

EFEKTIFITAS KEBIJAKAN SUKU BUNGA DALAM RANGKA STABILISASI RUPIAH DI MASA KRISIS

Sjamsul Arifin *)

Selama krisis berlangsung, instrumen moneter yang tersedia bagi Bank Sentral untuk melaksanakan stabilisasi menjadi sangat terbatas sehingga suku bunga menjadi andalan utama dalam upaya mengendalikan laju inflasi dan menahan depresiasi rupiah. Akibatnya, suku bunga melonjak lebih dari 70% pada bulan Agustus 1998 sementara laju inflasi masih berada pada tingkat yang tinggi dan depresiasi rupiah masih mengalami overshooting.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga efektif untuk memperkuat nilai tukar apabila tidak terdapat faktor-faktor non-ekonomi lain yang mengganggu. Sebaliknya, peningkatan suku bunga tidak efektif untuk memperkuat nilai tukar apabila terdapat faktor-faktor non-ekonomi yang mengganggu, seperti berbagai rumor negatif, pengerahan masa, dan kerusuhan sosial. Dalam upaya mengendalikan inflasi, efektivitas suku bunga menjadi lebih rendah karena inflasi selain disebabkan oleh faktor permintaan (core inflation) juga dipengaruhi oleh faktor penawaran (noise inflation), seperti produksi dan distribusi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan suku bunga memang efektif untuk mengendalikan core inflation, tetapi tidak efektif untuk menekan noise inflation. Dalam bulan-bulan tertentu terutama awal 1998, core inflation memang lebih menonjol, karena ekspansi yang berasal dari pemberian BLBI, kepanikan masyarakat yang mengakibatkan pemborongan kebutuhan pokok, dan persiapan menjelang lebaran. Tetapi sejak Maret 1998, noise inflation lebih menonjol akibat cuaca yang tidak menguntungkan dan adanya kerusuhan sosial bulan Mei yang banyak mengganggu produksi dan sistem distribusi.

Untuk mengurangi beban suku bunga dalam mengendalikan inflasi dan nilai tukar, beberapa saran diajukan untuk jangka pendek antara lain perlunya pemulihan kepercayaan investor domestik dan asing, pelaksanaan program restrukturisasi perbankan, pelonggaran GWM, pencairan bantuan luar negeri untuk membiayai APBN, dan intervensi valas. Untuk jangka panjang, dapat dipertimbangkan pembatasan kewajiban luar negeri baik swasta maupun pemerintah, kewajiban penempatan sebagian modal masuk jangka pendek di Bank Sentral, pembentukan regional surveillance, dan pengaturan terhadap investor internasional.

**) Sjamsul Arifin : Kepala Bagian Studi Ekonomi dan Lembaga Internasional, UREM, BI, Email : sjamsul_a@bi.go.id*

1. Pendahuluan

1.1. Latar belakang

Balance of payments crises are a pain in the neck for bankers and finance ministers. Not only do they seem to arise quite frequently, but also recur. In order to deal with such crises, and avoid future ones, it is important to recognize that speculative capital flows generally arise from the decisions of rational investors making forecasts on the basis of the real conditions and information they have available at the time. In order to reverse the draining run on a currency, the conditions that give rise to the speculative flow must be reversed. In this case, stepping on the monetary brakes would be a possible solution, although only a committed policy would change the investors' expectations. A casual, temporary, once-and-for all decline in the money supply would have no effect on agents' expectations and would not prevent the crisis. Long-term commitments to policy changes would be required. (Batiz, 1985, hal. 385)

Kutipan di atas tampaknya juga mencerminkan keadaan di Indonesia selama terjadinya krisis. Sejak awal krisis, komitmen pemerintah yang merupakan faktor terpenting dalam memulihkan kepercayaan investor baik domestik maupun internasional sering dipertanyakan. Sebagai contoh, pada awal krisis, segera setelah Bank Sentral melepas band intervensi, suku bunga ditingkatkan (19 Agustus 1997), tetapi 3 minggu kemudian sudah diturunkan kembali walaupun belum terlihat bahwa rupiah akan menguat sehingga terjadilah *premature easing* yang memberi signal kurang tepat kepada pasar. Komitmen yang kurang mantap tersebut serta berbagai permasalahan berat lainnya yang telah ada dalam perekonomian sebelum krisis beserta penanganannya, seperti sistem perbankan yang rapuh, besarnya utang luar negeri sektor swasta, *ill-advise* dari IMF, ditambah dengan masalah-masalah sosial, politik dan keamanan juga ikut memperparah krisis sehingga upaya penyembuhannya pun juga menjadi semakin sulit.

Dalam keadaan yang sangat sulit dan serba dilematis, sektor moneter terpaksa menanggung beban yang sangat berat, yaitu stabilisasi nilai tukar dan inflasi. Program stabilisasi tersebut terpaksa harus dibayar dengan suku bunga yang sangat tinggi, bahkan pernah mencapai lebih dari 70%. Dalam situasi seperti ini, sementara nilai tukar dan inflasi belum menunjukkan kemajuan yang berarti, tekanan dari berbagai pihak bermunculan yang kemungkinan bisa menggoyahkan komitmen dalam menstabilkan rupiah.

1.2. Permasalahan

Dalam rangka mengatasi krisis, pemerintah melaksanakan program stabilisasi dengan mengetatkan likuiditas sehingga suku bunga meningkat sangat tinggi. Dalam suatu perekonomian yang inflasioner karena tekanan permintaan agregat, suku bunga tinggi pada

umumnya cukup efektif untuk meredam laju inflasi dan memperkuat nilai tukar. Namun, dalam situasi perekonomian yang mengalami stagflasi atau lebih tepatnya kontraksi dan hiper-inflasi akibat hilangnya kepercayaan, kerusakan sistem produksi dan distribusi dan gangguan stabilitas politik serta keamanan, efektivitas suku bunga tinggi menjadi dipertanyakan. Sebetulnya sejak terjadinya krisis, dalam rangka program stabilisasi, instrumen kebijakan moneter yang digunakan adalah besaran moneter, khususnya dengan menetapkan ceiling NDA sementara suku bunga dilepas di pasar. Akibat dari penetapan sasaran ini, ternyata suku bunga meningkat sangat tinggi dengan berbagai dampak negatif dalam perekonomian, sementara efektivitasnya masih dipertanyakan.

Paper ini bertujuan untuk mengevaluasi apakah suku bunga yang tinggi telah berhasil mencapai sasarannya, yaitu memperkuat nilai tukar dan meredam inflasi. Dengan demikian, pengorbanan di sektor riil yang disebabkan oleh tingginya suku bunga memang secara ekonomis dapat dibenarkan. Namun, apabila suku bunga tinggi ternyata kurang efektif dalam mencapai sasarannya, sementara sektor keuangan dan sektor riil tidak mampu bertahan maka kemungkinan ada baiknya untuk meninjau faktor-faktor yang mengakibatkan tidak efektif dan mencari beberapa alternatif untuk meningkatkan efektivitasnya.

1.3. Metodologi

Dalam paper ini pendekatan dilakukan dengan menganalisis hubungan antara kenaikan suku bunga dengan perubahan nilai tukar, dan kenaikan suku bunga dengan perubahan harga (inflasi) selama periode sebelum dan sesudah krisis. Selanjutnya, interest differential juga digunakan untuk menganalisis lebih dalam pengaruh suku bunga terhadap nilai tukar dari waktu ke waktu. Mengenai inflasi, selain ditinjau pengaruh suku bunga dan besaran moneter terhadap perkembangan harga secara umum yang diukur dengan IHK, juga dianalisis lebih mendalam dengan memilah IHK atas komponennya, yaitu *core inflation* (inflasi yang merupakan fenomena moneter) dan *noise inflation* (inflasi yang dipengaruhi sektor riil).

2. Teori Dan Kebijakan Moneter

2.1. Jelajah Pustaka

a. Kebijakan moneter

Kebijakan moneter di suatu negara diimplementasikan dengan menggunakan instrumen moneter (suku bunga atau agregat moneter) yang mempengaruhi sasaran antara untuk mencapai sasaran akhir, yaitu stabilitas harga atau pertumbuhan ekonomi. Kebijakan

moneter akan mempengaruhi perekonomian melalui empat jalur transmisi (Hartadi Sarwono dan Perry Warjiyo, Juli 1998, hal. 8). Pertama, jalur suku bunga (Keynesian) berpendapat bahwa pengetatan moneter mengurangi uang beredar dan mendorong peningkatan suku bunga jangka pendek yang apabila *credible*, akan timbul ekspektasi masyarakat bahwa inflasi akan turun atau suku bunga riil jangka panjang akan meningkat. Permintaan domestik untuk investasi dan konsumsi akan turun karena kenaikan biaya modal sehingga pertumbuhan ekonomi akan menurun.

Kedua, jalur nilai tukar berpendapat bahwa pengetatan moneter, yang mendorong peningkatan suku bunga, akan mengakibatkan apresiasi nilai tukar karena pemasukan aliran modal dari luar negeri. Nilai tukar akan cenderung apresiasi sehingga ekspor menurun, sedangkan impor meningkat sehingga, transaksi berjalan (demikian pula neraca pembayaran) akan memburuk. Akibatnya, permintaan agregat akan menurun dan demikian pula laju pertumbuhan ekonomi dan inflasi.

Ketiga, jalur harga aset (monetarist) yang berpendapat bahwa pengetatan moneter akan mengubah komposisi portfolio para pelaku ekonomi (*wealth effect*) sesuai dengan ekspektasi balas jasa dan risiko masing-masing aset. Peningkatan suku bunga akan mendorong pelaku ekonomi untuk memegang aset dalam bentuk obligasi dan deposito lebih banyak dan mengurangi saham.

