

KEMUNGKINAN PENERAPAN KEBIJAKAN ARUS MODAL JANGKA PENDEK DAN DAMPAKNYA BAGI STABILITAS NILAI TUKAR

*Yati Kurniati **

I. Pendahuluan

I.1. Latar Belakang

Krisis di Asia diwarnai dengan arus modal keluar netto (*net capital outflows*) dalam jumlah yang sangat besar dan dalam waktu yang relatif singkat telah mendorong perhatian internasional yang lebih besar pada *destabilizing effect* dari arus modal jangka pendek terhadap perekonomian. Arus modal dalam bentuk pinjaman bank-bank komersial ke negara-negara kawasan Asia¹ pada periode krisis mengalami penurunan drastis dari arus masuk bersih (*net inflows*) sebesar US\$ 80,1 milyar tahun 1996 menjadi arus modal keluar bersih (*net outflows*) sebesar US\$14,5 milyar pada tahun 1997 dan net outflows sebesar US\$59,6 miliar pada tahun 1998. Krisis tersebut telah mendorong beberapa negara berkembang mulai meninjau kembali kebijakan-kebijakannya yang berkaitan dengan kontrol devisa dan aliran modal (*exchange and capital control*) dalam rangka mengantisipasi dan meminimumkan resiko yang akan dihadapi dalam transaksi modal, khususnya arus modal jangka pendek yang diduga sebagai pemicu terjadinya kekacauan dalam sistem keuangan global. Pemberlakuan kontrol modal menjadi perdebatan di kalangan ekonom domestik dan internasional, terlebih kini IMF tengah dalam proses mempersiapkan ketentuan mengenai *capital account convertibility*.

Terjadinya krisis di Asia Timur tahun 1997-1998 telah mempopularkan argumentasi bahwa mobilitas modal sangat mengganggu stabilitas ekonomi dan bahwa negara-negara *emerging* akan memperoleh manfaat dengan membatasi arus modal². Beberapa ekonom akhir-akhir ini telah berargumentasi bahwa globalisasi telah berjalan terlalu jauh dan bahwa mobilitas modal yang bebas telah menciptakan sistem keuangan internasional yang tidak stabil. Misalnya, Krugman³ menyatakan bahwa :

* Yati Kurniati : Peneliti Ekonomi Junior di bagian Studi Ekonomi dan Lembaga Internasional, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia

1 Negara-negara yang tercakup dalam kawasan Asia untuk laporan ini adalah Indonesia, China, India, Malaysia, Philipina, Kore Selatan dan Thailand (IIF, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 13 April 2000).

2 Sebastian Edward, 1999, "How Effective Are Capital Controls?" *NBER Working Paper No.7413*. (Cambridge, November 1999).

3 Paul Krugman, 1999. "Depression Economics Returns" *Foreign Affairs* No.78. hal. 74.

“Sooner or later we will have to turn the clock at least part of the way back: to limit capital flows for countries that are unsuitable for either currency unions or free floating.”

Joseph Stiglitz⁴, Chief economist Bank Dunia menyatakan bahwa : “pasar yang bergejolak merupakan suatu kenyataan yang tidak dapat dilepaskan. Negara berkembang perlu mengatasi gejolak tersebut. Mereka dapat mempertimbangkan kebijakan yang dapat membantu menstabilkan ekonomi.

Jagdish Bhagwati⁵ and Richard Cooper⁶ berpendapat bahwa dalam dunia dengan informasi yang tidak sempurna, mobilitas modal yang bebas cenderung untuk memperbesar distorsi yang sudah ada, menciptakan situasi moral hazard, mendorong pengambilan resiko yang berlebihan dan menyebabkan krisis yang besar dan berbiaya mahal.

Pertimbangan lain yang mendasari pemberlakuan kontrol modal dalam derajat tertentu adalah bahwa transaksi modal memiliki karakteristik yang berbeda dengan transaksi perdagangan barang dan jasa, dimana pasar keuangan sering kali diwarnai dengan *panics, manias dan crashes*.⁷ Informasi yang tidak sempurna, dan aspek psikologi sosial dapat memicu volatilitas harga *financial asset* secara ekstrim. Ketakutan terhadap terjadinya *self fulfilling financial panics* mendasari keputusan beberapa negara di dunia untuk memberlakukan kontrol terhadap arus modal jangka pendek, terutama arus modal masuk. Hal ini disebabkan karena aliran modal jangka panjang (PMA) tidak mudah terpengaruh jika terjadi perubahan sikap investor secara mendadak (*panic*). Hal ini terbukti pada krisis Asia dimana FDI tidak mengalami perubahan yang berarti selama tahun 1997. Namun demikian disadari bahwa kontrol terhadap arus modal memiliki *opportunity cost*, dimana investor tidak akan mendapatkan *return* setinggi jika tidak ada kontrol aliran modal. Namun jika terjadi kepanikan, maka pemberlakuan kontrol modal dapat menghindarkan terjadinya *actual costs*. Hal ini dibuktikan oleh pengalaman negara-negara yang selama krisis Asia relatif tidak terpengaruh oleh kepanikan yang terjadi di pasar keuangan Asia seperti China. Aspek negatif kontrol modal yang harus dicegah adalah terjadinya korupsi dan distorsi pasar. Namun demikian dengan desain yang baik dan didasarkan pada mekanisme pasar maka diharapkan restriksi terhadap aliran modal tersebut dapat diberlakukan secara efektif dengan distorsi yang minimal.

Kita perlu menyadari bahwa liberalisasi arus modal bukan berarti menjadikan transaksi modal tidak memiliki regulasi sama sekali. Pemberlakuan pembatasan-pembatasan

4 Joseph Stiglitz, 1999, “Bleak Growth Prospects for the Developing World”, *International Herald Tribune*, April 10-11, 1999, hal.6.

5 Jagdish Bhagwati, 1998. The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars” *Foreign Affairs*, 77, hal. 7-12.

6 Richard N. Cooper.1998. “Should Capital Account Convertibility be a World Objective?” *Essays in International Finance* No.207.

7 Don Hanna and Fred Hu, 1998 “Capital Control in Asia”, *Economic Research Goldman Sachs*, October 20, 1998

pada jenis transaksi modal tertentu dapat diberlakukan sambil memberikan waktu kepada pasar keuangan untuk mempersiapkan prakondisi sebelum mengimplementasikan liberalisasi keuangan yang lebih jauh, yaitu dengan memperkuat lingkungan dimana pasar dapat berfungsi dengan regulasi dan supervisi yang tepat, restrukturisasi lembaga keuangan yang lemah, dan meningkatkan keterbukaan informasi.

Tahap perkembangan ekonomi serta stabilitas sistem keuangan domestik suatu negara patut menjadi pertimbangan utama dalam membuka neraca modal. Negara yang pasar keuangan dan kelebagaannya telah maju dapat lebih baik dalam menarik arus modal portfolio dan akan cukup kuat bertahan menghadapi kemungkinan berbaliknya arus modal, dibandingkan dengan negara-negara berkembang. Dalam perkembangannya, negara-negara berkembang seringkali mempercepat proses liberalisasi atas dorongan dari negara-negara maju, padahal secara kelembagaan negara-negara berkembang ini belum mempunyai infrastruktur yang cukup kuat untuk dapat mengakomodasikan arus modal internasional yang tinggi volatilitasnya.

Dengan latar belakang tersebut kiranya menjadi penting bagi Bank Indonesia untuk memahami berbagai bentuk kontrol arus modal tersebut yang telah diterapkan oleh berbagai negara dengan tujuan masing-masing bentuk kontrol tersebut, serta mempertimbangkan dampak dari penerapannya terhadap makroekonomi. Studi ini diharapkan dapat memberikan masukan mengenai kemungkinan penerapan kebijakan kontrol modal tertentu bagi perekonomian Indonesia, baik dari segi kelembagaan, infrastruktur maupun aspek makroekonomi. Tentunya tanpa mengabaikan ketentuan-ketentuan yang telah disepakati Indonesia dengan lembaga-lembaga internasional.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk :

- a. Mempelajari bentuk-bentuk kebijakan arus modal yang diterapkan oleh berbagai negara sesuai dengan tujuan dari penerapan kebijakan kontrol modal,
- b. Mengidentifikasi berbagai manfaat dan biaya dari penerapan kebijakan tersebut, serta prakondisi yang diperlukan untuk menunjang efektivitas pelaksanaan kebijakan arus modal,
- c. Mengkaji dampak penerapan kebijakan arus modal di Indonesia terhadap nilai tukar rupiah, dan
- d. Mengkaji kemungkinan penerapan kebijakan arus modal di Indonesia

1.2. Metodologi Penelitian

Penelitian ini lebih ditekankan pada studi komparatif mengenai ketentuan-ketentuan yang mengatur arus modal di beberapa negara Asia dan Amerika Latin berdasarkan *survey literature* beberapa studi empiris yang terkait. Berdasarkan pengalaman-pengalaman

negara-negara tersebut dapat diperoleh gambaran praktis mengenai manfaat dan kelemahan dari suatu kebijakan arus modal serta prakondisi yang diperlukan agar suatu kebijakan dapat berjalan dengan efektif.

Penelitian ini juga akan mengkaji pula kemungkinan penerapan kebijakan arus modal di Indonesia disesuaikan dengan permasalahan yang dihadapi Indonesia. Untuk melihat dampak penerapan kebijakan arus modal secara umum terhadap terhadap stabilitas nilai tukar akan digunakan pendekatan *GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity)* dengan periode estimasi 1992.1 – 2000.4.

