



EFEKTIVITAS KEBIJAKAN MONETER INKONVENSIONAL TERHADAP STABILITAS MAKROEKONOMI KELOMPOK ADVANCED ECONOMIES SERTA KELOMPOK EMERGING MARKET & DEVELOPING ECONOMIES: STUDI KASUS PANDEMI COVID-19

Ananda Marco Ramadhan Sialagan¹, Tiara Nirmala², Dian Fajarini³

^{1,2,3}Universitas Lampung

Email : ananda.marco21@students.unila.ac.id¹, tiara.nirmala@feb.unila.ac.id², dianfajarini@feb.unila.ac.id³

Abstract

The COVID-19 pandemic triggered the largest economic crisis since The Great Depression of 1929–1933 and prompted central banks worldwide to massively adopt Unconventional Monetary Policy (UMP). This study comparatively analyzes the effectiveness of UMP during the COVID-19 pandemic across 10 Advanced Economies (AE) and 10 Emerging Market & Developing Economies (EMDE) spanning the sub-regions of Eastern Europe, Southeast Asia, and Latin America. Utilizing a qualitative multiple case study approach with source triangulation, this research finds that UMP in AE was highly effective in stabilizing financial markets through the portfolio balance channel; but the transmission to the real sector remained partial due to persistent Zero Lower Bound (ZLB) conditions and liquidity traps. Conversely, UMP in EMDE was more market-stabilizing rather than macro-stimulating, operating on a smaller scale (0.3–10% of GDP) but supported by the flexibility of the still-available interest rate channel. Three primary structural factors explain the difference in effectiveness between the groups: (1) the policy cycle position (ZLB vs. non-ZLB); (2) the depth of financial markets; and (3) the central bank credibility. These findings underscore that effectivity of UMP does not operate independently; rather, but is heavily determined by the broader policy ecosystem.

Keywords: *Unconventional Monetary Policy, Quantitative Easing, Advanced Economies, Emerging Markets, COVID-19, Zero Lower Bound, Liquidity Trap.*

Abstrak

Pandemi COVID-19 memicu krisis ekonomi terbesar sejak *The Great Depression* 1929-1933 dan mendorong bank sentral di seluruh dunia mengadopsi Kebijakan Moneter Inkonvensional (UMP) secara masif. Penelitian ini menganalisis secara komparatif efektivitas UMP selama pandemi COVID-19 pada 10 negara *Advanced Economies* (AE) dan 10 negara *Emerging Market & Developing Economies* (EMDE) yang mencakup sub-kawasan Eropa Timur, Asia Tenggara, dan Amerika Latin. Menggunakan pendekatan kualitatif *multiple case study* dengan triangulasi sumber, penelitian ini menemukan bahwa UMP di AE sangat efektif dalam menstabilkan pasar keuangan melalui *portfolio balance channel*, namun transmisinya ke sektor riil bersifat parsial akibat kondisi *Zero Lower Bound* (ZLB) dan *liquidity trap* yang persisten. Sebaliknya, UMP di EMDE bersifat lebih *market-stabilizing* daripada *macro-stimulating*, dengan skala lebih kecil (0,3–10% dari PDB) namun didukung fleksibilitas *interest rate channel* yang masih tersedia. Tiga faktor struktural utama yang menjelaskan perbedaan efektivitas antar kelompok adalah: (1) posisi siklus kebijakan (ZLB vs. non-ZLB); (2) kedalaman pasar keuangan; dan (3) kredibilitas bank sentral. Temuan ini menegaskan efektivitas UMP tidak bekerja secara independen, namun sangat ditentukan oleh ekosistem kebijakan yang lebih luas.

Kata Kunci: *Kebijakan Moneter Inkonvensional, Quantitative Easing, Advanced Economies, Emerging Market & Developing Economies, COVID-19, Zero Lower Bound, Liquidity Trap.*

PENDAHULUAN

Pandemi *Coronavirus Disease 2019* (COVID-19) yang ditetapkan WHO sebagai pandemi global pada 11 Maret 2020 memicu guncangan ekonomi paling masif sejak *The Great Depression* 1929–1933 (IMF, 2020). Dalam waktu kurang dari dua kuartal, pandemi menyerang sisi penawaran melalui disrupti rantai pasokan dan mobilitas tenaga kerja, sekaligus menghantam sisi permintaan

melalui melemahnya kepercayaan konsumen dan investor. Hasilnya, perekonomian dunia mengalami kontraksi terdalam pasca-Perang Dunia II sebesar 3,1% pada 2020 (IMF, 2021).