Keempat, jalur kredit yang berpendapat bahwa kebijakan moneter akan mempengaruhi kegiatan ekonomi melalui perubahan perilaku perbankan dalam pemberian kredit kepada nasabah. Pengetatan moneter akan menurunkan net worth pengusaha. Menurunnya net worth akan mendorong nasabah untuk mengusulkan proyek yang menjanjikan tingkat hasil tinggi tetapi dengan risiko yang tinggi pula (*moral hazard*) sehingga risiko kredit macet meningkat. Akibatnya, bank-bank menghadapi *adverse selection* dan mengurangi pemberian kreditnya sehingga laju pertumbuhan ekonomi melambat.

b. Inflasi

“Whenever the Fed seeks to fight inflation with restrictive monetary policy, a debate erupts between tight-money proponents and members of the so called interest cost-push school. The former group argues that higher interest rates associated with tight money are necessarily anti-inflationary because they help choke off the excess aggregate demand that puts upward pressure on prices. The latter contingent, however, insists that higher interest rates are inherently inflationary because they raise the interest rate component of business costs, costs that must be passed on to consumers in the form of higher prices. (Thomas Humphrey, 1993, hal. 58)

Pernyataan di atas membuktikan bahwa pengetatan moneter yang mengakibatkan kenaikan suku bunga untuk meredam inflasi dapat menimbulkan perdebatan tidak hanya di Indonesia, tetapi juga di semua negara karena adanya perbedaan kepentingan. Untuk melihat mana yang benar dari kedua kubu tersebut, penyebab inflasi perlu dipilah antara faktor *demand pull* dan *cost push*.

Pada dasarnya inflasi (IHK) dapat dipilah antara yang bersifat permanen dan temporer (Wijoyo dan Reza, 1998). Laju IHK permanen (*core inflation*) adalah laju inflasi yang disebabkan oleh meningkatnya tekanan permintaan terhadap barang dan jasa (permintaan agregat) dalam perekonomian, sehingga — walaupun inflatoir — IHK permanen dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Beberapa faktor yang dapat menjadi penyebab perubahan laju inflasi yang bersifat permanen adalah interaksi antara ekspektasi masyarakat terhadap laju inflasi, jumlah uang beredar, faktor siklus kegiatan usaha (misalnya tingkat penggunaan kapasitas produksi dan inventory), dan tekanan permintaan musiman (misalnya hari raya keagamaan, musim panen, dan dimulainya tahun ajaran baru).

Komponen laju inflasi yang bersifat temporer (*noise inflation*) adalah bagian dari laju inflasi yang disebabkan oleh gangguan sesekali (*one time shock*) pada laju inflasi. Beberapa faktor yang dapat menyebabkan terjadinya gejolak sementara ialah kenaikan biaya input produksi dan distribusi (misalnya *pass through effect* dari depresiasi yang mengakibatkan kenaikan biaya input untuk industri), kenaikan biaya energi dan transportasi, dan faktor non-ekonomi (seperti kerusuhan sosial, bencana banjir, gempa bumi, dan kebakaran hutan). Faktor-faktor tersebut dapat menyebabkan tekanan inflatoir yang berkepanjangan jika terdapat struktur mikro fundamental yang tidak efisien dan tidak seimbang dalam perekonomian, khususnya struktur di sektor produksi dan distribusi.

c. Penentuan nilai tukar

Berdasarkan beberapa literatur, ada beberapa faktor yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar, yaitu faktor fundamental, faktor teknis, dan sentimen pasar (Jeff Madura, 1993). Faktor fundamental berkaitan dengan indikator-indikator ekonomi seperti inflasi, suku bunga, perbedaan relatif pendapatan antar-negara, ekspektasi pasar dan intervensi Bank Sentral. Faktor teknis berkaitan dengan kondisi penawaran dan permintaan valuta pada saat-saat tertentu. Apabila ada kelebihan permintaan, sementara penawaran tetap, maka harga valuta akan naik dan sebaliknya. Sentimen pasar lebih banyak disebabkan oleh rumor atau berita-berita politik yang bersifat insidental, yang dapat mendorong harga valuta naik atau turun secara tajam dalam jangka pendek. Apabila rumor atau berita-berita sudah berlalu, maka nilai tukar akan kembali normal.

2.2. Kebijakan Moneter di Indonesia di Masa Krisis

Sebelum krisis, kebijakan moneter di Indonesia mempunyai banyak sasaran (*multiple target*), yaitu pertumbuhan yang tinggi, stabilitas harga dan neraca pembayaran yang mantap. Setelah berlangsungnya krisis, sejak Agustus 1997, Bank Sentral menerapkan sistem nilai tukar mengambang dan sasaran kebijakan moneter diprioritaskan untuk menstabilkan harga dan nilai tukar. Dalam perekonomian terbuka dengan rejim devisa bebas dan sistem nilai tukar mengambang, gejala eksternal seharusnya diredam oleh penyesuaian nilai tukar sehingga suku bunga dalam negeri tidak perlu bergejolak (Batiz, 1985). Selama krisis, karena perkembangan harga mengalami hiper-inflasi dan depresiasi rupiah mengalami *overshooting* yang sangat besar, maka suku bunga nominal dipertahankan sangat tinggi. Untuk itu, base money dan NDA akan dijaga konstan setidaknya-tidaknya sampai triwulan ketiga tahun 1998. Dengan demikian, pertumbuhan ekonomi untuk sementara bukan menempati prioritas pertama (Hartadi Sarwono dan Perry Warjiyo, Oktober 1998). Sebelum krisis, kebijakan moneter dilaksanakan dengan menggunakan 9 instrumen, tetapi setelah krisis instrumen berkurang menjadi hanya 2, yaitu OPT dan intervensi valas.¹

Dalam keadaan krisis, permasalahan yang dihadapi menjadi semakin berat, antara lain karena beberapa hal, yaitu (i) lebih sulit dalam mencapai sasaran yang diprioritaskan karena nilai tukar bukan hanya dipengaruhi faktor fundamental tetapi juga faktor non-ekonomi; (ii) kesulitan memprediksi base money dan uang beredar karena ketidakstabilan money multiplier dan income velocity; (iii) dilema dalam mencapai sasaran base money karena kebocoran BLBI dan defisit anggaran; dan (iv) keterbatasan efektivitas OPT dan intervensi valas di masa krisis. Dalam situasi yang sangat sulit tersebut, berkurangnya instrumen ini membuat kebijakan moneter semakin tidak berdaya.²

2.3. Dampak suku bunga tinggi terhadap perekonomian

a. Sektor perbankan dan pasar modal

Sektor perbankan telah mengidap berbagai kelemahan sebelum terjadinya krisis seperti tercermin pada besarnya jumlah kredit macet pada sejumlah bank. Dengan terjadinya krisis yang mengakibatkan pemerintah mengambil kebijakan ketat, di samping serbuan rush berulang-ulang, sektor perbankan menjadi semakin terpuruk karena disintermediasi perbankan sudah terjadi sejak akhir 1997 dan kualitas aktiva produktif juga semakin

1. Sembilan instrumen terdiri dari: OPT, fasilitas diskonto, reserve requirement, kebijakan suku bunga, kebijakan nilai tukar, transaksi devisa, ketentuan PKLN, ketentuan perbankan, dan moral suasion (lihat Perry Warjiyo, 1998)

2. Yan Tinbergen pernah menyarankan untuk menggunakan paling tidak 1 instrumen untuk satu sasaran

memburuk akibat spread negatif dan lebih dari 100 bank melanggar GWM dalam triwulan pertama 1998.³ Dalam keadaan perbankan seperti ini, program rekapitalisasi akan memerlukan biaya sebesar Rp 235 triliun (25% dari PDB) (IMF, Juli 1998, hal. 13).

Berdasarkan teori, suku bunga berhubungan negatif dengan harga saham karena peningkatan suku bunga akan mengakibatkan pemilik dana untuk mengalihkan penanamannya dari saham ke deposito. Sejak otoritas moneter meningkatkan suku bunga (serta faktor-faktor lain), IHSG terus merosot dari puncak tertinggi 740,8 poin bulan Juli 1997 dengan nilai kapitalisasi pasar Rp 268 triliun hingga mencapai tingkat terendah 258,1 poin dengan nilai kapitalisasi Rp 108 triliun (21 September 1998). Penurunan sangat drastis pernah terjadi pada waktu IHSG merosot 21% (dari 324,0 menjadi 256,8 hanya dalam waktu satu minggu (minggu kedua September 1998) pada waktu suku bunga SBI mencapai tingkat tertinggi 71 % per tahun. Apabila dilihat lebih jauh, dari 289 saham yang tercatat di bursa, 170 di antaranya bernilai di bawah harga nominal yang rata-rata Rp 500,00 per lembar. Di antara harga saham yang sudah terpuruk tersebut, 20 saham berharga Rp 75,00 per lembar, 13 saham Rp 50,00 dan 11 saham Rp 25,00.

b. Sektor Riil

Krisis ekonomi yang diawali dengan depresiasi nilai tukar rupiah pada bulan Juli 1997 merupakan krisis terburuk sejak pemerintahan Orde Baru yang ditandai dengan hiperinflasi (sekitar 80%), pertumbuhan ekonomi mengalami kontraksi yang sangat besar (15%) dengan pengangguran mencapai 11,8 juta orang, kemiskinan meningkat dari 11,3% jumlah penduduk tahun 1996 menjadi 39,1% (79,4 juta pada pertengahan 1998) dan pendapatan per kapita merosot dari \$ 1.055,4 menjadi \$ 449,2 tahun 1998.⁴ Dalam perkembangan selanjutnya, krisis berkembang meluas menjadi krisis sosial dan politik yang disertai dengan hilangnya kepercayaan terhadap perekonomian Indonesia.

