

**Membentang
di Angkasa**
Membendung Angin

Megah dan gagah menantang cakrawala.
Membendung tenaga dari semesta untuk
melintasi samudra.
Tak kenal gentar dikibar sang bayu. Bersinergi
dalam gerak dan waktu sebagai penentu gerak
laju kemana bahtera menuju.



BAB

IV

PERAN STABILITAS SISTEM
KEUANGAN DALAM MENDUKUNG
KEGIATAN EKONOMI



Peran Stabilitas Sistem Keuangan dalam Mendukung Kegiatan Ekonomi

Dinamika perekonomian global dan domestik dalam dua tahun terakhir menunjukkan semakin strategisnya peran stabilitas sistem keuangan dalam mendukung kegiatan ekonomi. Kondisi ini tergambar dari fakta bahwa terganggunya stabilitas sistem keuangan pada masa krisis keuangan global tahun 2008 telah menyebabkan anjloknya kinerja ekonomi di negara-negara maju. Sebaliknya, negara-negara yang berhasil mempertahankan stabilitas sistem keuangannya dapat meminimalisir dampak negatif dari krisis keuangan global. Dalam konteks krisis global sekarang ini, salah satu faktor yang menyebabkan mengapa perekonomian Indonesia memiliki daya tahan yang relatif lebih kuat ialah karena sistem keuangan, khususnya perbankan, yang saat ini lebih kuat dalam menghadapi gejolak eksternal dibandingkan ketika krisis tahun 1997/1998.

Kesadaran akan pentingnya stabilitas sistem keuangan dan aktivitas perekonomian ini bukanlah hal yang baru, terutama sejak krisis moneter dan keuangan tahun 1997/1998 yang telah menyebabkan kontraksi ekonomi yang sangat dalam.⁸⁰ Kesadaran

⁸⁰ Keterkaitan antara stabilitas sistem keuangan dan kinerja makroekonomi di atas sejalan dengan pemikiran dan pengalaman empiris dalam beberapa dekade terakhir. Telah banyak literatur yang secara empiris membuktikan adanya hubungan positif antara perkembangan sistem keuangan dengan pertumbuhan ekonomi. Lihat Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(2). Lihat Olivier J. Blanchard, Giovanni Dell Ariccia, Paulo Mauro (2010) "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Notes SPN/10/03 tentang pentingnya kebijakan regulasi sebagai bagian dari kebijakan makroekonomi.

inilah yang membuat Bank Indonesia untuk secara terus-menerus memperkuat stabilitas sistem keuangan melalui sejumlah reformasi di sistem perbankan.

Kebijakan yang ditempuh pada tahun 2009 merupakan kebijakan lanjutan dari berbagai kebijakan yang telah ditempuh secara intensif pada akhir tahun 2008. Pada triwulan IV 2008, Bank Indonesia bekerja sama dengan Pemerintah telah mengambil sejumlah langkah untuk mengurangi tekanan pada stabilitas sistem keuangan domestik. Dalam rangka mengurangi tekanan likuiditas pada sejumlah bank akibat meningkatnya ketidakpercayaan antarbank (counterparty risk), Bank Indonesia memperluas cakupan kolateral yang dapat dijaminkan untuk memperoleh FPIP, perpanjangan jangka waktu FTO, dan transaksi swap dalam valuta asing dan penurunan overnight repo rate.⁸¹ Di samping itu, Bank Indonesia dan Pemerintah juga menyediakan fasilitas pembiayaan dalam kondisi krisis. Hal tersebut dilakukan dengan perubahan kedua atas Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia dengan Undang-Undang No. 6 tahun 2009. Undang-Undang ini merupakan dasar hukum bagi Bank Indonesia untuk memberikan kredit atau pembiayaan bagi bank yang mengalami kesulitan likuiditas jangka pendek, serta fasilitas pembiayaan darurat (FPD) untuk bank yang

⁸¹ Langkah-langkah kebijakan ini telah terdokumentasi di Laporan Perekonomian Indonesia tahun 2008 serta Kajian Stabilitas Keuangan No. 12 bulan Maret tahun 2009.

berdampak sistemik. Selain itu, dalam upaya untuk memperkuat ketahanan sistem keuangan, beberapa kebijakan lainnya seperti penerapan manajemen risiko dan prinsip kehati-hatian dalam melaksanakan kegiatan yang berkaitan dengan structured product telah ditempuh. Sementara itu, sejalan dengan penurunan BI rate, Bank Indonesia menurunkan bobot ATMR kredit yang ditujukan kepada UMKM untuk mendorong intermediasi perbankan.

Setelah mengalami tekanan yang berat sampai dengan triwulan I 2009, berbagai langkah kebijakan yang ditempuh mampu mendorong pemulihan stabilitas sistem keuangan domestik.⁸² Hal ini tercermin pada menurunnya berbagai risiko yang dihadapi dan membaiknya berbagai indikator sektor keuangan terutama mulai triwulan II 2009. IHSG menguat secara bertahap didukung oleh membaiknya pertumbuhan ekonomi dan rendahnya inflasi domestik, selain imbas positif rebound bursa saham global dan regional. Di samping itu, harga SUN menguat sejalan dengan membaiknya prospek ekonomi domestik yang didukung oleh menurunnya premi risiko Indonesia. Risiko kredit yang semula diperkirakan akan meningkat ternyata dapat dikelola dengan cukup baik oleh perbankan sehingga tidak menimbulkan gejolak pasar keuangan yang berarti. Sementara itu, risiko likuiditas lebih terkendali dan risiko pasar pun cenderung menurun seiring

⁸² Asesmen lebih lengkap perihal ini dibahas pada Boks 1.1 - Respons Kebijakan di Tengah Gejolak Pasar Keuangan Global



dengan membaiknya nilai tukar, menurunnya BI rate, dan pulihnya kepercayaan internasional pada pasar keuangan Indonesia. Dengan terpeliharanya stabilitas sistem perbankan, kredit rupiah kepada sektor riil masih tumbuh cukup baik, sedangkan kredit valuta asing tumbuh negatif sebagai akibat menurunnya kegiatan ekspor impor. Berbagai perbaikan dalam sistem keuangan tersebut secara keseluruhan terefleksi pada perbaikan Financial Stability Index (FSI).

Di tengah upaya mempertahankan kestabilan sistem keuangan dan meningkatkan peran intermediasi perbankan, beberapa tantangan ke depan masih perlu diwaspadai. Tantangan pertama berkaitan dengan potensi terjadinya penggelembungan harga aset di pasar saham. Sebagaimana diketahui, sejalan dengan peningkatan optimisme pelaku pasar terhadap prospek perekonomian Indonesia, kinerja pasar keuangan mengalami peningkatan. Hal tersebut perlu dicermati mengingat optimisme dapat terjadi secara berlebihan dan berpotensi memberikan tekanan balik pada pasar keuangan. Tantangan kedua terkait dengan masih dangkalnya pasar keuangan. Dengan kondisi ini, peran pasar keuangan

dalam mendorong perekonomian masih terbatas. Di samping itu, kedangkalan pasar keuangan menyebabkan kemampuan pasar untuk menyerap risiko menjadi terbatas sehingga berpotensi dapat mengganggu stabilitas sistem keuangan.

Pembahasan lebih lanjut mengenai isu-isu di atas akan disampaikan dalam lima bagian sebagai berikut. Bagian pertama memaparkan kondisi stabilitas sektor keuangan yang juga menggambarkan ketahanan sistem keuangan sepanjang tahun 2009. Bagian kedua membahas mengenai fenomena pembiayaan sendiri yang memberikan kontribusi pada ketahanan sistem keuangan. Bagian ketiga menjelaskan keterkaitan stabilitas sistem keuangan dan stabilitas makroekonomi di tengah derasnya aliran modal masuk, termasuk fenomena penggelembungan harga aset. Bagian keempat menjelaskan tentang kondisi sistem keuangan Indonesia yang masih dangkal (financial shallowness) sehingga terdapat beberapa tantangan yang perlu dihadapi untuk meningkatkan kinerja dan stabilitasnya. Bagian penutup akan menyampaikan kesimpulan dan beberapa implikasi kebijakan terkait.



Stabilitas Sistem Keuangan dalam Lingkungan Ekonomi yang Dinamis

4.1

Kestabilan sistem keuangan Indonesia dipengaruhi oleh dinamika yang terjadi di pasar keuangan global dan domestik. Gejolak pasar keuangan global yang terjadi pada triwulan IV 2008 hingga triwulan I 2009 memengaruhi kinerja pasar keuangan Indonesia. Menurunnya kinerja pasar saham dan pasar SUN, meningkatnya volatilitas nilai tukar rupiah serta permasalahan likuiditas di pasar uang rupiah memberikan tekanan pada stabilitas sistem keuangan. Sebagaimana telah disampaikan sebelumnya, pada triwulan IV 2008 Bank Indonesia dan Pemerintah telah mengambil sejumlah langkah yang ditujukan untuk melonggarkan likuiditas perekonomian dalam bentuk rupiah dan valas, serta untuk mengembalikan kepercayaan terhadap sistem keuangan. Langkah-langkah ini senada dengan yang diambil oleh berbagai negara di dunia, walaupun dalam intensitas yang relatif lebih rendah.⁸³ Di sektor perbankan, langkah-langkah ini telah berhasil memberikan ruang gerak bagi bank-bank dalam menghadapi permasalahan likuiditas dalam periode tersebut, sekaligus memberikan kesempatan untuk melakukan konsolidasi. Di pasar modal, munculnya optimisme pemulihan ekonomi domestik yang didukung oleh pemulihan ekonomi global sejak triwulan II 2009 memperbaiki *risk appetite* investor global sehingga aliran modal asing kembali masuk ke pasar keuangan negara berkembang, termasuk Indonesia. Hal itu mendorong penurunan risiko pasar dan meningkatkan kinerja

⁸³ Misalnya, untuk mengurangi tekanan terhadap penarikan simpanan perbankan secara besar-besaran, sejumlah negara menerapkan jaminan penuh terhadap simpanan, bahkan termasuk menjamin tagihan antar bank. Indonesia hanya meningkatkan saldo simpanan yang dijamin oleh Lembaga Penjamin Simpanan dari Rp100 juta menjadi Rp2 miliar.

pasar keuangan Indonesia. Dengan perkembangan-perkembangan yang positif tersebut, kestabilan sistem keuangan Indonesia dapat dipertahankan.

■ Mitigasi Risiko di Sektor Keuangan

Perkembangan pasar keuangan global memengaruhi kinerja pasar keuangan dan sektor perbankan domestik. Tekanan terhadap sistem keuangan yang terjadi pada triwulan IV 2008 hingga triwulan I 2009 sebagai akibat gejala di pasar keuangan global berdampak negatif terhadap kinerja pasar keuangan dan sektor perbankan. Keketatan likuiditas di pasar keuangan global mendorong investor melakukan penyesuaian portofolio investasinya di negara berkembang, termasuk Indonesia, sehingga terjadi pembalikan arus modal asing dan memberikan tekanan di pasar keuangan domestik. Hal ini tercermin dari nilai tukar rupiah yang melemah tajam, indeks harga saham dan harga SUN yang turun signifikan pada periode tersebut. Di sektor perbankan, ketatnya likuiditas juga sempat terjadi di pasar uang antar bank sebagai dampak dari kecenderungan bank menahan likuiditasnya dan membatasi transaksi antar banknya.

Membaiknya kinerja sektor keuangan dan ketahanan perbankan domestik berperan dalam menopang kestabilan sistem keuangan. Sejalan dengan membaiknya pasar keuangan global sejak triwulan II 2009, kepercayaan pelaku pasar terhadap pasar keuangan domestik mulai pulih. Tumbuhnya optimisme terhadap pemulihan ekonomi dan keuangan global mendorong investor asing kembali memburu portofolio investasi yang memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dengan menempatkan dananya di pasar keuangan negara berkembang. Perkembangan tersebut memicu derasnya aliran masuk modal asing ke pasar keuangan domestik sehingga mendorong peningkatan indeks harga saham dan harga SUN. Sementara itu, ketahanan sektor perbankan semakin meningkat sejalan dengan membaiknya risiko pasar, longgarnya kondisi likuiditas di pasar uang, dan upaya konsolidasi yang dilakukan oleh perbankan. Perkembangan positif tersebut berhasil memperbaiki FSI sehingga berada di bawah batas indikatif maksimum sebesar 2,00.⁸⁴

84 FSI adalah indikator kestabilan sistem keuangan yang dibentuk oleh tiga blok: sistem perbankan, pasar saham dan pasar obligasi. Batas psikologis FSI ialah 2. Bila FSI di atas 2 berarti kestabilan sistem keuangan cukup mengalami gangguan. Penjelasan lengkap tentang FSI dapat dilihat di Kajian Stabilitas Keuangan No. 8 Maret 2007 dan No. 9 September 2007.

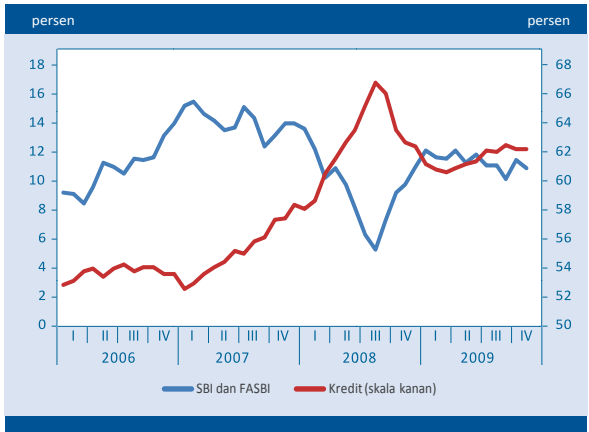
Kestabilan sistem keuangan Indonesia terutama ditunjang oleh solvabilitas sistem keuangan dan didukung oleh berbagai kebijakan Bank Indonesia di bidang perbankan. Selama tahun 2009, kebijakan Bank Indonesia diarahkan untuk mendorong penyaluran kredit perbankan dengan tetap menekankan upaya-upaya memitigasi risiko dan meningkatkan ketahanan perbankan. Dalam upaya mendorong penyaluran kredit, Bank Indonesia menurunkan BI Rate dan melonggarkan ketentuan ATMR guna mendorong penyaluran kredit, terutama kepada UMKM. Untuk membantu mitigasi risiko bagi perbankan sekaligus menjaga stabilitas sektor perbankan, Bank Indonesia mengeluarkan Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 11/25/PBI/2009 tanggal 1 Juli 2009 tentang kewajiban bank untuk menerapkan manajemen risiko secara efektif, baik secara individual maupun terkonsolidasi dengan anak perusahaan. Pengaturan ini ditujukan agar kualitas pengendalian risiko yang dilakukan bank meningkat sehingga secara sistemik, bank memiliki ketahanan terhadap berbagai risiko yang dihadapinya. Bank Indonesia juga mengeluarkan PBI No. 11/26/PBI/2009 yang mengatur mengenai kegiatan *structured product* guna menjaga kepercayaan masyarakat terhadap sistem perbankan serta memitigasi risiko pasar yang dihadapi bank sebagai dampak dari transaksi *structured product*.

Dalam upaya mengurangi permasalahan likuiditas, perubahan kedua atas Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia menjadi Undang-Undang No. 6 tahun 2009 juga telah dilakukan. Undang-Undang ini menjadi dasar hukum bagi Bank Indonesia untuk memberikan kredit atau pembiayaan bagi bank yang mengalami kesulitan pendanaan jangka pendek, serta FPD untuk bank yang berdampak sistemik. Untuk lebih mewaspadaai terjadinya potensi ketidakseimbangan di sistem keuangan, yang merupakan salah satu komitmen sebagai anggota kelompok G-20, maka Indonesia juga melaksanakan *Financial Sector Assesment Program* (FSAP). FSAP mencakup rangkaian kegiatan untuk mendiagnosa simpul-simpul rawan dalam sektor keuangan nasional, kompatibilitas terhadap standar baku internasional termasuk aspek hukum, juga aspek pengembangan dari beberapa sub sektor dalam sistem keuangan, baik perbankan, pasar modal, asuransi, termasuk sistem pembayaran dan kebijakan moneter yang saling memiliki korelasi dalam sistem keuangan Indonesia. Hasil FSAP ini menjadi masukan untuk perbaikan terhadap struktur dan berbagai kebijakan sistem keuangan domestik serta memberikan kontribusi dalam upaya perbaikan arsitektur sistem keuangan global.