II. Karakteristik Kebijakan Arus Modal : Perbandingan Berbagai Kebijakan Arus Modal di Beberapa Negara

Gejolak pasar keuangan yang dialami *emerging markets* pada tahun 1990s membuka mata dunia bahwa dibalik besarnya manfaat dari integrasi sistem keuangan dunia dan meningkatnya *global financial flows*, terdapat resiko-resiko yang perlu diwaspadai, khususnya oleh negara-negara *emerging* yang infrastruktur sektor keuangannya masih lemah. Kecenderungan derasnya aliran masuk modal jangka pendek ke negara-negara *emerging* pada awal tahun 1990-an telah merumitkan pelaksanaan kebijakan moneter, terlebih aliran modal jenis ini seringkali didasarkan atas motif spekulasi. Dampak buruk dari aliran modal jangka pendek yang sering dihadapi oleh negara-negara berkembang adalah fenomena arus balik modal (*capital reversal*) secara mendadak dalam jumlah besar sehingga mengganggu stabilitas keuangan dan membuat perekonomian terpuruk ke dalam krisis perbankan dan keuangan.

Dalam kenyataannya sulit untuk membedakan secara ekonomi antara arus modal jangka panjang dan jangka pendek. Pinjaman jangka pendek seringkali di *roll-over* berulang-ulang; sedangkan instrumen jangka panjang dapat diperjual-belikan sebelum jatuh tempo di pasar sekunder. Perkembangan instrumen derivatif yang pesat membuka peluang besar bagi perubahan jangka waktu investasi. Seberapa besar perbedaan antara arus modal jangka pendek dan jangka panjang memudar tergantung terutama pada tingkat perkembangan pasar keuangan dan terutama pada kedalaman dan likuiditas pasar keuangannya.

Pengamatan lintas negara menunjukkan bahwa untuk meredam dampak negatif dari aliran modal antar negara terhadap perekonomian, negara-negara menerapkan kebijakan pengaturan arus modal antara moderat dan ketat⁸ (tabel 1). Kebijakan arus modal tersebut pada umumnya berbentuk pembatasan pergerakan modal secara *cross border*. Beberapa

8 Tercermin dari Indeks of Capital Control. "Countries Experiences with the Use of Controls on Capital Movements and Issues in Their Orderly Liberalization", IMF, SM/99/60, March 5, 1999.

negara telah menerapkan beraneka ragam jenis pembatasan transaksi modal baik untuk mengendalikan arus modal masuk (*controls on capital inflows*) maupun untuk mengendalikan arus modal keluar (*controls on capital outflows*). Namun demikian penerapan kontrol modal disepakati sebagai *second best policy*, yang hanya dapat berlaku efektif dalam kondisi-kondisi tertentu, karena seiring dengan makin terintegrasinya sistem keuangan dunia dengan perkembangan instrumen yang sedemikian pesat, biaya dari penerapan kebijakan kontrol modal pun cenderung semakin meningkat.

Upaya lain dalam mengelola resiko arus modal adalah tidak dengan mengontrol arus modal secara langsung, melainkan dengan membatasi vulnerabilitas perekonomian terhadap resiko yang berkaitan dengan arus modal melalui penerapan kebijakan prudential dengan mempengaruhi keputusan lembaga keuangan dalam pengambilan resiko transaksi modal dan dengan memperbaiki kekuatan sistem keuangan terhadap gangguan eksternal.

Tabel 2.1. Indeks Capital Control Tahun 1997

Negara	Indeks	Negara	Indeks
India	0.77	Indonesia	0.36
Russia	0.77	Spanyol	0.25
China	0.76	France	0.20
Chile	0.68	Singapore	0.20
Malaysia	0.65	Argentina	0.16
Pakistan	0.63	Australia	0.15
Korea	0.61	Portugal	0.13
Brazil	0.57	Itali	0.07
Colombia	0.53	New Zealand	0.04
Philipina	0.51	Peru	0.02
Mexico	0.49	United Kingdom	0.02
Thailand	0.49	Hong Kong	0.00

Sumber : International Monetary Fund, SM/99/60, 5 Maret 1999

II.1. Tinjauan Teoritis Kebijakan Arus Modal

A. Dasar Penerapan Kebijakan Arus Modal

Secara teoritis⁹ terdapat berbagai alasan yang memotivasi suatu negara untuk menerapkan kebijakan pengaturan terhadap pergerakan modal, yang mana alasan satu dan lainnya dapat saling *overlap*. Motivasi penerapan kebijakan pengaturan arus modal (kontrol modal) antara lain berkaitan dengan :

9 R. Barry Johnston and Natalia T. Tamirisa, "Why Do Countries Use Capital Control", *IMF Working Paper WP/98/181*, December 1998, IMF Washington. Hal.13-16.

- a. Neraca pembayaran dan manajemen makroekonomi;
- Secara historis, kontrol modal seringkali digunakan sebagai salah satu instrumen dalam manajemen neraca pembayaran dan makroekonomi. Alasan klasik dari penggunaan kontrol modal adalah untuk mencegah arus modal keluar dari suatu negara yang memiliki neraca pembayaran yang lemah.
 - Kontrol modal digunakan untuk melindungi otonomi kebijakan moneter dan nilai tukar. Secara umum, kontrol terhadap arus modal keluar diarahkan untuk menghindari tekanan depresiasi nilai tukar nominal tanpa perlu memperketat kondisi moneter. Sebaliknya, kontrol terhadap arus modal masuk digunakan untuk meminimumkan tekanan apresiasi nilai tukar nominal dalam kondisi terjadi aliran modal masuk yang besar, tanpa mengorbankan kemampuan mengontrol kondisi moneter domestik.
 - Kontrol modal digunakan untuk mempertahankan suku bunga yang rendah di dalam negeri sehingga dapat mengurangi *domestic debt servicing cost* dan menjaga laju inflasi domestik
 - Kontrol modal digunakan untuk melindungi sistem nilai tukar tetap. Jika menganut sistem nilai tukar yang di-peg, pergerakan modal jangka pendek yang bebas akan menyebabkan fluktuasi yang tinggi pada cadangan devisa, suku bunga dan bahkan dapat menyebabkan runtuhnya regim nilai tukar tetap. Dalam hal ini kontrol modal dapat menjadi *short term line of defence*.¹⁰
 - Kontrol modal kadangkala menjadi justifikasi untuk alasan makroekonomi dimana terdapat masalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information problems*) dan *herding behavior* dalam pasar modal, disamping digunakan untuk mengurangi volatilitas arus modal jangka pendek dan volatilitas yang terkait dengan nilai tukar.
- b. Evolusi pasar keuangan dan kelembagaan;

Alasan kedua dari penggunaan kontrol modal terkait dengan pasar keuangan domestik dan kelembagaan domestik yang kurang berkembang :

- Kontrol modal kadang-kadang digunakan untuk melindungi *infant industries arguments* pada pasar keuangan yang belum berkembang.
- Pembatasan terhadap pergerakan modal perlu diterapkan suatu negara dalam kondisi dimana negara tersebut memerlukan waktu untuk mengembangkan instrumen, pasar dan kapasitas institusional untuk menunjang perkembangan instrumen tidak langsung dari kebijakan moneter. Mobilitas modal diketahui dapat mengurangi

10 M. Obstfeld, "Rational and Self Fulfilling Balance of Payments Crises," *American Economic Review*, 76, Maret 1986. hal.72-81.

efektivitas dari instrumen kebijakan moneter langsung seperti pagu kredit dan pagu suku bunga karena peluang untuk menghindar dari kebijakan moneter langsung tersebut semakin besar dalam mobilitas modal yang tinggi.¹¹

c. Alasan *prudential*

Kontrol modal sering digunakan untuk tujuan *prudential*. Argumentasi penggunaan kontrol modal untuk tujuan *prudential* didasarkan pada kenyataan bahwa transaksi cross border adalah berbeda dengan transaksi domestik, dimana transaksi internasional mengandung berbagai resiko antara lain resiko kredit, resiko nilai tukar, resiko suku bunga, resiko likuiditas dan resiko negara (*country risk*)¹². Karena itu diperlukan beberapa prosedur tambahan untuk yang dimaksudkan untuk menangani berbagai resiko di atas. Sebagai contoh, pembatasan penerbitan dan perdagangan surat berharga oleh non-resident di pasar keuangan domestik ditempuh karena adanya keterbatasan kapasitas pengawas dan tidak cukupnya *regulatory framework* untuk masalah tersebut, serta perbedaan pelaksanaan yuridiksi suatu negara dengan ketentuan internasional. Begitu pula dengan pinjaman luar negeri, pembatasan dilakukan sebagai akibat lemahnya kapasitas institusi lokal dalam mengawasi resiko internal atau *insolvency*.

