

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Asean Financial Crisis (AFC) dan *Global Financial Crisis* (GFC) merupakan episentrum krisis yang menyebabkan bank sentral lebih berperan aktif dalam menetapkan kebijakan moneter. Krisis terkait gejolak keuangan tersebut mampu menyebabkan bank sentral negara besar menerapkan beberapa putaran kebijakan non-standar berupa penurunan suku bunga hingga mendekati nol dan penyaluran likuiditas dalam skala besar. Krisis keuangan global yang terjadi ini mampu mendorong bank sentral negara besar mengadopsi ekspansi moneter yang tidak konvensional berupa *Quantitative easing*. *Quantitative easing* atau QE merupakan salah satu bentuk kebijakan yang dilakukan oleh bank sentral baik berupa penurunan suku bunga jangka pendek, pembelian aset maupun suntikan dana kepada bank komersil guna membendung penurunan yang tajam pada lingkungan ekonomi.

Ekspansi moneter berupa QE ini dilakukan untuk mendukung stabilitas keuangan dan pertumbuhan ekonomi pada suatu negara (Park & Um, 2016). Di sisi lain, ekspansi moneter yang tidak konvensional ini mampu mempengaruhi indikator ekonomi negara lain, utamanya negara *emerging market* seiring dengan kondisi pasar yang semakin terintegrasi. Berbagai dampak ekonomi dapat diberikan atas limpahan likuiditas dengan diterapkannya kebijakan QE. Maggio & Kacperczyk (2017) dalam penelitiannya mengatakan bahwa kebijakan QE ini mampu menciptakan sinyal yang merugikan daya saing internasional. Secara khusus, bagaimana kebijakan QE ditransmisikan ke ekonomi riil dapat dijelaskan dalam risiko likuiditas bank ke dalam model siklus bisnis (Güntner, 2015).

Penggunaan instrumen moneter QE dilakukan oleh para bank sentral di negara besar seperti *Federal Reserve* (Fed), *European Central Bank* (ECB), *Bank of England* (BoE), dan *Bank of Japan* (BoJ) membuka diskusi baru mengenai pengaruh kebijakan moneter ekspansif dengan adanya limpahan likuiditas yang kemudian ditransmisikan ke dalam ekonomi riil. Kelebihan likuiditas di tingkat

global memiliki efek limpahan pada output dan tingkat harga di negara *emerging market* (Brana et al., 2012). Likuiditas pasar keuangan dikatakan sebagai penentu JUB global yang dapat mempengaruhi sektor keuangan dan diperluas pada pengaruhnya terhadap kondisi makroekonomi suatu negara *emerging market*.

Indonesia merupakan salah satu negara *emerging market* yang menerapkan sistem *small open economy*. Hal ini menyebabkan kondisi perekonomian Indonesia menjadi terintegrasi dengan perekonomian global. Sehingga, berbagai bentuk gejala perekonomian dan kebijakan yang diterapkan oleh beberapa negara besar tersebut akan memiliki implikasi penting bagi Indonesia (Pritadrajati, 2019). Adanya keterkaitan tersebut, membuka diskusi baru mengenai bagaimana efek limpahan likuiditas dengan diterapkannya kebijakan QE terhadap kondisi fundamental perekonomian Indonesia dalam hal ini stabilitas ekonomi akibat adanya guncangan pada pasar keuangan yang terjadi melalui saluran portofolio dan nilai tukar.

