging market* termasuk dari Indonesia.

Tekanan perlambatan ekonomi dunia dan gejolak pasar keuangan global juga tercermin pada memburuknya kinerja Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) terutama mulai semester II-2008. Secara keseluruhan, kinerja NPI pada tahun 2008 mendapat tekanan yang cukup berat terutama akibat memburuknya pasar finansial global, melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia dan turunnya

harga komoditas global. Memburuknya pasar finansial global mendorong aliran modal ke *emerging countries* semakin rentan terhadap terjadinya arus pembalikan (*capital reversal*). Seiring dengan semakin lemahnya pertumbuhan ekonomi, permintaan komoditas juga semakin menurun sehingga mendorong turunnya berbagai harga komoditas di pasar global.

Dampak krisis global juga tercermin pada perkembangan nilai tukar rupiah yang ditandai oleh tekanan depresiasi yang tinggi dan volatilitas yang meningkat, terutama sejak Oktober 2008. Imbas krisis pasar keuangan global semakin kuat seiring dengan jatuhnya berbagai lembaga keuangan besar di AS serta proses *deleveraging* di pasar keuangan global. Meningkatnya risiko secara global memicu pelepasan investasi portofolio asing di pasar keuangan domestik. Di pihak lain, neraca transaksi berjalan mulai tertekan akibat jatuhnya harga komoditas dan merosotnya kegiatan ekonomi mitra dagang. Perkembangan tersebut menyebabkan rupiah tertekan hingga sempat mencapai Rp12.150 per dolar AS di November 2008 disertai melonjaknya volatilitas yang mencapai 4,67%. Secara rata-rata, nilai tukar rupiah terdepresiasi sebesar 5,4% dari Rp9.140 (2007) menjadi Rp9.666 (2008).

Sementara itu, melonjaknya harga minyak dan komoditas pangan dunia berimbas pada tingginya inflasi IHK Indonesia yang mencapai 11,06% pada tahun 2008. Kenaikan ini dipicu oleh tingginya lonjakan harga minyak dunia yang memaksa Pemerintah untuk menaikkan harga BBM bersubsidi sebesar 28,7% pada Mei 2008. Disamping dampak langsung (*first round effect*), kenaikan harga BBM juga memengaruhi kenaikan tarif angkutan (*second round effect*). Meskipun kondisi pasokan relatif terkendali, kenaikan harga pangan dunia juga mendorong peningkatan inflasi. Faktor lain yang mendorong kenaikan inflasi inti adalah meningkatnya ekspektasi inflasi masyarakat terkait dengan kenaikan harga komoditas pangan dunia dan gangguan distribusi pasokan.

Di sisi fiskal, perkembangan harga minyak dunia yang tinggi serta volume impor minyak yang besar telah menyebabkan beban subsidi BBM yang dialokasikan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) 2008 tidak mencukupi, bahkan dikhawatirkan dapat mengganggu

sustainability fiskal Pemerintah. Dengan pertimbangan tersebut, Pemerintah memutuskan untuk menyesuaikan harga BBM di dalam negeri dengan tingkat kenaikan rata-rata sebesar 28,7% pada Mei 2008. Kenaikan tersebut baru disesuaikan kembali pada Desember 2008 seiring dengan turunnya harga minyak dunia.

Untuk mengoptimalkan implementasi APBN pada tahun 2008 Pemerintah telah melakukan berbagai langkah pengamanan di sisi pengeluaran. Langkah-langkah tersebut antara lain adalah penggunaan dana cadangan risiko fiskal; penghematan dan penajaman prioritas kegiatan serta penundaan kegiatan yang tidak prioritas pada anggaran kementerian negara/lembaga sekitar 10%; serta penghematan anggaran belanja subsidi BBM dan subsidi listrik. Sementara untuk meringankan beban masyarakat terkait meningkatnya harga beberapa komoditas pangan domestik, Pemerintah melakukan Paket Kebijakan Stabilisasi Harga (PKSH). Terkait dengan pengurangan subsidi BBM, Pemerintah juga memberikan kompensasi atas pengurangan subsidi BBM dalam bentuk Bantuan Langsung Tunai (BLT). Namun seiring dengan turunnya harga minyak dunia, Pemerintah kembali menurunkan harga BBM pada Desember 2008. Dengan berbagai langkah penghematan dan berkurangnya beban subsidi tersebut, realisasi defisit operasi keuangan Pemerintah untuk keseluruhan tahun 2008 hanya tercatat sebesar 0,1% dari PDB, jauh lebih rendah dibandingkan dengan defisit tahun sebelumnya yang tercatat sebesar 1,7% dari PDB.