- Penggunaan kontrol modal juga dijustifikasi dengan kebutuhan untuk mengamankan stabilitas sistemik. Kontrol modal dapat membantu membatasi *foreign exchange exposure* yang berlebihan dari institusi domestik, atau membantu memperpanjang *maternity* dari kewajiban lembaga keuangan, dengan demikian kontrol modal dapat melindungi stabilitas sistem keuangan.
- Ketentuan *prudential* diberlakukan melalui undang-undang, ketentuan, sanksi dan prosedur yang didesain untuk melindungi tingkat kesehatan bank dan integritas sistem keuangan serta melindungi para investor di pasar financial dari kecurangan dan praktek tak terpuji, Kebijakan bersifat *prudential* meliputi antara lain : peningkatan *internal governance* yang efektif termasuk *enforcement*, kecukupan resiko manajemen; pemantapan disiplin pasar, supervisi dan regulasi lembaga keuangan.
- Suatu negara yang sedang dalam proses mengembangkan *prudential dan supervisory arrangement* dan mempunyai keterbatasan kapasitas dalam mendesain, mengimplementasikan atau melakukan *enforcement prudential measures* maka perlu menggunakan kontrol modal untuk alasan *prudential*.

11 B. Eichengreen and M. Mussa, "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects," *Occasional Paper*, No.172. Washington DC: International Monetary Fund, 1998.

12 R. Barry Johnson and Inci Otker-Robe. "A Modernized Approach to Managing the Risks in Cross-Border Capital Movements", *Policy Discussion Paper* No.6. Washington D.C.: IMF, July 1999.

d. Alasan lainnya

Terdapat alasan-alasan lain dari motivasi menggunakan kontrol modal antara lain yang terkait dengan besarnya perekonomian (economic size), derajat keterbukaan perekonomian, dan regulatory system.¹³ Semakin besar suatu perekonomian maka negara tersebut memiliki peluang diversifikasi investasi yang lebih besar sehingga memiliki insentif yang lebih rendah untuk membuka neraca modalnya dibandingkan negara-negara yang lebih kecil. Semakin terbuka suatu negara maka semakin rentan terhadap gangguan eksternal sehingga dapat menggunakan kontrol modal untuk melindungi diri dari gangguan eksternal tersebut. Namun, semakin terbuka suatu negara maka semakin besar peluang untuk menghindar dari kontrol modal.

B. Jenis Kebijakan Arus Modal

Kebijakan arus modal dalam konteks ini berupa pembatasan atau larangan pergerakan modal *cross-border*. Secara umum, kebijakan arus modal terdiri dari dua bentuk yaitu: (a) kontrol langsung atau kontrol administrative (*direct or administrative controls*) dan (b) kontrol tidak langsung atau kontrol berdasarkan pasar (*indirect or market based controls*).

- a. Kontrol modal langsung atau administratif (*direct or administrative capital controls*) membatasi transaksi modal dan/atau pembayaran dan transfer dana yang terkait melalui *outright prohibition*, pembatasan jumlah (secara kuantitatif) atau suatu prosedur untuk memperoleh persetujuan (dapat *rule based* atau *discretion*).
- b. Kontrol modal tidak langsung (*Indirect atau market-based controls*) menghambat pergerakan modal dan transaksi yang terkait dengan membuat transaksi modal tersebut menjadi lebih mahal untuk dilakukan. Kontrol tersebut dapat terdiri dari berbagai bentuk, termasuk sistem nilai tukar dual atau multiple; pajak secara eksplisit atau implisit atas arus keuangan lintas negara (yaitu Tobin tax); dan kebijakan *price-based* lainnya. *Market-based controls* dapat berpengaruh pada harga atau baik harga maupun volume dari transaksi tertentu, tergantung pada jenis tertentu.

II.2. Pengalaman Kebijakan Arus Modal di Beberapa Negara

Pembahasan mengenai arsitektur baru sistem keuangan internasional berfokus pada dua jenis kontrol modal yaitu pengendalian arus modal masuk (*controls on capital inflow*) dan pengendalian arus modal keluar (*controls on capital outflows*) baik secara langsung maupun tidak langsung.

¹³ Suatu negara kecil dengan pasar keuangan yang sudah maju dan sangat terbuka (misanya Hong Kong) juga menghadapi arus modal yang tidak *sustainable*. Ketenangan pasar dapat terganggu bila terjadi aliran modal masuk atau keluar dalam jumlah yang sangat besar relatif terhadap besar pasar keuangan negara tersebut. Ibarat kolam ikan kecil yang tenang tiba-tiba dimasuki oleh gajah besar. Dalam kondisi demikian, menarik untuk diketahui tindakan apa yang dilakukan otoritas moneter untuk meminimumkan resiko tersebut. Apakah dengan memperbesar pasar atau dengan membatasi inflows?

A. Kebijakan Yang Membatasi Arus Modal Masuk

Kebijakan ini diterapkan untuk tujuan sebagai berikut :

- a. Mengurangi tekanan terhadap nilai tukar riil;

Arus modal masuk dalam jumlah besar dapat menyebabkan apresiasi nilai tukar secara riil yang dapat menurunkan daya saing ekspor negara yang bersangkutan. Bagi negara yang menganut sistem nilai tukar fleksibel, arus modal masuk mendorong nilai tukar nominal mengalami apresiasi, sehingga harga relatif barang-barang dalam negeri meningkat. Bagi negara yang menganut sistem nilai tukar tetap, peningkatan permintaan terhadap asset domestik mendorong otoritas moneter membeli valas (menjual mata uang domestik) sehingga uang beredar meningkat dan pada akhirnya meningkatkan harga barang-barang dan aktiva domestik.

- b. Sebagai kebijakan kehati-hatian (*prudential measure*) untuk mengurangi konsekuensi dari volatilitas arus modal ;

Kontrol ditujukan untuk mengubah komposisi jangka waktu dari arus modal masuk menjadi arus modal yang volatilitasnya rendah. Arus modal jangka pendek dipandang memiliki potensi dampak buruk terhadap perekonomian dan stabilitas keuangan, terutama dalam kondisi dimana lembaga-lembaga keuangan tidak dapat menjamin intermediasi arus modal masuk dengan aman. Dengan men-*discourage* arus modal jangka pendek, pemerintah dapat membatasi arus modal yang bersifat volatile, tanpa harus membatasi kuantitas arus modal masuk secara keseluruhan.

- c. Sebagai response terhadap distorsi yang ada;

Kontrol terhadap arus modal masuk kadangkala digunakan sebagai upaya untuk memperbaiki distorsi terhadap pasar bebas yang ada, terutama akibat permasalahan informasi yang tidak simetris, sistem perbankan yang lemah dan tidak sehat, masalah moral hazards yang berkaitan dengan jaminan pemerintah, dan pasar keuangan yang belum berkembang. Lemahnya sistem perbankan mendorong timbulnya argumentasi yang mendukung kontrol modal sebagai *second best solution* untuk meng-*counter* dampak insentif yang terdistorsi dan mengurangi vulnerabilitas sektor keuangan.

Berdasarkan pengkajian terhadap negara-negara yang menerapkan kebijakan kontrol modal, Brazil (1993-97), Chile (1991-98), Malaysia (1994) dan Thailand (1995-97) menerapkan kebijakan arus modal yang serupa dalam membatasi arus modal masuk jangka pendek.

BRAZIL (1993-97)

a. Latar Belakang Penerapan Kontrol Terhadap Arus Modal Masuk

Perubahan kebijakan dalam periode 1987-1992 yang mengarah pada liberalisasi *capital inflows* mendorong semakin banyaknya aliran modal masuk di Brazil. Disamping itu, kebutuhan pembiayaan Pemerintah telah mendorong melebarnya *interest rate differential*, yang selanjutnya menyebabkan pesatnya aliran modal masuk dalam perekonomian Brazil yang menganut sistem nilai tukar mengambang yang sangat terkendali. Akibatnya, pada awal tahun 1990 perekonomian Brazil mengalami *persistent inflation* hingga lebih dari 1000%. Upaya untuk mengatasi inflasi telah ditempuh melalui kebijakan kontrol upah dan harga, kebijakan moneter ketat, peningkatan pajak, dan pembekuan bank deposits, namun tidak membuahkan hasil.

Awal tahun 1993, Pemerintah mulai menerapkan berbagai kebijakan kontrol modal untuk mengurangi aliran modal masuk jangka pendek, dengan penekanan pada *fixed income securities*. Kontrol tersebut dimaksudkan untuk memelihara *interest rate differential* yang wajar dan meminimumkan tekanan apresiasi mata uang dan biaya sterilisasi. Disamping itu, kebijakan kontrol juga dimaksudkan untuk mengubah komposisi arus modal masuk dari *fixed income* menjadi *stock and fixed investment* dan menjadi arus modal masuk yang berjangka lebih panjang.

b. Bentuk Kebijakan

Bentuk-bentuk kebijakan kontrol yang dijalankan Brazil adalah berupa kebijakan kontrol langsung dan market-based. Kebijakan kontrol ini terus menerus direvisi dan diperluas untuk menutup celah bagi pelaku pasar yang selalu berupaya menghindari peraturan melalui *financial engineering*. Brazil menerapkan pajak (*explicit entrance tax*) atas transaksi valas tertentu dan pinjaman luar negeri, yang dikombinasikan dengan kontrol administratif berupa persyaratan jangka waktu minimum bagi jenis arus modal masuk tertentu. Dalam perkembangannya, otoritas moneter Brazil memperluas cakupan kebijakan karena pasar berupaya mengelak dari ketentuan dengan memanfaatkan strategi derivatif atas jenis-jenis arus modal yang dikecualikan dari ketentuan. Selain itu, pajak secara berturut-turut naik dan dibedakan berdasarkan *maturity* arus modal yang masuk. Otoritas moneter Brazil juga melakukan penyesuaian peraturan pada saat terjadi tekanan depresiasi terhadap nilai tukar untuk mengurangi tekanan terhadap neraca modal selama terjadi krisis Mexico dan Asia.

