

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Studi penelitian tentang dampak *spillover* terhadap *shock* yang terjadi di suatu negara terhadap negara lain telah banyak dilakukan. Penelitian tentang pengaruh *unconventional monetary policy* (UMP) terhadap negara lain antara lain telah diteliti oleh Tillmann (2014), Yonghong (2014), Apostolou dan Beirne (2014), Yang dan Hamori (2014), Bowman *et al.* (2015), Kawai (2015), Bhattarai *et al.* (2015), Ganelli dan Tawk (2016) dan Fukuda (2017). Edwards (2009), Dahlhaus dan Vasishtha (2014), Matheson (2015), Thorbecke (2016) dan Suh dan Soo Koo (2016) telah meneliti tentang normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat. Sementara itu, beberapa peneliti yang telah melakukan penelitian terhadap *shock* perlambatan ekonomi China antara lain Gauvin dan Rebillard (2015), Inoue *et al.* (2015), Cashin *et al.* (2016) dan Dizioli *et al.* (2016).

Berdasarkan penelitian tersebut di atas, studi ini akan menganalisis dampak *spillover* normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat, *unconventional monetary policy* (UMP) Jepang dan perlambatan ekonomi China terhadap perekonomian Indonesia. Beberapa indikator ekonomi Indonesia yang dianalisis yaitu output, inflasi dan suku bunga deposito.

Integrasi ekonomi dan keuangan yang semakin meningkat antar negara baik melalui jalur keuangan maupun perdagangan, membuat kebijakan ekonomi dan *shock* yang terjadi di suatu negara (terutama negara maju dan berkembang utama) akan mempunyai dampak *spillover* pada perekonomian negara lainnya. Dampak dari *shock* tersebut makin diperparah ketika perekonomian di negara-negara maju saat ini justru berada pada suatu fenomena *secular stagnation*. Fenomena ini ditandai dengan penerapan kebijakan ekonomi yang sangat ekspansif namun belum mampu menciptakan pemulihan ekonomi pada tingkat yang optimal.

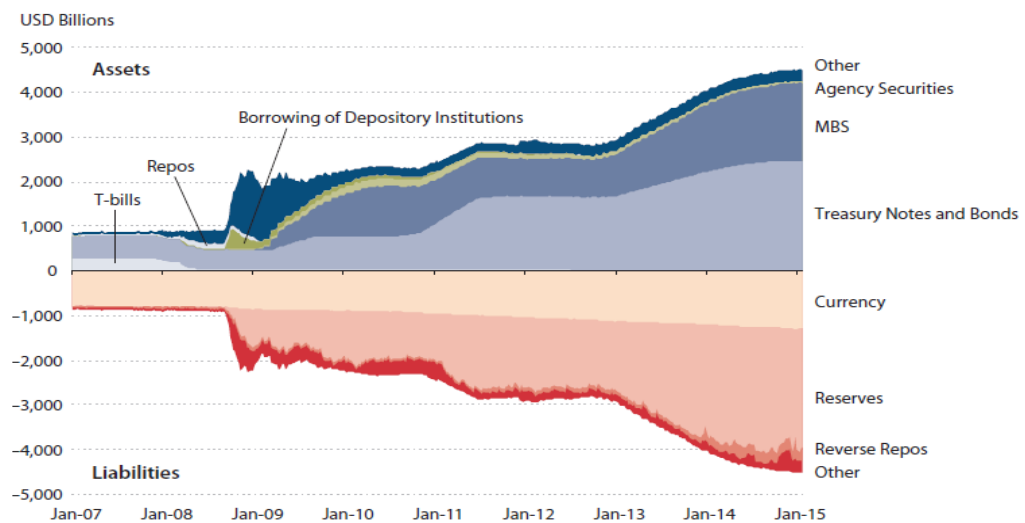
Ketidakpastian ekonomi global pascakrisis finansial global 2008 sampai sekarang belumlah berakhir. Perekonomian global dirasa masih belum sepenuhnya pulih dan memberikan dampak *spillover* pada negara-negara berkembang, tak terkecuali Indonesia sebagai sebuah *open economy*. International Monetary Fund (IMF) *Spillover Report* (2014) menyebutkan bahwa pola pertumbuhan yang berbeda merupakan sumber utama *spillover* dari perekonomian global saat ini. Ada dua tren yang dapat menjelaskan tentang situasi perekonomian global saat ini. Pertama, dinamika kebijakan moneter di negara maju. Mulai pulihnya perekonomian negara maju dengan indikasi berakhirnya kebijakan moneter yang ekspansif akan mendorong penerapan normalisasi kebijakan moneter. Kebijakan normalisasi ini akan berdampak pada pengetatan likuiditas global. Namun, pemulihan ekonomi di negara maju yang tidak serempak mengindikasikan terjadinya normalisasi kebijakan

moneter di negara maju dapat terjadi di waktu yang berbeda¹. Kedua, perlambatan ekonomi di negara-negara berkembang terutama China.