Respons terhadap guncangan ini bersifat asimetris, sebagaimana tercermin dalam dikotomi antara kelompok negara maju (*advanced economies*) dan negara berkembang (*emerging market and developing economies/EMDEs*). Perbedaan kapasitas fiskal, kedalaman pasar keuangan, dan ruang kebijakan antara kedua kelompok menghasilkan derajat kerentanan yang berbeda: *advanced economies* mencatat kontraksi rata-rata 4,5%, sementara kawasan ASEAN sebagai bagian EMDEs mengalami kontraksi rata-rata 3,4% (IMF, 2021).

Yang membedakan krisis ini dari resesi historis lainnya adalah kondisi kebijakan moneter yang telah melemah sebelum pandemi melanda. Sebagian besar *advanced economies* memasuki pandemi dengan suku bunga yang sudah berada di atau mendekati *Zero Lower Bound (ZLB)*—kondisi *liquidity trap* di mana stimulus moneter konvensional kehilangan efektivitasnya (Krugman, 1998; Yilmazkuday, 2022). Kondisi ini mendorong bank sentral di seluruh dunia mengadopsi *Unconventional Monetary Policy (UMP)*, mencakup *Quantitative Easing (QE)*, *Forward Guidance*, *Yield Curve Control (YCC)*, dan *Negative Interest Rate Policy (NIRP)* (Bernanke, 2020; BIS CGFS No. 68, 2022). Secara kolektif, empat bank sentral utama menambahkan sekitar \$10,2 triliun aset ke neraca mereka hingga melampaui \$25,9 triliun pada akhir September 2021 (UN DESA, 2021).

Meskipun literatur mengenai UMP selama pandemi berkembang pesat, beberapa kesenjangan signifikan masih ada. Mayoritas studi berfokus pada satu kelompok negara tanpa analisis komparatif sistematis (Feldkircher et al., 2021; Beirne & Sugandi, 2022). Pertanyaan apakah *advanced economies* keluar dari *liquidity trap* karena efektivitas kebijakan atau karena stimulus fiskal eksternal belum terjawab tuntas (Schnabel & Lane, 2024). Studi yang membandingkan efektivitas UMP di ASEAN dengan *advanced economies* menggunakan kerangka metodologis seragam masih sangat terbatas.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini bertujuan memberikan analisis komparatif yang sistematis mengenai efektivitas UMP antara *advanced economies* dan EMDEs selama pandemi COVID-19. Pemahaman ini tidak hanya relevan untuk evaluasi pasca-pandemi, tetapi juga menjadi referensi penting bagi bank sentral dalam merancang kerangka kebijakan moneter yang lebih adaptif menghadapi krisis sistemik di masa depan.

TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan Moneter dan *Zero Lower Bound*

Kebijakan moneter didefinisikan sebagai serangkaian tindakan bank sentral melalui pengelolaan jumlah uang beredar, suku bunga, dan kondisi kredit guna mencapai tujuan makroekonomi (Mishkin, 2019). Dalam kerangka modern, bank sentral mengikuti *Taylor Rule* yang mengakomodasi deviasi inflasi dari target dan deviasi output dari potensinya (Gali, 2015). Namun ketika suku bunga nominal menyentuh ZLB, *Taylor Rule* konvensional menjadi tidak operasional, dan bank sentral terpaksa beralih ke instrumen di luar kerangka standar (Eggertsson & Woodford, 2003).

ZLB merujuk pada kondisi di mana suku bunga nominal mendekati atau menyentuh nol sehingga bank sentral tidak dapat lagi menurunkan suku bunga secara signifikan (Eggertsson & Woodford, 2003). Kondisi ZLB merepresentasikan fenomena *liquidity trap* yang diperkenalkan Keynes (1936) dan direvitalisasi Krugman (1998), di mana pelaku ekonomi lebih memilih menimbun uang tunai (*cash hoarding*) daripada mendorong investasi atau konsumsi. Yilmazkuday (2022) membuktikan secara empiris bahwa negara-negara di ZLB secara statistik tidak mampu merespons guncangan ekonomi melalui pemotongan suku bunga.

Kebijakan Moneter Inkonvensional (UMP)

UMP didefinisikan sebagai serangkaian instrumen kebijakan yang digunakan bank sentral ketika instrumen konvensional sudah habis ruangnya atau tidak cukup efektif (Bernanke, 2020). Bernanke (2020) mengklasifikasikan UMP ke dalam tiga kategori besar: (1) instrumen berbasis *balance sheet* (QE); (2) instrumen berbasis komunikasi (*forward guidance*); dan (3) instrumen berbasis pengelolaan struktur suku bunga (YCC dan NIRP). QE bekerja melalui *portfolio balance channel*: ketika bank sentral membeli obligasi dalam jumlah besar, harga naik dan imbal hasil turun, mendorong investor beralih ke aset berisiko lebih tinggi dan menciptakan *wealth effect* (Tobin, 1969; BIS CGFS No. 68, 2022).

