

# RELATIVE EFFECTIVENESS OF INDONESIAN POLICY CHOICES DURING FINANCIAL CRISIS<sup>1</sup>

*Tumpak Silalahi<sup>2</sup> and Tevy Chawwa<sup>3</sup>*

## Abstract

*The objective of this paper is to review the impact of crisis and policy measures taken during the crisis, to evaluate the effectiveness of those measures and to analyze the exit strategy in Indonesia. The econometric model was used to evaluate the impact of monetary and fiscal policy to economic output using quarterly data from 1990 - 2010. The result shows that monetary and fiscal policies have significant impact to economic output. In the short run the changes in real GDP is significantly affected by changes in real monetary supply in the previous three quarter and real fiscal expenditures. The lesson learned from this research among other are that cooperation and coordination among the policy makers and the timely responses are very important in tackling the crisis; an effective conventional monetary policy in normal times may become less effective in a crisis thus unconventional monetary policy indeed necessary as timely policy response and the improvement for more timely disbursement of government expenditure is important to increase the effectiveness of this policy to stimulate economic output. Moreover, several Indonesian exit strategy and policies to face future challenges are very important to reach the ultimate objective of sustainable economic growth while maintaining macroeconomic stability.*

JEL Classification: E52, E62, E63

Keywords: monetary policy, fiscal policy, financial sector policy, global financial crisis.

---

<sup>1</sup> This is a collaborative research project with several central banks coordinated by SEACEN Research and Training Centre.

<sup>2</sup> Associate Senior Economist at Directorate of Economic Research and Monetary Policy - Bank Indonesia, email : [silalahi@bi.go.id](mailto:silalahi@bi.go.id)

<sup>3</sup> Junior Economist at Directorate of Economic Research and Monetary Policy - Bank Indonesia, email : [tevy@bi.go.id](mailto:tevy@bi.go.id) . The views expressed in this paper are those of the authors and do not reflect the views of Bank Indonesia

## I. PENDAHULUAN

Sebelum krisis global, khususnya selama tahun 2007, harapan optimis tentang perekonomian Indonesia merupakan pola pikir yang umum bagi para *forecaster*. Harapan ini didukung oleh berbagai indikator makroekonomi yang menunjukkan prestasi luar biasa dari perekonomian Indonesia pada tahun 2007 setelah krisis Asia pada tahun 1997. Tren pertumbuhan PDB Indonesia terus meningkat sejak tahun 2005 dan untuk pertama kalinya setelah krisis, pertumbuhan PDB mencapai lebih dari 6% pada tahun 2007. Pada dasarnya, pertumbuhan pada tahun 2007 didorong oleh konsumsi domestik yang kuat dan permintaan eksternal yang menyebabkan *surplus* neraca berjalan. Selain itu, sentimen positif disertai dengan imbal hasil yang menarik pada investasi portofolio rupiah yang membantu mendorong arus masuk modal. Pergeseran dana ke aset pasar berkembang berkontribusi pada apresiasi positif mata uang di kawasan itu. *Surplus* neraca berjalan saat ini dan kenaikan arus masuk modal portofolio pada tahun 2007 telah meningkatkan cadangan mata uang asing Indonesia sampai 13% dari PDB atau cukup untuk menutupi impor barang dan jasa untuk rata-rata tujuh bulan.

Pasar finansial Indonesia dan lembaga keuangan juga dalam kondisi lebih kuat didasarkan pada indikator keuangan. Pelajaran dari krisis 1997 menghasilkan implementasi yang cukup ketat dari peraturan prudensial di sektor korporasi dan perbankan sebagai akibat dari yang memimpin industri perbankan Indonesia menjadi lebih sehat dengan dasar yang lebih kuat untuk menyerap berbagai guncangan dalam perekonomian. Permintaan tekanan pada tahun 2007 relatif tinggi ditunjukkan oleh *output gap* yang positif, meskipun masih jauh di bawah *output gap* pada tahun 1996. Selain itu, pemerintah telah mencoba untuk mengurangi ketergantungannya pada utang luar negeri, baik jangka pendek dan jangka panjang. Semua perbaikan ini mengakibatkan Indonesia telah dinilai sebagai negara berisiko rendah dan mencapai skor ICRG (*International Country Risk Guide*) tertinggi sejak tahun 1997.

Pada tahun 2007, kebijakan fiskal ditargetkan menjaga stabilitas harga untuk energi dan kebutuhan pokok, sementara juga memberikan stimulus ekonomi. Meningkatnya harga minyak dunia dalam kombinasi dengan *lifting* target bawah minyak domestik menyebabkan tekanan yang cukup besar dalam defisit anggaran pemerintah. Dalam kebijakan moneter, sikap BI dapat dibagi menjadi 2 periode, periode penurunan suku bunga BI (Januari-Juli 2007) dan periode pergerakan datar ditingkat kebijakan suku bunga (Agustus-November 2007). Bank Indonesia juga menerapkan kebijakan nilai tukar yang fleksibel, yang memungkinkan rupiah untuk bergerak sejalan dengan fundamental ekonomi. Untuk mengelola volatilitas dalam rupiah, Bank Indonesia melakukan intervensi pasar valuta asing pada skala terbatas. Meskipun banyak perbaikan, seperti koordinasi fiskal dan moneter yang lebih baik, diperkenalkan untuk memperkuat efektivitas pilihan kebijakan di Indonesia, gangguan dari guncangan eksternal seperti kenaikan komoditas/

harga minyak dan guncangan internal seperti kegagalan panen atau peristiwa musiman merupakan faktor penting yang mempengaruhi kondisi makroekonomi Indonesia.

Krisis keuangan global pada tahun 2008 telah membalikkan pola pikir optimis sebelumnya dari para peramal ekonomi. Tekanan likuiditas global telah menyebabkan arus keluar modal portofolio jangka pendek besar-besaran diikuti dengan penurunan kinerja pasar keuangan Indonesia. Di sektor riil, yang mencerminkan masukan dari perlambatan global, terjadi penurunan ekspor dan berdampak tidak langsung terhadap pendapatan rumah tangga dan sektor swasta, yang menyebabkan penurunan konsumsi dan investasi Indonesia. Akibatnya, pertumbuhan PDB Indonesia pada 2009 menurun menjadi 4,5% (yoy).

Beberapa langkah kebijakan diterapkan di sektor moneter, fiskal dan finansial untuk menangani krisis keuangan global. Bank Indonesia telah menerapkan kebijakan moneter yang akomodatif dalam rangka untuk menjaga pencapaian pertumbuhan yang cukup setidaknya dengan mempertahankan likuiditas pasar keuangan yang difasilitasi oleh inflasi yang relatif rendah. Tingkat suku bunga kebijakan turun pada bulan Desember 2008 dengan maksud untuk menurunkan suku bunga kredit bank. Beberapa langkah-langkah kebijakan moneter yang tidak konvensional seperti penyempitan koridor suku bunga deposito dan fasilitas pinjaman juga telah diambil untuk mengatasi masalah likuiditas. Di sisi fiskal, pemerintah memberikan respon kebijakan untuk menjaga permintaan domestik dengan beberapa stimulus fiskal dan kebijakan perdagangan. Ada juga koordinasi antara Departemen Keuangan, Bank Sentral dan lembaga lain dalam rangka menjaga stabilitas keuangan dan makroekonomi.

Dengan latar belakang ini, paper ini bertujuan untuk meninjau langkah-langkah kebijakan yang diambil selama krisis, mengevaluasi efektivitas dan menganalisis strategi penyelesaian untuk mencapai tujuan akhir dari pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dengan tetap menjaga stabilitas makroekonomi di Indonesia. Pada gilirannya ini diharapkan untuk membuat kontribusi untuk sebuah evaluasi menyeluruh terhadap efektivitas langkah-langkah kebijakan dalam ekonomi SEACEN. Untuk menangani isu-isu yang luas di media cetak, dua metodologi digunakan, pertama, dengan analisis deskriptif menggunakan statistik sederhana dan grafis, dan kedua, dengan model ekonometrik untuk menganalisis efektivitas relatif dari pilihan-pilihan kebijakan. Bagian kedua dari paper ini mengulas teori dan kondisi empiris dampak krisis, bagian ketiga membahas metodologi yang digunakan, sementara bagian keempat membahas hasil dan analisis. Kesimpulan akan diberikan pada bagian akhir dan menutup uraian dari paper ini.

## II. TEORI

Sebagai perekonomian terbuka yang kecil, Indonesia tidak bisa kebal dari dampak guncangan eksternal. Integrasi di sektor keuangan telah menempatkan banyak negara terutama untuk perekonomian terbuka, menghadapi risiko penularan. Sebuah studi empiris oleh Santoso et.al. (2009) menunjukkan bahwa Indonesia memiliki hubungan penularan dengan beberapa negara di Asia, seperti Jepang, Taiwan, Korea, Hong Kong dan India. Pasar keuangan domestik bergerak erat dengan gerakan di pasar keuangan global. Penelitian juga menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh penularan langsung antara bursa saham Indonesia dan indeks Dow Jones dan indeks NASDAQ. Jadi, jika Indonesia terpengaruh oleh krisis global, bukan efek langsung dari pasar AS tetapi lebih kepada efek tidak langsung dari pasar modal di Asia yang memiliki hubungan langsung dengan pasar modal AS. Selanjutnya, penelitian menunjukkan bahwa Indonesia lebih merupakan *shock absorber* ketimbang *transmitter*, khususnya berkaitan dengan negara maju (Jepang, Australia, Jerman, Inggris dan AS).

Di sektor riil, ekspor Indonesia juga dipengaruhi oleh kondisi eksternal. Penelitian oleh Kurniati et al (2008) menunjukkan bahwa ekspor Indonesia yang paling sensitif terhadap pertumbuhan ekonomi Singapura (1,19), diikuti oleh AS (0,84), Jepang (0,81) dan China (0,3).

Terkait dengan krisis keuangan global saat ini, Kurniati dan Permata (2009) menemukan bahwa kejutan dalam penghindaran risiko global (*global risk aversion*) mempunyai dampak negatif yang cepat terhadap aliran modal ke Indonesia, terutama dari investasi portofolio yang menyebabkan depresiasi rupiah. Dampak melalui saluran keuangan pada variabel keuangan bersifat sementara dan relatif pulih lebih cepat (*self-market correction*). Efek putaran kedua krisis global terjadi melalui saluran perdagangan. Kejutan negatif dari pertumbuhan PDB AS menyebabkan penurunan kontemporer pada ekspor Indonesia yang selanjutnya berakibat pada penurunan pertumbuhan PDB domestik riil, arus modal dan depresiasi rupiah. Dampak pada ekspor tampaknya persisten dan perlu respon kebijakan dari yang berwenang.

Efektivitas kebijakan moneter tergantung pada lingkungan ekonomi domestik dan gangguan dari guncangan eksternal. Studi yang dilakukan oleh Arifin (1998) yang menganalisis efektivitas kebijakan suku bunga untuk stabilisasi rupiah selama krisis 1997/1998 di Indonesia menyimpulkan bahwa kebijakan suku bunga efektif untuk stabilisasi rupiah hanya jika tidak ada gangguan dari faktor non-ekonomi lainnya, seperti rumor negatif, mobilisasi dan kerusakan masa. Dengan demikian, kebijakan tingkat suku bunga menjadi kurang efektif untuk mengurangi tingkat inflasi karena inflasi juga dipengaruhi oleh tekanan faktor penawaran seperti produksi dan distribusi.

Penelitian yang dilakukan oleh Simorangkir dan Adamanti (2010) meneliti dampak dari stimulus fiskal dan pemotongan suku bunga pada perekonomian Indonesia selama krisis keuangan global dengan menggunakan pendekatan *Financial Computable General Equilibrium* (FCGE). Hasil simulasi menunjukkan bahwa kombinasi dari ekspansi fiskal dan ekspansi moneter meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia secara efektif. Dibandingkan dengan efektivitas hanya ekspansi fiskal tanpa ekspansi kebijakan moneter atau hanya ekspansi moneter tanpa ekspansi fiskal, maka kombinasi dari dua kebijakan ini akan lebih efektif.

Hasil lain dari paper ini menunjukkan bahwa melihat ke dalam komponen PDB, kombinasi dari ekspansi fiskal dan moneter memiliki efek multiplier yang besar, mendorong permintaan agregat melalui peningkatan konsumsi, investasi, pengeluaran pemerintah, ekspor dan impor. Sementara itu, dari sisi produksi, kombinasi ekspansi fiskal dan moneter memiliki efek positif pada peningkatan produksi semua sektor ekonomi. Efek ini berasal dari insentif fiskal (pajak yang lebih rendah, bea masuk rendah, dll) dalam meningkatkan investasi. Selain itu, peningkatan permintaan agregat juga mendorong perusahaan untuk meningkatkan produksi mereka. Paper ini juga menemukan bahwa pelanggaran stimulus fiskal dan moneter secara institusional telah meningkatkan pendapatan dan daya beli rumah tangga miskin dan kaya di daerah pedesaan dan perkotaan. Peningkatan ini pada gilirannya mendorong konsumsi semua jenis rumah tangga yang lebih tinggi.

Beberapa penelitian lain yang terkait dengan efektivitas kebijakan fiskal selama krisis mencatat bahwa hal yang penting untuk diperhatikan ketika pemerintah memberikan stimulus fiskal adalah: (i) koordinasi antara pemerintah pusat dan daerah dan (ii) kemampuan pemerintah daerah dan pusat untuk mencairkan uang dengan cepat. Untuk mencapai ini, proses pengadaan dan praktek administrasi yang rumit perlu disederhanakan dan dibuat lebih transparan.

Survei yang dilakukan oleh Lembaga Penelitian SMERU pada tahun 2009 menyelidiki peran program Jaring Pengaman Sosial dan Program Stimulus Fiskal (terutama infrastruktur dan program padat karya) dalam memitigasi dampak krisis keuangan global (GFC) dan menemukan bahwa:

- Terdapat beberapa masalah yang terkait dengan pelaksanaan program-program Jaring pengaman sosial yang mengganggu efektivitasnya: (i) sebagian pejabat pemerintah daerah kurang memiliki informasi spesifik tentang dampak GFC terhadap masyarakat, (ii) tidak ada sistem informasi mengenai kondisi sosial ekonomi masyarakat yang tersedia secara hirarkis, periodik dan sistematis, (iii) kurang responsif terhadap perubahan harga atau tanda-tanda lain dari krisis.

- Terkait dengan program stimulus fiskal (FSP), beberapa masalah yang terjadi yaitu: (i) Pemerintah pusat tidak mensosialisasikan FSP secara formal kepada pemerintah daerah, (ii) Tidak ada hubungan antara tingkat dampak GFC dan alokasi dana untuk daerah, (iii) Tidak ada hubungan antara sektor yang terkena dampak dan proyek-proyek sektor yang didanai, (iv) Terdapat peran penting dari pemerintah pusat untuk menginformasikan pemerintah lokal tentang ketersediaan proyek yang akan didanai, (v) Dana yang dialokasikan ke daerah juga tergantung pada peran aktif dari upaya pemerintah daerah untuk melobi pemerintah pusat.