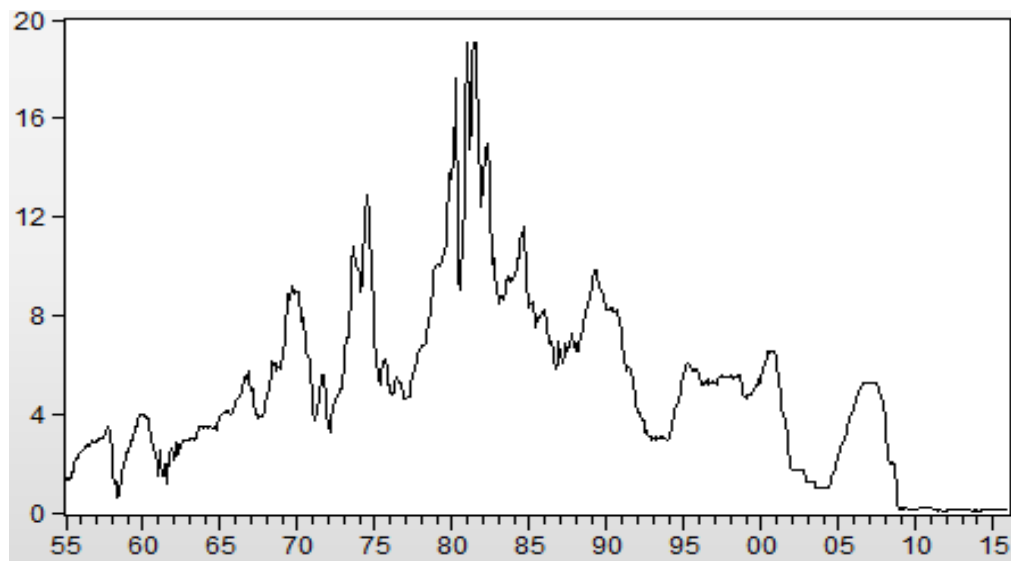
Perekonomian Amerika Serikat yang dilanda *great recession* yang dimulai pada akhir 2007 sampai pertengahan 2009, membuat Federal Reserve System atau yang lebih dikenal dengan The Fed menerapkan kebijakan *quantitative easing* (QE). Ada dua kata kunci dari kebijakan moneter The Fed ini. Pertama, kebijakan QE dapat dilihat dari sisi ukuran dan komposisi *balance sheet* The Fed. Misal saja, pada tahun 2015, *balance sheet* The Fed jauh lebih besar dari sebelum *great recession* tahun 2008. Neraca The Fed meningkat lebih dari empat kali lipat, dari Desember 2007 sampai Oktober 2014 (Grafik 1.1). Kedua, kebijakan QE memengaruhi suku bunga acuan The Fed. Sejak akhir 2008, suku bunga acuan The Fed yaitu *federal fund rate* telah menyentuh angka nol (Grafik 1.2). Inilah yang dikenal dengan istilah *zero interest rate policy* (ZIRP). Kebijakan ini telah diterapkan lebih dari enam tahun, yang belum pernah terjadi sebelumnya di Amerika Serikat (Williamson, 2015).

¹Disaat bank sentral Amerika Serikat, Federal Reserve System menerapkan secara resmi kebijakan normalisasi pada bulan Oktober 2014, bank sentral utama lainnya yaitu bank sentral Jepang, Bank of Japan masih melaksanakan kebijakan *quantitative and qualitative easing* (QQE) yang baru dijalankan pada April 2013.