Ketahanan sistem keuangan domestik yang lebih kokoh juga tidak terlepas dari perbaikan fundamental sistem keuangan yang dilakukan pascakrisis tahun 1997/1998. Ketentuan Bank Indonesia yang melarang perbankan untuk membeli saham di pasar modal berperan dalam memitigasi risiko kerugian sektor perbankan akibat penurunan harga saham pada saat krisis keuangan global di tahun 2008. Sektor perbankan domestik tetap solid sehingga masih dapat melaksanakan fungsi intermediasi untuk membiayai kegiatan ekonomi. Selain itu, Bank Indonesia juga mengambil kebijakan yang memungkinkan bank untuk menggunakan teknik penilaian lain dalam menetapkan nilai wajar obligasi, antara lain dengan menggunakan *discounted cash flow*, selain harga pasar untuk obligasi yang berada dalam kategori diperdagangkan dan tersedia untuk dijual guna meminimalisir meningkatnya risiko pasar yang dihadapi perbankan akibat turunnya harga aset dipasar obligasi. Perbaikan-perbaikan tersebut berperan dalam menjadikan sistem keuangan Indonesia lebih berdaya tahan.

Dari sisi pasar modal, volatilitas harga dapat diredam dengan relatif tingginya animo investor asing terhadap produk pasar modal Indonesia serta tidak adanya guncangan eksternal yang menimbulkan gangguan yang signifikan pada pasar saham domestik. Pasar obligasi Indonesia yang hanya memiliki produk-produk tradisional karena pasarnya cukup tipis, tidak memberikan gangguan yang signifikan pada keseluruhan pasar keuangan. Bank Indonesia mencatat bahwa sistem perbankan masih mengambil pangsa 79,5% dari total sistem keuangan.⁸⁵ Dengan adanya konsentrasi kapitalisasi di sektor

85 Lihat Kajian Sistem Keuangan No. 13, September 2009, Bank Indonesia.



Grafik 4.1 Porsi Kredit dan SBI plus FASBI terhadap Aktiva Produktif Bank

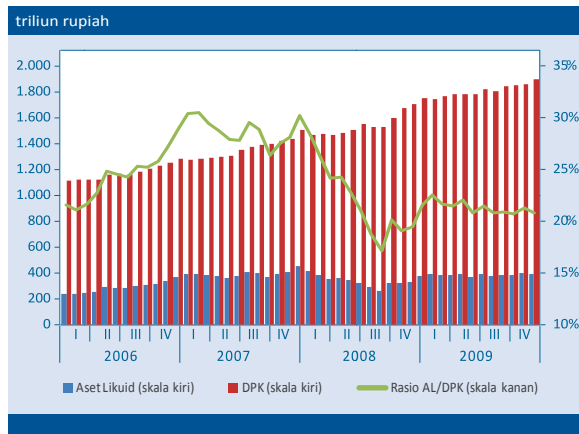
keuangan, kinerja sistem perbankan memiliki pengaruh yang cukup besar pada sistem keuangan. Oleh karena itu, untuk kondisi Indonesia, perbankan yang stabil turut berperan dalam menciptakan kondisi sistem keuangan yang stabil. Sebaliknya perbankan yang tidak stabil akan menyebabkan ketidakstabilan di pasar keuangan melalui sentimen negatif pada saham dan obligasi sektor keuangan serta penurunan tingkat kepercayaan pasar. Ke depan, kondisi pemulihan ekonomi global masih harus terus diwaspadai perkembangannya dan sistem keuangan Indonesia harus terus memelihara kondisi fundamental yang baik agar terhindar dari dampak negatif terulangnya gejala keuangan dan ekonomi global.

■ Stabilitas Sistem Keuangan dan Perkembangan di Sektor Keuangan

Penyesuaian Sektor Perbankan

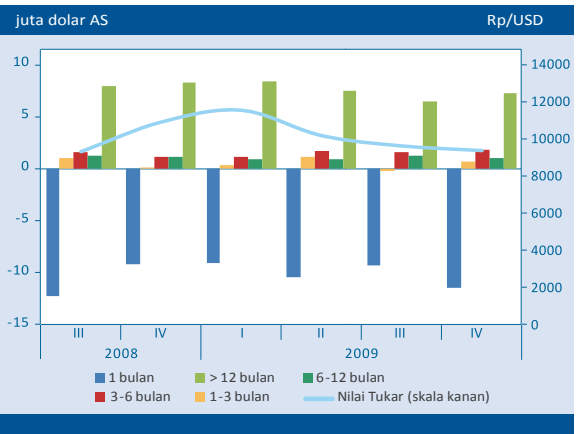
Gejolak di pasar keuangan global, yang menyebabkan keringnya likuiditas di pasar uang global, juga berdampak pada likuiditas dan kinerja perbankan domestik. Ketatnya likuiditas perbankan yang terjadi pada triwulan IV 2008 menyebabkan sejumlah bank mengalami kesulitan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas jangka pendeknya. Segmentasi yang terjadi di pasar uang antar bank (PUAB) diperparah dengan menurunnya pasokan dana dari bank-bank yang sebetulnya masih memiliki kelebihan likuiditas, namun cenderung menghindari risiko (*risk aversion*) dan lebih suka menyimpan dananya untuk berjaga-jaga (*liquidity hoarding*).

Permasalahan likuiditas cukup berpengaruh terhadap perilaku bank, yaitu bank yang semula cukup agresif dalam melakukan ekspansi kredit pada tahun 2008 menjadi lebih berhati-hati. Sikap kehati-hatian bank dan kekhawatiran terjadinya peningkatan kredit bermasalah NPL mendorong bank untuk menempatkan dananya pada SBI maupun FASBI. Hal itu terlihat dari meningkatnya porsi SBI dan FASBI terhadap aktiva produktif, sebaliknya porsi kredit mengalami penurunan (Grafik 4.1). Kecenderungan ini merupakan cerminan langkah perbankan untuk mengurangi risiko likuiditas dengan cara menjaga kecukupan likuiditasnya. Salah satu indikator likuiditas bank adalah rasio aset likuid terhadap dana pihak ketiga. Semakin tinggi rasio ini, semakin mampu bank menghadapi risiko penarikan dana pihak ketiga yang lebih besar dari rata-rata penarikan hariannya. Pada tahun 2009, perbankan berhasil menurunkan risiko likuiditas dan menjaga rasio aset likuid terhadap DPK pada kisaran 20% (Grafik 4.2)

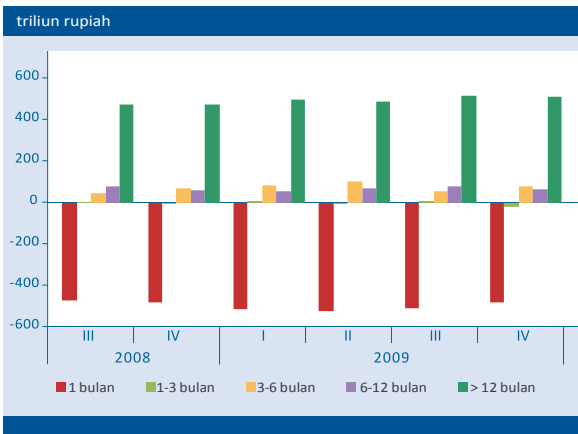


Grafik 4.2 Rasio Aset Likuid Terhadap DPK

Sejalan dengan menurunnya risiko likuiditas, risiko pasar juga membaik sehingga berperan dalam meningkatkan kinerja perbankan. Meningkatnya kinerja pasar saham dan obligasi serta menguatnya nilai tukar rupiah menurunkan risiko pasar perbankan. Kenaikan indeks harga SUN sebesar 6,98% menyebabkan risiko penurunan harga SUN yang berada pada portofolio perdagangan dalam neraca perbankan menjadi berkurang. Dilihat dari profil maturitas portofolio perbankan, kewajiban perbankan lebih didominasi oleh kewajiban jangka pendek, sementara aset perbankan lebih cenderung berjangka waktu panjang, baik untuk portofolio rupiah maupun valuta asing (Grafik 4.3 dan 4.4). Dengan profil maturitas tersebut perbankan memiliki *repricing opportunity*, yaitu kecenderungan suku bunga yang masih turun sepanjang semester I 2009 menguntungkan bagi bank, karena biaya dana yang menurun dan likuiditas jangka pendek perbankan ini ditempatkan pada aset-aset yang jangka waktunya yang lebih panjang. Dalam valuta asing, seiring dengan



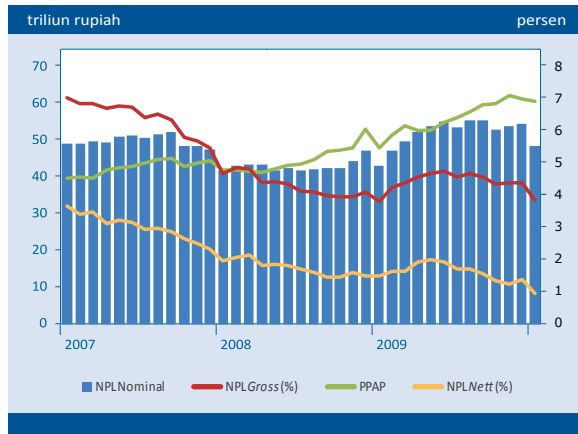
Grafik 4.4 Profil Maturitas Valuta Asing



Grafik 4.3 Profil Maturitas Portofolio Rupiah

depresiasi nilai tukar dan menurunnya tingkat suku bunga simpanan valuta asing sepanjang triwulan IV 2008 dan triwulan I 2009, bank-bank mengalami penurunan kewajiban jangka pendeknya. Sementara itu, keengganan perbankan untuk menyalurkan kredit valuta asing tercermin dari menurunnya aset jangka panjang dalam valuta asing selama triwulan I sampai dengan triwulan III 2009. Hal ini dilakukan untuk mengurangi eksposurnya pada portofolio valuta asing karena menunggu kepastian mengenai kondisi pemulihan ekonomi global.

Risiko kredit, yang sempat meningkat pada awal tahun 2009, mulai membaik tercermin dari menurunnya rasio NPL hingga akhir tahun 2009. Rasio NPL *gross* perbankan mencapai 3,79% pada akhir tahun 2009, turun dibandingkan dengan posisi tertinggi tahun 2009 yang sempat mencapai 4,71% pada bulan Mei. Porsi kenaikan NPL nominal tertinggi terjadi pada kredit untuk sektor perdagangan dan lain-lain yang juga mengalami



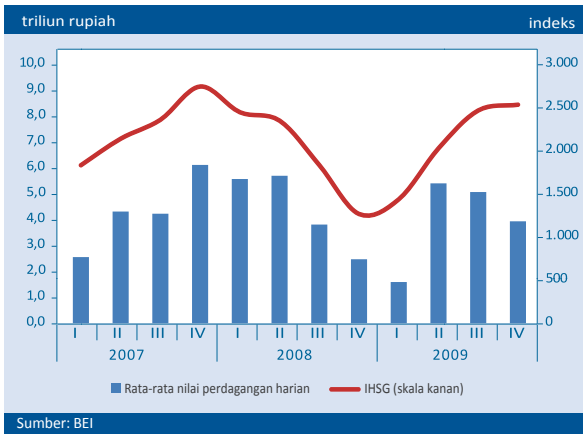
Grafik 4.5. Perkembangan NPL dan PPAP

Tabel 4.1 Pertumbuhan Permodalan, Aset dan DPK

Tahun	Pertumbuhan (%)		
	CAR	Aset	DPK
2007	-117 bps	14,75	17,39
2008	-310 bps	16,32	16,06
2009	117 bps	9,68	12,53

pertumbuhan kredit tertinggi dibandingkan dengan kredit untuk sektor lainnya. Tren kenaikan proporsi penyisihan penghapusan aktiva produktif (PPAP) terhadap NPL juga terus berlangsung sejak awal tahun 2008 hingga akhir tahun 2009 (Grafik 4.5). Hal itu menunjukkan upaya perbankan untuk mengurangi risiko kreditnya.

Upaya konsolidasi yang dilakukan oleh perbankan turut berperan dalam meningkatkan kinerja perbankan. Perbankan mulai menurunkan suku bunga deposito seiring dengan penurunan BI Rate. Namun, risiko di sektor riil yang dipandang masih tinggi membuat penurunan suku bunga kredit menjadi lebih lambat dari penurunan suku bunga simpanan sehingga selisih suku bunga perbankan mengalami peningkatan. Selisih keuntungan suku bunga ditambah dengan keuntungan yang diperoleh dari biaya jasa keuangan (*fee-based income*) menyebabkan profitabilitas perbankan dapat dipertahankan. Hal ini tercermin dari rasio keuntungan terhadap aset (*Return On Asset, ROA*) perbankan yang tetap terjaga pada level yang relatif tinggi, yaitu rata-rata sebesar 2,67% sepanjang tahun 2009. Walaupun meningkatnya profitabilitas perbankan berperan dalam menjaga kestabilan sistem perbankan secara keseluruhan, sangat disayangkan hal ini menyebabkan fungsi intermediasi sedikit terhambat.

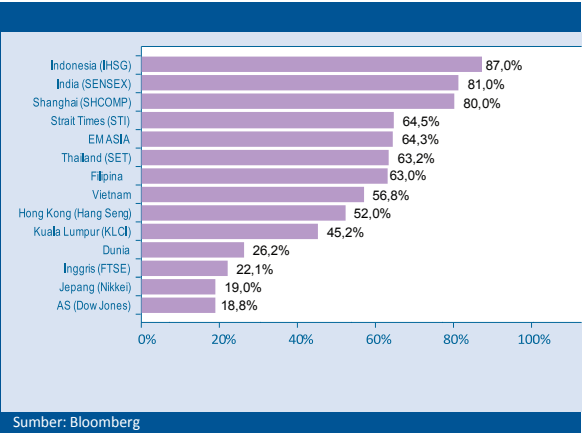


Grafik 4.6 IHSG dan Rata-rata Nilai Perdagangan Saham

Meningkatnya kinerja sektor perbankan juga tercermin dari kondisi solvabilitas perbankan yang cukup baik. Hal tersebut tercermin dari permodalan perbankan (*Capital Adequacy Ratio, CAR*) tahun 2009 yang membaik menjadi 17,37% atau meningkat sebesar 117 bps dari tahun 2008 yang mengalami penurunan sebesar 310 bps (Tabel 4.1). Kondisi ini menunjukkan bahwa perbankan berupaya melakukan konsolidasi internal untuk memperkuat solvabilitasnya dengan cara meningkatkan modal yang dapat membantu bank dalam menghadapi gejala perekonomian sekaligus memberikan sinyal mengenai kondisi kesehatannya. Sikap konservatif perbankan juga ditunjukkan dengan ekspansi aset yang jauh berkurang pada tahun 2009. Berkurangnya ekspansi aset perbankan terutama disebabkan oleh penurunan pertumbuhan kredit sebagai respons terhadap kondisi perekonomian serta sikap menunggu dan berjaga-jaga (*wait and see*) dalam menghadapi ketidakpastian yang berkembang di pasar keuangan global. Menurunnya kegiatan perekonomian domestik dan global pada tahun 2009 juga berakibat menurunnya pertumbuhan dana pihak ketiga (DPK) perbankan. DPK hanya tumbuh sebesar 12,53%, sementara pertumbuhan tahun 2008 mencapai 16,06%.

