



**Keterangan gambar:**

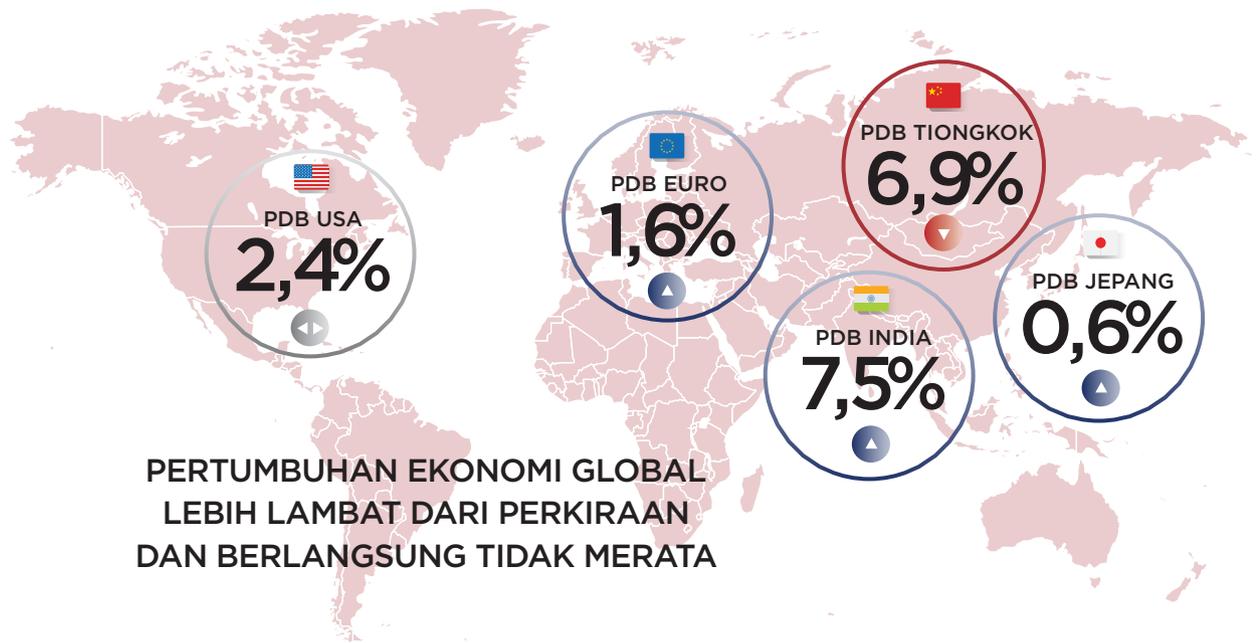
Seperti dua barong, perekonomian global pada tahun 2015 diwarnai oleh perubahan lanskap berupa pergerakan ekonomi negara berkembang yang masih melambat sedangkan ekonomi negara maju menunjukkan pemulihan yang terbatas. Di sisi lain, pasar keuangan global pada tahun 2015 diwarnai oleh meningkatnya volatilitas sebagai cermin masih tingginya ketidakpastian.

---



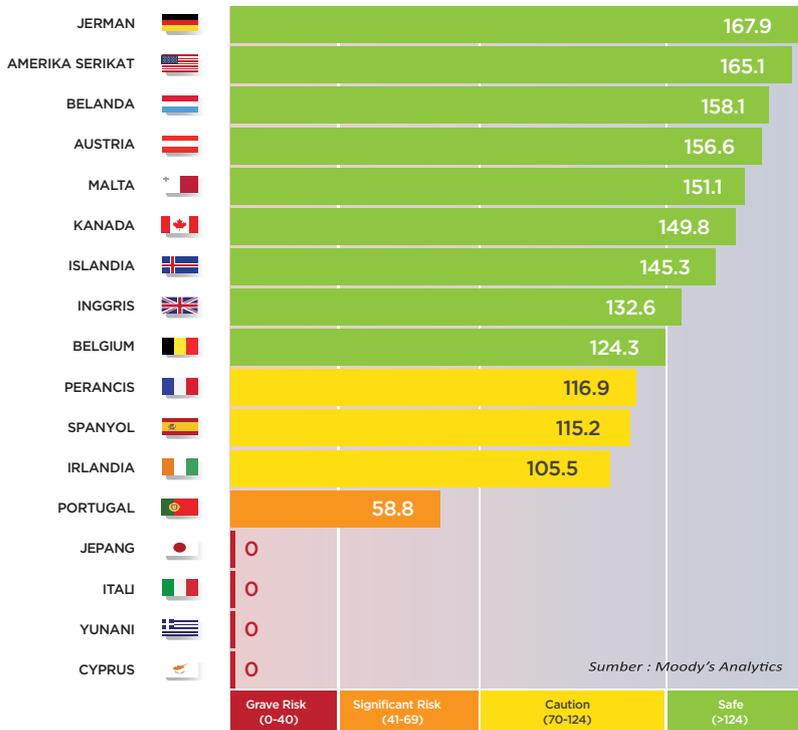
BAGIAN I

**PEREKONOMIAN GLOBAL**

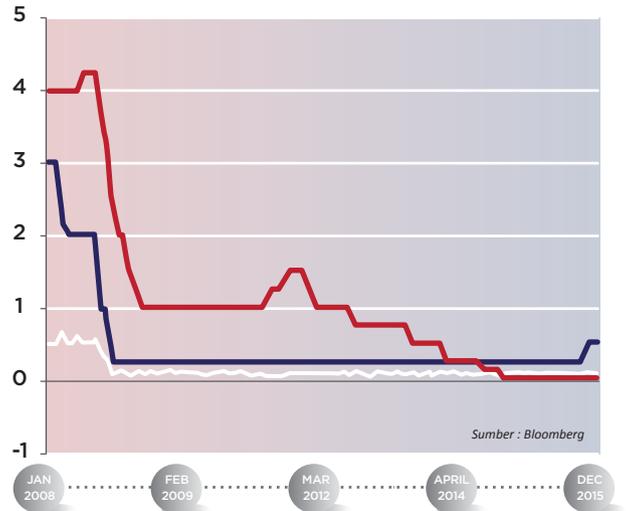


**PERTUMBUHAN EKONOMI GLOBAL  
LEBIH LAMBAT DARI PERKIRAAN  
DAN BERLANGSUNG TIDAK MERATA**

**Fiscal Space Negara-negara Maju Terbatas**



**Divergensi Kebijakan Moneter di Negara Maju**



— Fed Funds Target Rate  
— BOJ O/N Call Rate  
— ECB Refinance Rate

**HARGA KOMODITAS INTERNASIONAL MASIH DALAM TREN MENURUN**



# BAGIAN I

## PEREKONOMIAN GLOBAL

Pemulihan perekonomian global pada 2015 berjalan lebih lambat dari perkiraan. Ekonomi dunia pada 2015 hanya tumbuh 3,1%, lebih rendah dari perkiraan di awal tahun sebesar 3,5% dan pertumbuhan 2014 sebesar 3,4%. Realisasi pertumbuhan ekonomi di beberapa negara maju lebih rendah dari perkiraan semula, sehingga pertumbuhan ekonomi negara maju, secara keseluruhan, belum mampu menjadi motor pemulihan ekonomi global. Upaya yang dilakukan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi belum optimal, karena pelonggaran kebijakan moneter (*quantitative easing*, QE) di negara maju belum sepenuhnya didukung oleh stimulus fiskal dan implementasi reformasi struktural. Di samping itu, kecepatan pemulihan pertumbuhan ekonomi yang berbeda-beda telah memicu terjadinya divergensi kebijakan moneter di antara negara maju. Bank Sentral AS telah mulai menormalisasi kebijakan moneternya, sementara European Central Bank (ECB) dan Bank of Japan (BoJ) masih melanjutkan kebijakan moneter akomodatif.

Pemulihan perekonomian global pada 2015 juga diwarnai perubahan lanskap pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi negara berkembang (*emerging markets*) melambat, sedangkan pertumbuhan ekonomi negara maju menunjukkan tren pemulihan secara gradual. Meskipun tumbuh lebih rendah dari perkiraan awal, pertumbuhan ekonomi negara-negara maju mengalami peningkatan dari 1,8% pada 2014 menjadi 1,9% pada 2015. Di sisi lain, pertumbuhan ekonomi negara berkembang turun dari 4,6% pada 2014 menjadi 4,0% pada 2015. Walaupun mengalami perlambatan yang cukup signifikan, kontribusi pertumbuhan negara berkembang masih dominan dan mencapai 58%. Sementara, pertumbuhan negara maju memberikan kontribusi sebesar 42% terhadap pertumbuhan ekonomi global.

Perlambatan ekonomi global pada 2015 dipengaruhi oleh faktor siklikal maupun struktural. Faktor siklikal terutama bersumber dari perlambatan ekonomi Tiongkok, berlanjutnya penurunan harga komoditas, dan ketidakpastian normalisasi kebijakan moneter AS. Sementara itu, faktor struktural terutama terjadi di negara maju, yang bersumber dari menurunnya *potential output* akibat faktor demografi (*ageing population*) dan penurunan tingkat

investasi pascakrisis keuangan global. Penurunan *potential output* dan respons kebijakan yang ditempuh negara maju memberikan dampak *spillover* yang cukup signifikan pada negara berkembang, baik melalui jalur perdagangan maupun keuangan.

Ekonomi Tiongkok masih mengalami perlambatan, sejalan dengan kebijakan *rebalancing* ekonomi yang belum berhasil mendorong konsumsi. Ekonomi Tiongkok pada 2015 hanya tumbuh sebesar 6,9%, melambat dibandingkan dengan pertumbuhan 2014 sebesar 7,3%. Perlambatan ini didorong oleh kebijakan *rebalancing* ekonomi untuk beralih dari *investment-driven* menjadi *consumption-driven* agar pertumbuhan ekonominya lebih berkualitas dan berkelanjutan. Namun, akselerasi peningkatan konsumsi masih relatif terbatas sehingga belum dapat mengimbangi perlambatan investasi yang lebih besar. Kondisi ini berdampak pada penurunan permintaan impor Tiongkok, yang memberikan dampak rambatan kepada negara berkembang melalui jalur perdagangan.

Perlambatan pertumbuhan ekonomi global, khususnya Tiongkok, mendorong berlanjutnya penurunan harga komoditas pada 2015. Negara-negara pengekspor komoditas, termasuk Indonesia, terkena dampak ganda yang bersumber dari penurunan volume permintaan maupun harga komoditas sehingga menekan kinerja ekspor. Indeks Harga Komoditas Ekspor Indonesia (IHKEI) pada 2015 terkontraksi sebesar 14,9%, lebih besar dari kontraksi indeks harga 2014 sebesar 4,2%. Penurunan harga komoditas, sebagai dampak melambatnya ekonomi Tiongkok, diperberat oleh menurunnya harga minyak dunia, yang memiliki hubungan cukup kuat dengan harga komoditas tertentu. Pelemahan harga minyak dunia dipengaruhi oleh tingginya suplai, baik dari negara anggota OPEC maupun non-OPEC, di tengah menurunnya permintaan akibat perlambatan ekonomi global. Berlimpahnya suplai minyak dunia ditopang oleh kebijakan negara-negara produsen minyak yang tetap mempertahankan produksinya, walaupun harga minyak turun, guna menjaga pangsa pasarnya di pasar minyak dunia.

Perlambatan pertumbuhan ekonomi dan menurunnya harga komoditas berdampak pada penurunan laju inflasi global. Laju inflasi global pada 2015 tercatat sebesar 3,3%, turun

dari tahun sebelumnya sebesar 3,5%. Penurunan tekanan inflasi terutama terjadi pada negara maju. Inflasi negara maju pada 2015 tercatat hanya sebesar 0,4%, jauh di bawah laju inflasi 2014 sebesar 1,4%. Laju inflasi di beberapa negara maju utama, seperti AS, Eropa, dan Jepang, berada jauh di bawah target yang ditetapkan. Sebaliknya, laju inflasi negara-negara berkembang pada 2015 justru meningkat menjadi 5,6% dari tahun sebelumnya sebesar 5,1%. Peningkatan inflasi tersebut terutama dipengaruhi oleh dampak *pass-through* pelemahan nilai tukar.

Di sektor keuangan, pasar keuangan global pada 2015 diwarnai oleh meningkatnya volatilitas sebagai cerminan masih tingginya ketidakpastian. Meningkatnya volatilitas di pasar keuangan global pada 2015 terutama dipengaruhi oleh tiga faktor, yakni: (i) sentimen terhadap normalisasi kebijakan moneter AS yang memengaruhi pasar keuangan global sejak awal 2015; (ii) sentimen dari kekhawatiran penyelesaian krisis Yunani pada triwulan I 2015; dan (iii) devaluasi yuan yang dilakukan oleh otoritas moneter Tiongkok pada Agustus 2015. Ketidakpastian kenaikan suku bunga AS (*Federal Funds Rate*, FFR) mendorong perilaku investor global cenderung *risk-off* sehingga mengakibatkan penurunan *inflows* ke pasar keuangan negara berkembang yang selanjutnya menekan nilai tukar.

Sebagai respons atas dinamika ekonomi dan keuangan global, beberapa negara berkembang menempuh bauran kebijakan yang memadukan kebijakan moneter, fiskal, dan reformasi struktural. Belajar dari pengalaman negara maju yang terlalu mengandalkan kebijakan moneter dalam mendorong pertumbuhan ekonomi, beberapa negara berkembang memilih menerapkan bauran kebijakan untuk menopang pertumbuhan ekonomi yang melambat. Bauran kebijakan tersebut memadukan pelonggaran kebijakan moneter dengan kebijakan makroprudensial, kebijakan fiskal, dan reformasi struktural. Tiongkok, India, dan Indonesia merupakan contoh negara berkembang yang secara konsisten menerapkan bauran kebijakan pengelolaan makroekonomi yang sehat dan menyertakan agenda reformasi struktural. Reformasi struktural sangat dibutuhkan oleh negara berkembang untuk meningkatkan efisiensi dan daya saing sehingga perekonomian dapat tumbuh secara berkelanjutan.

Penguatan kerja sama internasional juga dilakukan untuk mengantisipasi tantangan ekonomi global di sepanjang tahun 2015. Fora G20 menitikberatkan pada upaya mencapai pertumbuhan ekonomi yang kuat dan inklusif. Sementara itu, IMF mendorong negara anggotanya untuk memperkuat sisi permintaan, melalui bauran kebijakan makroekonomi dan mempercepat implementasi reformasi struktural. Sejalan dengan IMF, IDB juga meningkatkan perannya dalam membantu pembiayaan proyek infrastruktur negara anggota, diantaranya melalui pembentukan *World Islamic Investment Bank* (WIIB). Kerja sama internasional juga difokuskan untuk menjaga stabilitas sistem keuangan agar tetap resilien tatkala menghadapi guncangan, seperti agenda reformasi keuangan berstandar internasional. Sementara untuk menjaga resiliensi di kawasan, negara-negara ASEAN+3 melakukan penguatan kerja sama *Regional Financial Arrangement* (RFA) melalui implementasi *the Chiang Mai Initiative Multilateralization* (CMIM), serta meningkatkan peran ASEAN+3 *Macroeconomic Research Office* (AMRO).

Ke depan, kondisi ekonomi global akan lebih kondusif dan diperkirakan akan tumbuh lebih tinggi. Dimulainya episode normalisasi kebijakan moneter AS akan mengurangi ketidakpastian di pasar keuangan global. Di sisi lain, pemulihan pertumbuhan ekonomi AS yang belum cukup solid menyiratkan kenaikan FFR yang bersifat gradual. Kondisi ini akan menurunkan derajat divergensi kebijakan moneter global sehingga mengurangi tekanan pada pasar keuangan *emerging markets*. Perbaikan ekonomi negara maju yang terus berlangsung dan mulai terlihatnya dampak implementasi bauran kebijakan, khususnya reformasi struktural, di negara berkembang akan mendorong pertumbuhan ekonomi global lebih tinggi pada tahun 2016 hingga mencapai 3,4%. Namun, peningkatan pertumbuhan ekonomi global tersebut diperkirakan belum mampu mendorong perbaikan harga komoditas, sehingga masih akan sedikit terkoreksi. Kondisi ini menjadi tantangan bagi negara pengekspor komoditas, termasuk Indonesia, untuk secara konsisten mengimplementasikan reformasi struktural guna menciptakan sumber pertumbuhan ekonomi baru di luar komoditas, sehingga pertumbuhan ekonomi menjadi lebih berkelanjutan dan resilien terhadap gejolak global.





**Keterangan gambar:**

Perkembangan perekonomian global pada tahun 2015 berjalan lebih lambat dari perkiraan semula. Perbedaan fase *recovery* perekonomian mendorong terjadinya divergensi kebijakan moneter: AS menaikkan suku bunga sementara Eropa dan Jepang justru menambah intensitas pelonggaran.

---



# Bab 1

## Dinamika Perekonomian Global

Perbaikan ekonomi global pada tahun 2015 tidak sebaik prakiraan semula. Dinamika perekonomian global diwarnai oleh pertumbuhan ekonomi dunia yang melambat dan tidak merata serta ketidakpastian di pasar keuangan global yang tinggi. Pertumbuhan ekonomi global masih ditopang oleh pertumbuhan ekonomi negara maju, terutama AS, di tengah pertumbuhan ekonomi Eropa dan Jepang yang masih lemah. Sementara itu, pertumbuhan ekonomi negara berkembang cenderung melambat, terutama didorong oleh tren pelambatan ekonomi Tiongkok. Sejalan dengan melemahnya ekonomi global, harga komoditas dunia, termasuk minyak, juga mengalami penurunan yang cukup dalam.