Grafik 1.1. Neraca Federal Reserve System



Sumber: Williamson (2015)

Grafik 1.2. Suku Bunga Acuan *Federal Fund Rate*

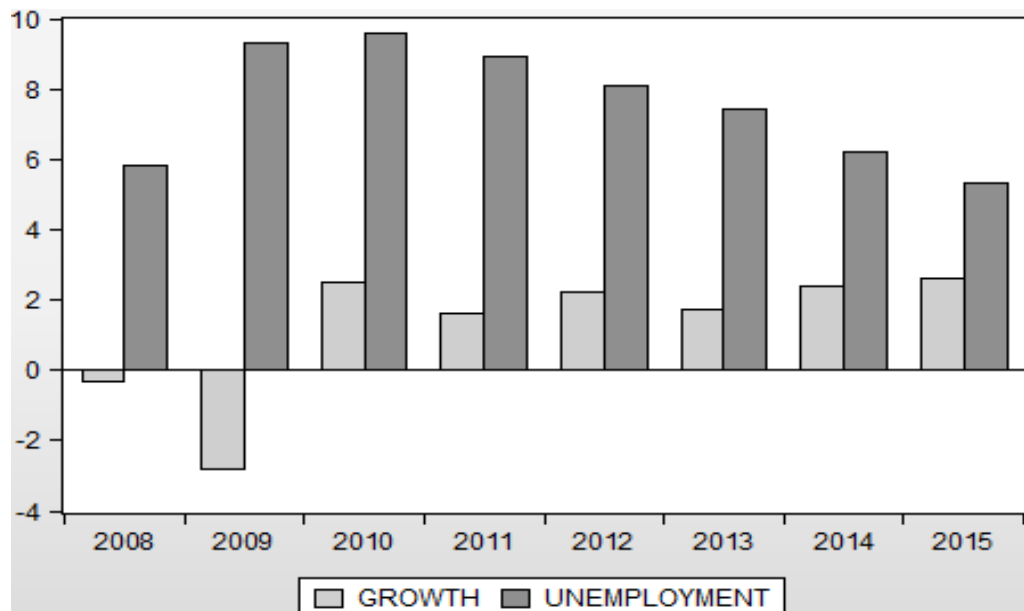
Sumber: Federal Reserve Bank of St. Louis

Beberapa tahun setelah kebijakan QE dilaksanakan, indikator perekonomian Amerika Serikat menunjukkan adanya tanda-tanda pemulihan. Tingkat pengangguran pada tahun 2009 tercatat 9,2 % turun menjadi 6,2 % pada tahun 2014. Begitu juga, data tentang pertumbuhan ekonomi Amerika

Serikat. Pada tahun 2009, angka pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat bahkan minus 2,8 %. Pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat secara perlahan meningkat menjadi 2,4 % pada tahun 2014 (Grafik 1.3). Angka-angka indikator ini jelas merupakan kabar baik bagi perekonomian Amerika Serikat. Selain itu, juga sebagai *signal* bagi The Fed untuk secara bertahap kembali pada kebijakan moneter yang lebih normal.

Grafik 1.3. Tingkat Pengangguran dan Pertumbuhan Ekonomi Amerika Serikat

(dalam persen)



Sumber: OECD dan World Bank

Berbekal data perekonomian tersebut, The Fed mengumumkan tentang “Perencanaan dan Prinsip Kebijakan Normalisasi” pada tanggal 17 September 2014. Berdasarkan pengumuman ini, kebijakan QE berakhir pada Oktober 2014. Dengan demikian, tahapan selanjutnya The Fed melakukan normalisasi kebijakan moneter secara bertahap. Ada dua aspek kunci dari normalisasi kebijakan moneter The Fed. Pertama, The Fed akan menaikkan suku bunga

acuan secara bertahap untuk mengakomodasi kebijakan moneternya. Kedua, secara bertahap juga akan mengurangi ukuran *balance sheet* The Fed (Williamson, 2015).

Berbagai penelitian tentang dampak normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat terhadap negara lainnya antara lain telah diteliti oleh Matheson (2015). Penelitian tersebut menemukan bahwa dampak normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat terhadap perekonomian Brasil yaitu setiap kenaikan 100 bps (*basis point*) *yield treasury* Amerika Serikat (10 tahun) akibat *monetary shock* akan meningkatkan *yield* obligasi Pemerintah Brasil sebesar 150 bps. Selain itu, adanya *monetary shock* akan berakibat pada depresiasi nilai tukar, penurunan aktivitas ekonomi dan tingkat kepercayaan bisnis. Di pihak lain, Dahlhaus dan Vasishta (2014) meneliti tentang dampak potensial normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat terhadap aliran portofolio ke negara-negara *emerging market*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa dampak normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat terhadap aliran portofolio ke negara-negara *emerging market* sangatlah kecil

Di saat perekonomian Amerika Serikat mulai mengalami perbaikan ekonomi, perekonomian Jepang masih belum menandakan pemulihan ekonomi yang menggembirakan. Menelisik jauh ke belakang, pada awal tahun 1990-an perekonomian Jepang mengalami apa yang disebut dengan meletusnya *bubble economic*. Sejak saat itu, perekonomian Jepang dilanda permasalahan yang bertubi-tubi mulai dari stagnasi ekonomi, deflasi, hingga tingginya utang pemerintah yang mencapai di atas 200 % GDP (*Gross Domestic Product*).