Perkembangan Pasar Saham

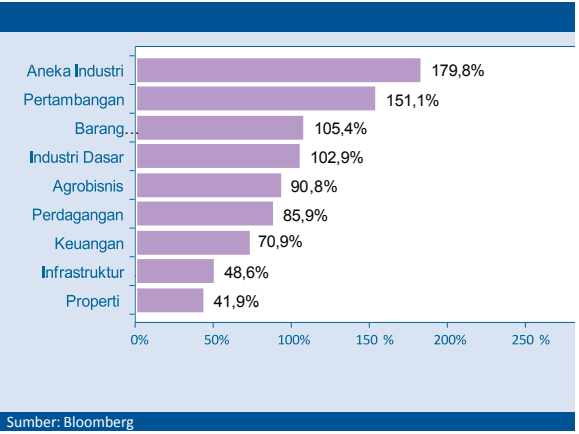
Setelah sempat mengalami tekanan pada triwulan I-2009, kinerja pasar saham secara keseluruhan tahun 2009 telah pulih. Penurunan tajam IHSG yang terjadi pada triwulan IV-2008 terus berlanjut hingga triwulan I-2009 bahkan sempat menyentuh ke level 1.256 pada Maret 2009 yang merupakan level terendah sejak tahun 2006. Volume perdagangan juga turun signifikan menjadi sebesar Rp1,57 triliun per hari, dibandingkan dengan rata-rata tahunan sebesar Rp3,99 triliun per hari (Grafik 4.6). Selanjutnya, kinerja pasar saham berangsur-angsur pulih seiring dengan membaiknya kondisi pasar keuangan global pada triwulan II 2009 yang mendorong aliran masuk modal asing. Meningkatnya aktivitas transaksi pelaku asing yang diikuti oleh pelaku domestik, mendorong IHSG sepanjang tahun 2009 meningkat sebesar 86,98%, ditutup pada level 2.534. Peningkatan IHSG tersebut merupakan peningkatan indeks tertinggi di antara pasar saham di kawasan Asia (Grafik 4.7). Selain dipicu oleh aliran modal masuk, peningkatan kinerja IHSG juga ditopang oleh membaiknya kondisi fundamental emiten sehingga meningkatkan kepercayaan pelaku pasar. Sejalan dengan meningkatnya aktivitas perdagangan, rata-rata volume perdagangan pada tahun 2009 tercatat sebesar Rp3,99 triliun per hari, sementara nilai beli asing neto tercatat sebesar Rp13,92 triliun.



Grafik 4.7 Kinerja Pasar Saham Global Tahun 2009

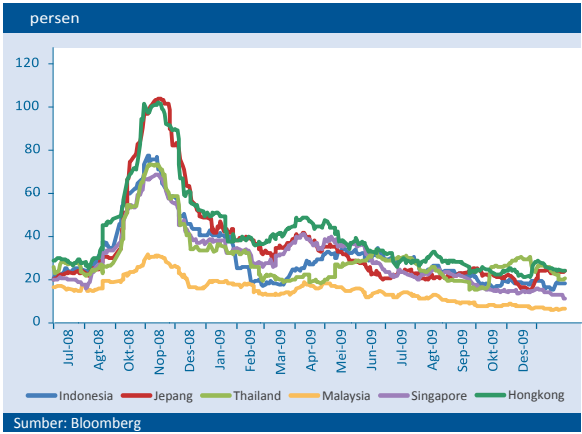
Peningkatan IHSG juga ditopang oleh peningkatan indeks harga secara sektoral. Optimisme akan berakhirnya ancaman resesi global mendorong harga komoditas kembali meningkat di pasar internasional. Perkembangan ini menyebabkan saham-saham sektor berbasis komoditas primer seperti pertambangan diburu oleh investor sehingga mengalami penguatan yang cukup signifikan (Grafik 4.8). Penguatan tajam di sektor pertambangan juga didukung oleh preferensi investor yang lebih banyak melakukan transaksi saham di sektor yang berbasis komoditas dibandingkan dengan sektor keuangan. Sementara itu, volatilitas indeks harga saham juga turun secara bertahap sejalan dengan meningkatnya kinerja pasar saham, walaupun suhu politik dalam negeri yang cenderung meningkat pada akhir tahun 2009 mendorong kenaikan volatilitas (Grafik 4.9).

Di tengah meningkatnya kinerja pasar saham, pembiayaan dari penerbitan saham, baik melalui penawaran umum

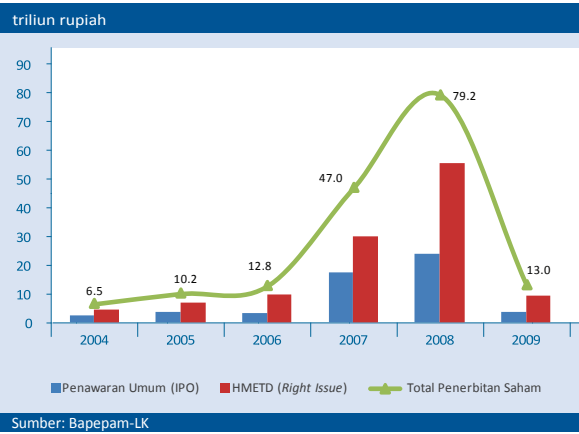


Grafik 4.8 Kinerja Indeks Sektoral

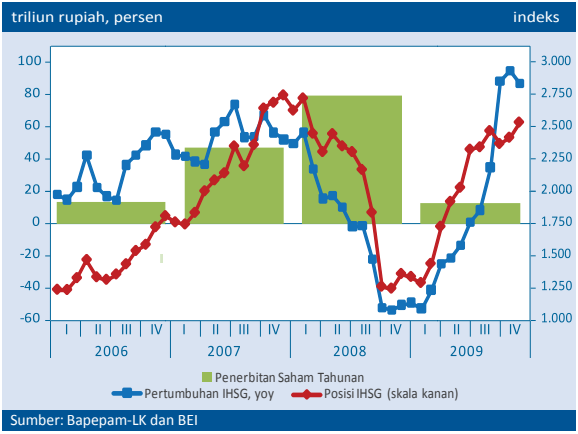
(Initial Public Offering, IPO) maupun Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD, *right issue*), mengalami penurunan. Total penerbitan saham sepanjang tahun 2009 hanya mencapai Rp13,0 triliun dengan rincian: penerbitan saham melalui IPO sebesar Rp3,7 triliun dan HMETD sebesar Rp9,3 triliun (Grafik 4.10). Jumlah penerbitan saham tersebut turun sebesar 83,5% dibandingkan dengan penerbitan saham tahun sebelumnya yang mencapai Rp79,2 triliun (IPO sebesar Rp23,7 triliun dan HMETD sebesar Rp55,5 triliun). Dari sisi jumlah perusahaan (emiten) yang menerbitkan saham turun hampir setengahnya dari 42 emiten pada tahun 2008 menjadi 25 emiten pada tahun laporan. Sebagian besar penerbitan saham tersebut dilakukan oleh perusahaan di sektor keuangan dan perdagangan. Secara kumulatif, porsi penerbitan saham oleh perusahaan di sektor keuangan mencapai 46,2%, sementara sektor perdagangan, jasa dan investasi sebesar 21,0%.



Grafik 4.9 Volatilitas Beberapa Indeks Bursa Asia



Grafik 4.10 Perkembangan Penerbitan Saham, IPO dan Right Issue



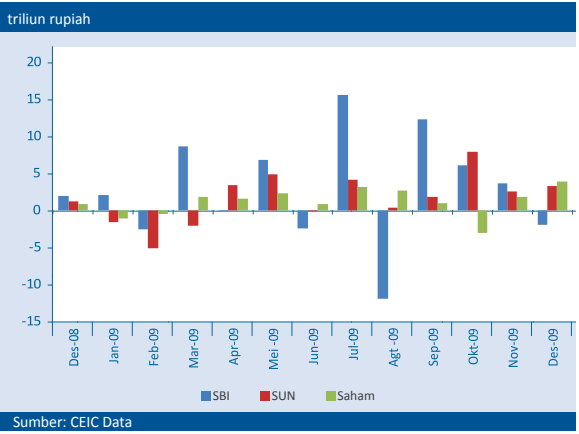
Grafik 4.11 Perkembangan IHSG dan Volume Penerbitan Saham

Menurunnya jumlah penerbitan saham sangat dipengaruhi oleh penurunan harga saham yang sangat tajam pada triwulan IV 2008 hingga triwulan I-2009. Akibat penurunan harga saham tersebut, beberapa perusahaan yang telah mendapatkan ijin untuk menerbitkan saham melakukan penundaan karena dianggap merugikan. Penerbitan saham umumnya marak pada saat terjadi peningkatan harga saham karena biaya investasi modal menjadi relatif lebih murah, yang selanjutnya dapat meningkatkan rasio valuasi aset perusahaan (rasio Q).⁸⁶ Namun demikian, peluang peningkatan rasio Q tersebut belum sepenuhnya dimanfaatkan oleh perusahaan untuk menerbitkan saham untuk membiayai kegiatan investasinya. Peningkatan IHSG pada tahun 2009 yang hampir mendekati posisi tertingginya pada saat *boom* belum diikuti oleh jumlah penerbitan saham yang memadai (Grafik 4.11).

Perkembangan Pasar Obligasi

Sejalan dengan kondisi pasar keuangan, kinerja pasar SUN juga mengalami tekanan pada periode triwulan IV 2008 hingga triwulan I 2009, sebelum akhirnya kembali membaik. Tekanan di pasar SUN yang dipicu oleh aksi jual investor asing membuat indeks harga SUN jatuh ke level 81,32 pada Maret 2009 (Grafik 4.12 dan Grafik 4.13). Seiring dengan jatuhnya harga SUN, *yield* SUN seluruh tenor juga mengalami peningkatan. Rata-rata *yield* SUN seluruh tenor sempat menyentuh level 12,4% pada Februari

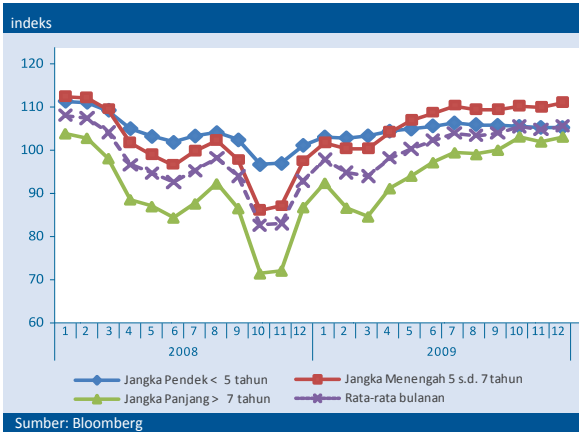
⁸⁶ Pada saat harga saham meningkat, nilai rasio Q yang merupakan rasio antara nilai pasar (*market value*) saham sebuah perusahaan dengan nilai asetnya (*asset value*), akan meningkat (Tobin, James (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Policy", Journal of Money, Credit and Banking Vol. 1 No. 1). Pada saat $Q > 1$ maka '*replacement cost of capital*' menjadi lebih murah sehingga mendorong perusahaan meningkatkan investasi melalui penerbitan saham.



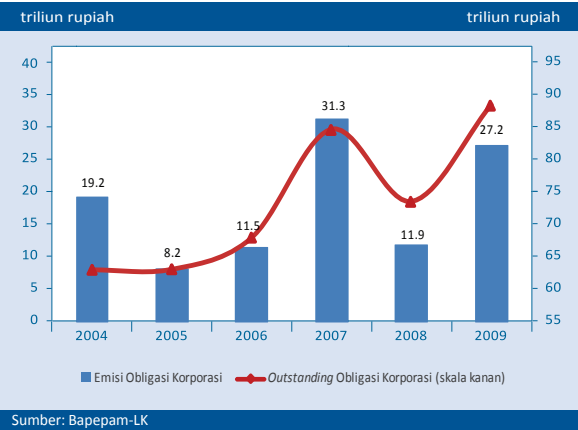
Grafik 4.12 Investasi Investor Asing

2009. Namun, seiring dengan kembalinya aliran modal asing ke pasar SUN dan membaiknya peringkat utang (*sovereign rating*) Indonesia, kinerja pasar SUN menguat. Berbalikinya *risk appetite* investor asing pada triwulan II 2009 menyebabkan derasnya aliran modal asing ke pasar SUN. Selain itu, cukup baiknya fundamental makroekonomi Indonesia dan membaiknya risiko utang turut meningkatkan kepercayaan pelaku pasar untuk menempatkan dananya pada instrumen SUN. Kenaikan *sovereign rating* Indonesia oleh Moody's menjadi Ba2 memberikan sentimen positif yang mendorong penguatan harga rata-rata SUN seri FR untuk seluruh tenor. Perkembangan ini menyebabkan kinerja pasar SUN membaik, seperti tercermin dari meningkatnya indeks harga SUN (IDMA) sebesar 6,98%, dari 88,21 pada akhir tahun 2008 menjadi 94,37 pada akhir tahun 2009 (Grafik 4.13).

Membaiknya kinerja pasar SUN ditopang oleh kinerja SUN untuk seluruh tenor (Grafik 4.13). Selama tahun 2009,



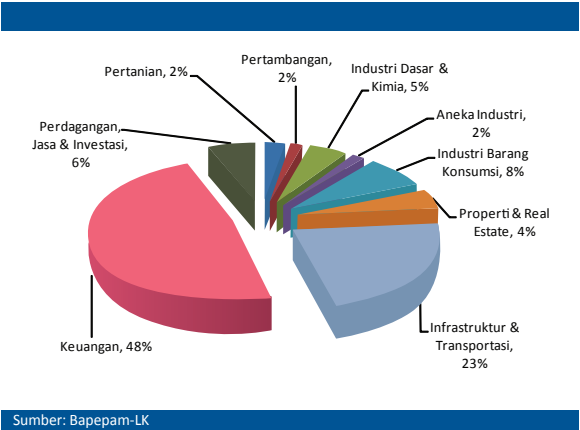
Grafik 4.13 Perkembangan Rata-Rata Indeks Harga SUN



Grafik 4.14 Perkembangan Penerbitan Obligasi Korporasi

harga rata-rata bulanan SUN tenor menengah dan panjang menguat paling signifikan, yaitu masing-masing sebesar 1.362 bps (naik 13,98%) dan 1.632 bps (naik 18,83%). Sementara itu, SUN tenor pendek hanya menguat sebesar 407 bps (naik 4,03%). Walaupun SUN tenor jangka panjang mengalami kenaikan harga yang paling signifikan, namun penurunan *yield* SUN jangka panjang relatif berjalan lambat. *Yield* SUN jangka panjang hanya menurun sebesar 129 bps, lebih rendah dibandingkan penurunan *yield* SUN jangka pendek dan menengah masing-masing sebesar 379 bps dan 236 bps. Lambatnya penurunan *yield* SUN jangka panjang diduga terkait dengan kurang likuidnya pasar SUN jangka panjang. Sementara itu, sejalan dengan membaiknya kinerja pasar SUN, kepemilikan asing pada instrumen SUN meningkat sebesar Rp20,1 triliun. Namun demikian, volume perdagangan SUN secara rata-rata justru mengalami penurunan menjadi Rp3,39 triliun per hari, atau turun dibandingkan dengan rata-rata volume perdagangan tahun 2008 yang mencapai Rp4,49 triliun per hari.