Menyikapi potensi meningkatnya ketidakstabilan ekonomi makro terkait dengan melambungnya harga minyak dan krisis ekonomi global, Pemerintah dan Bank Indonesia melakukan berbagai langkah kebijakan stabilisasi ekonomi makro. Hingga akhir triwulan I-2008, Bank Indonesia tetap mempertahankan BI Rate di level 8% dengan pertimbangan kondisi akses likuiditas dan *interest rate differential* yang masih lebar. Kebijakan tersebut juga telah mempertimbangkan bahwa stabilitas suku bunga akan mampu menopang pertumbuhan ekonomi yang masih dalam fase ekspansi dan juga tidak mengganggu stabilitas sistem keuangan. Namun demikian, ketidakpastian perkembangan pasar keuangan global, dan kenaikan harga minyak yang sangat

tinggi pada April 2008 menimbulkan tekanan inflasi yang tinggi baik bersumber dari kenaikan harga barang pangan maupun nonpangan. Dari sisi domestik, tekanan inflasi antara lain bersumber dari semakin kuatnya permintaan domestik. Untuk mencegah akselerasi tekanan terhadap stabilitas makro, Bank Indonesia secara bertahap dan terukur menaikkan BI Rate sebesar 150 basis poin (*bps*) sejak April 2008 hingga mencapai 9,5% pada Oktober 2008. Upaya stabilisasi ekonomi makro tersebut diperkuat pula dengan berbagai kebijakan yang diarahkan untuk meredam dampak negatif dari krisis keuangan global yang berlanjut dengan intensitas yang lebih besar. Terkait dengan hal tersebut, pada Oktober 2008 Bank Indonesia mengeluarkan paket kebijakan stabilisasi nilai tukar yang ditujukan untuk mengelola pasokan dan permintaan valas. Kebijakan untuk menstabilkan pasokan valas mencakup ketentuan FX Swap, Giro Wajib Minimum (GWM) valas, pelayanan terhadap korporasi dan Wesel Ekspor Berjangka (WEB). Sementara itu, untuk mengelola permintaan valas, kebijakan yang dilakukan yakni melarang transaksi valas antara Bank dan nasabah yang dilakukan tanpa dukungan transaksi ekonomi (*underlying transaction*), serta penyediaan valas untuk PLN dalam jangka pendek.

Pemerintah juga memperkuat berbagai langkah kebijakan tersebut dengan menerbitkan ketentuan terkait Jaring Pengaman Sistem Keuangan (JPSK), menaikkan batas simpanan nasabah yang dijamin menjadi Rp2 miliar, mengendalikan impor komoditas tertentu, mengurangi Pajak Ekspor (PE) CPO, mewajibkan BUMN untuk menempatkan dana valas dalam perbankan domestik, melakukan *buyback* saham BUMN dan SUN, melarang praktek *short selling* pada bursa saham, serta melanjutkan perjanjian *bilateral swap* yang sudah berlangsung.

b. Sepuluh Langkah Stabilisasi Ekonomi

Pada akhir Oktober 2008, Pemerintah kembali mengumumkan kebijakan untuk memitigasi dampak krisis keuangan global terhadap perekonomian domestik dan pasar keuangan nasional, yakni kebijakan sepuluh langkah stabilisasi ekonomi Pemerintah. Tujuan sepuluh langkah itu, di satu sisi, untuk menjaga keseluruhan kegiatan ekonomi agar tidak banyak mengalami

gangguan, menjaga keselamatan dan keamanan perekonomian. Di sisi lain, untuk merespons kesulitan-kesulitan yang dihadapi para pelaku ekonomi. Kesepuluh langkah tersebut antara lain:

1. Menjaga kesinambungan neraca pembayaran atau devisa dengan mewajibkan seluruh BUMN menempatkan seluruh hasil valasnya di bank dalam negeri dalam *clearing house*. BUMN diwajibkan melaporkan informasi tentang penghasilan dan kebutuhan valas ke kantor kementerian BUMN dan transaksinya dilaksanakan melalui perbankan (Bank BUMN) secara mingguan dan di-*update* setiap hari.
2. Menjaga kesinambungan neraca pembayaran atau devisa dan mempercepat pembangunan infrastruktur dengan mempercepat pelaksanaan proyek-proyek yang sudah mendapat komitmen pembiayaan baik bilateral maupun multilateral.
3. Menjaga stabilitas likuiditas dan mencegah terjadinya perang harga dengan menginstruksikan BUMN untuk tidak melakukan pemindahan dana dari bank ke bank.
4. Menjaga kepercayaan pelaku pasar terhadap Surat Utang Negara dengan melakukan stabilisasi pasar SUN yakni Pemerintah bersama dengan Bank Indonesia melakukan pembelian SUN di pasar sekunder. Pembelian kembali SUN dilakukan secara bertahap dalam jumlah yang terukur.
5. Menjaga kesinambungan neraca pembayaran atau devisa dengan memanfaatkan *bilateral swap arrangement* dari Bank of Japan, Bank of Korea dan Bank of China apabila diperlukan.
6. Menjaga keberlangsungan ekspor dengan memberikan garansi terhadap risiko pembayaran dari pembeli dengan menyediakan fasilitas rediskonto wesel ekspor dengan *recourse* yang berlaku mulai 1 November 2008.
7. Menjaga keberlangsungan ekonomi terutama sekto riil dengan pengurangan pungutan ekspor CPO menjadi nol persen per 1 November 2008.
8. Menjaga kesinambungan fiskal 2009. Langkah yang akan diambil untuk menjaga kesinambungan APBN akan diumumkan segera setelah mendapat persetujuan DPR dalam 2 hari kedepan.

9. Mencegah importasi ilegal mulai 1 November 2008. Ada dua langkah yaitu pertama, menerbitkan ketentuan tentang importansi komoditi tertentu yakni garmen, elektronika, makanan dan minuman, mainan anak-anak dan sepatu, hanya bisa diimpor oleh importir terdaftar dan kewajiban verifikasi di pelabuhan muat. Kedua, menetapkan pelabuhan-pelabuhan tertentu yang terbuka untuk barang-barang tertentu, yakni Pelabuhan Tanjung Priok, Tanjung Emas, Tanjung Perak, Belawan, Bandara Soekarno Hatta, Pelabuhan Makassar dan Bandar Juanda.
10. Meningkatkan pengawasan barang beredar dengan membentuk *task force* terpadu antara instansi terkait mulai 1 November.

Pemerintah dan Bank Indonesia merealisasi kebijakan nomor 4 dengan melakukan pembelian SUN di pasar sekunder. Pascapeluncuran kebijakan tersebut Bank Indonesia telah melakukan dua kali lelang dan 3 kali pembelian bilateral dengan perbankan. Total pembelian tersebut mencapai Rp2,4 triliun. Sementara itu pada periode yang sama, dua kali *buy back* yang dilakukan Pemerintah berhasil menyerap Rp368 miliar. Aksi pembelian di pasar sekunder tersebut cukup efektif memengaruhi harga SUN, khususnya pada waktu realisasi pembelian dilakukan. Secara keseluruhan, berbagai kebijakan bersama tersebut cukup memberikan *announcement effect* yang positif dalam jangka pendek. Hal tersebut tercermin pada indikator seperti IHSG yang mulai membaik serta nilai tukar rupiah yang berangsur stabil.