Perbedaan Struktural Kelompok *Advanced Economies* serta *Emerging Market & Developing Economies*

Perbedaan efektivitas UMP antara AE dan EMDE bersumber dari tiga dimensi utama. Pertama, posisi siklus kebijakan: AE memasuki pandemi di ZLB sehingga seluruh beban stabilisasi bertumpu pada UMP, sementara EMDE masih memiliki ruang konvensional (Benmelech & Tzur-Ilan, 2020). Kedua, kedalaman pasar keuangan: AE memiliki pasar obligasi yang sangat likuid sehingga *portfolio balance channel* bekerja lebih efisien, sedangkan EMDE bergantung pada *bank lending channel* yang justru paling tertekan selama pandemi (AMRO, 2021). Ketiga, kredibilitas institusional bank sentral yang menentukan efektivitas *expectations channel* dan *forward guidance*; bank sentral AE memiliki rekam jejak lebih panjang yang membuat komitmen kebijakan mereka lebih diyakini pasar (Beirne & Sugandi, 2022).

Hipotesis Penelitian

H1: UMP di *advanced economies* lebih efektif dalam menstabilkan pasar keuangan melalui *portfolio balance channel*, namun kurang efektif dalam mendorong pemulihan PDB dan inflasi akibat kondisi ZLB dan *liquidity trap*.

H2: UMP di EMDEs lebih efektif dalam mendorong pertumbuhan PDB serta menstabilkan inflasi dan nilai tukar melalui *interest rate* dan *exchange rate channel*, namun rentan terhadap tekanan *capital outflow* yang membatasi ruang kebijakan.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kualitatif dengan desain *multiple case study* (Yin, 2018). Pendekatan ini dipilih karena pertanyaan penelitian—mengapa efektivitas UMP berbeda antara AE dan EMDE dan bagaimana mekanisme transmisi bekerja dalam konteks kelembagaan yang berbeda—memerlukan pemahaman kontekstual yang tidak dapat sepenuhnya ditangkap oleh analisis kuantitatif semata (Starr, 2014).

Subjek dan Objek Penelitian

Sampel penelitian terdiri dari 20 negara: 10 *Advanced Economies* (Amerika Serikat/The Fed, Eurozone/ECB, Inggris/BoE, Jepang/BoJ, Kanada/BoC, Australia/RBA, Selandia Baru/RBNZ, Swedia/Riksbank, Swiss/SNB, Korea Selatan/BoK) dan 10 EMDEs yang mewakili tiga sub-kawasan: Eropa Timur (Romania, Polandia, Hungaria, Kroasia), Asia Tenggara (Indonesia, Thailand, Malaysia, Filipina), dan Amerika Latin (Chile, Kolombia). Objek yang diteliti merupakan adopsi kebijakan moneter inkonvensional (UMP) yang dilakukan oleh bank sentral negara-negara sampel penelitian, yang didasarkan pada kerangka *New Keynesian Model* untuk mengatasi fenomena *liquidity trap*, sebuah kondisi pascakrisis di mana instrumen tradisional seperti manipulasi suku bunga tidak lagi mampu membangkitkan ekspektasi ekonomi dan justru berisiko memperlambat pemulihan. Melalui intervensi langsung pada subsektor strategis seperti keuangan, perbankan, dan industri menggunakan berbagai saluran nontradisional, bank sentral dapat memitigasi efek domino krisis sekaligus memulihkan perekonomian secara bertahap menuju target yang ditetapkan. Guna mengukur tingkat efektivitas dari intervensi tersebut, penelitian ini menggunakan proksi indikator makroekonomi utama yang meliputi tingkat inflasi, jumlah uang beredar, stabilitas nilai tukar terhadap dolar, serta kondisi likuiditas pasar uang

Sumber Data

Data sekunder akan digunakan pada penelitian ini untuk menganalisis kondisi awal negara yang akan diteliti, keunggulan, masalah kontekstual yang dihadapi, prioritas, serta bentuk pemulihan pada masing-masing negara pada kriteria *Advanced Economies* dan *Emerging Markets & Developing Economies*. Menurut John W. Creswell (2014), penggunaan data sekunder dapat memberikan konteks yang lebih luas dan mendalam terhadap isu yang diteliti, sehingga peneliti dapat menghindari duplikasi pengumpulan data. Data yang diambil tidak hanya dalam bentuk data statistik perekonomian, tetapi juga dalam bentuk deskripsi detail, kutipan, komentar, pidato pemangku kebijakan terkait dll.