Masalah ini juga menunjuk pada analisis Yudo et.al. (2009) tentang program jaring pengaman sosial, yang dikenal sebagai JPS (Jaring Pengaman Sosial) yang diperkenalkan pemerintah Indonesia untuk menanggapi krisis 1997/1998. Evaluasi program anti-kemiskinan yang meliputi keamanan pangan, pekerjaan dan pemeliharaan pendapatan, dan menyediakan akses terhadap pendidikan dan kesehatan menunjukkan bahwa dalam banyak kasus terjadi salah sasaran dan juga terdapat variasi tingkat efektivitas lintas program dan wilayah. Hal ini menunjukkan bahwa beberapa kabupaten lebih baik daripada yang lain dalam melaksanakan program umum nasional, yang mengisyaratkan perlunya perbaikan besar dalam pelaksanaan program, khususnya dalam menargetkan penerima manfaat dari program tertentu dan peningkatan cakupan dalam kelompok-kelompok sasaran. Penelitian lebih lanjut menegaskan kembali kesimpulan awal bahwa terdapat heterogenitas kinerja baik lintas program maupun lintas wilayah. Hal ini bisa terjadi karena desain diprogram, alokasi anggaran di seluruh program dan wilayah, dan kapasitas daerah untuk mengimplementasikan program. Satu pelajaran utama yang dapat ditarik dari penilaian ini adalah bahwa penargetan membutuhkan bimbingan administrasi yang rinci dan juga keterlibatan masyarakat jika keduanya dapat efektif dan dapat diterima secara sosial dan politik. Terlebih, penargetan administrasi yang statis, tidak akan mampu mendata rumah tangga miskin yang baru atau yang terkena shok.

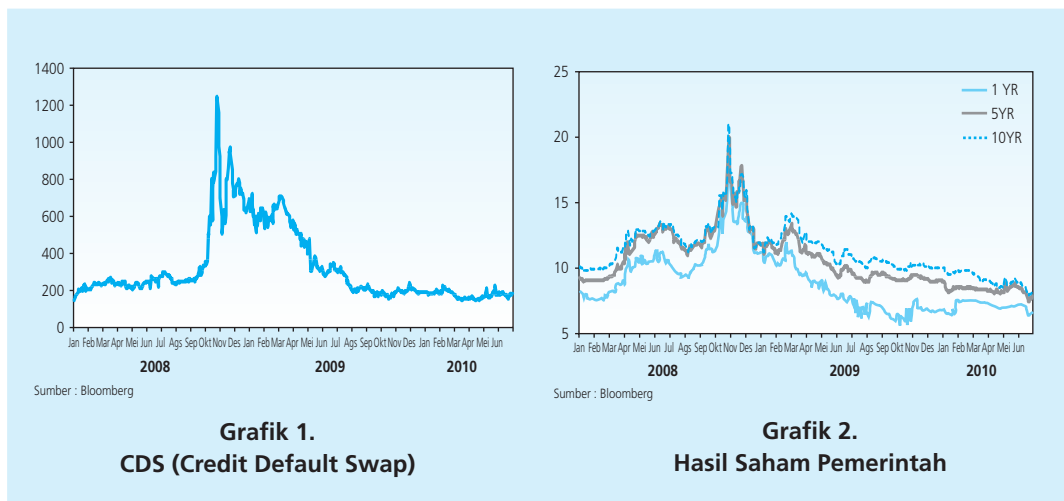
Sebagai bagian dari ekonomi pasar yang berkembang, Indonesia dipengaruhi oleh krisis keuangan global yang mengakibatkan mendadak berhentinya aliran modal ke negara-negara pasar berkembang dan penurunan pertumbuhan ekonomi global. Dampak indikator makroekonomi dapat dikelompokkan ke dalam efek putaran pertama dan kedua yang dijelaskan pada bagian berikut.

## **2.1 Efek Bagian Pertama Krisis Keuangan Global**

### **2.1.1 Dampak Terhadap BOP dan Pergerakan Nilai Tukar**

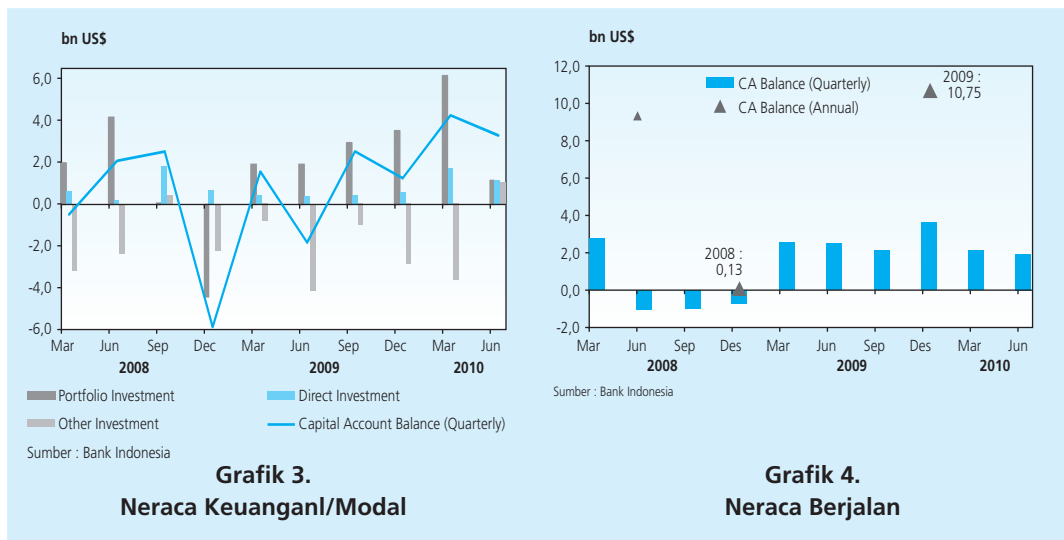
Selama kuartal III Tahun 2008, perkembangan ekonomi global memberikan tekanan pada keseimbangan pembayaran Indonesia. Prospek pesimis untuk ekonomi global pada tahun 2008

ditandai oleh lembaga-lembaga internasional yang diperkuat pesimisme di kalangan pelaku pasar. Investor melihat prospek suram dan risiko lebih tinggi pada penempatan dana dipasar yang sedang berkembang, termasuk Indonesia. Persepsi risiko tinggi terhadap pasar Indonesia dapat terlihat pada indikator seperti *Credit Default Swap* (CDS) dan *Bond Yield Government* yang meningkat secara signifikan (Grafik 1 dan 2). Kemudian, dalam rangka untuk menghindari risiko, investor memindahkan dana mereka ketempat yang aman dalam bentuk *US Treasuries*.



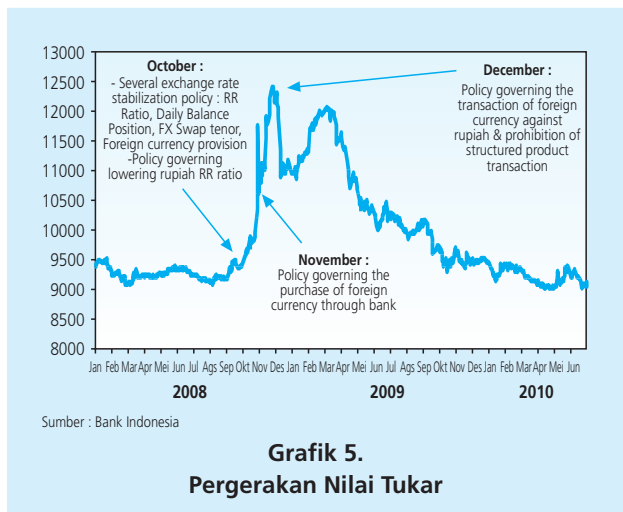
Sebuah sentimen negatif yang disebabkan oleh turbulensi di pasar keuangan global memicu gelombang arus keluar modal seperti yang terlihat pada Grafik 3. Pada saat itu, investor asing mengurangi kepemilikan mereka atas sekuritas pemerintah Indonesia sebesar Rp4,4 triliun atau sekitar US\$ 387 juta. Perilaku investor asing untuk mengakhiri investasi portofolio mereka kemudian diikuti oleh investor domestik menarik aset mereka dan tindakan ini membawa investasi portofolio pada triwulan IV-2008 mengalami *net outflow*. Selanjutnya, para agen domestik memindahkan *account* mereka dari dalam ke bank luar negeri dan beberapa dari mereka gagal mendapatkan pembiayaan luar negeri yang baru sebagaimana ditunjukkan oleh komponen investasi lain yang tercatat defisit. Defisit peningkatan investasi lain juga dapat dijelaskan dengan garis kredit perusahaan yang lebih tinggi, yang didorong oleh permintaan valuta asing korporasi yang besar untuk membayar impor pada tahun 2008. Sebaliknya, investasi langsung masih tercatat sebagai surplus bersih karena kegiatan akuisisi bank domestik oleh investor asing.

Krisis keuangan global juga melemahkan kinerja neraca berjalan Indonesia pada kuartal I sampai kuartal IV tahun 2008 (Grafik 4). Eskalasi dalam defisit neraca berjalan ini terutama



disebabkan penurunan ekspor akibat kontraksi ekonomi global dan jatuhnya harga komoditas ekspor. Transfer berjalan terpengaruh oleh remitansi pekerja yang juga menurun meskipun tetap positif. Pada tahun 2008, transfer masuk dari remitansi pekerja menghasilkan surplus US\$ 5,2 miliar kemudian menurun menjadi US\$ 4,8 miliar pada 2009.

Menurunnya BOP pada gilirannya memicu depresiasi nilai tukar yang kuat disertai dengan volatilitas tinggi. Tekanan permintaan untuk mata uang asing yang berasal dari aliran modal portofolio asing dan penurunan penawaran mata uang asing karena turunnya ekspor juga menyebabkan tekanan depresiasi besar pada nilai tukar. Tekanan penurunan juga dialami oleh mata uang regional yang melemah akibat dari efek *spillover* turbulensi eksternal. Selain itu,





efek samping dari kebijakan Bank Indonesia dalam menurunkan persyaratan rasio cadangan juga memberikan efek kelebihan likuiditas rupiah di pasar dan menyebabkan rupiah terdepresiasi. Perkembangan ini menyebabkan Rupiah jatuh kelevel terendah Rp12.400 per US\$ pada bulan November 2008 (Grafik 5).

Bank Indonesia merespon dengan mengeluarkan serangkaian kebijakan untuk mengurangi tekanan dan mencegah volatilitas nilai tukar rupiah yang berlebihan, seperti kebijakan stabilisasi nilai tukar, kebijakan yang mengatur pembelian valuta asing melalui bank, kebijakan yang mengatur transaksi valuta asing terhadap rupiah dan larangan produk transaksi yang terstruktur. Kebijakan ini akan dibahas secara rinci pada bagian berikutnya.

### 2.1.2 Dampak Terhadap Pasar Saham

Perilaku investor untuk menarik dana mereka dari negara-negara berkembang selama krisis global menyebabkan jatuhnya indeks pasar saham dari pasar berkembang termasuk Indonesia. Jatuhnya harga komoditas pertambangan dan pertanian di pasar dunia juga mempengaruhi indeks pasar saham secara berlawanan. Bursa Efek Indonesia (BEI) terus menurun tajam dan ditutup pada 1,355 saat akhir periode 2008, turun 50,64% dibandingkan dengan triwulan II 2008 (Grafik 6). Dengan kinerja buruk ini, Bursa Efek Indonesia ditempatkan pada level 5 di Asia dan Pasifik, setelah Vietnam, Shanghai, Shenzhen dan Mumbai.

Kinerja yang mengecewakan dari BEI telah menyebabkan jatuhnya volume dan nilai transaksi di pasar saham terutama dikuartal keempat tahun 2008 (Grafik 7). Jumlah perusahaan yang sudah memegang izin prinsip untuk mengeluarkan saham juga memutuskan untuk menunda emisi saham mereka.

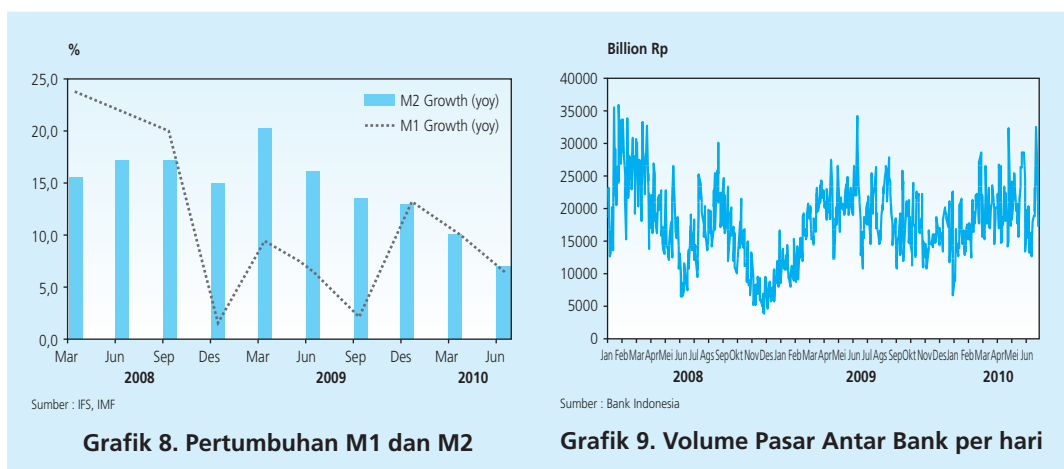


Untuk menghindari jatuh lebih lanjut dikinerja pasar saham, pemerintah memutuskan untuk menghentikan perdagangan BEI pada tanggal 9 dan 10 Oktober 2008, menerbitkan peraturan tentang pembelian kembali, larangan *short selling* dan perdagangan marjin terbatas. Kebijakan-kebijakan ini dimaksudkan untuk memberikan waktu bagi investor untuk berpikir rasional di tengah gejolak pasar finansial yang disebabkan oleh krisis.

### 2.1.3 Dampak Terhadap Likuiditas Pasar

Tekanan keuangan global juga menyebabkan kekurangan likuiditas dipasar uang domestik, yang tercermin dalam laju yang lebih lambat dari pertumbuhan uang sempit (M1) dan *broad money* (M2) (Grafik 8). Pada triwulan IV-2008 rata-rata pertumbuhan M1 dan M2 lebih lambat sebesar 1,5% (yoy) dan 14,9% (yoy), menurun dari 19,9% (yoy) dan 17,2% (yoy) pada triwulan sebelumnya.

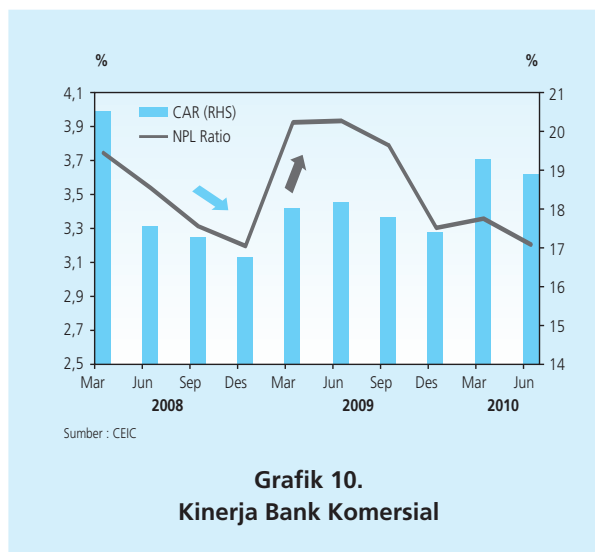
Persepsi yang kuat dari ketatnya likuiditas perbankan dan *spillover* dari kondisi global juga tercermin dalam premi peningkatan likuiditas, yang semakin melebar untuk tenor yang lebih panjang. Dengan kondisi yang ketat di pasar uang, beberapa bank yang biasanya memasok likuiditas, kini meninjau ulang garis kredit dan batas kredit kepada rekanan mereka. Hal ini mengakibatkan distribusi likuiditas yang lebih tidak merata dan menyebabkan kecenderungan pasar yang lebih besar untuk tersegmentasi, karena hilangnya kepercayaan dalam transaksi. Pergerakan suku bunga antar bank masih di atas suku bunga kebijakan (BI rate) selama Juli-Oktober 2008, bersamaan dengan volume transaksi yang berkurang drastis dan peningkatan selisih suku bunga *overnight* tertinggi dan yang terendah (Grafik 9). Setelah kondisi ini, bank dengan posisi jangka panjang di pasar uang lebih memilih untuk mengalihkan likuiditas mereka ke Bank Indonesia untuk investasi jangka pendek.



