

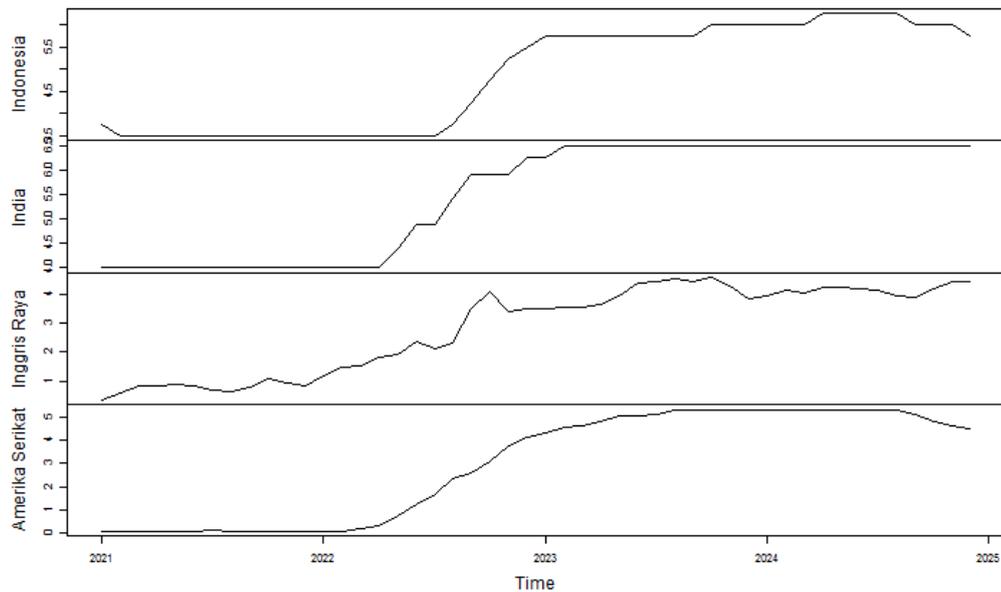
# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Amerika Serikat merupakan salah satu ekonomi terbesar dan paling berpengaruh di dunia, dengan Produk Domestik Bruto (PDB) yang secara konsisten menduduki peringkat tertinggi secara global. Sebagai pusat keuangan internasional dan penggerak utama arus perdagangan dunia, dinamika ekonomi Amerika Serikat berperan penting dalam membentuk kondisi makroekonomi global. Stabilitas pertumbuhan, tingkat konsumsi domestik yang besar, serta kedalaman pasar keuangannya menjadikan negara ini sebagai jangkar bagi perekonomian dunia. Selain itu, dominasi dolar AS dalam sistem keuangan global menjadikan kebijakan moneter Amerika Serikat, khususnya suku bunga *Federal Reserve* (The Fed), sebagai salah satu penentu penting dalam dinamika pasar keuangan internasional. Beberapa studi menunjukkan bahwa perubahan suku bunga The Fed dapat memengaruhi arus modal, nilai tukar, dan stabilitas makroekonomi negara berkembang (Rey, 2016). Dalam konteks ini, memahami perkembangan kebijakan ekonomi Amerika Serikat menjadi sangat penting, terutama untuk mengantisipasi *spillover* terhadap negara-negara berkembang seperti Indonesia.

Salah satu saluran utama pengaruh ekonomi Amerika Serikat terhadap dunia terletak pada kebijakan moneternya, khususnya melalui suku bunga yang ditetapkan oleh The Fed. Kebijakan suku bunga ini telah lama diakui sebagai faktor kunci yang memengaruhi dinamika perekonomian global, tidak hanya berdampak pada kondisi domestik AS, tetapi juga menciptakan *spillover* yang kompleks ke berbagai negara lain. Efek *spillover* tersebut terjadi melalui mekanisme transmisi seperti perubahan suku bunga global, volatilitas nilai tukar, dan pergerakan arus modal internasional yang saling terkait dalam sistem keuangan dunia.