Rincian bentuk-bentuk kebijakan tersebut antara lain:

- pada awalnya otoritas Brazil meningkatkan jangka waktu minimum amortisasi hutang dari 30 bulan menjadi 36 bulan dan jangka waktu minimum untuk reim-

bursement pajak pendapatan atas *remittance* ke luar negeri dari 60 bulan menjadi 96 bulan.

- mengubah peraturan perbankan untuk mengurangi kewajiban berdenominasi dolar dan meningkatkan aktiva berdenominasi dolar.
- melarang dana yang diperoleh melalui investasi yang diijinkan untuk ditanamkan pada *fixed-yield bonds*. Ketika pasar menggunakan debentures untuk investasi pada *fixed income assets*, otoritas melarang arus modal masuk dalam bentuk debentures.
- membuat *channel fixed income investment* melalui *fixed income yield funds* (FIYF), dengan mengenakan *entrance tax* pada awal transaksi valas (pengenaan pajak ini diperluas pada utang luar negeri). Ketika pasar mulai menggunakan *derivatives* untuk investasi ke dalam *fixed income assets*, investasi melalui FIYF kemudian dilarang.
- ketika pasar menggunakan berbagai produk *derivatives* untuk memperoleh *fixed yields*, selanjutnya otoritas melarang berbagai *fixed income-like securities*.
- ketika *government securities* juga digunakan untuk memperoleh *fixed yields*, otoritas membatasi investasi ini dan memperluas pengenaan pajak atas seluruh portfolio investment pada bulan Januari 1994.

Restriksi yang lebih keras atas aliran modal masuk asing dijalankan berkaitan dengan Real plan of July 1994 dengan tujuan untuk meredam inflasi dan meningkatkan kualitas arus modal masuk ke Brazil dengan upaya mengubah komposisi arus modal masuk dari berjangka pendek menjadi berjangka panjang dengan cara :

- membatasi atau melarang investasi pada asset tertentu
- meningkatkan entrance tax pada portfolio inflows
- membatasi besar dan maturity dari kredit ekspor

Setelah krisis Mexico awal 1995, dan tahun 1996, Brazil kembali meningkatkan kontrol terhadap arus modal masuk dengan :

- memberlakukan pajak yang berbeda atas arus modal masuk sesuai dengan *maturity*
- memperpanjang jangka waktu minimum untuk seluruh currency loan menjadi 3 tahun
- mengenakan pajak (*entrance tax*) atas investasi pada privatization funds.

c. Efektivitas Kebijakan

Kontrol arus modal yang dijalankan Brazil nampaknya tidak berjalan efektif. Arus modal masuk terus meningkat dengan pesat dalam periode tersebut. Arus modal swasta neto yang pada periode 1988-91 rata-rata sebesar US\$39 juta per bulan meningkat menjadi

rata-rata US\$970 juta per bulan pada periode 1992-95. Arus modal swasta ini terutama didominasi arus modal jangka pendek¹⁴. Sterilisasi besar-besaran dilakukan oleh otoritas Brazil atas akumulasi reserves yang pada gilirannya menimbulkan biaya fiskal yang tinggi.

Relatif tidak efektif kebijakan tersebut dalam mencapai tujuannya yaitu untuk mengurangi arus modal masuk jangka pendek, disebabkan oleh selalu ada insentif yang sangat kuat untuk *circumvention* karena adanya perbedaan suku bunga yang tinggi dan ekspektasi stabilnya nilai tukar (mengingat Brazil menganut sistem nilai tukar mengambang yang sangat terkendali). Disamping itu, Brazil telah memiliki pasar keuangan yang relatif sudah maju dan memiliki *currency future markets* dan *OTC derivatives markets* yang aktif. Hal ini menyebabkan kebijakan-kebijakan yang ditujukan untuk mengubah komposisi arus modal berulang kali dapat dielakkan pasar melalui *financial engineering*. Tampaknya kecanggihan pasar keuangan mengurangi *cost of circumvention* relatif terhadap *incentives for circumvention*.

CHILE (1991-1998)

a. Latar belakang penerapan kebijakan kontrol terhadap arus modal masuk

Reformasi struktural dan makroekonomi komprehensif yang dilaksanakan sejak awal tahun 1980an berhasil memperkuat perekonomian Chile (rata-rata pertumbuhan ekonomi Chile pada tahun 1984-1988 mencapai 5,7% per tahun). Kuatnya konsumsi dan investasi menyebabkan ekonomi Chile tahun 1989/90 mengalami overheating dicerminkan dari pertumbuhan PDB sebesar 10% dan investasi meningkat menjadi 26%. Sebagai respon terhadap overheating tersebut, Chile menerapkan kebijakan moneter ketat. Kombinasi antara kebijakan moneter ketat tersebut dengan menurunnya suku bunga dunia dan membaiknya sentimen pasar terhadap Chile, serta meningkatnya keinginan untuk menyalurkan pinjam ke negara emerging telah menyebabkan banjirnya aliran modal masuk swasta ke Chile sejak awal tahun 1989. Keadaan ini menyebabkan dilemma bagi kebijakan moneter klasik, dengan jumlah instrumen independen yang lebih sedikit dibandingkan dengan sasaran kebijakan. Konflik tersebut berasal dari kebijakan moneter yang menerapkan target inflasi domestik dan kebijakan nilai tukar untuk mencapai sasaran transaksi berjalan. Ketika aliran modal dideregulasi secara luas, kebijakan moneter dan nilai tukar tidak dapat dipisahkan.

Respon kebijakan mula-mula yang diterapkan Chile adalah melakukan sterilisasi valas. Untuk mengatasi dilemma tersebut, respon kebijakan awal yang dilakukan

14 Cardoso, E dan I. Goldfajn, "Capital Flows to Brazil: the Endogeneity of Capital Controls," IMF Working Paper WP/97/115".

adalah sterilisasi valas Sementara sterilisasi tersebut membantu mencegah ekspansi moneter, namun kebijakan tersebut menimbulkan biaya yang besar bagi bank sentral. Di samping itu, sterilisasi tersebut menarik aliran modal masuk lebih lanjut karena kecenderungan dipertahankannya suku bunga domestik tinggi. Untuk mengatasi hal tersebut, dalam bulan Juni 1991 Chile menetapkan *selective capital control* atas aliran modal masuk.

b. Bentuk Kebijakan

Dalam pelaksanaannya, pada 17 Juni 1991 Chile mengintrodusir kebijakan kontrol modal baru dengan mengkombinasikan (i) *market-based control* berupa yaitu pengenaan pajak tak langsung atas inflows melalui *unremunerated reserve requirement* (URR) atas pinjaman luar negeri dan (ii) *administrative control* berupa penetapan batas waktu minimum untuk PMA dan *portfolio investment*, disertai dengan regulasi lain berupa persyaratan peringkat minimum bagi perusahaan domestik yang akan melakukan pinjaman luar negeri dan persyaratan pelaporan yang ekstensif bagi bank untuk semua transaksi modal.

Tujuan penerapan URR adalah untuk men-*discourage* inflow jangka pendek, tanpa mempengaruhi investasi asing jangka panjang, dan untuk meningkatkan otonomi kebijakan moneter untuk meminimumkan efek dampak kebijakan moneter ketat terhadap nilai tukar. Adapun desain dari URR adalah sebagai berikut :

- URR merupakan kebijakan kontrol tidak langsung (price based) yang beroperasi sebagai “asymmetric Tobin tax”. URR diterapkan pertama kali sejak 17 Juni 1991 dan pada awalnya dikenakan pada semua instrumen utang luar negeri, kecuali kredit untuk perdagangan internasional. Kemudian, cakupan URR diperluas pada non-debt flows yang menjadi channel untuk *short-term portfolio inflows* (misalnya, deposito valas di bank-bank komersial, secondary depository receipt, dan FDI yang berpotensi melakukan spekulasi.)
- Response dinamis pelaku pasar dalam sistem keuangan yang canggih tampaknya telah mengurangi efektifitas regulasi dan memfasilitasi eksploitasi *loopholes* dalam sistem. Hal tersebut mendorong otoritas moneter Chile meningkatkan biaya pajak implisit dari URR dan secara memperluas coverage dari regulasi untuk menutup *loopholes*.
- Secara bertahap subyek URR diperluas hingga mencakup semua arus modal masuk yang menjadi saluran potensial bagi arus modal masuk jangka pendek, khususnya deposito mata uang asing di bank-bank komersial (1992) dan secondary American Depository Receipts (tahun 1995). FDI secara umum dikecualikan dari URR, namun FDI yang berpotensi spekulatif dikenakan URR (tahun 1996).

- Tahun 1992 URR ditingkatkan dari 20% menjadi 30%. Selanjutnya, dalam rangka mengoffset perubahan sentimen pasar terhadap *country risk premium* Chile akibat krisis Asia, pada bulan Juni 1998, URR rate diturunkan menjadi 10% dan selanjutnya menjadi 0% pada September 1998.

c. Kebijakan Pendukung

Ketika URR diintrodusir, Chile telah membuat kemajuan yang besar dalam meningkatkan kerangka *prudential* dari sistem keuangan dan memperkuat kebijakan makro. URR juga didukung dengan *restrictive regulatory framework* untuk transaksi internasional, sementara liberalisasi arus modal keluar yang juga dilakukan secara bertahap diharapkan dapat membebaskan tekanan terhadap arus modal masuk netto.