### 2.1.4 Dampak Terhadap Lembaga-Lembaga Keuangan

Dampak krisis keuangan pada lembaga-lembaga keuangan Indonesia tidak separah di negara lain karena bank-bank di Indonesia dan juga lembaga keuangan nasional tidak terpengaruh besar akibat dari *subprime mortgage*. Salah satu faktor penyumbang dalam hal ini adalah karakteristik dari bank-bank dan lembaga keuangan Indonesia, yang masih bersandar pada instrumen investasi konvensional. Faktor lain adalah peningkatan kualitas pengawasan disektor perbankan dan lembaga keuangan non-perbankan sebaik di pasar modal. Pelajaran dari krisis Asia 1997 telah menyebabkan Bank Indonesia untuk memperkuat struktur perbankan Indonesia di bawah Arsitektur Perbankan Indonesia sebagai bagian dari sektor keuangan. Lagi pula, bank-bank dengan disiplin tinggi dalam mengikuti prinsip kehati-hatian, telah membatasi eksposur mereka terhadap masalah-masalah yang lebih besar terkait dengan produk derivatif.

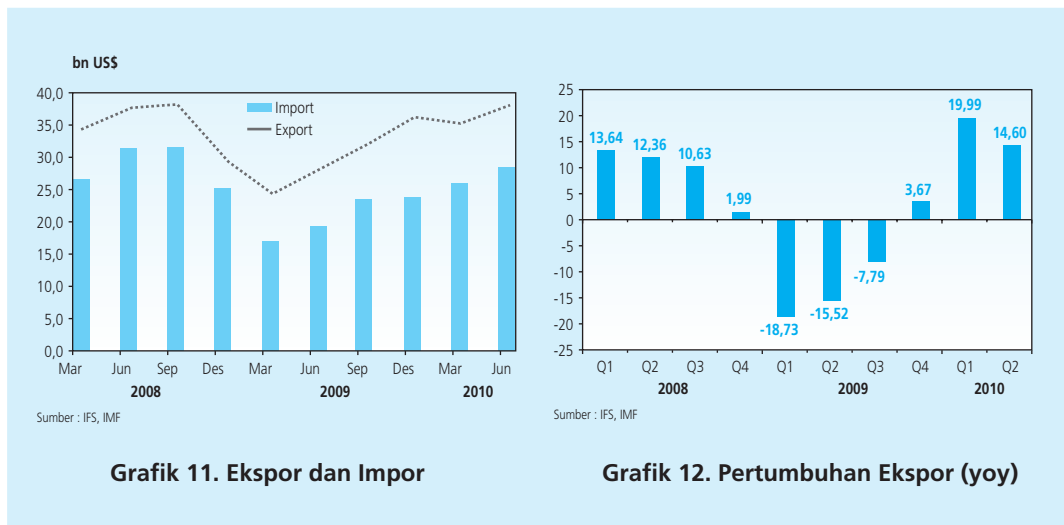
Namun, likuiditas yang ketat di pasar uang membuat sulit bagi bank untuk mengelola dananya. Pada bulan Oktober 2008, tiga bank pemerintah mengusulkan dukungan likuiditas dari pemerintah sebesar Rp15 triliun (sekitar US\$ 1,36 miliar). Bank kecil dan menengah juga mempunyai masalah lebih berat akibat penyetor pemindahan dana penyetor ke bank yang lebih besar karena adanya kekhawatiran kemungkinan likuidasi bank seperti yang dialami pada tahun 1997. Saat itu, bank bersaing untuk menarik deposito dengan menawarkan suku bunga deposito yang tinggi. Akibatnya, suku bunga kredit juga meningkat. Kondisi ini menyebabkan penurunan kinerja bank seperti yang ditunjukkan oleh Rasio Kecukupan Modal (CAR) dan Kredit Bermasalah (NPL) (Grafik 10).



## 2.2 Efek Bagian Kedua dari Krisis Keuangan Global

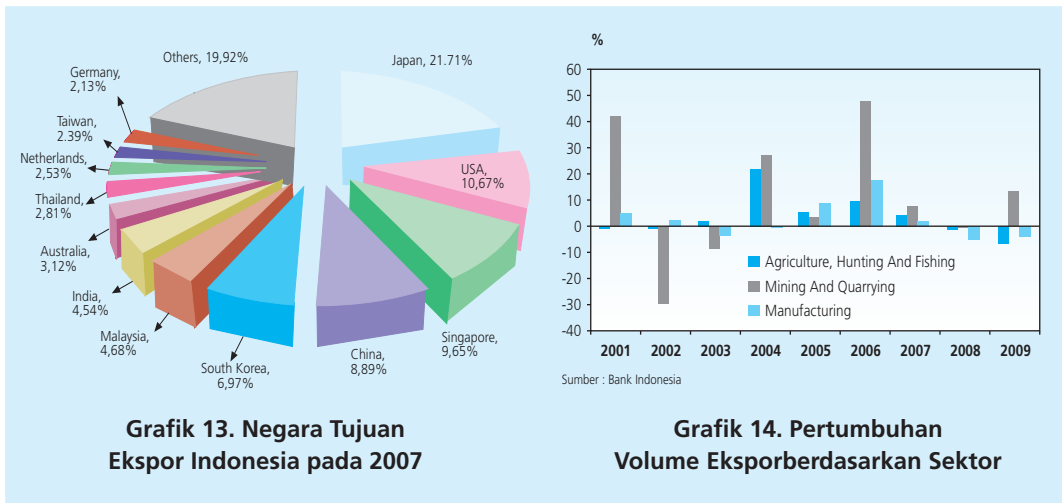
### 2.2.1 Dampak Terhadap Ekspor

Melemahnya permintaan global dan keterpurukan harga komoditas dunia memperburuk pendapatan ekspor Indonesia secara signifikan, khususnya pada quarter I tahun 2009 (Grafik 11). Pertumbuhan ekspor menurun drastis ke -18,73% (yoy) dari 13,64% (yoy) pada kuartar yang sama di Tahun 2008 (Grafik 12).



Sekalipun ada pergeseran dalam tujuan pokok ekspor Indonesia ke China sejak 5 tahun yang lalu, tetapi pasar Jepang dan Amerika masih menjadi tujuan utama ekspor Indonesia. Awal krisis tahun 2007, berdasarkan negara tujuan, proporsi ekspor Indonesia ke Jepang sebesar 21,71% dan ke Amerika sebesar 10,67% dari total ekspor (Grafik 13). Tujuan berikutnya adalah Singapura (9,65%), China (8,89%) dan Korea Selatan (6,97%). Implikasi dari konsentrasi ini merupakan akibat beberapa perlambatan pertumbuhan ekonomi di tujuan ekspor besar yang dialami pada krisis global yang berdampak buruk terhadap ekspor Indonesia.

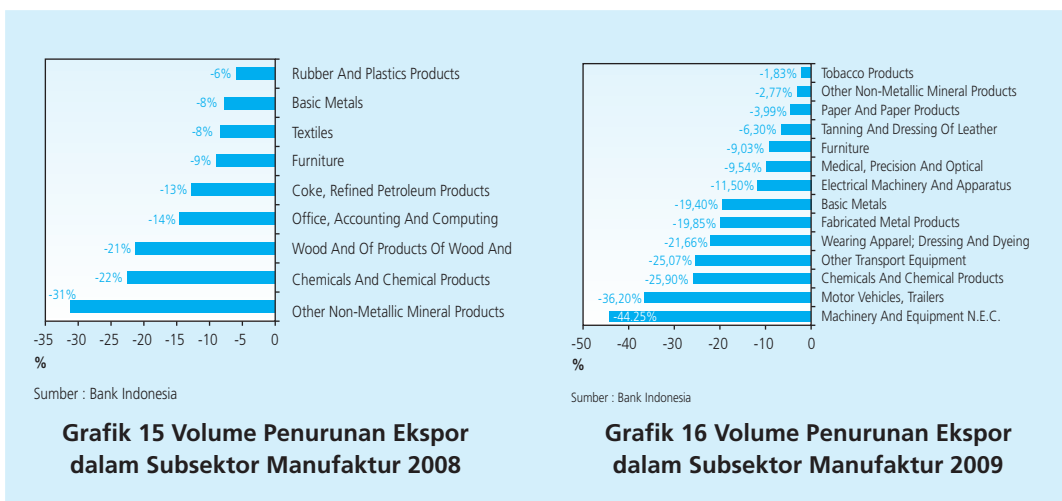
Tidak seperti negara maju lainnya yang ekspornya didominasi oleh peralatan elektronik dan perlengkapan kantor, struktur ekspor Indonesia didominasi oleh minyak dan gas sebagaimana halnya produksi industri berteknologi rendah. Jadi, sektor utama khususnya minyak, gas alam, nilai komoditas pertambangan dan pertanian ini yang banyak memiliki proporsi yang besar dalam ekspor Indonesia. Ketergantungan pada sektor primer ini membuat ekspor Indonesia lebih mudah terpengaruh oleh kejutan eksternal khususnya fluktuasi pada harga komoditas internasional.



Pertumbuhan volume ekspor di seluruh sektor utama mengalami penurunan (Grafik 14). Pertumbuhan ekspor dari sektor pertambangan tiap tahun menurun dengan tajam dari 47.83% pada 2006 ke 7.98% pada 2007 dan menjadi -0.43% pada 2008. Pertumbuhan sektor pertanian dan manufaktur terus negatif pada 2009, tetapi ekspor sektor pertambangan berubah positif dan mencatat pertumbuhan sebesar 13,79%.

### 2.2.2 Dampak Terhadap Sektor Industri, Pengangguran dan Kemiskinan

Jatuhnya ekspor selama krisis memberikan pengaruh yang buruk pada sektor tradable. Selama kuartar I tahun 2008 sampai kuartar III tahun 2009, pertumbuhan sektor manufaktur menurun dari rata-rata di atas 4% ke 1,5% (yoy) sejalan dengan penurunan ekspor produk



manufaktur. Subsektor yang terkena dampak mendalam pada 2008 adalah produk non-logam lainnya, produk bahan kimia dan produk kayu, yang volume ekspornya menurun sebesar 20 – 30% dari tahun sebelumnya. Pada 2009, volume ekspor pada perlengkapan dan kendaraan bermotor menurun sebesar 44% dan 36% dibandingkan dengan ekspor tahun 2008 (Grafik 15 dan 16).

Kemunduran kinerja sektor tradable pada saatnya menyebabkan penurunan serapan kerja. Tekanan dari krisis global mendorong beberapa perusahaan membuat perubahan dalam operasi dan menaikkan efisiensi bisnisnya. Akibatnya, beberapa pabrik ditutup atau mulainya pemberhentian karyawan, yang menyebabkan penurunan daya beli pada tahun 2008. Menurut Departemen Transmigrasi, jumlah pekerja yang secara temporer diberhentikan sebanyak 10.306 sampai Desember 2008. Analisis Bank Indonesia yang menggunakan Tabel Output Input Indonesia menunjukkan bahwa untuk setiap 1% penurunan ekspor Indonesia mengakibatkan 0,42% pengurangan pekerjaan industri (Tabel 1).

<b>Tabel 1.</b>		
<b>Dampak Kemunduran Ekspor terhadap Penyerapan Tenaga Kerja</b>		
<b>Skenario</b>	<b>Penyerapan Tenaga Kerja (%)</b>	
	<b>Semua Sektor</b>	<b>Sektor Industri</b>
Total ekspor menurun sebesar 1%	-0.166	-0.416
Ekspor Agrikultur menurun sebesar 1 %	-0.009	-0.001
Ekspor tambang menurun sebesar 1 %	-0.005	-0.002
Ekspor Manufaktur turun sebesar 1 %	-0.091	-0.400

Sumber: Indonesia Economic Outlook, Januari 2008

Merosotnya sektor yang memiliki ketergantungan ekspor saat krisis keuangan global, memberikan tekanan yang signifikan terhadap tingkat kesejahteraan. Dampak penurunan pada jam kerja dan pemecatan di beberapa perusahaan menyebabkan banyak rumah tangga yang kehilangan pendapatannya. Selain itu, pendapatan petani di sektor pusat mulai menderita pada Oktober 2008, mengikuti jatuhnya harga komoditas. Tekanan inflasi yang tinggi pada 2008 juga membuat penurunan tingkat gaji riil untuk para pekerja. Untungnya, pertumbuhan ekonomi pada kuartal III tahun 2008 membantu perbaikan di berbagai indikator kesejahteraan seperti kemiskinan dan pengangguran. Program pemerintah dirancang untuk memberantas pengangguran, seperti Program Nasional Pemberdayaan Masyarakat (PNPM) untuk memberikan bantuan, pembayaran Kredit Usaha Rakyat (KUR), Gerakan Pengurangan Pengangguran dan distribusi Bantuan Langsung Tunai juga terlihat mempunyai beberapa pengaruh positif dalam peningkatan indikator kesejahteraan.

### 2.2.3 Pengaruh pada Pertumbuhan GDP

Penurunan pada ekspor, semakin buruknya pada produksi dan pendapatan yang lebih rendah secara serentak tercermin pada penurunan pertumbuhan ekonomi Indonesia dari 6.3% ditahun 2007 ke 6.0 di tahun 2008 dan 4.55% di tahun 2009. Dibandingkan negara lain di dunia, kinerja GDP Indonesia selama krisis secara relatif luar biasa. Pertumbuhan GDP di tahun 2009 adalah yang ke tiga terbesar di dunia setelah China dan India. Prestasi ini di dukung oleh kinerja dari beberapa sektor yang tak terkait dengan perkembangan eksternal seperti elektrisitas, gas dan kebutuhan air, konstruksi, transportasi dan komunikasi, dan sektor jasa. Pertumbuhan pada sektor listrik, gas dan air bersih mencapai 13,78% dan pertumbuhan pada sektor transportasi dan komunikasi mencapai 15,53%, secara berturut - turut (Tabel 2). Pada sisi permintaan, ekspansi ekonomi pada tahun 2009 di dorong oleh permintaan domestik yang kuat, terutama konsumsi rumah tangga dan pemerintah yang tumbuh sebesar 6,21% (Tabel 3).