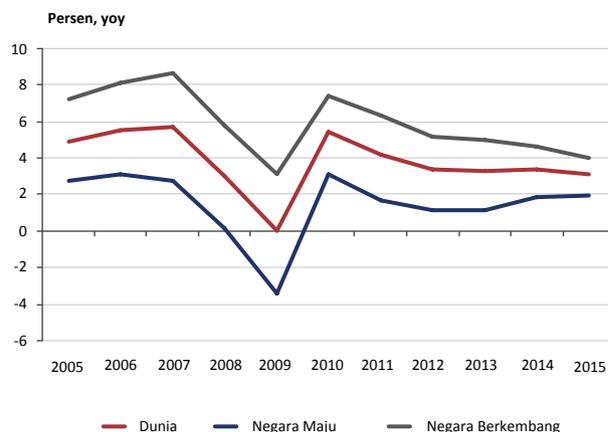
Pemulihan perekonomian global pada 2015 berjalan lebih lambat dari prakiraan sebelumnya. Proses *rebalancing* setelah episode *global financial crisis* (GFC) terus berlangsung diinisiasi oleh negara maju dan mulai berdampak pada negara *emerging markets* (EM). Pascakrisis, *output gap* yang negatif, baik secara global maupun individual, menyebabkan inflasi yang rendah di berbagai negara, terutama di negara maju. Fenomena ini memberikan ruang bagi pelanggaran kebijakan moneter di negara maju untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Namun demikian, pertumbuhan ekonomi yang diharapkan masih belum tercapai akibat lambatnya implementasi reformasi struktural dan terbatasnya dukungan kebijakan fiskal di banyak negara maju.

Perbedaan fase pemulihan ekonomi di beberapa negara maju utama memicu terjadinya divergensi kebijakan moneter global.<sup>1</sup> Di satu sisi, Amerika Serikat (AS) mulai melakukan normalisasi kebijakan moneternya pada Desember 2015, yang rencana implementasinya telah dikomunikasikan sejak akhir tahun 2014. Di sisi lain, Eropa dan Jepang justru bersiap untuk menambah kebijakan pelonggarannya. Ketidakpastian kenaikan suku bunga kebijakan AS dan divergensi kebijakan moneter global menyebabkan meningkatnya volatilitas pasar keuangan global yang memicu perilaku *risk-off* para investor. Kondisi ini, dibarengi dengan proses *deleveraging* negara maju dan pergeseran komposisi likuiditas global menyusul normalisasi kebijakan AS, telah memicu penurunan *inflows* ke negara EM dan bahkan mulai memasuki negatif *netflows*. Selain itu, pelemahan harga komoditas global, yang utamanya dipicu oleh melemahnya permintaan dari Tiongkok, juga memberikan tekanan pada sisi eksternal negara-negara EM, terutama yang bergantung pada ekspor komoditas.

Dengan perkembangan tersebut, ekonomi dunia pada tahun 2015 tumbuh sebesar 3,1%, melambat dibandingkan pertumbuhan tahun 2014 sebesar 3,4% (Grafik 1.1). Pertumbuhan ini lebih rendah dibandingkan dengan perkiraan Bank Indonesia pada awal tahun dan juga International Monetary Fund (IMF) yang memperkirakan pertumbuhan ekonomi dunia tahun 2015 akan mencapai 3,5%, meningkat dibandingkan tahun 2014. Pelemahan ekonomi global ini dipengaruhi baik oleh faktor siklikal maupun faktor struktural. Faktor siklikal yang berpengaruh utamanya bersumber dari perlambatan ekonomi Tiongkok yang pada gilirannya juga berdampak pada berlanjutnya penurunan harga komoditas. Di samping itu, *spillover* kebijakan negara

1 Seperti yang juga diungkapkan oleh IMF dan European Central Bank (ECB).

Grafik 1.1. Lanskap Ekonomi Global

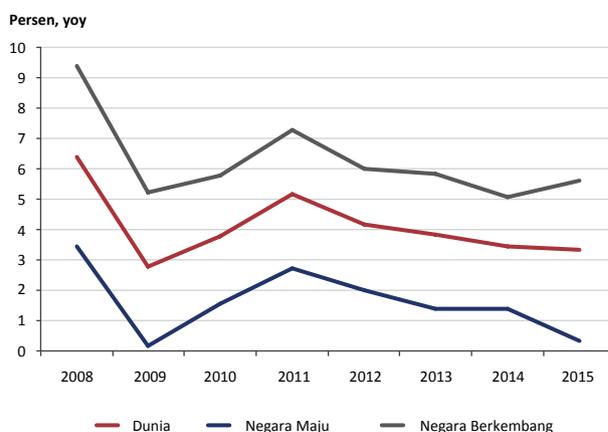


Sumber: WEO IMF, diolah

maju juga berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi global. Terkait faktor struktural, menurunnya *potential output* akibat faktor demografi *aging population*, terutama di negara maju, dan rendahnya tingkat investasi setelah *global financial crisis* merupakan faktor utama yang mendorong perlambatan pertumbuhan ekonomi global. Di sisi inflasi, inflasi global menurun didorong oleh pertumbuhan ekonomi global yang masih lambat, pelemahan harga minyak dunia, dan harga komoditas global yang terus turun (Grafik 1.2). Tingkat inflasi global pada 2015 mencapai 3,3%, lebih rendah dibandingkan tahun 2014 yang mencapai 3,5%.

Ekonomi global yang melemah dibandingkan tahun 2014 menjadi salah satu tantangan utama yang dihadapi oleh berbagai negara di dunia termasuk Indonesia selama tahun 2015. Selain itu, struktur perdagangan

Grafik 1.2. Lanskap Inflasi Global



Sumber: WEO IMF, diolah

dunia yang mengalami beberapa perubahan yang semakin signifikan seiring dengan berjalannya waktu juga berdampak negatif terhadap perekonomian Indonesia. Hal ini ditandai dengan menurunnya elastisitas perdagangan terhadap perekonomian yang antara lain disebabkan oleh menurunnya laju *global supply chains*, terutama pada proses rekonsentrasi domestik di Tiongkok dan AS.<sup>2,3</sup> Perkembangan tersebut mengamplifikasi dampak penurunan harga komoditas terhadap kinerja sektor eksternal Indonesia. Di samping itu, tantangan juga bersumber pada menurunnya arus dana masuk ke Indonesia selama 2015 sejalan dengan pergeseran komposisi likuiditas global dan proses *deleveraging* negara maju.

## 1.1. PERTUMBUHAN EKONOMI DAN INFLASI NEGARA MAJU

Perkembangan ekonomi negara maju ditandai oleh pertumbuhan yang moderat dan tingkat inflasi yang masih sangat rendah. Ekonomi negara maju tumbuh sebesar 1,9% pada tahun 2015, meningkat dibandingkan dengan tahun 2014 sebesar 1,8%. Sementara itu, tingkat inflasi negara maju hanya mencapai 0,4% pada 2015, jauh lebih rendah dibandingkan tingkat inflasi tahun 2014 sebesar 1,4%. Hal ini terutama disebabkan oleh penurunan harga minyak dan harga komoditas global. Secara umum, tingkat inflasi beberapa negara maju utama seperti AS, Eropa, dan Jepang masih jauh berada di bawah targetnya. Perkembangan harga secara umum di Eropa dan Jepang bahkan sempat mengalami deflasi. Menurunnya tekanan inflasi di negara maju ini berbeda dengan yang terjadi di beberapa negara EM seperti Rusia, Brazil, dan negara Amerika Latin lainnya. Inflasi tahun 2015 di berbagai negara tersebut justru meningkat antara lain dipengaruhi oleh pelemahan nilai tukar di negara terkait.

Sebagai respons dari rendahnya tingkat inflasi dan pemulihan ekonomi negara maju yang belum optimal, negara maju mengambil beberapa kebijakan pelonggaran moneter untuk mendorong sisi permintaan. Sejalan dengan kebijakan tersebut, pemulihan ekonomi negara maju terus berlangsung, terutama didorong oleh pertumbuhan ekonomi AS, meski lebih rendah dibandingkan perkiraan semula. Pemulihan ekonomi Eropa yang berlangsung secara gradual dan perbaikan ekonomi Jepang, meski berjalan lambat, juga berpengaruh

positif terhadap pertumbuhan ekonomi global. Namun dalam perkembangannya, pelonggaran moneter yang diandalkan tidak dibarengi dengan stimulus fiskal yang memadai dan percepatan implementasi reformasi struktural. Akibatnya, efektivitas kebijakan pelonggaran moneter dalam mendorong pertumbuhan ekonomi menjadi terbatas. Meski tumbuh membaik dibandingkan tahun 2014, kontribusi ekonomi negara maju (42%) terhadap pertumbuhan ekonomi global masih lebih rendah dibandingkan kontribusi ekonomi negara EM (58%) (Tabel 1.1).

Pertumbuhan ekonomi AS pada tahun 2015 lebih rendah dari prakiraan sebelumnya. Ekonomi AS tumbuh sebesar 2,4%, sama dengan pertumbuhan ekonomi tahun 2014. Realisasi pertumbuhan ekonomi AS tahun 2015 ini lebih rendah dibanding perkiraan sebelumnya sekitar 3,6%. Lebih rendahnya pencapaian pertumbuhan ekonomi AS pada tahun 2015 antara lain dipengaruhi oleh terjadinya cuaca dingin ekstrim yang dibarengi dengan aksi mogok kerja di Pelabuhan West Coast, AS pada triwulan I 2015. Hal ini menyebabkan menurunnya belanja masyarakat selama triwulan I 2015 yang pada gilirannya menimbulkan penumpukan persediaan pada triwulan II dan III 2015. Penumpukan persediaan tersebut kemudian berdampak pada penurunan output produksi (Grafik 1.3). Di samping itu, rendahnya pertumbuhan ekonomi AS juga didorong oleh penurunan kinerja sektor manufaktur AS yang mengalami tekanan akibat kontraksi permintaan ekspor dari eksternal sejalan dengan pelemahan ekonomi global dan tren penguatan dolar AS (Grafik 1.4).

Tabel 1.1. Tabel Realisasi Pertumbuhan Ekonomi Global

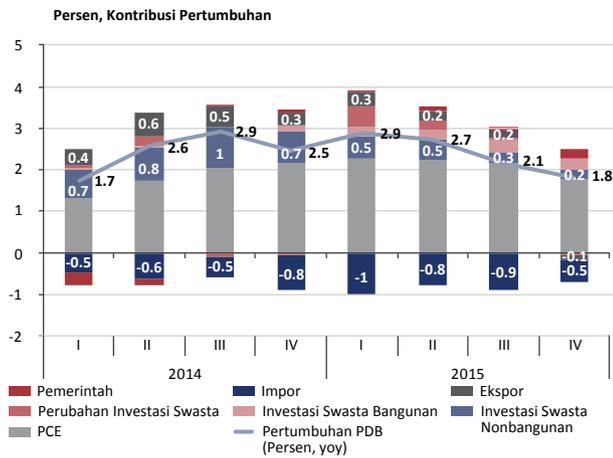
PDB (%yoy)	2014		2015*	
	Pertumbuhan (%)	Pertumbuhan (%)	Pertumbuhan (%)	Kontribusi (%)
Dunia	3,4	3,1		100
Negara Maju	1,8	1,9		42
Jepang	-0,03	0,6		4
Amerika Serikat	2,4	2,4		16
Kawasan Eropa	0,9	1,6		11
Perancis	0,2	1,4		2
Jerman	1,6	1,3		3
Italia	-0,4	1,0		2
Spanyol	1,4	3,5		1
Negara Berkembang	4,6	4,0		58
Tiongkok	7,3	6,9		17
India	7,3	7,5		7

Sumber: update WEO IMF Jan-16, Bloomberg  
\*angka sementara

2 Rantai produksi global, perdagangan barang mentah atau barang setengah jadi antarnegara untuk memproduksi barang jadi.

3 Berbagai studi dari beberapa lembaga seperti IMF, World Bank, ECB, dan OECD menyatakan hal yang sama.

**Grafik 1.3. Dekomposisi Pertumbuhan AS**



Sumber: BEA, diolah

Meskipun masih cukup baik, dampak perbaikan ekonomi AS terhadap perekonomian global relatif minimal mengingat sumber pertumbuhan ekonomi AS terutama disumbang sektor *non-tradeable*. Berdasarkan data tahun 2013-2015, sekitar 76% pertumbuhan ekonomi AS disumbang oleh sektor *non-tradable*, terutama sektor *Professional and Business Services* dan sektor *Real Estate*. Dengan perkembangan tersebut, pertumbuhan AS diperkirakan tidak memberi dampak yang besar terhadap pertumbuhan ekonomi negara lain.

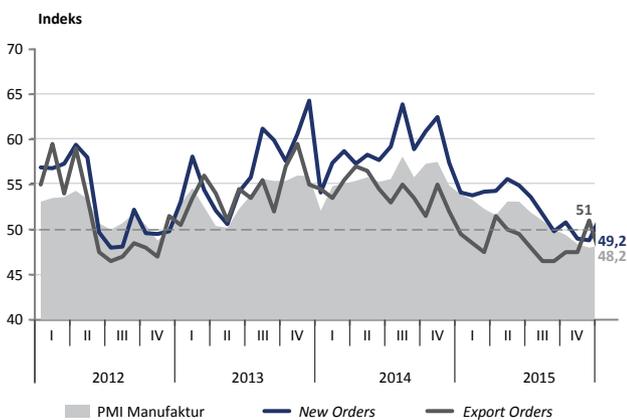
Perbaikan ekonomi AS ini terutama didukung oleh sektor konsumsi. Belanja masyarakat berada dalam tren meningkat meskipun sempat melambat pada triwulan I 2015. Peningkatan konsumsi masyarakat yang cukup solid ini sejalan dengan penurunan harga BBM di AS yang memberikan ruang tambahan daya beli bagi masyarakat.

Di samping itu, sektor tenaga kerja yang terus membaik selama tahun 2015 juga turut mendukung peningkatan konsumsi masyarakat. Harga BBM yang rendah dan kondisi tenaga kerja yang semakin kondusif turut mendukung perbaikan tingkat keyakinan konsumen, yang pada gilirannya berdampak pada konsumsi masyarakat yang semakin meningkat.

Sektor tenaga kerja AS selama tahun 2015 membaik sejalan dengan pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi. Perbaikan sektor tenaga kerja AS ini tercermin pada tren penurunan tingkat pengangguran (Grafik 1.5). Rasio *Job openings/Unemployed*, sebagai cerminan permintaan di sektor tenaga kerja, berada dalam tren meningkat dan mencapai level sebelum krisis. Perbaikan terjadi pada hampir semua sektor industri. Hal ini terlihat baik pada pola siklikal maupun tren jangka panjangnya. Di samping itu, indikator *nonfarm payrolls* dan pertumbuhan gaji juga mengalami perbaikan, terutama dari sektor jasa. Jumlah pegawai *part-time for economic reasons* yang mencerminkan suplai tenaga kerja juga terus menurun.

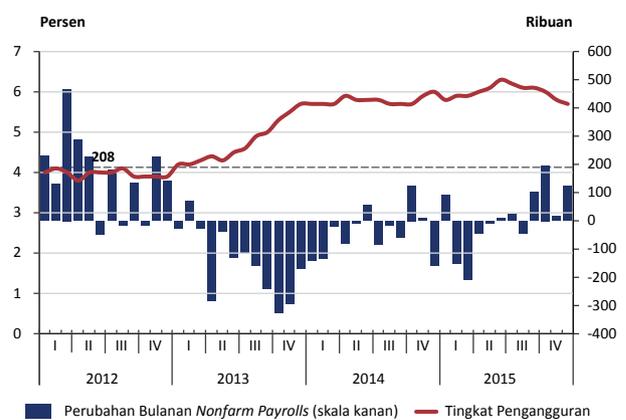
Sektor perumahan AS turut berkontribusi dalam peningkatan ekonomi AS pada tahun 2015. Sektor perumahan AS yang terus membaik tercermin pada pertumbuhan penjualan rumah yang meningkat sejalan dengan tren suku bunga KPR yang rendah. Sejalan dengan hal tersebut, indeks sektor perumahan AS juga terus meningkat (Grafik 1.6). Selain itu, indikasi adanya perilaku *front loading* pembelian properti sebelum kenaikan suku bunga The Fed juga turut mendorong penjualan rumah. Perkembangan sektor perumahan ke depan yang cukup solid juga ditopang oleh *Building Permits* dan *Housing Starts*, sebagai indikator dini sektor perumahan AS, yang juga meningkat.

