

## Highlights

### Prospek dan Tantangan Ekonomi Makro

Saat perekonomian negara ASEAN+3 telah mampu menghadapi gejolak eksternal dengan cukup baik di 2016, ketidakpastian global mengalami peningkatan cukup signifikan, khususnya terkait prospek perdagangan internasional sejalan dengan meningkatnya sentimen proteksionisme. Pasar keuangan global masih bergejolak dengan *spillovers* kepada negara berkembang di kawasan.

- Momentum pertumbuhan ekonomi di beberapa negara industri utama dunia secara perlahan menguat, namun masih rentan terhadap ketidakpastian kebijakan yang ditempuh. Di Amerika Serikat (AS), program pro-pertumbuhan yang dijalankan oleh pemerintahan Trump diperkirakan mampu mendorong pertumbuhan ekonomi AS, walaupun kebijakan perdagangan dan imigrasi yang lebih restriktif dinilai berpotensi menurunkan pertumbuhan tersebut. Momentum pertumbuhan di kawasan Eropa dan Inggris lebih kuat dari perkiraan sebelumnya, namun tetap perlu waspada sehubungan dengan pemilu di beberapa negara Eropa serta proses negosiasi Brexit.
- Ketidakpastian kebijakan ekonomi global berdampak pada kawasan ASEAN+3, baik melalui jalur perdagangan maupun jalur pasar keuangan. Dalam hal perdagangan, penguatan kinerja perdagangan global dan harga komoditas yang menggembirakan terancam oleh arah kebijakan perdagangan di US yang cenderung proteksionis. Dampak negatif ke kawasan terutama mengingat kebijakan tersebut diarahkan pada negara di kawasan yang memiliki surplus perdagangan cukup besar dengan AS. Pada pasar keuangan, kondisi keuangan global mengalami pengetatan sejalan dengan kebijakan kenaikan suku bunga the Fed serta ketidakpastian kebijakan yang berpotensi meningkatkan gejolak pasar keuangan dan risiko pelarian modal keluar dari negara berkembang.

Pertumbuhan ekonomi Tiongkok dan Jepang diperkirakan stabil di 2017, dengan *downside risks* bersumber dari kebijakan perdagangan AS yang proteksionis. Pertumbuhan ekonomi kedua negara tersebut diharapkan menjadi jangkar bagi pertumbuhan ekonomi kawasan, yang diperkirakan berada pada level 5,2 persen di 2017, dan sedikit melambat menjadi 5,1 persen di 2018.

- Laju pertumbuhan ekonomi Tiongkok dalam jangka pendek mengarah pada stabilisasi di tengah upaya penyesuaian struktural, sementara harga produsen mengalami peningkatan tajam. Laju pertumbuhan ekonomi Tiongkok yang stabil diperkirakan akan terus menjadi jangkar bagi pertumbuhan ekonomi kawasan melalui penyerapan impor. Ke depan,

percepatan reformasi BUMN, penurunan *overcapacity* sektor industri, pengendalian pinjaman korporasi, serta upaya menjaga stabilitas pasar keuangan masih akan menjadi tantangan utama yang dihadapi oleh Tiongkok.

- Di Jepang, pertumbuhan ekonomi di 2017 diperkirakan berada di atas level pertumbuhan potensial, didukung oleh kebijakan ekonomi makro yang kuat dan penguatan permintaan global. Divergensi kebijakan moneter AS yang diwarani peningkatan *yields Treasury Bill* relatif terhadap *yields* obligasi pemerintah Jepang (JGB) serta beberapa faktor struktural lain diharapkan dapat terus mendorong investasi portofolio Jepang di kawasan.
- Studi empiris oleh AMRO yang membandingkan dampak *spillovers* dari AS, Tiongkok dan Jepang menggunakan model *Global Vector Autoregressive* (GVAR) menunjukkan bahwa *shock* pada sektor riil di AS dan Tiongkok memiliki dampak lebih besar pada kawasan ASEAN+3 dibandingkan *shock* yang sama dari Jepang, dan dampak yang berasal dari Tiongkok terlihat bersifat lebih permanen dibandingkan dari AS. *Stress* di sektor korporasi yang berasal dari AS, Tiongkok dan Jepang juga dinilai sebagai media transmisi stress yang penting ke sektor keuangan dan korporasi di negara *emerging* di kawasan.