Membaiknya pasar SUN dimanfaatkan oleh korporasi untuk mendapatkan pembiayaan yang lebih murah melalui penerbitan obligasi. Menurunnya *yield* SUN, yang seringkali dijadikan acuan dalam penerbitan obligasi, mendorong perusahaan melakukan penerbitan obligasi untuk membiayai kegiatan usahanya. Hal itu tercermin dari penerbitan obligasi korporasi yang mengalami peningkatan dan bahkan melebihi jumlah penerbitan saham. Emisi obligasi korporasi (*corporate bonds*) pada tahun 2009 mencapai Rp27,2 triliun atau meningkat 128,7% dari penerbitan tahun sebelumnya (Grafik 4.14). Dari jumlah penerbitan tersebut sebesar Rp1,3 triliun



Grafik 4.15 Porsi Kumulatif Penerbitan Obligasi Berdasarkan Sektor Usaha Emiten

(4,9%) merupakan obligasi syariah yang umumnya diterbitkan dengan prinsip sewa (*ijarah*). Sementara itu, jumlah obligasi korporasi yang jatuh tempo sepanjang tahun 2009 mencapai Rp12,3 triliun sehingga peningkatan bersih pembiayaan dari penerbitan obligasi korporasi sebesar Rp14,9 triliun. Peningkatan bersih tersebut menambah *outstanding* obligasi korporasi pada akhir tahun laporan menjadi sebesar Rp88,3 triliun. Selain menurunnya *yield* SUN, terdapat dua faktor lainnya yang disinyalir menjadi pendorong tingginya penerbitan obligasi korporasi pada tahun laporan, yaitu besarnya jumlah obligasi yang jatuh tempo yang perlu dilakukan *refinancing* dan faktor keengganan bank dalam menyalurkan kredit, yang tercermin dari fenomena rigiditas suku bunga kredit, sehingga perusahaan berupaya mencari alternatif sumber pembiayaan.

Secara sektoral, perusahaan yang bergerak di sektor keuangan mendominasi pemanfaatan obligasi sebagai sumber pembiayaan. Porsi kumulatif penerbitan obligasi oleh perusahaan di sektor keuangan pada akhir tahun 2009 mencapai 47,9% (Grafik 4.15). Yang menarik ialah cukup tingginya porsi sektor infrastruktur dan transportasi yang mencapai 22,7% dan secara kumulatif jumlah penerbitan obligasi oleh sektor tersebut lebih besar dari jumlah penerbitan saham. Hal itu menandakan bahwa perusahaan di sektor infrastruktur dan transportasi cenderung untuk menerbitkan obligasi daripada menerbitkan saham untuk pembiayaan investasinya. Namun demikian, konsentrasi penerbitan saham dan obligasi pada sektor keuangan ini mempunyai potensi risiko yang cukup penting untuk dicermati lebih lanjut. Dalam hal terjadi goncangan pada lembaga keuangan,



Grafik 4.16 Financial Stability Index (FSI)

konsentrasi yang tinggi akan mengganggu kestabilan pasar obligasi secara signifikan.

Kombinasi dari menurunnya risiko-risiko perbankan, membaiknya profitabilitas dan solvabilitas perbankan, serta membaiknya kinerja pasar saham menyebabkan kestabilan sektor keuangan Indonesia membaik. FSI turun dari 2,43 di saat kondisi krisis global paling buruk

dirasakan oleh sistem keuangan Indonesia menjadi 1,91 pada Desember 2009 (Grafik 4.16). Penurunan risiko pasar dan kondisi solvabilitas perbankan yang terjaga juga membedakan kondisi sistem keuangan Indonesia dengan kondisi sistem keuangan di negara-negara maju. Pada saat ini negara-negara maju masih berjuang memperbaiki kondisi solvabilitasnya. Kondisi fundamental sistem perbankan Indonesia yang cukup kuat sebagai hasil dari progam restrukturisasi yang telah dilakukan dalam rangka pemulihan dari krisis ekonomi tahun 1997/1998 turut membantu ketahanan perbankan dalam mengatasi permasalahan likuiditas sehingga perbankan tetap dapat menjalankan fungsinya, terutama dalam menunjang sistem pembayaran sehingga dapat terus mendukung pertumbuhan ekonomi. Dengan catatan tersebut, terpeliharanya ketahanan sistem keuangan tak terlepas dari ketersediaan infrastruktur sistem pembayaran yang handal. Bank Indonesia berupaya menjaga kehandalan infrastruktur sistem pembayaran dengan mengembangkan sistem Bank Indonesia-RTGS dan Bank Indonesia-SSSS Generasi II sejak tahun 2008. Dengan infrastruktur yang lebih handal, aman dan efisien serta meningkatnya kemampuan mitigasi risiko dari sistem BI-RTGS akan menopang kestabilan sistem keuangan.

Pembiayaan Kegiatan Ekonomi:
Fenomena Penggunaan Dana Sendiri

4.2

Di tengah keterbatasan penyaluran kredit dari perbankan, pelaku ekonomi mencari alternatif sumber pembiayaan lainnya. Alternatif sumber pembiayaan dapat berasal dari pasar modal, lembaga keuangan non bank maupun menggunakan dana sendiri (*internal financing*). Berdasarkan identifikasi sumber-sumber pembiayaan ekonomi, *internal financing* merupakan sumber pembiayaan ekonomi yang utama dibandingkan sumber pembiayaan lainnya yang berasal dari perbankan, pasar modal, pemerintah dan luar negeri. Dalam hal ini, perusahaan cenderung mengoptimalkan sumber pembiayaan yang berasal dari laba ditahan dan penyesuaian struktur aset, khususnya pada persediaan dan aset lancar lainnya. Analisis dengan menggunakan pendekatan Neraca Arus Dana (NAD) juga menunjukkan bahwa pada saat kegiatan ekonomi melemah, sektor bisnis melakukan penyesuaian penempatan aset portofolionya untuk mendapatkan sumber pembiayaan. Perkembangan ini menunjukkan bahwa pelaku bisnis masih memiliki bantalan pembiayaan di tengah terbatasnya penyaluran kredit perbankan dan pembiayaan melalui pasar modal.

Sebagaimana diketahui, sebelum krisis ekonomi 1997/1998, porsi pembiayaan dari kredit bank cukup dominan. Namun, setelah krisis penyaluran kredit bank mengalami penurunan signifikan dan porsinya digantikan oleh sumber dana internal yang bertahan hingga saat ini. Menurunnya pembiayaan bank pada masa krisis tersebut dipengaruhi oleh: (i) meningkatnya kecenderungan bank untuk memegang aset yang berisiko rendah dan likuid, seperti SBI dan SUN; (ii) meningkatnya risiko di sektor riil sehingga menurunkan minat bank untuk

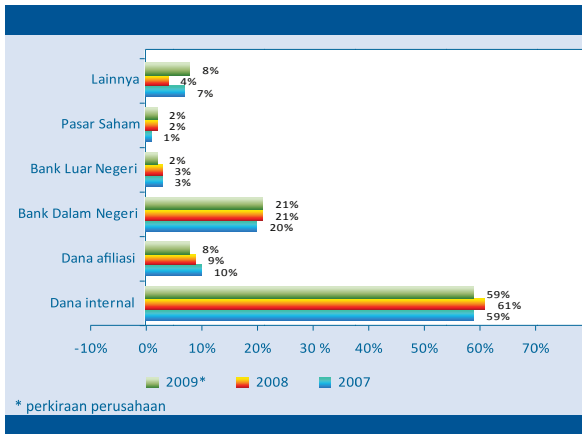
menyalurkan kredit; dan (iii) berlangsungnya proses konsolidasi internal untuk memenuhi ketentuan CAR dan NPL membuat bank lebih berhati-hati dalam penyaluran kredit. Faktor-faktor di atas mendorong terjadinya gejala *credit crunch* di Indonesia. Dalam kondisi ini bank cenderung melakukan *rationing* dalam penyaluran kredit. Gejala ini mengakibatkan banyak perusahaan yang mengalami kesulitan dalam pembiayaan investasinya, sehingga mendorong perusahaan untuk mengoptimalkan penggunaan sumber internal.

Untuk menganalisis sumber pembiayaan ekonomi lebih jauh, beberapa pendekatan dilakukan, antara lain melalui survei, pendekatan Pembentukan Modal Tetap Bruto (PMTB), pendekatan Neraca Arus Dana (NAD) dan pendekatan Neraca Perusahaan Publik. Secara umum, semua pendekatan tersebut mengkonfirmasi masih dominannya penggunaan dana internal dalam pembiayaan perusahaan.

■ Survei Sumber Pembiayaan

Pendekatan survei dilakukan untuk menangkap dominasi penggunaan sumber dana internal pada periode pascakrisis. Survei yang dilakukan pada tahun 2001⁸⁷ menunjukkan bahwa porsi sumber pembiayaan perusahaan yang berasal dana sendiri (*own funds*) mencapai 56%, sementara porsi pembiayaan dari kredit bank 24%, pinjaman luar negeri 5%, penerbitan saham 6% dan penerbitan obligasi 3%. Survei tahun 2002 bahkan

87 Agung, Juda, Bambang Kusmiarso, Erwin G. Hutapea, Bambang Pramono, Andry Prasmuko, Nugroho Joko Prastowo (2001), “*Credit Crunch in Indonesia in the Aftermath of Crisis: Facts, Causes and Policy Implications*”. Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia, hal. 48



Grafik 4.17 Sumber Pembiayaan Investasi Perusahaan

menunjukkan terjadinya peningkatan porsi penggunaan dana internal menjadi sebesar 60,7%, sementara porsi pembiayaan dari kredit bank turun menjadi 20,7%.⁸⁸ Dominasi pembiayaan dari sumber dana internal masih terus berlangsung hingga saat ini, terlihat dari hasil survei Bank Indonesia pada tahun 2009 dimana porsi penggunaan sumber dana internal masih pada kisaran 60%, sementara porsi pembiayaan dari bank dalam negeri tetap pada kisaran 21% (Grafik 4.17).⁸⁹

■ Pembentukan Modal Tetap Bruto (PMTB)

Perubahan porsi sumber pembiayaan ekonomi di atas dikonfirmasi pula oleh analisis dengan pendekatan PMTB yang memperlihatkan secara jelas penurunan porsi pembiayaan kredit bank dan peningkatan porsi pembiayaan dari dana internal. Sebelum krisis, porsi kredit bank mencapai 31,8%, sementara porsi dana internal hanya sebesar 12,4%. Komposisinya berubah menjadi sebesar 16,1% untuk porsi kredit bank dan 46,0% untuk dana internal pada tahun 2008 (Tabel 4.2). Walaupun fungsi intermediasi perbankan telah membaik seiring dengan pemulihan ekonomi pascakrisis, namun peningkatan porsi pembiayaan kredit bank masih jauh di bawah porsi sebelum krisis. Momen peningkatan harga saham yang terjadi pada periode tahun 2005 sampai dengan pertengahan tahun 2008 juga belum dimanfaatkan secara optimal oleh perusahaan sehingga peningkatan porsi pembiayaan dari penerbitan saham relatif kecil.

■ Neraca Arus Dana (NAD)

Relatif rendahnya porsi kredit bank dalam pembiayaan perekonomian juga terlihat pada analisis data NAD yang memotret keterkaitan transaksi finansial antar berbagai sektor ekonomi, baik sektor domestik maupun sektor luar negeri dalam pembiayaan kegiatan ekonominya. Statistik NAD menyajikan transaksi finansial dari delapan kategori pelaku ekonomi, yaitu otoritas moneter, bank, lembaga keuangan bukan bank, rumah tangga, Pemerintah, BUMN, bisnis dan luar negeri. Data NAD tahun 2005-

88 Kusmiarso, Bambang, Elisabeth Sukawati, Sudiro Pambudi, Dadal Angkoro, Andry Prasmuko, Iss Savitri Hafidz (2002), “*Interest Rate Channel of Monetary Transmission in Indonesia*,” *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia*. Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia, hal. 60

89 Bank Indonesia (2009), Survei *Adhoc* Tahun 2009 “Kondisi Ketenagakerjaan, Keuangan dan Pembiayaan Perusahaan,” Direktorat Statistik Ekonomi dan Moneter, Bank Indonesia.

Tabel 4.2 Perkembangan Sumber Pembiayaan Investasi di Indonesia

triliun rupiah

Keterangan	1995	2000	2005	2007	2008
PMTB (Investasi Nominal)	129,2	275,9	655,9	983,8	1.369,6
Sumber Pembiayaan:					
1. Pemerintah*	33,6	29,2	77,3	133,7	181,3
2. Kredit Perbankan**	41,1	27,9	80,7	151,8	220,7
3. Luar Negeri***	27,5	84,7	170,4	203,6	244,1
- FDI, <i>equity capital & RE</i>	6,2	8,1	76,2	69,2	67,9
- FDI, <i>loan disbursement</i>	7,4	17,8	16,0	50,0	81,4
- Other, <i>loan disbursement</i>	13,9	58,9	78,3	84,4	94,8
4. Penerbitan Saham	8,9	19,4	10,2	47,3	78,9
5. Penerbitan Obligasi	2,0	5,6	8,2	31,3	14,2
6. Dana Internal****	16,1	109,1	309,2	416,1	630,4
Total	129,2	275,9	655,9	983,8	1.369,6
PORSI SUMBER PEMBIAYAAN					
1. Pemerintah*	26,0%	10,6%	11,8%	13,6%	13,2%
2. Kredit Perbankan**	31,8%	10,1%	12,3%	15,4%	16,1%
3. Luar Negeri***	21,3%	30,7%	26,0%	20,7%	17,8%
- FDI, <i>equity capital & RE</i>	4,8%	2,9%	11,6%	7,0%	5,0%
- FDI, <i>loan disbursement</i>	5,7%	6,4%	2,4%	5,1%	5,9%
- Other, <i>loan disbursement</i>	10,8%	21,3%	11,9%	8,6%	6,9%
4. Penerbitan Saham	6,9%	7,0%	1,5%	4,8%	5,8%
5. Penerbitan Obligasi	1,6%	2,0%	1,2%	3,2%	1,0%
6. Dana Internal****	12,4%	39,5%	47,1%	42,3%	46,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Ket:

* data investasi pemerintah, diolah dari APBN

** delta kredit investasi (KI) dan kredit modal kerja (KMK)

*** realisasi penarikan invetasi langsung (FDI) dan ULN, data balance of payment (BoP)

**** dana internal merupakan residual yang berasal dari laba ditahan, tambahan modal, dll

2007 menunjukkan bahwa investasi nonfinansial dalam perekonomian Indonesia didominasi oleh sektor bisnis (perusahaan swasta) dengan porsi rata-rata sebesar 69,7%, diikuti oleh pemerintah 12,7%, perusahaan pemerintah (BUMN) 8,8% dan rumah tangga 8,2% (Grafik 4.18). Di sisi sumber dana, pembiayaan sektor bisnis dan BUMN (termasuk kegiatan noninvestasi) pada tahun 2007 didominasi oleh modal saham dan penyertaan, serta dari tabungan. Sementara itu porsi pembiayaan dari kredit bank hanya sebesar 18% untuk sektor bisnis, 7% untuk BUMN dan 15% untuk rumah tangga (Grafik 4.19).

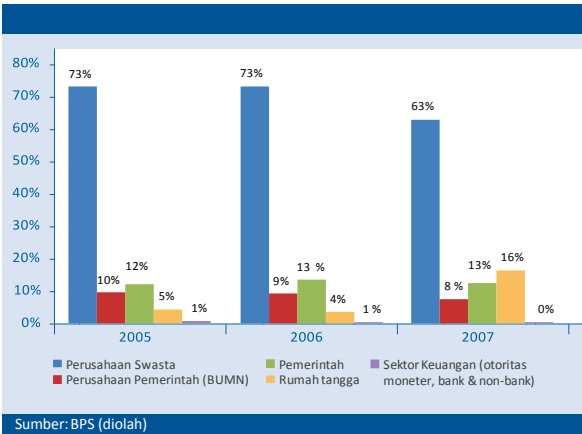
Dari analisis data NAD ditemukan perilaku yang menarik. Sektor bisnis melakukan penyesuaian portofolionya untuk membiayai kegiatan usahanya pada saat perekonomian mengalami tekanan. Langkah penyesuaian portofolio

yang dilakukan oleh sektor bisnis antara lain dengan cara (i) mengurangi simpanan dalam valas dan rupiah, (ii) mengurangi penempatan dalam surat berharga jangka pendek, dan (iii) mengurangi penambahan modal. Pengurangan penempatan portofolio sektor bisnis ini menjadi sumber pembiayaan pada saat ekonomi melemah dan sumber pembiayaan lain terbatas.