**Gambar 1.1 Suku Bunga Acuan The Fed dan Berbagai Negara tahun 2021-2024**

Sumber : Bloomberg Terminal (2021 – 2024)

Gambar 1.1 menunjukkan bahwa dalam merespons krisis COVID-19, The Fed menerapkan kebijakan pelonggaran moneter dengan menurunkan suku bunga acuan hingga 0,25% pada Februari 2022. Setelah periode tersebut, The Fed mulai menaikkan suku bunga secara bertahap hingga mencapai 5,5 basis poin. Sejumlah negara, seperti Indonesia, India, dan Inggris yang mewakili kelompok negara berkembang dan maju dengan rezim nilai tukar mengambang juga melakukan penyesuaian terhadap suku bunga acuannya. Secara spesifik, Indonesia menaikkan suku bunga menjadi 3,75 basis poin, India menjadi 5,4 basis poin, dan Inggris menjadi 2,33 basis poin. Pada tahun 2024, The Fed mempertahankan suku bunga pada level 5,5 basis poin sepanjang tahun. Kebijakan ini diikuti oleh Bank Indonesia, yang menjaga suku bunga acuannya dalam kisaran 6 hingga 6,5 basis poin, sementara India mempertahankan suku bunganya pada level 6,5 basis poin. Fenomena ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang diterapkan oleh The Fed memiliki dampak signifikan terhadap kebijakan ekonomi negara lain melalui mekanisme transmisi global yang saling terhubung secara kompleks.

Salah satu mekanisme utama *spillover* (perembesan dampak kebijakan) kebijakan The Fed terhadap perekonomian global adalah melalui arus modal dan pasar keuangan. Ketika The Fed menaikkan suku bunga, kondisi keuangan global cenderung menegang, yang menyebabkan penurunan arus masuk modal ke negara berkembang dan peningkatan volatilitas pasar keuangan (Shareef & Prabheesh, 2020). Pengaruh signifikan ini disebabkan oleh posisi dominan AS dalam sistem keuangan internasional. Keputusan The Fed, khususnya terkait suku bunga dan kebijakan moneter tidak konvensional seperti *quantitative easing (QE)*, terbukti memengaruhi pasar keuangan global, arus modal, dan kondisi ekonomi di berbagai negara. Fenomena ini sering disebut sebagai siklus keuangan global, yang menjelaskan bagaimana kejutan kebijakan moneter AS menyebar melalui ekonomi yang saling terhubung, memengaruhi aktivitas ekonomi makro di seluruh dunia (Ammer et al., 2016; Déés & Galesi, 2021).

Penelitian menunjukkan bahwa kebijakan moneter tidak konvensional AS, terutama selama periode *quantitative easing*, memiliki efek *spillover* yang signifikan secara internasional. Misalnya, Chen (2022) mengungkapkan bahwa pengumuman kebijakan semacam ini oleh The Fed dapat memicu volatilitas pasar keuangan dan risiko sistemik di negara lain, termasuk Taiwan. Zhang (2023) juga menyoroti dampak besar kenaikan suku bunga The Fed terhadap perekonomian Tiongkok, yang menggambarkan keterkaitan erat pasar global. Mekanisme *spillover* ini melibatkan perubahan nilai tukar, arus modal, dan pergeseran sentimen investor, yang berdampak beragam pada ekonomi di berbagai negara dan wilayah (Taylor et al., 2014).

Dalam konteks negara berkembang, dampak kebijakan moneter AS semakin signifikan. Kenaikan suku bunga The Fed sering kali menyebabkan keluarnya arus modal dari negara-negara berkembang menuju pasar AS, memicu depresiasi nilai tukar domestik, dan meningkatkan biaya utang luar negeri yang berdenominasi dolar AS (Bluedorn et al., 2013; Druck et al., 2018). Sejak Februari 2022, The Fed secara bertahap menaikkan suku bunga acuan dari 0,25 basis poin menjadi 5,5 basis poin pada Juli 2023. Kebijakan tersebut menyebabkan mata uang negara-

negara berkembang, seperti Indonesia dan India, mengalami tren depresiasi. Selama periode tersebut, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat melemah dari Rp14.400 menjadi Rp15.100, sementara nilai tukar rupee India terhadap dolar Amerika Serikat terus terdepresiasi menuju 82,24.

