

Angka-Angka Penting

- Pertumbuhan PDB (Q4' 2019)
4,97%
- Inflasi (y.o.y. Mar '20)
2,96%
- Pertumbuhan Kredit
(y.o.y. Feb '20)
5,93%
- BI Repo Rate (7-day, Mar '20)
4,50%
- Neraca Transaksi Berjalan
(Q4 '20)
-2,84%
- IDR/USD (Apr '19)
IDR16.427

Laporan bulanan dan kuartalan kami distribusikan secara gratis. Untuk berlangganan, silahkan pindai QR code di bawah ini



atau ikuti tautan
<http://bit.ly/LPEMCommentarySubscription>

Bertahan di Tengah Guncangan Pandemi COVID-19

Ringkasan

- Hampir seluruh kelompok perekonomian mendapat tekanan dari krisis pandemi Covid-19; PDB 2020 secara keseluruhan dapat berkontraksi hingga 2,4-2,6%.
- Stimulus fiskal diperlukan untuk memastikan individu dan pelaku usaha tetap bertahan selama krisis Covid-19 sehingga mampu membantu proses pemulihan pasca krisis.
- Dalam fokus jangka pendek, stimulus fiskal ditujukan untuk menanggulangi penularan pandemi dengan peningkatan anggaran kesehatan dan melindungi masyarakat pendapatan bawah dengan percepatan realisasi bantuan sosial.
- Dalam fokus jangka panjang, stimulus fiskal bertujuan untuk memulihkan kembali aktivitas perekonomian melalui skema insentif perpajakan hingga relaksasi kredit.
- Dengan rencana pelebaran defisit APBN sebesar 5,07% dari PDB, pemerintah membutuhkan tambahan dana melalui *Pandemic bonds* sebesar Rp450 triliun.
- Pemerintah perlu memaksimalkan potensi penerbitan *Pandemic bonds* dalam denominasi USD untuk menambah cadangan devisa guna menjaga stabilitas Rupiah.

Kasus penularan pandemi Covid-19 di Indonesia telah meningkat drastis, mencapai lebih dari 2.400 jiwa penderita dengan penyebaran yang semakin meluas. Keberadaan pandemi tentu memberikan ancaman besar, baik untuk kehidupan masyarakat maupun perekonomian Indonesia. Pelemahan ekonomi baik di sektor riil maupun finansial tidak dapat dihindarkan. Di tengah risiko disrupsi signifikan terhadap aktivitas perekonomian domestik, pemerintah memerlukan strategi kebijakan fiskal dalam jumlah besar dengan penyaluran yang cepat dan tepat sasaran. Sejauh ini, stimulus sudah dikeluarkan oleh pemerintah dalam dua fokus. Dalam fokus jangka pendek, pemerintah telah berupaya meningkatkan anggaran kesehatan dan mempercepat realisasi bantuan sosial. Dibandingkan beberapa negara terdampak lainnya, nilai anggaran kesehatan di Indonesia relatif lebih besar, yakni sekitar 0,5% dari PDB. Dalam fokus jangka panjang, pemerintah telah menyiapkan strategi untuk mendorong aktivitas ekonomi melalui beberapa insentif, seperti insentif perpajakan dan relaksasi kredit. Hingga saat ini, paket stimulus fiskal sudah mencapai 2,5% dari PDB. Pengeluaran ini relatif tinggi dibandingkan beberapa negara terdampak lainnya.

Tabel 1: Proyeksi LPEM FEB UI

Indikator	2019	FY 2020
PDB	5,0%	2,4-2,6%
Inflasi	2,7%	3,0-3,3%
Pertumbuhan Kredit	6,1%	4,5-5,5%
BI Repo Rate (akhir periode)	5,0%	5,0%
Neraca Transaksi Berjalan	2,7%	2,7-3,2%
IDR/USD	14.100	16.500-17.500

Sumber: LPEM FEB UI

PDB di tahun 2020 diperkirakan akan berkontraksi signifikan mengingat banyak sektor yang akan terdampak dari pandemi Covid-19, termasuk sektor-sektor dengan kontribusi terbesar seperti industri pengolahan serta sektor perdagangan besar, dan eceran. Melihat perkembangan pandemi sejauh ini, PDB diperkirakan tumbuh di sekitar 2,4-2,6% untuk keseluruhan tahun 2020. Penurunan aktivitas ekonomi juga akan menyebabkan turunnya

*Macroeconomic & Financial
Sector Policy Research*

Riatu M. Qibthiyah, Ph.D.

(Director)

riatu.mariatul@lpem-feui.org

Syahda Sabrina

syahda.sabrina@lpem-feui.org

Nauli A. Desdiani

nauli.desdiani@lpem-feui.org

Teuku Riefky

teuku.riefky@lpem-feui.org

Amalia Cesarina

amalia.cesarina@lpem-feui.org

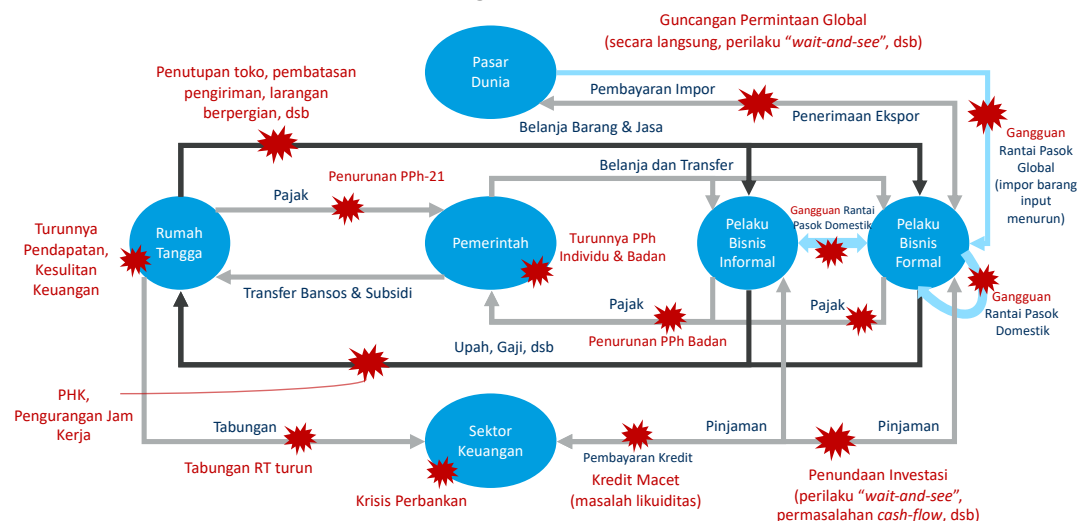
Meila Husna

meila.husna@lpem-feui.org

permintaan kredit sehingga pertumbuhan kredit akan melambat. Di sisi lain, perlambatan ekonomi global akan menekan ekspor dan impor sehingga ancaman pelebaran transaksi berjalan tidak dapat dihindari. Melihat tren arus modal keluar yang menekan likuiditas valas selama pandemi, Rupiah masih akan melemah hingga krisis pandemi Covid-19 dapat mereda. BI dan pemerintah perlu meredam risiko pelemahan lebih lanjut dengan memaksimalkan penerbitan *Pandemic bonds* dalam USD. Lebih lanjut, BI perlu menjaga selisih imbal hasil portofolio di pasar dengan meningkatkan suku bunga kebijakannya setelah kepanikan atas pandemi berakhir.