**Grafik 1.4. Sektor Manufaktur AS**



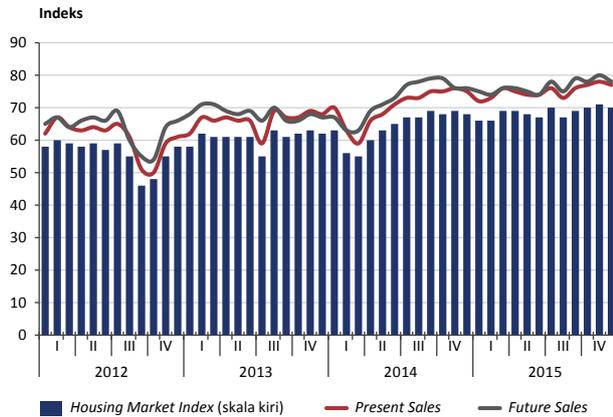
Sumber: Bloomberg, diolah

**Grafik 1.5. Sektor Tenaga Kerja AS**



Sumber: Bloomberg, diolah

**Grafik 1.6. Sektor Perumahan AS**

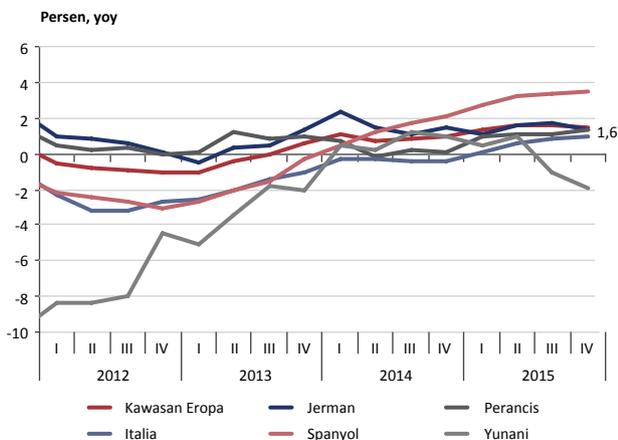


Sumber: Bloomberg, diolah

Sementara itu, ekonomi Eropa tumbuh 1,6% pada tahun 2015, membaik dibandingkan pertumbuhan ekonomi tahun 2014 yang tumbuh 0,9% (Grafik 1.7). Pemulihan ekonomi Eropa terutama ditopang oleh peningkatan permintaan domestik. Konsumsi Eropa yang mencapai 75% dari PDB cenderung meningkat tercermin pada tren peningkatan penjualan ritel dan registrasi mobil baru. Selain itu, perbaikan konsumsi juga didukung oleh perbaikan sektor tenaga kerja yang tercermin pada tingkat pengangguran di negara-negara Eropa yang berada dalam tren menurun meski masih gradual.

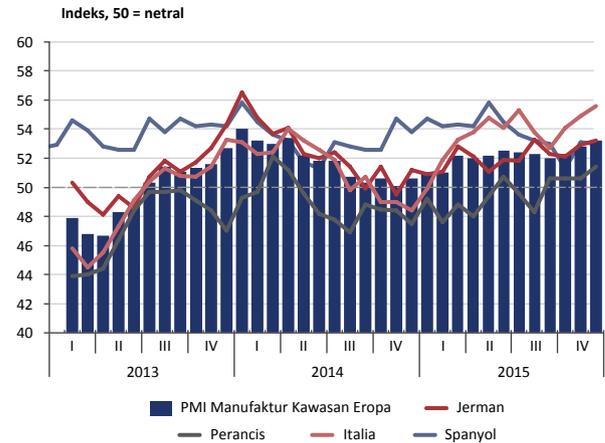
Aktivitas manufaktur di Eropa terus ekspansif dan terjadi secara merata di seluruh negara utama (Grafik 1.8). Ekspansi manufaktur di Eropa terutama didorong oleh meningkatnya permintaan domestik di tengah perlambatan pertumbuhan ekspor. Tren perbaikan

**Grafik 1.7. Pertumbuhan Ekonomi Eropa**



Sumber: Bloomberg, diolah

**Grafik 1.8. Sektor Manufaktur Eropa**

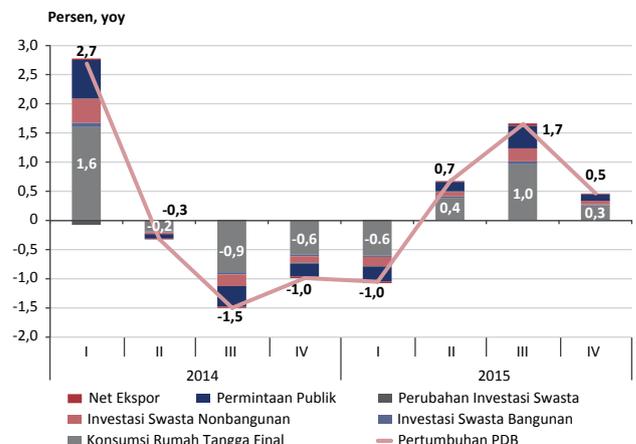


Sumber: Bloomberg, diolah

permintaan yang cukup solid mampu menopang kinerja sektor manufaktur Eropa sehingga *output* sektor manufaktur juga meningkat. Perkembangan ini pada gilirannya akan berdampak positif terhadap prospek PDB Eropa sejalan dengan historis hubungan positif antara PMI dan PDB Eropa. Namun demikian, pertumbuhan ekspor masih menurun sejalan dengan perkembangan ekonomi global yang masih melemah, terutama akibat penurunan permintaan dari Tiongkok dan negara EM lainnya.

Ekonomi Jepang juga membaik dengan tumbuh 0,6% pada tahun 2015, meningkat dibandingkan dengan pertumbuhan tahun 2014 yang masih berkontraksi 0,03%. Meski demikian, pemulihan ekonomi Jepang masih berjalan lambat dan relatif lemah. Hal ini terlihat dari perbaikan sektor konsumsi Jepang selama tahun 2015 juga masih terbatas (Grafik 1.9). Masih lemahnya konsumsi

**Grafik 1.9. Pertumbuhan Ekonomi Jepang**



Sumber: Bloomberg, diolah

terutama setelah kenaikan pajak penjualan pada April 2014 antara lain dipengaruhi oleh perbaikan tenaga kerja yang terbatas, kondisi demografi masyarakat yang menua, serta kebijakan *austerity* Pemerintah Jepang. Dukungan sektor tenaga kerja Jepang untuk meningkatkan konsumsi juga belum optimal seiring dengan perbaikan tingkat pengangguran yang belum stabil dan pertumbuhan gaji yang masih sangat terbatas. Terbatasnya dukungan sektor tenaga kerja tersebut juga disebabkan oleh tidak diteruskannya keuntungan perusahaan yang meningkat kepada karyawan. Seiring dengan perkembangan tersebut, tingkat keyakinan konsumen melemah dan menahan konsumsi masyarakat.

Perbaikan sektor manufaktur mendorong pertumbuhan ekonomi Jepang. Indikator manufaktur Jepang berada pada fase ekspansi sejak semester II 2015 (Grafik 1.10). Meskipun sektor manufaktur Jepang terkena dampak rambatan pelemahan ekonomi Tiongkok, hal ini dapat diimbangi oleh permintaan ekspor dari negara-negara maju yang mengalami perbaikan ekonomi. Di samping itu, permintaan domestik yang meningkat terkait pola musiman persiapan menjelang liburan akhir tahun turut mendukung kinerja sektor manufaktur Jepang pada akhir tahun 2015.

## 1.2. PERTUMBUHAN EKONOMI DAN INFLASI NEGARA BERKEMBANG

Berbeda dengan perkembangan negara maju, ekonomi negara EM masih berada dalam tren melambat dengan kecenderungan tingkat inflasi yang meningkat. Perlambatan ini terutama dipengaruhi oleh perlambatan ekonomi Tiongkok dan dampak rambatannya baik dari jalur

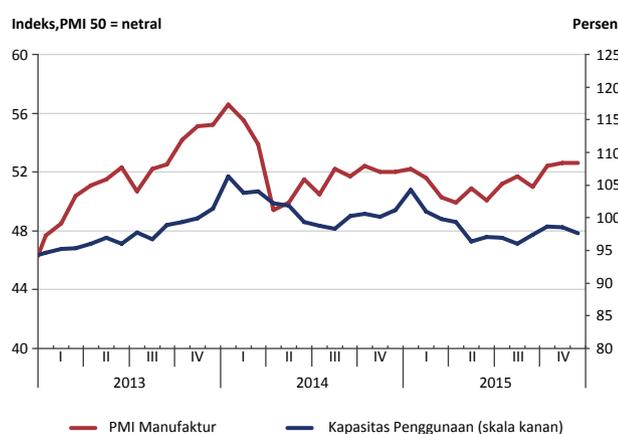
pelemahan harga komoditas, jalur perdagangan, maupun melalui *confidence channel* mengingat besarnya peran Tiongkok dalam perekonomian negara EM lainnya. Di sisi lain, aliran modal ke negara EM turun sejalan dengan perkembangan divergensi kebijakan moneter global yang menyebabkan tingginya volatilitas di pasar keuangan dan proses *deleveraging* negara maju. Kondisi ini berdampak pada melemahnya nilai tukar domestik dan meningkatnya risiko keuangan. Selain itu, permasalahan struktural dan kebijakan domestik juga memengaruhi perbedaan kinerja perekonomian di masing-masing negara.

Ekonomi negara EM tumbuh 4,0% pada 2015, lebih rendah dibandingkan pertumbuhan tahun 2014 yang mencapai 4,6%. Meski melambat, ekonomi negara EM masih merupakan penyumbang utama pertumbuhan ekonomi global. Hal ini sejalan dengan besarnya sumbangan ekonomi negara EM terhadap perekonomian dunia yang mencapai 58% dan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi (4,0%) dibandingkan pertumbuhan negara maju (1,9%). Sementara itu, tingkat inflasi negara EM pada 2015 meningkat menjadi 5,6% dibandingkan dengan tingkat inflasi tahun 2014 sebesar 5,1%. Hal ini terutama dipengaruhi oleh negara-negara yang mengalami pelemahan nilai tukar secara signifikan seperti Rusia, Brazil, dan negara Amerika Latin. Di sisi lain, negara-negara seperti Tiongkok dan Indonesia mencatat penurunan inflasi pada tahun 2015 yang terutama dipengaruhi oleh penurunan harga komoditas termasuk harga minyak.

Pelemahan ekonomi Tiongkok sebagai salah satu faktor utama yang memengaruhi perekonomian global merupakan konsekuensi kebijakan *rebalancing* ekonomi oleh otoritas Tiongkok. Kebijakan *rebalancing* ekonomi tersebut ditempuh dalam rangka transformasi ekonomi Tiongkok dari *investment-driven* menjadi *consumption-driven*. Dalam konteks ini, transformasi ekonomi Tiongkok ditempuh demi mencapai pertumbuhan ekonomi yang berkualitas dan berkelanjutan yang merupakan tujuan jangka panjang ekonomi Tiongkok.<sup>4</sup> Dalam implementasinya, selama tahun 2015 perlambatan investasi terus terjadi, sementara akselerasi peningkatan konsumsi belum cukup untuk menopang pertumbuhan secara keseluruhan.

Sejalan dengan hal tersebut, pertumbuhan kredit Tiongkok sejak semester II 2015 berada dalam tren yang menurun. Di samping itu, sektor manufaktur Tiongkok terus mengalami kontraksi yang dipengaruhi oleh kinerja eksternal yang masih menurun. Penurunan sektor manufaktur terutama disebabkan oleh penurunan permintaan ekspor yang dipengaruhi oleh perlambatan ekonomi global di tengah

Grafik 1.10. Sektor Manufaktur Jepang



Sumber: Bloomberg, diolah

<sup>4</sup> Tiongkok *Third Plenum*, 2013.

permintaan domestik yang belum kuat. Ekonomi Tiongkok juga menghadapi tekanan eksternal terkait besarnya arus modal asing keluar yang dipengaruhi oleh tren divergensi kebijakan moneter global. Kondisi tersebut direspons otoritas Tiongkok dengan menempuh berbagai kebijakan untuk menjaga stabilitas makroekonomi dan menahan perlambatan ekonomi. Dengan perkembangan tersebut, ekonomi Tiongkok pada tahun 2015 tumbuh 6,9%, lebih rendah dibandingkan pertumbuhan tahun 2014 yang sebesar 7,3%.

Pada akhir tahun 2015, berbagai kebijakan yang diambil oleh otoritas Tiongkok mulai memberikan perkembangan positif. Pertumbuhan penjualan ritel berada dalam tren meningkat selama tahun 2015. Pada akhir tahun 2015 penjualan ritel tumbuh 11,1% (yoy) atau sebesar 17,2% dibandingkan triwulan sebelumnya. Angka pertumbuhan ini merupakan tingkat pertumbuhan tertinggi di Tiongkok selama 4 tahun terakhir. Sementara itu, *disposable income* rumah tangga tumbuh 8,1%, lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan PDB Tiongkok di tengah pasar saham yang bergejolak. Di sisi lain, sektor properti pada akhir 2015 juga menunjukkan perbaikan pertumbuhan pada konstruksi properti yang baru dimulai, meskipun masih tumbuh negatif.

Pelemahan ekonomi Tiongkok secara umum dan kebijakan industrinya yang memberikan penekanan pada nilai tambah domestik berdampak pada tertekannya kinerja perdagangan negara EM mitra dagang Tiongkok. Strategi ini juga tercermin dan penurunan peran Tiongkok dalam *global value chains*. Sebagai konsekuensinya, defisit neraca transaksi berjalan Tiongkok meningkat sementara kinerja sektor eksternal negara EM mitra dagang terkait menurun. Negara ASEAN dan Korea Selatan merupakan contoh beberapa negara EM yang terkena dampak rambatan dari pelemahan ekonomi Tiongkok melalui jalur perdagangan.

Pertumbuhan negara EM penghasil komoditas melemah sejalan harga komoditas global yang terus berkontraksi pada tahun 2015. Kontraksi harga komoditas berdampak pada penurunan pendapatan negara EM pengekspor komoditas melalui peningkatan defisit neraca transaksi berjalan. Di samping itu, permasalahan struktural domestik dan politik di masing-masing negara tersebut semakin memperburuk kinerja ekonomi negara terkait. Brazil, Meksiko, Nigeria, Rusia, dan Arab Saudi merupakan contoh beberapa negara EM yang mengalami pelemahan ekonomi akibat pelemahan harga komoditas serta permasalahan struktural domestik dan politik.

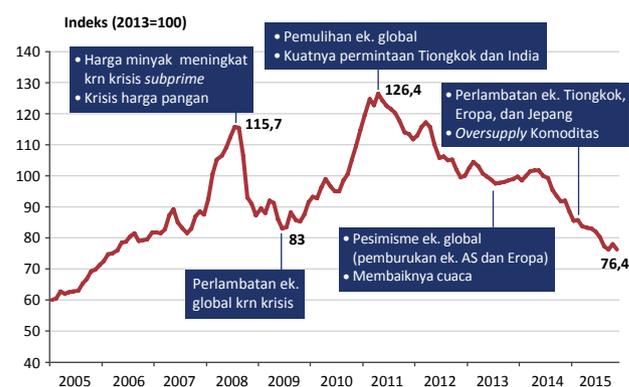
Perekonomian India, sebagai salah satu negara EM, tetap tumbuh kuat. Pertumbuhan ekonomi India tahun

2015 tercatat sebesar 7,5%, meningkat dibandingkan pertumbuhan tahun 2014. Namun demikian, tingginya angka pertumbuhan ekonomi ini juga disebabkan oleh revisi ke atas akibat terjadinya perubahan metode penghitungan PDB sejak awal tahun 2015.<sup>5</sup> Permintaan domestik di India yang tetap kuat didukung oleh berjalannya proyek infrastruktur pemerintah. Meskipun ekonomi India juga mendapatkan tekanan dari penurunan permintaan ekspor dari Tiongkok, kinerja sektor manufaktur masih tetap ekspansif ditopang oleh permintaan domestik. Permintaan domestik yang tetap kuat tersebut tercermin pada tren membaiknya sentimen ekonomi, penjualan mobil, output produksi, dan membaiknya indeks infrastruktur.

### 1.3. HARGA KOMODITAS GLOBAL

Selama tahun 2015 harga komoditas global masih terus mengalami koreksi. Pertumbuhan tahunan indeks harga komoditas ekspor Indonesia (IHKEI) pada tahun 2015 berkontraksi 15%.<sup>6</sup> Pertumbuhan IHKEI pada tahun 2015 semakin negatif bila dibandingkan dengan pertumbuhan pada 2014 yang mengalami kontraksi 4,2% (Grafik 1.11). Kontraksi IHKEI yang semakin dalam dipengaruhi oleh pelemahan ekonomi global terutama perlambatan ekonomi Tiongkok sebagai negara konsumen utama dari produk ekspor Indonesia. Hubungan erat antara harga komoditas dengan perekonomian Tiongkok ini tercermin

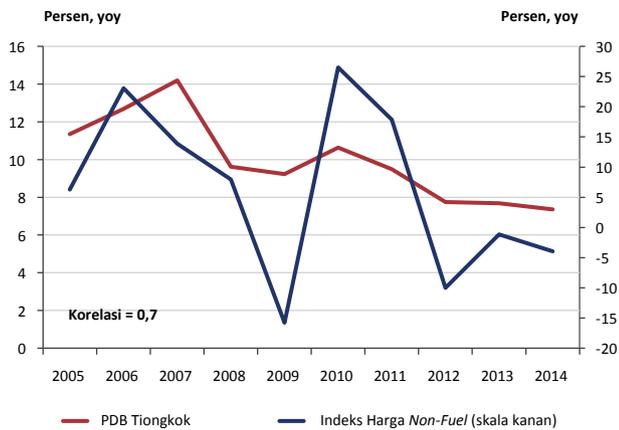
Grafik 1.11. Historis Perkembangan IHKEI



Sumber: Bloomberg, diolah

- Dengan metode lama, PDB India pada tahun 2013 dan 2014 masing-masing tercatat sebesar 4,7% dan 5,6%. Perubahan metode perhitungan PDB India terkait perubahan tahun dasar dan perubahan metode penghitungan dari *factor cost* menjadi *market price* yang mengacu pada *System of National Accounts* (SNA) 2008.
- Indeks komposit dari harga komoditas ekspor utama Indonesia antara lain terdiri dari batubara, minyak kelapa sawit, karet, tembaga, nikel, timah, aluminium, dan kopi.