Kuatnya *prudential framework* untuk sektor keuangan merupakan komponen penting dari program reformasi ekonomi. Di samping itu, Chile telah didukung oleh enforcement capacity yang kuat melalui sistem informasi yang komprehensif dan sistem disclosure antara bank sentral Chile dan bank-bank komersial.

d. Efektivitas kebijakan

Efektivitas URR dalam mencapai sasaran masih menjadi perdebatan dan sejumlah studi mencoba menilai URR secara ekonometri. Pengkajian yang detil menyimpulkan bahwa ada sejumlah bukti yang menunjukkan bahwa URR berhasil mengubah komposisi aliran modal masuk ke arah aliran modal masuk jangka panjang¹⁵.

Studi terkini yang dilakukan Sebastian Edwards¹⁶ membandingkan periode tanpa restriksi dan periode dengan restriksi. Studi tersebut membuktikan bahwa restriksi aliran modal masuk hanya sedikit berpengaruh dan bersifat temporer terhadap perilaku suku bunga. Hal ini berarti kontrol modal tidak memberikan pengaruh yang substantif terhadap kebijakan moneter.

Keterbatasan efektivitas URR dalam mengendalikan aliran modal masuk telah dibuktikan secara kuantitatif. Walaupun pembuktiannya lemah, hasil studi menunjukkan bahwa URR telah mengurangi besaran arus modal masuk, sebagian besar tahun 1991-97. Soto¹⁷ menemukan bahwa URR sedikit menurunkan volatilitas nilai tukar. Edwards (1999) dan Soto (1997) menyimpulkan bahwa URR tidak mempengaruhi *path* dari RER.

15 Nadal-De Simone, Francisco and Piritta Sorsa, "A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s," IMF Working Paper No.99/52. Washington: IMF, 1999.

16 Sebastian Edwards, "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia," NBER Working Paper No. 7233, Cambridge, Massachusetts, Juli 1999.

17 Valdes-Prieto, Salvador dan Marcelo Sot, 1997, "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile," unpublished, Universidad Catolica de Chile. 1997.

MALAYSIA (1994)a. *Latar belakang penerapan kontrol terhadap arus modal masuk*

Dalam periode 1990-1993 perekonomian Malaysia mencatat surplus *capital account* yang sangat besar akibat derasnya aliran modal masuk baik dalam bentuk arus modal jangka panjang maupun jangka pendek. Arus modal swasta neto jangka panjang meningkat dari 5,7% per PDB pada tahun 1990 menjadi 8,2% per PDB tahun 1993, sementara itu arus modal swasta jangka pendek meningkat pesat dari 1,2% per PDB menjadi 8,9% per PDB. Kuatnya fundamental ekonomi mendorong aliran modal masuk jangka panjang, sedangkan tingginya *interest rate differential* di Malaysia dan ekspektasi pasar akan apresiasi ringgit dalam konteks kebijakan ringgit yang stabil telah mendorong kuatnya aliran modal masuk jangka pendek (terutama dalam bentuk pinjaman luar negeri perbankan dan penempatan deposito dalam ringgit milik nasabah asing pada bank-bank Malaysia)

Dalam mengelola arus modal masuk yang deras tersebut, Pemerintah menghadapi *trade off* antara perlunya mempertahankan suku bunga tinggi untuk menahan laju inflasi dan perlunya *discourage* arus modal masuk jangka pendek yang dipandang sangat *reversible* dan spekulatif, terutama arus modal masuk yang berkaitan dengan pembelian *debt securities* dan peningkatan kewajiban eksternal bank-bank komersial. Terlepas dari resiko makroekonomi *overheating* yang terkait dengan tingginya ekspansi cadangan perbankan, arus modal masuk juga menimbulkan resiko sektor keuangan, termasuk penurunan kualitas aktiva.

Dengan latar belakang tersebut, prioritas ditetapkan untuk mengatasi inflows yang dapat menimbulkan ketidakstabilan dan memulihkan stabilitas pasar keuangan dengan kombinasi kebijakan moneter dan *exchange control*. Kebijakan awal yang dilakukan adalah sterilisasi arus modal masuk, namun sterilisasi ini menjadi mahal mengingat langkanya surat berharga pemerintah sehingga BNM harus menerbitkan bills untuk menjalankan OMO. Sterilisasi juga tidak efektif karena operasi sterilisasi menjadikan suku bunga tetap tinggi sehingga menarik arus modal masuk. Otoritas moneter memandang perlunya tambahan instrumen moneter langsung, termasuk meningkatkan reserve requirement.

Mengingat arus modal masuk yang *persistent* dan kekhawatiran akan ketidakmampuan mengendalikan agregat moneter dan inflasi dan ketidakstabilan di pasar keuangan, otoritas moneter mengeluarkan kebijakan kontrol modal langsung pada awal 1994.¹⁸

18 "Malaysia's Recent Experience with International Capital Flows," Malaysia: Background paper, SM/95/236, September 1995.

b. Bentuk Kebijakan

Kebijakan *direct and market based capital control* yang dikeluarkan pada awal 1994 secara spesifik ditujukan untuk membatasi aliran modal masuk jangka pendek dalam bentuk pinjaman luar negeri bank dan simpanan ringgit milik nonresident bank dan non-bank. Kebijakan tersebut terdiri dari :

Larangan bagi resident untuk menjual surat berharga pasar uang Malaysia dengan maturity kurang dari 12 bulan kepada non resident; (ii) melarang bank-bank komersial untuk melakukan *non-trade related bid-side swap* atau transaksi forward dengan non residents; (iii) *asymmetric limit* bagi posisi kewajiban eksternal bank-bank komersial (di luar trade related dan FDI flows); (iv) bank-bank komersial diharuskan menempatkan dana ringgit milik lembaga keuangan asing dalam *non-interest bearing vostro account* di bank sentral.

Kebijakan ini disertai dengan kebijakan pelonggaran suku bunga, penghentian kebijakan sterilisasi disertai dengan penerapan prudential regulation untuk mengatasi masalah likuiditas.

c. Efektivitas Kebijakan

Kontrol modal tampaknya berhasil dalam mengurangi volume dan mengubah komposisi dari arus modal masuk. Namun, dampak pada variabel ekonomi tidak konsisten dengan tujuan sehingga menimbulkan reaksi awal yang negatif pada tahun 1994 yang mengakibatkan depresiasi ringgit dan koreksi di pasar modal.

Sejak awal dinyatakan bahwa penerapan kontrol berlaku untuk sementara waktu, karena Pemerintah Malaysia menyadari bahwa apabila penerapan kontrol modal terlalu lama dapat menimbulkan distorsi pasar. Dalam waktu kurang dari satu tahun, kebijakan kontrol modal dicabut, ketika pemerintah memandang bahwa tujuan dari kontrol telah tercapai, yaitu membatasi arus modal masuk jangka pendek dan ekspansi moneter, serta memulihkan stabilitas dalam pasar valas. Namun *prudential measures* tetap dipertahankan.

THAILAND (1995-1997)

a. Latar Belakang Penerapan Kebijakan Arus Modal Masuk

Thailand mulai menunjukkan tanda-tanda *overheating* pada pertengahan tahun 1993, walaupun otoritas moneter menjalankan kebijakan keuangan yang ketat. Kombinasi sistem nilai tukar pegged sejak 1984, arus modal masuk yang sangat liberal, dan lebarnya interest rate differential menciptakan insentif yang kuat untuk arbitrase suku bunga dan menjadi penyebab arus modal neto yang tinggi dan volatile. Arus modal masuk

jangka pendek mendominasi sekitar 60% dari total arus modal masuk di tahun 1993, terutama dalam bentuk pinjaman bank jangka pendek melalui Bangkok International Banking Facilities (BIBF), nonresident baht account yang dimiliki oleh lembaga keuangan asing, dan short-term debt securities.

Arus modal masuk yang besar dan bergejolak terutama pada awal tahun 1995 tidak hanya mengancam *inflation outlook*, tetapi juga mempersulit implementasi kebijakan moneter dalam sistem nilai tukar tetap, disamping terbatasnya instrumen kebijakan moneter tidak langsung. Kebijakan fiskal relatif ketat, sistem nilai tukar peg tetap dipelihara dan otoritas enggan untuk lebih *aggressive* meliberalisasi arus modal keluar.

Mengingat terbatasnya pilihan kebijakan, otoritas moneter berupaya mengatasi arus modal masuk melalui kombinasi kebijakan moneter, prudential, dan *market based capital control*..

b. Bentuk Kebijakan

Thailand menerapkan kebijakan yang secara langsung mempengaruhi arus modal pada bulan Agustus 1995.