BAGAIMANA COVID-19 MEMPENGARUHI PEREKONOMIAN?

Gambar 1: Diagram Alur Makroekonomi



Sumber: LPEM FEB UI, diadopsi dari Baldwin 2020, COVID-19 Crisis

“Dalam arus lingkaran makroekonomi, hampir semua sektor mengalami guncangan baik korporasi yakni pelaku usaha formal, pelaku usaha informal atau UMKM, rumah tangga, pemerintah, maupun sektor keuangan..”

Bagaimanakah pandemi Covid-19 ini mempengaruhi perekonomian? Dalam arus lingkaran makroekonomi, hampir semua agen ekonomi mengalami guncangan, baik korporasi yakni pelaku usaha formal, pelaku usaha informal atau UMKM, rumah tangga, pemerintah, maupun sektor keuangan. Berangkat dari sektor pelaku bisnis formal, melemahnya permintaan global saat ini serta gangguan rantai pasok global yang terjadi akibat berhentinya produksi barang input di beberapa negara utama importir seperti Tiongkok menimbulkan *shock* di sisi produksi. Hal ini secara tidak langsung mengakibatkan efek domino negatif yang mengganggu aktivitas bisnis domestik. Di sisi lain, adanya kebijakan pembatasan interaksi fisik juga menurunkan permintaan barang oleh rumah tangga. Dampaknya, pendapatan perusahaan akan menurun sehingga berpotensi menimbulkan pemutusan hubungan kerja dan bahkan mengalami ancaman kebangkrutan.

Imbauan pemerintah mengenai praktik pembatasan interaksi fisik menyebabkan kelompok masyarakat yang kegiatan ekonominya bergantung dari pendapatan harian seperti pekerja di sektor informal dan UMKM menjadi sektor yang paling terdampak dari pandemi Covid-19 ini. Secara total, sebanyak 57% tenaga kerja Indonesia (74 juta jiwa) berasal dari sektor informal – seperti ojek online dan penjual makanan keliling – dan terdapat lebih dari 52 juta unit UMKM

yang tersebar di seluruh Indonesia mengalami kesulitan untuk memenuhi kebutuhan hidup akibat turunnya pendapatan.

Memburuknya aktivitas ekonomi juga mengakibatkan penurunan pendapatan pemerintah, baik dari pajak individu dan korporasi serta mempengaruhi sektor keuangan. Pelaku usaha formal maupun UMKM, terancam tidak dapat memenuhi kewajiban kredit sehingga menyebabkan kredit macet atau NPL (*Non-Performing Loan*) lembaga keuangan meningkat. Ditengah volatilitas pasar keuangan yang tinggi, perbankan dan perusahaan pembiayaan berpotensi menghadapi permasalahan likuiditas.

Untuk mengantisipasi dampak pelemahan ekonomi akibat Covid-19, pemerintah sebelumnya telah mengeluarkan dua jilid paket stimulus, stimulus fiskal jilid I di bidang pariwisata sebagai sektor perekonomian yang terdampak dan stimulus fiskal jilid II dengan fokus untuk menopang aktivitas industri. Namun, kebijakan stimulus jilid I tidak cukup relevan saat ini karena hampir seluruh negara menutup diri. Pemerintah kemudian mengambil langkah *extraordinary* dengan mengimplementasikan kebijakan stimulus fiskal jilid III dalam jumlah yang lebih besar dengan empat fokus utama sebagaimana tercantum dalam Tabel 2.

“Untuk mengantisipasi dampak pelemahan ekonomi, pemerintah mengambil langkah extraordinary dengan mengimplementasikan kebijakan stimulus fiskal jilid III yang lebih besar.”

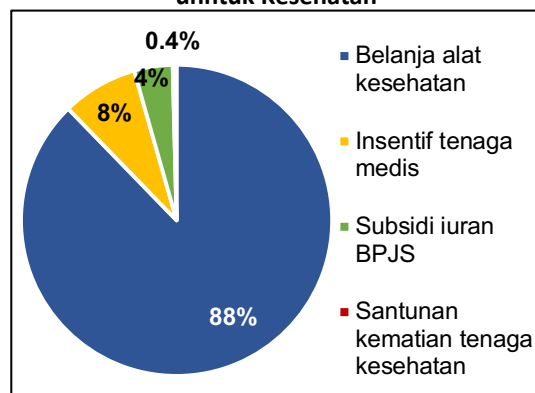
Tabel 2: Stimulus Fiskal Jilid III

Stimulus Fiskal Tahap - III	(Rp Triliun)
1 Intervensi penganggulungan Covid-19 di Bidang Kesehatan	75
2 Jaring Pengaman Sosial	110
3 Dukungan industri: Insentif Perpajakan dan Stimulus KUR	70,1
4 Pembiayaan Program Pemulihan Ekonomi Nasional	150
Total	405,1

Sumber: Kementerian Keuangan

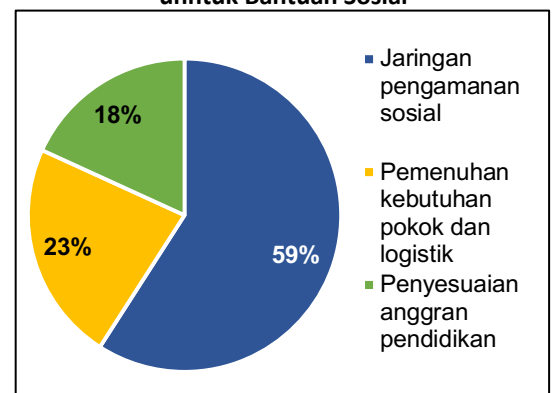
STIMULUS FISKAL FOKUS JANGKA PENDEK (KESEHATAN & PERLINDUNGAN SOSIAL)

Gambar 2: Alokasi Stimulus Fiskal Jilid III untuk Kesehatan



Sumber: Kementerian Keuangan

Gambar 3: Alokasi Stimulus Fiskal Jilid III untuk Bantuan Sosial



Sumber: Kementerian Keuangan

Pandemi Covid-19 diperkirakan masih akan berlangsung dalam empat hingga enam bulan ke depan. BNPB mengungkapkan bahwa puncak pandemi diperkirakan akan terjadi pada Juni hingga Juli 2020 dengan proyeksi jumlah kasus sebanyak 106 ribu. Di tengah pelemahan perekonomian global dan domestik, stimulus fiskal sangat diperlukan terutama dalam