Inilah era dalam perekonomian Jepang yang mana para ekonom mengenalnya sebagai *lost decade*. Meskipun demikian, Jepang masih menjadi salah satu pemain utama yang masih diperhitungkan dalam memengaruhi perekonomian global saat ini.

Dalam rangka merangsang pertumbuhan ekonomi Jepang, pada awal tahun 2013 Perdana Menteri Shinzo Abe telah mengumumkan kebijakan ekonomi yang komprehensif yang dikenal dengan istilah “Abenomics”. Ada tiga komponen yang dikenal sebagai “anak panah” (*three arrows*) dari kebijakan “Abenomics” yaitu; *monetary easing* yang progresif melalui *quantitative and qualitative easing* (QQE), konsolidasi fiskal dan reformasi struktural (Hausman dan Wieland, 2014, 2015; Yoshino dan Taghizadeh-Hesary, 2014; Choi, 2015).

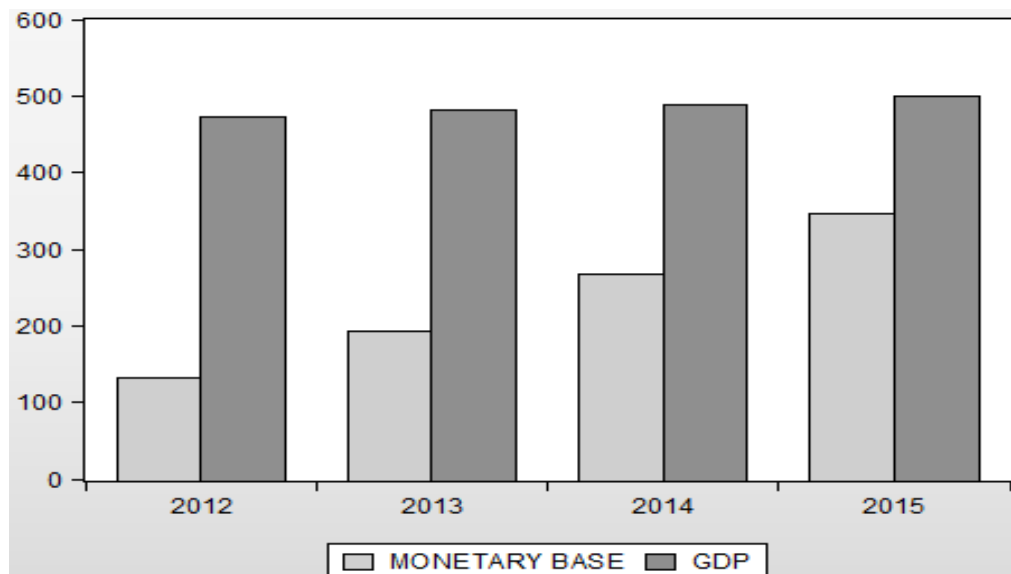
QQE bukanlah *unconventional monetary policy* yang pertama kali dilakukan oleh Bank Of Japan (BOJ). Sebelumnya, sudah tiga kali UMP yang pernah dilaksanakan oleh BOJ di masa lalu. Pertama kali diterapkan kebijakan *zero interest rate* yang mulai dijalankan dari Februari 1999 sampai dengan Agustus 2000. Setelah itu, dari Maret 2001 sampai dengan Maret 2006, dimulailah kebijakan *quantitative easing* (QE). Terakhir, sebelum dilaksanakannya QQE oleh BOJ, dilaksanakanlah kebijakan *comprehensive easing* yang dimulai dari Oktober 2010 sampai dengan Maret 2013 (Iwata dan Fueda-Samikawa, 2013).