Secara khusus, QE yang dikeluarkan oleh negara besar memiliki implikasi pada negara berkembang utamanya Indonesia yang menjalin hubungan kerja sama secara ekonomi. Hubungan ekonomi tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 1. 1

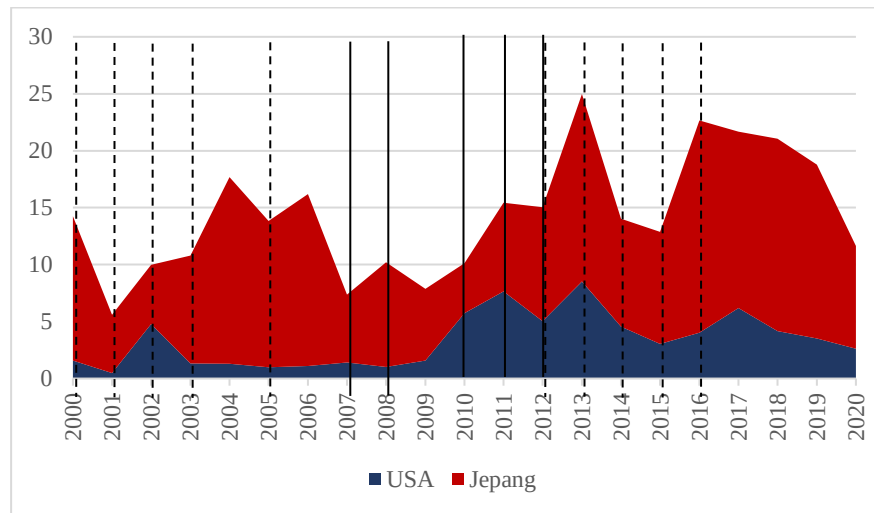
Rata-rata Hubungan Ekonomi per Tahun

Rata-rata per Tahun			
Negara Besar	Capital Inflow (Juta US\$)	Ekspor (Ribuan ton)	Impor (Ribuan ton)
Jepang	2291.02	19983.62	951.60
Amerika Serikat	767.09	13306.23	633.63
Jerman	151.46	1465.99	69.81
Inggris	885.52	2314.64	110.22

Sumber: BPS (diolah)

Berdasarkan Tabel 1.1 Jepang dan US merupakan dua negara besar yang menjalin kerja sama dalam hal arus modal masuk dan perdagangan internasional dengan Indonesia dengan nilai rata-rata tertinggi jika dibandingkan dengan negara besar lain yang menerapkan kebijakan QE ini. Hal ini yang mendasari pemilihan negara Jepang dan US sebagai objek analisis terkait efek limpahan likuiditasnya

dengan diterapkannya kebijakan QE. Secara khusus, hubungan ekonomi antara Indonesia dengan Jepang dan US apabila dilihat dari data arus modal masuk adalah sebagai berikut:



Gambar 1. 1.

Capital Inflow oleh USA dan Jepang (% Total)

Sumber : BPS, diolah

Keterangan : ----- = Timeline QE & QQE BoJ

_____ = Timeline QE Fed

Berdasarkan Gambar 1.1 dapat diketahui banyaknya jumlah arus masuk modal yang masuk ke Indonesia oleh negara US dan Jepang. Selama periode QE, jumlah arus modal masuk ke Indonesia cenderung mengalami peningkatan dan penurunan yang cukup signifikan. Presentase dari jumlah arus masuk modal yang masuk ke Indonesia oleh negara Jepang dan US menunjukkan angka yang lebih tinggi dari negara besar lain. Jumlah arus modal yang masuk ini cenderung berfluktuasi, hal ini mengingat kondisi yang terjadi dalam pasar keuangan sangat mudah berubah dan bergantung pada ekspektasi masyarakat. Menurut Badan kedutaan, Jepang merupakan negara mitra dagang terbesar Indonesia. Hal ini semakin menjadi bukti terkait ketergantungan ekonomi dengan adanya hubungan ekonomi pada negara tersebut.