“Selain anggaran untuk kesehatan, bantuan sosial juga harus menjadi prioritas mengingat beberapa kelompok masyarakat sangat rentan terhadap disrupsi akibat merebaknya pandemi Covid-19.”

menganggulangi dampak jangka pendek dan jangka panjang yang timbul akibat merebaknya pandemi Covid-19. Salah satu fokus jangka pendek yang harus menjadi prioritas dari stimulus fiskal tersebut adalah penambahan anggaran kesehatan. Hal ini tentu saja berkaitan dengan upaya dalam menurunkan tingkat penularan dan penanggulungan wabah. Dalam paket stimulus ekonomi terbaru, pemerintah mengeluarkan tambahan stimulus dari belanja dan pembiayaan APBN untuk anggaran kesehatan sebesar Rp75 triliun (0,5% PDB). Fokus rincian alokasi anggaran terbagi ke dalam empat kelompok (Gambar 2), mulai dari belanja alat kesehatan, insentif tenaga medis, subsidi iuran BPJS, serta santunan kematian tenaga kesehatan.

Dibandingkan negara lain dengan nilai stimulus lebih besar, seperti Singapura (10,9% PDB) dan Australia (9,7% PDB), tambahan anggaran kesehatan di Indonesia terhitung cukup besar. Hal ini juga sejalan dengan tingkat kematian di Indonesia yang juga lebih tinggi. Khusus anggaran kesehatan, pemerintah Singapura menanggarkan S\$800 juta (0,2% PDB), dengan total 1.375 kasus dan 0,4% tingkat kematian. Sementara pemerintah Australia menganggarkan A\$5 miliar (0,3% PDB) untuk anggaran kesehatan, dengan total 5.797 kasus dan 0,7% tingkat kematian. Sejak diumumkan kasus pertama pada awal Maret 2020, saat ini Indonesia sudah mencatatkan 2.491 kasus dengan tingkat kematian mencapai 8,3%. Angka tersebut membuat Indonesia berada pada posisi kedua tingkat kematian tertinggi di Asia setelah Tiongkok sebagai negara asal wabah. Dengan demikian, anggaran kesehatan yang memadai merupakan hal yang harus diprioritaskan saat ini.

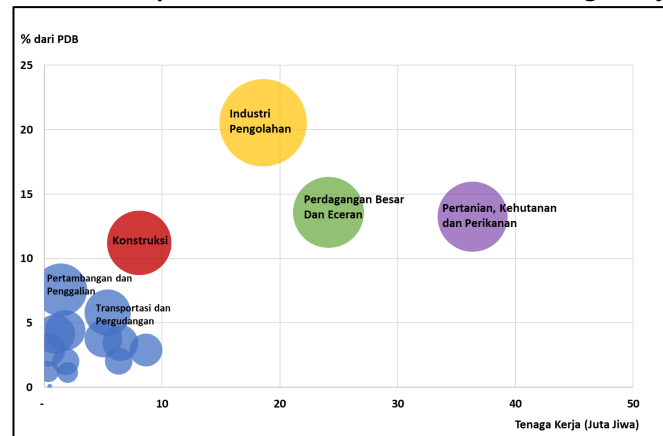
Selain anggaran untuk kesehatan, bantuan sosial harus menjadi prioritas berikutnya mengingat beberapa kelompok masyarakat sangat rentan terhadap disrupsi akibat merebaknya pandemi Covid-19. Saat ini pemerintah telah menganggarkan setidaknya Rp110 triliun (0,7% PDB), untuk perlindungan sosial. Sama halnya seperti anggaran kesehatan, dibanding negara lain seperti Singapura, anggaran perlindungan sosial di Indonesia relatif cukup besar. Fokus utama dari anggaran tersebut adalah bantuan bagi masyarakat miskin. Bantuan diberikan dalam bentuk *conditional cash transfer* melalui program PKH, subsidi listrik, serta kartu sembako. Selain itu, bagi kelompok informal, bantuan diberikan dalam bentuk manfaat pelatihan keterampilan yang diikuti dengan insentif pasca pelatihan. Adanya stimulus dalam bentuk perlindungan sosial akan membantu masyarakat yang tergolong rentan, terutama dalam mempertahankan daya beli untuk memenuhi kebutuhan dasar hidup.

STIMULUS FISKAL FOKUS JANGKA PANJANG (INSENTIF PERPAJAKAN DAN STIMULUS KREDIT KUR & PROGRAM PEMULIHAN EKONOMI)

“Sektor pengolahan yang mengandalkan bahan baku impor dalam proses produksi serta sektor perdagangan, transportasi, akomodasi dan makanan-minuman yang mengandalkan aktivitas ekonomi dan mobilitas masyarakat merupakan sektor yang paling terdampak dari terjadinya pandemi ini.”

Seiring dengan eskalasi dari pandemi Covid-19 di seluruh dunia, termasuk Indonesia, pelemahan ekonomi baik di sektor riil maupun finansial menjadi tidak dapat terhindarkan. Sektor yang berkontribusi lebih dari 30% terhadap aktivitas ekonomi domestik, yaitu sektor pengolahan serta perdagangan besar dan eceran pun tidak lepas dari dampak yang ditimbulkan. Sektor pengolahan yang mengandalkan bahan baku impor akan terdampak dari keterbatasan produksi yang juga dialami oleh negara pengekspor bahan baku seperti Tiongkok. Selain itu, jumlah tenaga kerja di sektor ini juga merupakan salah satu yang tertinggi dibandingkan dengan sektor lainnya. Sedangkan bagi sektor perdagangan sendiri, menurunnya aktivitas ekonomi dan mobilitas masyarakat di luar rumah tentunya memiliki dampak bagi penerimaan, ditambah lagi sektor ini juga merupakan sektor padat karya seperti halnya sektor pengolahan.