Abenomics memperoleh momentum yang signifikan setelah diangkatnya Haruhiko Kuroda sebagai Gubernur BOJ ke-31 pada tanggal 28

Februari 2013. Kuroda dianggap lebih selaras dengan pandangan dan kebijakan Perdana Menteri Shinzo Abe (Choi, 2015). Gubernur BOJ, Kuroda tidak membuang waktu dalam membuat kebijakan di BOJ. Dalam pertemuan BOJ pertamanya pada tanggal 4 April 2013, Kuroda meluncurkan program *quantitative and qualitative easing* (QQE) dengan tujuan mencapai target inflasi 2% dalam waktu dua tahun dalam rangka mengakhiri deflasi secara terus-menerus (Iwata dan Fueda-Samikawa, 2013; Hausman dan Wieland, 2014).

Kebijakan QQE yang diumumkan oleh BOJ telah mengandakan *monetary base* pada akhir tahun 2014 yaitu dari 132 trilyun yen di akhir tahun 2012 menjadi 267 trilyun di akhir tahun 2014. Dengan kata lain, Bank Of Japan telah meningkatkan *monetary base* dari 27 % GDP menjadi 54 % GDP. Sampai akhir tahun 2015, *monetary base* terus mengalami peningkatan mencapai hampir 70 % GDP (Grafik 1.4).

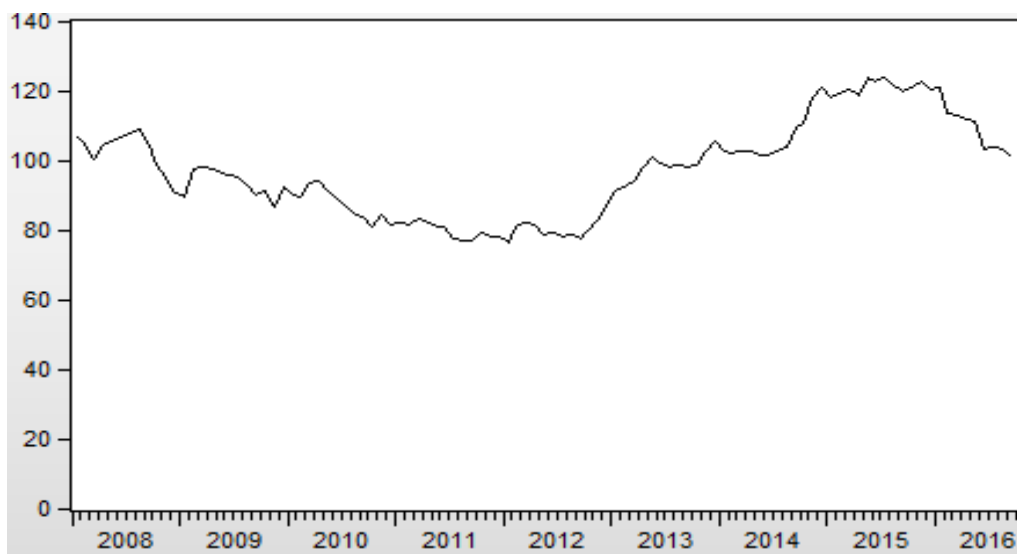
Grafik 1.4. *Monetary Base* dan GDP Jepang (dalam trilyun yen)



Sumber: Bank Of Japan dan Cabinet Office Of Japan

UMP bertujuan untuk meningkatkan jumlah uang beredar dengan melakukan pembelian aset finansial seperti obligasi negara dan sekuritas. Dengan jumlah uang beredar yang banyak menyebabkan suku bunga semakin turun untuk mendorong konsumsi dan investasi. Selain itu, kebijakan pelonggaran moneter yang dilakukan oleh negara yang menganut rezim *flexible exchange rate* akan menyebabkan depresiasi nilai tukar (Grafik 1.5). Depresiasi nilai tukar akan berdampak negatif atau dengan kata lain terjadi *beggar-thy-neighbor effect* pada negara mitra dagang (Saito, 2015).