Grafik 1.12. PDB Tiongkok dan Harga Komoditas Non-Fuel



Sumber: CEIC, diolah

pada kuatnya korelasi antara indeks harga komoditas dunia *non-fuel* dengan pertumbuhan ekonomi Tiongkok sebesar 0,7 (Grafik 1.12).

Penurunan harga komoditas ekspor Indonesia tahun 2015 terutama bersumber pada penurunan harga batubara, minyak kelapa sawit, dan karet. Harga batubara turun hingga 24,5% pada tahun 2015 yang disebabkan oleh penurunan impor Tiongkok sejalan dengan kebijakan pemerintah Tiongkok untuk melindungi industri dalam negeri dan kebijakan pengurangan emisi karbon dalam pembangkit listrik. Sementara itu, harga minyak kelapa sawit turun 8,2% dipicu oleh *oversupply* minyak kelapa sawit di Malaysia. Selain itu, rendahnya harga kacang kedelai dan minyak dunia sebagai barang substitusi turut menurunkan harga minyak kelapa sawit. Harga karet melemah 18,6% selama tahun 2015 disebabkan oleh turunnya permintaan Tiongkok terhadap karet alam. Penurunan harga karet ini juga sejalan dengan bergesernya permintaan karet alam ke karet sintetis yang harganya menurun sejalan dengan turunnya harga minyak dunia. Di samping itu, tertekannya harga karet juga didorong oleh pelemahan industri otomotif.

Di sisi minyak, harga minyak dunia selama tahun 2015 berada dalam tren yang menurun. Pelemahan harga minyak dunia dipengaruhi oleh tingginya penawaran minyak dari negara anggota OPEC maupun non-OPEC di tengah penurunan permintaan minyak akibat tren pelemahan ekonomi global. Selain itu, tren penguatan mata uang dolar AS yang terjadi selama tahun 2015 membuat harga minyak secara relatif menjadi lebih mahal bagi sebagian besar negara yang tidak menggunakan mata uang dolar AS. Hal ini juga berkontribusi terhadap penurunan permintaan terhadap minyak dunia. Pada akhir 2015, harga minyak

tetap mengalami koreksi meskipun jumlah produksi minyak dan jumlah pengebor minyak (*rig counts*) di AS telah menurun. Koreksi harga yang terjadi disebabkan oleh masih tingginya tingkat persediaan minyak AS sehingga menimbulkan sentimen negatif yang kemudian kembali menekan harga minyak ke bawah.

Walaupun harga minyak turun hingga hampir mencapai level harga tahun 2008, produksi minyak dunia masih meningkat pada 2015, yang bersumber baik dari negara-negara OPEC maupun non-OPEC. Tingginya produksi minyak negara anggota OPEC pada tahun 2015 merupakan strategi negara produsen minyak tersebut untuk mempertahankan pangsa pasarnya di pasar minyak dunia. Strategi tersebut dipimpin oleh Arab Saudi yang memiliki biaya produksi minyak sangat murah hingga 5 dolar AS per barel. Di sisi lain, produsen dari negara non-OPEC yang utamanya berasal dari AS juga terus meningkatkan efisiensi produksinya. Dengan demikian, penurunan jumlah pengeboran minyak tidak segera menurunkan jumlah produksi secara signifikan.

Ke depan, risiko pelemahan harga minyak masih cukup besar. Risiko penurunan harga minyak lebih lanjut antara lain bersumber dari kebijakan pelonggaran restriksi ekspor AS, penambahan suplai minyak dari Iran, setelah tercapainya *nuclear deal*, dan masih terbatasnya potensi penurunan produksi minyak negara OPEC akibat sempitnya ruang fiskal maupun faktor ketidakstabilan geopolitik.<sup>7</sup> Namun demikian, terdapat juga risiko peningkatan harga minyak ke depan secara gradual yang berasal dari potensi penurunan suplai minyak dari AS akibat berkurangnya investasi di sektor perminyakan AS. Hal ini dimungkinkan meski secara total minyak dunia masih mengalami *net-supply*.

## 1.4. PASAR KEUANGAN GLOBAL

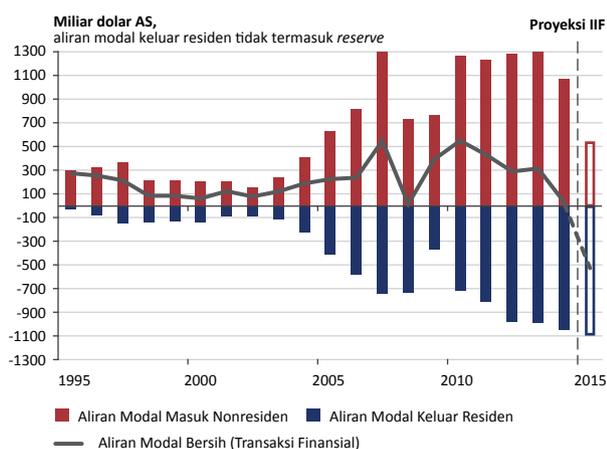
Perkembangan pasar keuangan global pada 2015 diwarnai oleh meningkatnya volatilitas sebagai cerminan ketidakpastian yang semakin tinggi. Peningkatan volatilitas ini utamanya dipicu oleh ketidakpastian kenaikan suku bunga *the Fed* (FFR) yang sudah dimulai pada akhir 2014, diikuti oleh krisis utang Yunani pada Maret 2015, devaluasi mata uang yuan pada Agustus 2015, dan koreksi yang

<sup>7</sup> Dengan kebijakan yang berlaku saat ini, ekspor minyak dari AS baru mencapai 5% dari total produksi, dimana produsen minyak membutuhkan izin dari pemerintah AS untuk melakukan ekspor minyak mentah, kecuali ekspor ke Kanada dan ekspor minyak kondensasi. Dengan batasan ekspor tersebut, kondisi pasar minyak di AS menjadi sangat *oversupply* sehingga harga minyak di AS menjadi lebih murah dibandingkan harga minyak dunia. Bila restriksi ekspor AS dicabut, selisih harga minyak akan berkurang.

dalam pada pasar saham Tiongkok pada bulan yang sama.<sup>8</sup> Pada awalnya, kenaikan FFR diperkirakan akan terjadi pada pertengahan 2015. Meski demikian, perkiraan kenaikan tersebut kemudian terus bergeser mundur bahkan menjadi Maret 2016 pascarilis *minutes* FOMC September 2015 (8 Oktober 2015) sehingga volatilitas akibat ketidakpastian sempat mereda. Selanjutnya, seiring dengan membaiknya indikator ekonomi AS dan pernyataan The Fed pada FOMC Oktober 2015, perkiraan kenaikan FFR akan terjadi pada akhir 2015 menguat dan kembali meningkatkan ketidakpastian di pasar keuangan. Pada akhirnya, *The Fed* menaikkan FFR pada FOMC Desember 2015 sebesar 25 bps. Mengingat bahwa kenaikan ini sudah diantisipasi oleh pasar maka tidak terjadi gejolak yang berlebihan di pasar global. Di sisi lain, European Central Bank (ECB) dan Bank of Japan (BOJ) menerapkan kebijakan *quantitative easing* dalam jumlah besar selama 2015 sehingga menimbulkan divergensi kebijakan moneter global. Berbagai kondisi tersebut, dibarengi dengan proses *deleveraging* negara maju dan pergeseran komposisi likuiditas global menyusul normalisasi kebijakan AS, memicu penurunan *inflows* ke negara EM sehingga mulai memasuki negatif *netflows* (Grafik 1.13).

Sejalan dengan perkembangan pasar keuangan global, indeks komposit harga saham global sedikit menurun. Indeks turun menjadi 142,3 pada akhir 2015 dibandingkan dengan akhir 2014 yang sebesar 146,3. Kondisi yang serupa

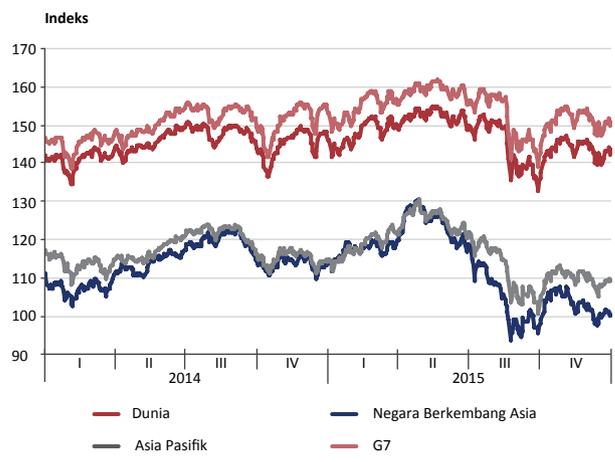
**Grafik 1.13. Perkembangan Capital Flows EM**



Sumber: *Capital Flows for Emerging Markets – IIF, January 2016*

<sup>8</sup> Pada Maret 2015 krisis utang Yunani mengemuka saat Pemerintah Yunani mendapatkan perpanjangan waktu pembayaran utang luar negerinya selama empat bulan. Pada akhir Juni 2015, kondisi krisis memuncak saat Pemerintah Yunani kehabisan uang kas untuk keperluan publik. Ketidakpastian kemampuan Yunani dalam menyelesaikan masalah utang pemerintahnya menimbulkan gejolak di pasar keuangan dunia.

**Grafik 1.14. Perkembangan Pasar Saham Global**

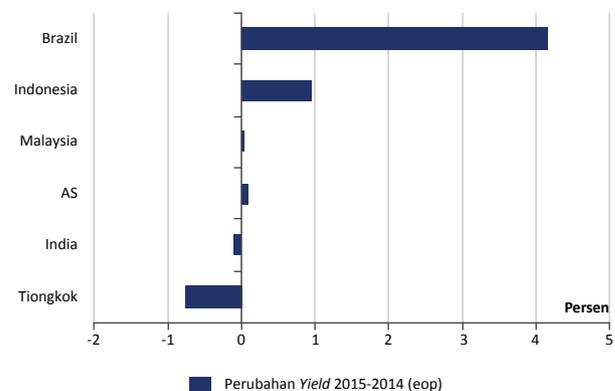


Sumber: Bloomberg, diolah

juga terjadi pada indeks komposit harga saham di negara EM Asia, negara Asia Pasifik, dan negara G7. Secara rata-rata, pergerakan indeks komposit harga saham global, negara EM Asia, negara Asia Pasifik dan negara G7 relatif stabil. *Yield* obligasi pemerintah, khususnya di negara EM pengekspor komoditas seperti Brazil dan negara Amerika Latin lainnya, mengalami peningkatan sejalan dengan pelemahan prospek ekonomi akibat penurunan harga komoditas (Grafik 1.14 dan 1.15).

Dinamika perkembangan harga saham global selama tahun 2015 sangat dipengaruhi oleh sentimen pasar terhadap ketidakpastian kenaikan FFR dan perkembangan ekonomi Tiongkok. Pada semester I 2015, perkembangan harga saham global masih positif sejalan dengan perbaikan ekonomi negara maju. Namun demikian, kinerja bursa saham global pada semester II 2015 menurun seiring

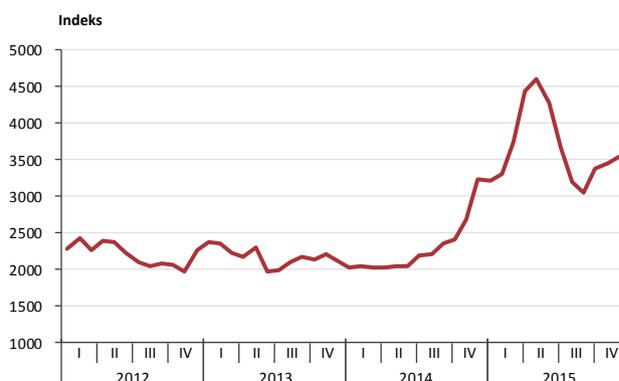
**Grafik 1.15. Perkembangan Yield Obligasi Pemerintah**



Sumber: Bloomberg, diolah

dengan ketidakpastian *timing* kenaikan suku bunga *the Fed* serta pemburuan pasar saham Tiongkok yang memiliki dampak rambatan terhadap bursa saham global lainnya. Pada pertengahan 2015, bursa saham Tiongkok sempat mengalami penurunan signifikan yang dipicu oleh kekhawatiran perlambatan ekonomi Tiongkok. Hal ini tercermin pada penurunan secara drastis indeks harga saham di *Shanghai Stock Exchange* sebesar 75% pada bulan Juli dan Agustus 2015 (Grafik 1.16). Di samping itu, keputusan otoritas Tiongkok untuk melakukan devaluasi yuan secara tiba-tiba pada Agustus 2015 semakin meningkatkan tekanan pada pasar keuangan Tiongkok dan negara EM lainnya.<sup>9</sup> Meningkatnya ketidakpastian di pasar keuangan Tiongkok akibat devaluasi yuan tersebut tercermin pada peningkatan *credit default swap* (CDS) dan pada besarnya penurunan cadangan devisa Tiongkok sebesar 512 miliar dolar AS selama tahun 2015. Terkait dengan perkembangan tersebut, risiko juga mengemuka dari sisi utang luar negeri korporasi Tiongkok. Depresiasi nilai tukar yuan yang terjadi telah meningkatkan posisi utang luar negeri korporasi Tiongkok menjadi lebih dari dua kali lipat. Peningkatan risiko dan ketidakpastian tersebut pada gilirannya memicu dampak rambatan ke pasar saham global terkait kekhawatiran pelemahan ekonomi Tiongkok yang lebih dalam.

Grafik 1.16. Indeks Komposit Shanghai Stock Exchange



Sumber: Bloomberg, diolah

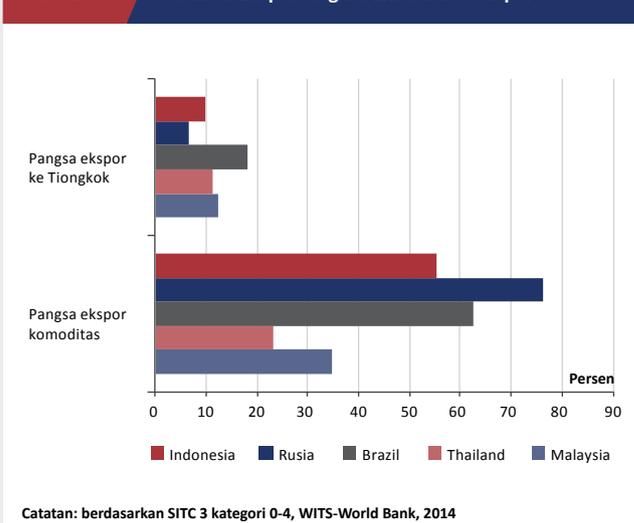
<sup>9</sup> Devaluasi yuan pada 11 Agustus 2015 adalah yang tertinggi dalam 5 tahun terakhir dan dilatarbelakangi oleh perubahan rezim nilai tukar menjadi lebih *market driven* sejalan dengan persyaratan masuknya CNY ke dalam basket SDR. Penentuan nilai tukar didasarkan atas beberapa hal: (i) level USD/CNY hari sebelumnya, (ii) faktor *demand/supply*, dan (iii) pergerakan pasar dari mata uang lain.

Pelemahan ekonomi Tiongkok, sebagai ekonomi terbesar kedua di dunia, secara langsung maupun tidak langsung, telah memengaruhi kinerja ekspor negara EM mitra dagangnya. Lebih lanjut, pelemahan ekonomi Tiongkok juga memicu pelemahan permintaan terhadap barang komoditas sejalan dengan peran Tiongkok sebagai salah satu konsumen komoditas terbesar di dunia. Hal tersebut mendorong penurunan harga komoditas dunia dan memperburuk kinerja ekspor negara EM pengekspor komoditas.<sup>1</sup> Boks ini bertujuan untuk membandingkan kinerja dan respons kebijakan beberapa negara EM, yaitu Malaysia, Thailand, Brazil, dan Rusia selain Indonesia sendiri, dalam menghadapi berbagai kondisi tersebut.

Dampak pelemahan ekonomi Tiongkok dan penurunan harga komoditas dunia terhadap negara EM dipengaruhi oleh struktur perdagangan negara terkait. Semakin tinggi ketergantungan suatu negara terhadap sektor primer atau industri komoditas, semakin besar dampak penurunan harga komoditas terhadap kinerja sektor eksternal yang pada gilirannya terhadap perekonomian negara tersebut. Dari kelima negara EM dalam sampel pengamatan, Rusia memiliki pangsa ekspor komoditas terbesar (76,4%) diikuti oleh Brazil (62,4%), Indonesia (55,4%), Malaysia (34,8%), dan Thailand (23,3%) (Grafik 1). Di samping menghadapi penurunan harga komoditas, kelima negara tersebut juga mengalami tekanan *capital outflows*, dengan intensitas tekanan yang beragam. Untuk mengatasi dampak berbagai tekanan sektor eksternal tersebut, berbagai respons bauran kebijakan telah dirumuskan dengan mempertimbangkan kondisi ekonomi, sosial, dan politik masing-masing negara.