**Tabel 2.**  
Pertumbuhan GDP Growth pada Sektor (% yoy)

	2008					2009					2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Total	Q1	Q2	Q3	Q4	Total	Q1	Q2
Pertanian	6,44	4,81	3,25	5,12	4,83	5,91	2,95	3,29	4,61	4,13	3,00	3,08
Pertambangan dan Galian	(1,62)	-0,37	2,32	2,43	0,68	2,61	3,37	6,20	5,22	4,37	3,08	3,77
Manufaktur	4,28	4,23	4,31	1,85	3,66	1,50	1,53	1,28	4,16	2,11	3,70	4,29
Listrik, Gas dan Air Bersih	12,34	11,77	10,41	9,34	10,92	11,25	15,29	14,47	13,99	13,78	8,18	4,76
Konstruksi	8,20	8,31	7,76	5,88	7,51	6,25	6,09	7,73	8,03	7,05	7,05	7,18
Perdagangan, Hotel dan Restoran	6,75	7,68	7,59	5,47	6,87	0,63	-0,02	-0,23	4,17	1,14	9,36	9,63
Transportasi dan Komunikasi	18,12	16,57	15,64	16,12	16,57	16,78	17,03	16,45	12,22	15,53	11,92	12,91
Keuangan, Sewa dan Jasa Perusahaan	8,34	8,66	8,60	7,42	8,24	6,26	5,33	4,90	3,77	5,05	5,34	6,10
Jasa	5,52	6,51	6,95	5,93	6,23	6,70	7,19	6,04	5,69	6,40	4,62	5,25
<b>PDB</b>	<b>6,21</b>	<b>6,30</b>	<b>6,25</b>	<b>5,27</b>	<b>6,01</b>	<b>4,53</b>	<b>4,08</b>	<b>4,16</b>	<b>5,43</b>	<b>4,55</b>	<b>5,69</b>	<b>6,17</b>

Sumber: Bank Indonesia

**Tabel 3.**  
Pertumbuhan GDP Pada Sisi Permintaan

	2008					2009					2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Total	Q1	Q2	Q3	Q4	Total	Q1	Q2
Konsumsi	5,47	5,49	6,34	6,42	5,94	7,28	6,27	5,44	5,91	6,21	2,52	3,12
Investasi	13,88	12,16	12,30	9,40	11,86	3,46	2,37	3,24	4,18	3,32	12,45	10,13
Ekspor	13,64	12,36	10,63	1,99	9,53	-18,73	-15,52	-7,79	3,67	-9,70	19,99	14,60
Impor	17,99	16,11	11,10	-3,73	10,00	-24,42	-21,04	-14,67	1,62	-14,97	22,60	17,74
<b>PDB</b>	<b>6,21</b>	<b>6,30</b>	<b>6,25</b>	<b>5,27</b>	<b>6,01</b>	<b>4,53</b>	<b>4,08</b>	<b>4,16</b>	<b>5,43</b>	<b>4,55</b>	<b>5,69</b>	<b>6,17</b>

Sumber: Bank Indonesia

### 2.3. Perbandingan antara Krisis Tahun 1997/1998 dan Krisis Tahun 2007/2008

Selama sepuluh tahun terakhir, Indonesia dan kebanyakan negara Asia lainnya telah mengalami dua krisis keuangan. Yang pertama adalah krisis Asia yang terjadi di tahun 1997 dan yang kedua yaitu krisis yang dikenal sebagai krisis keuangan global yang terjadi 10 tahun berikutnya di tahun 2008. Dalam hal skala dan besaran, terdapat kesamaan antara kedua krisis tersebut. Perhitungan durasi, amplitudo, skala dan *slope* kerugian kumulatif akan menunjukkan gambaran kedua kejadian tersebut.<sup>4</sup>

Dibandingkan krisis tahun 1997/1998, pengaruh krisis 2007/2008 terhadap sektor riil relatif lebih kecil. Pada krisis tahun 1997/1998 crisis, pertumbuhan GDP terus mengalami penurunan selama 8 triwulan dengan total sebesar -28,53%. Faktanya pertumbuhan GDP pada saat itu negatif selama 5 triwulan. Pada krisis 2008/2009, penurunan pertumbuhan GDP hanya terjadi selama 3 triwulan dengan amplitudo sebesar 2,16%.

Tabel 4. Durasi, Periode, Amplitude, Slope dan Kerugian Kumulatif pada Krisis Saat Ini dan Krisis		
	1997/1998 Crisis	2008/2009 Crisis
<b>Economic Growth Recession (% yoy)</b>		
Duration	8 quarters	3 quarters
Period	Q1 1997 – Q4 1998	Q4 2008 – Q2 2009
Amplitude	28,53%	2,2%
Slope	4%	0,72%
Cummulative Losses	115,16%	4,86%
<b>Domestic Credit Growth (% yoy)</b>		
Duration	4 quarters	4 quarters
Period	Q3 1998 – Q2 1999	Q4 2008 – Q3 2009
Amplitude	150,4%	25,2%
Slope	37,6%	6,3%
Cummulative Losses	370,8%	56,8%
<b>Stock Prices (Index)</b>		
Duration	5 quarters	4 quarters
Period	Q3 1997 – Q3 1998	Q1 2008 – Q4 2008
Amplitude	448	1390
Slope	90	348
Cummulative Losses	1411	2999

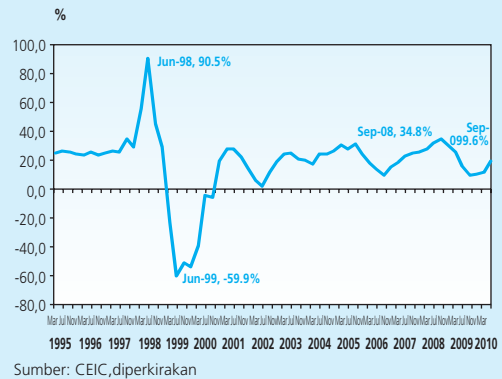
Sumber: CEIC, dihitung

4 Penjelasan lebih mengenai persamaan dan perbedaan krisis tahun 1997 dan krisis tahun 2008 dapat dilihat pada lembar lampiran.

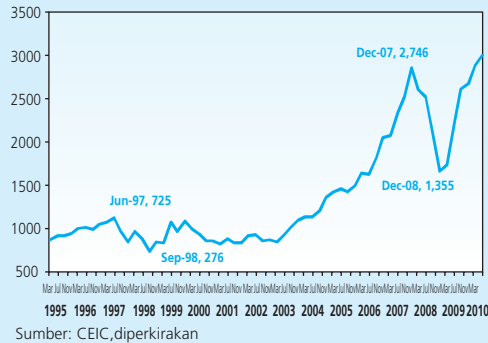




**Grafik 17a. Puncak dan Palung Pertumbuhan PDB**



**Grafik 17b. Puncak dan Palung Pertumbuhan Kredit**



**Grafik 17c. Puncak dan Palung Indeks Bursa Saham**

Sebagaimana di indikasikan oleh kerugian kumulatif, pengaruh dari krisis finansial saat ini pada kredit domestik lebih kecil dari pada krisis pada tahun 1997/1998. Gambar menunjukkan bahwa kerugian kumulatif adalah masing-masing 370,8% dan 56,8%. Meskipun durasi penurunan kredit hampir sama yakni selama 4 triwulan, amplitudo krisis tahun 2008/2009 lebih kecil (25,2%) dari pada krisis tahun 1997/1998 (150,4%).

Pada pasar uang, meski secara absolut pengaruh krisis saat ini lebih besar terhadap indeks pasar saham yang menurun 1390 poin, namun secara relatif persentase penurunan tersebut lebih rendah (50,6%) daripada krisis pada tahun 1997 (61,9%). Begitu juga dengan durasi-nya yang lebih pendek.

### III. METODOLOGI

Dalam menganalisis efektifitas kebijakan moneter dan fiskal terhadap pertumbuhan ekonomi, kita menggunakan prosedur 2 langkah estimasi *Engle and Granger* yang memungkinkan pengujian kointegrasi dan spesifikasi *Error Correction Model* (ECM) secara eksplisit.

Model empiris pada paper ini dimaksudkan untuk menguji hubungan pertumbuhan ekonomi dengan kebijakan moneter, kebijakan fiskal dan variabel kontrol lainnya.

$$Y_t = f(MP_t, FP_t, Z_t) \quad (1)$$

Dimana  $Y$  adalah ukuran aktivitas ekonomi,  $MP$ , adalah kebijakan moneter,  $FP$  ukuran kebijakan fiskal dan  $Z$  adalah variabel kontrol lain yang dapat mempengaruhi aktifitas ekonomi. Pada akhirnya, bentuk umum dari spesifikasi *Error Correction Model* (ECM) pada paper ini adalah:

$$\Delta Y_t = \sum_{j=1} \sum_{k=0} \beta_{1jk} \Delta X_{jt-k} + \sum_{k=0} \beta_{2k} \Delta Y_{t-k-1} + \lambda ECM_{t-1} + C + e_t \quad (2)$$

Dimana:

$Y$  = variabel bergantung/dependen (*economic output*)

$X$  = variable bebas/independen, terdiri dari variabel moneter, variabel fiskal, dan variabel kontrol lainnya.

ECM = sisa/residuals dari bentuk persamaan jangka panjang

$n$  = jumlah variable penjelas pada model

$p$  = jumlah lag yang digunakan untuk mewakili dinamika berjalan pendek pada model

Terdapat beberapa variabel yang dapat digunakan sebagai proxy aktifitas ekonomi, kebijakan fiskal, kebijakan moneter, dan variabel kontrol sebagaimana diuraikan pada tabel dibawah. Kita menggunakan data triwulan dari tahun 1990 Q1 hingga 2010 Q2. Untuk menangkap efek periode krisis finansial terhadap efektifitas pilihan - pilihan kebijakan, kami menambahkan variabel interaksi dari dummy resesi dan variabel – variabel kebijakan. Beberapa variabel diatur untuk seasonalitas menggunakan metode sensus X12.

**Tabel 5.**  
**Daftar Variabel**

Indikator	Variabel	Sumber	Catatan
Pertumbuhan	GDP Riil	IFS, estimasi staff	
	GDP Nominal	IFS	
Fiskal	Keseimbangan fiskal	BI	
	Pendapatan pemerintah	BI	
	Pembelajaan pemerintah	BI	
	Pembelajaan primer	1.1.4.1.1.1	Pembelajaan pemerintah - pembayaran bunga
	Saldo Primer	BI	
Moneter	M1	IFS	
	M2	IFS	
	Suku bunga Kebijakan	BI	Sebelum Q3 2005, kami menggunakan SBI 1 bulan sebagai proksi untuk suku bunga kebijakan
Efek Inflasi	Penurun GDP/ GDP Deflator	IFS, estimasi staff	
	CPI	BI	
Sektor eksternal	<i>Exchange Rate</i>	IFS	
	<i>Current Account Balance</i>	IFS	
Dummy resesi	Resesi 1997/1998	Ter estimasi	Q1 1997 – Q4 1998
	Resesi 2008/2009	Ter estimasi	Q4 2008 – Q2 2009

Catatan :

Semua variabel dalam logaritma, kecuali keseimbangan fiskal, saldo primer, neraca berjalan (karena terdiri dari nilai-nilai negatif) dan dummy resesi (biner 1/0)

## IV. HASIL DAN ANALISIS

### 4.1. Hasil Empiris

Untuk melihat karakteristik runtut waktu dari setiap variabel, kami menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* dan *Phillips Perron (PP)*. Pendekatan PP ini lebih sesuai dibandingkan ADF karena data menunjukkan patahan struktural/*structural break* sebagai efek dari krisis 1997/1998. Baik tes ADF dan PP mengindikasikan kebanyakan series bersifat non-stasioner dalam level, kecuali keseimbangan fiskal, saldo primer, suku kebijakan, dan neraca berjalan. Namun *first-differencing* series tersebut menghilangkan komponen non-stasioner dalam semua kasus dan hipotesis nol yang menyatakan non stasioner dapat ditolak pada tingkat signifikansi 5%, mengindikasikan bahwa semua variabel dapat terintegrasi pada I(1). Dengan demikian, langkah pengujian untuk hubungan ko-integrasi hanya akan dilakukan dengan I(1).

**Tabel 6.**  
**Uji Stasioneritas untuk Variabel**

Variables	Abbreviation	ADF Test Result					Phillips Perron Test Result				
		Level		1st difference		Level of integration	Level		1st difference		Level of integration
		t-stat	p-values	t-stat	p-values		t-stat	p-values	t-stat	p-values	
Real GDP	RGDP	-2.631	0.268	-2.139	0.032	I(1)	-2.327	0.415	-8.320	0.000	I(1)
Nominal GDP	NGDP	-2.038	0.572	-5.929	0.000	I(1)	-2.117	0.529	-5.491	0.000	I(1)
Real GDP_Adjusted	RGDP_SA	-2.214	0.475	-5.216	0.000	I(1)	-1.921	0.634	-5.159	0.000	I(1)
Nominal GDP_Adjusted	NGDP_SA	-1.913	0.639	-1.957	0.049	I(1)	-1.869	0.661	-2.939	0.004	I(1)
Fiscal Balance	FB	-4.231	0.006	-6.526	0.000	I(0)	-9.025	0.000	-29.488	0.000	I(0)
Government Revenue	GR	5.943	1.000	-17.544	0.000	I(1)	2.972	0.999	-42.299	0.000	I(1)
Government Expenditure	GE	5.327	1.000	-20.666	0.000	I(1)	2.100	0.991	-36.833	0.000	I(1)
Primary Expenditure	PRIM_GE	5.137	1.000	-20.657	0.000	I(1)	1.976	0.988	-42.757	0.000	I(1)
Primary Balance	PB	-5.436	0.000	-6.289	0.000	I(0)	-7.132	0.000	-26.702	0.000	I(0)
Fiscal Balance_Adjusted	FB_SA	-3.074	0.003	-12.525	0.000	I(0)	-8.552	0.000	-20.894	0.000	I(0)
Government Revenue_Adjusted	GR_SA	4.040	1.000	-15.234	0.000	I(1)	3.211	1.000	-15.292	0.000	I(1)
Government Expenditure_Adjusted	GE_SA	3.562	1.000	-10.192	0.000	I(1)	4.154	1.000	-18.761	0.000	I(1)
Primary Expenditure_Adjusted	PRIM_GE_SA	4.400	1.000	-11.337	0.000	I(1)	3.046	0.999	-18.449	0.000	I(1)
Primary Balance_Adjusted	PB_SA	-1.843	0.063	-12.502	0.000	I(0)	-7.297	0.000	-23.681	0.000	I(0)
M1	M1	-2.348	0.404	-1.880	0.058	I(1)	-2.369	0.393	-7.610	0.000	I(1)
M2	M2	-0.933	0.947	-8.250	0.000	I(1)	-0.933	0.947	-8.248	0.000	I(1)
M1_Adjusted	M1_SA	-1.496	0.823	-3.371	0.001	I(1)	-1.641	0.768	-5.250	0.000	I(1)
M2_Adjusted	M2_SA	-0.864	0.955	-6.885	0.000	I(1)	-0.941	0.946	-3.738	0.000	I(1)
Policy Rate	PR	-3.265	0.020	-7.633	0.000	I(0)	-3.000	0.039	-7.646	0.000	I(0)
GDP Deflator	GDPDEFL	-2.125	0.524	-4.443	0.000	I(1)	-1.871	0.661	-4.293	0.000	I(1)
GDP Deflator_Adjusted	GDPDEFL_SA	-2.271	0.444	-3.798	0.000	I(1)	-1.849	0.672	-3.798	0.000	I(1)
CPI	CPI	-2.402	0.376	-3.049	0.003	I(1)	-2.208	0.478	-4.278	0.000	I(1)
Exchange Rate	ER	-1.845	0.673	-5.637	0.000	I(1)	-1.221	0.899	-6.479	0.000	I(1)
Current Account Balance	CAB	-3.021	0.003	-11.764	0.000	I(0)	-3.021	0.003	-16.024	0.000	I(0)
GDP US	USGDP	-0.215	0.992	-2.199	0.028	I(1)	-0.249	0.991	-3.144	0.002	I(1)
GDP Japan	JPGDP	1.014	0.917	-3.321	0.001	I(1)	1.351	0.955	-16.482	0.000	I(1)

Merunut pada metode *two step Engle and Granger*, pada langkah selanjutnya kami mengestimasi hubungan ekuilibrium jangka panjang antar variabel dengan menggunakan uji stasioner terhadap galat, menggunakan nilai kritis untuk uji ko-integrasi *Engle - Granger* yang disajikan pada Enders (2004). Setelah mengestimasi beberapa model alternatif, ditemukan persamaan ko-integrasi yang paling baik sebagai berikut:<sup>5</sup>

$$RGDP\_SA = \underset{(0.05)***}{5.13} + \underset{(0.03)***}{0.88} RM1\_SA + \underset{(0.25)***}{0.20} RGE\_SA \quad (3)$$

$$R^2 = 0.94$$

5 RM1\_SA di definisikan sebagai *real seasonally adjusted* M1 yang sebanding dengan nominal M1/ Deflator GDP. RGE\_SA didefinisikan sebagai pembelanjaan pemerintah yang sebanding dengan nominal pembelanjaan pemerintah /GDP Deflator. Nilai di dalam ( ) menunjukkan standar error. \*\*\* signifikan pada  $\alpha = 1\%$ , \*\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , \* signifikan pada  $\alpha = 10\%$ . Kami menyadari bahwa mungkin terdapat hubungan endogenitas antara RM1\_SA dan GDP\_SA, namun untuk sejalan dengan metodologi yang disetujui, kami mengasumsikan hanya terdapat hubungan satu jalur/*one-way relationship* antara mereka dan menggunakan ECM. Untuk uji robust, kami juga menggunakan VECM dan menemukan hubungan jangka panjang antara variabel tersebut.