Sumber data yang akan digunakan merupakan publikasi dari institusi-institusi kredibel, seperti organisasi internasional dan bank sentral negara pada kriteria, yang meliputi IMF, *World Bank*, OECD, *The Federal Reserve of America*, *European Bank*, *Bank of Japan*, *Bank of Canada*, Bank Indonesia dll.

Teknik Pengumpulan Data

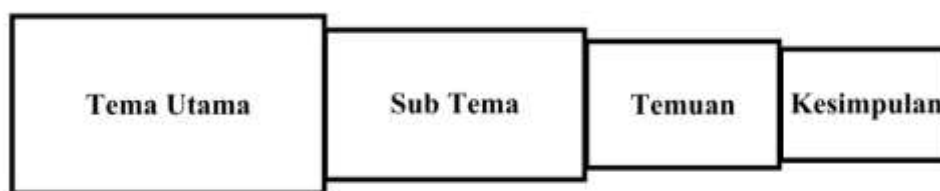
Teknik pengumpulan data adalah metode yang digunakan untuk mengumpulkan informasi yang diperlukan dalam suatu penelitian. Pemilihan teknik yang tepat sangat penting untuk mendapatkan data yang valid dan reliabel. Penelitian ini akan menggunakan studi pustaka, di mana peneliti akan mengumpulkan data dengan cara meneliti catatan, dokumen, laporan, arsip, atau buku yang berkaitan dengan objek penelitian. Menurut Nasution (1996), studi dokumentasi merupakan cara yang efisien untuk mengumpulkan data yang sudah ada dan dapat memberikan konteks yang lebih luas bagi penelitian. Teknik pengumpulan data studi dokumentasi dipilih dalam penelitian ini untuk mengumpulkan informasi dari berbagai sumber yang telah ada, seperti berita, laporan pemerintah, dan penelitian sebelumnya. Data ini akan memberikan gambaran yang komprehensif tentang faktor-faktor yang mendasari pengambilan keputusan suatu bank sentral dalam menentukan bentuk atau besaran kebijakan moneter inkonvensional yang akan diambil. Selain itu, dokumen-dokumen ini juga dapat mencakup statistik dan grafik yang relevan untuk mendukung analisis.

Teknik Analisis

Dalam penelitian ini, teknik analisis data dilakukan dengan mengikuti langkah-langkah sistematis sesuai dengan model analisis data Miles dan Huberman. Proses ini mencakup empat tahap utama: pengumpulan data, reduksi data, penyajian data, serta penarikan kesimpulan dan verifikasi. Teknik ini dirancang untuk memberikan pemahaman yang mendalam terkait penanganan krisis ekonomi yang disebabkan oleh pandemi *Covid-19* melalui intervensi oleh bank sentral dengan instrumen kebijakan moneter inkonvensional.

Pertama, pengumpulan data. Data diperoleh dari berbagai sumber, termasuk kebijakan pemerintah dan laporan perusahaan, dikumpulkan untuk melengkapi data. Proses pengumpulan ini berlangsung secara berulang dan fleksibel, memungkinkan peneliti untuk menyesuaikan metode sesuai dengan kebutuhan dan situasi yang berkembang.

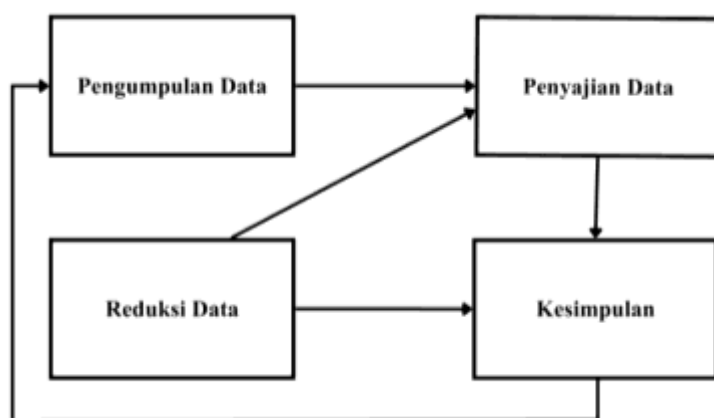
Kedua, reduksi data. Setelah data terkumpul, langkah berikutnya adalah reduksi data. Proses ini melibatkan pemilihan informasi yang relevan dan pengeliminasi data yang tidak perlu. Peneliti menelaah setiap data yang diperoleh untuk mengidentifikasi tema-tema kunci yang berkaitan. Dengan mereduksi data, peneliti dapat fokus pada informasi yang paling berpengaruh dan signifikan, sehingga menghindari kelebihan informasi yang dapat membingungkan analisis.