Dalam perumusan respons bauran kebijakan, keterbatasan ruang kebijakan moneter maupun fiskal dapat menghambat perumusan kebijakan yang optimal dalam upaya pemulihan ekonomi dari tekanan eksternal yang dialami. Dari Tabel 1 terlihat bahwa sejalan dengan besarnya ketergantungan terhadap ekspor komoditas, Rusia mengalami penurunan pertumbuhan terdalam selama 2015 dibandingkan dengan negara-negara EM lainnya. Penurunan ini selain terutama dipengaruhi oleh penurunan harga minyak dan harga komoditas, juga terkait dengan latar belakang sanksi ekonomi akibat krisis Ukraina. Prospek ekonomi yang terus melambat dan pergeseran

Grafik 1. Struktur Ekspor Negara EM dalam Sampel



Catatan: berdasarkan SITC 3 kategori 0-4, WITS-World Bank, 2014

likuiditas global telah memicu *capital outflows* dari Rusia. Kondisi tersebut direspons dengan melepas peg mata uang rubel Rusia, terhadap dolar AS dan mata uang euro. Selanjutnya, depresiasi nilai tukar yang terjadi mendorong peningkatan tekanan inflasi sehingga membatasi ruang pelonggaran kebijakan moneter lebih lanjut.<sup>2</sup> Di sisi fiskal, Pemerintah Rusia tetap berupaya mempertahankan defisit yang rendah di tengah besarnya penurunan penerimaan dari ekspor migas yang mencapai 52% total penerimaan pemerintah Rusia pada tahun sebelumnya.

Tabel 1. Indikator Ekonomi Berbagai Negara EM

Indikator Ekonomi	Tahun	Malaysia	Thailand	Brazil	Rusia	Indonesia
Pertumbuhan PDB (%)	2014	6,0	0,9	0,1	0,6	5,0
	2015	5,0	2,8	-3,0	-3,7	4,8
Inflasi (%)	2014	3,1	1,9	6,4	7,8	6,4
	2015	2,7	-0,9	11,3	12,9	3,3
Suku bunga kebijakan (%)*	2015	3,25	1,5	14,25	11	7,25
Depresiasi nilai tukar (%)	2015	19,3	5,5	41,6	17,8	10,2
Fiskal defisit (% PDB)	2015	6,5	2,5	10,3	2,6	2,5

Catatan:  
\*Pada akhir tahun 2015  
Sumber: CEIC, diolah

1 Berdasarkan data IMF selama tahun 2015 harga komoditas dan energi berkontraksi sebesar 35,3%, sementara harga komoditas *non-fuel* berkontraksi sebesar 17,5%.

2 Namun demikian, bank sentral Rusia telah menurunkan suku bunga kebijakan sebesar 600 bps secara bertahap dari awal tahun sampai dengan Agustus 2015.

Demi mempertahankan defisitnya, Pemerintah Rusia tidak memberikan stimulus fiskal yang dibutuhkan untuk menahan kontraksi perekonomian yang lebih dalam.

Hal yang serupa juga terjadi di Brazil sebagai negara dengan pangsa ekspor komoditas terbesar kedua dan sebagai negara dengan pangsa ekspor ke Tiongkok tertinggi dalam sampel. Sektor eksternal Brazil juga mengalami tekanan yang cukup kuat pada tahun 2015. Namun demikian, ruang kebijakan fiskal Pemerintah Brazil terbatas mengingat tingginya defisit pemerintah akibat berbagai permasalahan ekonomi beberapa tahun terakhir dan permasalahan politik dalam negeri. Di sisi moneter, ruang kebijakan pelonggaran relatif tidak tersedia akibat tingginya inflasi dan besarnya *capital outflows* yang mengakibatkan mata uang Brazil terdepresiasi cukup dalam (Tabel 2). Sebagai dampak dari berbagai keterbatasan tersebut, perekonomian Brazil mengalami kontraksi yang cukup dalam pada tahun 2015.

Sementara itu, perekonomian Indonesia dan Malaysia tetap mencatatkan pertumbuhan yang positif meski melambat dibanding dengan tahun sebelumnya. Kedua negara ini memiliki beberapa perbedaan, baik dalam struktur perdagangannya maupun respons kebijakan yang ditempuh. Indonesia memiliki pangsa ekspor komoditas yang cukup tinggi terhadap total ekspor, sehingga memiliki potensi penurunan kinerja sektor eksternal yang lebih tinggi dibandingkan dengan Malaysia. Untuk menahan dampak pelemahan eksternal, Indonesia menempuh bauran kebijakan moneter yang *prudent*, kebijakan makroprudensial yang akomodatif, dan kebijakan fiskal yang mendorong stimulus ekonomi. Sebagai upaya mendorong permintaan domestik dan meningkatkan pertumbuhan jangka panjang, Pemerintah Indonesia meningkatkan belanja modal untuk pembangunan proyek-proyek infrastruktur strategis. Ruang stimulus fiskal yang dimiliki pemerintah tersebut tidak terlepas dari reformasi struktural fiskal yang telah dilakukan terutama melalui pengurangan subsidi energi secara signifikan. Namun, sisi

fiskal Pemerintah Indonesia menghadapi tantangan akibat penurunan pendapatan pemerintah dari sektor migas, yang pada tahun 2014 pangsa mencapai 20% dari total pendapatan pemerintah.

Di sisi lain, Malaysia memiliki diversifikasi produk ekspor yang lebih luas dibandingkan dengan Indonesia sehingga dampak penurunan harga komoditas menjadi lebih terbatas. Meski demikian, pelemahan ekonomi global secara umum tetap memberikan tekanan terhadap ekspor Malaysia, diantaranya karena cukup tingginya pangsa ekspor Malaysia ke Tiongkok. Tekanan dari global yang terjadi bersamaan dengan permasalahan politik Malaysia mendorong aliran modal asing keluar sehingga ringgit Malaysia terdepresiasi signifikan. Di samping itu, Pemerintah Malaysia juga mengalami penurunan pendapatan dari sektor migas. Dampak dari penurunan pendapatan tersebut cukup signifikan mengingat 30% pendapatan pemerintah berasal dari sektor migas pada tahun 2014. Untuk itu, Pemerintah Malaysia mengurangi subsidi, efisiensi pengeluaran operasional dan reformasi perpajakan sehingga defisit fiskal tetap terjaga.<sup>3</sup> Berbagai kebijakan tersebut berhasil mempertahankan pertumbuhan ekonomi Malaysia yang masih relatif tinggi meski turun 1% dari tahun sebelumnya.

Selanjutnya, Thailand yang memiliki pangsa ekspor komoditas terendah, tetap berhasil meningkatkan pertumbuhannya. Hal ini, selain dipengaruhi oleh tingginya diversifikasi produk ekspor Thailand yang juga mencakup produk manufaktur dengan teknologi tinggi, juga tidak terlepas dari dukungan bauran kebijakan moneter maupun fiskal Pemerintah Thailand. Tingkat inflasi yang terkendali memberikan ruang yang cukup untuk pelonggaran moneter. Di samping itu, Pemerintah Thailand juga menempuh ekspansi fiskal, diantaranya melalui percepatan pencairan belanja pemerintah untuk transportasi dan irigasi, serta berbagai paket stimulus pemerintah senilai total 11 miliar dolar AS yang antara lain ditujukan untuk membantu UMKM dalam pelunasan kredit dan pembayaran pajak. Stimulus fiskal pemerintah juga disalurkan ke pedesaan melalui skema "*Village Fund*" dalam bentuk pinjaman lunak dan proyek investasi pemerintah di pedesaan. Kebijakan fiskal tersebut berperan dalam mendorong pertumbuhan permintaan domestik dan memelihara kepercayaan publik terhadap prospek ekonomi Thailand.

**Tabel 2.** Indikator Respons Kebijakan berbagai Negara EM

Indikator Respons Kebijakan	Malaysia	Thailand	Brazil	Rusia	Indonesia
Perubahan suku bunga kebijakan*	0 bps	-50 bps	200 bps	-600 bps	-25 bps
Pertambahan defisit fiskal*	0,0	0,3	3,6	2,0	0,2

Catatan:  
\*Dibandingkan akhir tahun 2014  
Sumber: CEIC, diolah

<sup>3</sup> Mulai 1 April 2015 pemerintah Malaysia mengimplementasikan pajak barang dan jasa untuk perusahaan (*Goods and Services Tax*) untuk menggantikan pajak atas penjualan dan jasa (*Government Sales and Services Tax*).





**Keterangan gambar:**

Sebagai bentuk kerja sama internasional, Menteri Keuangan dan Gubernur Bank Sentral anggota G20 secara rutin melakukan pertemuan. Pada 4-5 September 2015, pertemuan tersebut berlangsung di Ankara Turki dan menyepakati beberapa hal seperti perlunya upaya mendorong pertumbuhan ekonomi dan meningkatkan investasi.

---



## FINANCE MINISTERS AND CENTRAL BANK GOVERNORS MEETING

4 - 5 SEPTEMBER 2015

ANKARA



## Bab 2

### Respons Kebijakan Ekonomi Global

Respons bauran kebijakan di negara maju untuk mendorong pertumbuhan ekonomi yang sedang melambat terutama bergantung pada kebijakan moneter yang akomodatif. Kurangnya dukungan kebijakan fiskal dan reformasi struktural yang memadai menyebabkan perbedaan fase *recovery* perekonomian dan divergensi kebijakan moneter antarnegara maju. Sementara itu, respons bauran kebijakan di beberapa negara berkembang cenderung lebih menyeluruh. Untuk mendorong pertumbuhan yang berkualitas dan menjaga stabilitas sistem keuangan, kerja sama internasional juga terus diperkuat. Namun, berbagai kebijakan tersebut belum mampu mendorong pertumbuhan ekonomi global secara signifikan.

Kebijakan moneter masih digunakan sebagai kebijakan utama secara global pada tahun 2015 khususnya di negara-negara maju atau *advanced economies* (AE). AE menerapkan kebijakan moneter menggunakan instrumen suku bunga maupun kebijakan *Quantitative Easing* (QE). The Federal Reserve System (The Fed) sebagai otoritas moneter di Amerika Serikat telah melakukan normalisasi kebijakan moneternya dan menaikkan suku bunga acuan. Di sisi lain, European Central Bank (ECB) dan Bank of Japan (BoJ) masih menerapkan kebijakan suku bunga acuan yang sangat rendah. Selain itu, kedua otoritas moneter tersebut juga masih melanjutkan QE. Arah kebijakan yang berbeda tersebut merefleksikan perbedaan fase pemulihan ekonomi di negara masing-masing. Di satu sisi, kebijakan yang ditempuh The Fed sejalan dengan perbaikan fundamental ekonomi terutama di pasar tenaga kerja. Sementara di sisi lain, kebijakan ECB dan BoJ dilakukan untuk merespons meningkatnya ancaman melambatnya ekonomi dan deflasi.

Sementara itu respons kebijakan di negara-negara berkembang atau *emerging markets* (EM) cenderung lebih menyeluruh dibandingkan dengan kebijakan di AE. Respons kebijakan yang lebih menyeluruh tersebut ditempuh negara-negara berkembang untuk menjawab kompleksnya permasalahan yang dihadapinya. Pelaksanaan kebijakan moneter di negara EM secara umum juga diikuti dengan kebijakan fiskal dan struktural. Sebagian besar negara menerapkan kebijakan moneter longgar dengan diikuti oleh stimulus kebijakan fiskal berupa peningkatan belanja pemerintah. Negara-negara berkembang juga menerapkan reformasi struktural untuk mengatasi permasalahan struktural di negara masing-masing. Kebijakan struktural tersebut terutama ditujukan dalam rangka penyediaan infrastruktur yang memadai, perbaikan iklim investasi, dan penanganan masalah kependudukan. Respons kebijakan negara-negara EM juga diarahkan untuk memitigasi gejolak pasar keuangan sebagai dampak dari pelemahan ekonomi dan normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat (AS).

Dampak respons kebijakan global pada pertumbuhan ekonomi dunia masih terbatas. Hal ini terlihat dari melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia dibandingkan dengan tahun 2014 maupun perkiraan sebelumnya. Kondisi ini disebabkan oleh terlalu bertumpunya bauran kebijakan yang ditempuh pada kebijakan moneter. Dengan masih terbatasnya dukungan fiskal dan permasalahan struktural yang ada, pemulihan ekonomi AE hanya terjadi secara moderat. Di sisi lain, kebijakan moneter di negara-negara EM juga belum mampu menahan pertumbuhan ekonomi yang melambat. Hal ini antara lain terkait dengan implementasi stimulus fiskal di negara-negara EM dan reformasi struktural yang masih membutuhkan waktu

sebelum memberikan kontribusi yang nyata terhadap perekonomian.

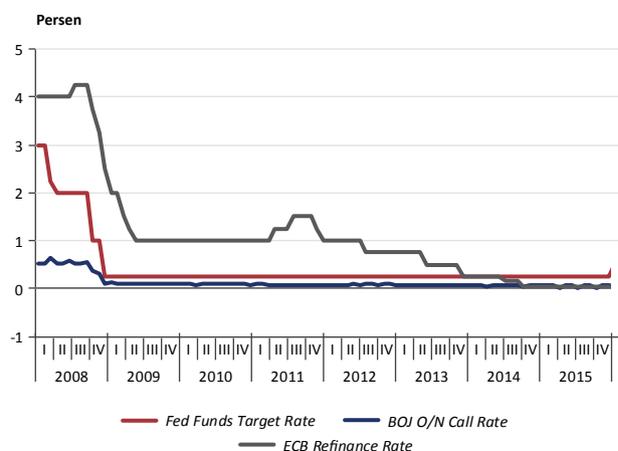
Melambatnya ekonomi global dan munculnya gejolak di pasar keuangan menjadi perhatian utama forum kerja sama internasional. Upaya-upaya untuk mendorong pertumbuhan ekonomi serta kestabilan pasar keuangan menjadi fokus diskusi dan kerja sama hampir di seluruh fora internasional. Dengan penguatan kerja sama tersebut, diharapkan diperoleh solusi yang dapat ditempuh untuk mencapai pertumbuhan yang lebih tinggi, berkelanjutan dan lebih berkualitas, sekaligus menjaga stabilitas sistem keuangan, dan membangun resiliensi kawasan.

## 2.1. KEBIJAKAN NEGARA MAJU

Kebijakan yang ditempuh oleh Amerika Serikat merupakan respons atas membaiknya kondisi perekonomian negara tersebut. Membaiknya kondisi perekonomian tersebut terutama terjadi di pasar tenaga kerja. Perbaikan tersebut diyakini oleh otoritas akan membawa laju inflasi menuju level 2% dalam jangka menengah. Mengantisipasi hal ini, The Fed telah melakukan normalisasi kebijakan moneter dengan menaikkan suku bunga pada pertemuan *Federal Open Market Committee* (FOMC) Desember 2015 (Grafik 2.1).

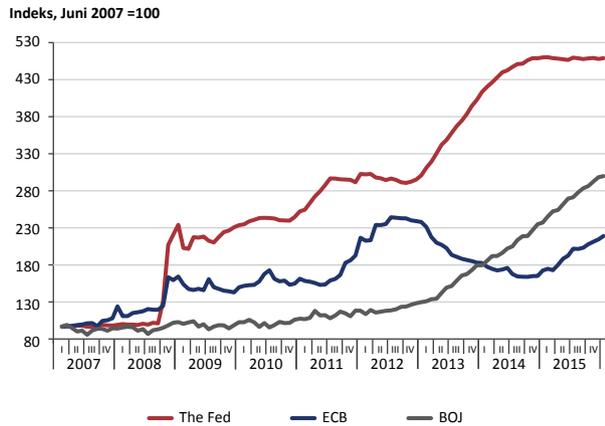
The Fed telah melakukan sejumlah persiapan sebelum melakukan normalisasi kebijakan moneternya. Persiapan tersebut dilakukan dalam tiga kebijakan utama. Pertama, melakukan *roll over* atas surat berharga untuk menjaga besaran neraca otoritas moneter sejalan dengan kebijakan moneter yang akomodatif (Grafik 2.2). Kedua, menyiapkan instrumen pengelolaan likuiditas agar dapat mengarahkan

Grafik 2.1. Suku Bunga Acuan The Fed, ECB, dan BOJ



Sumber: Bloomberg, diolah

**Grafik 2.2. Total Aset The Fed, ECB, dan BOJ**



Sumber: Bloomberg, diolah

sasaran suku bunga pasar menuju sasaran yang ditetapkan. Dalam hal ini, The Fed menggunakan instrumen berupa suku bunga atas *banks reserve* dan transaksi *reverse repo* dalam skala yang besar. Ketiga, melakukan strategi komunikasi yang efektif untuk memberikan *forward guidance*. *Forward guidance* tersebut berfungsi untuk memberikan gambaran mengenai arah kebijakan moneter kepada pelaku pasar. Melalui strategi kebijakan tersebut, The Fed memberikan indikasi akan mempertahankan suku bunga rendah hampir sepanjang tahun 2015. Sinyal kenaikan suku bunga menjadi jelas dalam pernyataan FOMC bulan pada Oktober dan baru dilakukan pada akhir tahun 2015.