Nilai kritis dari pengujian unit rootresidual persamaan ini adalah -6.61, dan dengan nilai kritis uji *Engle - Granger Cointegration* untuk 2 variabel yakni -4.123 pada signifikansi 1%, maka variable GDP riil, M1 riil dan pembelanjaan pemerintah riil dikatakan ter ko-integrasi.

Kami selanjutnya berganti pada model jangka pendek dengan mekanisme koreksi kesalahan:

$$\Delta RGDP\_SA_t = \sum_{j=1} \sum_{k=0} \beta_{1,jk} \Delta X_{jt-k} + \sum_{k=0} \beta_{2k} \Delta RGDP\_SA_{t-k-1} + \lambda ECM_{t-1} + crisis + crisis * \sum_{k=0} \beta_{3,jk} \Delta X_{jt-k} + C + e_t \quad (4)$$

Dimana X terdiri dari M1 riil, pembelanjaan pemerintah riil dan variabel kontrol lain, sementara itu ECM adalah residual/sisa dari persamaan (3). Untuk mengidentifikasi dampak dari krisis, kami juga menggunakan variabel dummy resesi CR97 dan CR08 dan variabel interaksi antara resesi di tahun dan ukuran – ukuran kebijakan. Secara umum diantara beberapa kombinasi kami menemukan model terbaik sebagai berikut:

Tabel 7. Model Koreksi Kesalahan			
Variabel	Dependen : GDP Riil		
	Koefisien	t-stat	
M1 Riil(-3)	0.06	1.83	*
Pembelanjaan Pemerintah Riil	0.03	3.80	***
ECM(-1)	-0.07	-2.04	**
Nilai Tukar (-1)	-0.05	-3.00	***
Inflasi(-1)	-0.29	-5.47	***
Krisis 1997	-0.01	-2.04	**
Krisis 2008	0.01	0.75	3
M1 Riil(-3) *Krisis 2008	0.14	0.51	4
Pembelanjaan Pemerintah Riil * Krisis 2008	0.08	0.42	5
Konstanta	0.02	11.36	***
R2	0.66	6	7
DW-Stat	1.98	8	9
SIC	-5.40	10	11

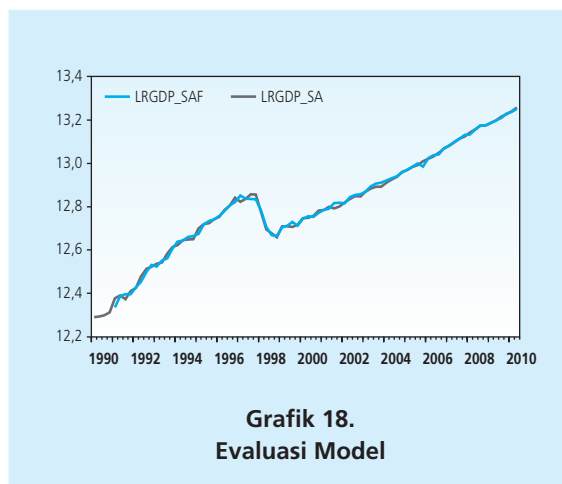
\*\*\* signifikan pada  $\alpha = 1\%$ , \*\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , \* signifikan pada  $\alpha = 10\%$

Hasil – hasil empiris menunjukkan bahwa GDP Riil ter ko-integrasi dengan M1 riil dan belanja fiskal riil. Mengacu pada informasi ini, dikembangkan sebuah model koreksi kesalahan

yang sebelumnya telah ditunjukkan terspesifikasi relatif lebih baik dan secara parsimoni dapat mewakili set data.

Dari model – model koreksi kesalahan, kita dapat menyimpulkan bahwa pada jangka pendek, perubahan pada GDP riil sangat dipengaruhi secara signifikan oleh belanja fiskal riil dan perubahan moneter riil. Perubahan GDP riil sebelumnya tidak signifikan untuk mempengaruhi perubahan GDP riil. Krisis di tahun 1997 menurunkan GDP riil secara signifikan, sementara itu efek krisis di tahun 2008/2009 tidak signifikan. Model tersebut menunjukkan bahwa pada periode krisis di tahun 2008, pengaruh perubahan M1 dan belanja fiskal terhadap *output* secara relatif serupa dengan pengaruh pada periode normal. Meskipun begitu, kedua variabel tersebut masih signifikan dalam mempengaruhi *output* meskipun dalam periode krisis.

Hasil tersebut juga menunjukkan *error term* yang terdefiniskan dengan baik, dan mengindikasikan umpan balik sebesar 7% dari disequilibrium triwulan sebelumnya dari pasokan uang jangka panjang dan belanja fiskal terhadap aktifitas ekonomi. Untuk mengevaluasi kinerja model, kami melakukan beberapa prakiraan sampel dan membandingkan hasilnya dengan data aktual. Hasilnya cukup baik sebagaimana ditunjukkan oleh grafik 20. *The root mean square error (RMSE)* pada prakiraan hanya sebesar 0,01.



Efektifitas relatif dari kebijakan-kebijakan yang dilakukan, ditentukan oleh ukuran dari sumbangan instrument kebijakan yang dilaksanakan tersebut untuk membatasi dampak atas kondisi yang memburuk, dalam rangka mendapatkan hasil positif yang lebih besar. Sementara beberapa ekonom berpendapat bahwa kebijakan moneter sebaiknya berada pada garis pertama dalam pertahanan selama turbulensi, yang lain menentang dan menyatakan bahwa kebijakan

fiskal memiliki peran yang lebih penting terutama ketika ukuran kebijakan moneter konvensional tidak cukup untuk mengatasi kerugian pada output dalam kondisi ekonomi yang melemah.

Meskipun tidak secara spesifik mengacu periode krisis, hasil estimasi menunjukkan bahwa lag yang dibutuhkan oleh kebijakan moneter relatif lebih cepat dibandingkan kebijakan fiskal (tabel 6); ini menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan fiskal terhadap GDP lebih cepat daripada kebijakan moneter.

*Hasil ini sejalan dengan Elmendorf and Furman (2008) yang menyatakan bahwa kunci keuntungan potensial stimulus fiskal dibandingkan stimulus moneter, adalah bahwa dia dapat meningkatkan aktifitas ekonomi dengan lebih cepat, dan stimulus fiskal yang di implementasikan secara langsung dan benar, dapat menyediakan daya pendorong ekonomi jangka pendek yang lebih besar dibandingkan kebijakan moneter.*

## 4.2. Analisis

Pada model empiris diatas, kami menggunakan M1 untuk indikator kebijakan moneter dan pembelanjaan pemerintah riil untuk indikator kebijakan fiskal. Sementara itu, setelah penerapan *Inflation Targeting Framework* (ITF), pada Juli 2005, Bank Indonesia telah mengubah fokus operasi moneter kepada tingkat suku bunga jangka pendek, menggantikan target operasi jumlah uang beredar.

Pada level operasi ITF, *stance* kebijakan moneter tercermin pada suku bunga kebijakan (BI rate) yang diharapkan dapat mempengaruhi suku bunga pasar uang dan selanjutnya terhadap suku bunga deposito dan suku bunga kredit dalam sistem perbankan. Pada tingkatan yang lebih awal dari penerapannya, suku bunga BI dimaksudkan hanya tercermin pada tingkat diskon surat berharga Bank Indonesia bertermor satu bulan (SBI 1 bulan). Sejak akhir Januari 2008, beberapa langkah bertahap telah dilakukan untuk lebih mem-fokuskan pada pengaturan suku bunga pasar jangka pendek sekitar level suku bunga BI. Efektif sejak 9 Juni, 2008, BI telah secara resmi mengganti target operasi dari suku bunga SBI 1 bulan ke suku bunga *overnight* pasar uang antar bank (*PUAB O/N*). Perubahan pada tingkat suku bunga ini akan mempengaruhi *output* dan inflasi.

Selain suku bunga kebijakan tersebut, terdapat juga beberapa instrumen moneter yang digunakan dalam mengendalikan agregat permintaan dekonomi. Mengingat hal tersebut, pada bagian ini, analisis kebijakan moneter dan kebijakan fiskal yang telah dilakukan akan di perluas, tidak hanya M1 dan pembelanjaan pemerintahan. Karena nilai tukar juga signifikan dalam mempengaruhi output, akan ada analisis mengenai kebijakan devisa.

### **4.2.1 Kebijakan Moneter**

Bank Indonesia mengambil serangkaian kebijakan sebagai respon terhadap ketidakstabilan keuangan global. Pada umumnya kebijakan moneter ditentukan dengan mempertimbangkan keadaan ekonomi dan karakteristik makroekonomi. Sebagaimana ditunjukkan oleh gambar dibawah, selama periode Januari 2008 hingga November 2008, Bank Indonesia meningkatkan suku bunga kebijakan dari 8% ke 9.50% dalam rangka meredam tekanan naiknya IHK. Meski tekanan dari sudut pandang stabilitas keuangan lebih tinggi sebagaimana ditunjukkan oleh tingginya suku bunga *overnight*, suku bunga bank dan tingkat yield dari surat berharga pemerintah yang meningkat karena kurangnya likuiditas global pada saat itu. Meski demikian, saat itu BI memutuskan untuk meningkatkan suku bunga kebijakan terkait kekhawatiran pada inflasi. Sejalan dengan melambatnya pertumbuhan ekonomi, inflasi juga menurun selama tahun 2008 – 2009. Untuk itu, suku bunga kebijakan, juga diturunkan sejak Desember 2008.

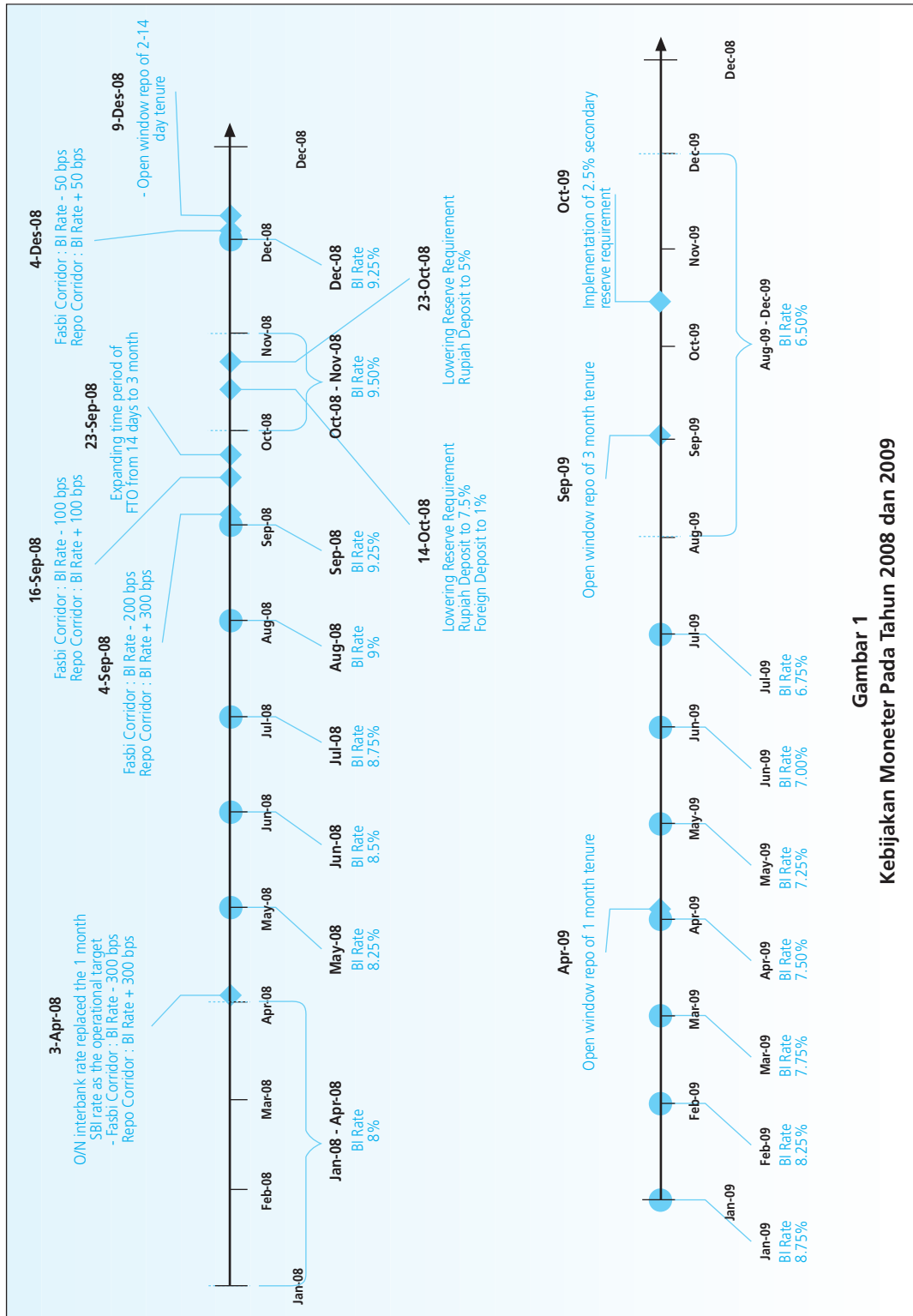
Lebih jauh, sebagai respon terhadap krisis finansial global, Bank Indonesia mengambil beberapa kebijakan untuk mengatasi isu likuiditas dalam sektor finansial. Akibat, diumumkannya kebangkrutan Lehman Brothers pada September 2008, pasar antar bank meroket tajam dari 6.98% ke nilai 9.37% Q-1 hingga Q-III 2008. Selain itu, volume transaksi Rupiah antar bank menurun 41% selama periode tersebut dikarenakan jatuhnya kepercayaan pasar terhadap institusi perbankan. Tujuan utama dari kebijakan non-konvensional tersebut sebagai mana ditunjukkan pada Tabel 4 adalah untuk membawa suku bunga antar bank agar konvergen menuju tingkat suku bunga kebijakan. Dalam rangka mengurangi guncangan yang berlebihan di pasar keuangan antar bank, koridor suku bunga dipersempit pada 4 September 2008 dan pada 16 September 2008.