Sumber: Milles & Huberman (1992)

Ketiga, Penyajian Data. Data yang telah direduksi kemudian disajikan dalam bentuk yang lebih terstruktur. Penyajian ini dilakukan melalui tabel, diagram, dan narasi, yang dirancang untuk memudahkan pemahaman. Tabel digunakan untuk menyajikan data, seperti jumlah besaran dan jenis asset yang dibeli pada kebijakan moneter inkonvensional yang tergabung pada *Quantitative Easing* atau *Large Scale Assets Purchasing*, sedangkan diagram menggambarkan komparasi besaran kebijakan moneter inkonvensional yang dilakukan. Narasi juga ditambahkan untuk memberikan konteks dan interpretasi yang lebih mendalam terhadap data yang disajikan.

Keempat, penarikan kesimpulan dan verifikasi. Langkah terakhir dalam teknik analisis data adalah penarikan kesimpulan dan verifikasi. Dari data yang telah disajikan, akan ditarik kesimpulan yang mencerminkan temuan utama dari penelitian. Kesimpulan ini kemudian diverifikasi untuk memastikan keandalan dan validitasnya. Proses verifikasi dilakukan dengan membandingkan hasil analisis dengan data asli dan mengonsultasikan dengan sumber lain untuk memastikan bahwa temuan tersebut konsisten. Dengan cara ini, penelitian tidak hanya menghasilkan kesimpulan yang valid tetapi juga memberikan rekomendasi yang berbasis bukti untuk perbaikan kebijakan dan praktik di masa depan.

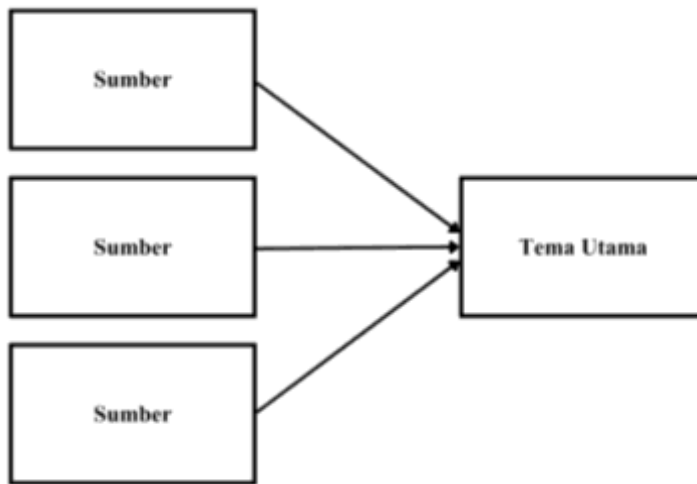


Sumber: Milles & Huberman (1992)

Data yang sudah ditarik kesimpulannya dan diverifikasi, akan diuji validitasnya menggunakan triangulasi sumber data. Triangulasi sumber adalah teknik yang digunakan untuk memverifikasi keabsahan data dengan membandingkan informasi dari berbagai dokumen yang relevan. Dalam konteks penelitian mengenai efektivitas kebijakan moneter pada 2 kelompok negara yang memiliki

latar belakang perekonomian yang berbeda, penerapan triangulasi sumber sangat penting untuk memastikan bahwa data yang diperoleh tidak hanya akurat, tetapi juga komprehensif dan memiliki kredibilitas. Melalui triangulasi sumber, peneliti dapat memverifikasi dan mengonfirmasi informasi yang diperoleh dari satu dokumen dengan data yang ada di dokumen lain. Dengan menerapkan triangulasi dokumen, penelitian ini bertujuan untuk menguatkan keabsahan dan kredibilitas temuan yang diperoleh. Teknik ini memungkinkan peneliti untuk mengintegrasikan berbagai perspektif dan data, sehingga menghasilkan pemahaman yang lebih mendalam tentang pendekatan non tradisional yang bisa ditempuh oleh bank sentral dalam menghadapi krisis ekonomi.

Dalam penelitian ini, triangulasi dokumen dilakukan dengan mengumpulkan dan menganalisis beberapa jenis sumber, seperti berikut:



Sumber: Sugiyono (2015:83)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Karakteristik Awal Kedua Kelompok Negara

Tabel 1. Karakteristik Awal Kelompok AE dan EMDE

Indikator	Advanced Economies	Emerging Market & Developing Economies
Suku bunga sebelum pandemi	Sangat rendah (0%–1%)	Menengah s.d. tinggi (1,75%–4,25%)
Kedalaman pasar keuangan	Sangat dalam; pasar obligasi likuid	Sedang; sensitif sentimen global
Instrumen UMP utama	QE masif, NIRP, YCC, Forward Guidance	APP terbatas, pemotongan suku bunga, intervensi valas
Tujuan utama	Mencegah deflasi & stimulus makro	Stabilitas pasar obligasi & dukungan fiskal
Kendala utama	Liquidity trap; ZLB membatasi ruang konvensional	Monetary policy trilemma; capital outflow risk

Sumber: IMF (2020; 2021), AMRO (2021), Bernanke (2020), diolah.