Suku bunga yang sangat tinggi dan berlangsung cukup lama serta situasi politik dan keamanan yang mewarnai perekonomian Indonesia terutama dalam triwulan II 1998 mengakibatkan perekonomian Indonesia mengalami kontraksi sangat tajam (-16,5%), lebih parah dibandingkan dengan triwulan sebelumnya (-7,9%). Dengan demikian, selama semester I/1998 pertumbuhan ekonomi mengalami kontraksi -12,2%. Selama krisis, kontraksi

3. spread negatif yang harus ditanggung perbankan bisa dilihat dari bunga deposito 1 bulan 51,0% sementara kredit investasi 23,4% dan modal kerja 34,1% per Juli 1998). Dengan perkembangan tersebut, NPL melonjak dari sekitar 8% bulan Juni 1998 menjadi 32% bulan Mei 1998, CAR merosot menjadi rata-rata 4% dari 12% tahun 1996/97 dan BLBI terus meningkat dari Rp 38 triliun bulan November 1997 menjadi Rp 180 triliun Juli 1998 (Maulana Ibrahim, 1998)

4. BPS : penduduk miskin ialah penduduk kota dengan pendapatan per kapita maksimum Rp 52.470 per bulan dan penduduk desa Rp 41.588

terbesar dialami oleh tiga sektor akibat depresiasi yang sangat besar dan situasi keamanan dan politik yang masih rawan, yaitu: (i) sektor industri pengolahan; (ii) sektor perdagangan, hotel dan restoran; dan (iii) sektor keuangan, persewaan dan jasa perusahaan (lihat lampiran Grafik 2 dan Tabel 1). Di sektor industri pengolahan (pangsa 24% dari PDB) selain disebabkan oleh tingginya suku bunga bank, kontraksi juga disebabkan oleh besarnya pinjaman dalam valuta asing, sementara penerimaan mengandalkan pasar domestik, merosotnya permintaan dalam negeri sehingga beberapa industri mengurangi bahkan menghentikan produksi (misalnya PT Astra Internasional sejak Juni 1998), dan penyelesaian politik yang berlarut-larut. Sektor perkebunan mengalami kontraksi terkecil karena dukungan sub-sektor perkebunan (terutama kelapa sawit) dan sub-sektor perikanan masih mampu tumbuh di atas 4%.⁵

3. Analisis Dan Alternatif Kebijakan

3.1. Hubungan Suku Bunga, Nilai Tukar, Inflasi dan Besaran Moneter

a. Hubungan antara suku bunga dan nilai tukar

Secara teoritis, dalam perekonomian terbuka dengan arus lalu lintas modal yang bebas, peningkatan suku bunga akan memperkuat nilai tukar karena terjadi pemasukan modal dari luar negeri. Selama periode sebelum krisis, teori tersebut terbukti kebenarannya yang ditunjukkan oleh nilai tukar yang cenderung mengalami apresiasi⁶ karena capital inflow yang besar (\$12,7 miliar tahun 1996/97) yang didukung *interest differential* yang selalu positif (lampiran Grafik 3) rupiah relatif stabil dengan fluktuasi antara Rp 2.200 - 2.300 per dolar antara Januari 1996 - Juni 1997. Memasuki periode krisis, hubungan antara suku bunga dan nilai tukar menjadi tidak menentu atau terjadi *decoupling* (putus hubungan) antara suku bunga dan nilai tukar, yaitu suku bunga meningkat tetapi nilai tukar terus merosot (lihat lampiran Grafik 4). Rupiah dua kali mencapai titik terendah, yaitu bulan Januari dan Juni 1998 sementara interest differential terus meningkat hingga mencapai puncaknya bulan Juli 1998.

Grafik 5 menunjukkan evaluasi atas efektivitas suku bunga dalam mempengaruhi nilai tukar sejak Januari 1998.⁷ Pada grafik tersebut terlihat bahwa dari 5 kali peningkatan suku bunga (s.d. 19 Agustus) tercatat hasil sebagai berikut: (a) efektif 2 kali (episode II dan V),

5. Untuk uraian lebih lanjut lihat Analisis Triwulanan Perkembangan Sektor Riil Triwulan II tahun 1998, Bagian SSR/UREM

6. Sewaktu masih diterapkan batas intervensi, dalam grafik kecenderungan tersebut terlihat pada gerakan nilai tukar yang menyentuh batas bawah

7. Lihat pula bahan Steering Committee Sektor Moneter, 29 Mei 1998 yang disiapkan Bagian APK/UREM

yaitu peningkatan suku bunga diikuti nilai tukar yang menguat; (b) kurang efektif 2 kali (episode I dan IV), yaitu peningkatan suku bunga diikuti rupiah yang menguat dan melemah; dan (c) tidak efektif (episode III), yaitu peningkatan suku bunga diikuti rupiah yang melemah. Penjelasan lebih rinci dari masing-masing episode tersebut dapat dilihat pada lampiran Tabel 2. Dari evaluasi tersebut dapat disimpulkan bahwa peningkatan suku bunga efektif untuk memperkuat rupiah apabila tidak terdapat faktor-faktor lain di luar faktor ekonomi yang mengganggu. Sebaliknya, suku bunga kurang atau tidak efektif untuk memperkuat nilai tukar apabila terdapat faktor-faktor non-ekonomi yang mengganggu, seperti isu politik, sosial, dan keamanan akibat meningkatnya country risk (lebih lanjut lihat Catatan Akhir¹⁾).

Sejak 19 Agustus (episode VI) terjadi fenomena menarik, yaitu penurunan suku bunga diikuti oleh nilai tukar yang menguat (situasi kondusif). Perkembangan tersebut dapat dianalisa sebagai berikut. Sejak Bank Indonesia menerapkan sistem lelang dengan target kuantitas sementara suku bunga ditentukan pasar, suku bunga SBI 1 bulan langsung melonjak mencapai rekor 71,1% tanggal 19 Agustus 1998. Peningkatan suku bunga tersebut terjadi pada saat rupiah sudah cenderung menguat sejak 17 Juni, tekanan inflasi mulai mereda, situasi sosial, politik dan keamanan relatif lebih baik, berita-berita positif lebih dominan (seperti penjadwalan utang pemerintah dan rencana restrukturisasi perbankan) dan perkembangan ekonomi internasional yang menguntungkan. Dengan demikian, walaupun suku bunga menurun tetapi karena bermula dari tingkat yang sangat tinggi dan situasi non-ekonomi relatif lebih baik, disamping rupiah masih undervalued, maka rupiah juga cenderung menguat.⁸

b. Hubungan antara suku bunga dan inflasi

Pada periode sebelum krisis, hasil penelitian UREM menunjukkan bahwa suku bunga kurang efektif untuk mengatasi krisis. Hal ini disebabkan peningkatan suku bunga yang ditujukan untuk meredam inflasi melalui kontraksi uang beredar selalu diikuti oleh pemasukan modal luar negeri seperti terlihat pada *koefisien offset* sebesar 0,7 yang berarti bahwa setiap peningkatan suku bunga 1% akan diikuti capital inflow 0,7%. Pada periode krisis, dengan tidak adanya pemasukan modal luar negeri, seharusnya peningkatan suku bunga efektif untuk meredam inflasi. Namun, perkembangan yang terjadi selama krisis ialah suku bunga sangat tinggi dan perekonomian mengalami hiperinflasi. Penjelasan lebih mendalam mengenai fenomena ini dapat dilihat dari dua aspek, yaitu segmentasi di PUAB dan sumber inflasi (core inflation dan noise inflation) yang akan diuraikan sebagai berikut.

8. Berdasarkan perhitungan PPP, nilai tukar rupiah yang mencerminkan fundamental adalah sekitar Rp 6.500 per dolar

(i) Suku bunga dan segmentasi pasar

Selama krisis, kemungkinan hubungan yang lemah antara suku bunga dan inflasi ialah karena suku bunga yang tinggi lebih banyak dipengaruhi oleh kelangkaan likuiditas yang dialami oleh bank-bank kurang atau tidak sehat yang secara struktural mengandalkan sumber dana pada PUAB di samping adanya rush oleh nasabah. Karena risiko pemberian pinjaman di masa krisis meningkat serta adanya segmentasi pasar, maka suku bunga di PUAB menjadi sangat tinggi yang selanjutnya mempengaruhi suku bunga SBI dan simpanan. Seandainya tidak ada bank yang sangat tergantung pendanaannya pada PUAB (kecuali mismatch), seharusnya suku bunga tidak perlu naik di atas 70% pada bulan September 1998. Pengaruh segmentasi di PUAB semakin meningkat sejak terjadinya krisis seperti terlihat pada melebarnya spread terendah dan tertinggi yang sangat ekstrim selama krisis, yaitu 14% - 365% pada bulan Januari 1998 dengan volume transaksi lebih dari tiga kali lipat dibandingkan tahun sebelumnya dengan spread 6% - 24% (rata-rata tertimbang 12,7%).

Dari analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa segmentasi pasar mengakibatkan suku bunga lebih tinggi daripada tingkat yang seharusnya terjadi apabila mekanisme pasar bekerja secara efisien. Implikasi dari kesimpulan tersebut ialah, untuk mencapai target NDA tertentu, seharusnya suku bunga tidak perlu meningkat setinggi tingkat sekarang apabila mekanisme PUAB bekerja sempurna. Selanjutnya, implikasi kebijakan dari kesimpulan tersebut ialah — dengan asumsi uang beredar efektif untuk mengendalikan inflasi — untuk mencapai target NDA tertentu melalui lelang SBI dalam rangka mengendalikan inflasi, agar kenaikan suku bunga tidak mengalami *overshooting*, mekanisme pasar harus disempurnakan.