Kenaikan *Fed Fund Rate* (FFR) ke level 0.25% sampai dengan 0.5% pada FOMC bulan Desember 2015 tidak dipandang sebagai langkah pengetatan moneter. The Fed menyatakan bahwa *stance* kebijakan bank sentral tetap akomodatif. Kenaikan suku bunga dilakukan dalam kerangka normalisasi kebijakan moneter untuk tetap menjaga stabilitas harga. The Fed meyakini bahwa perbaikan pada pasar tenaga kerja akan menyebabkan laju inflasi mengarah ke level 2% dalam jangka menengah. Terkait arah kebijakan suku bunga kedepan, The Fed mengisyaratkan bahwa laju kenaikan suku bunga akan terjadi secara gradual. Strategi tersebut ditempuh untuk menjaga momentum perbaikan ekonomi dan mengantisipasi risiko dari melambatnya ekonomi global.

Di kawasan Eropa, kebijakan ditempuh untuk merespons ancaman deflasi dan lambannya pertumbuhan ekonomi Eropa. Oleh karena itu, ECB pada Januari 2015 memutuskan untuk melakukan kebijakan *QE* yang lebih agresif melalui *Expanded Asset Purchase Programme* (AEPP). Kebijakan ini bertujuan untuk mendukung

peningkatan permintaan domestik Eropa melalui jalur sektor keuangan dan jalur kredit. Dalam program ini ECB melakukan pembelian aset sebesar 60 miliar euro termasuk surat utang pemerintah di kawasan Euro (*Eurozone*). Pembelian aset ini dilakukan sejak Maret 2015 sampai dengan September 2016. Kebijakan *QE* tersebut merupakan kelanjutan kebijakan pelonggaran sejak tahun 2008 sampai akhir tahun 2014 yang bersifat lebih pasif.<sup>1</sup>

Dari sisi kebijakan moneter konvensional, ECB tetap menahan suku bunga acuannya pada level yang sangat rendah yakni di level 0,05%. Selain itu, ECB juga melakukan pemotongan suku bunga fasilitas deposit (*deposit facility*) sebesar 10 bps menjadi -0,3% pada Desember 2015. Kebijakan *negative interest rate* ini ditujukan untuk mendorong pertumbuhan kredit perbankan di kawasan Eropa. Hal ini ditempuh mengingat bahwa pertumbuhan kredit, sebagai sumber pembiayaan utama dari aktivitas ekonomi Eropa, masih cukup rendah.

Dengan perkembangan inflasi yang masih jauh dibawah targetnya, ECB diperkirakan akan melakukan kebijakan tambahan. ECB diperkirakan akan meningkatkan intensitas penggunaan kebijakan moneter nonkonvensional. Kebijakan yang ditempuh antara lain berupa pelaksanaan *QE* tanpa batas waktu (*open ended*) maupun penambahan jumlah pembelian surat berharga. Di sisi lain, opsi penurunan suku bunga lanjutan diperkirakan relatif sulit dilakukan karena dikhawatirkan memberikan efek negatif pada perbankan.

Sementara itu, respons kebijakan di Jepang juga ditempuh untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan mengatasi ancaman deflasi. Bauran kebijakan di Jepang bertumpu pada kombinasi antara kebijakan moneter dan kebijakan fiskal. Di sisi kebijakan moneter, BoJ tetap menerapkan kebijakan moneter yang akomodatif. Selama tahun 2015, BoJ menahan suku bunga acuannya tetap pada level yang sangat rendah, yakni 0,1%. Selain itu, BoJ juga melanjutkan program *QE* dengan melakukan pembelian aset sebesar 80 triliun yen per tahun. Di sisi kebijakan fiskal, Pemerintah Jepang mengalokasikan tambahan stimulus fiskal sebesar 3,5 triliun yen dan memberikan insentif penurunan pajak bagi perusahaan yang menaikkan gaji karyawan pada Februari 2015. Pada April 2015, otoritas fiskal juga menunda rencana penerapan kenaikan pajak penjualan tahap II dari 8% menjadi 10% pada Oktober 2015 menjadi Oktober 2017.

1 LTRO (*Long-Term Refinancing Operation*), CBPP (*Covered Bond Purchase Programme*), dan ABSPP (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*).

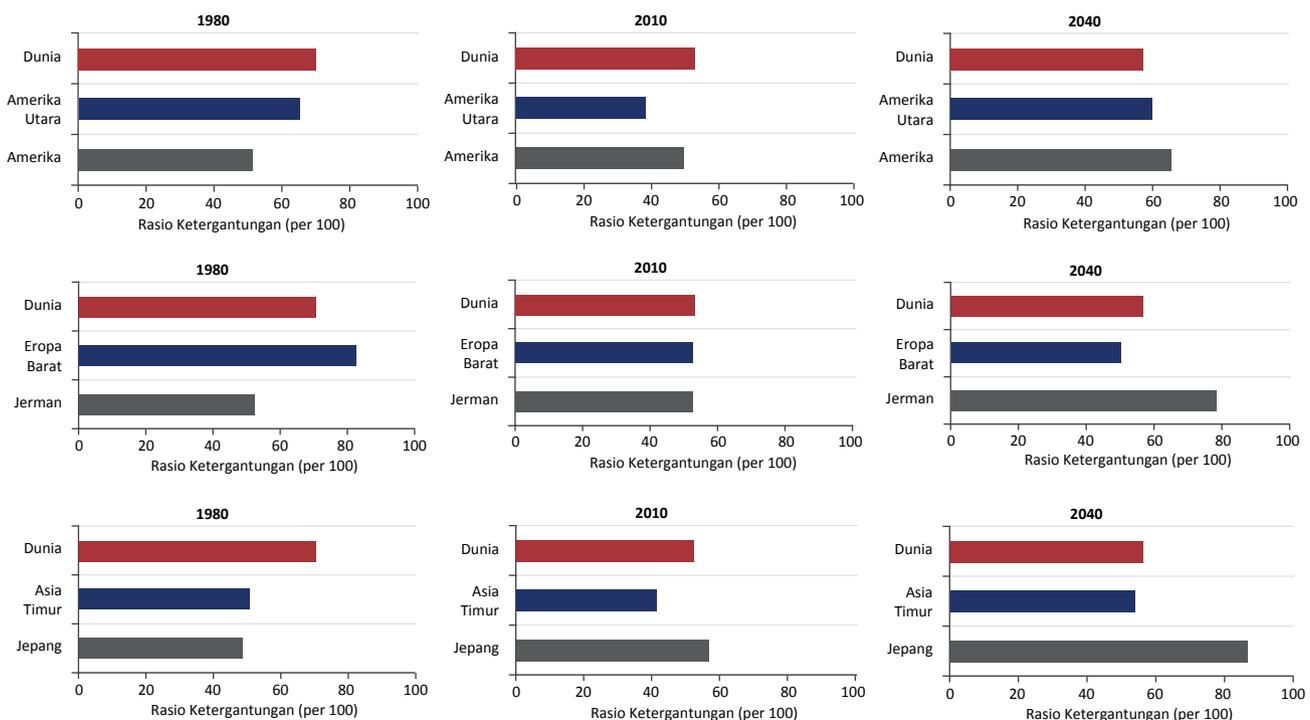
Namun demikian, bauran kebijakan moneter dan fiskal Jepang yang ditempuh belum berdampak signifikan dalam mendorong pertumbuhan ekonomi dan laju inflasi. Pertumbuhan ekonomi Jepang masih tetap rendah. Peningkatan konsumsi tidak terjadi secara signifikan sebagaimana yang ditargetkan. Hal ini antara lain disebabkan oleh terhambatnya pemberian insentif pajak, yang ditujukan untuk meningkatkan gaji karyawan, karena rigiditas UU Tenaga Kerja. Sementara itu, penundaan kenaikan pajak penjualan juga tidak dapat mengangkat tingkat konsumsi. Penerapan kebijakan fiskal tersebut justru memicu lembaga pemeringkat Fitch dan Moody's untuk menurunkan *credit rating* Jepang sebesar 1 *notch* menjadi A. Lembaga pemeringkat tersebut menilai bahwa kebijakan fiskal yang ditempuh Pemerintah Jepang justru akan menyebabkan peningkatan risiko dari sisi fiskal.

Terbatasnya dampak penerapan bauran kebijakan moneter dan fiskal diperkirakan akan mendorong kebijakan stimulus tambahan. Penambahan kuantitas QE diperkirakan akan ditempuh oleh otoritas moneter. Penerapan kebijakan suku bunga negatif juga merupakan opsi kebijakan yang mungkin ditempuh oleh BoJ. Di sisi fiskal, tidak terdapat banyak pilihan selain melanjutkan kebijakan sebelumnya. Terbatasnya opsi kebijakan fiskal disebabkan oleh terbatasnya ruang fiskal yang dimiliki pemerintah.

Salah satu permasalahan struktural utama yang dihadapi oleh Jepang, dan negara maju lainnya, adalah penuaan populasi (*ageing population*). Dengan struktur penduduk yang semakin menua, tingkat *saving* akan cenderung tinggi sehingga konsumsi masyarakat sulit ditingkatkan. Tingginya *dependency ratio* juga berdampak pada menurunnya tingkat produktivitas akibat semakin besarnya jumlah penduduk yang tidak bekerja. Selain itu komposisi penduduk yang semakin menua juga menimbulkan hambatan fiskal (*fiscal drag*) yakni menurunkan pendapatan dari pajak dan semakin meningkatkan pengeluaran untuk biaya kesehatan dan pensiun. Median usia penduduk Jepang pada tahun 2014 tercatat 46 tahun dengan tingkat harapan hidup (*life expectancy*) mencapai 84 tahun, tertinggi di dunia. Berdasarkan komposisinya, persentase jumlah penduduk usia muda (0-14), usia kerja (15-64), dan usia lanjut (>65) masing-masing tercatat sebesar 13%, 61%, dan 26%. Dengan struktur tersebut *dependency ratio* di Jepang mencapai 63% atau lebih tinggi dari rata-rata dunia maupun dibandingkan dengan negara maju lainnya (Grafik 2.3).

Kondisi demografi Jepang tersebut merupakan faktor utama yang menghambat pencapaian program reformasi Jepang dalam upaya meningkatkan konsumsi masyarakat. Pemerintah Jepang sejak tahun 1985 telah melakukan

**Grafik 2.3.** *Dependency Ratio Negara Maju*



Sumber: BBC Capital, UN World Population Projection

upaya untuk mengatasi permasalahan ini diantaranya dengan menghimbau penduduk yang mendekati usia dan telah pensiun untuk tetap bekerja dan menaikkan batas usia pensiun dari 55 tahun menjadi 60 tahun. Namun demikian, dengan tingkat kesuburan (*fertility rate*) yang termasuk terendah di dunia (hanya 1,4 anak per penduduk perempuan) dan pelayanan kesehatan yang baik, ke depan struktur demografi di Jepang diperkirakan akan semakin timpang.<sup>2</sup> Solusi kebijakan untuk mengatasi masalah struktural yang bersumber dari kondisi demografis tidak dapat diselesaikan dengan mudah dan dalam waktu yang singkat. Pengalaman sejumlah negara maju yang mencoba memacu tingkat fertilitas untuk memperbaiki struktur demografi sulit untuk diterapkan. Hal ini terjadi mengingat perbedaan gaya hidup dan preferensi individu di masing-masing negara. Di sisi lain, penerapan solusi jangka pendek dengan mendatangkan imigran juga sulit dilaksanakan karena hambatan politis dan potensi gejolak sosial.

Negara-negara maju khususnya di kawasan Eropa dan Jepang juga memiliki hambatan struktural lainnya berupa terbatasnya ruang fiskal (*fiscal space*).<sup>3</sup> Kondisi ini disebabkan oleh tingkat utang publik yang telah tinggi. Studi yang dilakukan oleh Moody's menunjukkan bahwa Amerika Serikat dan sebagian kecil negara di Eropa masih memiliki ruang fiskal. Namun di sisi lain, sebagian besar negara di Eropa seperti Portugal, Irlandia, Spanyol, Perancis, dan Belgia memiliki keterbatasan ruang fiskal. Sementara itu, Jepang, Italia, Yunani, dan Siprus memiliki ruang fiskal yang sangat terbatas sehingga penambahan utang publik sangat berisiko terhadap stabilitas makroekonomi (Grafik 2.4).

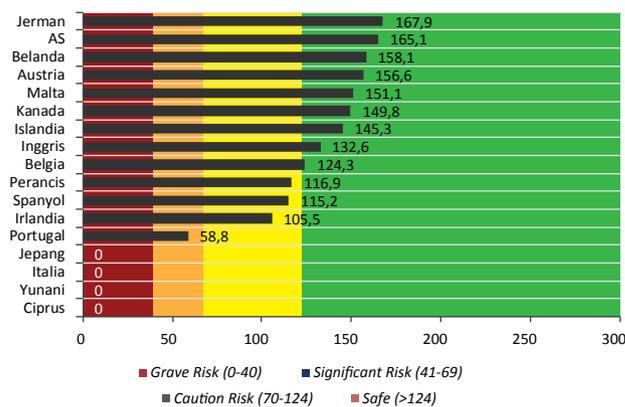
## 2.2. KEBIJAKAN NEGARA EMERGING MARKETS

Pada tahun 2015, kebijakan moneter di negara EM secara umum bersifat akomodatif sebagai respons atas pelemahan perekonomian domestik. Namun demikian, tidak seluruh negara EM melakukan kebijakan moneter yang akomodatif. Beberapa negara EM di kawasan Amerika Latin seperti Brazil, Meksiko, dan Chili justru menerapkan kebijakan moneter yang lebih ketat. Kebijakan ini dilakukan dalam rangka mengelola tekanan inflasi akibat depresiasi nilai tukar (Grafik 2.5).

2 Data kependudukan Jepang berdasarkan data WorldBank, 2015.

3 IMF mendefinisikan *fiscal space* sebagai ruang dalam anggaran belanja dan pendapatan pemerintah yang masih dapat dimanfaatkan tanpa melampaui batasan jumlah utang yang ditetapkan dan atau dapat membahayakan stabilitas makroekonomi negara tersebut.

**Grafik 2.4.** Fiscal Space Negara-Negara Maju

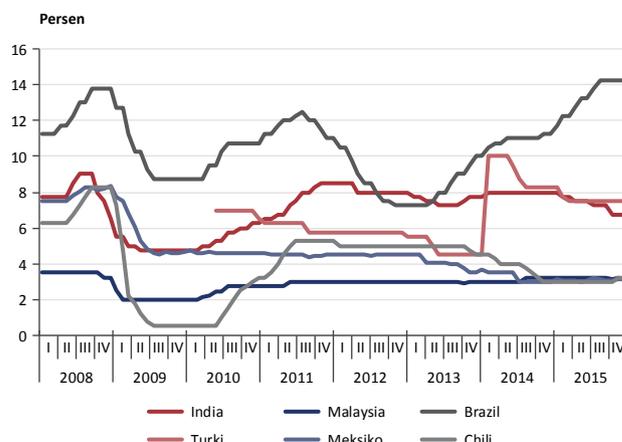


Sumber: Moody's Analytics, 2015

Disamping kebijakan moneter yang akomodatif, negara-negara EM juga menerapkan kebijakan reformasi struktural. Kebijakan tersebut antara lain berupa reformasi pasar keuangan, peningkatan kapasitas ekonomi, dan pembangunan infrastruktur. Kebijakan lain yang ditempuh berupa deregulasi ketentuan untuk mendorong investasi dan kemudahan kegiatan usaha. Selain itu, kebijakan struktural juga dilakukan untuk mengurangi ketergantungan terhadap sektor eksternal dan mendorong peningkatan konsumsi domestik.

Tiongkok merupakan negara EM yang sangat produktif dalam meluncurkan berbagai kebijakan dengan spektrum yang luas. Kebijakan yang dilakukan meliputi bauran kebijakan moneter dan makroprudensial serta kebijakan struktural di bidang keuangan, fiskal, industri, perdagangan, serta kependudukan. Di sisi jangka waktu,

**Grafik 2.5.** Suku Bunga Kebijakan EM



Sumber: Bloomberg

target kebijakan Pemerintah Tiongkok memiliki dimensi yang beragam meliputi target jangka pendek, menengah, maupun panjang. Akan tetapi, beragamnya target yang hendak dicapai secara bersamaan pada praktiknya juga menimbulkan kompleksitas permasalahan implementasi.

Melambatnya ekonomi Tiongkok mendorong otoritas Tiongkok melakukan kebijakan pelonggaran baik melalui kebijakan moneter maupun makroprudensial. Selama tahun 2015, People Bank of China (PBoC) melakukan pemotongan tingkat suku bunga sebanyak 5 kali, dengan total sebesar sebanyak 125 bps hingga mencapai level 4,35%. Selain itu, PBoC juga mengeluarkan kebijakan makroprudensial berupa penurunan GWM, baik yang bersifat *targeted* maupun menyeluruh, dan pelonggaran *Loan to Value* (LTV). PBoC juga melakukan injeksi likuiditas pada beberapa bank tertentu untuk meningkatkan penyaluran kredit. Otoritas juga menerapkan kebijakan makroprudensial untuk memitigasi risiko dari kegiatan *shadow banking*. Kebijakan ini mengatur konversi utang lembaga pembiayaan pemerintah daerah (*local government financing vehicles*) kepada bank menjadi surat utang pemerintah daerah (*municipal bond*). *Municipal bond* tersebut dapat digunakan sebagai kolateral dalam kegiatan operasi moneter.