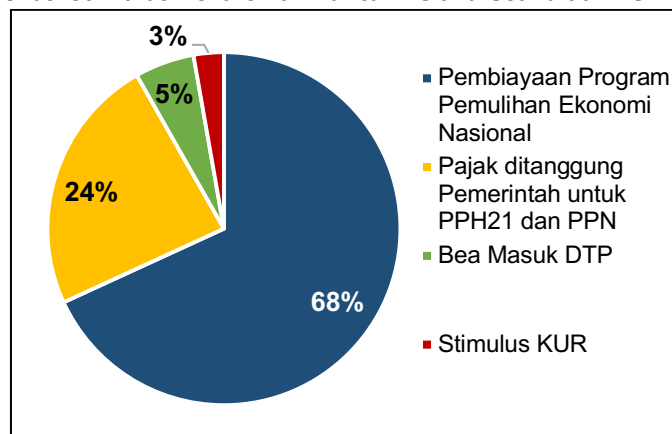
Gambar 4: Proporsi PDB Sektoral dan Jumlah Tenaga Kerja



Sumber: LPEM FEB UI, data diambil dari CEIC

Selain dua sektor tersebut, sektor lainnya yang terdampak adalah sektor transportasi serta sektor akomodasi dan makanan-minuman. Pembatasan dalam melakukan perjalanan baik antar negara maupun domestik serta aktivitas di luar rumah membuat kedua sektor ini menjadi sektor yang merasakan dampak paling parah. Hal ini dapat dilihat dari berkurangnya jumlah wisatawan mancanegara yang masuk ke Indonesia, terutama di daerah-daerah yang mengandalkan sektor pariwisata sebagai salah satu sumber pendapatan utamanya. Selain itu, pembatalan perjalanan yang dilakukan secara masif pun turut membawa dampak negatif bagi sektor ini, ditambah lagi dengan ditutupnya pusat-pusat berbelanja dan restoran guna mendukung kebijakan pemerintah mengenai himbauan untuk melakukan pembatasan interaksi fisik.

Gambar 5: Alokasi Stimulus Fiskal Jilid III untuk Pelaku Usaha dan Pemulihan Ekonomi



*DTP: Ditanggung Pemerintah. Sumber: Kementerian Keuangan

Pemerintah telah mengeluarkan dua paket stimulus sebelumnya sebesar hampir Rp3,8 triliun di sektor pariwisata dan Rp22,92 triliun di sektor pengolahan untuk kemudahan ekspor impor. Per tanggal 31 Maret 2020 kemarin, pemerintah kembali mengeluarkan tambahan belanja dan pembiayaan APBN 2020 yang mencakup dukungan bagi pelaku usaha di industri yang terdampak sebesar Rp70,1 triliun dan pembiayaan guna mendukung Program Pemulihan Ekonomi Nasional sebesar Rp150 triliun yang termasuk stimulus untuk usaha ultra mikro dan kebijakan non fiskal seperti penyederhanaan lartas dan percepatan ekspor impor melalui *National Logistic System*. Di dalam paket stimulus ini, salah satu kebijakannya yaitu penurunan

tarif PPh Badan menjadi 22% di tahun 2020-2021 dan menjadi 20% di tahun 2022. Kebijakan yang disebabkan oleh penurunan aktivitas ekonomi di sektor riil ini merupakan langkah besar yang juga berpotensi mempengaruhi penerimaan pajak negara dalam jangka panjang.

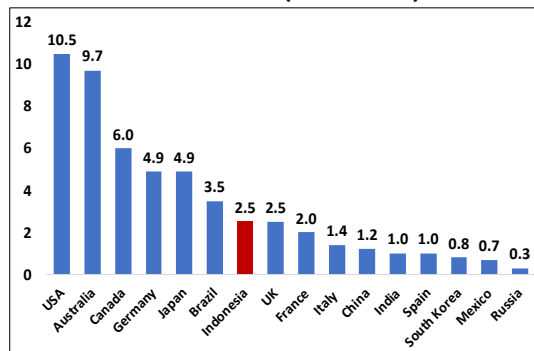
Secara keseluruhan, stimulus yang diberikan oleh pemerintah bagi pelaku usaha ini mencapai 0,6% dari PDB. Angka ini relatif lebih tinggi dibandingkan dengan Jepang yang memberikan insentif sebesar 0,03% PDB dengan jumlah kasus sebanyak 3.654 dan tingkat kematian sebesar 2,3%. Namun, angka ini masih lebih rendah dibandingkan dengan Australia yang rela mengeluarkan sebesar 3,0% dari PDB-nya, mengingat jumlah kasus disana yang sudah mencapai 5.797 dengan tingkat kematian sebesar 0,7%. Sementara itu, Amerika Serikat yang merupakan negara dengan jumlah kasus tertinggi di dunia, yaitu sebanyak 337.971 kasus dengan tingkat kematian 2,9% memutuskan untuk mengalokasikan stimulus sebesar 5,4% dari PDB untuk industri yang terdampak, baik berupa relaksasi perpajakan dan kredit maupun bantuan langsung kepada pekerjanya.

INSENTIF FISKAL NEGARA LAIN DAN SUMBER DANA STIMULUS

Sebagian besar negara telah mengambil langkah cepat dengan memberikan stimulus fiskal, dengan besaran dan bentuk insentif yang bergantung pada kapasitas fiskal tiap negara. Seperti di Amerika Serikat dengan paket stimulus ekonomi terbesar, pemerintahnya telah menyuntikkan dana sebesar US\$2,1 triliun (10,5% PDB) yang dialokasikan untuk dunia usaha berupa pembebasan pajak sementara dan berbagai bantuan sosial. Australia juga mengumumkan stimulus ekonomi sebesar A\$189 miliar atau US\$128 miliar (9,7% PDB) dengan subsidi upah dan pinjaman bagi sektor perekonomian yang rentan seperti UKM dan sektor informal. Adapun negara-negara lainnya, seperti Kanada yang menganggarkan US\$138 miliar (6% PDB) termasuk US\$85 miliar untuk mendukung keberlangsungan bisnis dan Jerman dengan stimulus sebesar EUR156 miliar (4,5% PDB) dengan EUR50 hibah kepada UKM. Ini menunjukkan bahwa dukungan fiskal sangat diperlukan sebagai strategi kebijakan jangka pendek untuk meredam dampak Covid-19, bersamaan dengan sinergi dari insentif kebijakan moneter dan keuangan.

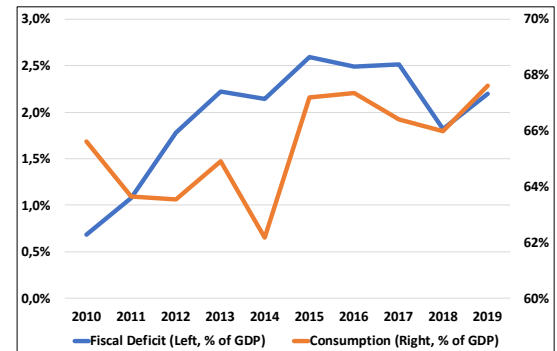
“Stimulus fiskal sangat diperlukan dalam menjaga agar konsumsi tidak menurun dan melindungi sektor-sektor yang memiliki potensi sebagai mesin penggerak perekonomian agar tidak mati selama periode penyebaran Covid-19 sehingga mampu mendorong pemulihan ekonomi setelah krisis berakhir.”