Seperti halnya pada bank sentral lain, Bank Indonesia juga merespon masalah likuiditas dalam sektor keuangan dengan mengurangi *reserve requirement*, diikuti dengan penyediaan fasilitas likuiditas dalam rangka mengalirkan dana pada pasar uang. Selanjutnya, terdapat koordinasi antara bank sentral dan pemerintah untuk mengatasi isu kepercayaan dan juga menjawab ledakan harga aset. Beberapa kebijakan juga telah diambil untuk mengatasi isu kepercayaan dan juga menjawab ledakan harga aset. Penjelasan kebijakan – kebijakan yang diambil oleh – Bank Indonesia selama krisis global dapat dilihat pada lembar lampiran.

#### **a. Evaluasi Kebijakan Suku Bunga**

Terdapat perbedaan yang signifikan antara pergerakan suku bunga kebijakan saat krisis tahun 1997/1998 dengan krisis yang baru saja terjadi. Mengantisipasi tekanan inflasi yang sangat tinggi pada krisis tahun 1997/1998 (hampir 83% pada Q-IV 1998), bank sentral meningkatkan



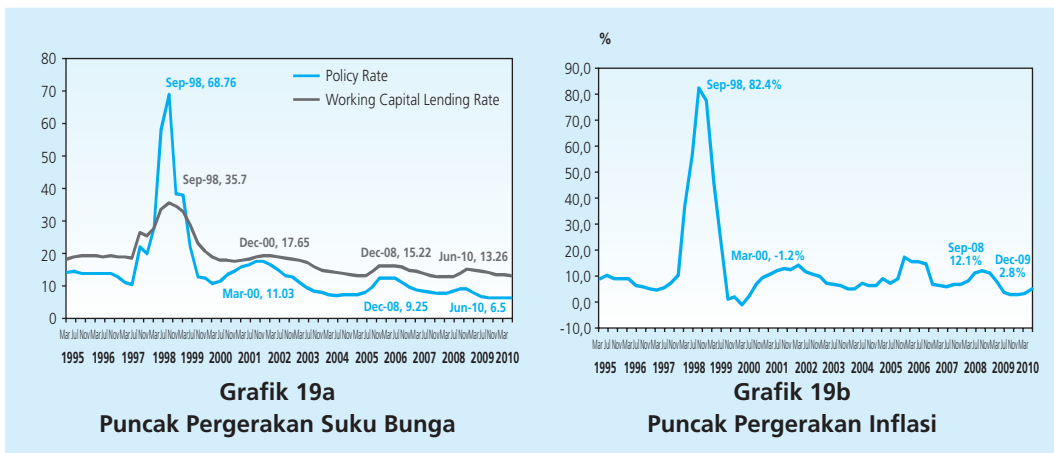


Gambar 1  
Kebijakan Moneter Pada Tahun 2008 dan 2009

suku bunga SBI secara signifikan ke nilai 68% dan secara bertahap menurunkan ke 11,03% pada Q-I 2000. Pada sisi lain, sebelum krisis 2008 terjadi, tekanan inflasi tidak terlalu tinggi, dan meskipun begitu, suku bunga kebijakan dinaikan hingga 9,25%. Pada saat itu, kebijakan BI untuk meningkatkan suku bunga kebijakan pada triwulan II, III dan IV tahun 2008 sangat bertentangan dengan bank sentral lainnya di negara lain yang justru menurunkan suku bunga

Tabel 8. Durasi, Periode, Amplitude dan Slopedari Suku Bunga dan Inflasi		
	Krisis 1997/1998	Krisis 2008/2009
<b>Policy Rate (%)</b>		
Duration	6 kuartal	lebih dari 6 kuartal
Period	Q4 1998 – Q1 2000	Q1 2009 – Q2 2010 (belum meningkat)
Amplitude	57.73%	2.75%
Slope	10%	0.46%
<b>Lending Rate (%)</b>		
Duration	9 kuartal	lebih dari 6 kuartal
Period	Q4 1998 – Q4 2000	Q1 2009 – Q2 2010
Amplitude	18.1%	2.0%
Slope	2.0%	0.3%
<b>Inflation (% yoy)</b>		
Duration	6 kuartal	5 kuartal
Period	Q4 1998 - Q1 2000	Q4 2008 - Q4 2009
Amplitude	83.6%	9.36%
Slope	13.9%	1.9%

Sumber : CEIC, diperkirakan



mereka untuk mengatasi isu likuiditas dan mengurangi aktifitas ekonomi. BI memulai mengurangi suku bunga kebijakannya secara bertahap pada Q1 2009 dan bertahan pada nilai 6,5% hingga sekarang.

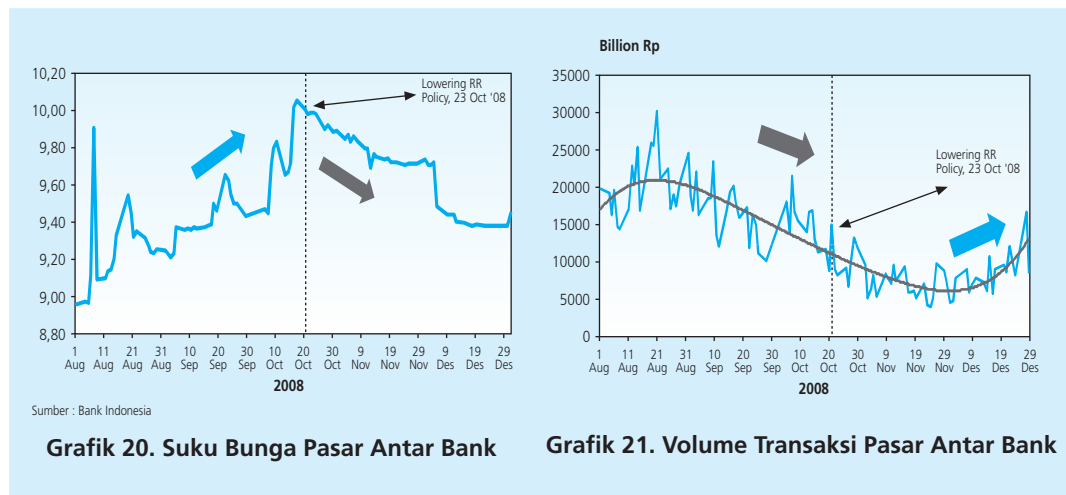
Selama kedua periode krisis tersebut, besarnya penurunan suku bunga pinjaman rata-rata sektor perbankan, ternyata lebih kecil daripada penurunan suku bunga BI. Hal ini terefleksi pada spread suku bunga pinjaman dan BI rate. Dari perspektif mikro bank, terdapat beberapa faktor yang menyumbang terhadap pergerakan tingkat pinjaman termasuk biaya dari dana dan resiko premi yang condong meningkat selama krisis, dan profit margin. Sebuah studi sebelumnya menunjukkan bahwa penurunan agregat biaya dana perbankan tahun 2009 condong lebih lambat daripada penurunan suku bunga BI. Lebih lanjut, resiko premi pada ekonomi pada saat itu masih dianggap tinggi dan terdapat indikasi bahwa industri perbankan lebih suka mempertahankan profit margin. Kesemua ini berkontribusi dalam mengurangi efektifitas pengaruh kebijakan suku bunga terhadap tingkat suku bunga pinjaman.

Tabel 9. Rata- Rata Selisih BI Rate dengan Suku Bunga Pinjaman Selama Periode Ekspansi	
Non - Krisis	Krisis
Q2 1996 - Q1 1997	Q2 1999 - Q1 2000
6,12 %	8,23 %
Q1 2006 - Q4 2006	Q1 2009 - Q4 2009
4,29 %	7,41 %

### **b. Evaluasi Penurunan Cadangan Minimum**

Kebijakan cadangan minimal dipergunakan untuk menyediakan likuiditas Rupiah yang lebih banyak dalam sistem perbankan untuk mengimbangi desakan likuiditas dan mengurangi volatilitas di pasar antar bank. Pengaruhnya dapat dilihat pada suku bunga pasar antar bank yang menurun setelah pengumuman kebijakan tersebut. Volatilitas suku bunga antar bank juga berkurang. Sebagaimana diukur melalui standar deviasi, selama periode 1 bulan sebelum penerapan kebijakan, volatilitas suku bunga antar bank adalah 0,22% dan berkurang menjadi 0,08% setelah penerapan kebijakan tersebut.

Volume transaksi antar bank juga meningkat meskipun peningkatannya lebih rendah dan pengaruhnya tidak tiba – tiba layaknya suku bunga. Salah satu alasan peningkatan yang lebih rendah pada transaksi pasar antar bank adalah ekspansi pada *fine tuning operation* yang dilakukan bank sentral pada saat itu, yang meningkatkan akses terhadap likuiditas dari sentral bank, dengan demikian mengurangi kebutuhan peminjaman dari pasar antar bank. Hal ini



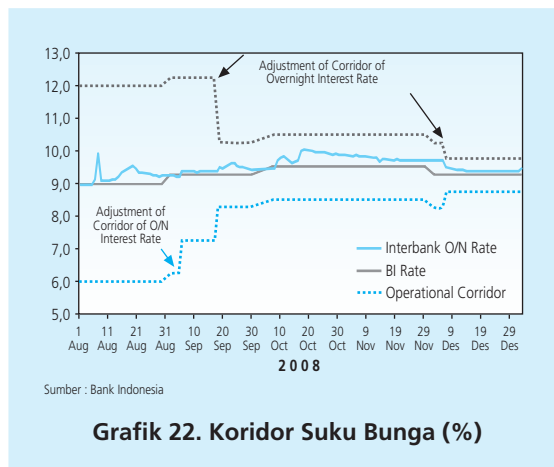
juga di dukung oleh perubahan fasilitas likuiditas untuk bank komersil dari bank sentral, yang aksesnya lebih luas dan lebih lama dibandingkan fasilitas *inter-day* biasa. Alasan lain pada saat itu adalah untuk mengurangi pembayaran pinjaman oleh bank komersil yang sejalan dengan permintaan kredit yang lebih rendah dikarenakan krisis global dan meskipun kebutuhan yang lebih rendah untuk meminjam dana.

Perlu dicatat bahwa terdapat efek samping dari kebijakan ini. Meningkatnya pasokan rupiah telah membawa naiknya peredaran uang di pasar (M0), dan hal ini dapat menyebabkan depresiasi terhadap Rupiah.

### ***c. Evaluasi Penyempitan Koridor Suku Bunga untuk Standing Deposit Facility/ Lending Facility (Repo)***

Kebijakan ini di arahkan untuk mengurangi volatilitas yang merebak di pasar uang antar bank dan meningkatkan kredibilitas Bank Indonesia. Semakin rendahnya *spread* suku bunga antar bank dan suku bunga kebijakan, mengindikasikan semakin tingginya derajat kredibilitas bank sentral.

Dari grafik 22, kita dapat melihat bahwa setelah pengaturan koridor yang pertama dan kedua, penyebaran suku pasar antar bank dan suku kebijakan relatif lebih tinggi dan hal tersebut kontradiktif dengan tujuan dari kebijakan tersebut. Salah satu alasan bisa saja meningkatnya tekanan likuiditas karena persepsi resiko yang lebih tinggi pada bulan September menyusul kebangkrutan dari Lehman Brother. Sementara itu pengaturan ketiga berhasil mengurangi *spread* suku bunga (Tabel 10). Sebagai perbandingan, praktek yang paling baik pada penyebaran ini di beberapa negara ITF yaitu sekitar 20 bps.



**Tabel 10.**  
Penyebaran Suku Kebijakan dan Suku Pasar Interbank

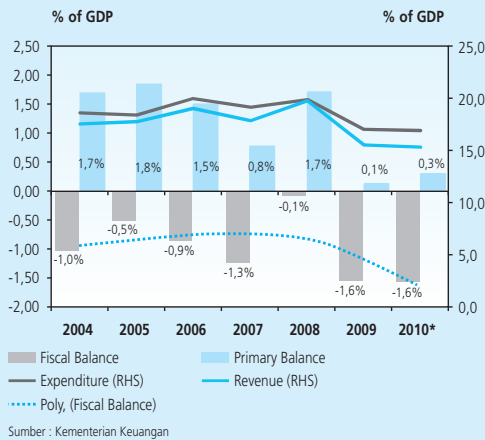
Periode	Penyebaran	Catatan
1 bulan sebelum pengaturan pertama	9.08 bps	
1 bulan setelah pengaturan pertama	11.72 bps	Lebih tinggi
1 bulan setelah pengaturan kedua	27.42 bps	Lebih tinggi
1 bulan sebelum pengaturan ketiga	35.57 bps	
1 bulan setelah pengaturan ketiga	17.59 bps	Lebih tinggi

Catatan: pertama : 4 September 2008; kedua : 16 September 2008; ketiga : 4 Desember 2008  
Sumber: Bank Indonesia, diperkirakan dari data harian

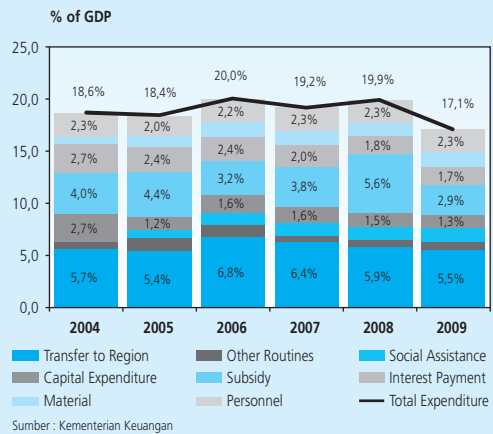
#### 4.2.2 Kebijakan Fiskal

Seperti negara – negara lainya, Indonesia meluncurkan kebijakan fiskal sebagai kebijakan *counter-cyclical* untuk melawan melambatnya efek langsung pada agregat permintaan. Dalam rangka mengurangi pengaruh krisis yang baru saja terjadi, pemerintah Indonesia mengambil sepuluh langkah untuk tujuan stabilitas perekonomian dan menyelamatkan anggaran negara. Sebagai tambahan, pemerintah menawarkan paket stimulus fiskal sebesar Rp.73,3 triliun atau US\$7,56 miliar (2,6% dari GDP) dengan tujuan sebagai berikut,

- Mempertahankan daya beli rumah tangga untuk menjaga pertumbuhan konsumsi diatas 4%.
- Meningkatkan kekuatan dan daya saing sektor riil untuk menghindari lebih banyaknya PHK perkerja .
- Pemerintah mengeluarkan beberapa kebijakan perdagangan.
- Menciptakan kesempatan kerja bagi penganggur/pekerja yang di PHK, dengan meluncurkan proyek infrastruktur pada karya.
- Perlindungan sosial dan penurunan kemiskinan yang anggarannya telah diputuskan tahun 2009.



**Grafik 23.**  
**Operasi Keuangan Negara**



**Grafik 24.**  
**Total Komponen Pembelanjaan**

Meski pada periode krisis realisasi keseimbangan fiskal pada akhir 2008 mengalami peningkatan secara signifikan dengan defisit yang kecil. Pada tahun 2009, karena stimulus fiskal dan rendahnya penerimaan pemerintah karena melambatnya perekonomian, membuat defisit fiskal yang lebih tinggi yaitu 1,6% dari GDP (Grafik 23). Berdasarkan pada komponennya, belanja terbesar pemerintah pada tahun 2008 dan 2009 adalah untuk transfer ke daerah dan subsidi (Grafik 24).