Kebijakannya terdiri dari :

- i. *Assymetric open position untuk posisi short and long*, dengan limit yang lebih kecil untuk *short foreign currency position* dalam upaya *men-discourage* pinjaman luar negeri
- ii. Persyaratan melapor bagi bank mengenai kebijakan manajemen resiko dalam perdagangan valas dan derivatif.
- iii. Reserve requirement 7% untuk rekening nonresiden dalam baht dengan *maturity* kurang dari satu tahun dan bagi utang luar negeri jangka pendek perusahaan pembiayaan.
- iv. Pembatasan kredit bank non-prioritas dalam valas dan kenaikan pada *banks' foreign currency exposure*.
- v. Moral suasion agar bank-bank komersial dan BIBF memperpanjang *maturity* utang-utang luar negerinya

Kebijakan ini sempat menurunkan arus masuk pinjaman luar negeri, namun pada akhir tahun pinjaman luar negeri kembali meningkat tajam akibat turunnya suku bunga US, sementara bank sentral melakukan sterilisasi arus modal masuk melalui swap nilai tukar dengan menetapkan *forward rate* yang tidak terdeviasi terlalu jauh dari spot ratenya. Selanjutnya Thailand memperkuat prudential regulation dengan meningkatkan CAR.

c. Efektivitas Kebijakan

Secara keseluruhan *regulatory control* yang diterapkan pada arus modal masuk periode 1995-96 berdampak :

- mengurangi arus modal masuk neto ke Thailand
- menurunkan pangsa arus modal masuk jangka pendek neto dari 62% dari total arus modal masuk tahun 1995 menjadi 32% di tahun 1996.
- maturity BIBF menjadi lebih panjang. (pangsa pinjaman LN jangka panjang meningkat dari 14% tahun 1995 menjadi 34,3% tahun 1996)
- menurunkan pangsa utang LN jangka pendek dari 50% terhadap total tahun 1995 menjadi 43% tahun 1996).
- mengurangi pertumbuhan rekening non-resident dalam baht.

Namun sulit untuk memisahkan apakah dampak tersebut di atas adalah akibat pengaruh dari kontrol modal atau akibat turunnya kepercayaan investor dan faktor eksternal lainnya.

Apapun dampak dari kebijakan arus modal tersebut terhadap komposisi volume dan jangka waktu arus modal masuk, Thailand mengalami berbaliknya arus modal secara tajam dan turunnya perekonomian. Kebijakan ini juga gagal men-*discourage* bank-bank untuk tidak menyalurkan arus modal masuk pada sektor-sektor yang tidak produktif. *Prudential regulation* sering dilanggar karena tidak *memadainya enforcement dan disclosure*.

B. Kebijakan Pengendalian Terhadap Arus Modal Keluar Dalam Periode Krisis

Kebijakan ini diterapkan untuk tujuan sebagai berikut :

a. Mengurangi volatilitas dan ketidakstabilan ekonomi ;

Restriksi terhadap aliran modal keluar, terutama diterapkan pada transaksi modal jangka pendek untuk meredam volatilitas aliran modal yang spekulatif yang dapat mengancam stabilitas nilai tukar dan menguras cadangan devisa. Dengan membatasi aliran modal keluar, maka tekanan depresiasi nilai tukar dapat dicegah lebih lanjut, dan selanjutnya dapat memberikan kesempatan bagi negara untuk memperkuat infrastruktur keuangan domestiknya.

Paul Krugman¹⁹ menegaskan bahwa negara-negara yang telah mengalami krisis dapat memperoleh manfaat dari penerapan kontrol terhadap arus modal keluar yang bersifat sementara. Menurut pandangan ini, pada saat "*curative control on capital out-flow*" diterapkan, negara yang mengalami krisis dapat menurunkan suku bunga, dan

19 Paul Krugman, 1998. "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune*, September 7 p. 74-80.

menjalankan kebijakan *pro-growth*. Kontrol terhadap arus modal keluar akan memberikan tambahan waktu kepada negara yang terkena krisis untuk merestrukturisasi sektor finansialnya dengan lebih terarah. Begitu perekonomian telah pulih kembali, kontrol tersebut dapat dihapuskan. (Malaysia mengikuti path ini dalam tahun 1998-99).

b. Melindungi suatu sistem nilai tukar peg;

Pada negara yang menganut sistem nilai tukar tetap atau sangat terkendali (*highly managed*), kontrol terhadap arus modal keluar ditujukan melindungi sistem nilai tukar tersebut dari collapse. Karena, arus modal keluar tanpa batas akan menyebabkan terkurasnya cadangan devisa, sementara ruang untuk menggunakan suku bunga untuk mempertahankan nilai tukar sangat terbatas, mengingat kenaikan suku bunga yang tinggi akan memperburuk kondisi perekonomian domestik dan sistem perbankan yang sudah rentan.

Thailand (1997-98) dan Malaysia (1998-sampai sekarang) menerapkan kebijakan kontrol terhadap aliran modal keluar dengan variasi yang berbeda-beda, khususnya kontrol dikenakan terhadap aktivitas transaksi modal oleh non-resident, misalnya dengan membatasi akses non-resident terhadap dana dalam mata uang domestik yang dapat digunakan untuk berspekulasi.

THAILAND (1997-1998)

a. *Latar belakang penerapan kebijakan arus modal keluar*

Setelah selama lebih dari satu dekade mengalami pertumbuhan yang mengesankan, Thai baht mengalami tekanan spekulatif yang berat pada bulan Mei 1997. Defisi transaksi berjalan makin memburuk (yang mencerminkan hilangnya daya saing akibat kebijakan nilai tukar baht yang di peg pada US dollar). Walaupun besar defisit transaksi berjalan dapat dibiayai oleh arus modal masuk, komponen dari arus modal masuk tersebut berjangka pendek, sehingga meningkatkan vulnerabilitas terhadap perubahan sentimen pasar yang mendadak. Yang menjadi daya tarik arus modal masuk tersebut adalah *interest rate differential* dan *implicit exchange rate guarantee* dari sistem nilai tukar baht yang di peg.

Meningkatnya ketidakseimbangan domestik dan eksternal serta timbulnya masalah perbankan sejak akhir 1996 menumbuhkan pertanyaan *mengenai sustainability sistem peg* dan mendorong serangan spekulatif terhadap baht. Tekanan spekulatif muncul dan difasilitasi dengan relatif terbukanya sistem devisa Thailand pada saat itu,²⁰ memiliki

20 Sebelum tahun 1997, capital account Thailand hampir terliberalisasi penuh dari sisi inflow, kecuali reserve requirement atas pinjaman luar negeri jangka pendek, sedangkan outflow diliberalisasi secara bertahap. Tidak terdapat kontrol atas repatriasi investment funds, dividend dan pendapatan bunga yang diperoleh, namun terdapat restriksi untuk penanaman modal di luar negeri baik portfolio maupun penanaman modal langsung.

pasar spot dan forward yang telah maju dan non-resident bebas memperoleh kredit dalam baht dari bank-bank domestik. Spekulasi atas baht adalah *berupa direct position-taking* di forward market, yang kemudian dikonversi kedalam valas, menciptakan *short position* atas baht. Konversi kredit baht ke dalam valas merepresentasikan capital out-flow, memberikan tekanan pada *spot exchange rate*. Upaya banks entral untuk mengatasi tekanan nilai tukar ini berakibat pada turunnya cadangan devisa.

Untuk mengatasi permasalahan di atas, otoritas moneter Thailand menerapkan kontrol arus modal pada 15 Mei 1997 untuk menstabilkan pasar valas dan meredam serangan spekulatif terhadap baht.

b. Bentuk Kebijakan

Thailand menciptakan *two tier currency market* dengan membuat segmentasi *onshore market* dari *offshore counterpart* melalui gabungan kebijakan langsung dan market-based. Kebijakan yang diterapkan diupayakan untuk menutup saluran spekulasi sebagaimana tergambar di atas :

- i. Lembaga keuangan diminta untuk tidak melakukan, dan menghentikan transaksi dengan nonresidents (Juni 1997) yang dapat memfasilitasi penumpukan posisi baht di offshore market (termasuk baht lending melalui swaps, outright forward transactions dalam baht dan penjualan baht against valas);
- ii. Setiap pembelian *bills of exchange* berdenominasi baht dan debt instrumen lainnya yang belum jatuh tempo harus dibayar dalam USD;
- iii. Foreign equity investors dilarang merepatriasi dana dalam baht, (namun bebas dalam merepatriasi dana dalam valas);
- iv. Non-resident diharuskan menggunakan *onshore exchange rate* ketika mengkonversikan baht yang diperoleh dari hasil penjualan saham.
- v. Lembaga keuangan diharuskan memberikan laporan transaksi valas dengan non-resident secara harian.

Kebijakan-kebijakan di atas secara tegas ditargetkan pada *decoupling onshore dan offshore market*. The two-tier system diupayakan untuk menghambat nonresident yang tidak melakukan transaksi perdagangan dan investasi di Thailand (diidentifikasi sebagai spekulasi) dapat mengakses kredit domestik yang diperlukan untuk membangun net-short domestic currency position (melalui kebijakan (i)-(iii), dan *mengenakan punitive cost* terhadap spekulasi (melalui kebijakan i dan iv), sementara itu, nonspeculative credit demand dipenuhi pada normal market rates. Kebijakan kontrol modal tersebut tidak dikenakan pada transaksi yang memiliki *genuine underlying business* terkait dengan transaksi perdagangan internasional.

c. Efektivitas Kebijakan

Kebijakan *selective control* tersebut mengurangi volume perdagangan secara tajam pada swap market Thailand, dimana foreign investor sering melakukan pembelian dan penjualan untuk *hedging currency risk* atas investasi di Thailand. Kebijakan ini juga menghentikan serangan spekulatif terhadap baht dengan mengakibatkan para spekulan mengalami kerugian besar (dilaporkan sekitar \$1 miliar sampai \$1,5 miliar), karena *onshore* dan *offshore bank* mensegmentasikan kedua pasar dengan menolak menyediakan kredit jangka pendek bagi spekulan. Penolakan bank-bank untuk menyediakan kredit dalam baht mengakibatkan kurangnya likuiditas baht bagi pemain *offshore* yang telah *short baht position* selama serangan spekulatif dan harus menutup posisi *forward*-nya. Sebagai akibatnya, *offshore swap interest rates* meningkat tajam relatif terhadap *onshore rates*, dan memaksa spekulan untuk menyelesaikan *forward* posisinya melalui spot market, sehingga memberikan tekanan ke atas pada spot rate. Hal ini memaksa investor yang telah mengambil posisi *against* baht dengan ekspektasi devaluasi mengalami kerugian. Dengan tidak adanya penyediaan pasokan baht dari pasar domestik Thailand, otoritas moneter dapat menahan tekanan pada baht dengan tergantung pada penerapan *selective capital control* sampai bulan Juli.