Di pasar keuangan, Tiongkok mengubah kebijakan nilai tukar dan meliberalisasi pasar keuangannya. Perubahan kebijakan nilai tukar dilakukan dengan memperlebar *band* pergerakan nilai tukar harian dari 1% menjadi 2% pada bulan Maret 2015. Otoritas juga berusaha mengubah rezim nilai tukar dari *fixed exchange rate* menjadi lebih fleksibel dan *market driven* sejak Agustus 2015.<sup>4</sup> Sementara itu, liberalisasi pasar keuangan di pasar keuangan dilakukan dengan membuka akses yang lebih luas pada investor asing di pasar *onshore* di Tiongkok. Internasionalisasi mata uang juga dilakukan dengan mengembangkan transaksi renminbi (RMB) secara *offshore* di pusat-pusat pasar keuangan dunia, seperti Singapura dan London, selain di Hong Kong. Liberalisasi di pasar keuangan dan internasionalisasi tersebut juga merupakan bagian dari komitmen Tiongkok terkait inklusi RMB dalam keranjang (*basket*) *Special Drawing Rights* (SDR) yang disetujui IMF pada November 2015.<sup>5</sup> Selain memiliki tujuan ekonomi, inklusi RMB dalam SDR juga merupakan langkah strategis untuk menguatkan peran Tiongkok dalam percaturan geopolitik.

4 *Fixing* mengacu atas nilai tukar terhadap dolar AS hari sebelumnya, kondisi *demand* dan *supply* valuta asing dan pergerakan pasar dari mata uang lain.

5 RMB mulai efektif menjadi mata uang dalam *basket* SDR IMF pada 1 Oktober 2016.

Untuk mencapai target peningkatan PDB dan pendapatan per kapita 2 kali lipat sebelum tahun 2020, Pemerintah Tiongkok melakukan kebijakan reformasi struktural. Kebijakan ini bertujuan untuk mendorong peningkatan konsumsi domestik, stabilisasi investasi dan ekspor. Untuk itu, Tiongkok mencanangkan sejumlah strategi jangka panjang seperti "*Made in China 2025*" dan "*One Belt One Road*". "*Made in China 2025*" merupakan program peningkatan kualitas (*upgrading*) produk industri manufaktur. Sementara itu, "*One Belt One Road*" merupakan inisiatif untuk mendorong investasi di luar negeri dan perluasan pasar ekspor. Kebijakan struktural lain yang memiliki dimensi jangka panjang adalah menghapus *1-child policy*, yang telah diterapkan sejak tahun 1978, dan menggantinya dengan *2-child policy* pada Oktober 2015. Kebijakan ini dilakukan untuk mengantisipasi potensi *ageing population* yang diperkirakan mengancam Tiongkok mulai pertengahan abad ke 21. Selain itu, kebijakan tersebut juga bertujuan menjaga agar *dependency ratio* Tiongkok sejalan dengan tujuan *rebalancing* perekonomian.

Upaya Pemerintah Tiongkok untuk mencapai seluruh tujuan kebijakan secara simultan menimbulkan komplikasi permasalahan. Kebijakan *rebalancing* perekonomian domestik di tengah melambatnya ekonomi global menurunkan pertumbuhan ekonomi dibawah perkiraan. Hal tersebut kemudian memicu terjadinya proses *deleveraging* yang cepat sehingga menimbulkan gejolak di pasar keuangan, khususnya di pasar saham. Gejolak di pasar keuangan menyebabkan terjadinya *capital outflows*, pelemahan nilai tukar, dan penurunan cadangan devisa yang tajam. Di samping itu, inklusi RMB dalam SDR IMF, yang menuntut komitmen Tiongkok melakukan liberalisasi pasar keuangannya, justru membebani upaya stabilisasi pasar keuangan.

Gejolak di pasar keuangan menimbulkan potensi yang mengancam pencapaian tujuan jangka panjang Tiongkok. Pemerintah Tiongkok merespons gejolak di pasar keuangan dengan menempuh kebijakan stabilisasi yang lebih ketat. Otoritas memperkuat kontrol atas penetapan *currency fixing* dan melakukan intervensi secara konsisten, baik di pasar *onshore* dan *offshore*. Pada September 2015, otoritas mengenakan tambahan giro wajib minimum (GWM) tanpa remunerasi sebesar 20% dari *outstanding* transaksi *forward*. Selain itu, Otoritas pada Desember 2015 mempublikasikan *Trade Weighted Index* (TWI) RMB untuk memberikan *guidance* agar pasar tidak hanya tertuju pada pergerakan nilai tukar terhadap dolar AS.

Kebijakan stabilisasi juga dilakukan untuk menahan pelemahan di pasar saham. Mulai bulan Juli 2015, otoritas menerapkan larangan penjualan oleh *shareholder* yang

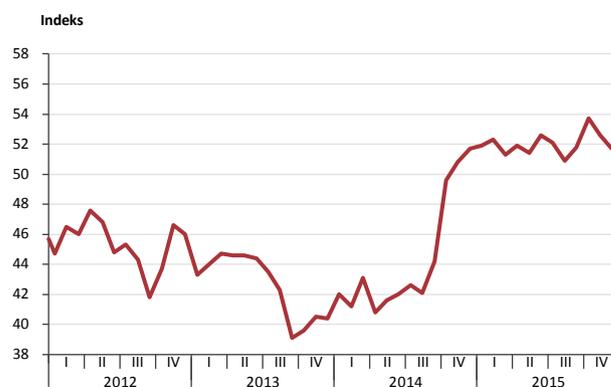
kepemilikannya di atas 5% selama 6 bulan sejak pembelian. Otoritas juga mendorong BUMN dan perusahaan publik untuk melakukan pembelian saham dan melarang kegiatan *short selling* di pasar saham. Selain itu, otoritas juga memperbolehkan penggunaan saham sebagai kolateral pinjaman dari bank.

India merupakan salah contoh negara yang menerapkan respons bauran kebijakan yang konsisten dan terfokus. Dalam beberapa waktu terakhir, India telah secara konsisten menerapkan kebijakan untuk menjaga stabilitas makroekonomi dan mendorong pertumbuhan. Dalam konteks ini, otoritas moneter menerapkan bauran kebijakan moneter dan makroprudensial yang longgar tanpa menimbulkan tekanan inflasi yang signifikan. Di sisi Pemerintah, kebijakan difokuskan pada upaya peningkatan kapasitas perekonomian melalui pembangunan infrastruktur dan perbaikan iklim usaha. Selain itu, Pemerintah juga secara bertahap menghapus kebijakan subsidi bahan bakar untuk membuka *fiscal space* yang lebih luas.

Reserve Bank of India (RBI) menempuh kebijakan moneter yang longgar. Otoritas moneter menurunkan suku bunga acuan sebanyak 4 kali selama tahun 2015, dengan total sebesar 125 bps menjadi 6,75%. Berkurangnya tekanan inflasi, sejalan dengan turunnya harga komoditas global, telah membuka ruang bagi RBI untuk menurunkan suku bunga secara cukup agresif. Sementara itu, untuk mendorong pembiayaan sektor sektor prioritas di daerah, RBI menerapkan kebijakan makroprudensial yang akomodatif untuk mendorong pertumbuhan kredit. Dalam hal ini, otoritas menaikkan batas minimum penyaluran kredit oleh *rural regional banks* ke sektor-sektor prioritas (pertanian, usaha mikro kecil dan menengah, pendidikan, infrastruktur, dan energi terbarukan) dari 60% menjadi 75% pada Desember 2015.

Pemerintah India melakukan deregulasi di bidang investasi dan mempercepat pembangunan infrastruktur. Kebijakan tersebut antara lain berupa penghapusan larangan bagi FDI dalam proyek konstruksi infrastruktur. Batas kepemilikan investor asing atas perusahaan asuransi dan industri pertahanan dinaikkan hingga mencapai 50%, sementara pada usaha pertambangan batubara dinaikkan hingga mencapai 100%. Pemerintah India juga menginisiasi reformasi UU Agraria guna mempermudah akuisisi lahan untuk pembangunan proyek industri dan infrastruktur. Selain itu, Pemerintah India juga membuka layanan satu atap dalam perijinan, dengan target pengurusan maksimum 10 hari. Selanjutnya, Pemerintah juga menghapus penetapan harga minimum produk pertanian guna mendorong investasi di sektor pertanian dan perkebunan.

Grafik 2.6. Indeks Situasi Bisnis India



Sumber: Bloomberg, diolah

Untuk menyediakan ruang fiskal yang lebih luas, Pemerintah India melakukan reformasi perpajakan dan subsidi. Pemerintah telah memulai revisi atas UU Pajak dalam rangka merampingkan struktur pajak pusat dan daerah untuk meningkatkan kepatuhan pajak. Kemudahan dalam perpajakan juga diberikan dengan mengurangi pengenaan pajak berganda. Di samping itu, Pemerintah juga menginisiasi pengurangan subsidi harga minyak tanah serta melanjutkan penurunan subsidi bahan bakar jenis solar.

Bauran kebijakan yang konsisten dan terfokus mampu mendorong perkembangan ekonomi di India selama tahun 2015. Ekonomi tumbuh cepat dengan laju inflasi yang tetap terjaga. Hal ini tidak terlepas dari konsistensi Pemerintah dan berbagai otoritas di India dalam menempuh reformasi struktural. Kondisi tersebut mendorong peningkatan tingkat keyakinan usaha di India (Grafik 2.6). Perbaikan sentimen yang terjadi turut menopang perekonomian India sehingga tetap resilien di tengah meningkatnya tekanan dari sektor eksternal.

### 2.3. KERJA SAMA INTERNASIONAL

Pemulihan ekonomi global yang berjalan lambat, belum merata, dan disertai dengan perbedaan arah kebijakan moneter di negara maju menjadi fokus perhatian fora kerja sama internasional. Fora juga mencermati sejumlah tantangan, antara lain tren penguatan dolar AS, normalisasi kebijakan moneter AS, pelemahan ekonomi Tiongkok, dan penurunan harga komoditas global. Kondisi tersebut direspons dengan penguatan kerja sama untuk mencapai pertumbuhan yang berkelanjutan dan berkualitas, sekaligus menjaga stabilitas sistem keuangan dan membangun resiliensi kawasan.

## Kerja Sama Mendorong Pertumbuhan Ekonomi dan Perdagangan

Forum G20 menitikberatkan kerja sama pada upaya untuk mencapai pertumbuhan ekonomi inklusif. Upaya tersebut kemudian diformulasikan dalam “3 I” yang meliputi Implementasi, Investasi, dan Inklusif. Formulasi tersebut merupakan inti dari upaya implementasi seluruh komitmen, mendorong investasi sebagai motor pertumbuhan, dan memastikan pertumbuhan yang inklusif, serta memperkuat dialog antara G20 dengan negara *low income developing countries*.

G20 menetapkan tiga agenda prioritas untuk mencapai tujuan pertumbuhan yang kuat dan inklusif. Pertama, penguatan pemulihan ekonomi global dan mendorong pertumbuhan potensial. Upaya tersebut dilakukan dengan koordinasi kebijakan makroekonomi, menyusun *country specific* strategi investasi dan infrastruktur, mendorong pasar tenaga kerja menjadi lebih inklusif, serta memperkuat perdagangan dan investasi. Dalam konteks perdagangan, G20 akan mendukung kebijakan setiap negara yang mendorong dunia usaha, khususnya *small and medium-sized enterprises* (SMEs), agar dapat masuk dan terlibat dalam *Global Value Chains* (GVCs).

Kedua, meningkatkan ketahanan ekonomi global. Sasaran tersebut akan didukung oleh agenda regulasi di sektor keuangan, mereformasi arsitektur keuangan internasional, memperbaiki sistem perpajakan internasional, dan membangun budaya anti korupsi. Terkait reformasi arsitektur keuangan internasional, prioritas ditekankan pada komposisi SDR yang dapat mencerminkan peran mata uang dalam perdagangan dan sistem keuangan global. Dalam konteks perpajakan, G20 mendukung G20/OECD *Base Erosion and Profit Shifting Action Plan* untuk mengatasi masalah penghindaran pajak dan mendorong implementasinya.

Ketiga, memastikan pembangunan yang berkelanjutan. Tujuan tersebut akan dicapai dengan melaksanakan beberapa aspek yaitu: (i) Pembangunan inklusif dan berkelanjutan, dengan mengimplementasikan hasil dari *The 2030 Sustainable Development Goals* (SDGs) dan *Addis Ababa Action Agenda*, (ii) Keuangan inklusif, dengan mengembangkan *National Remittance Plans* untuk menurunkan biaya remitansi global menjadi maksimal 5% dari nilai transfer, dan mendukung upaya peningkatan inklusi keuangan lainnya dalam kerangka *Global Partnership for Financial Inclusion* (GPII), dan (iii) Memastikan sustainabilitas energi, dengan menyetujui dokumen G20 *Energy Access Action Plan* khususnya upaya peningkatan akses listrik, yang pada tahap awal akan dilakukan untuk wilayah Sub Sahara

Afrika. G20 juga berupaya meningkatkan efisiensi energi, investasi teknologi energi bersih, serta mendorong riset dan pengembangan dalam mengatasi dampak perubahan iklim. G20 telah menyetujui dokumen *G20 Toolkit of Voluntary Options for Renewable Energy Deployment* mengenai langkah untuk menciptakan dan mengembangkan energi terbarukan. Negara anggota menegaskan kembali komitmen untuk mengurangi subsidi bahan bakar fosil.

Negara G20 terus memperkuat komitmen untuk mengimplementasikan *growth strategy* yang telah disepakati pada KTT Brisbane 2014 (*Brisbane Growth Strategy*). *Growth strategy* merupakan komitmen untuk meningkatkan pertumbuhan PDB negara G20 setidaknya sebesar 2% di atas *baseline* level PDB negara G20 dalam *World Economic Outlook* IMF Oktober 2013. G20 menyetujui untuk mencapai target pertumbuhan tersebut pada 2018. Jika target tersebut tercapai, akan terdapat tambahan PDB dunia sebesar 2,1% (sekitar 2 triliun dolar AS) dan jutaan lapangan pekerjaan baru.

Investasi publik dan swasta dalam bidang infrastruktur penting untuk mendukung upaya peningkatan pertumbuhan. Dalam kaitan ini, G20 telah menyetujui pembentukan *Global Infrastructure Hub* (GIH).<sup>6</sup> G20 akan melanjutkan upaya penguatan *capacity building*, menjalankan model *Public Private Partnership* (PPP), serta meningkatkan peran lembaga multinasional dan bank pembangunan nasional dalam menyediakan pembiayaan. Dalam upaya memenuhi pembiayaan investasi, G20 akan memusatkan perhatian pada pengembangan pembiayaan alternatif yang berasal dari pasar modal.

Implementasi *Brisbane Growth Strategy* menunjukkan kemajuan dalam melaksanakan komitmen secara bervariasi di masing-masing negara. Secara umum, hasil asesmen menunjukkan bahwa lebih dari sepertiga komitmen dalam *Brisbane Growth Strategies* telah diimplementasikan. Semua negara anggota akan terus melakukan upaya untuk mencapai sisa komitmen lainnya. Anggota G20 melakukan kaji ulang terhadap *Country Specific Growth Strategy* dan melakukan *peer review*, guna memastikan implementasinya masih tetap konsisten dengan target pertumbuhan kolektif. Negara anggota diperkenankan melakukan penyesuaian komitmen, yang dituangkan dalam *Adjusted Growth Strategy*. Peluang melakukan penyesuaian

<sup>6</sup> GIH memiliki mandat untuk mengembangkan *platform knowledge-sharing* dan memperkuat kolaborasi antara Pemerintah, swasta, bank pembangunan, dan organisasi internasional lainnya guna meningkatkan pembiayaan infrastruktur.

dimaksudkan untuk mengakomodir perubahan di masing-masing negara seperti terjadi tekanan eksternal, pergantian kepemimpinan, perubahan arah kebijakan, serta perbedaan arah perkembangan ekonomi dari perkiraan awal.

IMF juga berkomitmen meningkatkan pertumbuhan ekonomi global yang kuat, seimbang, dan memperluas lapangan kerja. IMF mendorong negara anggota untuk meningkatkan kepercayaan dan memperkuat permintaan melalui bauran kebijakan makroekonomi serta mempercepat penyusunan kerangka dan implementasi reformasi struktural. Dalam mendorong pertumbuhan dan meningkatkan resiliensi, IMF mencanangkan inisiatif *Global Policy Agenda* (GPA). Substansi GPA diantaranya (i) penerapan kebijakan fiskal yang mendukung pertumbuhan saat ini dan mendatang, dengan investasi infrastruktur menjadi prioritas di banyak negara, dan (ii) penerapan kebijakan moneter di negara maju yang tepat dan dikomunikasikan dengan baik.

Sementara itu, forum *Islamic Development Bank* berupaya untuk meningkatkan perannya dalam membantu proyek infrastruktur negara anggota. Salah satu upaya yang akan ditempuh adalah membentuk *World Islamic Investment Bank* (WIIB). WIIB diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai negara, yaitu menjadi alternatif pembiayaan infrastruktur, memfasilitasi pertumbuhan ekonomi syariah, dan menjadi katalisator pengembangan instrumen keuangan syariah.