c. *Kinerja Perekonomian dan Respon Kebijakan Makroekonomi Tahun 2009*

Pada triwulan I 2009, dampak krisis ekonomi global yang mencapai puncaknya pada triwulan IV 2008 terlihat masih sangat terasa. Risiko dan ketidakpastian di pasar keuangan global masih tinggi dipicu oleh memburuknya kinerja lembaga-lembaga keuangan terkemuka, seperti Citigroup, American International Group (AIG), dan Bank of America (BoA). Kondisi tersebut mengakibatkan investor mengurangi penempatan dananya (*deleveraging*) di pasar kredit dan pasar modal dan menempatkan ke aset yang berisiko rendah, khususnya surat berharga pemerintah AS (*risk free assets*). Di samping itu, investor juga cenderung mengurangi penempatan dananya di negara-negara *emerging markets*. Berbagai perkembangan tersebut

mengakibatkan keketatan likuiditas di pasar uang, sementara kinerja pasar saham global terus menurun. Penempatan dana di *emerging markets* semakin menurun, karena diikuti oleh persepsi berlebihan atas risiko penempatan dana di negara tersebut yang tercermin pada masih tingginya level CDS untuk negara berkembang, termasuk Indonesia.

Secara khusus, tekanan berat yang terjadi pada tahun 2008 masih berlanjut sampai dengan triwulan I 2009, dipicu oleh penyesuaian portofolio investasi dan meningkatnya persepsi risiko di *emerging markets* termasuk Indonesia. Hal itu tercermin pada masih tingginya CDS di level 1.248, jauh di atas level normal di sekitar 200, dan melebarnya *yield spread* antara *global bond* RI dan US Treasury Notes hingga sebesar 8,9%, di atas rata-rata tahun 2009 sebesar 3%. Tekanan di pasar keuangan domestik juga ditunjukkan oleh IHSG yang turun tajam ke level 1.256 (titik terendah dalam kurun waktu 3 tahun terakhir), rata-rata *yield* SUN yang masih tinggi hingga sempat mencapai 12,7% serta nilai tukar rupiah yang melemah tajam ke level Rp12.020 per dolar AS pada bulan Maret 2009. Melemahnya nilai tukar rupiah diikuti oleh meningkatnya *counterparty risk* di pasar valas, seperti tercermin pada melebarnya *spread* jual beli nilai tukar rupiah ke level Rp100. Masih tingginya tekanan di pasar keuangan pada triwulan I 2009 juga terefleksi pada masih tingginya Indeks Stabilitas Sistem Keuangan (Financial Stability Index - FSI) yang mencapai level 2,09, melebihi batas atas indikatif normal sebesar 2,0.

Pengaruh ketidakpastian di pasar keuangan global juga berimbas ke pasar uang rupiah. Di pasar uang antar bank (PUAB), meningkatnya *counterparty risk* menyebabkan bank cenderung menahan likuiditasnya dan membatasi transaksi antar banknya sehingga terjadi keketatan likuiditas. Rata-rata volume transaksi di PUAB O/N masih tercatat sangat rendah sampai akhir Januari 2009, yaitu sekitar Rp6 triliun dibandingkan dengan rata-rata normalnya sekitar Rp13 triliun. *Spread* antara Jakarta Inter-Bank Offered Rate (Jibor) tenor 1 minggu sampai dengan 6 bulan terhadap O/N meningkat hingga mencapai 136 bps, jauh lebih tinggi dibandingkan dengan periode sebelum krisis yang mencapai 63 bps. Dalam kondisi masih tingginya persepsi risiko dan ketidakpastian di pasar keuangan tersebut, perbankan lebih banyak

menempatkan dananya di instrumen moneter bank sentral seperti SBI dan FASBI, meskipun BI Rate sudah menurun cukup agresif pada triwulan I 2009.