(ii) Suku bunga, core inflation dan noise inflation

Seperti telah dijelaskan pada Bab 2, hubungan antara suku bunga dengan inflasi bisa dilihat lebih lanjut dengan memilah komponennya, yaitu *core inflation* dan *noise inflation*. Dalam perekonomian kita, dalam periode normal sebagian besar komponen inflasi berasal dari sisi penawaran (sekitar 70%), sementara sisi permintaan yang dapat dikendalikan oleh otoritas moneter (*core inflation*) hanya berkisar 30% (lihat lampiran Tabel 3). Interpretasi dari kenyataan ini ialah kenaikan suku bunga hanya dapat mengurangi 30% dari keseluruhan inflasi (IHK), sementara 70% tidak terpengaruh, bahkan dapat meningkatkan *noise inflation* karena bagi sektor riil, biaya merupakan fungsi dari modal (suku bunga) dan buruh. Dengan demikian, semakin besar komponen suku bunga dalam biaya produksi, semakin besar pula kontribusinya pada *noise inflation*.

Selama krisis, dalam periode Juli - November 1997 inflasi mulai meningkat namun masih dalam pola yang wajar dalam arti bahwa *core* dan *noise inflation* meningkat secara proporsional. Dalam triwulan I/1998, inflasi melonjak 25,1% dengan kontribusi *core inflation*

10,7% dan noise inflation 14,4%. Sejak triwulan II/1998, tekanan inflasi mereda tetapi masih pada tingkat yang tinggi, yaitu 14,6% dengan kontribusi core inflation 4,3% dan noise 10,3%.

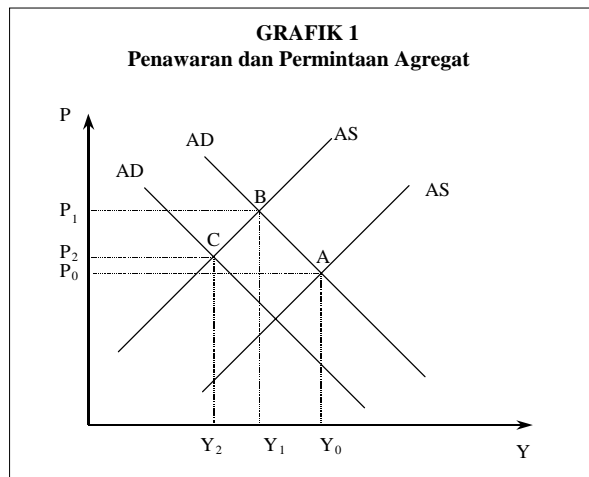
Dari sisi core inflation, perkembangan ini disebabkan kebocoran moneter sebagai akibat pemberian BLBI untuk mengatasi krisis kepercayaan pada sistem perbankan, pemborongan barang konsumsi yang didorong kepanikan karena meluasnya ekspektasi hiperinflasi disamping faktor musiman (hari Idul Fitri) pada triwulan I. Pada triwulan II/1998, suku bunga tinggi dan pendapatan riil masyarakat yang merosot akibat PHK dan inflasi yang tinggi telah membantu menurunkan core inflation, bahkan kecenderungan pada bulan Juni sudah dapat menunjang inflasi single digit karena sudah berada pada tingkat 0,3%. Namun, pada bulan Agustus core inflation kembali melonjak menjadi 1,0% sebelum turun kembali menjadi 0,36% bulan september setelah suku bunga SBI 1 bulan naik menjadi 70%.

Noise inflation memberi pengaruh yang besar terhadap inflasi sejak Januari 1998 karena kelangkaan pasokan dan faktor cost push. Kelangkaan pasokan terjadi karena berkurangnya produksi barang manufaktur akibat pengurangan dan penghentian produksi, berkurangnya produk pertanian akibat el nino dan penurunan produktivitas, dan kerusakan sarana produksi dan distribusi akibat kerusuhan sosial. Faktor cost push berasal dari imported inflation, peningkatan biaya distribusi dan kenaikan suku bunga. Dalam triwulan I, II dan III noise inflation berada pada tingkat 14,4%, 12,9%, dan 15,9%. Namun demikian, pada bulan September noise inflation sudah turun tajam menjadi 3,4%.

Dari uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa dalam triwulan I/1998, suku bunga tinggi masih diperlukan karena core inflation tinggi. Sejak awal triwulan II (kecuali bulan Juli) sebetulnya core inflation sudah berada pada tingkat yang cukup rendah. Dengan demikian, walaupun inflasi secara keseluruhan masih relatif tinggi, penetapan suku bunga tinggi sebetulnya kurang tepat karena sumber inflasi bukan "demand pull", melainkan "cost push". Dalam hal ini, upaya untuk mengatasi inflasi harus dilakukan dengan membenahi sektor riil. Suku bunga tinggi untuk menekan inflasi dalam keadaan perekonomian yang inflasioner akibat faktor cost push hanya akan mendorong inflasi lebih tinggi, seperti kutipan argumen yang dikemukakan Thomas Humphrey.

Grafik 1 menjelaskan fenomena inflasi sejak triwulan II/1998. Titik A merupakan awal keseimbangan permintaan dan penawaran agregat dengan PDB pada Y_0 dan harga P_0 . Dampak shock yang terjadi di sektor riil akibat kerusuhan sosial bulan Mei yang lalu ternyata masih berlanjut yang mengakibatkan kurva AS bergeser ke kiri dengan keseimbangan baru pada titik B yang berarti PDB berkontraksi ke Y_1 dan inflasi meningkat pada P_1 . Untuk menurunkan inflasi, Bank Sentral melakukan OPT sehingga permintaan agregat turun yang ditunjukkan oleh pergeseran kurva AD ke kiri menjadi AD' dengan keseimbangan baru pada titik C dengan harga yang lebih rendah (P_2) tetapi PDB mengalami

kontraksi lebih besar menjadi Y_2 . Dalam situasi seperti ini seharusnya yang dilakukan ialah membenahi sektor riil (memulihkan distribusi dan meningkatkan produksi) agar sedapat mungkin keseimbangan kembali ke titik A.



c. Hubungan antara uang beredar dan inflasi

Dari lampiran Grafik 7 terlihat bahwa uang beredar menunjukkan pengaruh yang cukup kuat terhadap inflasi. Baik M_0 , M_1 maupun M_2 terlihat bergerak searah dengan inflasi atau dengan kata lain ekspansi uang beredar mengakibatkan peningkatan inflasi. Lampiran Grafik 8 menunjukkan bahwa core inflation bergerak searah dengan M_0 , sementara CPI bergerak pada arah yang berlawanan pada beberapa bulan terakhir. Selanjutnya, pada lampiran Grafik 9 terlihat bahwa BLBI bergerak searah dengan M_0 dan inflasi. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa peningkatan BLBI mengakibatkan ekspansi uang primer dan uang beredar yang selanjutnya mendorong laju inflasi. Oleh karena itu, untuk menekan laju inflasi yang berasal dari faktor moneter, BLBI harus dikurangi. Suatu perkembangan lain yang menarik ialah pada bulan Juli 1998 pertumbuhan uang beredar sudah menurun, tetapi inflasi masih terus meningkat. Perkembangan tersebut memperkuat kesimpulan sebelumnya bahwa bahwa sejak Juli, inflasi lebih banyak dipengaruhi sektor riil daripada pengaruh faktor moneter. Implikasi dari kesimpulan tersebut ialah perbaikan di sektor riil akan banyak membantu upaya mengendalikan inflasi tanpa tekanan berlebihan di sisi permintaan.

d. Hubungan antara nilai tukar dan inflasi

Secara teoritis, dengan asumsi PPP berlaku, inflasi dalam negeri yang lebih besar daripada luar negeri akan mengakibatkan nilai tukar rupiah melemah. Selanjutnya,

depresiasi itu sendiri juga akan mendorong inflasi karena *pass through effect* dari barang-barang dan bahan baku impor sehingga biaya produksi juga akan meningkat. Dalam situasi perekonomian kita yang mengalami depresiasi sangat besar, depresiasi rupiah mengakibatkan kenaikan sangat besar pada harga barang-barang tradeable dan nontradeable dan dengan demikian inflasi meningkat. Lampiran Grafik 10 menunjukkan hubungan yang erat antara inflasi dan nilai tukar. Pada grafik tersebut juga terlihat bahwa depresiasi yang melonjak pada bulan Januari akibat kepanikan masyarakat dan pada bulan Juni 1998 menyusul terjadinya kerusuhan sosial bulan Mei selanjutnya juga diikuti laju inflasi yang lebih tinggi.

Penelitian UREM menunjukkan bahwa nilai tukar mempunyai hubungan yang signifikan dengan inflasi (Doddy dan Benny, 1998). Dalam penelitian tersebut (periode observasi 1984-1987), hasil uji hubungan *Granger causality test* menunjukkan real effective exchange rate (REER) mempengaruhi inflasi (searah) dengan lag rata-rata 1 triwulan. Dengan terjadinya krisis, penelitian tersebut perlu dilanjutkan karena seperti terlihat pada Grafik 10, tampaknya pengaruh depresiasi rupiah (atas dasar nilai tukar bilateral terhadap dolar AS) mempunyai lag yang lebih pendek dan ada kemungkinan mempunyai hubungan dua arah, yaitu depresiasi mempengaruhi inflasi dan selanjutnya inflasi juga akan mempengaruhi depresiasi. Depresiasi mempengaruhi inflasi timbal balik, karena secara teoritis apabila inflasi di dalam negeri lebih tinggi daripada di luar negeri maka mata uang domestik harus didepresiasi untuk mempertahankan PPP. Implikasi kebijakan dari hubungan tersebut ialah bahwa depresiasi perlu dikendalikan untuk menekan laju inflasi, dan demikian pula inflasi perlu ditekan agar tidak memicu depresiasi.