■ Neraca Perusahaan Publik

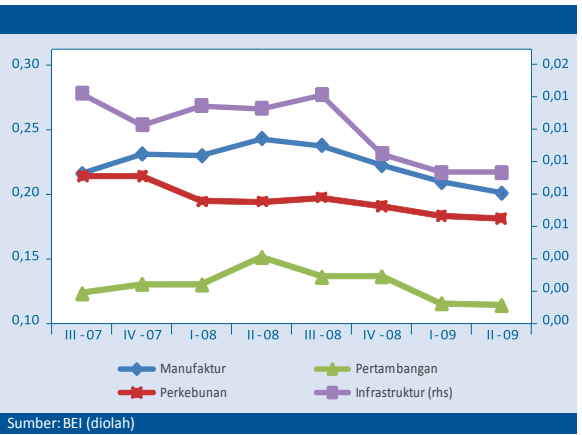
Analisis terhadap neraca perusahaan publik⁹⁰ juga menyimpulkan adanya perilaku perusahaan yang

90 Analisa dilakukan terhadap neraca dari 170 perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode triwulan I 2007 sampai dengan triwulan II 2009.

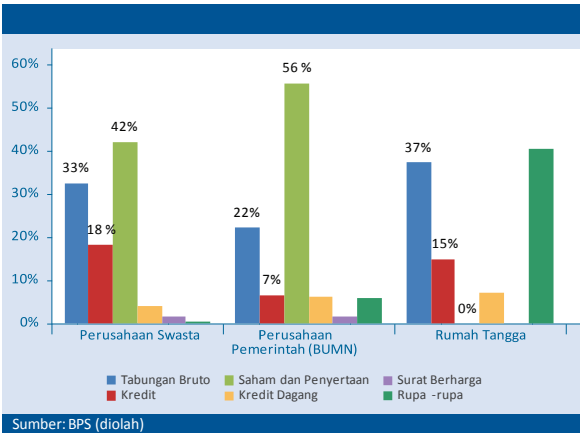


Grafik 4.18 Perkembangan Porsi Investasi Non-Finansial, NAD Tahun 2005-2007

memanfaatkan aset likuid dan laba ditahan sebagai sumber pembiayaan. Hal ini tercermin dari porsi persediaan terhadap total aset yang menunjukkan tren yang menurun serta porsi laba ditahan (*retained earnings*) terhadap total aset yang meningkat. Dari 170 perusahaan yang masuk kategori sektor manufaktur, infrastruktur, pertanian dan pertambangan, porsi persediaannya mengalami penurunan dalam kurun waktu Januari 2007 - Juni 2009 (Grafik 4.20). Selain persediaan yang menurun, perusahaan di sektor manufaktur, pertambangan dan perkebunan juga memanfaatkan laba ditahan sebagai sumber pembiayaan (Grafik 4.21). Pemanfaatan persediaan dan peningkatan laba ditahan merupakan strategi sektor bisnis untuk tetap beroperasi di tengah kondisi perekonomian yang kurang kondusif dan menysiasati kebutuhan pembiayaan dari sumber dana lain yang terbatas. Dengan rasio yang meningkat maka potensi penggunaan laba ditahan dalam pembiayaan perusahaan ke depan akan semakin besar.

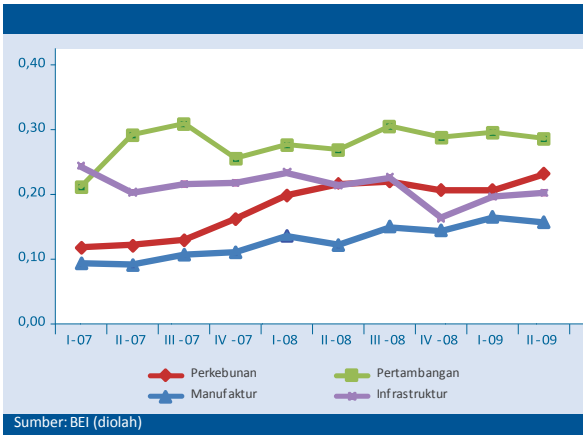


Grafik 4.20 Rasio Persediaan Terhadap Total Aset



Grafik 4.19 Sumber Dana Untuk Pembiayaan Kegiatan Perusahaan dan Rumah Tangga, NAD Tahun 2007

Bertahannya peran pembiayaan dari sumber dana internal hingga saat ini, di satu sisi, dapat mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang bertahan dari krisis mempunyai profitabilitas yang baik sehingga dapat mencukupi kebutuhan pembiayaannya. Namun di sisi lain juga dapat mengindikasikan masih adanya kendala dalam mengakses sumber pembiayaan eksternal, baik kepada bank maupun pasar modal. Hambatan terhadap akses sumber dana eksternal disinyalir sangat terasa pada UMKM, yang utamanya disebabkan oleh faktor administratif, seperti kelayakan laporan keuangan dan faktor kecukupan agunan. Dengan demikian, penggunaan sumber dana internal menjadi sangat dominan pada kelompok tersebut. Terlepas dari hal tersebut, sumber dana internal terbukti mampu menjadi alternatif yang dapat diandalkan dalam pembiayaan kegiatan ekonomi, khususnya pada saat terjadi krisis, sehingga ekonomi masih dapat tumbuh positif.

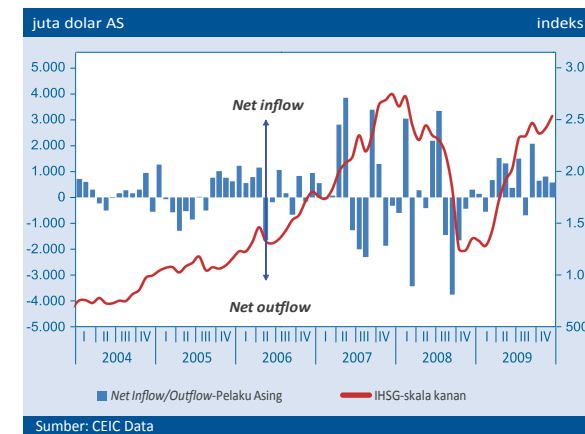


Grafik 4.21 Rasio Laba Ditahan Terhadap Total Aset

Stabilitas Sistem Keuangan dan Makroekonomi di tengah Derasnya Aliran Modal Asing

Dinamika perekonomian global dan domestik menunjukkan adanya keterkaitan yang cukup erat antara kinerja di sektor keuangan dan kondisi makroekonomi. Perkembangan lingkungan ekonomi global pada satu dekade terakhir, yang disertai dengan perubahan yang cepat pada sistem keuangan, telah menciptakan hubungan timbal balik yang semakin kuat antara stabilitas sistem keuangan dan stabilitas makroekonomi. Hal ini tercermin pada saat terjadi krisis keuangan global pada tahun 2008 lalu. Ketidakstabilan di pasar keuangan menimbulkan dampak negatif yang cukup signifikan pada kinerja makroekonomi. Walaupun berbagai inovasi produk keuangan telah memperkaya pilihan investasi maupun mempermudah akses pembiayaan bagi rumah tangga dan korporasi, namun masih adanya ketidaksempurnaan pasar telah menyebabkan kuatnya pengaruh ketidakstabilan sistem keuangan pada stabilitas makroekonomi. Pada saat terjadi krisis, kelemahan ini dapat menjadi pemicu semakin meluasnya dampak krisis di sektor keuangan pada kinerja perekonomian secara keseluruhan.

Cukup kuatnya keterkaitan antara stabilitas sistem keuangan dan stabilitas makroekonomi menunjukkan pentingnya memonitor berbagai indikator di sektor keuangan yang pergerakannya dapat memengaruhi kinerja berbagai indikator makroekonomi. Salah satu indikator pasar keuangan yang dapat mempengaruhi kinerja makroekonomi adalah pergerakan modal investor global. Semakin terintegrasinya pasar keuangan dan tingginya likuiditas global telah mendorong meningkatnya aliran modal ke negara berkembang. Fenomena ini juga didorong oleh kebijakan suku bunga rendah yang diterapkan oleh



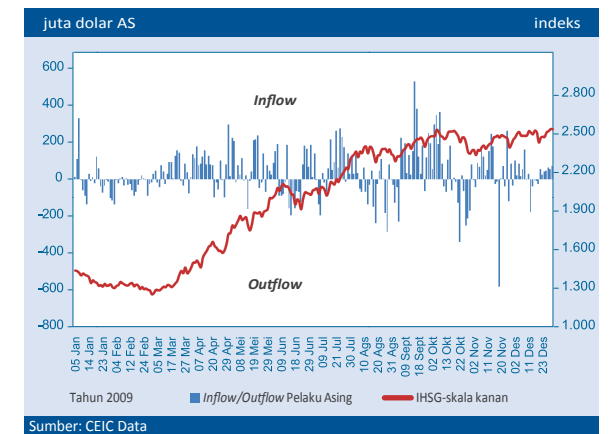
Grafik 4.22 Pergerakan Arus Modal Masuk dan IHSG

beberapa bank sentral, termasuk Federal Reserve, dalam kurun waktu yang cukup lama. Indonesia merupakan salah satu tujuan investasi pemodal global mengingat kondisi stabilitas makroekonomi yang terjaga, pertumbuhan ekonomi yang positif serta imbal hasil yang ditawarkan cukup tinggi dibandingkan dengan negara berkembang lainnya. Di satu sisi, aliran modal masuk berkontribusi dalam meningkatkan stabilitas sistem keuangan. Di sisi lain, aliran modal masuk berpotensi menyebabkan ketidakstabilan sistem keuangan jika terjadi pembalikan arus modal, sehingga dapat mengganggu stabilitas makroekonomi

Untuk kasus Indonesia, derasnya aliran modal asing ke Indonesia memengaruhi kinerja sektor keuangan dan makroekonomi. Di sektor keuangan, aliran modal asing yang meningkat pesat mendorong perbaikan kinerja yang cukup signifikan di sektor keuangan serta menyebabkan nilai tukar rupiah mengalami apresiasi.⁹¹ Pada gilirannya, perkembangan tersebut berkontribusi dalam menurunkan risiko pasar serta menjaga tetap berjalannya fungsi intermediasi perbankan sehingga stabilitas sistem keuangan tetap terpelihara. Penguatan nilai tukar rupiah sebagai akibat derasnya aliran modal masuk turut mendukung terciptanya stabilitas makroekonomi dalam jangka pendek.

Di tengah berbagai kontribusi positif dari aliran modal asing terhadap stabilitas sistem keuangan dan stabilitas makroekonomi, terdapat fenomena yang patut menjadi

91 Paparan detail mengenai pengaruh dinamika aliran modal asing pada perkembangan nilai tukar dan stabilitas moneter pada umumnya disampaikan pada Bab III, Respons Kebijakan Moneter di Tengah Krisis Global, pada laporan perekonomian ini.



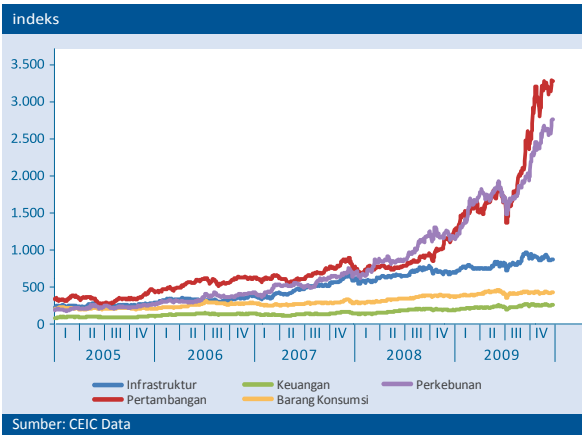
Grafik 4.23 Pergerakan Arus Modal Masuk dan IHSG Harian tahun 2009

perhatian, yaitu meningkatnya harga aset yang sangat pesat, khususnya harga saham. Sebagaimana telah diuraikan di awal tulisan ini, derasnya aliran modal asing yang masuk ke Indonesia telah meningkatkan kinerja pasar keuangan Indonesia, terutama pasar saham (Grafik 4.22 dan Grafik 4.23). Meningkatnya aliran modal asing ke pasar keuangan domestik juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi domestik. Kondisi sosial dan politik yang kondusif serta fundamental ekonomi yang terjaga menimbulkan persepsi positif bagi investor asing. Indonesia merupakan salah satu negara yang dapat mempertahankan pertumbuhan ekonomi yang positif di tengah ancaman resesi yang melanda negara maju pada krisis tahun 2008. Selain itu, tekanan inflasi juga mereda sehingga memberikan ruang bagi Bank Indonesia untuk menurunkan suku bunga kebijakannya ke level 6,50%. Kebijakan penurunan suku bunga oleh BI ini direspons positif oleh pelaku pasar.⁹²

Tingginya aliran modal masuk dan kondusifnya kondisi makroekonomi merupakan faktor utama di balik perkembangan positif di pasar saham. Kinerja pasar saham Indonesia meningkat sebesar 86,98% selama tahun 2009. Sementara itu, dalam kurun waktu 4 tahun terakhir, kinerja IHSG meningkat sebesar 153,38%.⁹³ Kapitalisasi pasar juga meningkat pesat sebesar 189,49%, dari sebesar Rp 676,66 triliun pada tahun 2004 hingga mencapai Rp 1.958,83 triliun pada akhir tahun 2009. Di lihat dari sisi sektoral, peningkatan kinerja yang pesat terjadi di sektor pertambangan dan perkebunan (Grafik 4.24). Peningkatan

92 Hasil pengujian oleh BI menunjukkan penurunan BI rate merupakan salah satu faktor yang memengaruhi pergerakan harga saham dan *yield* SUN.

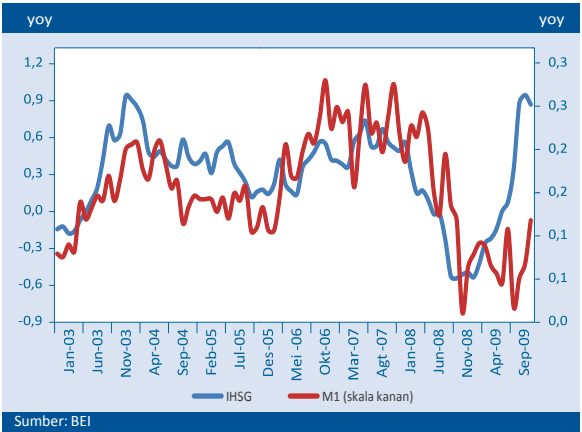
93 Posisi akhir tahun 2004 dibandingkan posisi akhir tahun 2009



Grafik 4.24 Perkembangan Indeks Harga Saham Sektoral

kinerja kedua sektor tersebut didorong oleh peningkatan harga komoditas pertambangan dan perkebunan di pasar internasional. Pelaku pasar mempunyai ekspektasi bahwa perkembangan yang terjadi di pasar internasional akan berdampak positif pada kinerja perusahaan.