Respons Kebijakan: Tiga Fase Kronologis

Fase I: *Shock* Awal dan Penurunan Suku Bunga Masif (Q1–Q2 2020)

Seluruh 10 *Advanced Economies* dalam sampel merespons dengan menurunkan suku bunga kebijakan secara drastis: The Fed dari 1,625% ke 0,125%, BoE dari 0,75% ke 0,10%, BoC dari 1,75% ke 0,25%, dan RBA dari 0,75% ke 0,10%. Empat bank sentral (BoJ, SNB, Riksbank, ECB) tidak dapat berpartisipasi dalam siklus pemotongan suku bunga karena suku bunga mereka sudah berada di atau di bawah nol. ECB secara langsung bergerak ke instrumen inkonvensional sebagai respons utama karena suku bunga deposito sudah negatif (-0,50%) sejak September 2019 (Schnabel, 2020).

Berbeda dari episode krisis sebelumnya, sebagian besar EMDE dalam sampel mampu memotong suku bunga secara *countercyclical*. Chile dan Kolombia, bersama Filipina dan Polandia, memotong suku bunga lebih dari 100 basis points. Kemampuan baru ini didorong oleh dua faktor: posisi siklus yang memberikan ruang lebih besar dan perubahan struktural yang meningkatkan penjangkaran ekspektasi inflasi (BIS Working Paper, 2021).

Fase II : Intervensi Inkonvensional dan Divergensi (2020–2021)

Setelah pemotongan suku bunga mencapai batasnya di AE, seluruh 10 bank sentral AE beralih ke instrumen inkonvensional secara masif. The Fed meluncurkan QE4 dengan pembelian sekuritas \$4,6 triliun. ECB memperluas *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) hingga €1,85 triliun. RBA memperkenalkan *Yield Curve Control* (YCC) dengan menargetkan imbal hasil obligasi 3 tahun di 0,10%. BOJ mempertahankan suku bunga nol dan YCC melalui *Inflation-Overshooting Commitment* hingga 2024 (Yoshino & Taghizadeh-Hesary, 2025).

Pandemi menandai debut bersejarah kebijakan QE di EMDE. Keempat negara Eropa Timur meluncurkan *Asset Purchase Programme* (APP) hampir bersamaan pada Maret–April 2020, menjadi kelompok pertama EMDE yang mengadopsi QE. Motif utamanya adalah memitigasi disfungsi pasar obligasi domestik, bukan memberikan stimulus makro sebagaimana AE (Grabowski, Janus & Stawasz-Grabowska, 2023). Bank Indonesia mengembangkan strategi *triple intervention* yang unik: pembelian SBN di pasar sekunder, intervensi pasar valas, dan intervensi *Domestic Non-Deliverable Forward* (DNDF), dilengkapi skema *burden-sharing* dengan pemerintah senilai IDR 666 triliun (Prabheesh et al., 2023).

Fase III : Normalisasi Asimetris (2022)

Lonjakan inflasi global pada 2021–2022 mendorong normalisasi kebijakan yang bersifat asimetris. The Fed melakukan siklus kenaikan suku bunga tercepat sejak era Volcker (500 bps, Maret 2022–Juli 2023). BoK justru memulai pengetatan bahkan sebelum The Fed, menaikkan suku bunga 300 bps dari 0,5% ke 3,5% (Rhee, 2026). BOJ tetap menjadi pengecualian: mempertahankan YCC dan suku bunga negatif hingga 2024, satu-satunya bank sentral G-10 yang tidak ikut gelombang pengetatan global. Pengetatan The Fed yang agresif menciptakan tekanan eksternal asimetris pada

EMDE melalui apresiasi dolar, *capital outflow*, dan kenaikan *yield* obligasi domestik, dengan Chile dan Kolombia menjadi yang tercepat menormalisasi kebijakan akibat tekanan inflasi yang lebih awal dan intens (BIS, 2022).

Efektivitas UMP: Analisis Komparatif

Kelompok *Advanced Economies*: Stabilisasi Pasar versus Sektor Riil

Negara-negara Eropa Timur mencatat pemulihan kuat pada 2021 (Polandia +5,7%, Hungaria +7,1%, Rumania +5,9%, Kroasia +13,0%), namun hal ini sangat terbantu dukungan fiskal supranasional Uni Eropa melalui *Next Generation EU* senilai €750 miliar. APP di kawasan ini lebih bersifat stabilisasi pasar jangka pendek daripada stimulus makro (IMF, 2021).