**Tabel 11.**  
**Rencana dan Realisasi Stimulus Fiskal**

No	Description	Plan	Realization	% of
		(IDR Trillion)	(IDR Trillion)	Realization
1	<b>Tax Savings</b>	43.0	20.5	47.7% <sup>1)</sup>
	Reductions in Income Tax Rates	32	18	56.3% <sup>1)</sup>
	Lower Corporate Tax Rate	18.5	12.8	69.2% <sup>1)</sup>
	Lower Personal Income Tax Rate	13.5	5.2	38.5% <sup>1)</sup>
	Income tax-free band raised to IDR 15.8 million	11	2.5	22.7% <sup>1)</sup>
2	<b>Tax/Import Duty Subsidies for Business/Targeted Households</b>	13.3	3.7	27.8% <sup>1)</sup>
	VAT on oil/gas exploration, cooking oil	3.5	2.5	71.4% <sup>1)</sup>
	Import duties on raw materials and capital goods	2.5	0.3	12.0% <sup>1)</sup>
	Payroll tax	6.5	0.1	1.5% <sup>1)</sup>
	Geothermal tax	0.8	0.8	100.0% <sup>1)</sup>
3	<b>Pro-business/Jobs subsidies + budget expenditures</b>	17	14.0	82.2%
	Reduced price for automotive diesel	2.8	2.8	100.0% <sup>1)</sup>
	Discounted electricity billing rates for industrial users	1.4	1	71.4% <sup>1)</sup>
	Additional infrastructure expenditures+subsidies+government equity injection	12.2	10.18	83.4% <sup>2)</sup>
	Upscaling of Community Block Grants (PNPM)	0.6	n/a	
	<b>TOTAL</b>	<b>73.3</b>	<b>38.2</b>	<b>52.1%</b>

Notes : 1) Realization until October 2009, more updated data is not available  
2) Realization until December 2009

Sumber: Departemen Keuangan dan sumber lain

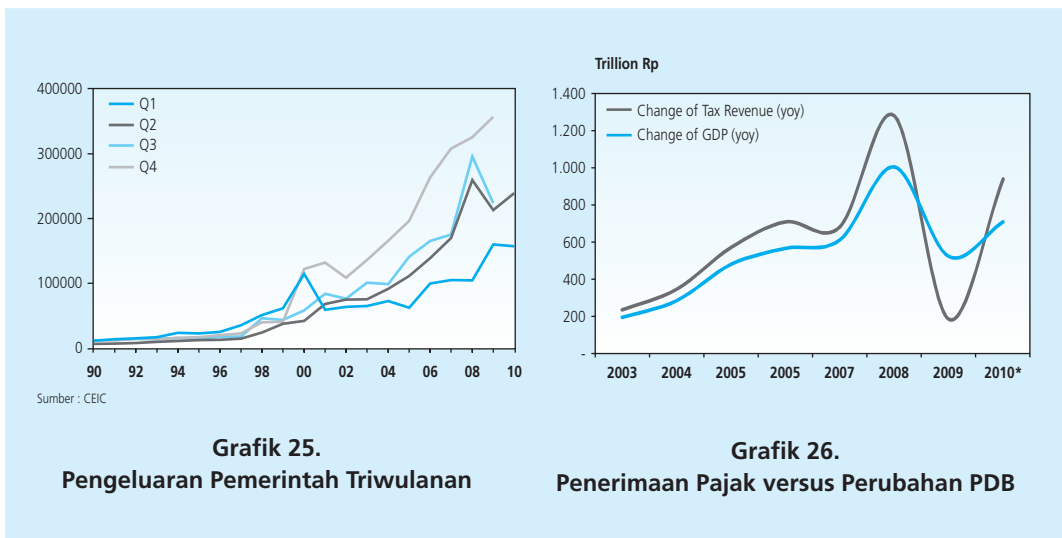
Keberhasilan pemerintah memperoleh kondisi fiskal yang berkelanjutan pada tahun 2008 disebabkan oleh, (1) selama sepuluh tahun terakhir, kebijakan fiskal telah mengurangi rasio utang publik. (ii) Pemerintah telah mengambil langkah-langkah yang signifikan untuk mengurangi subsidi bahan bakar yang memungkinkan untuk meningkatkan pengeluaran baik di tingkat pemerintah pusat dan daerah. (iii) Pemerintah telah meningkatkan total pengeluaran untuk pendidikan.

Namun, dalam kasus Indonesia, permasalahan stimulus fiskal terjadi di mana kemampuan pemerintah daerah untuk dapat menyelesaikan anggaran mereka tepat pada waktunya sangat terbatas. Oleh karena itu, paket stimulus tersebut tidak digunakan secara optimal seperti yang

**Tabel 12.**  
**Prinsip Evaluasi Stimulus Fiskal Efektif**

Prinsip	Penjelasan	Langkah Untuk Stimulus Fiskal Indonesia
Tepat Waktu	FS tidak seharusnya diberlakukan secara prematur, tertunda terlalu lama, atau terdiri dari pemotongan pajak atau peningkatan pengeluaran yang akan memakan waktu terlalu lama untuk dilakukan atau untuk meningkatkan produksi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Meskipun pemerintah segera memberi instruksi untuk FS, ada permasalahan yang menyebabkan penundaan pelaksanaan pencairan dana.</li> <li>• Pengeluaran pemerintah itu sebagian besar disalurkan pada Q-4 (Grafik 26). Ini akan lebih baik jika pencairan di setiap kuartal cukup seimbang. Jadi dalam hal prinsip-prinsip tepat waktu, stimulus fiskal Indonesia adalah kurang efektif</li> </ul>
Ditargetkan	Pemotongan pajak dan kenaikan belanja harus diarahkan sehingga dapat memberikan manfaat yang besar bagi orang-orang yang paling terkena dampak negatif dari perlambatan ekonomi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Proporsi terbesar dari FS adalah pengurangan pajak. Hal ini bisa menstimulus output ekonomi dari investasi dan secara tidak langsung akan meningkatkan lapangan kerja dan upah. Kemudian akan ada peningkatan dalam konsumsi dan output ekonomi.</li> <li>• Selain itu, pengeluaran besar di infrastruktur akan baik karena meningkatkan pertumbuhan yang berkelanjutan jangka panjang dan bukan hanya jangka pendek.</li> <li>• Dengan demikian dari prinsip-prinsip yang ditargetkan, stimulus fiskal Indonesia cukup efektif.</li> </ul>
Sementara	FS seharusnya tidak meningkatkan defisit anggaran dalam jangka panjang	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sumber dana untuk stimulus fiskal berasal dari kelebihan penggunaan anggaran (SILPA<sup>7</sup>) tahun 2008 dan utang.</li> <li>• Dana dari kelebihan penggunaan anggaran tidak akan mempengaruhi anggaran pemerintah berikutnya tetapi penggunaan utang, dalam jangka panjang dapat mempengaruhi defisit anggaran.</li> <li>• Selain itu, defisit rencana anggaran tahun 2010 masih relatif tinggi (1,6% PDB) (Tabel 15). Jadi dari prinsip-prinsip sementara, stimulus fiskal di Indonesia cukup efektif</li> </ul>

7 SILPA: Sisa Lebih Pembiayaan dan Anggaran tahun lalu



dapat diinterpretasikan dari data bulan Oktober dan Desember 2009 yang menunjukkan bahwa hanya 52,1% dari rencana stimulus fiskal yang dapat diwujudkan. Kurangnya sosialisasi, pengeluaran yang hemat, dan implementasi regulasi yang lambat menyebabkan rendahnya penyerapan dari stimulus fiskal tersebut. Jadi, untuk meningkatkan efektivitas kebijakan fiskal, diperlukan suatu konfigurasi standar prosedur operasi yang efektif dan mudah dipahami untuk pelaksanaan kebijakan fiskal, baik di daerah maupun pusat.

Untuk menganalisis efektivitas kebijakan fiskal dalam meningkatkan kegiatan ekonomi setelah krisis bukanlah hal yang mudah, sehingga kami mencoba untuk mengadopsi evaluasi stimulus fiskal (FS) berdasarkan prinsip-prinsip Elmendorf dan Furman (2008) sebagai berikut:

**Tabel 13.**  
**Dampak Kebijakan Fiskal Terhadap Anggaran Pemerintah**

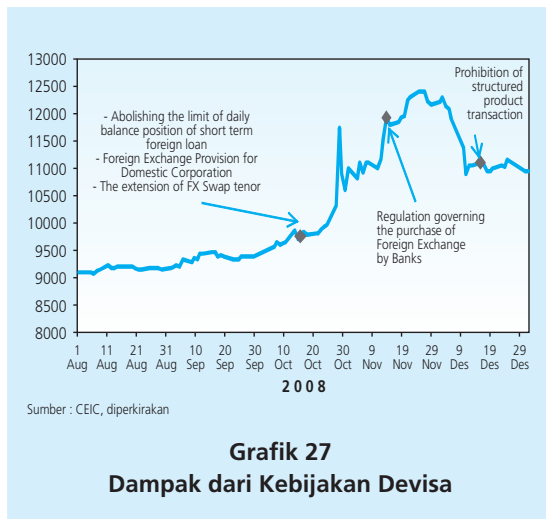
Periode	Jumlah Fiskal Dalam% dari PDB	Jumlah Primer Dalam % dari PDB
1990-1996 Rata-rata	0,26%	2,05%
1997-1998 Rata-rata	-1,45%	1,13%
1999	-2,84%	1,05%
2001-2008 Rata-rata	-1,16%	1,92%
2009	-1,56%	0,12%
2010 Perkiraan	-1,59%	0,28%

Sumber: Kementerian Keuangan



### 4.2.3 Kebijakan Devisa

Untuk menghindari penurunan nilai tukar dari rupiah yang lebih rendah, Bank Indonesia memperkenalkan langkah-langkah kebijakan fiskal seperti *FX swap tenor* yang diperluas, mengeluarkan aturan mengenai pembelian devisa oleh bank, dll (rincian dapat dilihat pada Appendix). Langkah-langkah kebijakan devisa cukup efektif untuk mengurangi guncangan nilai tukar selama krisis. Walaupun nilai mata uang Rupiah melemah secara terus menerus setelah diberlakukannya beberapa kebijakan devisa di bulan Oktober dan November 2008 dikarenakan adanya aliran modal keluar secara besar-besaran, guncangan nilai tukar menjadi relatif lebih kecil setelah dikeluarkannya kebijakan baru.



Tabel 14. Guncangan Devisa Setelah Berlakunya Kebijakan			
FX Policies	Std Deviation of Rp/US\$		Result
	1 week before	1 week after	
15 October's policies	94.58	69.61	Lower
13 November's policies	349.90	244.21	Lower
16 December's policies	338.22	73.40	Lower

### 4.2.4 Kondisi Ekonomi Indonesia setelah Krisis

Banyak perkembangan yang terjadi pada ekonomi Indonesia selama 2009 dan 2010 yang meningkatkan optimisme atas sustainabilitas proses pemulihan ekonomi. Kinerja ekonomi yang positif mencakup peningkatan indikator-indikator resiko, kinerja di pasar saham, neraca, penguatan Rupiah, dan pertumbuhan ekonomi yang cukup baik.

Pertumbuhan ekonomi di triwulan II pada tahun 2010 meningkat sebesar 6,17% yang lebih tinggi 2,07% poin dibandingkan pertumbuhan ekonomi pada triwulan yang sama di tahun sebelumnya. Dari sisi permintaan, kontribusi terbesar terhadap pertumbuhan ekonomi adalah permintaan domestik khususnya yang berasal dari investasi sebesar 2,35% dan konsumsi sebesar 2,06%. Dari perspektif sektoral, kontributor terbesar adalah sektor Transportasi dan

**Tabel 15. Kontribusi Sektoral Terhadap Pertumbuhan PDB 2010**

Sektor	2010	
	Q1	Q2
Pertanian	0,42	0,43
Pertambangan dan Galian	0,25	0,31
Manufaktur	0,97	1,12
Listrik, Gas dan Air Bersih	0,06	0,04
Konstruksi	0,45	0,45
Perdagangan, Hotel dan Restoran	1,55	1,61
Transportasi dan Komunikasi	1,02	1,13
Keuangan, Sewa dan Jasa Perusahaan	0,52	0,58
Jasa	0,44	0,50
<b>PDB</b>	<b>5,69</b>	<b>6,17</b>

Sumber: Bank Indonesia

**Tabel 16. Kontribusi dari sisi Permintaan Terhadap Pertumbuhan PDB**

Permintaan	2010	
	Q1	Q2
Konsumsi	1,65	2,06
Investasi	2,82	2,35
Ekspor (net)	1,18	0,42
Ekspor	7,85	6,02
Impor	6,67	5,60
Statistic Discrepancy	0,04	1,34
<b>PDB</b>	<b>5,69</b>	<b>6,17</b>

Komunikasi (1,13%); Perdagangan, Hotel, dan Restoran (1,61%) dan sektor Manufaktur (1,12%).

Indikasi bahwa pemulihan global berproses lebih cepat dari perkiraan telah meningkatkan optimisme terhadap masa depan ekonomi Indonesia. Optimisme tersebut juga didukung oleh pemulihan ekonomi domestik yang lebih cepat dan juga bertahan dari dampak krisis global. Meningkatnya optimisme terhadap gambaran ekonomi Indonesia juga didukung oleh naiknya peringkat Indonesia yang dilakukan oleh agen pemeringkat internasional di awal tahun 2010. Kondisi positif ini mendukung hasil empiris dari penelitian ini dimana kebijakan moneter dan fiskal memberikan dampak yang signifikan terhadap output.

Akan tetapi, ada beberapa tantangan untuk perkembangan ekonomi Indonesia. Dari sisi eksternal, tantangan tersebut utamanya berhubungan dengan dampak dari strategi-strategi negara maju dalam merespon krisis global, termasuk pelonggaran moneter dan trend ekspansi fiskal, polarisasi tren perdagangan global dan ketimpangan yang cukup besar dalam kinerja ekonomi global.

Dari sisi domestik, tantangan yang paling utama berkaitan dengan beberapa isu yang dapat mengganggu efektifitas kebijakan moneter, seperti likuiditas bank yang berlebihan, dominasi arus masuk modal jangka pendek dalam struktur arus modal masuk, potensi penggelembungan harga aset, pasar modal yang tidak stabil, dan serangkaian permasalahan struktural pada sektor riil.

## V. KESIMPULAN

Indonesia telah terpengaruh oleh dampak dari tertahannya aliran modal di negara-negara emerging ekonomi dan mengalami penurunan pertumbuhan ekonomi akibat krisis keuangan global. Paper ini telah mengidentifikasi dampak putaran pertama dan kedua dari krisis terhadap indikator makroekonomi. Pelajaran pertama dari krisis yang terjadi baru-baru ini adalah Indonesia sebagai negara berkembang secara jelas telah menunjukkan efektifitas dari kebijakan moneter, fiskal, dan kebijakan sektor keuangan yang telah membantu pemulihan ekonomi Indonesia. Indonesia dan beberapa negara Asia telah mengalami dua krisis keuangan selama 10 tahun terakhir ini. Krisis Asia yang pertama terjadi pada tahun 1997, yang mengakibatkan reformasi yang begitu signifikan pada kebijakan dan institusi di sektor keuangan. Namun, pada krisis kedua di 10 tahun berikutnya yang dikenal sebagai krisis global yang terjadi di tahun 2008, reformasi yang terjadi tergolong lebih kecil dan tidak signifikan dibandingkan krisis pertama.