Ketergantungan antara Indonesia dengan Jepang dan US tersebut menunjukkan bahwa, berbagai bentuk kebijakan yang diterapkan oleh negara

Jepang dan US salah satunya yaitu kebijakan QE akan memiliki implikasi yang besar pada negara Indonesia. Adanya ketergantungan ekonomi nasional dengan limpahan kebijakan moneter Jepang dan US dapat dianalisis dari berbagai perspektif teoritis (Mundell, 1963). Keluhan eksplisit dari pembuat kebijakan Indonesia terhadap QE BoJ dan Fed dapat dipahami sebagai latar belakang dalam penelitian ini. Penelitian mengenai dampak kebijakan QE pada negara pembuat kebijakan telah banyak dilakukan. Namun hanya beberapa yang menganalisis dampaknya pada negara berkembang, diantaranya yaitu yang dilakukan oleh Djigbenou-Kre & Park (2016); Bhattarai et al. (2021); dan Lim et al., (2014). Chudik & Fratzscher (2011) dalam penelitiannya mengatakan bahwa negara berkembang dikatakan lebih rentan terhadap guncangan risiko akibat limpahan kebijakan tersebut.

Menurut Lim et al., (2014) terdapat efek potensial guncangan QE terhadap negara berkembang dalam hal ini negara Indonesia khususnya pada aliran keuangan. Sejak diterapkannya kebijakan QE oleh Fed, perekonomian Indonesia mengalami guncangan yang dapat dilihat dari beberapa variabel makroekonomi, pasar finansial, serta pasar modal. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa pasar negara berkembang di luar Asia mengalami lonjakan yang sama terkait aliran masuk modal setelah periode QE. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Cho & Rhee (2013) yang mengatakan bahwa efek QE Fed pada aliran masuk modal ke negara Asia memberikan kontribusi yang signifikan. Peningkatan pada aliran masuk modal berpengaruh pada harga aset di negara-negara terkait. Sehingga, hal ini dapat dijelaskan bahwa QE memiliki dampak yang signifikan terhadap harga aset di pasar negara berkembang (Moore et al., 2013).

Kawai (2015) dalam penelitiannya mengatakan bahwa dampak pelonggaran kebijakan moneter berupa pelonggaran kualitatif dan kuantitatif (QQE) oleh BoJ memiliki pengaruh positif, sedangkan pelonggaran kuantitatif (QE) oleh Fed belum menciptakan konsekuensi negatif bagi negara berkembang. Penelitian serupa oleh Bhattarai et al. (2021) mengatakan bahwa kebijakan QE oleh Fed memiliki efek limpahan global yang signifikan pada negara berkembang. Sementara itu, kebijakan QE BoJ memiliki dampak positif pada ekonomi berkembang Asia. QQE BoJ

dikatakan memiliki dampak stabilisasi pada negara berkembang Asia yang menghadapi tantangan arus keluar modal. Sementara itu, Ryou et al. (2019) dalam penelitiannya mengatakan bahwa, selama periode QQE BoJ efek negatif terhadap variabel makroekonomi khususnya GDP di negara lain (Korea) menjadi lebih kuat.

Perbedaan pelonggaran moneter dengan instrumen QE dan QQE adalah terletak pada alat dan tujuan dari kebijakan yang digunakan. Kebijakan QE yang dilakukan oleh bank sentral dalam hal ini Fed bertujuan untuk merangsang ekonomi dengan menurunkan suku bunga jangka panjang, melalui pembelian obligasi pemerintah dalam skala besar dan lainnya. Sementara itu, kebijakan QQE yang dilakukan oleh *Bank of Japan* bertujuan untuk menahan terjadinya deflasi dalam perekonomian dengan mendorong penurunan suku bunga jangka Panjang melalui pembelian obligasi dalam skala yang besar (Kuroda, 2015).

Berbagai dampak yang diberikan terkait adanya kebijakan QE dan QQE oleh BoJ dan Fed telah banyak di uji. Persamaan antara studi ini dengan studi terdahulu adalah sama-sama melakukan penelitian efek limpahan QE negara besar pada negara *emerging market* seperti oleh Moore et al. (2013); Lim et al. (2014); Kawai (2015); dan Bhattarai et al. (2021), namun dalam studi ini lebih difokuskan pada negara Indonesia. Penggunaan indikator ekonomi sebagai variable yang merespon adanya kebijakan QE memiliki indikator yang lebih lengkap dari Ryou et al., (2019); Kolasa & Wesolowski, (2020); dan Bhattarai et al. (2021). Penelitian mengenai efek limpahan tersebut diawali dengan kondisi pada sektor keuangan dan diperluas dengan efek pada variabel makroekonomi di Indonesia.