Negara-negara ASEAN menunjukkan efektivitas bervariasi namun semua menghadapi *monetary policy trilemma* yang akut. Beirne dan Sugandi (2022) membuktikan bahwa program pembelian aset di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Filipina berhasil meredam tekanan pada imbal hasil obligasi domestik, dengan kredibilitas kelembagaan bank sentral pasca-KKG 2008 sebagai faktor penentu efektivitasnya. Chile dan Kolombia merepresentasikan APP yang paling murni bersifat stabilisasi pasar jangka pendek dan keduanya menjadi yang tercepat menaikkan suku bunga akibat tekanan inflasi yang lebih awal (Vargas-Herrera et al., 2022).

Tabel 2. Matriks Komparatif Efektivitas UMP: AE vs. EMDE

Dimensi	<i>Advanced Economies</i>	EMDE Eropa Timur	EMDE ASEAN	EMDE Amerika Latin
Posisi Awal Suku Bunga	ZLB / negatif	Positif moderat (0,9%–2,5%)	Positif sedang (1,75%–4,25%)	Positif tinggi (1,75%–4,25%)
Skala APP (% PDB)	20–35%+; tidak terbatas	0,3–8%; terbatas	3–6%; bertarget	3–10%; dihentikan pasca stabilisasi
Efektivitas Pasar Keuangan	Tinggi; stabilisasi signifikan	Cukup tinggi	Cukup tinggi	Moderat; jangka pendek
Efektivitas PDB Riil	Parsial; bergantung stimulus fiskal	Moderat; terbantu dana EU	Langsung via kredit; terbatas trilemma	Moderat; terbatas inflasi
Kecepatan Normalisasi	Lambat (2022–2023)	Cepat (2021–2022)	Bertahap (2022–2023)	Sangat cepat (2021–2022)

Sumber: Arslan et al. (2020); AMRO (2021); Beirne & Sugandi (2022); Grabowski et al. (2023); Vargas-Herrera et al. (2022); BIS CGFS No. 68 (2022); IMF (2021); diolah.

Faktor Struktural Penentu Perbedaan Efektivitas

Tiga faktor struktural utama menjelaskan perbedaan efektivitas UMP antara AE dan EMDE. **Pertama**, posisi siklus kebijakan (ZLB vs. non-ZLB) yang menentukan instrumen mana yang tersedia. Ketersediaan ruang suku bunga yang lebih besar di EMDE justru memberikan fleksibilitas lebih besar untuk menggunakan kombinasi pemotongan suku bunga dan APP terbatas secara sinergis (Yilmazkuday, 2022). **Kedua**, kedalaman dan pengembangan pasar keuangan yang menentukan efisiensi *portfolio balance channel*. AE memiliki pasar obligasi sangat likuid sehingga QE bekerja lebih efisien, sementara EMDE lebih bergantung pada *bank lending channel* yang paling tertekan selama pandemi. **Ketiga**, kredibilitas dan independensi institusional bank sentral yang menentukan

efektivitas *expectations channel* dan *forward guidance*. Bank sentral AE memiliki daya ikat komitmen yang lebih kuat di mata pelaku pasar (Eggertsson & Woodford, 2003; Beirne & Sugandi, 2022). International Economic Journal (2024) menegaskan bahwa ketiga faktor ini secara bersama-sama menjadi moderator kunci mengapa efektivitas QE secara statistis lebih besar di AE dibandingkan EMDE.

Pengujian Hipotesis

H1 terdukung secara substansial: UMP di AE terbukti sangat efektif dalam menstabilkan pasar keuangan, namun transmisinya ke sektor riil bersifat parsial dan sangat bergantung pada dukungan stimulus fiskal yang tersinkronisasi (Clarida, Duygan-Bump & Scotti, 2021). H2 terdukung secara parsial dengan nuansa yang berbeda antar sub-kawasan. Bagian pertama terkonfirmasi: ketersediaan ruang suku bunga memungkinkan *interest rate channel* bekerja lebih langsung di EMDE, tercermin pada pemulihan kuat 2021. Bagian kedua juga terkonfirmasi: tekanan *capital outflow* akibat normalisasi kebijakan The Fed pada 2022 membuktikan kerentanan struktural EMDE yang diidentifikasi dalam H2, terutama di ASEAN dan Amerika Latin (Nugraha, 2023).

KESIMPULAN

Penelitian ini menghasilkan tiga kesimpulan utama. Pertama, UMP di AE sangat efektif dalam dimensi stabilisasi pasar keuangan melalui *portfolio balance channel*, namun efektivitasnya terhadap stabilitas makroekonomi yang lebih luas bersifat parsial dan bergantung pada dukungan kebijakan fiskal. Kedua, UMP di EMDE lebih bersifat *market-stabilizing* daripada *macro-stimulating* dengan skala jauh lebih kecil, namun didukung fleksibilitas saluran konvensional yang masih tersedia. Ketiga, perbedaan efektivitas ditentukan oleh tiga faktor struktural: posisi siklus ZLB, kedalaman pasar keuangan, dan kredibilitas institusional bank sentral.