Grafik 1.5. Nilai Tukar Yen terhadap US\$



Sumber: Bank Of Japan

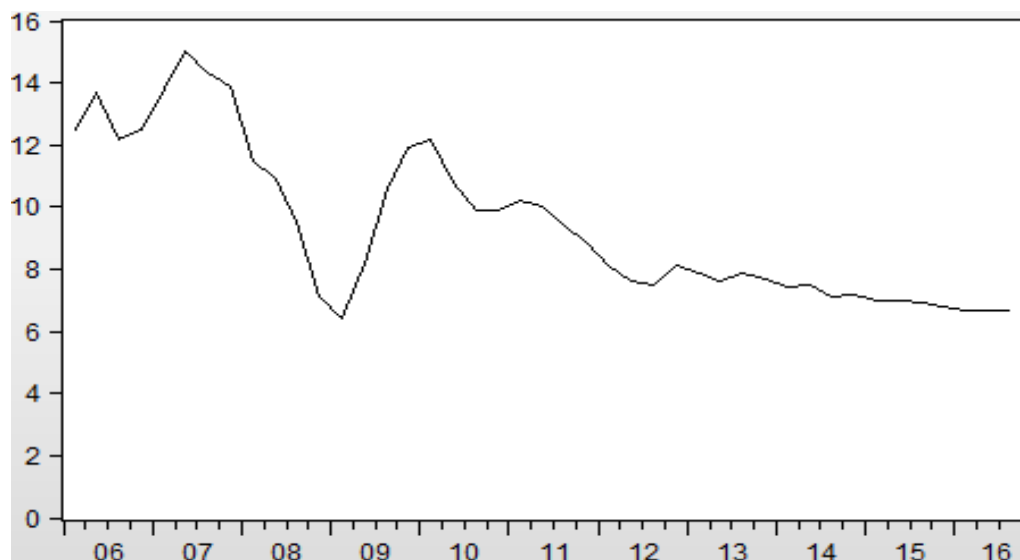
Kebijakan QQE yang diterapkan bank sentral Jepang ini, tentu saja dapat mengakibatkan *spillover effect* bagi perekonomian negara lain terutama di kawasan regional. Hasil penelitian Fukuda (2017) menunjukkan bahwa dampak *spillover* UMP Jepang berpengaruh positif terhadap indeks harga saham di kawasan Asia Timur. Periode penelitian yang dimulai 2 januari 2012

sampai 31 Desember 2015 ini juga menemukan bahwa dampak UMP Jepang mengakibatkan terjadinya depresiasi nilai tukar mata uang negara-negara Asia Timur. Dengan periode penelitian yang berbeda yaitu mulai Januari 2000 sampai Desember 2014, Ganelli dan Tawk (2016) menemukan bahwa dampak UMP Jepang mengakibatkan apresiasi nilai tukar sebagian negara-negara *emerging market* Asia. Selain itu, hasil penelitian juga menemukan bahwa dampak UMP Jepang berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi dan peningkatan *capital inflows emerging market*.

Sementara negara-negara maju utama seperti Amerika Serikat dan Jepang menerapkan pola kebijakan moneter yang divergen, negara berkembang utama seperti China juga tidak luput dari permasalahan ekonomi pascakrisis finansial global 2008. Pertumbuhan ekonomi China mengalami perlambatan sebagai konsekuensi dari *rebalancing* ekonomi China. Pertumbuhan ekspor China dianggap sudah mencapai titik jenuh. Ekonomi China sedang mengalami masa transisi dari *investment driven growth model* menuju *consumption-led growth model*. Proses peralihan dari ekspor ke konsumsi domestik tidaklah mudah dilakukan dalam waktu yang singkat.

Pasca tahun 2011, ekonomi China sudah tidak lagi tumbuh *double digit*. Pertumbuhan ekonomi China sudah dianggap stagnan. Perlahan ekonomi China turun sampai level 6,9 % pada tahun 2015 dan pada tahun 2016 kembali turun pada level 6,7 % (Grafik 1.6). Perlambatan ekonomi China dimungkinkan masih akan terus berlanjut seiring perubahan struktur perekonomian negeri tirai bambu tersebut.

Grafik 1.6. Pertumbuhan Ekonomi China (dalam persen)



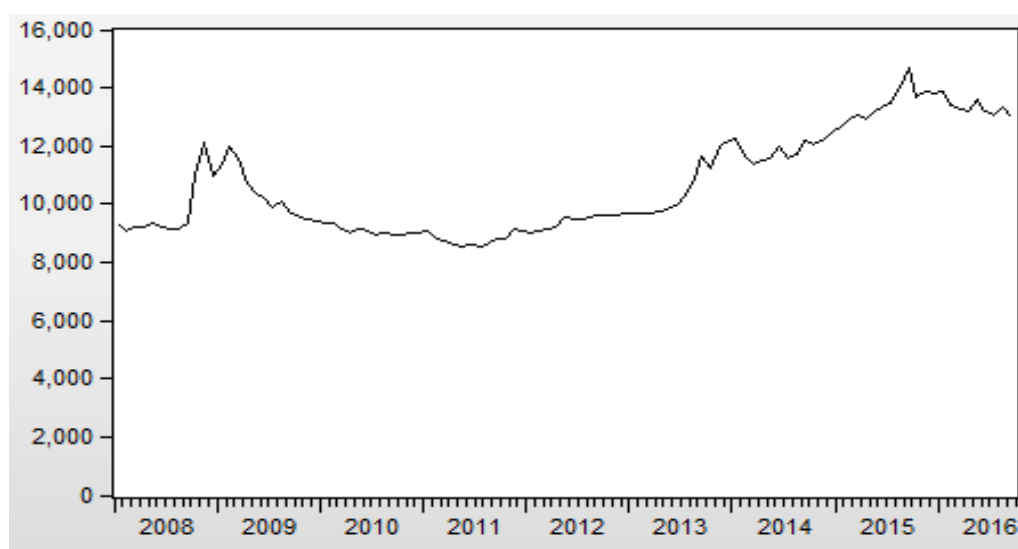
Sumber: Asian Development Bank (ADB)