3.2. Alternatif Kebijakan

Dari analisis di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa: (i) suku bunga efektif untuk memperkuat nilai tukar apabila tidak terdapat faktor-faktor non-ekonomi lain yang mengganggu; (ii) market imperfection memberikan kontribusi pada tingginya suku bunga (iii) uang beredar berdampak signifikan terhadap core inflation, tetapi inflasi tidak seluruhnya dapat dipengaruhi faktor moneter; (iv) BLBI memberi kontribusi yang besar terhadap ekspansi uang beredar; dan (v) nilai tukar dan inflasi saling mempengaruhi. Berdasarkan kesimpulan analisis tersebut, maka diperlukan alternatif kebijakan jangka pendek yang didasarkan atas prinsip kehati-hatian atau "*how to strike a right balance*", yaitu penurunan suku bunga tetapi masih dalam batas-batas yang dapat mempertahankan nilai tukar tanpa memicu inflasi dan dapat mengurangi cost of fund perbankan dan struktur biaya dunia usaha. Selain itu, kebijakan mendasar berjangka panjang juga diperlukan untuk memperkuat kebijakan jangka pendek dan sekaligus mencegah terulangnya krisis di masa yang akan datang. Atas dasar pertimbangan di atas selanjutnya dapat dirumuskan alternatif kebijakan sebagai berikut.

a. Kebijakan Jangka pendek

1. Pemulihan kepercayaan kepada perekonomian dalam negeri serta didukung oleh perbaikan sistem distribusi dan pemulihan kapasitas produksi. Thailand dan Korea adalah dua negara lain di samping Indonesia yang dalam waktu hampir bersamaan mengalami krisis serta meminta bantuan IMF. Sementara kedua negara tersebut sudah melihat *light at the end of the tunnel*, Indonesia tampaknya masih harus bersabar lebih lama. Salah satu faktor penting keberhasilan tersebut ialah kedua negara tersebut berhasil memulihkan kepercayaan baik terhadap investor dalam maupun luar negeri. Oleh karena itu, Indonesia juga harus berusaha keras untuk memulihkan kepercayaan dengan memenuhi keinginan *stakeholders* melalui pendekatan OUI (outward, upward, dan inward) seperti yang dilakukan Thailand (Watanagase, 1998).⁹ Pemulihan kepercayaan juga dapat dibantu dengan melobi lembaga pemeringkat internasional, misalnya dengan meminta agar Indonesia tidak dimasukkan dalam kategori *negative watch*. Dengan pulihnya kepercayaan, nilai tukar akan menguat karena sentimen pasar positif dan terjadi capital inflow sehingga rupiah menguat dan tekanan inflasi mereda. Dengan demikian, suku bunga dapat diturunkan ke tingkat yang wajar.

2. Pelaksanaan restrukturisasi perbankan sesuai jadwal akan membantu menurunkan suku bunga melalui dua mekanisme sebagai berikut. Pertama, keharusan untuk menutup bank insolven dan meningkatkan permodalan bank akan mengurangi permintaan dana di PUAB oleh bank-bank tertentu yang secara struktural mengalami kekurangan likuiditas. Kedua, dengan dilikuidasinya bank-bank tersebut maka BLBI akan dapat dibatasi sehingga pertumbuhan uang beredar akan terkendali. Dengan demikian, laju inflasi akan menurun dan suku bunga bisa diturunkan.

3. Pelonggaran GWM akan memberi dua keuntungan, yaitu dapat membantu mengurangi kesulitan likuiditas perbankan sehingga dapat mengurangi permintaan rupiah di PUAB sehingga suku bunga akan menurun dan dengan demikian cost of fund perbankan turun sehingga dapat mengurangi negative spread yang ditanggung perbankan.¹⁰ Namun, penurunan GWM ini harus dilakukan dengan hati-hati dengan mempertimbangkan jumlah uang beredar.

9. Dalam mengelola krisis, langkah yang diterapkan Thailand ialah; (i) problem identification; (ii) OUI environment; (iii) problem resolution; dan (iv) action plan strategy. Khusus mengenai OUI environment, pendekatan yang dilakukan ialah berusaha memenuhi harapan *stakeholders* yang dapat dikategorikan *outward* (masyarakat, rating agency, dunia usaha, sektor keuangan, dll), *upward* (Parlemen, kepala negara, politikus); dan *inward* (karyawan, organisasi intern)

10. *Note*: per 30 Agustus 1998, dengan GWM 5% jumlah cadangan wajib adalah Rp 18,9 triliun. Penurunan menjadi 4% akan menambah likuiditas perbankan = $Rp\ 18\ triliun - (4/5 \times Rp\ 18,9\ triliun) = Rp\ 3,8\ triliun$ atau 34,9% dari transaksi harian PUAB sebesar Rp 10,9 triliun

4. Pencairan bantuan luar negeri dalam rangka membiayai APBN dengan segera. Berdasarkan kesepakatan dengan kreditor resmi, dalam tahun anggaran 1998/99 Pemerintah memperoleh pinjaman luar negeri sebesar \$ 7,7 miliar untuk membiayai defisit APBN sebesar Rp 83,1 triliun (uraian lebih lanjut lihat Catatan Akhirⁱⁱ). Dari penarikan pinjaman tersebut, di satu pihak akan memperkuat cadangan devisa karena akan langsung ditempatkan di Bank Indonesia sementara pemerintah menerima nilai lawan dalam rupiah. Di lain pihak, pengeluaran rupiah dari Bank Sentral ke dalam perekonomian akan mendorong peningkatan inflasi karena perannya dalam jumlah uang beredar mencapai 48%. Oleh karena itu, dalam hal ini diperlukan koordinasi kebijakan antara sektor moneter dan fiskal agar inflasi tetap terkendali.

5. Intervensi di pasar valas merupakan salah satu bentuk koordinasi dengan kebijakan fiskal karena dapat menyerap kembali tambahan likuiditas dari penarikan dana Pemerintah dari Bank Sentral. Intervensi di pasar valas masih dimungkinkan dengan pertimbangan bahwa nilai tukar rupiah saat ini masih *undervalued*. Berdasarkan perhitungan PPP, nilai tukar yang mencerminkan fundamental perekonomian adalah sekitar Rp 6.500 per dolar (lihat Grafik 4) sementara saat ini kurs rupiah berkisar antara Rp 8.000 - Rp 9.000. Dengan intervensi yang efektif akan diperoleh tiga keuntungan, yaitu: (i) rupiah akan menguat; (ii) likuiditas perekonomian tetap terkendali; dan (iii) suku bunga tidak perlu meningkat karena rupiah terserap kembali ke Bank Sentral bukan melalui mekanisme SBI sehingga tidak memberatkan sektor perbankan dan sektor riil. Namun, intervensi perlu dilakukan pada saat yang tepat karena adanya keterbatasan cadangan devisa. Intervensi sebaiknya dilakukan pada saat sentimen pasar membaik untuk memperkuat tekanan kearah penguatan (*leaning with the wind*) dan bukan pada saat sentimen pasar sedang memburuk (penjelasan lebih lanjut lihat Catatan Akhirⁱⁱⁱ).

6. *Selective credit policy* sebagai jalan keluar sementara karena suku bunga tidak bisa diturunkan secara drastis sekaligus. SCP dapat memperkecil kontraksi dengan mengamankan sektor-sektor tertentu yang tidak tergantung pada bahan baku impor, cepat menghasilkan, mengurangi impor, dan bersifat padat karya. Dengan demikian selain dapat mengurangi kebutuhan devisa untuk impor, SCP juga dapat mengurangi kemiskinan dan pengangguran dan sekaligus meningkatkan stabilitas sosial politik sehingga dapat membantu meningkatkan kepercayaan investor baik dalam maupun luar negeri.

7. Penyelesaian utang luar negeri swasta melalui Frankfurt agreement akan dapat membantu mengurangi tekanan terhadap nilai tukar karena kebutuhan valas saat ini dapat dikurangi disamping dapat membantu memulihkan kepercayaan luar negeri terhadap perekonomian Indonesia. Penyelesaian utang sektor swasta melalui Prakarsa Jakarta juga dapat membantu mempercepat pemulihan perekonomian Indonesia karena akan dapat membangkitkan kembali kegiatan ekonomi sehingga prospek perekonomian akan membaik.

8. Penerbitan SBI valas dapat dipertimbangkan untuk menarik aliran modal luar negeri dalam valas dengan biaya yang lebih rendah daripada penerbitan SBI. Namun, aspek hukum dari penerbitan SBI valas ini perlu diteliti lebih lanjut. Menurut ABN Amro Bank, SBI valas dengan jangka waktu 1 bulan feasible untuk diterbitkan dengan suku bunga 8% di atas LIBOR (5,7%) sehingga beban bunga Bank Sentral jauh lebih rendah daripada penerbitan SBI dengan bunga yang sangat tinggi (sekitar 70% SBI 1 bulan per September 1998). Bunga yang sangat tinggi ini justru bisa menurunkan kepercayaan karena investor akan mempertanyakan sampai berapa lama Bank Sentral mampu membayar bunganya di samping adanya penambahan likuiditas baru yang berasal dari bunga SBI. Jeffry Sachs (1998, hal. 27) mengutip pendapat Kindelberger (dan pendapat yang sama dari Joseph Stiglitz, World Bank, Chief Economist) sebagai berikut.