Dalam perkembangannya, pengaruh aliran modal pada perkembangan indeks pasar saham terkadang terjadi secara berlebihan. Pembelian saham oleh investor asing seringkali diikuti oleh pelaku pasar domestik sehingga dampaknya terhadap pergerakan harga menjadi berlipat ganda dan indeks menguat tajam. Walaupun pembelian saham oleh investor asing berdampak positif terhadap perkembangan indeks harga saham, namun adakalanya kenaikan harga saham tersebut tidak didukung oleh perkembangan fundamental makroekonomi maupun mikro perusahaan. Hal ini terjadi pada perkembangan di tahun 2009. Pertumbuhan IHSG jauh lebih tinggi dibandingkan perkembangan fundamental makroekonomi,

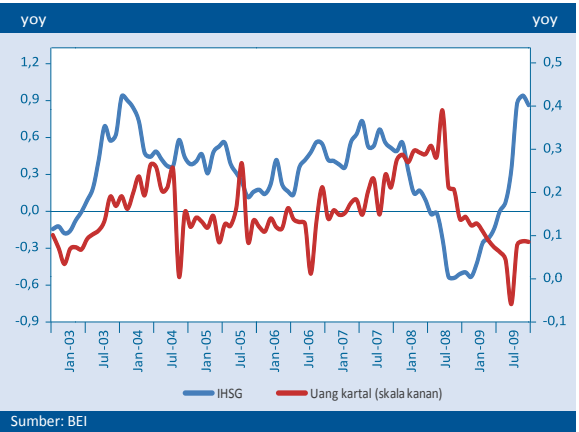


Grafik 4.25 Pergerakan Pertumbuhan IHSG dan M1

yang dicerminkan oleh pertumbuhan M1 dan uang kartal (Grafik 4.25 dan 4.26). Di sisi mikro, pertumbuhan indeks harga yang cukup tajam tidak didukung oleh membaiknya fundamental perusahaan, seperti yang tercermin dari *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA) yang tumbuh negatif untuk beberapa sektor yang mengalami peningkatan yang cukup tajam (Tabel 4.3). Kenaikan harga instrumen di pasar keuangan yang tajam tanpa dilandasi oleh faktor fundamental yang cukup kuat dikhawatirkan akan memunculkan fenomena penggelembungan harga aset (*asset price bubble*) dan berpotensi menimbulkan krisis yang baru pada saat gelembung tersebut pecah.

Indikasi penggelembungan harga saham terjadi dalam beberapa periode. Dalam kurun waktu 5 tahun terakhir, indikasi penggelembungan harga terlihat sejak pertengahan tahun 2003. Hasil pengamatan perkembangan pasar saham pada periode tahun 2003-2006 menunjukkan indikasi penggelembungan harga bersifat cukup persisten walaupun tidak bersifat eksplosif.⁹⁴ Indikasi penggelembungan harga tersebut terus berlanjut pada tahun 2007, sebelum kemudian mulai pecah pada awal tahun 2008 dan mencapai dasarnya pada Oktober 2008 pasca bangkrutnya Lehman Brothers. Hasil pengujian empiris menunjukkan indikasi dari hal tersebut⁹⁵ (Grafik 4.27). Kekhawatiran adanya potensi penggelembungan harga aset kembali muncul pada pertengahan tahun 2009 setelah pasar saham

94 Pengujian dilakukan dengan metode *autoregressive* dan *unobserve component*.
95 Potensi penggelembungan harga aset diukur dengan menggunakan pendekatan Model Struktural Dinamis *Autoregressive Distributed Lag* / ADL(1,1), dengan periode pengamatan Jan 2003 – Nov 2009.



Grafik 4.26 Pergerakan Pertumbuhan IHSG dan Uang Kartal

Tabel 4.3 Pertumbuhan Indeks Sektoral dan EBITDA

SEKTOR	2009 - 2008		2008 - 2007	
	Pertumbuhan EBITDA	Pertumbuhan Indeks	Pertumbuhan EBITDA	Pertumbuhan Indeks
Aneka Industri	6,46	179,84	67,26	-54,34
Pertambangan	-32,79	151,06	49,11	-72,85
Barang Konsumsi	25,77	105,39	39,34	-26,04
Industri Dasar	-11,38	102,93	73,65	-43,89
Perkebunan	-78,95	90,81	-87,76	-64,75
Perdagangan	5,49	85,91	25,29	-62,32
Keuangan	0,00	70,94	0,00	-33,85
Infrastruktur	10,42	48,57	-7,32	-46,79
Properti	-20,27	41,85	30,59	-59,17

Sumber : BEI (diolah)

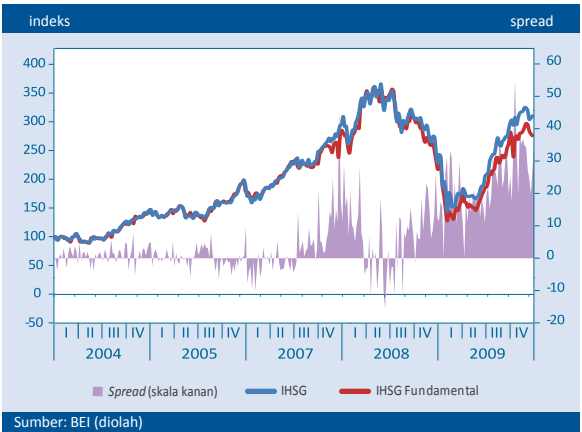
Indonesia mengalami peningkatan yang sangat tajam. Namun demikian, indikasi penggelembungan harga aset mereda menjelang akhir tahun 2009. Kenaikan IHSG yang cukup pesat dimanfaatkan oleh pelaku pasar untuk merealisasikan keuntungan. Pelaku pasar tercatat melakukan aksi *profit taking* pada beberapa periode selama tahun 2009 sehingga koreksi yang terjadi menurunkan risiko pecahnya gelembung kenaikan harga aset.

Indikasi penggelembungan harga saham pada tahun 2009 juga terlihat dari indikator teknikal *Price Earning Ratio* (PER) pasar saham Indonesia. PER Indonesia pada akhir tahun 2009 mencapai 28,1, berada di atas rata-rata tahun 2009 sebesar 23,3 dan jauh di atas rata-rata historis 5 tahun terakhir sebesar 17,00. PER Indonesia juga lebih tinggi dibandingkan dengan PER pasar saham di kawasan regional, kecuali China. Apabila dilihat lebih jauh, secara sektoral indikasi penggelembungan terjadi pada pergerakan harga saham sektor pertambangan dan sektor keuangan seiring dengan optimisme pemulihan ekonomi dunia dan meningkatnya harga komoditas global.

Indikasi penggelembungan harga aset keuangan juga terjadi di negara lainnya. Pemulihan pasar keuangan yang lebih cepat dibandingkan pemulihan sektor riil menunjukkan adanya kenaikan harga aset yang berlebihan. Namun demikian, fenomena kenaikan harga aset sektor keuangan di negara maju pada tahun 2009 diperkirakan memiliki risiko yang terbatas apabila gelembung harga aset itu pecah. Hal ini dikarenakan kenaikan harga aset keuangan yang terjadi di negara maju

saat ini tidak didukung oleh adanya *credit boom bubble* sehingga apabila gelembung tersebut pecah, dampaknya terhadap sektor keuangan tidak signifikan.⁹⁶ Lain halnya dengan negara berkembang, seperti China dan India. Kenaikan harga aset yang terjadi di negara berkembang salah satunya dipicu stimulus fiskal Pemerintah dan meningkatnya penyaluran kredit, seperti yang terjadi di China. Oleh karena itu, risiko pecahnya gelembung harga aset perlu diwaspadai karena dapat berdampak negatif

96 Mishkin menyebutkan bahwa *credit boom bubble* adalah kondisi dimana ekspektasi yang berlebihan terhadap prospek perekonomian atau adanya perubahan struktural di pasar keuangan akan mendorong penyaluran kredit secara berlebihan. Dana kredit yang digunakan untuk membeli aset kredit akan menyebabkan harga aset meningkat pesat dan meningkatnya permintaan kredit akan membuat bank cenderung menurunkan standar penyaluran kredit seperti yang terjadi sebelum tahun 2007 lalu (Mishkin, Frederic (2009), “*Not all bubbles present a risk to the economy*”, Financial Times, November 29).



Grafik 4.27 IHSG, IHSG Fundamental dan Spread

terhadap sektor keuangan. Pecahnya gelembung harga aset di China akan berdampak terhadap pembalikan arus modal dari negara berkembang di kawasan Asia ke negara maju seperti AS, mengingat pasar keuangan kawasan Asia memiliki keterkaitan yang sangat erat.

Di tengah indikasi adanya penggelembungan harga saham, dampak negatifnya terhadap sektor keuangan domestik diperkirakan minimal apabila terjadi koreksi yang tajam seperti yang terjadi pada triwulan IV 2008. Kenaikan harga saham yang pesat di pasar saham domestik lebih banyak dipicu oleh derasnya aliran modal asing, sementara keterlibatan sektor perbankan dalam perdagangan saham sangat terbatas. Risiko sistemik di sektor keuangan cenderung meningkat apabila kenaikan harga aset dibiayai melalui kredit bank dan aset yang dibeli dijadikan jaminan kredit. Pada kondisi ini, kenaikan harga aset cenderung akan memicu pertumbuhan kredit, seperti yang terjadi di negara maju sebelum krisis *subprime mortgage* muncul. Merosotnya harga aset secara tajam berpotensi meningkatkan eksposur neraca perbankan atas kredit yang disalurkan untuk pembelian aset tersebut. Di Indonesia, harga aset yang terindikasi mengalami penggelembungan hanyalah harga saham dan meningkatnya harga saham diduga bukan dibiayai oleh kredit bank. Adanya ketentuan

Bank Indonesia yang melarang perbankan untuk melakukan transaksi pembelian saham di pasar modal menjadikan pengaruh dari pergerakan saham terhadap kinerja sektor perbankan relatif minimal.

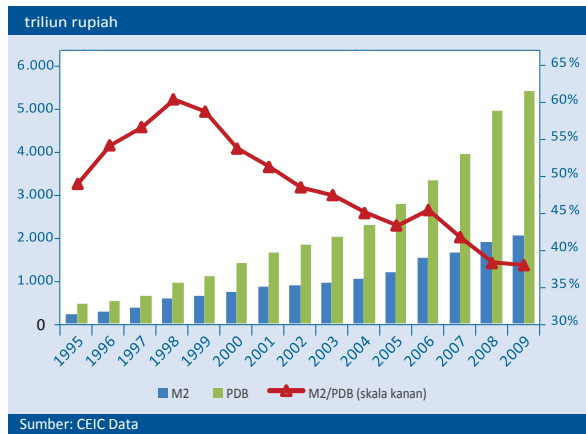
Walaupun indikasi penggelembungan harga saham mulai mereda pada akhir tahun 2009 serta dampak pecahnya gelembung harga saham pada stabilitas sektor keuangan diperkirakan relatif minimal, namun fenomena ini tetap perlu dicermati secara seksama. Terjadinya penggelembungan harga saham meningkatkan kompleksitas upaya menjaga stabilitas sistem keuangan dan stabilitas makro secara keseluruhan. Selain itu, kenaikan harga aset yang dipicu oleh aliran modal asing yang bersifat jangka pendek sangat rentan terhadap koreksi apabila terjadi pembalikan arus modal. Ketidakstabilan di pasar saham paling mudah diamati oleh investor asing yang dapat menimbulkan sentimen negatif secara umum di pasar modal Indonesia, serta dapat menyebabkan kepanikan. Koreksi yang signifikan di pasar keuangan akibat pembalikan arus modal asing akan memengaruhi sistem perbankan dan pergerakan nilai tukar sehingga berdampak terhadap stabilitas sistem keuangan dan menurunkan kinerja ekonomi.

Pendalaman Sektor Keuangan dan Pengembangan Instrumen

4.4

Pendalaman sektor keuangan merupakan salah satu langkah penting dalam upaya mengembangkan pasar keuangan suatu negara. Dari sisi dunia usaha, pasar keuangan yang dalam diharapkan dapat memfasilitasi peningkatan aktivitas ekonomi dengan tersedianya berbagai alternatif pembiayaan. Dari sisi investor, pasar keuangan yang dalam memberikan beragam pilihan instrumen investasi sehingga mereka dapat mengoptimalkan imbal hasil dari investasinya. Namun demikian, pendalaman sektor keuangan harus dilakukan secara terukur dan hati-hati. Pengalaman krisis keuangan tahun 2008 lalu memberikan pelajaran bahwa pendalaman pasar keuangan tanpa disertai rambu-rambu pengaturan yang jelas dapat mengganggu kestabilan sistem keuangan.

Untuk kasus Indonesia, upaya pendalaman sektor keuangan sedang dilakukan. Sektor keuangan Indonesia masih dapat dianggap dangkal (*shallow*) dibanding beberapa negara utama di kawasan Asia. Kedangkalan sektor keuangan Indonesia ini disebabkan oleh terbatasnya alternatif investasi dan pembiayaan, fasilitas untuk lindung nilai (*hedging*), serta fasilitas mengurangi risiko (asuransi). Di satu sisi, kondisi sektor keuangan yang dangkal memungkinkan Indonesia meminimalisir dampak krisis keuangan global tahun 2008. Sektor keuangan Indonesia yang memiliki eksposur terbatas pada *structured products*, termasuk *subprime mortgage*, menjadikan sistem keuangan Indonesia sedikit terisolasi dari tekanan depresiasi nilai aset *structured products*. Di sisi lain, keterbatasan alternatif investasi yang disertai dengan munculnya perilaku ikutan (*herding behavior*)

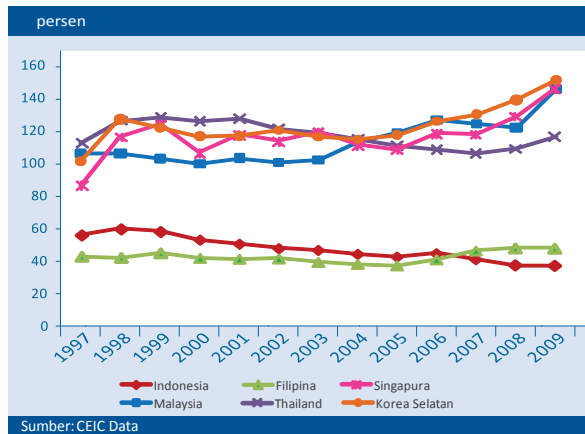


Grafik 4.28 Rasio M2/PDB Indonesia

pelaku pasar, seringkali mengakibatkan harga-harga aset dengan mudah mengalami guncangan sehingga ketidakpastian dalam berinvestasi di sektor keuangan menjadi tinggi. Dengan ketidakpastian yang tinggi, sektor keuangan yang dangkal mudah ditinggalkan oleh pelaku pasar. Keterbatasan alternatif investasi di sektor keuangan juga berdampak terhadap pengelolaan likuiditas perbankan. Perbankan cenderung menempatkan kelebihan dananya di Bank Indonesia. Namun demikian, belajar dari pengalaman krisis keuangan tahun 2008, perangkat peraturan-peraturan prudensial harus dipersiapkan terlebih dahulu dan upaya pendalaman pasar harus dilakukan secara terukur dan hati-hati agar sektor keuangan Indonesia mendapatkan manfaat dari pendalaman sektor keuangan dan meminimalisir risiko dari perilaku *moral hazard* pelaku pasar.

Masih dangkalnya sektor keuangan Indonesia tercermin pada beberapa indikator. Perkembangan rasio M2/PDB, sebagai salah satu indikator kedalaman sektor keuangan, terus menunjukkan penurunan sejak krisis 1997/1998.⁹⁷ Krisis keuangan global yang berpengaruh pada sektor keuangan domestik terlihat semakin menurunkan rasio tersebut (Grafik 4.28). Hal ini menunjukkan sektor keuangan Indonesia mengalami pendangkalan dibandingkan dengan sektor keuangan negara-negara kawasan Asia lainnya. Pada akhir tahun 2009, rasio M2/PDB Indonesia mencapai 38,0%, di bawah Filipina yang

⁹⁷ Indikator yang lazim digunakan untuk melihat kedalaman sektor keuangan adalah rasio kewajiban likuid dari sistem keuangan terhadap produk domestik bruto, dalam hal ini M2/PDB (King dan Levine, 1993). Kewajiban likuid tersebut terdiri atas uang kartal yang beredar ditambah dengan simpanan (*interest bearing liabilities*) yang dihipunkan oleh bank maupun lembaga keuangan non-bank, yang secara statistik dilaporkan dalam *broad money* (M2 atau M3).