Indonesia telah melakukan sejumlah upaya untuk mendorong pertumbuhan ekonomi melalui kerja sama perdagangan. Guna meningkatkan transaksi perdagangan bilateral dengan negara mitra serta mengurangi ketergantungan terhadap dolar AS, Bank Indonesia menjalin kerja sama *bilateral currency swap arrangement* (BCSA). Setelah sebelumnya memiliki kerja sama BCSA dengan PBoC senilai 100 miliar yuan dan Bank of Korea (BOK) senilai 10,7 triliun won Korea, BI menandatangani BCSA dengan Reserve Bank of Australia (RBA) sebesar 10 miliar dolar Australia pada 15 Desember 2015. Selain untuk mendorong kinerja perdagangan, BCSA juga ditujukan untuk meningkatkan investasi langsung, kerja sama keuangan, atau tujuan lain yang disepakati oleh kedua negara.

Di samping itu, Indonesia juga aktif terlibat dalam kerja sama perdagangan internasional. Liberalisasi perdagangan ASEAN dengan negara mitra dalam *platform Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP) diyakini dapat memberikan implikasi positif pada pertumbuhan ekonomi. Perundingan yang melibatkan

10 negara ASEAN dan enam negara mitra tersebut telah berhasil menyepakati prinsip terkait modalitas di area kerja sama utama yaitu *trade in goods, trade in services, dan investment*.<sup>7</sup> Para anggota telah menyepakati *threshold* pengurangan tarif untuk perdagangan barang, modalitas komitmen perdagangan jasa dan investasi, serta menyampaikan komitmen awal liberalisasi (*initial offers*).

## Kerja Sama Meningkatkan Stabilitas Keuangan

G20 telah menyusun agenda reformasi keuangan berstandar internasional. Standar ini berupa penyiapan *total-loss-absorbing-capacity* (TLAC) bagi *global systemically important banks* (GSIBs) untuk menghindari hal yang disebut sebagai *too-big-to-fail*. Dalam pelaksanaannya, GSIBs telah memiliki *recovery plans* dan manajemen krisis lintas batas (*cross-border crisis management*). Kerangka TLAC juga dimaksudkan untuk menyiapkan kecukupan likuiditas pada lembaga keuangan global yang berdampak sistemik guna menyerap kerugian jika terjadi krisis. Dengan kesepakatan tersebut maka penggunaan dana publik melalui mekanisme *bailout* dapat dihindari.

G20 juga menempuh upaya untuk mereformasi transaksi *over the counter* (OTC) di pasar derivatif. Reformasi ditujukan untuk memperkuat infrastruktur, terutama aspek transparansi dan pengelolaan risiko kredit di pasar derivatif, dan membatasi risiko *spillover* yang berdampak negatif. G20 menyepakati bahwa kontrak derivatif yang terstandarisasi harus dikliringkan melalui *central clearing counterparties* dan dilaporkan kepada *trade repositories*. G20 juga menaruh perhatian besar pada upaya mengamankan risiko sistem keuangan dari praktik *shadow banking*. Untuk itu, G20 telah menyusun *Shadow Banking Roadmap* untuk mengurangi risiko pada stabilitas sistem keuangan akibat praktik *shadow banking* yang tidak *prudent* dan transparan. Aspek lain yang akan dilakukan adalah memperkuat pengawasan dan regulasi *shadow banking*.

IMF memasukkan mata uang RMB dalam *basket SDR* pada 30 November 2015. Keputusan tersebut akan diimplementasikan mulai 1 Oktober 2016. IMF menilai yuan telah memenuhi kriteria ekspor yang tinggi dan *freely usable*. Dengan masuknya mata uang yuan dalam basket SDR, negara anggota IMF dapat menggunakan RMB sebagai alternatif cadangan devisa dan mengurangi

<sup>7</sup> Tiongkok, Jepang, Korea Selatan, Australia, Selandia Baru, dan India.

ketergantungan terhadap dolar AS. Hal ini juga akan menciptakan stabilitas keuangan di negara *emerging markets* yang memiliki keterkaitan erat dalam transaksi perdagangan dengan Tiongkok.

Secara regional, negara-negara ASEAN+3 terus melakukan penguatan resiliensi di kawasan melalui kerja sama *Regional Financial Arrangement (RFA)*. Upaya tersebut ditempuh dengan mempersiapkan operasionalisasi dan implementasi *The Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM)* serta meningkatkan peran ASEAN+3 *Macroeconomic Research Office (AMRO)*.

Salah satu upaya yang dilakukan adalah menyempurnakan *Operational Guideline*, sebagai panduan aktivasi CMIM, serta mengembangkan *Economic Review and Policy Dialogue (ERPD) Matrix*. Kerangka kerja CMIM saat ini diarahkan pada upaya penguatan koordinasi antara CMIM dengan *Global Financial Safety Net*, seperti fasilitas IMF dan peningkatan operasionalisasi hal-hal teknis yang mengacu pada standar internasional. Sementara itu, penguatan peran AMRO dilakukan antara lain melalui upaya peningkatan status AMRO menjadi organisasi internasional sehingga setara dengan institusi keuangan internasional lain seperti IMF dan ADB.

Forum kerja sama regional ASEAN memasuki babak sejarah baru dengan terwujudnya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) pada 31 Desember 2015. Implementasi MEA diharapkan akan menjadikan kawasan ASEAN sebagai sebuah pasar tunggal dan basis produksi, kawasan ekonomi yang berdaya saing tinggi, dan kawasan dengan pembangunan yang merata serta terintegrasi dengan ekonomi global. Dalam upaya membentuk pasar tunggal dan basis produksi, langkah liberalisasi diarahkan untuk mewujudkan aliran bebas barang yang didukung oleh aliran bebas jasa, investasi, dan tenaga kerja terampil, serta aliran modal yang lebih bebas. Hal ini akan memberikan peluang sekaligus tantangan yang besar bagi Indonesia agar dapat memperoleh manfaat yang optimal dari terbentuknya MEA.

Terbentuknya pasar tunggal ASEAN bukan merupakan tujuan akhir dari MEA, tetapi justru menjadi batu lompatan untuk menuju langkah berikutnya, yaitu visi ASEAN 2025. Namun, sebelum melangkah lebih jauh, perlu dilihat proses integrasi yang telah dicapai negara-negara ASEAN hingga tahun 2015. Pengukuran pencapaian integrasi ekonomi ASEAN dapat dilihat dari berbagai aspek, salah satunya adalah dengan membandingkan antara komitmen integrasi yang ditetapkan oleh ASEAN *leaders* dengan pencapaian berbagai komitmen dimaksud. Berdasarkan pendekatan tersebut, dapat diketahui bahwa sebagian besar komitmen telah dapat dipenuhi dan diimplementasikan.

Di pasar barang, proses integrasi sudah hampir seluruhnya tercapai. Capaian yang sangat signifikan adalah keberhasilan negara-negara ASEAN untuk menurunkan tarif impor hingga mendekati 0%. Selain itu, beberapa fasilitas untuk mendorong perdagangan intra ASEAN juga telah diwujudkan, termasuk ASEAN *Single Window* yang menyederhanakan proses ekspor-impor dan standarisasi produk.

Dalam hal mewujudkan aliran bebas jasa, beberapa pencapaian yang cukup signifikan adalah semakin banyaknya area di sektor jasa yang dapat dimasuki oleh penyedia jasa dari sesama negara ASEAN. Aliran tenaga kerja antar negara ASEAN juga diliberalisasi untuk mendukung *commercial presence*. Dalam perkembangannya, *Mutual Recognition Agreement* (MRA) untuk beberapa area *skilled labor* telah disusun dan diikuti dengan MRA di area lainnya. Sektor jasa keuangan – yang merupakan bagian dari liberalisasi aliran modal – juga

telah menunjukkan kemajuan, tercermin pada tercapainya kesepakatan beberapa bank yang dapat beroperasi di berbagai negara ASEAN (*Qualified ASEAN Banks* atau QAB). Terkait dengan liberalisasi investasi, selain mendorong investasi intra ASEAN, kerja sama juga diarahkan untuk menarik investasi asing atau *Foreign Direct Investment* (FDI) dari luar ASEAN melalui promosi investasi ASEAN, perbaikan iklim bisnis, dan penyediaan infrastruktur. Dengan demikian, secara umum proses integrasi ASEAN telah terjadi secara gradual sebelum batas akhir tahun 2015.

Indonesia termasuk salah satu negara yang cukup progresif dalam melakukan liberalisasi. Dalam upaya meliberalisasi pasar barang, Indonesia telah melakukan penurunan tarif secara signifikan dan aktif memanfaatkan tarif ATIGA (*ASEAN Trade in Goods Agreement*). Selain itu, Indonesia juga siap mengintegrasikan sistem perdagangan dengan ASEAN melalui *national trade repository* dan *national single window*. Dalam proses liberalisasi sektor jasa, Indonesia telah menyelesaikan penyusunan AFAS 9 dengan komitmen membuka 97 sub sektor.<sup>1</sup>

Dalam liberalisasi jasa keuangan, Indonesia bersama negara anggota ASEAN lainnya telah menyepakati Paket 6 jasa keuangan ASEAN *Framework Agreement on Services* (AFAS) dan pedoman ASEAN *Banking Integration Framework* (ABIF) untuk integrasi perbankan. Selanjutnya terkait liberalisasi aliran investasi, Indonesia secara bertahap berhasil mengurangi atau menghapuskan hambatan investasi di beberapa sub sektor tertentu, serta secara kolektif memfasilitasi dan mempromosikan investasi melalui penyediaan data/informasi investasi. Dalam hal liberalisasi tenaga kerja terampil, Indonesia terus meningkatkan kualifikasi tenaga kerja domestik melalui harmonisasi regulasi dan mendorong sertifikasi agar siap bersaing dengan pekerja asing.

Sebagaimana disinggung sebelumnya, integrasi ekonomi ASEAN merupakan suatu proses yang dinamis dan berkelanjutan sehingga tidak dapat berhenti dengan telah terimplementasikannya MEA 2015. Untuk itu, dalam *Leaders Summit* ke-27 di Malaysia pada 22 November 2015, Pemimpin ASEAN telah mengadopsi ASEAN *Economic Community* (AEC) *Blueprint 2025* yang menjadi panduan arah integrasi ekonomi periode 2016-

1 ASEAN *Integration Monitoring Report 2015*, ASEAN Secretariat, November 2015.

2025. *AEC Blueprint 2025*, yang diadopsi bersama dengan *ASEAN Community Vision 2025*, *ASEAN Political-Security Community (APSC) Blueprint 2025*, dan *ASEAN Socio-Cultural Community (ASCC) Blueprint 2025*, tersebut menjadi bagian dari deklarasi Kuala Lumpur dengan tema “ASEAN 2025: Forging Ahead Together”. Prioritas utama *AEC Blueprint 2025* adalah menyelesaikan implementasi kesepakatan dalam *AEC Blueprint 2015* yang tertunda dengan target penyelesaian pada akhir tahun 2016. Selain itu, beberapa komitmen khusus dari Kamboja, Laos, Myanmar, dan Vietnam pada *AEC Blueprint 2015* ditargetkan selesai pada tahun 2018.

*AEC Blueprint 2025* terdiri dari lima karakteristik yang saling terkait dan memperkuat satu sama lainnya yaitu: (i) *Highly Integrated and Cohesive Economy*, (ii) *Competitive, Innovative and Dynamic ASEAN*, (iii) *Enhancing Economic Connectivity and Sectoral Integration*, (iv) *Resilient, Inclusive and People-Oriented, People-Centred ASEAN*, dan (v) *a Global ASEAN*. Khusus untuk sektor keuangan, Visi Integrasi Keuangan ASEAN 2025 terdiri dari tiga pilar yaitu *Financial Integration*, *Financial Inclusion*, dan *Financial Stability*. Ketiga pilar ini mencerminkan pendekatan integrasi secara holistic dalam artian menyeimbangkan inisiatif liberalisasi keuangan dengan stabilitas keuangan dan inklusi keuangan. Pendekatan holistik ini merupakan reorientasi dari pendekatan integrasi keuangan sebelumnya yang cenderung bersifat liberalisasi berbagai sub-sektor keuangan secara individual.

*Financial Integration* merupakan aspek penting yang perlu diprioritaskan untuk memfasilitasi transaksi perdagangan dan investasi intra-ASEAN. Upaya tersebut ditempuh melalui peningkatan peran perbankan negara-negara ASEAN (*indigenous bank*), asuransi dan pasar modal yang lebih terintegrasi. Integrasi keuangan perlu ditopang oleh infrastruktur pasar keuangan yang kuat, aman, efisien, dan terkoneksi. Peraturan atau ketentuan yang mengatur liberalisasi keuangan juga akan disusun agar lebih kohesif di antara negara ASEAN sehingga dapat meningkatkan efisiensi tanpa mengabaikan aspek prudensial. Pemimpin ASEAN telah menyepakati untuk memberikan *market access* dan fleksibilitas operasional yang lebih luas kepada QAB melalui kerangka kerja sama ASEAN *Banking Integration Framework* (ABIF) untuk meningkatkan peran *indigenous bank*.

Sementara itu, pilar *financial inclusion* dimaksudkan agar manfaat integrasi keuangan dapat dinikmati oleh lebih banyak lapisan masyarakat, terutama yang belum memiliki akses keuangan. Inklusi keuangan juga bertujuan memperluas penggunaan jasa keuangan digital dengan

biaya yang murah serta mengembangkan jasa keuangan bagi perusahaan kecil dan berpendapatan rendah. ASEAN juga mencermati pentingnya program pendidikan keuangan dan mekanisme perlindungan konsumen. Hal ini meliputi peningkatan kesadaran pribadi atas praktik penipuan serta penanggulangan ancaman penipuan digital.

Integrasi keuangan selain memiliki manfaat yang besar untuk mendukung pertumbuhan perdagangan dan investasi, juga berpotensi meningkatkan risiko. Untuk itu, ASEAN juga memandang penting aspek *financial stability* terutama untuk mengantisipasi terjadinya tekanan pada pasar keuangan regional. Upaya menjaga stabilitas keuangan ditempuh melalui beberapa langkah yaitu: (i) mengintensifkan *surveillance* makroekonomi dan keuangan dengan mengidentifikasi risiko dan vulnerabilitas sistem keuangan, serta mendorong pertukaran informasi mengenai kondisi makroekonomi antara otoritas fiskal dan moneter, (ii) meningkatkan kerja sama antarnegara dalam mengimplementasikan ABIF, dan (iii) mewujudkan regulasi, terkait aspek prudensial yang lebih kohesif agar konsisten dengan *international best practices*, dan standar regulasi.

Visi integrasi keuangan 2025 juga menekankan bahwa upaya mewujudkan sektor keuangan yang terintegrasi, inklusi dan stabil harus ditunjang oleh *Capital Account Liberalisation, Payment and Settlement Systems*, dan *Capacity Building*. Liberalisasi pasar modal akan menciptakan aliran modal yang lebih bebas untuk memfasilitasi investasi dan perdagangan intra-ASEAN serta kemudahan penyaluran kredit. Menyadari adanya perbedaan tingkat kesiapan di masing-masing negara maka liberalisasi aliran modal dilakukan dengan memperhatikan agenda nasional dan mengizinkan penerapan *safeguard measure*. Sementara, *payment and settlement system* diarahkan untuk mendorong standarisasi dan pengembangan infrastruktur penyelesaian *settlement* yang akan bermanfaat bagi transaksi perdagangan lintas batas, remitansi, serta sistem pembayaran ritel dan pasar modal. Dengan demikian, diharapkan dapat tercipta sistem pembayaran yang aman, efisien, dan kompetitif. Selanjutnya, *gap* yang terjadi pada sektor keuangan negara ASEAN akan dipersempit dengan melakukan *capacity building*.

Dalam mencapai tujuan dari *AEC Blueprint 2025* khususnya di sektor keuangan, Menteri Keuangan dan Gubernur Bank Sentral ASEAN telah memberikan mandat kepada berbagai ASEAN *Working Committee* untuk menyusun *Strategic Action Plan (SAP) for ASEAN Financial Integration Post-2015*. Penyusunan SAP bertujuan untuk memastikan tercapainya visi integrasi ekonomi ASEAN

2025. Sejalan dengan upaya memperkuat kepemimpinan di kawasan, Bank Indonesia berperan aktif merumuskan arah integrasi keuangan ASEAN 2025. Dalam kaitan ini, Bank Indonesia menyusun *Strategic Direction* sebagai pedoman bagi *Working Committee* dalam menentukan *Strategic Action Plan*. *Strategic Direction* tersebut disusun dengan memperhatikan relevansi dengan enam karakteristik utama (*key features*) integrasi keuangan ASEAN, yaitu: (i) *Ensuring the financial services and capital mobilization meet the need of the real sector*, (ii) *Balancing financial integration with financial*

*stability to ensure that the benefit of integration will be sustainable*, (iii) *Lowering transaction costs*, (iv) *Having greater consumer choices and protection*, (v) *Improving financial inclusion*, dan (vi) *Increasing risk diversification*. *Key features* tersebut dimaksudkan untuk memastikan tercapainya manfaat integrasi sektor keuangan bagi sektor riil, yaitu memfasilitasi aliran investasi dan modal di ASEAN yang memenuhi kebutuhan sektor riil, khususnya dalam mencapai visi AEC 2025 yaitu “*A Cohesive, Integrated, Competitive, Global and People-Centered ASEAN’s Economy*.”



**Keterangan gambar:**

Sebagaimana layaknya pemain kuda lumping, perekonomian domestik pada tahun 2015 berupaya menjaga stabilitas di tengah berbagai tantangan dan berhasil menemukan momentum pembalikan pada Semester II.

---