“Tight money in a given financial center can serve either to attract funds or to repel them, depending on the expectations that a rise in interest rate generates. With inelastic expectations—no fear of crisis or currency depreciation—an increase in the discount rate attracts funds from abroad, and helps to provide the cash needed to ensure liquidity; with elastic expectations of change—of falling prices, bankruptcies, or exchange depreciation—raising the discount rate may suggest to foreigners the need to make more funds out rather than bring new funds in.”

b. Kebijakan jangka menengah-panjang¹¹

1. Pembatasan kewajiban luar negeri baik sektor pemerintah maupun swasta terhadap kreditor luar negeri dalam berbagai bentuk baik berupa pinjaman maupun surat-surat utang lainnya, seperti CP, MTN, dan FRN. Dalam hal ini pemerintah perlu menetapkan ukuran tertentu untuk membatasi eksposur terhadap luar negeri, misalnya dengan menggunakan nisbah $(CA - FDI) / GDP$ (lihat Djisman Simandjuntak, 1998). Semakin besar nisbah tersebut semakin rentan BoP karena sebagian besar defisit current account dibiayai investasi portofolio yang mudah berbalik arah. Agar efektif pembatasan tersebut, semua pihak yang mempunyai kewajiban kepada pihak luar negeri wajib menyampaikan laporan secara berkala. Selain itu, untuk meningkatkan kehati-hatian di sektor eksternal, pada tabel BoP perlu ditambahkan memorandum item berupa data outstanding pinjaman pemerintah dan swasta karena sistem pencatatan data pada BoP adalah didasarkan atas konsep mutasi (flow) sehingga tidak terlihat besarnya eksposur terhadap non-residen.

2. Kewajiban menempatkan capital inflow jangka pendek di Bank Sentral selama satu tahun dengan persentase tertentu tanpa imbalan dapat dipertimbangkan untuk mengurangi

¹¹ Pengertian kebijakan jangka menengah-panjang ini bukan berarti kebijakan yang semuanya akan ditempuh pada jangka menengah-panjang. Sebagian kebijakan tersebut sudah dilaksanakan tetapi hasilnya baru tampak pada jangka menengah-panjang dan sebagian lainnya akan lebih tepat untuk dilaksanakan kemudian.

investasi yang hanya mencari keuntungan dari arbitrase dan tidak bermanfaat bagi perekonomian dan mendorong peningkatan arus modal yang berjangka lebih panjang yang lebih bermanfaat bagi perekonomian. Kewajiban seperti ini telah lama diterapkan di Chile dengan mengenakan reserve requirement sebesar 30% selama satu tahun atas aliran modal masuk.

3. Penyesuaian struktural di sektor riil melalui deregulasi, penghapusan monopoli, perbaikan sistem distribusi akan dapat meningkatkan efisiensi dan mengurangi gejala di sektor riil yang sering memicu inflasi. Peningkatan efisiensi produksi sektor pangan —dengan mempertahankan *terms of trade* yang lebih menguntungkan bagi petani — akan dapat meningkatkan ketahanan perekonomian.

4. Di tingkat regional, perlu dibentuk semacam *regional surveillance* untuk memelihara stabilitas kawasan mengingat bahwa krisis ekonomi di Asia semula merupakan *contagion effect* dari krisis nilai tukar Thailand, walaupun faktor domestik juga mempunyai peranan penting dalam terjadinya krisis.¹²

5. Di tingkat internasional, investor internasional, seperti institutional investor dan *hedge fund* yang sifatnya sangat *volatile* dan cenderung memiliki sifat *herd behavior*, perlu ditetapkan suatu lembaga yang mengatur kegiatan mereka agar investasinya di negara-negara berkembang dapat bermanfaat bagi perekonomian dan bukan sebaliknya malah menimbulkan instabilitas.¹³ Lembaga tersebut dapat diwajibkan untuk memonitor kegiatan investor internasional dan menyampaikan laporan berkala ke semua negara agar negara-negara penerima dana senantiasa mengetahui eskposurnya terhadap investor asing

4. Kesimpulan Dan Saran

Dalam program stabilisasi untuk mengatasi krisis, sasaran kebijakan terjadi krisis, pencapaian target NDA sering menjadi sulit karena pemberian BLBI masih belum bisa dihentikan, sementara PUAB selama ini juga mempunyai masalah tersendiri. Masalah yang sulit diselesaikan di PUAB ialah pasar masih tersegmentasi dan dalam situasi krisis, pengaruh segmentasi semakin besar yang ditandai dengan melebarnya kesenjangan antara suku bunga terendah dan tertinggi. Implikasi dari segmentasi tersebut ialah setiap kali Bank Sentral melakukan kontraksi melalui penjualan SBI, suku bunga yang terbentuk di pasar menjadi lebih tinggi daripada apabila mekanisme pasar bekerja sempurna.

Berdasarkan hasil evaluasi atas efektivitas suku bunga tinggi (sebagai resultan atas target NDA), dapat disimpulkan bahwa: (i) suku bunga efektif untuk memperkuat nilai

12 Untuk diskusi lebih lanjut bisa dilihat proposal ADB mengenai ASEAN Monitoring Mechanism

13 Pada sidang Interim Committee di Washington, D.C. awal Oktober 1998, sikap Amerika Serikat tampaknya sudah mulai berubah dengan menerima permintaan negara-negara berkembang agar kegiatan hedge funds dibatasi.

tukar apabila tidak terdapat faktor-faktor non-ekonomi lain yang mengganggu; (ii) masih ada kemungkinan untuk memperkuat nilai tukar karena rupiah masih undervalued; (iii) uang beredar berdampak signifikan terhadap core inflation, tetapi inflasi tidak seluruhnya dapat dikendalikan otoritas moneter karena ada bagian lain (noise inflation) yang dipengaruhi oleh supply shock; (iv) perkembangan triwulan terakhir menunjukkan tekanan noise inflation sudah mendekati tingkat yang wajar, sementara noise inflation belum sepenuhnya terkendali; (v) nilai tukar dan inflasi mempunyai hubungan timbal balik. Dengan demikian, ada kemungkinan untuk menurunkan suku bunga secara berhati-hati karena walaupun sudah terdapat indikasi situasi yang lebih baik tetapi masih belum mantap.

Berdasarkan hasil evaluasi tersebut, kami mengajukan saran-saran sebagai berikut. Untuk jangka pendek kami rekomendasikan untuk mengambil langkah atau merealisasi program yang telah dibuat sebagai berikut: (i) pemulihan kepercayaan investor domestik dan internasional; (ii) melaksanakan program restrukturisasi perbankan; (iii) pelonggaran GWM; (iv) pencairan bantuan luar negeri untuk di pasar valas; (vi) pelaksanaan selective credit policy; (vii) penyelesaian utang luar negeri swasta; dan (viii) penerbitan SBI valas. Untuk jangka panjang, beberapa saran berikut kiranya dapat dipertimbangkan: (i) pembatasan kewajiban luar negeri baik swasta maupun pemerintah; (ii) kewajiban penempatan sebagian modal masuk jangka pendek di Bank Sentral; (iii) peningkatan efisiensi sektor riil melalui penyesuaian struktural; (iv) pembentukan regional surveillance; dan (v) pengaturan terhadap investor internasional.

Daftar Kepustakaan

Batiz, Fransisco Rivera dan Luis R. Batiz (1985), "International Finance and Open Economy, Macroeconomics", McMillan Publishing Co, New York

Djisman Simandjuntak (1998), "Balance of Payments, Forex Reserves, Exchange Rate System: Strategy and Policy for Stabilization and Reconstruction", diktat Sespibi XXIII

Doddy Budi Waluyo dan Benny Siswanto (1998), "Peranan Kebijakan Nilai Tukar Dalam Era Deregulasi dan Globalisasi" dalam Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, UREM, Juli 1998

Hartadi Sarwono dan Perry Warjiyo (Juli 1998), "Mencari Paradigma Baru Manajemen Moneter Dalam Sistem nilai Tukar Fleksibel", dalam Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, UREM, Juli 1998

Hartadi Sarwono dan Perry Warjiyo (Oktober 1998), "Kebijakan Makroekonomi Dalam Pemulihan Perekonomian", diktat Sespibi XXIII

Humphrey, Thomas (1993), "Money, Banking and Inflation", University Press, Cambridge

- IMF (Juli 1998), "Indonesia - Second Review Under the Stand-By Arrangement"
- Madura, Jeff (1993) "Financial Management", Florida University Press
- Maulana Ibrahim (1998), "Strategi Restrukturisasi Perbankan", diktat Sespibi XXIII
- Perry Warjio (1998), "Manajemen Moneter di Indonesia", diktat Sespibi XXIII
- Sachs, Jeffry (1998), "The Onset of East Asian Financial Crisis", bahan diskusi, tidak diterbitkan
- UREM/SSR, "Analisis Triwulanan Perkembangan Sektor Riil", Triwulan II tahun 1998
- Watanagase, Tarisa (1998), "Managing Financial Crisis: The Case of Thailand", diktat Sespibi XXII
- Wijoyo Santoso dan Reza Anglingkusumo (1998), "Underlying Inflation Sebagai Indikator Harga yang Relevan dengan Kebijakan Moneter", dalam Buletin Ekonomi dan Perbankan, UREM, Juli 1998

Catatan Akhir

i) Uraian lebih lanjut mengenai country risk dapat diuraikan sebagai berikut.