Gambar 6: Stimulus Fiskal 16 Negara dengan PDB Terbesar (% dari PDB)



Sumber: IMF dan kalkulasi LPEM FEB UI

Gambar 7: Kondisi Ricardian Equivalence di Indonesia



Sumber: CEIC

Serupa dengan negara-negara lain di dunia, Indonesia telah memberikan stimulus ekonomi tambahan belanja dan pembiayaan anggaran untuk penanganan dampak Covid-19 dengan total anggaran Rp405,1 triliun atau setara dengan 2,5% PDB. Namun, dengan kondisi perekonomian yang melemah, pendapatan negara diproyeksikan menurun 10% akibat adanya dukungan

berbagai insentif perpajakan dan penurunan tarif PPh serta penurunan PNBP sebagai dampak dari jatuhnya harga komoditas. Dengan meningkatnya belanja pemerintah untuk dukungan stimulus serta proyeksi penurunan pendapatan, defisit APBN diprediksikan akan melebar di angka 5,07% dari PDB.

Selanjutnya, bagaimana efektivitas pemberian stimulus fiskal di Indonesia? Dalam teori *Ricardian Equivalence*, masyarakat diasumsikan memiliki perilaku *forward-looking*, dimana apabila pemerintah memberikan stimulus dengan menaikkan defisit untuk menggerakkan perekonomian tidak serta-merta efektif karena masyarakat tidak meningkatkan konsumsinya. Hal ini terjadi karena masyarakat mengantisipasi adanya kenaikan pajak di masa depan guna membiayai defisit periode sekarang. Namun secara empiris, kondisi *Ricardian Equivalence* ternyata tidak berlaku di Indonesia. Terlihat di Gambar 7, ketika pemerintah memberikan stimulus perekonomian, yang ditandai oleh kenaikan defisit fiskal, maka secara positif akan direspon oleh kenaikan konsumsi. Ini mengimplikasikan bahwa stimulus fiskal yang diberikan oleh pemerintah pada masa Covid-19 sangat diperlukan dalam menjaga konsumsi agar tidak menurun dan melindungi sektor-sektor yang memiliki potensi sebagai mesin penggerak perekonomian agar tidak mati selama periode penyebaran Covid-19 sehingga mampu mendorong pemulihan ekonomi menuju *v-shaped recovery* setelah krisis berakhir.

Untuk mendanai stimulus, pemerintah berencana menerbitkan *andemic bonds* sebesar Rp450 triliun. Disamping itu, dengan rencana pelebaran defisit anggaran APBN mencapai 5,07% dari PDB, pemerintah juga berencana untuk meningkatkan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) Rp160 triliun menjadi sebesar Rp550 triliun, disamping pinjaman dan pemanfaatan SAL.

“Dengan rencana pelebaran defisit APBN sebesar 5,07% PDB setelah memanfaatkan realokasi anggaran, skema lain yang dapat dilakukan oleh pemerintah untuk mengatasi kekurangan pembiayaan yakni dengan menerbitkan SBN sebesar Rp550 triliun dan pandemic bonds sebesar Rp450 triliun, disamping pinjaman dan memanfaatkan SAL”

Tabel 3: Sumber Dana Stimulus Fiskal

<i>Proyeksi Defisit Fiskal</i>		
PDB 2020F (APBN)		16.829 T
Defisit Fiskal (% dari PDB)		5,07%
Total Perkiraan Defisit Fiskal		853 T
<i>Alokasi Pembiayaan Anggaran (Rp Triliun)</i>		
1	Pembiayaan Utang	1.006
	- Surat Berharga Negara (SBN)	550
	- Pinjaman	7
	- Pandemic Bond	450
2	Pembiayaan Investasi	(229)
3	Pemberian Pinjaman	6
4	Kewajiban Penjaminan	(1)
5	Pembiayaan Lainnya (Saldo Anggaran Lebih)	71
Total Pembiayaan Anggaran		853

Sumber: Kementerian Keuangan

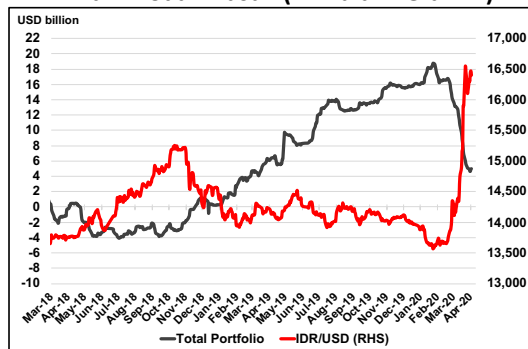
KONDISI PERBANKAN DAN SEKTOR KEUANGAN INDONESIA

Pandemi Covid-19 yang berawal dari Tiongkok dan menyebar ke seluruh dunia tidak hanya menimbulkan *shock* perekonomian di sektor riil saja, namun juga memiliki dampak terhadap sektor keuangan secara masif. Dalam skala global, dampak pandemi ini menyebabkan meningkatnya ketidakpastian secara substansial yang berakibat meningkatnya volatilitas dan menurunnya tingkat kepercayaan investor terhadap pasar modal di seluruh dunia. Hal ini

menyebabkan investor di seluruh dunia melakukan tindakan *flight-to-safety* dan mengalihkan investasinya dari *risky assets* ke *safe-haven assets*.

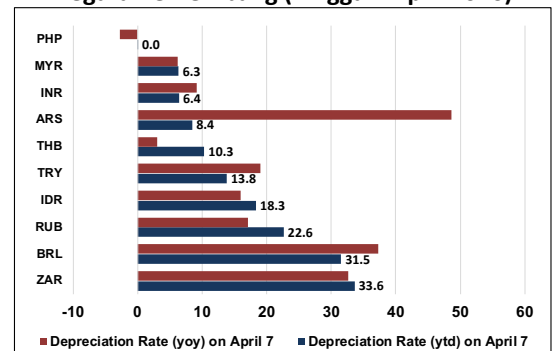
Tindakan *flight-to-safety* oleh investor global tercermin secara umum dari nilai arus modal yang keluar dari negara-negara berkembang, termasuk Indonesia. Gambar 8 menunjukkan sejak dimulainya kepanikan global akibat pandemi Covid-19, arus modal secara masif meninggalkan Indonesia dalam beberapa minggu terakhir. Terhitung sejak akhir bulan Februari lalu hingga akhir Maret, total akumulasi portofolio di Indonesia turun drastis sebesar US\$11,7 miliar (lebih dari 70%) dari US\$16,7 miliar ke US\$5,0 miliar. Keluarnya arus modal asing dari Indonesia secara besara-besaran ini langsung berdampak terhadap nilai tukar Rupiah yang terdepresiasi secara tajam sebesar 15,4% ke Rp16.427 dalam satu bulan terakhir.