Depresiasi nilai tukar ini, pada gilirannya, dapat menurunkan pendapatan riil dan permintaan domestik, terutama di negara-negara yang sangat bergantung pada komoditas (Druck et al., 2018). Selain itu, negara-negara berkembang dengan sistem keuangan berbasis perbankan cenderung lebih rentan terhadap perubahan suku bunga global dibandingkan negara-negara maju dengan sistem keuangan berbasis pasar (Georgiadis & Mehl, 2015). Arus modal dan sentimen risiko global yang dipengaruhi oleh kebijakan The Fed semakin memperumit dinamika makroekonomi di negara-negara berkembang (Jaramillo & Weber, 2013).

Dalam konteks Indonesia, kebijakan moneter The Fed berdampak melalui berbagai saluran ekonomi yang kompleks. Sebagai negara pasar berkembang, Indonesia sangat bergantung pada aliran modal asing, baik dalam bentuk investasi portofolio maupun investasi langsung. Studi Algifari et al., (2023) menunjukkan bahwa perubahan suku bunga The Fed memengaruhi secara signifikan arus masuk dan keluar modal asing di Indonesia, yang pada akhirnya berdampak pada stabilitas pasar keuangan domestik, termasuk volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Selain itu, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS menjadi indikator yang sangat sensitif terhadap kebijakan moneter AS. Fitriani (2017) mencatat bahwa depresiasi rupiah akibat penguatan dolar AS meningkatkan biaya impor, sehingga memicu kenaikan inflasi. Dampak ini meluas ke berbagai sektor, termasuk konsumsi domestik, kinerja ekspor bersih, dan stabilitas makroekonomi Indonesia secara keseluruhan. Berdasarkan data dari Bloomberg Terminal, tercatat bahwa sejak The Fed mulai menaikkan suku bunga acuannya pada Februari 2022, nilai tukar rupiah mengalami depresiasi yang berkelanjutan hingga mencapai Rp15.700 per dolar Amerika Serikat. Depresiasi ini diikuti oleh peningkatan inflasi, dengan tingkat tertinggi sebesar 5,95% pada September 2022.

Namun dampak *spillover* kebijakan moneter AS tidak hanya terbatas pada nilai tukar dan inflasi. Hubungan antara kebijakan moneter The Fed dan kinerja ekspor Indonesia juga penting untuk dianalisis. Sebagai negara yang mengandalkan ekspor komoditas, perubahan nilai tukar sering memengaruhi daya saing produk Indonesia di pasar internasional. Penurunan nilai tukar dapat memberikan keuntungan kompetitif sementara bagi eksportir, tetapi volatilitas nilai tukar yang berlebihan justru dapat mengganggu stabilitas kinerja ekspor dalam jangka panjang (Fitriani, 2017). Dalam hal ini, kebijakan moneter domestik yang diterapkan oleh Bank Indonesia, seperti penyesuaian suku bunga acuan (BI Rate), menjadi instrumen penting untuk menjaga stabilitas ekonomi dan meredam dampak negatif dari kebijakan moneter global.

Kajian empiris menunjukkan bahwa sebagian besar penelitian terdahulu yang mengkaji pengaruh kebijakan suku bunga The Fed terhadap ekonomi Indonesia masih menggunakan kerangka model statis, seperti *Vector Autoregression* (VAR) konvensional. Model tersebut mengasumsikan parameter yang bersifat konstan sepanjang waktu, padahal struktur hubungan antarvariabel makroekonomi dalam kenyataannya sangat dinamis, terutama ketika terjadi perubahan signifikan dalam kondisi global dan domestik. Akibatnya, model konvensional sering kali gagal menangkap perubahan *impulse response* secara akurat. Selain itu, sebagian besar penelitian sebelumnya belum mengakomodasi sifat volatilitas yang berubah-ubah dalam data ekonomi, sehingga berpotensi menghasilkan estimasi koefisien yang bias. Keterbatasan ini menimbulkan kebutuhan mendesak akan metode yang mampu menangkap dinamika hubungan antarvariabel secara simultan dan adaptif terhadap perubahan struktur ekonomi.