Sejalan dengan membaiknya pasar keuangan global sejak triwulan II 2009 serta langkah-langkah kebijakan yang ditempuh oleh Bank Indonesia dan Pemerintah, kepercayaan investor terhadap pasar keuangan domestik mulai pulih. Hal itu tercermin pada menurunnya persepsi risiko dan diikuti oleh derasnya aliran masuk modal asing ke Indonesia. Indeks CDS menurun tajam ke level 160 dan *yield spread* antara *global bond* RI dan *US Treasury Notes* menyempit ke level 1,7. Perkembangan tersebut mendorong perbaikan kinerja pasar keuangan domestik yang tercermin pada peningkatan IHSG dan penurunan *yield* SUN. IHSG ditutup menguat tajam pada level 2.534 pada akhir tahun 2009 dan rata-rata *yield* SUN menurun hingga mencapai 10,1%. Sejalan dengan mulai menurunnya ketidakpastian di pasar keuangan serta menguatnya dampak positif berbagai kebijakan pelonggaran moneter, *counterparty risk* di PUAB juga menurun. Penurunan risiko ini kemudian kembali meningkatkan volume transaksi dan menurunkan *spread* suku bunga tertinggi dan terendah. Sementara itu, ketahanan sektor perbankan semakin meningkat sejalan dengan membaiknya risiko pasar, longgarnya kondisi likuiditas di pasar uang, dan upaya konsolidasi yang dilakukan oleh perbankan. Perkembangan positif tersebut telah memperbaiki FSI ke level 1,91 pada akhir tahun 2009. Di pasar valas, membaiknya kondisi fundamental dan persepsi risiko mendukung nilai tukar rupiah kembali pada tren menguat. Sejak awal triwulan II 2009, nilai tukar rupiah terapresiasi 18,4% dan ditutup pada level Rp9.425 pada akhir Desember 2009. Penguatan rupiah ini juga dibarengi dengan peningkatan kembali volume perdagangan di pasar valas. Selain itu, *spread* jual beli nilai tukar rupiah juga kembali menurun ke level Rp10 sejalan dengan menurunnya *counterparty risk* di pasar valas tersebut. Secara keseluruhan tahun, level rupiah akhir tahun 2009 menguat 15,7% dibandingkan dengan level akhir tahun 2008. Meskipun dalam tren menguat, perkembangan rupiah masih mendukung daya saing produk ekspor Indonesia.

Dari sisi sektor riil, kontraksi perekonomian global yang terjadi tidak dapat dihindari memperlambat pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun

2009, khususnya di sektor-sektor yang berorientasi ekspor. Sampai dengan triwulan III 2009, sektor industri pengolahan hanya tumbuh sekitar 1,5%, jauh di bawah rata-rata pertumbuhan sebelum krisis sekitar 4%. Selain itu, sektor perdagangan mengalami perlambatan yang signifikan, bahkan mengalami kontraksi pada triwulan II dan III 2009 terkait dengan penurunan kegiatan perdagangan luar negeri. Namun demikian, pada triwulan IV 2009 kedua sektor tersebut telah mengindikasikan proses pemulihan yang cukup kuat sejalan dengan perbaikan ekonomi global khususnya negara maju.

Tekanan inflasi pada tahun 2009 minimal. Inflasi IHK menurun tajam menjadi 2,78%, dibandingkan dengan 11,06% pada tahun 2008. Inflasi IHK tahun 2009 berada di bawah sasaran sebesar $4,5\% \pm 1\%$. Sementara itu, inflasi inti juga menurun tajam menjadi 4,28%, dibandingkan dengan 8,29% pada tahun 2008.

Sepanjang tahun 2009 Bank Indonesia dan Pemerintah menempuh berbagai kebijakan lanjutan untuk meredam dampak tekanan global terhadap perekonomian domestik. Sejumlah langkah kebijakan diarahkan untuk menjaga kepercayaan pelaku ekonomi baik di sektor keuangan maupun sektoral, mengatasi permasalahan likuiditas di perbankan, dan memperkuat kembali momentum pertumbuhan ekonomi.

Di sektor moneter, Bank Indonesia pada tahun 2009 menerapkan pelanggaran kebijakan moneter, antara lain dengan menurunkan BI Rate secara terukur dengan besaran yang berbeda dalam tiga episode. Pada episode pertama, yaitu Januari-Maret 2009 penurunan BI Rate dilakukan cukup agresif sebesar 50 bps setiap bulan sehingga pada Maret 2009 tercatat pada level 7,75%. Respons penurunan BI Rate yang agresif ditempuh dengan mempertimbangkan tekanan pada sistem keuangan yang masih tinggi dan tren perlambatan pertumbuhan ekonomi yang masih berlanjut, sedangkan tekanan inflasi ke depan diperkirakan masih belum kuat.