Gambar 8: IDR/USD and Akumulasi Portofolio Aliran Modal Masuk (24 Bulan Terakhir)



Sumber: CEIC

Gambar 9 : Depresiasi Nilai Tukar Beberapa Negara Berkembang (hingga 7 April 2020)

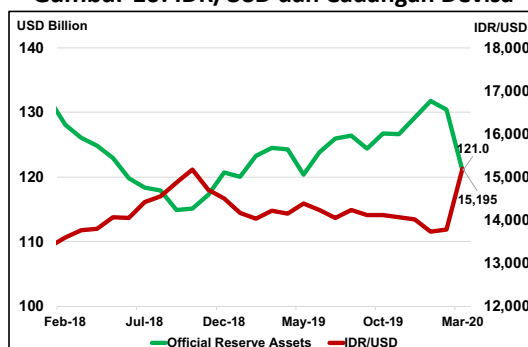


Sumber: Investing.com

“Dilihat dari nilai tukar, Indonesia memiliki tingkat depresiasi yang relatif tinggi, baik dihitung berdasarkan year-to-date maupun dalam satu bulan terakhir.”

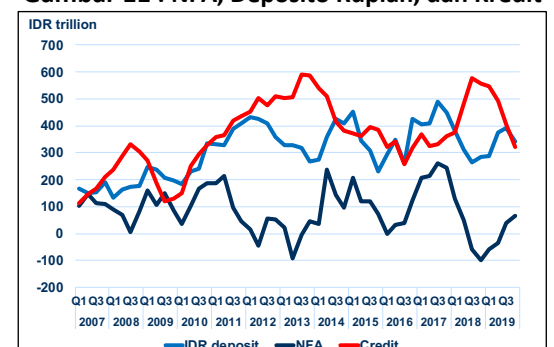
Melihat lebih luas, posisi Indonesia dibandingkan dengan negara-negara berkembang lainnya juga tidak terlalu baik. Dilihat dari nilai tukar, Indonesia memiliki tingkat depresiasi yang relatif tinggi, baik dihitung berdasarkan *year-to-date* maupun dalam satu bulan terakhir. Hal ini mengindikasikan bahwa mata uang Rupiah relatif kurang diminati oleh investor asing, menimbang berbagai faktor. BI pun berusaha untuk menahan depresiasi Rupiah dengan menggunakan cadangan devisa, terlihat dari penurunan cadangan devisa secara drastis sebesar US\$9,1 miliar menjadi US\$121 miliar dalam satu bulan terakhir. Berangkat dari kondisi ini, ditambah dengan karakteristik umum negara berkembang yang memiliki ruang fiskal yang terbatas bahkan saat kondisi perekonomian normal, membuat penanganan gejala ekonomi yang ditimbulkan oleh pandemi Covid-19 bukan merupakan tugas yang mudah bagi pengambil kebijakan di Indonesia dimana diperlukannya langkah yang terukur dan strategis untuk meredam dampak negatif terhadap sektor perbankan domestik.

Gambar 10: IDR/USD dan Cadangan Devisa



Sumber: CEIC

Gambar 11 : NFA, Deposito Rupiah, dan Kredit

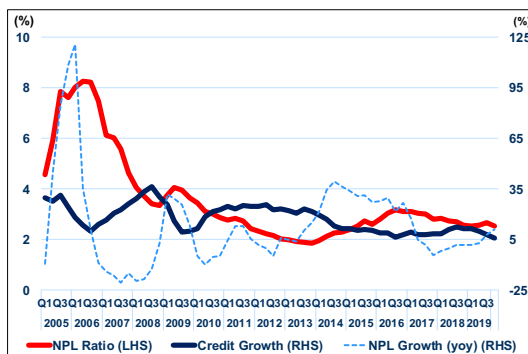


Sumber: CEIC

Tren arus modal keluar sepanjang krisis pandemi Covid-19 dapat berdampak pada perlambatan pertumbuhan uang beredar di dalam perekonomian akibat berkurangnya likuiditas. Cadangan devisa valas BI yang berkurang, tergambarkan oleh penurunan Net Foreign Asset (NFA), secara historis selalu diikuti oleh penurunan deposito Rupiah dan kontraksi penyaluran kredit dalam 2-3 kuartal berikutnya. Ini menunjukkan bahwa penurunan jumlah valas di pasar dapat sekaligus mengurangi likuiditas perbankan, baik dalam valas maupun Rupiah. Sementara dilihat dari nilai rasio Loan-to-Deposit (LDR %), posisi likuiditas perbankan di tahun 2019 sudah cukup ketat, terutama pada kelompok bank buku III (104%). Mengingat likuiditas bank merupakan indikator penting dalam siklus perputaran uang, terutama dalam hal penyaluran kredit, maka ancaman kekurangan likuiditas perlu segera ditangani.

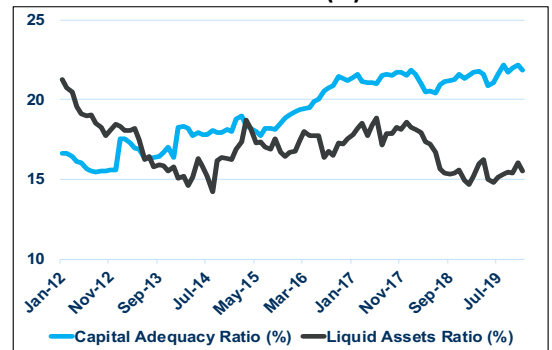
Selain dari ancaman likuiditas perbankan yang berasal dari penurunan cadangan devisa, guncangan pada aktivitas perekonomian selama krisis pandemi Covid-19 berpotensi diikuti lonjakan NPL. Kenaikan NPL diprediksi terjadi pada sektor-sektor yang paling terdampak, seperti industri pengolahan, sektor perdagangan besar dan eceran, sektor konstruksi, dan sektor jasa penyediaan akomodasi serta makanan minuman. Potensi gagal bayar dapat mempengaruhi arus kas perbankan, sehingga memberikan tekanan tambahan pada likuiditas. Menggunakan estimasi nilai cicilan dan bunga yang gagal dibayar dari sektor-sektor terdampak, pengurangan likuiditas perbankan diperkirakan mencapai sekitar Rp140-160 triliun sepanjang tahun 2020. Kami juga melihat deposito bank akan menurun seiring dengan penurunan pendapatan masyarakat. Kontraksi pada aktivitas perekonomian sepanjang berlangsungnya pandemi akan menurunkan penyaluran kredit bank karena keterbatasan likuiditas perbankan.