Marois (1996) merumuskan persepsi psikologis investor terhadap risiko politik suatu negara atas dasar kekasatmataan tinggi (high visibility) dan tingkat kekerasan (violence) tinggi. Parameter tersebut bisa dipetakan pada dalam matriks dengan sumbu Y yang menunjukkan tingkat visibility dan sumbu X yang menunjukkan tingkat violence sebagai berikut.



Sumber : Analisis Perkembangan Sektor Riil Triwulanan II/1998, SSR/UREM

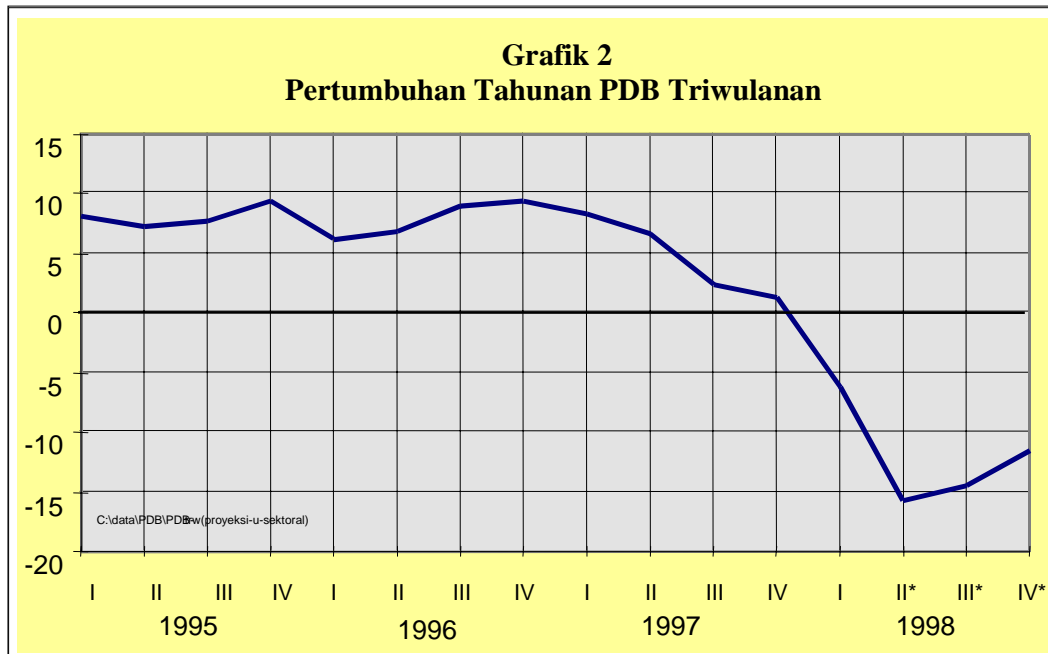
ii) Keuangan pemerintah

Anggaran Pendapatan dan Belanja Pemerintah (APBN) untuk pertama kalinya direvisi sampai 3 kali karena perkembangan perekonomian terus memburuk. Bahkan RAPBN 1998/99 yang diumumkan bulan Januari 1998 sempat memperoleh reaksi pasar yang negatif karena asumsi-asumsinya dianggap tidak realistis. Secara nominal APBN 1998/99 mengalami peningkatan 75% dibandingkan tahun sebelumnya, tetapi secara riil dapat dikatakan tidak mengalami peningkatan. APBN 1998/99 mencatat rekor defisit sebesar Rp 81,3 triliun (28% volume APBN yang berjumlah Rp 263,9 triliun atau 8,5% dari PDB), jauh di atas defisit 1,1% APBN tahun sebelumnya. Seluruh defisit tersebut akan dibiayai dari pinjaman luar negeri sebesar \$7,7 miliar. Sebagian besar dari defisit tersebut digunakan untuk membiayai subsidi, terutama BBM (Rp 27,5 triliun) dan sembako (Rp 13,8 triliun).

iii) Uraian lebih lanjut mengenai intervensi dapat dilihat pada Handout didistribusikan pada EMEAP Governors' Meeting 14 Juli 1998 di Manila, Philippines yang isinya adalah sebagai berikut.

The Fed brought up several points on intervention. First, three level of causation of exchange rate movements were identified: (i) that in the long run, sterilized foreign exchange intervention has no impact on exchange rate; (ii) that in the short run (one to three months), expectations about economic fundamentals (interest rates, central bank policies, and foreign exchange themselves) and drive the exchange rate market; and (iii) that exchange movements are determined by the position the banks take. Second, the presence of the central bank's clear policy message to go along with intervention (for intervention to be effective) because it is the signaling function of intervention, not the intervention per se, that brings a significant change in exchange rates. Third, the importance of making a clear distinction between a situation where the exchange rates are out of line with fundamentals (that would justify tactical intervention to change expectations) and that a situation where the exchange rate pattern merely reflects something drastically wrong with fundamentals. Fourth, that in using sterilized intervention, one runs the risk of creating/fostering liquidity illusion, i.e. creating an environment where the banking sector thinks that it can have a hedge on its foreign exchange exposure, with the CB always there to provide foreign exchange on the opposite side of whichever way the banks would like to go. Subsequently, the general view is that intervention is a tool that one should neither ignore nor rely up on too much. Fifth, that the currency crisis woke up domestic and multilateral institutions in the Asian region to the need to hedge foreign currency exposure. And lastly, that transition from a peg to a floating system will not automatically teach the private sector to take responsibility for its won hedge and that it may take years before market players learn, and for banking practices or attitudes to risk change.

Lampiran



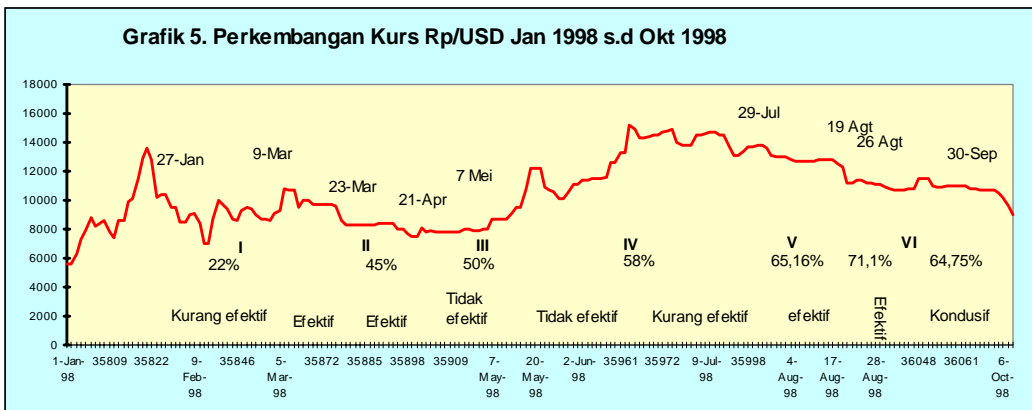
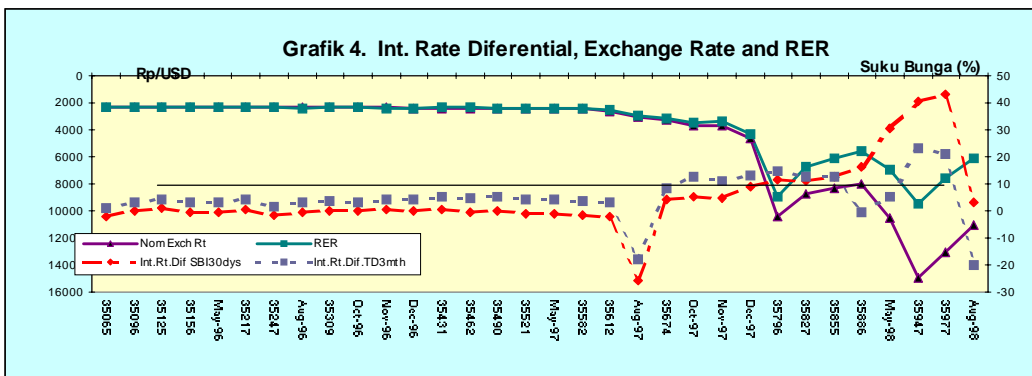
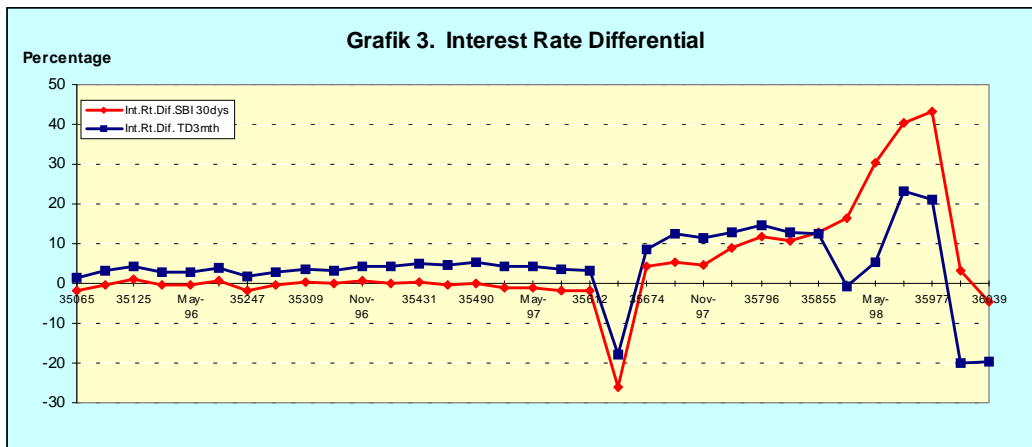
Tabel 1.
Pertumbuhan PDB Triwulanan* 1998
menurut lapangan usaha atas dasar harga konstan 1993