Pada episode kedua, yaitu April-Agustus 2009 penurunan BI Rate ditetapkan dengan besaran yang lebih kecil menjadi 25 bps per bulan hingga mencapai 6,50% pada Agustus 2009. Arah kebijakan tersebut ditempuh setelah mempertimbangkan intensitas tekanan pada sistem keuangan yang mulai

menurun dan tekanan inflasi yang tetap belum kuat, sementara akselerasi pertumbuhan ekonomi belum cepat.

Pada episode ketiga, yaitu September-Desember 2009 BI Rate dipertahankan di level 6,50%. Di tengah kondisi stabilitas sistem keuangan yang telah stabil, level BI Rate sebesar 6,50% ini cukup konsisten dengan upaya pencapaian sasaran inflasi tahun 2010 - 2011, namun tetap memberikan ruang gerak bagi upaya mendorong pertumbuhan ekonomi. Dengan perkembangan tersebut, BI Rate pada tahun 2009 telah menurun sebesar 275 bps dibandingkan dengan Desember 2008 sebesar 9,25%.

Beberapa kebijakan operasional di pasar uang valas dan pasar uang rupiah juga ditempuh Bank Indonesia guna meningkatkan efektivitas kebijakan moneter. Kebijakan pendukung ini bertujuan untuk memberikan keyakinan bagi ketersediaan likuiditas jangka pendek dalam aktivitas di pasar uang, sekaligus mengoptimalkan pengelolaan likuiditas perbankan. Di pasar uang rupiah, Bank Indonesia membuka *window repo* untuk tenor 1 dan 3 bulan guna tetap memberikan jaminan sekaligus *temporary cushion* bagi ketersediaan likuiditas perbankan, masing-masing sejak pertengahan April 2009 dan September 2009. Di pasar valas, Bank Indonesia menempuh kebijakan stabilisasi nilai tukar sehingga dapat memitigasi dampak krisis likuiditas global terhadap kondisi likuiditas di pasar valas domestik. Untuk menjamin kecukupan likuiditas valas, Bank Indonesia juga meningkatkan kerjasama bilateral dan multilateral dengan bank sentral kawasan dalam bentuk *currency swap agreement*.

Sejalan dengan langkah di bidang moneter, Pemerintah dengan dukungan persetujuan DPR telah meningkatkan stimulus fiskal, dengan tetap menjaga prospek kesinambungan fiskal. Paket stimulus fiskal tersebut secara khusus diarahkan kepada tiga tujuan besar yaitu (i) memelihara dan atau meningkatkan daya beli masyarakat, (ii) menjaga daya tahan perusahaan/sector usaha dalam menghadapi krisis global, dan (iii) menciptakan kesempatan kerja dan menyerap dampak pemutusan hubungan kerja melalui kebijakan pembangunan infrastruktur padat karya. Meskipun terdapat tambahan stimulus, defisit fiskal tahun 2009 masih terkendali yaitu sebesar 1,6% dari PDB. Selain

itu, rasio total utang pemerintah terhadap PDB masih dalam tren menurun sehingga tercatat mencapai 29% pada akhir tahun 2009 dibandingkan dengan 33% pada akhir tahun 2008.

Pemerintah juga menempuh beberapa kebijakan sektoral guna memperkuat daya tahan sektor riil dalam perekonomian. Di bidang pertambangan, Pemerintah mengeluarkan perubahan aturan yang cukup mendasar mengenai pengusahaan dan perijinan pertambangan dengan lebih mempertimbangkan aspek kondisi geografis, daya dukung lingkungan, dan otonomi daerah. Di sektor pertanian, Pemerintah mengeluarkan aturan yang menjamin ketersediaan lahan pangan dan optimalisasi pemanfaatan potensi sumber daya perikanan. Untuk mendukung ketersediaan infrastruktur yang memadai, Pemerintah juga memberikan peluang bagi sektor swasta dalam penyediaan listrik serta kewenangan bagi Pemerintah Daerah untuk lebih berperan dalam penyediaan ketenagalistrikan. Dalam hal pembiayaan infrastruktur, Pemerintah pada tahun 2009 mendirikan perusahaan persero yang secara khusus dibentuk untuk membantu penanganan penyediaan dana pada berbagai proyek infrastruktur. Beberapa kebijakan sektoral lainnya juga diarahkan untuk meredam dampak krisis keuangan global.