Konsekuensi logis dari perlambatan ekonomi China akan berdampak bagi perekonomian negara lain baik secara langsung maupun tidak langsung. Hasil penelitian Gauvin dan Rebillard (2015) menemukan bahwa perlambatan ekonomi China berdampak signifikan terhadap perekonomian ASEAN dan Amerika Latin serta beberapa negara berkembang lainnya. Untuk negara-negara maju, tidak mempunyai dampak yang signifikan. Temuan tersebut sejalan dengan penelitian Dizioli *et al.* (2016). Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa perlambatan ekonomi China memberikan dampak *spillover* yang signifikan terhadap terhadap perekonomian ASEAN-5 kecuali Filipina.

Berbagai *shock* yang terjadi di beberapa negara maju dan negara berkembang utama seperti yang disebutkan di atas akan berimplikasi pada perekonomian negara lainnya tak terkecuali Indonesia. Data perekonomian Indonesia menunjukkan hal itu. Transmisi *shock* melalui hubungan keuangan

dapat dilihat antara lain melalui jalur nilai tukar. Nilai tukar rupiah terhadap US\$ terdepresiasi cukup signifikan dari 10.950/USD di akhir kuartal keempat tahun 2008 menjadi 12.189/USD pada akhir kuartal keempat tahun 2013. Tren penurunan nilai tukar rupiah tidak berhenti sampai disini. Pada akhir kuartal kedua tahun 2016, nilai tukar rupiah terhadap US\$ merosot sampai 13.180/US\$ (Grafik 1.7).