LAPANGAN USAHA**	1997				1998				Total
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
1. Pertanian	1,3	0,1	0,7	0,5	2,98	-2,38	1,22	1,18	1,20
2. Pertambangan	3,9	4,6	-1,5	-0,2	-6,88	-8,25	-5,18	-5,02	-5,10
3. Industri	11,2	11,5	2,5	1,6	-7,09	-19,31	-16,77	-16,24	-16,50
4. Listrik	12,5	13,1	9,9	12,1	6,37	-5,34	-3,46	-3,35	-3,40
5. Bangunan	19,4	16,3	-5,5	-0,6	-30,81	-42,87	-19,51	-18,90	-19,20
6. Perdagangan	11,7	5,9	4,1	0,9	-12,67	-22,56	-18,90	-18,31	-18,60
7. Pengangkutan	9,7	8,1	9,6	6,4	-0,07	-12,45	-16,16	-15,65	-15,90
8. Bank	7,9	5,9	6,2	-0,5	-8,95	-24,57	-18,09	-17,52	-17,80
9. Jasa-jasa	3,3	2,2	3,9	2,8	-6,26	-3,97	-1,32	-1,28	-1,30
PDB	8,5	6,8	2,5	1,4	-7,84	-16,54	-15,50	-12,50	-13,06

Sumber : BPS, kecuali triwulan III dan IV tahun 1998 proyeksi oleh Bank Indonesia

*Pertumbuhan terhadap triwulan yang sama tahun sebelumnya

**Nama-nama lapangan usaha disingkat untuk kepraktisan



Catatan :

1. Sejak 29 Juli 1998 SBI 1 bulan berubah setiap minggu

2. Interpretasi efektifitas :

Efektif apabila peningkatan suku bunga diikuti penguatan rupiah

Kurang efektif apabila peningkatan suku bunga diikuti penguatan dan penurunan rupiah

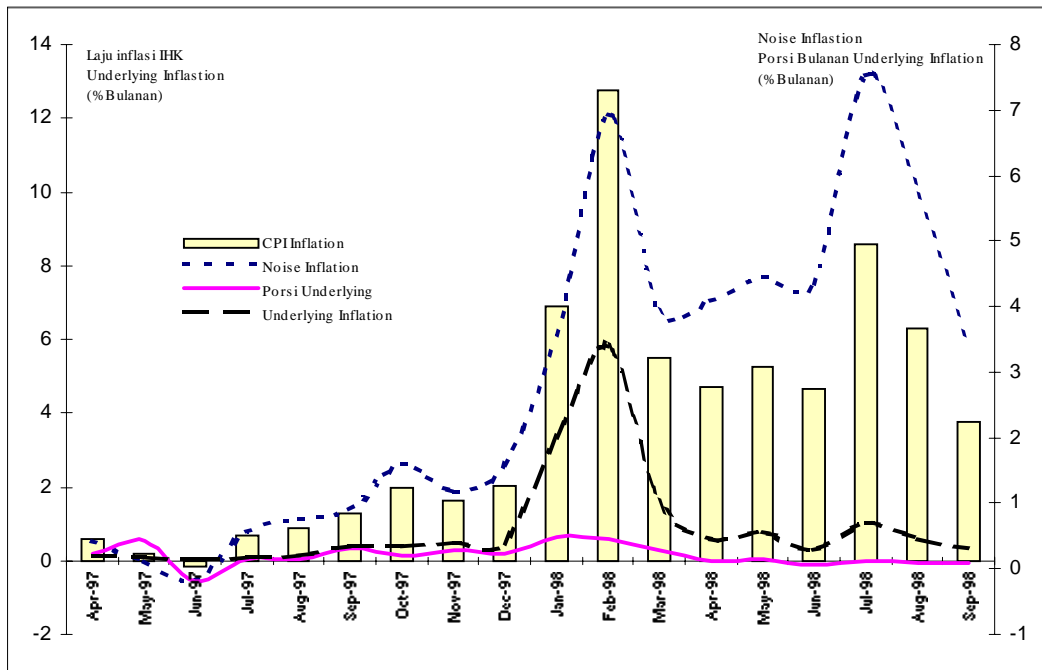
Tidak efektif apabila peningkatan suku bunga diikuti penurunan rupiah

Sangat kondusif apabila penurunan suku bunga diikuti penguatan rupiah

Tabel 2. Efektivitas Kebijakan Perubahan Suku Bunga SBI

Periode	Perubahan Suku Bunga SBI	Dampak terhadap Nilai Tukar	Keterangan
I	27 Jan. 1998 (22 persen)	Efektif hingga 11 Feb., kurs menguat 33,16% dari Rp10.473 menjadi Rp7.000	Efektifitas berkurang karena adanya berbagai isu di antaranya penerapan CBS, penundaan bantuan IMF dan sebagainya
	9 Mar. 1998 (22 persen)	Efektif hingga 23 Mar., kurs menguat 14,7% dari Rp10.650 menjadi Rp9.075 per USD	Efektifitas menguat seiring dengan penjaminan pemerintah terhadap dana masyarakat
II	23 Mar. 1998 (45 persen)	Efektif hingga 21 Apr., kurs menguat 13,9% dari Rp9.075 menjadi Rp7.810	Efektifitas kebijakan juga didorong oleh penandatanganan LOI tambahan dengan IMF
III	21 Apr. 1998 (50 persen)	Tidak efektif, nilai tukar hingga 7 Mei melemah 23,6% dari Rp7.810 menjadi Rp9.650/USD	Pengaruh negatif faktor non ekonomi lebih kuat seperti kerusuhan massa tanggal 5 s/d 7 Mei.
IV	7 Mei 1998 (58 persen)	• Tidak efektif sampai 17 Juni, nilai tukar melemah 75,9% dari Rp8.669 menjadi Rp15.250 per USD	• Pengaruh negatif faktor non ekonomi lebih dominan seperti Insiden Trisakti, kerusuhan massa dan ketidakstabilan politik serta pengaruh regional melemahnya yen dan mata uang regional lainnya
		• Kurang efektif mulai 17 Juni hingga 29 Juli, nilai tukar sedikit menguat 10,5% dari Rp15.259 menjadi Rp13.650 per USD	• Kurs menguat karena pengaruh regional (di luar suku bunga) lebih dominan seperti menguatnya yen setelah joint intervention BOJ dan Fed, penandatanganan LOI II, kesepakatan Frankfurt dan pencairan bantuan IMF USD 1 miliar.
V	29 Jul. 1998 (65,16 persen) <i>(Lelang mingguan SBI mulai diterapkan)</i>	Kurang efektif, kurs cenderung menguat 6,3% sampai 19 Agt. dari Rp13.100, menjadi Rp12.275	Pengaruh di luar suku bunga dominan, seperti menguatnya mata uang regional dan rencana intervensi HKMA untuk mendukung penguatan yen dan janji pencairan segera bantuan internasional sebesar USD7,9 miliar
VI	19 Agt. 1998 (71,1 persen) <i>(Suku bunga SBI tertinggi selama ini)</i>	Efektif, kurs menguat 14,7% sampai 26 Agt. Dari Rp12.275 menjadi Rp10.700	• Kurs menguat karena respon positif terhadap program restrukturisasi perbankan • Penjadwalan utang pemerintah USD4,2 miliar melalui Paris Club. • Kerusuhan dan demonstrasi sekitar minggu II Sep. tidak berlanjut.
	30 Sep. 1998 (64,75 persen dan 60,02 persen pada 7 Okt. 1998)	Kondusif, kurs menguat 15,9% sampai 14 Okt. dari Rp10.700 menjadi Rp9.000	Kurs menguat karena penguatan yen dan mata uang regional lainnya yg didorong oleh penurunan suku bunga AS dan kemungkinan buruknya ekonomi AS, rencana bantuan Jepang USD30 miliar, isu penerapan monitoring devisa, dan intervensi valas yang mengacu pada <i>market intelligence</i> secara terus-menerus.

Grafik 6



Tabel 3
Laju Inflasi IHK, Underlying Inflation dan Noise Inflation

	Laju Inflasi IHK	Underlying Inflation	Noise Inflation	Porsi Bulanan	
				Underlying	Noise
Jan-97	1.03	0.47	0.56	0.46	0.54
Feb-97	1.05	0.3	0.75	0.29	0.71
Mar-97	-0.12	0.06	-0.18	-0.46	1.46
Apr-97	0.56	0.13	0.423	0.23	0.77
Mei-97	0.19	0.08	0.11	0.42	0.58
Jun-97	-0.17	0.03	-0.2	-0.18	1.18
Jul-97	0.68	0.1	0.56	0.15	0.85
Agt-97	0.88	0.13	0.75	0.15	0.85
Sep-97	1.29	0.4	0.89	0.31	0.69
Okt-97	1.99	0.39	1.6	0.2	0.8
Nop-97	1.65	0.46	1.19	0.28	0.72
Des-97	2.04	0.47	1.57	0.23	0.77
Jan-98	6.88	3.33	3.55	0.48	0.52
Feb-98	12.76	5.81	6.95	0.46	0.54
Mar-98	5.48	1.56	3.93	0.28	0.72
Apr-98	4.7	0.6	4.1	0.13	0.87
Mei-98	5.24	0.78	4.46	0.15	0.85
Jun-98	4.64	0.3	4.34	0.06	0.94
Jul-98	8.56	1.03	7.53	0.12	0.88
Agt-98	6.3	0.6	5.7	0.1	0.9
Sep-98	3.75	0.36	3.39	0.1	0.9