Dengan ketidakpastian prospek perdagangan, pertumbuhan ekonomi kawasan diperkirakan masih akan bertumpu pada permintaan domestik yang didukung oleh kebijakan moneter dan fiskal. Cadangan devisa di kawasan masih tinggi, namun dibandingkan dengan 2016, kapasitas yang tersedia bagi kebijakan moneter dan fiskal secara umum menyempit.

- Meskipun level kecukupan cadangan devisa relatif tinggi berdasarkan ukuran standar seperti *import and short-term debt cover*, penting bagi kawasan untuk terus memelihara level kecukupan cadangan devisa guna menghadapi potensi tekanan aliran modal keluar. Pelepasan aset domestik oleh pemegang asing secara tiba-tiba dan aliran modal keluar pada “risk-off” scenario berpotensi menambah tekanan pada nilai tukar dan cadangan devisa. Kombinasi antara sistem nilai tukar yang fleksibel serta kebijakan intervensi yang terukur dan hati-hati merupakan langkah yang tepat dalam menghadapi risiko dan gejolak eksternal.
- Dibandingkan 2016, peningkatan tekanan inflasi dan pengetatan kebijakan moneter global di 2017 berpotensi mengurangi kapasitas yang tersedia bagi kebijakan moneter di kawasan dalam mendorong pertumbuhan. Otoritas moneter di perekonomian dengan kerentanan sektor keuangan akibat pertumbuhan kredit atau utang luar negeri yang tinggi akan dihadapkan pada situasi *trade-off* yang lebih sulit antara mendorong pertumbuhan dengan menjaga stabilitas keuangan.
- Kebijakan fiskal dinilai memiliki peran yang lebih besar dalam menjaga sektor riil dari *downside risks*, meskipun ruang kebijakan fiskal secara umum menyempit, dan di beberapa negara terkendala oleh rambu-rambu fiskal. Perekonomian dengan utang pemerintah yang relatif rendah dan kondisi eksternal yang kuat, dapat mempertahankan ekspansi fiskal secara moderat. Sementara itu, untuk perekonomian yang bergantung pada pembiayaan eksternal, baik untuk menutup defisit anggaran maupun neraca berjalan (“*twin deficits*”), akan dihadapkan pada tantangan yang lebih besar dalam membiayai ekspansi fiskal.

- Di tengah kondisi lingkungan global yang penuh ketidakpastian, dan sebagai upaya menjaga keseimbangan antara pertumbuhan dan stabilitas, pengambil kebijakan disarankan untuk lebih memprioritaskan stabilitas keuangan. Mengingat kendala yang dihadapi oleh kebijakan moneter, pengambil kebijakan di kawasan dapat mempertimbangkan kalibrasi ulang kebijakan makroprudensial guna menjaga stabilitas keuangan dan mendorong pertumbuhan. Selanjutnya, mempertimbangkan keterbatasan pada permintaan jangka pendek, pengambil kebijakan disarankan dapat mempercepat penyelesaian agenda reformasi struktural.

### **Tema: Kawasan ASEAN+3 setelah 20 Tahun Krisis Keuangan Asia**

2017 menandai 20 tahun setelah krisis keuangan Asia (*Asian Financial Crisis - AFC*). AFC merupakan momentum krusial di kawasan ASEAN+3 yang telah membentuk fondasi kuat yang mendasari arah pertumbuhan ekonomi dan integrasi kawasan pasca krisis, serta membangun perspektif kuat mengenai pentingnya manajemen dan resolusi krisis bagi pembuat kebijakan di kawasan. Lebih jauh, AFC menekankan pentingnya kerja sama keuangan kawasan dalam pengelolaan dan penanganan krisis, dan mendorong lahirnya kerja sama *Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM)*, serta pembentukan AMRO sebagai lembaga surveilans ekonomi makro yang independen untuk mendukung CMIM.