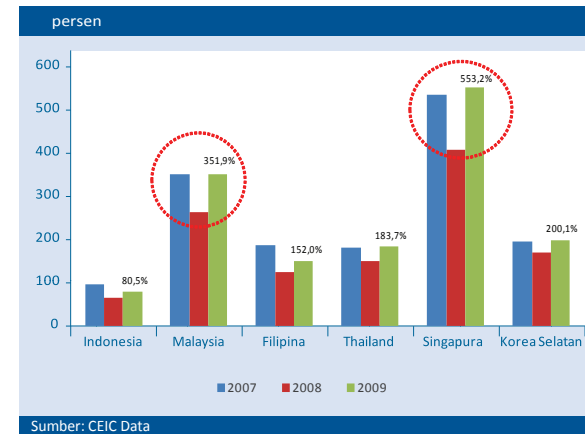


Grafik 4.29 Rasio M2/PDB Negara Kawasan

mengalami peningkatan dalam beberapa tahun terakhir. Pendangkalan tersebut membuat *gap* pendalaman sektor keuangan dengan negara-negara kawasan, seperti Malaysia, Thailand, Singapura, dan Korea Selatan (Grafik 4.29). Sementara itu, indikator rasio aset sektor keuangan terhadap PDB juga menunjukkan rendahnya pendalaman sektor keuangan Indonesia dibandingkan dengan negara satu kawasan (Grafik 4.30). Untuk mempermudah komparasi, maka aset sektor keuangan hanya diwakili oleh total aset bank dan nilai kapitalisasi pasar modal

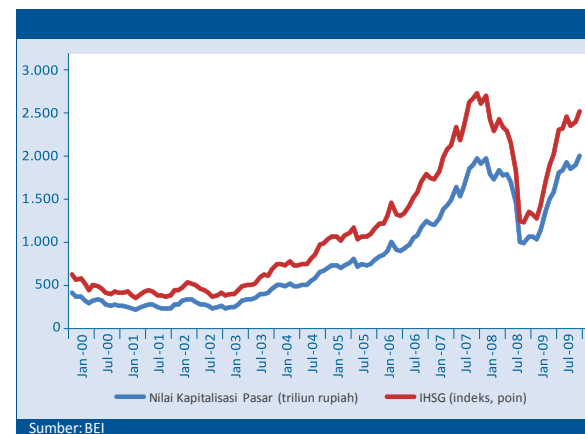
Terdapat dua faktor utama yang menyebabkan dangkalnya sektor keuangan Indonesia, yakni (i) rendahnya intermediasi yang dilakukan oleh institusi-institusi di sektor keuangan, dan (ii) rendahnya pemanfaatan pasar modal dalam pembiayaan investasi. Terbatasnya kapasitas pembiayaan bank membuat rasio kredit terhadap PDB Indonesia relatif rendah jika dibandingkan dengan negara lain (Grafik 4.31). Rendahnya penyaluran kredit akan berlanjut bila bank berperilaku *risk averse* dan membatasi penyaluran kredit, sehingga rasio pinjaman terhadap simpanan (*Loan to Deposit Ratio* atau LDR) juga menjadi rendah. Bagi bank yang mempunyai LDR tinggi, hadirnya instrumen penghimpunan dana non-DPK, seperti penerbitan obligasi dan instrumen derivatif yang dapat meningkatkan likuiditas bank, seperti penerbitan efek beragun aset (*Asset Backed Securities* atau ABS), dapat meningkatkan kapasitas intermediasi bank.

Dapat dikemukakan bahwa relatif rendahnya minat perusahaan di Indonesia dalam menerbitkan saham dan obligasi sebagai salah satu sumber pembiayaan berdampak pada kurangnya instrumen investasi yang tersedia bagi investor. Tekanan permintaan yang tinggi

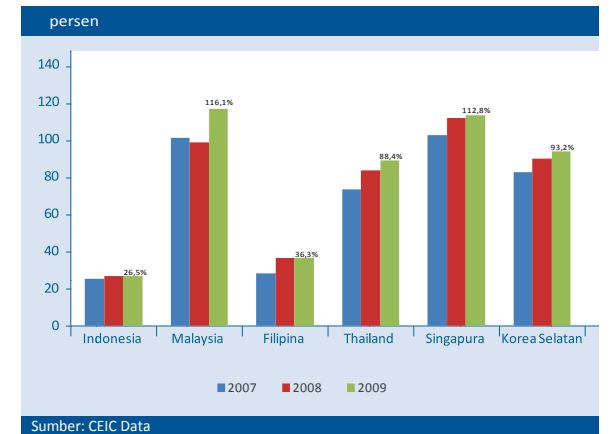


Grafik 4.30 Rasio Aset Sektor Keuangan terhadap PDB

atas instrumen investasi saham yang tidak diimbangi oleh jumlah penawaran yang memadai akan menciptakan gelembung harga (*price bubble*) yang akan berdampak negatif, atau bahkan memicu krisis jika gelembung tersebut pecah. Hal ini tercermin dari hubungan antara nilai kapitalisasi pasar dengan indeks harga saham yang mengindikasikan bahwa peningkatan nilai kapitalisasi pasar saham yang lebih didorong oleh peningkatan harga, bukan oleh peningkatan volume saham (Grafik 4.32). Sementara itu, di pasar obligasi, pemerintah telah menerbitkan obligasi (SUN) dalam jumlah yang besar, terutama untuk program rekapitalisasi perbankan, namun rasionya terhadap PDB masih relatif kecil jika dibandingkan dengan Filipina, Malaysia dan Thailand (Grafik 4.33). Bahkan, untuk obligasi korporasi, rasio tersebut sangat jauh tertinggal bila dibandingkan dengan Malaysia dan Thailand.

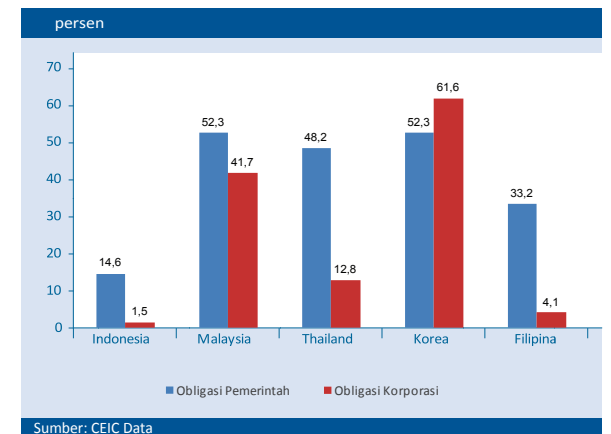


Grafik 4.32 Perkembangan Nilai Kapitalisasi Pasar Saham dan IHSG

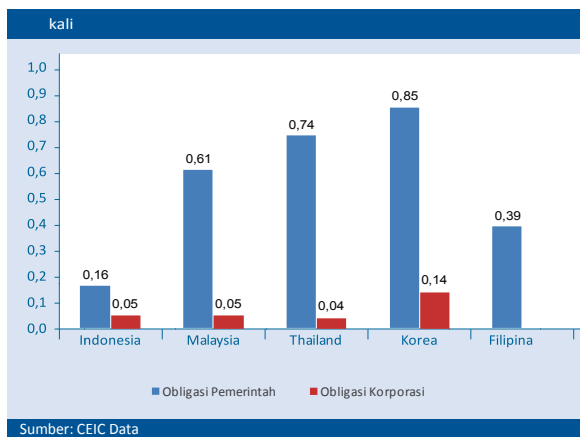


Grafik 4.31 Rasio Kredit Bank terhadap PDB

Pasar keuangan yang dangkal juga mengakibatkan pasar keuangan cenderung kurang likuid. Keterbatasan instrumen investasi mengakibatkan investor kurang aktif dalam melakukan transaksi sehingga pasar menjadi tidak likuid. Kondisi inilah yang dialami oleh pasar keuangan Indonesia. Tipisnya likuiditas terjadi tidak hanya di pasar obligasi, namun juga di pasar saham. Di pasar obligasi, likuiditas pasar obligasi Indonesia relatif rendah dibandingkan dengan negara lain di kawasan regional Asia, baik untuk obligasi pemerintah maupun obligasi swasta. Kondisi ini ditunjukkan oleh dua indikator likuiditas, yaitu *turn over ratio* transaksi obligasi dan volume perdagangan obligasi. Asesmen pada September 2009 menunjukkan bahwa *turn over ratio* obligasi Pemerintah Indonesia hanya mencapai 0,16, jauh dibawah Malaysia dan Thailand, yang masing-masing mencapai 0,61 dan 0,74. Sementara itu, untuk obligasi korporasi, *turn over ratio* obligasi korporasi Indonesia relatif sama dengan Malaysia



Grafik 4.33 Rasio Outstanding Obligasi terhadap PDB

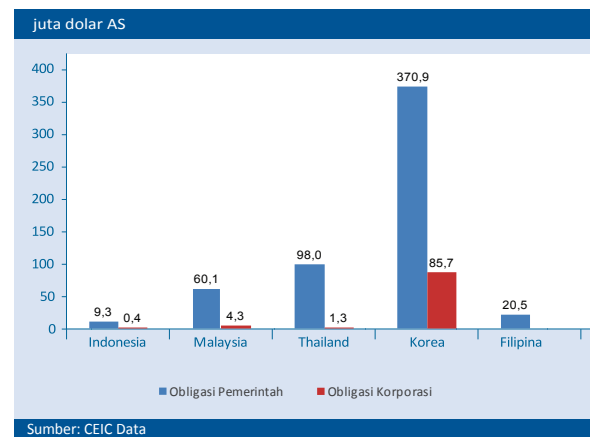


Grafik 4.34 Turn Over Ratio Pasar Obligasi di Kawasan Asia

dan Thailand (Grafik 4.34). Indikator volume perdagangan pasar obligasi Indonesia juga menunjukkan likuiditas yang masih rendah (Grafik 4.35), baik untuk obligasi pemerintah maupun obligasi swasta.

Likuiditas pasar yang rendah juga terjadi di pasar saham yang dicerminkan oleh rasio antara kapitalisasi pasar saham terhadap PDB. Berdasarkan pengamatan, likuiditas di pasar saham Indonesia dalam kurun waktu tiga tahun terakhir merupakan yang terendah dibandingkan negara lainnya di kawasan Asia. Rasio kapitalisasi pasar saham dibandingkan dengan PDB Indonesia masih dibawah 50%, jauh tertinggal dibandingkan negara tetangga Singapura dan Malaysia yang bahkan sudah diatas 100%.

Dengan memperhatikan potret kedangkalan sektor keuangan yang sedang terjadi maka upaya untuk memperdalam pasar keuangan di Indonesia harus senantiasa dilakukan. Pasar keuangan yang dalam dapat mendorong lebih banyak investor untuk menanamkan dananya di pasar keuangan sehingga dapat berdampak



Grafik 4.35 Volume Perdagangan Pasar Obligasi di Kawasan Asia

positif terhadap pembiayaan ekonomi. Hal ini dapat dilakukan dengan memperkaya instrumen investasi, seperti instrumen berjangka panjang maupun instrumen *structured product* dan *derivative product* yang dapat digunakan sebagai instrumen *hedging* atau sebagai asuransi transaksi keuangan. Memperdalam pasar keuangan juga dapat dilakukan sebagai upaya untuk menarik akses likuiditas di perekonomian dan memperkecil risiko gangguan terhadap stabilitas sistem keuangan yang berasal dari gejolak nilai tukar maupun fluktuasi di pasar saham atau obligasi. Namun, untuk meminimalisir dampak negatif pendalaman pasar keuangan, perlu diikuti oleh perangkat peraturan mikroprudensial untuk institusi keuangan.

Penutup

4.5

Dinamika di pasar keuangan dan sektor perbankan tahun 2009 menunjukkan bahwa kestabilan sistem keuangan Indonesia masih tetap terjaga. Membaiknya kinerja pasar keuangan dan resiliensi perbankan domestik merupakan beberapa faktor yang menunjang ketahanan sistem keuangan Indonesia. Hal ini tidak terlepas dari perbaikan fundamental di sistem keuangan yang dilakukan pascakrisis keuangan tahun 1997/1998 serta berbagai langkah kebijakan yang diambil untuk mengatasi dampak negatif dari krisis terhadap sistem keuangan domestik.

Namun, di tengah sistem keuangan yang cukup stabil tersebut, masih terdapat beberapa tantangan yang berpotensi mengganggu kestabilan sistem keuangan ke depan, yaitu terkait dengan derasnya aliran modal asing yang berpotensi membentuk penggelembungan harga aset keuangan dan masih dangkalnya sektor keuangan domestik.

Untuk mengatasi permasalahan tersebut, perlu dilakukan upaya pendalaman dan pelebaran pasar keuangan (*financial deepening* dan *financial broadening*). Upaya ini terkait dengan pengembangan produk-produk pasar keuangan yang ditujukan untuk melakukan diversifikasi sehingga tersedia instrumen-instrumen keuangan yang dapat digunakan untuk investasi jangka pendek hingga menengah, perlindungan nilai terhadap transaksi keuangan yang menggunakan valuta asing, serta pendistribusian risiko.

Pengembangan produk-produk pasar keuangan diharapkan dapat meminimalisir dampak negatif dari

derasnya aliran modal asing seiring dengan lebih banyaknya alternatif investasi yang tersedia di pasar keuangan. Sementara itu, produk pasar uang jangka pendek dapat dikembangkan untuk menciptakan kompetisi yang sehat bagi sistem keuangan Indonesia dalam hal pembiayaan sektor riil. Dengan adanya pasar uang jangka pendek, diharapkan terdapat alternatif tambahan bagi penempatan dana jangka pendek yang sekaligus dapat dimanfaatkan untuk pembiayaan dalam jangka pendek. Dalam hal ini, pasar uang jangka pendek ini juga dapat mendukung pengelolaan likuiditas jangka pendek di sistem keuangan.

Selain itu, pengembangan produk-produk keuangan ini juga perlu ditujukan untuk memperlebar akses pada pembiayaan bagi berbagai kalangan usaha dan masyarakat. Indonesia sudah memiliki sejarah yang panjang dalam memberikan perhatian khusus pada usaha mikro, kecil dan menengah. Untuk itu, peran serta rumah tangga pada sektor keuangan perlu dikedepankan dengan meningkatkan eksposurnya pada produk-produk pasar keuangan. Hal ini dapat dilakukan dengan meningkatkan edukasi pada masyarakat tentang produk-produk keuangan yang dapat dimanfaatkannya beserta semua kemungkinan risiko yang perlu diketahuinya. Peningkatan edukasi keuangan ini akan meningkatkan penerapan disiplin pasar. Sementara itu, peningkatan peran serta rumah tangga di sistem keuangan akan meningkatkan efisiensi alokasi sumber daya keuangan di perekonomian.

Pengembangan produk-produk keuangan selayaknya juga diiringi dengan penerapan peraturan-peraturan prudensial. Penerapan peraturan-peraturan ini ditujukan untuk menghindari pemanfaatan produk-produk tersebut untuk tujuan yang spekulatif serta hanya mementingkan perolehan keuntungan yang sebesar-besarnya.