Kontrol tidak menahan terjadinya arus modal keluar melalui alternatif saluran lain. Meningkatnya *spread* antara *onshore* dan *offshore interest rate* (dari 2,5% pada pertengahan Mei menjadi 7,6 percent minggu pertama Juni dan 12,9% pada pertengahan Juni dan turun menjadi 9,8% tgl 18 Juni 1997) menciptakan kesempatan *arbitrage*, dan meningkatkan insentif untuk mengelak dari peraturan.

Adanya ekspektasi yang persisten terhadap akan kemungkinan devaluasi baht mendorong terjadinya arus modal keluar sehingga cadangan devisa tetap tertekan, Tingginya biaya untuk mempertahankan sistem nilai tukar peg mendorong otoritas moneter pada akhirnya melepaskan *pegged exchange rate regim* dan mengambangkan baht pada 2 Juli 1997. Swap premium mulai konvergen di *onshore* dan *offshore market* setelah akhir Agustus 1997, menunjukkan menurunnya efek dari kontrol. Baht terus terdepresiasi sampai paket program stabilisasi yang komprehensif dengan reformasi struktural yang diperlukan terlihat secara penuh diimplementasikan, termasuk upaya memperkuat lembaga keuangan yang lemah.

Kontrol modal Thailand hanya memberikan ketenangan pada pasar keuangan sementara. Penerapan kontrol pada mulanya memperbesar perbedaan suku bunga antara *offshore* dan *onshore market*, perdagangan di pasar swap terhenti dan serangan spekulatif berhenti secara temporer. Upaya-upaya *circumvention* terhadap kontrol terjadi karena penguasaan kontrol tidak berskala luas dan tidak menghapuskan *offshore market* yang terus membuka kesempatan *arbitrage*, terutama dalam kondisi sektor keuangan yang bermasalah dan makroekonomi yang tidak seimbang.

Disamping lemahnya fundamental ekonomi, penggunaan kontrol telah mengurangi kepercayaan investor dan men-*discourage* arus modal masuk, menyebabkan penurunan arus modal masuk ke Thailand dari 5% PDB di 1996 menjadi rata-rata -12% di 1997-98.

Namun, kontrol segera mengalami kebocoran, sehingga tekanan terhadap baht kembali meningkat, dan dalam dua bulan setelah kebijakan kontrol diterapkan, otoritas moneter mengambangkan baht. Sebagian besar kontrol dihapuskan atau dimodifikasi pada akhir Januari 1998. Larangan bagi bank untuk melakukan transaksi yang tidak komersial diganti dengan pembatasan; disamping itu, *two-tier market* dihapuskan menjadi *unified* kembali.

MALAYSIA (1998 -)

a. Latar belakang penerapan kontrol arus modal keluar

Exchange and capital control kembali diterapkan dalam skala yang luas pada awal September 1998 sebagai upaya untuk mengatasi tekanan depresiasi ringgit dalam periode krisis keuangan Asia.

Kondisi pasar keuangan Malaysia sebelum penerapan *exchange control* September 1998 :

- (i) *cross border transaction* dalam ringgit relatif bebas, termasuk menggunakan ringgit untuk pembayaran dan penerimaan perdagangan dengan non resident dan mentoleransi offshore over the counter trading saham dan obligasi on the bursa efek Malaysia. Akibatnya offshore market dalam ringgit telah berkembang aktif terutama di Singapura, dengan mayoritas *cross currency hedging* ringgit terjadi di pasar Singapura, bukan di Malaysia. Sampai dengan tahun 1997, bank-bank Malaysia diperbolehkan menyediakan *forward cover against ringgit* kepada non-resident, sehingga mempermudah terjadinya arbitrase antara pasar domestik dan *off-shore*.
- (ii) *portfolio capital inflows* oleh non-resident tidak dibatasi, portfolio outflows untuk resident yang tidak memiliki pinjaman domestik tidak dibatasi sedangkan yang memiliki pinjaman domestik memerlukan persetujuan untuk mengeluarkan dana lebih dari 10 juta ringgit per corporate group per tahun;
- (iii) pinjaman luar negeri dan memberikan pinjaman valuta kepada resident dan non-resident tidak dibatasi, namun terkena ketentuan prudential perbankan yang membatasi *exposure bank* atas *foreign currency loans*.

Pada saat terjadi krisis 1997, kondisi fundamental ekonomi Malaysia relatif kuat dibanding negara Asia yang terkena krisis lainnya. Namun Malaysia juga menghadapi potensi vulnerabilitas akibat dari ekspansi kredit yang berlebihan dan penurunan kualitas

aktiva perbankan. Tekanan depresiasi ringgit terjadi terutama akibat tidak dibatasinya perdagangan mata uang ringgit di luar negeri. Akibat pelaku pasar mengambil posisi short ringgit dengan asumsi ekspektasi depresiasi, suku bunga ringgit di pasar *offshore* meningkat relatif terhadap suku bunga di pasar domestik, sehingga terjadi arus modal keluar mencapai RM24,6 miliar pada triwulan 2 dan ke-3 tahun 1997. Arus modal keluar dari *onshore ke offshore market* mendorong meningkatnya suku bunga domestik yang pada gilirannya mempercepat kontraksi ekonomi dan meningkatkan kesulitan sektor korporat dan perbankan. Karena itu pada 1 September 1998 dikeluarkan kebijakan *direct capital and exchange controls*.

Tujuan kebijakan kontrol tersebut adalah untuk (i) memperoleh kembali independensi kebijakan moneter dengan menghambat spekulasi ringgit melalui penghapusan *offshore ringgit market* dan (ii) menstabilkan arus modal jangka pendek. Dengan demikian kebijakan kontrol didesain untuk membatasi internasionalisasi ringgit dengan menghilangkan akses perolehan ringgit oleh spekulan di pasar *onshore* dan *offshore*.

b. Bentuk kebijakan

Bentuk kebijakan yang diberlakukan per 1 September 1998 memiliki cakupan yang luas yaitu meniadakan semua saluran untuk mentransfer ringgit ke luar negeri yang berarti menghapuskan pasar *offshore ringgit*. Kebijakan tersebut antara lain mencakup

- i. restriksi atas transfer antara rekening eksternal non-resident;
- ii. restriksi antara pemberian fasilitas kredit antara resident dan non-resident;
- iii. larangan penggunaan ringgit untuk menyelesaikan transaksi perdagangan internasional;
- iv. pembatasan ekspor dan impor ringgit;
- v. larangan memperdagangkan ringgit di luar negeri;
- vi. kewajiban repatriasi ringgit yang berada di luar negeri ke dalam Malaysia s.d. akhir September 1998;
- vii. mengenakan pembatasan ketat atas transfer modal ke luar oleh resident; menahan repatriasi *portfolio capital non-resident* di Malaysia selama 12 bulan. (Pada 4 Februari 1999, ketentuan ini diganti dengan *exit levies* yang besarnya makin rendah untuk jangka waktu investasi yang makin lama).

Penerapan kontrol disertai dengan mematok kurs ringgit pada RM3,8 per USD dolar, penurunan suku bunga dan melonggarkan kebijakan kredit, memperlonggar kebijakan fiskal dalam upaya menstimulus perekonomian. Otoritas moneter juga

mempercepat reformasi sector keuangan dan corporate untuk memperkuat daya tahan system perbankan. Terutama otoritas moneter memperkuat pengawasan lembaga keuangan, mengupdate prudential regulation sistem perbankan termasuk *incorporate market*, kredit, resiko *off balance-sheet* yang terkandung dalam transaksi modal.

Payment dan transfer yang terkait dengan *current international transaction* tidak terkena kontrol sepanjang disertai dokumen yang tepat. BNM mendelegasikan tanggung jawab pelaksanaan kebijakan arus modal kepada bank-bank komersial. Karenanya bank komersial diminta untuk menanyakan bukti dokumen-dokumen atas berbagai transaksi yang disetujuinya dan melapor kepada BNM secara berkala. Walaupun tidak ada penalti secara spesifik bagi pelanggar terhadap kontrol, otoritas moneter secara ketat memonitor aktivitas bank komersial dan melakukan moral suasion untuk menjamin pelaksanaan peraturan sesuai dengan ketentuan.