Adanya guncangan ekonomi pada negara Jepang dan US membuat efek limpahan dan penularan yang terjadi karena adanya hubungan fundamental terkait dan saling ketergantungan antar negara. Ketika dua negara saling terkait, guncangan akan ditransmisikan dari satu negara ke negara lain karena terdapat hubungan nyata (Iriana & Sjöholm, 2002). Hal ini bermula dari kepanikan keuangan, hilangnya kepercayaan, dan peningkatan penghindaran risiko yang berujung pada resiko sistemik. Efek limpahan QE pada negara lain, membuat keprihatinan oleh ahli kebijakan di negara berkembang atas dampak limpahannya pada likuiditas global dan karenanya stabilitas keuangan negara lain terganggu.

Pentingnya penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana efek limpahan dari kebijakan QE oleh BoJ dan Fed dan pengaruhnya terhadap perekonomian di Indonesia. Pemahaman yang lebih baik mengenai efek limpahan kebijakan QE dapat membantu pembuat kebijakan untuk mengatasi tantangan yang ditimbulkan dan untuk menilai kebutuhan akan koordinasi kebijakan internasional di masa depan. Sehingga urgensi dari penelitian ini dapat dijelaskan dalam hal tersebut. Berdasarkan paparan pada latar belakang tersebut, maka dalam penelitian ini didapati topik spesifik dengan judul “Pengaruh Kebijakan Quantitative Easing oleh Bank of Japan dan Fed Terhadap Variabel Makroekonomi dan Sektor Keuangan di Indonesia”.

1.2. Kesenjangan Penelitian

Studi ini dilatarbelakangi oleh penelitian Ryou et al., (2019); Kolasa & Wesolowski, (2020); dan Bhattarai et al. (2021). Berdasarkan literatur yang telah dibaca oleh peneliti, masih ditemukan perbedaan mengenai efek dari QE terhadap negara lain yang menjalin hubungan kerja sama. Efek yang dipaparkan sebagian besar hanya berpacu pada variabel makroekonomi tanpa mempertimbangkan sektor keuangan. Penelitian ini bermaksud untuk mengisi kesenjangan yang ada tersebut secara lebih mendetail. Sehingga kesenjangan penelitian atau *research gap* dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, penelitian ini bermaksud mengkomparasikan efek dari kebijakan *quantitative easing* oleh BoJ dan Fed terhadap perekonomian Indonesia yang dilihat dari variabel makroekonomi dan sektor keuangan. Kedua, Penelitian ini menggunakan periode yang lebih panjang dan baru yaitu dari tahun 2001Q1-2021Q2 sedangkan penelitian sebelumnya hanya menggunakan periode 1995-2010 dan Januari 2008 - November 2014. Ketiga, masih belum ada penelitian yang meneliti secara khusus mengenai komparasi efek *quantitative easing* Fed dan BoJ pada negara Indonesia. Keempat, Penelitian ini juga mencoba untuk melihat perbedaan QE yang dilakukan oleh kedua negara tersebut dengan didasarkan pada dampak variabel makroekonomi berupa GDP (Aleksievska & Mumladze, 2020; Fiebigler & Lavoie, 2021; Boneva et al., 2016; Kolasa & Wesolowski, 2020) dan

Inflasi yang dihitung dengan CPI (Alekseievskaya & Mumladze, 2020; Hajek & Horvath, 2018; Schenkelberg & Watzka, 2013) serta dampak QE yang didasarkan pada sektor keuangan Indonesia berupa *exchange rate* (Kolasa & Wesolowski, 2020; Ryou et al., 2019); *interest rate* (Aruoba, 2014; Alekseievskaya & Mumladze, 2020); *Stock Price* (Ryou et al., 2019; Miyakoshi et al., 2017) dan *Capital Inflows* (Bhattarai et al., 2021; Lim et al., 2014).