Adanya beberapa hal yang membutuhkan perhatian di atas, ditambah dengan kebutuhan mengantisipasi perkembangan sistem keuangan, semakin meningkatkan kebutuhan untuk melakukan pemantauan makroprudensial (*macroprudential surveillance*) yang baik serta penguatan koordinasi kebijakan di bidang pengaturan dan pengawasan sistem keuangan (Lihat Boks: 4.1 Krisis keuangan global dan struktur pengawasan sektor keuangan). Untuk itu peran Bank Indonesia sebagai regulator sistemik (*systemic regulator*) menjadi sangat dibutuhkan. Peran ini terutama terkait dengan tugas Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas moneter dan stabilitas sistem keuangan. Dengan peran sebagai regulator sistemik ini, maka kebijakan di bidang stabilitas sistem keuangan dapat lebih efektif. Sementara itu, untuk mengantisipasi potensi risiko yang terjadi di sistem keuangan, perangkat penataan tata cara penanganan krisis (*crisis management protocol*) harus tersedia.

Selain itu, kebutuhan untuk memperoleh keseimbangan antara kelangsungan fungsi intermediasi sementara menjaga kondisi risiko-risiko dalam sistem keuangan tetap terkendali mendorong Bank Indonesia untuk mengimplementasikan kebijakan perbankan yang berbasis pemberian insentif dan disinsentif.⁹⁸ Insentif ditujukan untuk mendorong pemberian kredit, sedangkan disinsentif diberikan untuk meminimalkan perilaku ambil risiko yang berlebihan. Rancangan kebijakan yang mengandung insentif dan disinsentif ini memanfaatkan adanya hubungan antara tujuan makroekonomi, makroprudensial dan mikroprudensial. Rancangan kebijakan seperti ini diharapkan dapat mengurangi perilaku prosiklikal dari bank sehingga dapat menciptakan sistem perbankan yang sehat serta berkontribusi positif pada pembangunan.

98 Lihat kembali definisi stabilitas sistem keuangan

Boks 4.1: Krisis Keuangan Global dan Struktur Pengawasan Sektor Keuangan

Sejak krisis keuangan global mengemuka pada tahun 2008, banyak negara di dunia mempertimbangkan kembali untuk memberikan peran yang lebih besar kepada bank sentral dalam menjaga stabilitas sistem keuangan.¹ Pertimbangan tersebut didasari oleh meningkatnya jumlah lembaga keuangan yang mengalami kegagalan serta memerlukan tindakan sigap pemerintah dan bank sentral dalam memulihkan stabilitas sistem keuangan. Berdasarkan pengalaman empiris yang dialami oleh Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Korea Selatan, dan Perancis; kegagalan bank ditengarai disebabkan oleh lemahnya penerapan kebijakan *macroprudential* dan kurangnya koordinasi antara otoritas yang menangani pengaturan dan pengawasan di sektor keuangan. Kondisi ini menyebabkan bank sentral yang umumnya berperan sebagai *lender of last resort* (LOLR) terlambat dalam merespons situasi krisis yang memerlukan penanganan segera. Hal ini mengakibatkan biaya penyelamatan sektor keuangan menjadi lebih besar dari yang seharusnya.

1 Pada periode akhir 1990an terdapat kecenderungan yang besar untuk memisahkan fungsi pengawasan perbankan dari bank sentral. Salah satu pelopornya adalah Pemerintah Inggris yang mendirikan *Financial Services Authority* (FSA) pada Oktober 1997.

Peta Pengawasan Sektor Keuangan Dunia

Survei yang dilakukan oleh IMF (2007)² menunjukkan bahwa 60%³ responden, yang sebagian besar merupakan bank sentral, masih diberikan kewenangan untuk melaksanakan fungsi pengawasan perbankan. Hasil survei tersebut juga menunjukkan bahwa hanya sekitar 23% responden yang menjalankan fungsi pengawasan seluruh sektor keuangan secara terkonsolidasi (*consolidated supervision*) mencakup perbankan, pasar modal, dan lembaga keuangan lainnya (Tabel 1). Sementara itu, sebagian besar (58%) responden menyatakan memiliki independensi dalam pelaksanaan tugasnya, baik sebagai *supervisor* maupun sebagai *regulator*.⁴ Untuk pengawas sektor keuangan yang terdapat di bank sentral, survei menunjukkan bahwa terdapat 80% responden yang memiliki independensi dalam menetapkan peraturan.

2 Survei dilakukan terhadap 140 lembaga pengaturan dan pengawasan sektor keuangan di 103 negara di dunia yang dilakukan antara bulan Februari dan April 2007. Besarnya sampel tersebut telah mewakili sekitar 56% dari jumlah negara yang menjadi anggota IMF. Jumlah tersebut juga mewakili sekitar 91% total PDB dunia, sebagaimana data *World Bank's Key Development Data & Statistics* bulan Juni tahun 2006. Sebanyak 68% responden berasal dari negara berkembang, sedangkan 32% diantaranya berasal dari negara maju.

3 Merupakan kombinasi dari responden yang menyatakan mengawasi bank baik secara *unitary* (31%), *integrated* (6%), maupun *consolidated* (23%). Sebanyak 7% responden yang menyatakan melakukan fungsi *integrated supervision* tidak mengawasi perbankan.

4 Definisi independensi di sini adalah kemandirian dalam menggunakan instrumen-instrumen kebijakan yang terbebas dari pengaruh politik maupun pelaku bisnis.

Tabel 1. Bentuk Pengawasan Sektor Keuangan*

No	Format Pengawasan	Jumlah Responden	Persentase
1	Mengawasi bank saja (<i>unitary Supervisor</i>)	44	31
2	Mengawasi perusahaan asuransi saja (<i>unitary supervisor</i>)	16	11
3	Mengawasi perusahaan sekuritas saja (<i>unitary supervisor</i>)	25	18
4	Mengawasi secara terintegrasi (<i>integrated supervisor</i>)	18	13
5	Mengawasi secara terkonsolidasi (<i>consolidated supervisor</i>)	32	23
6	Lainnya	5	4

*J) Novoa, Alicia and Seelig, Steven A. "Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies", IMF Working Paper No. 09/135 (2009)

Struktur Pengawasan Sektor Keuangan: Pengalaman Empiris beberapa Negara

Pada umumnya, desakan untuk membentuk lembaga pengawas jasa keuangan yang independen semakin mengemuka ketika suatu negara mengalami krisis keuangan yang cukup berat dan berkepanjangan. Dalam beberapa hal, keputusan untuk memindahkan tugas pengawasan dari satu institusi ke institusi pengawas jasa keuangan lainnya bahkan cenderung emosional dan sangat dipengaruhi tekanan politik yang hebat ketika krisis keuangan terjadi.

Perkembangan yang kurang menguntungkan setidaknya ditunjukkan pada pengalaman Korea Selatan. Pasca krisis keuangan Asia 1997/1998, Pemerintah Korea Selatan memutuskan untuk memisahkan fungsi pengawasan perbankan dari bank sentral Korea, Bank of Korea (BoK), dengan membentuk *Financial Supervisory Service* (FSS) pada tahun 1999. Walaupun pada awalnya sebagian besar pegawai dan pimpinan FSS berasal dari satuan kerja di BoK yang menangani fungsi pengawasan perbankan, dalam perkembangannya aliran informasi tentang kondisi perbankan dan keuangan yang dapat diakses oleh BoK mengalami hambatan. Faktor penting yang menyebabkan macetnya aliran informasi ini karena tidak terdapat mekanisme kerja dan dasar hukum yang kuat bagi BoK untuk dapat mengakses berbagai informasi yang diperlukan terkait perbankan dan lembaga keuangan di Korea Selatan.

Mempertimbangkan berbagai kelemahan yang mengemuka pasca pemisahan fungsi pengawasan, beberapa waktu terakhir BoK telah mengusulkan kepada Pemerintah untuk mengamandemen undang-undang BoK agar memperoleh kewenangan dan akses informasi terkait perbankan di Korea Selatan. Namun, sejauh ini berbagai upaya BOK tersebut belum mendapat respon dari Parlemen. Permasalahan yang tak kunjung terpecahkan tersebut telah berkontribusi bagi lemahnya antisipasi BoK dan FSS dalam mengatasi pengaruh krisis keuangan global 2008. Pada saat itu BOK sebagai otoritas moneter tidak mendapatkan informasi yang diperlukan dalam rangka menjalankan fungsinya menjaga stabilitas sistem keuangan maupun dalam hal pelaksanaan kebijakan moneternya, sehingga sistem keuangan di Korea Selatan mengalami ketidakstabilan yang cukup berat.

Selain di Korea Selatan, kelemahan otoritas sektor keuangan dalam mengantisipasi dan memitigasi risiko akibat kegagalan sektor keuangan di AS juga dialami oleh negara-negara maju seperti Inggris, Jerman, dan Perancis. Perkembangan terkini di Inggris memperlihatkan adanya kecenderungan untuk mengembalikan fungsi pengawasan bank kepada Bank of England (BoE). Selama krisis keuangan global 2008, BoE dinilai tidak optimal dalam menjalankan tugasnya menjaga stabilitas sistem keuangan dikarenakan tidak memiliki kewenangan mengawasi perbankan. Untuk mencegah terulangnya kegagalan serupa, BoE akan diberi tanggungjawab pengaturan *macroprudential* dan *microprudential* terhadap seluruh bank, *building societies* (semacam Bank Perkreditan Rakyat), dan institusi keuangan penting lainnya. Lembaga Pengawas Jasa Keuangan yang ada (*Financial Services Authority*) akan dialihkan fungsinya menjadi Badan Perlindungan Konsumen (*Consumer Protection Agency*).

Hal tersebut didasari oleh ketidakmampuan otoritas keuangan yang ada di Inggris dalam mengantisipasi potensi kegagalan perbankannya yang memaksa Pemerintah untuk menasionalisasi Northern Rock Bank serta mem-*bailout* Lloyds Tsb Bank dan Royal Bank of Scotland. Pengalaman tersebut menunjukkan bahwa tindakan mencabut kewenangan pengawasan perbankan dari bank sentral bukanlah merupakan jaminan terjaganya stabilitas sistem keuangan. Pengalaman tersebut telah membuat Pemerintah di sejumlah negara semakin meyakini adanya keterkaitan yang sangat erat antara fungsi bank sentral dan pengawasan bank. Fungsi bank sentral sebagai LOLR baru dapat dilakukan secara optimal jika otoritas moneter memiliki kewenangan mengakses informasi secara langsung sehingga diperoleh informasi terkini yang akurat dan lengkap, baik terkait kondisi individual bank maupun industri perbankan secara keseluruhan. Untuk mencapai hal tersebut, bank sentral perlu memiliki kewenangan sebagai pengawas *macroprudential* (*systemic supervision*) sekaligus sebagai pengawas *microprudential* (*supervising individual banks*).

Pengalaman serupa juga terjadi di Jerman. Semenjak Mei 2002 Jerman telah memiliki lembaga pengawas jasa keuangan (*consolidated supervision*) yang dinamakan BaFin, yang mengawasi perbankan, sekuritas, dan asuransi. Namun, krisis yang terjadi pada tahun 2008

lalu telah membuat Pemerintah Jerman berkomitmen untuk mengembalikan tugas pengawasan bank kepada bank sentral, Bundesbank.⁵ Dalam kaitan ini, terdapat tiga opsi yang tengah dipertimbangkan. Pertama, pengawasan bank merupakan departemen tersendiri di Bundesbank. Kedua, BaFin merupakan bagian dari Bundesbank. Ketiga, mengadopsi model *Twin Peaks* dimana Bundesbank akan berperan sebagai pengawas prudensial (*prudential supervisor*).⁶

Perkembangan terbaru terjadi di Perancis. Pada 21 Januari 2010, Otoritas Pengawasan Prudensial (*Prudential Supervisory Authority/PSA*) telah berdiri dengan tugas sebagai pengawas perbankan dan industri asuransi. Walaupun secara hukum merupakan institusi yang terpisah dari Bank Sentral Perancis, sejumlah aturan telah dirancang sehingga menjamin hubungan yang sangat erat antara PSA dan Bank Sentral Perancis, Banque de France (B de F). Aturan tersebut menekankan beberapa hal, antara lain bahwa: (i) seluruh pegawai PSA adalah juga pegawai bank sentral; (ii) PSA memiliki anggaran otonomi di dalam anggaran bank sentral, namun dibiayai melalui setiap kegiatan penilaian dan pengawasan terhadap institusi yang diawasinya; dan (iii) Gubernur Bank Sentral Perancis juga merangkap sebagai Ketua dari lembaga PSA yang baru dibentuk.⁷

Sejalan dengan kecenderungan negara-negara maju untuk mengembalikan fungsi pengawasan bank kepada bank sentral, Federal Reserve (The Fed) telah mempertegas sikapnya untuk mempertahankan fungsi pengawasan bank di bank sentral. Hal ini disampaikan oleh Gubernur The Fed, Ben S. Bernanke kepada *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs* bahwa pengalaman krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008 lalu menjadi pelajaran berharga tentang pentingnya memperkuat sistem pengaturan keuangan sebagai prasyarat mencapai stabilitas ekonomi jangka panjang.

Respons berbagai negara dalam mengatasi dampak krisis keuangan global tersebut sejalan dengan penelitian

5 Lihat artikel “German coalition agrees Bundesbank to take over bank supervision,” Reuter, 8 Oktober 2009.
6 Seelig, Steven A. “Alternative Internatioanl Structure of Financial Sector Supervision and Regulation” Monetary and Capital Market Department, Internatonal Monetary Fund, March 2009.
7 Ibid

Nier (2009).⁸ Nier menyimpulkan bahwa kondisi negara-negara yang memberikan kewenangan pengawasan bank kepada bank sentral cukup baik dalam merespons krisis keuangan global 2008. Selain itu, biaya ekonomi yang ditanggung oleh negara-negara dimana bank sentralnya memiliki kewenangan sebagai pengawas bank ternyata lebih sedikit dibandingkan dengan yang tidak.

Penutup

Berdasarkan pengalaman empiris di berbagai negara, secara umum dapat disimpulkan bahwa tidak ada satu model atau struktur organisasi pengawasan sektor keuangan yang dianggap paling baik dan paling cocok untuk semua negara (*fit for all*). Mengalihkan fungsi pengawasan perbankan dari satu institusi ke institusi lainnya tidak secara otomatis menjamin penyelesaian permasalahan dan memperbaiki sistem pengawasan. Sementara di sisi lain, dalam beberapa waktu terakhir terdapat kecenderungan di sejumlah negara untuk mengembalikan fungsi pengawasan bank kepada bank sentral dalam rangka menjaga stabilitas sistem keuangan.

Dari berbagai pilihan struktur pengawasan sektor keuangan yang tersedia, secara umum terdapat beberapa hal penting sebagai prasyarat terlaksananya fungsi pengawasan sektor keuangan secara efektif. Pertama, apapun struktur pengawasan yang dipilih, bank sentral harus diberikan kewenangan sebagai pengawas makroprudensial baik secara *on-site* maupun *off-site supervision*. Kedua, perlunya mengembangkan sistem dan prosedur yang jelas dan terintegrasi dalam mengantisipasi potensi risiko sistemik. Ketiga, adanya komitmen yang kuat untuk berkoordinasi dan berbagi informasi antar otoritas di sektor keuangan. Keempat, perlunya kejelasan tanggung jawab dan kewenangan dalam melakukan pengawasan dan monitoring terhadap sektor keuangan.

Dalam hal bank sentral melakukan fungsi sebagai makroprudensial dan sekaligus mikroprudensial, diperlukan adanya landasan hukum yang kuat (*adequate legal framework and power*) sebagai dasar pelaksanaan tugas, indipendensi, serta adanya perlindungan hukum (*legal protections*) yang memadai bagi pengambil kebijakan dalam rangka mencapai stabilitas moneter maupun sistem keuangan.

8 Erland Nier, “Financial framework and the Role of Central Bank: Lesson from the Crisis” IMF working Paper, No. 09/70 (2009)