Untuk menjawab keterbatasan tersebut, penelitian ini mengadopsi pendekatan *Time-Varying Parameter Vector Autoregression* dengan *Stochastic Volatility* (TVP-VAR SV). Metode ini memungkinkan semua parameter dalam model VAR berubah secara gradual mengikuti proses *random walk*, sehingga mampu menangkap pergeseran struktural dalam hubungan antar variabel makroekonomi dari waktu ke waktu. Dengan mengintegrasikan volatilitas stokastik ke dalam

model, TVP-VAR SV juga mampu mengakomodasi perubahan ketidakpastian ekonomi global secara dinamis. Pendekatan ini secara komprehensif mengestimasi interdependensi antara variabel-variabel kunci, seperti suku bunga The Fed, inflasi, neraca perdagangan, nilai tukar rupiah, dan suku bunga Bank Indonesia, serta mengidentifikasi bagaimana *spillover* kebijakan moneter global memengaruhi stabilitas makroekonomi Indonesia.

Penggunaan TVP-VAR SV menawarkan sejumlah keunggulan dibandingkan pendekatan sebelumnya. Pertama, model ini mampu menangkap dinamika *impulse response* yang berubah sepanjang waktu, mencerminkan sensitivitas variabel makroekonomi terhadap perubahan kondisi global. Kedua, TVP-VAR SV memperhitungkan heteroskedastisitas dalam residual model, sehingga menghasilkan estimasi yang lebih robust, khususnya dalam periode ketidakpastian tinggi. Ketiga, pendekatan ini lebih adaptif terhadap pergeseran struktural mendadak yang sering terjadi akibat krisis keuangan global atau perubahan rezim kebijakan. Dengan demikian, TVP-VAR SV menyediakan kerangka analisis yang fleksibel dan akurat untuk mengukur pengaruh dinamis suku bunga The Fed terhadap stabilitas moneter Indonesia dalam jangka panjang.

## 1.2 Permasalahan

1. Minimnya kajian empiris yang mampu menangkap perubahan secara waktu-ke-waktu (*time-varying*) dari dampak kebijakan suku bunga The Fed terhadap indikator makroekonomi Indonesia.
2. Ketidakjelasan kapan dan seberapa besar transmisi kebijakan moneter global, terutama dari The Fed, berdampak terhadap kebijakan moneter domestik Bank Indonesia dan kondisi sektor riil, khususnya pada periode krisis seperti Global Financial Crisis (2008), taper tantrum (2013), pandemi COVID-19 (2020), hingga periode pengetatan agresif The Fed (2022–2023).

### 1.3 Pertanyaan Penelitian

1. Bagaimana pola dinamis respons variabel makroekonomi Indonesia, khususnya BI Rate, nilai tukar rupiah, inflasi, dan neraca perdagangan, terhadap perubahan suku bunga The Fed sepanjang waktu (dalam response 4 bulan kedepan, 8 bulan kedepan, dan 12 bulan kedepan)?
2. Apakah terdapat perbedaan struktur dan intensitas *spillover* suku bunga The Fed terhadap perekonomian Indonesia pada periode krisis global dibanding periode normal?

### 1.4 Tujuan Penelitian

1. Menganalisis dampak dinamika suku bunga The Fed terhadap variabel makroekonomi Indonesia, yaitu suku bunga BI, nilai tukar rupiah, neraca perdagangan, dan inflasi, dengan pendekatan yang menangkap perubahan hubungan tersebut secara waktu-ke-waktu (*time-varying*) melalui model TVP-VAR SV.
2. Mengevaluasi perbedaan respons makroekonomi Indonesia terhadap guncangan suku bunga The Fed pada periode krisis global dan periode normal, guna mengidentifikasi perubahan pola transmisi eksternal dan sensitivitas kebijakan domestik terhadap tekanan global.
3. Memberikan rekomendasi kebijakan moneter jangka pendek dan menengah bagi Bank Indonesia berdasarkan hasil estimasi model, khususnya dalam merespons tekanan eksternal melalui penyesuaian suku bunga dan stabilisasi nilai tukar, dalam rangka menjaga stabilitas makroekonomi nasional.