Grafik 1.7. Nilai Tukar Rupiah terhadap US\$

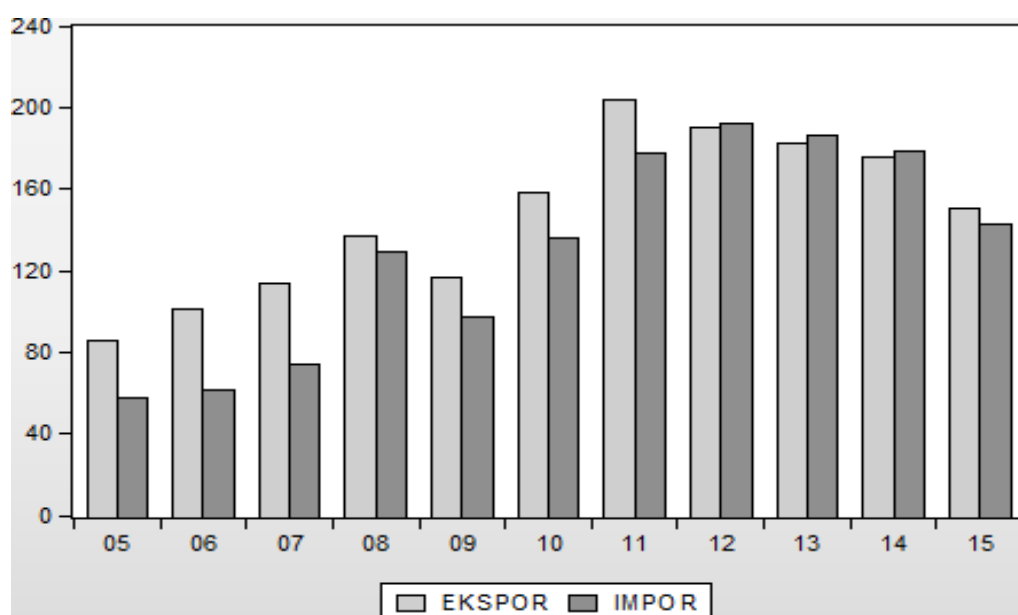


Sumber: International Financial Statistics, IMF

Sementara itu, ekspor-impor Indonesia dapat dilihat sebagai transmisi *shock* melalui hubungan perdagangan. Data ekspor Indonesia sampai tahun 2011 masih mengalami tren kenaikan kecuali tahun 2009 yang mengalami penurunan. Pada tahun 2008, ekspor Indonesia mencapai 137.1 milyar US\$ yang terus meningkat mencapai 203.4 milyar US\$ pada tahun 2011. Tetapi tren kenaikan ini tidak bertahan lama. Nilai ekspor Indonesia mulai mengalami penurunan sejak tahun 2012. Pada tahun 2015, nilai ekspor Indonesia merosot

tajam hanya mencapai 150.3 milyar US\$. Sementara itu, setelah krisis finansial global 2008 nilai impor Indonesia selalu di bawah nilai ekspor Indonesia terkecuali pada tahun 2012, 2013 dan 2014 yang berada sedikit di atas nilai ekspor. Dengan demikian, pada tahun-tahun tersebut Indonesia mengalami defisit perdagangan (Grafik 1.8).

Grafik 1.8. Nilai Ekspor-Impor Indonesia (dalam milyar US\$)



Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS)

Normalisasi kebijakan moneter The Fed akan berdampak meningkatnya suku bunga global akibat pengetatan kebijakan moneter. Di sisi lain, Bank Of Japan (BOJ) yang masih menjalankan UMP akan menyebabkan suku bunga turun untuk mendorong konsumsi dan investasi serta meningkatnya likuiditas di pasar. Selain itu, kebijakan tersebut juga menyebabkan terdepresiasinya yen yang berakibat lebih kompetitifnya barang-barang ekspor Jepang di pasar internasional. Sementara itu, tren perlambatan ekonomi China juga akan memiliki dampak *spillover* dalam perekonomian Indonesia. Berbagai *shock*

global tersebut merupakan risiko yang dapat terjadi dalam waktu bersamaan dan dapat berinteraksi satu sama lain. Tentu saja, dampak dari berbagai *shock* tersebut mempunyai intensitas pengaruh yang berbeda-beda. Untuk itu, studi ini ingin menganalisis dampak *shock* ekonomi global terutama yang terjadi di Amerika Serikat, Jepang dan China terhadap perekonomian Indonesia dengan mengambil judul penelitian “Dampak Perambatan (*Spillover*) Ekonomi Amerika Serikat, Jepang dan China terhadap Perekonomian Indonesia”.

B. Rumusan Masalah

Divergensi kebijakan moneter di negara-negara maju dan perlambatan ekonomi di negara-negara berkembang utama membuat perekonomian global semakin sulit ditebak arah lajunya. Ketidakpastian menjadi konsekuensi dari perekonomian global saat ini. Ketidakpastian perekonomian global saat ini berdampak terhadap perekonomian negara-negara lain, tidak terkecuali Indonesia. Dalam penelitian ini, kebijakan moneter di negara maju diproksi dengan normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat dan UMP Jepang. Sementara itu, perlambatan ekonomi China sebagai proksi dari perlambatan ekonomi negara-negara berkembang utama. Berdasarkan hal tersebut, maka rumusan masalah yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana dampak *spillover* normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat, UMP Jepang dan perlambatan ekonomi China terhadap perekonomian Indonesia?

2. Bagaimana perbedaan dampak *spillover* terkait kuat tidaknya pengaruh dari masing-masing variabel normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat, UMP Jepang dan perlambatan ekonomi China terhadap perekonomian Indonesia?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dalam penelitian ini, maka tujuan yang ingin diperoleh sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui dampak *spillover* normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat, UMP Jepang dan perlambatan ekonomi China terhadap perekonomian Indonesia.
2. Untuk mengetahui perbedaan dampak *spillover* terkait kuat tidaknya pengaruh dari masing-masing variabel normalisasi kebijakan moneter Amerika Serikat, UMP Jepang dan perlambatan ekonomi China terhadap perekonomian Indonesia.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini bagi berbagai pihak adalah sebagai berikut:

1. Secara umum, penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan khazanah tentang dampak *spillover* dari *shock* yang terjadi di suatu negara terhadap negara lain

2. Bagi pengambil kebijakan, penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam upaya mengantisipasi guncangan ekonomi yang terjadi akibat pengaruh dari eksternal
3. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah dan melengkapi kajian-kajian terdahulu dan digunakan sebagai literatur penelitian selanjutnya