Temuan ini memiliki implikasi kebijakan penting. Bagi bank sentral EMDE, khususnya Bank Indonesia, *financial deepening* merupakan prasyarat jangka panjang untuk meningkatkan efektivitas UMP. Penguatan independensi dan kredibilitas bank sentral, serta desain protokol *burden-sharing* dengan *exit strategy* yang terklasifikasi, perlu dipersiapkan sebelum krisis berikutnya. Koordinasi regional ASEAN+3 melalui AMRO juga perlu diperkuat untuk mengantisipasi *spillover effect* kebijakan moneter AE terhadap kondisi keuangan EMDE.

DAFTAR PUSTAKA

- AMRO. (2021). *ASEAN+3 Economies' Monetary Policy in the Pandemic and Way Forward*. AMRO Policy Report.
- Arslan, Y., Drehmann, M., & Hofmann, B. (2020). *Central bank bond purchases in emerging market economies*. BIS Bulletin No. 8.
- Beirne, J., & Sugandi, E. (2022). *Central bank asset purchases and quantitative easing in Asia-Pacific*. Asian Development Bank Institute Working Paper.
- Benmelech, E., & Tzur-Ilan, N. (2020). The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the Covid-19 Crisis. *NBER Working Paper* No. 27461.
- Benigno, G., & Fornaro, L. (2018). Stagnation Traps. *Review of Economic Studies*, 85(3), 1425–1470.
- Bernanke, B. (2020). The New Tools of Monetary Policy. *American Economic Review*, 110(4), 943–983.

- BIS CGFS. (2022). Asset Purchases and Fiscal Financing. *Committee on the Global Financial System Paper* No. 68.
- Clarida, R., Duygan-Bump, B., & Scotti, C. (2021). The COVID-19 Crisis and the Federal Reserve's Policy Response. *Finance and Economics Discussion Series* 2021-035.
- Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 139–211.
- Feldkircher, M., Huber, F., & Pfarrhofer, M. (2021). Factor Augmented Vector Autoregressions, Panel VARs, and Global VARs. *Scottish Journal of Political Economy*.
- Grabowski, W., Janus, J., & Stawasz-Grabowska, E. (2023). Asset purchase programs in emerging market economies: New evidence from Central and Eastern Europe. *Emerging Markets Review*.
- IMF. (2020). *World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown*. International Monetary Fund.
- IMF. (2021). *World Economic Outlook, April 2021: Managing Divergent Recoveries*. International Monetary Fund.
- International Economic Journal. (2024). QE Effectiveness Across Country Groups: A Comparative Panel Analysis.
- Krugman, P. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137–187.
- Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (12th ed.). Pearson.
- Nakata, T., & Schmidt, S. (2020). Expectations-Driven Liquidity Traps. *Finance and Economics Discussion Series* 2020-049.
- Nugraha, N. F. (2023). Dampak Kebijakan Moneter AS terhadap Imbal Hasil Obligasi Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*.
- Prabheesh, K. P., Garg, B., & Padhan, R. (2023). *COVID-19 uncertainty and monetary policy in India and Indonesia*. Heliyon.
- Schnabel, I. (2020). The Shadow of Fiscal Dominance: Misconceptions, Perceptions and Perspectives. *ECB Speech*, September 2020.
- Schnabel, I., & Lane, P. (2024). *The ECB's Monetary Policy Strategy Review 2024*. ECB Publications.
- UN DESA. (2021). Central Banks' Balance Sheet Expansion during COVID-19. *Policy Brief* No. 129.
- Vargas-Herrera, H., Ospina, J., & Romero, J. V. (2022). Monetary Policy in Colombia and Chile during COVID-19. *BIS Papers* No. 122.
- Wei, X., & Han, L. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on transmission of monetary policy to financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 74.
- Wei, X., & Han, L. (2021). COVID-19 and monetary policy transmission: Evidence from 37 countries. *International Review of Financial Analysis*.
- World Bank. (2020). *Global Economic Prospects, June 2020: Slow Growth, Policy Challenges*. World Bank Group.
- Yilmazkuday, H. (2022). COVID-19 and monetary policy with zero bounds: A cross-country investigation. *Finance Research Letters*.
- Yin, R. K. (2018). *Case Study Research and Applications: Design and Methods* (6th ed.). SAGE Publications.
- Yoshino, N., & Taghizadeh-Hesary, F. (2025). Bank of Japan's Inflation-Overshooting Commitment and the Liquidity Trap. *Journal of the Japanese and International Economies*.