- Dekade pertama setelah AFC (1997 – 2006) merupakan periode konsolidasi dan pembangunan kembali fondasi ekonomi pasca krisis. Proses pemulihan menuntut dilakukannya penyesuaian kebijakan yang sangat mendasar dan menyebabkan dampak sementara yang menyakitkan. Penyesuaian kebijakan yang dilakukan mencakup sistem nilai tukar, reformasi sektor korporasi dan keuangan, konsolidasi fiskal, dan peraturan prudensial sektor keuangan. Penyesuaian kebijakan tersebut memungkinkan negara terdampak krisis untuk membangun kembali fondasi ekonomi, di mana ekspor berperan sebagai penggerak utama proses pemulihan ekonomi.
- Keterbukaan perdagangan, FDI dan aliran modal pasca AFC telah memungkinkan negara kawasan, khususnya negara berkembang di ASEAN, untuk memperoleh manfaat dari peningkatan integrasi ekonomi kawasan dan berkembangnya Tiongkok sebagai kekuatan ekonomi baru setelah krisis keuangan global, di tengah pelemahan permintaan global, khususnya di negara maju seperti AS dan kawasan Eropa. Aliran modal di kawasan mengalami peningkatan, dengan Jepang terus berperan sebagai kreditur dan investor utama.
- Peningkatan aliran modal intra-kawasan terjadi bersamaan dengan kebijakan stimulus moneter yang masif di AS dan Eropa yang memudahkan negara kawasan untuk melakukan *rebalancing* dari pertumbuhan berbasis ekspor menjadi berbasis permintaan domestik. Meskipun demikian, aliran modal yang besar dan terus menerus telah menimbulkan kerentanan di kawasan, meningkatkan volatilitas di pasar keuangan, dan menambah kompleksitas pengelolaan kebijakan moneter. Dalam mengelola risiko stabilitas keuangan, dengan tetap berupaya memanfaatkan aliran modal masuk, pengambil kebijakan di kawasan menerapkan kebijakan makroprudensial dan tercatat paling aktif di dunia dalam penggunaan instrumen kebijakan tersebut.

- Di lingkungan global yang diwarnai ketidakpastian saat ini, AFC terus memberikan pelajaran berharga bagi para pengambil kebijakan. Pertama, AFC mendorong pengambil kebijakan untuk fokus pada berbagai risiko yang muncul dari pasar keuangan dan aliran modal keluar. Kedua, AFC menekankan cepat dan besarnya rambatan krisis antar negara. Ketiga, AFC menunjukkan pentingnya kerangka kebijakan yang lebih fleksibel dan responsif, serta kerja sama keuangan kawasan yang lebih kuat dalam rangka mengantisipasi gejolak eksternal.
- Ketidakpastian kebijakan global saat ini, termasuk ketidakpastian yang disebabkan faktor non-ekonomi, menuntut pengambil kebijakan untuk mempertahankan disiplin kebijakan dan bereaksi secara lebih fleksibel dalam menghadapi lingkungan global yang berubah dengan cepat. Dalam hal ini koordinasi antar institusi serta komunikasi kebijakan merupakan elemen penting. Di samping tantangan jangka pendek, kawasan ASEAN+3 juga dihadapkan pada tantangan struktural seperti *bottleneck* pertumbuhan yang semakin nyata di kondisi ekonomi bertumbuh lambat, bukan hanya dalam hal infrastruktur fisik, namun juga sumber daya manusia. Percepatan reformasi struktural untuk mengatasi inefisiensi menjadi semakin mendesak.
- Peran jaring pengaman global dan regional seperti CMIM, dalam meningkatkan ketahanan ekonomi guna menghadapi tekanan eksternal dan risiko penularan, menjadi semakin penting. Komitmen yang kuat dari pembuat kebijakan dalam meningkatkan kerja sama keuangan regional akan membantu menjangkar ekspektasi pasar dan memberikan dasar yang kuat bagi pertumbuhan dan perkembangan kawasan yang berkelanjutan.