Pelajaran kedua adalah kerjasama dan koordinasi yang lebih erat antar para pembuat kebijakan sangat penting dalam mengidentifikasi dan menangani tantangan yang ditimbulkan oleh krisis global. Selaku otoritas moneter, Bank Indonesia telah menerapkan kebijakan moneter yang akomodatif untuk mendukung pertumbuhan yang cukup moderat dengan inflasi yang relatif rendah. Kebijakan suku bunga mulai diluncurkan pada Desember 2008 dengan maksud untuk menurunkan tingkat suku bunga kredit bank. Beberapa langkah dan kebijakan moneter yang tidak konvensional juga telah diambil untuk mengatasi masalah likuiditas. Di sisi fiskal, pemerintah berupaya menjaga permintaan domestik dengan beberapa stimulus fiskal dan kebijakan perdagangan. Ada juga koordinasi antar Departemen Keuangan, Bank Sentral dan lembaga lainnya dalam rangka mempertahankan pasar keuangan dan stabilitas makroekonomi.

Langkah-langkah kebijakan yang diambil selama krisis telah dirumuskan secara tepat waktu dengan tujuan akhir pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dengan tetap menjaga stabilitas makroekonomi di Indonesia. Berdasarkan model koreksi *error*, kami menyimpulkan bahwa dalam jangka pendek perubahan GDP riil secara signifikan dipengaruhi oleh perubahan penawaran uang riil pada kuartal ketiga sebelumnya dan pengeluaran fiskal yang riil. Ini menunjukkan bahwa dampak kebijakan fiskal terhadap PDB relatif lebih cepat daripada kebijakan moneter.

Merujuk pada kesimpulan dari penelitian ini, implikasi kebijakan yang harus diperhatikan di masa depan adalah sebagai berikut:

1. Kerjasama dan koordinasi antar pembuat kebijakan dan respon yang tepat waktu sangat penting dalam mengatasi krisis. Dengan demikian, dalam menangani krisis, kebijakan

moneter tidak bisa berdiri sendiri tetapi membutuhkan koordinasi dengan kebijakan fiskal dan kebijakan di sektor lainnya.

2. Kebijakan moneter konvensional yang efektif dalam kondisi normal dapat menjadi kurang efektif dalam krisis karena tingginya tingkat ketidakpastian terutama tekanan yang berasal dari luar. Dengan demikian, kebijakan moneter yang khusus memang diperlukan sebagai respon kebijakan yang tepat waktu.
3. Sehubungan dengan kebijakan fiskal, pencairan pengeluaran pemerintah yang lebih tepat waktu sangat penting untuk meningkatkan efektivitas kebijakan ini agar dapat merangsang output perekonomian.

## DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Syamsul, (1998), "Effectiveness of Interest Rate Policy for Rupiah Stability during Crisis, *Bank Indonesia Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, December 1998. (Available on Bahasa).
- Bank Indonesia, Indonesian Economic Outlook 2009-2014, "Global Financial Crisis dan the Impact on Indonesian Economy"
- Enders, Walter, (2004), "Applied Econometric Time Series", John Wiley & Sons, Inc, USA
- Elmendorf, Douglas dan Furman Jason, (2008), "If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus", Bookings Institution, The Hamilton Project Strategy Paper
- Kurniati Y, et all, (2008), "Sensitivity of Mainstay Export Commodities to Slowing Trading Partner Growth dan Changing International Prices", *Bank Indonesia Research Notes*: October. (Available on Bahasa)
- Kurniati Y dan Meily Ika Permata, (2009), "Transmission of External Shock to Indonesian Economy". *Bank Indonesia Working Paper*. (Available on Bahasa).
- Santoso et all, (2009), "Impact of Contagion Risk on the Indonesian Capital Market". *Bank Indonesia Financial Stability Report* No 12: March.
- Simorangkir, Iskandar dan JustinaAdamanti, (2010), "The Role of Fiscal Stimulus dan Monetary Easing in Indonesian Economy during Global Financial Crisis: Financial Computable General Equilibrium Approach", Presented at Call for Papers - EcoMod2010, Istanbul, July 7-10, 2010.
- Yehoue, Etienne B et all, (2009), " Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies". IMF Working Paper No. 09/226
- Yudo, Teguh et all, (2009), "The Impact Of The Global Financial Crisis On Indonesia's Economy". Centre for Strategic dan International Studies (CSIS)
- Bank Indonesia (2008) Economic Report On Indonesia. Bank Indonesia Annual Publication
- Bank Indonesia (2009) Economic Report On Indonesia. Bank Indonesia Annual Publication

## APPENDIX

**Tabel A. 1 Indikator Kunci: Mengukur Kerentanan Ekonomi Terhadap Guncangan Resesi Eksternal – 1997/98 dan 2008/09**

Indikator	1996		1997	
	US \$ Miliar	% dari PDB	US \$ Miliar	% dari PDB
PDB (nominal)	227.37		432.04	-
Ekspor Barang dan Jasa	50.19	22%	118.01	27%
Cadangan Devisa	17.82	8%	54.74	13%
Impor Barang dan Jasa	44.24	19%	85.26	20%
Rata-rata impor bulanan	3.69	-	7.10	-
Impor Bulanan Yang Terpenuhi	4.83	-	7.70	-
Saldo Rekening Koran	-7.80	-3%	10.49	2.4%
Total Hutang Pemerintah			147.51	34.1%
Hutang Luar Negeri	110.17	48%	141.18	32.7%
Komposisi kewajiban Eksternal				
Jangka Pendek	22.03	9.7%	27.49	6.4%
Jangka Panjang	88.14	38.8%	113.69	26.3%
Debt Service Payment (asing)	2.82	1.24%	2.8	0.7%
Keseimbangan Primer	4.55	2.00%	3.3	0.8%
Defisit Fiskal	1.73	0.76%	-5.5	-1.3%

Indikator	1996	1997
Rasio Pinjaman terhadap Deposito Bank	109,26	69,22
Kredit macet %		4,64
Rasio Kecukupan Modal Bank	11,82	19,30
ICRG	70,00	70,50
Indeks harga Saham	637,43	2.745,83
Pertumbuhan PDB (yoy)	7,8%	6,3%
S & P Rating		BB -
Inflasi	5,12%	5,60%
Output Gap*	149.293	10.852

Catatan : \* dihitung menggunakan metode HP Filter yang menggunakan data tahunan PDB riil dalam miliar rupiah  
 Sumber : IFS, CEIC, Bank Indonesia dan estimasi staf

**Table A. 2 Persamaan dan Perbedaan antara Krisis 1997/1998 dan Krisis Global 2008 di Indonesia**

Persamaan	Perbedaan
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keduanya merupakan konsekuensi dari krisis ekonomi global, karena saling ketergantungan ekonomi dan keuangan antara negara-negara;</li> <li>• Dampak krisis menyebabkan turunnya nilai rupiah terhadap mata uang asing;</li> <li>• Dampak krisis akan mempengaruhi sektor ekonomi yang mengakibatkan kerugian bagi masyarakat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• krisis 1998 adalah krisis multi dimensi antara ekonomi, politik, sosial, ideologi, pertahanan dan keamanan, sementara itu krisis global cenderung disebabkan oleh krisis keuangan dan ekonomi;</li> <li>• krisis 1998 dimulai dari krisis mata uang Bath-Thail dan sedangkan krisis global dimulai dari akibat dari Sub-Prime Mortgage di Amerika Serikat;</li> <li>• 1998 Krisis ekonomi menyebabkan aksi anarkis masyarakat sedangkan krisis global tidak;</li> <li>• krisis 1998 menyebabkan penuntutan perubahan kepemimpinan negara, sedangkan krisis global tidak;</li> <li>• Fokus kebijakan moneter pada tahun 1998 krisis adalah pengetatan, sementara dalam krisis global adalah pengenduran.</li> </ul>

<b>Table A. 3</b>	
<b>Kebijakan Moneter ysg Diambil Selama Krisis Keuangan 2008 - 2009</b>	
<b>Kebijakan Moneter Konvensional</b>	
<b>Kebijakan</b>	<b>Hasil</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tingkat suku bunga kebijakan meningkat hingga 9,25 % pada September 2008</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk mencegah tekanan inflasi seperti efek putaran kedua dari kenaikan harga BBM dan makanan serta harga dibarang-barang lain.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• BI Rate meningkat menjadi 9,5% (Oktober dan November 2008), menurun menjadi 9,25% (Desember 2008) dan kemudian menurun secara bertahap menjadi 6,75% pada bulan Juli 2009</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk mempertahankan momentum bisnis di tengah pelambatan ekonomi global sambil menjaga stabilitas makroekonomi</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menurunkan <i>Reserve Requirement</i> untuk mata uang Rupiah dari 9,1% menjadi 7,5% yang terdiri dari 5% cadangan primer (cadangan kas) dan 2,5% (23 Oktober 2008) cadangan sekunder</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk menyediakan lebih banyak likuiditas rupiah di sistem perbankan</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menurunkan <i>Reserve Requirement</i> untuk mata uang asing dari 3% menjadi 1% (23 Oktober 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk meningkatkan ketersediaan likuiditas USD untuk digunakan oleh bank-bank dalam transaksi mereka dengan pelanggan.</li> </ul>
<b>Kebijakan Moneter Tidak Konvensional</b>	
<b>Kebijakan</b>	<b>Hasil</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mempersempit koridor suku bunga untuk Standing Deposit Facilities (Fasbi) untuk BI Rate-200bps (dari BI Rate-300bps dan mempertahankan Fasilitas Pinjaman (Repo) pada BI Rate+300bps (4 September 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk mengurangi volatilitas yang berlebihan di pasar uang antar bank.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mempersempit koridor suku bunga untuk Standing Deposit Facilities (Fasbi) untuk BI Rate - 100 bps dan Fasilitas Pinjaman (Repo) untuk BI Rate + 100 bps (16 September 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk mengurangi tekanan berlebihan dipasar Uang antar Bank dan menjaga kecukupan likuiditas di Industri Perbankan dengan baik.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Memperpanjang periode waktu untuk operasi Fine Tuning dari 14 hari sampai 3 bulan (23 September 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk menyediakan fleksibilitas yang lebih luas bagi manajemen likuiditas dipasar uang antar bank</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Perubahan Peraturan mengenai Fasilitas Likuiditas bagi Bank Umum (18 November 2008).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk memperlancar pengoperasian sistem pembayaran yang didukung oleh agunan bernilai tinggi dan likuid</li> <li>• Untuk memberikan akses lebih luas kepada bank dengan menawarkan pendanaan dengan horison waktu lebih lama dibandingkan fasilitas pendanaan harian (inter day)</li> <li>• Untuk memungkinkan agar bank yang menderita kesulitan likuiditas untuk solven dan menghindari dampak sistemik</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fasilitas Open Standing (repo) tenor 2-14 hari (9 Desember 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk memfasilitasi kebutuhan likuiditas jangka panjang bank</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Peraturan tentang Fasilitas Likuiditas Bank Perkreditan Rakyat (BPR) (10 Desember 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk memberikan kesempatan yang sama bagi bank pedesaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan jika terjadi kekurangan likuiditas jangka pendek</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mempersempit koridor suku bunga untuk Standing Deposit Facilities (Fasbi) untuk BI Rate - 50 bps dan Fasilitas Pinjaman (Repo) untuk BI Rate + 50 bps (4 Desember 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk mengatasi masalah segmentasi di pasar uang antar bank</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Open Window repo 1 bulan (FTE) (17 April 2009)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Untuk memfasilitasi kebutuhan likuiditas jangka panjang bank</li> </ul>



Table A. 4 Kebijakan Yang Diambil Untuk Isu Kepercayaan dan Lonjakan Harga Aset	
Kebijakan Bersama	Hasil
<ul style="list-style-type: none"> <li>Melaksanakan pembelian kembali Obligasi Pemerintah dan mempersiapkan Program pembelian kembali saham perusahaan milik negara</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk mengurangi persepsi risiko yang tinggi diportofolio keuangan Indonesia yang dapat mendistorsi mekanisme transmisi kebijakan moneter, Menteri Keuangan telah membeli kembali Obligasi senilai IDR41 miliar (US \$ 3.890.000) Pemerintah menggunakan dana pemerintah di rekening bank sentral.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Memperbolehkan penggunaan alternatif teknik evaluasi surat berharga seperti arus kas terdiskonto disamping marked to market value (siaran pers bersama -Bank Indonesia, Bapepam - LK dan Ikatan Akuntan).</li> <li>Memperbolehkan bank komersial untuk menukar portofolio obligasi dari kategori <i>tersedia dan diperdagangkan</i> ke kategori <i>held to maturity</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk memberikan kepercayaan pasar untuk obligasi pemerintah terutama ketika tidak ada harga pasar yang tersedia.</li> <li>Untuk meminimalkan dampak guncangan Keuangan Indonesia dengan memberikan kesempatan kepada bank komersial untuk mengatur kategori portofolio.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Mempertahankan tingkat cadangan devisa yang cukup.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk mendukung rupiah dan lebih berfokus pada pencegahan gerakan rupiah yang terlalu besar.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Menempatkan beberapa pembatasan short selling di pasar modal. Pembatasan pembelian mata uang asing tanpa mendasari transaksi hingga US \$ 100,000 untuk mencegah terjadinya spekulasi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk mengurangi persepsi risiko yang tinggi</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Melarang perdagangan pada produk bank terstruktur / produk derivatif yang memberikan kesempatan bagi nasabah bank untuk membeli mata uang asing termasuk deposito mata uang dana yang dapat ditarik kembali.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk mengurangi spekulasi dan volatilitas nilai tukar yang diharapkan.</li> </ul>

**Table A. 5**  
**Kebijakan Devisa**

Kebijakan Bersama	Hasil
<ul style="list-style-type: none"> <li>Menghapus batas harian posisi saldo pinjaman luar negeri jangka pendek (13 Oktober 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk mengurangi tekanan pembelian USD di karenakan transfer rekening rupiah ke rekening mata uang asing oleh nasabah asing.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Penyediaan Valuta Asing untuk Korporasi Domestik melalui Bank (15 Oktober 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk meningkatkan jaminan dalam memenuhi permintaan mata uang asing oleh perusahaan-perusahaan dalam negeri</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Perpanjangan tenor FX Swap dari maksimal 7 hari menjadi maksimal 1 bulan (15 Oktober 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk memenuhi permintaan sementara mata uang USD dan dalam rangka memberikan waktu penyesuaian yang lebih panjang bagi bank/pelaku pasar sebelum benar-benar menyesuaikan komposisi portofolio mereka</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Peraturan yang mengatur pembelian Valuta Asing oleh Bank (13 November 2008).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk mendukung keseimbangan kondisi pasokan dan permintaan valuta asing di pasar domestik</li> <li>Untuk mengakomodir tekanan yang berlebihan pada nilai tukar rupiah</li> <li>Untuk mengurangi pembelian mata uang asing untuk tujuan spekulatif</li> <li>Untuk mendukung tindakan kehati-hatian bank melalui Prinsip Mengetahui Nasabah (KYC).</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Perubahan atas Peraturan Bank Indonesia tentang Transaksi Derivatif (larangan transaksi <i>structured product</i>) (16 Desember 2008)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk meminimalkan transaksi spekulatif valuta asing</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Koordinasi dengan Bank Sentral lainnya, seperti:               <ul style="list-style-type: none"> <li>Penandatanganan Kesepakatan Swap Mata Uang (BCSA) antara Bank Indonesia dan Bank Rakyat China (23 Maret 2009)</li> <li>Penandatanganan perjanjian untuk peningkatan jumlah Bilateral Swap Arrangements maksimum antara Jepang dan Indonesia dalam Chiang Mai Initiative (6 April 2009)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Untuk meningkatkan perdagangan dan investasi langsung antar kedua negara</li> <li>Untuk membantu menyediakan likuiditas jangka pendek untuk stabilisasi pasar keuangan dan membantu Indonesia mengatasi ketatnya likuiditas internasional</li> </ul>