Gambar 12: Pertumbuhan Kredit dan NPL



Sumber: CEIC

Gambar 13: Capital Adequacy Ratio dan Liquid Assets Ratio (%)



Sumber: CEIC

“Penurunan likuiditas perbankan yang berasal dari tiga faktor utama, yakni penurunan cadangan devisa, potensi gagal bayar nasabah, dan penurunan deposito individu, akan berdampak pada perlambatan penyaluran kredit bank ke depan”

Penurunan likuiditas perbankan yang berasal dari tiga faktor utama, yakni penurunan cadangan devisa, potensi gagal bayar nasabah, dan penurunan deposito individu, akan berdampak pada perlambatan penyaluran kredit bank ke depan. Dari sisi kredit, pertumbuhan kredit di tahun lalu sudah menunjukkan nilai yang cukup rendah dibandingkan tren historis, yakni sebesar 7% (y.o.y). Nilai ini terus berkurang sejak tahun 2018 yang pernah mencapai 10% (y.o.y). Penurunan pertumbuhan kredit dalam dua tahun terakhir sejalan dengan tren pertumbuhan ekonomi yang menurun. Estimasi kontraksi kredit perbankan di tahun ini sekaligus mengindikasikan akan terjadinya pertumbuhan ekonomi yang melambat dalam beberapa periode ke depan.

Lebih dari itu, pemberian kredit pada kegiatan usaha, utamanya UMKM yang saat ini sebanyak 19% dari total kredit perbankan, dapat terganggu akibat berkurangnya kapasitas bank. Dalam jangka pendek, kondisi ini harus segera ditanggulangi mengingat kebutuhan kredit modal usaha

dari UMKM di provinsi dan kabupaten yang bergerak di sektor perdagangan besar dan eceran dalam menyambut pekan Ramadhan dan Lebaran di bulan April-Mei 2020. Apabila kondisi ini dibiarkan, akan ada risiko kelangkaan pasokan bahan makanan yang dapat menimbulkan lonjakan inflasi akibat *supply shock*.

Dalam kondisi perlambatan ekonomi, pertahanan bank sangat dibutuhkan untuk meredam kehilangan pendapatan dari potensi kenaikan kredit macet. Tingginya bantalan berupa modal yang dimiliki perbankan mampu menjaga *solvency* bank dari guncangan tidak terduga di jangka panjang. Berdasarkan rasio kecukupan modal (Capital Adequacy Ratio - CAR), saat ini industri perbankan di Indonesia masih memiliki modal yang sangat cukup relatif terhadap negara-negara berkembang lainnya. Dengan performa yang masih aman, perbankan seharusnya sanggup merelakan berkurangnya arus kas dalam satu tahun mendatang akibat kebijakan restrukturisasi kredit untuk para nasabah.

AGENDA SEKTOR MONETER DAN KEUANGAN DALAM MENGHADAPI GUNCANGAN

Restrukturisasi Kredit Lembaga Keuangan

Untuk membantu lembaga keuangan menghadapi permasalahan gagal bayar, OJK telah mengeluarkan peraturan terkait relaksasi ketentuan restrukturisasi kredit. Melalui POJK No.11/2020, kualitas kredit atau pembiayaan di lembaga keuangan, baik bank dan non-bank dapat diubah menjadi lancar setelah direstrukturisasi. Ketentuan ini dapat memastikan bahwa lembaga keuangan tidak akan terkendala lonjakan NPL dalam satu tahun ke depan. Meski NPL tidak meningkat, kredit macet nasabah tetap akan mengurangi likuiditas perbankan. Sehingga wajar apabila perbankan maupun lembaga pembiayaan (*multifinance*) menjadi sangat selektif menentukan kredit yang dapat direstrukturisasi. Kondisi ini menyebabkan beberapa kelompok masyarakat terdampak, utamanya UMKM dan pekerja informal, hingga hari ini masih mengalami kesulitan untuk mengajukan restrukturisasi kredit.

Beberapa faktor dapat mempengaruhi ini, pertama, masih rendahnya kesadaran lembaga keuangan untuk melihat restrukturisasi sebagai upaya menjaga keberlanjutan pinjaman. Dalam jangka pendek tentunya risiko likuiditas merupakan masalah yang harus dihadapi lembaga keuangan, namun perlu diingat bahwa secara keseluruhan para nasabah juga sedang mengalami masalah kemampuan membayar. Inisiatif relaksasi kredit terhadap nasabah perlu dipahami dalam konteks jangka panjang. Melakukan penagihan seperti keadaan normal tidak akan menguntungkan pihak manapun baik di jangka pendek maupun jangka panjang. Sebaliknya, apabila hal ini tetap dilakukan, risiko kredibilitas hingga kehilangan nasabah hampir pasti akan terjadi di masa mendatang tanpa menyelesaikan masalah likuiditas saat ini.

Lebih lanjut, apabila dilihat secara historis, baik perbankan maupun lembaga pembiayaan secara agregat masih memiliki kapasitas yang cukup untuk menutupi likuiditas yang akan hilang dalam jangka pendek. Risiko yang lebih tinggi mungkin akan terlihat pada data masing-masing perusahaan dimana bisa jadi ada perusahaan yang tidak memiliki bantalan yang cukup. Pemerintah melalui OJK perlu segera mengidentifikasi kemungkinan terburuk dari munculnya masalah likuiditas di lembaga keuangan ini. Untuk bank, BI sebagai *lender of the last resort* dapat menjadi penolong terakhir ketika perbankan mengalami krisis. Bagi lembaga pembiayaan

“Melakukan penagihan seperti keadaan normal tidak akan menguntungkan pihak manapun baik di jangka pendek maupun jangka panjang.”



yang mengalami krisis, OJK dapat memprioritaskan perusahaan tersebut untuk mendapatkan relaksasi pembayaran pinjaman bank, mengingat sekitar 45% pendanaan lembaga pembiayaan berasal dari bank dalam negeri.

Faktor kedua timbul dari tidak tersedianya data yang andal terkait UMKM dan pekerja informal sehingga sektor keuangan akan menghadapi kesulitan dalam menentukan pinjaman yang memenuhi klasifikasi pelonggaran. Untuk menysasar UMKM secara tepat dalam waktu yang terbatas, kendala ini dapat ditanggulangi dengan memanfaatkan data UMKM yang tergabung dan tercatat di dalam *e-commerce*. Ketiga, terbatasnya sosialisasi pemerintah untuk membantu masyarakat memahami ketentuan pelonggaran kredit. Pemberian layanan edukasi keuangan yang tepat dan luas terkait dengan restrukturisasi kredit sangat relevan untuk dilakukan. Informasi dapat diberikan dari iklan layanan masyarakat hingga sistem teknologi yang dibangun untuk memberikan bantuan bagi para nasabah dalam mengajukan restrukturisasi. Apabila ada satu sistem terintegrasi yang dapat dibangun untuk menciptakan penilaian bagi masing-masing kredit yang diajukan, hal ini dapat sangat membantu OJK. Secara bersamaan, pemerintah dapat lebih jelas dan terukur dalam memastikan efektivitas dari kebijakannya. Selain melakukan langkah-langkah strategis tersebut, OJK juga harus bergerak cepat agar risiko yang timbul dapat diminimalisir seoptimum mungkin.