Dalam penelitian ini, peneliti mencoba untuk mengakomodir penelitian-penelitian sebelumnya terkait enam variabel tersebut dengan perbedaan formasi. Kemudian, teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan analisis Qual VAR (Ryou et al., 2019; Tillmann, 2016;) dan dilanjutkan dengan VAR Standart (Hajek & Horvath, 2018; Meinus & Tillmann, 2016; Schenkelberg & Watzka, 2013; Houcine et al., 2020) sebagai pengujian *robustness*.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh dari kebijakan *quantitative easing* oleh BoJ dan Fed terhadap variabel makroekonomi (berupa GDP dan inflasi) serta sektor keuangan (berupa suku bunga deposito, NEER, *Portfolio liabilities*, dan IHSG) periode 2001q1-2021q2 di Indonesia.

1.4. Ringkasan metode penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian *time series* dinamis, dimana *time series* dinamis digunakan agar dapat menangkap adanya hubungan ekonomi yang tercermin dari *lag* antar variabel dalam model. Model Qual VAR dipilih karena dapat membuat prakiraan dinamis dari variabel kualitatif menggunakan proyeksi VAR standar.

1.5. Ringkasan Hasil Penelitian

Penelitian ini membuktikan bahwa kebijakan *quantitative easing* yang dilakukan oleh bank sentral pada negara besar seperti BoJ dan Fed direspon berbeda pada variabel makroekonomi (GDP dan inflasi) dan variabel sektor keuangan (suku bunga deposito, NEER, *Portfolio liabilities* dan IHSG) di Indonesia. Respon yang diberikan pada variabel makroekonomi (GDP dan inflasi) dengan adanya shock QE

dan QQE BoJ bersifat positif, sementara itu *shock* QE Fed direspon negatif oleh variable GDP dan direspon positif oleh variable inflasi di Indonesia. Respon variable sektor keuangan (suku bunga deposito, portofolio liabilities dan IHSG cenderung negatif dengan adanya *shock* QE dan QQE oleh BoJ, hanya variabel NEER yang merespon positif. Sementara itu, *shock* QE oleh Fed direspon positif oleh variable sektor keuangan (suku bunga deposito, NEER, portofolio liabilities dan IHSG).

1.6. Kontribusi riset

Penelitian ini dapat berguna untuk menambah literatur akademis terkait bagaimana efek limpahan QE pada negara lain akan memberikan implikasi pada negara Indonesia sebagai negara berkembang yang menjalin hubungan kerja sama. Pemahaman yang lebih baik mengenai efek limpahan kebijakan moneter dapat membantu pembuat kebijakan untuk mengatasi tantangan terkait koordinasi kebijakan internasional yang diperlukan di masa depan.

1.7. Uji Ketahanan (*Robustness*)

Penelitian ini menggunakan uji *robustness* dengan menggunakan metode VAR standard dan mengganti *proxy* pengumuman QE dengan *money supply* atau M2 pada negara Jepang dan US dengan menggunakan periode 20001Q1-2016Q4 dan menggunakan software *Eviews* 10.0.

1.8. Sistematika Penulisan

Dalam penyusunan skripsi ini terdiri dari lima bab yang saling berkaitan dan telah dilakukan penyesuaian dengan materi pembahasan terkait topik penelitian, diantaranya (1) Bab 1, terdiri dari latar belakang, kesenjangan penelitian, tujuan penelitian, ringkasan metode penelitian, ringkasan hasil penelitian, kontribusi riset dan sistematika penelitian; (2) Bab 2, terdiri dari landasan teori; dan penelitian terdahulu; (3) Bab 3, terdiri dari data, jenis dan sumber data, dan pendekatan penelitian; (4) Bab 4, terdiri dari hasil estimasi; pembahasan penelitian; dan *robustness check*; serta (5) Bab 5, terdiri dari kesimpulan, saran, dan keterbatasan penelitian.