Rencana Penerbitan *Pandemic Bonds*

Stimulus yang dikerahkan oleh pemerintah untuk menanggulangi dampak negatif perekonomian akibat pandemi Covid-19 butuh pembiayaan yang masif dan salah satu skema pembiayaan yang memungkinkan untuk dilakukan adalah dengan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) yang disebut *Pandemic bonds*. Dalam penerbitannya, pemerintah harus sangat berhati-hati dan menimbang dengan saksama berbagai aspek makro. Melihat kondisi saat ini, penerbitan *Pandemic bonds* relatif sulit akibat lemahnya daya beli domestik untuk menyerap surat utang apabila diterbitkan dalam denominasi Rupiah. Hal ini tercermin dari diberinya kewenangan BI untuk membeli SBN di pasar perdana melalui Perppu nomor 1 tahun 2020. Di sisi lain, penerbitan *Pandemic bonds* dalam denominasi USD relatif lebih menguntungkan, paling tidak dari sisi cadangan devisa BI, mengingat kondisi USD yang saat ini cenderung langka baik di pasar uang domestik maupun pasar uang di negara-negara *emerging markets*.

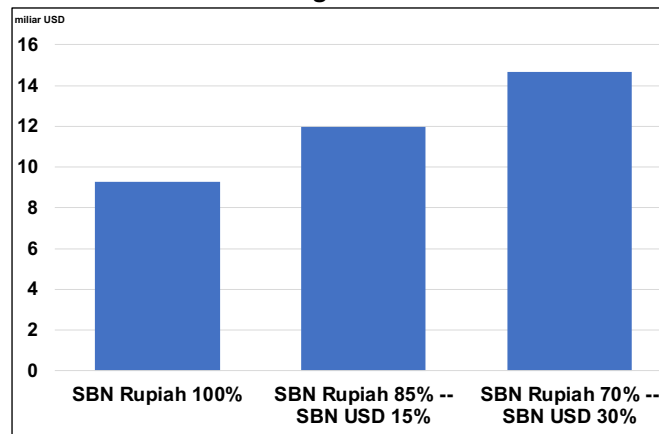
Secara teknis, penerbitan *Pandemic bonds* dalam denominasi Rupiah dan USD memiliki mekanisme yang berbeda. Pada penerbitan denominasi Rupiah, dana hasil lelang *Pandemic bonds* yang terkumpul oleh pemerintah adalah dalam Rupiah sehingga dapat langsung digunakan pemerintah untuk mendanai kebijakan yang akan diimplementasikan. Di kondisi sekarang, dana Rupiah yang terkumpul dapat langsung digunakan untuk mendanai stimulus fiskal untuk menahan dampak negatif Covid-19. Mengingat daya serap pasar yang sedang lemah, melalui Perppu Nomor 1 tahun 2020 tentang Kebijakan Keuangan Negara dan Stabilitas Sistem Keuangan untuk penanganan pandemi Covid-19, BI diberikan kewenangan untuk dapat langsung membeli SBN di pasar perdana sehingga *Pandemic bonds* yang pemerintah jual dapat langsung dibeli oleh BI dengan imbal hasil yang dapat diatur tetap pada level kompetitif. Namun mekanisme ini tidak akan membuat adanya kenaikan cadangan devisa dalam bentuk USD karena keseluruhan mekanismenya menggunakan Rupiah.

Di sisi lain, apabila *Pandemic bonds* diterbitkan dalam denominasi USD maka mekanismenya akan berbeda dimana dana yang dikumpulkan pemerintah dari hasil lelang adalah dalam satuan

“Dalam penerbitannya (Pandemic bonds), pemerintah harus sangat berhati-hati dan menimbang dengan saksama berbagai aspek makro.”

USD. Kemudian dana yang terkumpul ini selanjutnya akan ditukarkan oleh BI menjadi Rupiah yang kemudian baru dapat disalurkan untuk mendanai stimulus fiskal. Penukaran USD ke Rupiah oleh BI ini menyebabkan adanya kenaikan cadangan devisa di BI. Secara realistis, akan sulit untuk melakukan pelelangan *Pandemic bonds* yang keseluruhan dalam denominasi USD mengingat sangat rendahnya likuiditas USD yang beredar. Lebih lanjut, adanya risiko melonjaknya beban bunga (yield) secara tajam apabila dilakukan penerbitan SBN dengan denominasi USD.

Gambar 14: Skenario Tambahan Cadangan Devisa dari Penerbitan *Pandemic Bonds*



Sumber: LPEM FEB UI

Mengingat nilai Rupiah merupakan indikator penting dalam pasar keuangan maupun aktivitas perekonomian riil, maka cadangan devisa yang cukup bersifat krusial. Salah satu cara yang dapat dilakukan ialah dengan memaksimalkan penerbitan *Pandemic bonds* dalam denominasi USD. Kami melihat dengan total kebutuhan *Pandemic bonds* mencapai US\$27 miliar (sekitar Rp450 triliun), pemerintah dapat meningkatkan cadangan devisa hingga US\$15 miliar dengan penerbitan *Pandemic bonds* dalam denominasi USD sebesar 30% dan sisa 70% dalam Rupiah (Gambar 14). Sementara, apabila pemerintah mengeluarkan obligasi hanya dalam denominasi Rupiah, maka diperkirakan jumlah cadangan devisa yang dapat ditambahkan BI hanya sebesar US\$9 miliar, berasal dari asumsi 34% pasar obligasi pemerintah dipegang oleh investor asing (kondisi kepemilikan SBN saat ini).

Tanpa adanya Perppu Nomor 1 tahun 2020 yang memberi BI kewenangan untuk membeli SBN di pasar perdana, kami memperkirakan penerbitan *Pandemic bonds* sebesar US\$27 miliar (sekitar Rp450 triliun) akan meningkatkan biaya meminjam atau imbal hasil (*yield*) obligasi pemerintah secara signifikan. *Yield* obligasi pemerintah denominasi Rupiah dengan tenor 10 tahun dapat meningkat hingga 18%. Sementara, apabila 30% dari *Pandemic bonds* dapat diterbitkan dalam denominasi USD, maka kenaikan *yield* obligasi Rupiah serupa dapat ditahan di sekitar 15%. Bagaimanapun, dalam kondisi saat ini, pemerintah bisa mendapatkan tingkat *yield* yang kompetitif karena BI yang membeli *Pandemic bonds*. Estimasi kenaikan *yield* ini juga dapat semakin tinggi apabila pemerintah memutuskan untuk meningkatkan jumlah *Pandemic bonds* yang diterbitkan.

“...dengan total kebutuhan *Pandemic bonds* mencapai US\$27 miliar (sekitar Rp450 triliun), pemerintah dapat meningkatkan cadangan devisa hingga US\$15 miliar.”