Kontrol ini dilengkapi dengan tambahan kebijakan untuk mengeliminasi *potential loopholes*, antara lain :

- melakukan amandemen *companies act* untuk membatasi distribusi dividen (deviden tidak terkena control);
- menutup OTC offshore market (disebut Central Limit Order Book) di Malaysian equity;
- mengumumkan demonetisasi uang kertas ringgit yang berdenominasi besar untuk mencegah dibawahnya ringgit dalam jumlah besar dengan mudah ke luar negeri.

c. Efektivitas Kebijakan

Penghapusan akses terhadap ringgit bagi *non-resident* secara efektif menghapus *offshore ringgit market*, dan berbarengan dengan restriksi repatriasi portfolio investment milik *non-resident* serta restriksi investasi di luar negeri oleh *resident* berhasil menghentikan aliran modal keluar. Kontrol modal disertai kebijakan makroekonomi dan keuangan lainnya, membantu menstabilkan nilai tukar. Sejak diberlakukannya kontrol dan ringgit di-peg, tidak terdapat tekanan spekulatif terhadap ringgit, walaupun kebijakan moneter dan fiskal relatif longgar.

Indikasi awal adanya *black market* yang berkembang di *cash market* menghilang begitu peserta pasar menyadari bahwa terdapat cukup cadangan devisa untuk memenuhi kebutuhan mereka.

Tidak terdapat indikasi *circumvention* dengan cara *underinvoicing of export* atau *over-invoicing of impor*. Hal ini didasarkan pada perbandingan antara nilai ekspor Malaysia kepada 3 partner dagang utamanya dengan impor mitra dari Malaysia. Tidak adanya *circumvention* ini terutama akibat ringgit yang undervalued.

Neraca pembayaran terus menguat mencerminkan penurunan impor yang lebih tajam daripada ekspor, akibat depresiasi ringgit secara riil dan lemahnya permintaan domestik. Net outflow berhasil dihentikan dan cadangan devisa meningkat. Kepercayaan terhadap perekonomian Malaysia segera pulih.

Keberhasilan menahan arus modal keluar setelah kebijakan September 1998 tampaknya merupakan hasil dari kombinasi beberapa faktor :

- i. pelaksanaan kebijakan kontrol yang luas mencakup semua *potential loopholes* dalam sistem.
- ii. implementasi dan *enforcement* yang ketat atas kebijakan-kebijakan BNM ditunjang dengan sistem perbankan yang disiplin, yang secara ketat menginterpretasikan peraturan dan tidak mencari *potential loopholes*.
- iii. Upaya BNM untuk melakukan diseminasi informasi sifat dari exchange control rules untuk menyediakan transparansi yang lebih besar dan understanding the measures.

Penahanan arus modal keluar juga tercermin dari beberapa faktor-faktor yang mengurangi insentif untuk melakukan penghindaran dibandingkan dengan biaya melakukannya. Hal ini termasuk :

- i. kecukupan cadangan devisa
- ii. waktu dan keadaan dimana capital control diterapkan (terutama fundamental ekonomi Malaysia yang kuat).
- iii. Akselerasi upaya reformasi makroekonomi dan keuangan yang telah memberikan kredibilitas terhadap keseluruhan agenda kebijakan Malaysia
- iv. Ex post undervaluation of the ringgit setelah dipatok pada RM 3.8 per dollar karena mata uang regional lainnya mulai apresiasi sekitar waktu ringgit di peg.
- v. Kembalinya kepercayaan investor kepada region secara umum.

Namun pada saat awal kebijakan diberlakukan, terdapat reaksi eksternal yang negatif.

- Pasar saham pada awalnya turun sebesar 13,3%, sampai pada tingkat terendah di tahun 1998, namun kemudian meningkat secara bertahap, akibat pembelian oleh state controlled institutional funds, investasi oleh investor non-resident yang dananya tertahan di Malaysia dan pulihnya kepercayaan regional secara umum.
- Peringkat kredit dan sovereign risk Malaysia diturunkan oleh lembaga-lembaga pemeringkat internasional segera setelah peraturan diberlakukan, akibat kekhawatiran bahwa kontrol modal akan mengancam keterbukaan Malaysia terhadap perdagangan dan investasi asing.

- Malaysia dikeluarkan dari indeks investasi utama. Indeks tersebut selama ini digunakan sebagai *investment benchmark* bagi para fund manager.
- risk premium Malaysia di pasar internasional meningkat.
- Selain itu, walaupun FDI tidak terkena kontrol, terdapat banyak ketidakjelasan tentang cakupan dan dampak kebijakan tersebut, yang menyebabkan FDI investor pada awalnya sangat berhati-hati dalam melakukan investasi di Malaysia. Hal ini dibuktikan dengan turun drastisnya persetujuan FDI pada triwulan I/99 menjadi hanya sebesar RM 1,3 miliar, dibandingkan dengan RM12,9 miliar tahun 1998.
- Aktivitas perdagangan di pasar spot dan swap pasar mata uang dan di pasar future merosot tajam, akibat nilai tukar tetap dan pembatasan pada transaksi forward. Akibatnya sulit untuk menemukan non-resident counterparty untuk keperluan hedging currency risk jangka panjang. Volume transaksi bulanan di pasar spot dan swap menurun dari rata-rata RM 73,8 miliar pada bulan Januari-Agustus 1998 menjadi rata-rata RM 28,4 miliar dalam 4 bulan terakhir tahun 1998 (pada periode yang sama tahun 1997 rata-rata transaksi adalah RM 115,8 miliar).

Hambatan dari sisi domestik :

- Di sisi domestik, juga terdapat kebingungan mengenai karakteristik kebijakan yang sebenarnya, akibat sangat singkatnya waktu antara implementasi peraturan tersebut dan pemberitahuan hal-hal yang harus disiapkan.
- Untuk mengatasi masalah tersebut, BNM melakukan pertemuan dengan investors dan menyelenggarakan seminar-seminar mengenai peraturan baru tersebut dan kemudian menerbitkan berbagai klarifikasi dan press releases yang kemudian dikompilasikan dan dipublikasikan dalam “A Guide to the Exchange Control Rule”.
- Meningkatnya beban administratif bagi semua pihak yang terlibat yaitu BNM, traders dan investors yang harus menyediakan dokumen-dokumen dan bukti-bukti untuk melaksanakan transaksi; authorized bank yang bertanggung jawab melaksanakan kontrol dan harus melapor kepada BNM secara berkala, sementara bank-bank inipun sedang melaksanakan restrukturisasi perbankan.

II.3. Biaya Kontrol Modal

Berdasarkan pengalaman beberapa negara tersebut diatas, dapat diperoleh masukan bahwa penerapan kebijakan kontrol terhadap arus modal masuk/keluar berpotensi menimbulkan biaya yang signifikan bagi perekonomian, karena secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan kontrol modal akan mendistorsi alokasi sumber-sumber keuangan. Biaya-biaya tersebut antara lain :

- a. Kebijakan kontrol modal yang diterapkan secara komprehensif dengan cakupan yang luas dapat berpengaruh negatif terhadap jenis-jenis transaksi modal dan transaksi neraca berjalan lainnya yang sebenarnya tidak menjadi subyek restriksi.
- b. Kontrol modal menimbulkan biaya administratif yang signifikan (berupa *enforcement dan compliance cost*) untuk memelihara agar implementasi berjalan efektif. Hal tersebut terkait dengan adanya kecenderungan pasar mengeksploitasi potential loopholes dari ketentuan yang berlaku, terlebih mengingat pesatnya perkembangan instrumen di pasar keuangan yang mengurangi biaya relatif terhadap insentif dari *circumvention*. Karena itu, terdapat tendensi bahwa otoritas moneter memperluas cakupan restriksi modal dalam upaya menutup potensi loopholes bagi *circumvention*. Edwards²¹ dan Edwards dan Julio Santaella²² menganalisa secara detail anatomi dari krisis mata uang di banyak negara berkembang dan menunjukkan bahwa sektor swasta dapat dengan mudah mengelak dari ketentuan yang berlaku. Dalam hubungan ini, kontrol modal juga memberikan peluang yang lebih besar untuk korupsi bagi administraturnya.
- c. Terdapat resiko bahwa melindungi pasar keuangan domestik dengan kontrol dapat menghambat implementasi kebijakan penyesuaian yang penting atau menyebabkan sektor swasta terhambat dalam beradaptasi dengan perubahan kondisi internasional. Kontrol modal berbahaya bila digunakan oleh suatu perekonomian untuk mempertahankan kebijakan yang tidak konsisten, yang pada gilirannya dapat menyebabkan mata uang menjadi overvalued.²³
- d. Kontrol modal di satu pihak akan membatasi manfaat dari arus modal seperti risk sharing, diversifikasi, pertumbuhan produktivitas dan transfer teknologi, dan di lain pihak dapat menimbulkan persepsi pasar yang negatif sehingga meningkatkan risk premium, yang pada gilirannya membuat perolehan akses dana luar negeri bagi negara menjadi lebih mahal dan lebih sulit. Hal ini akan berpengaruh buruk bagi investasi di masa mendatang (Goldstein, 1995).

Biaya-biaya ini secara umum sulit untuk dikuantifisir. Karena itu, pembuat kebijakan sebaiknya mempertimbangkan berbagai alternatif kebijakan sebelum memutuskan untuk menerapkan kontrol.

II.4. Efektivitas Kontrol Modal

Salah satu kekhawatiran utama dalam menerapkan kebijakan arus modal adalah bahwa kebijakan tersebut tidak secara efektif mencapai tujuannya dan menyebabkan distorsi

21 Sebastian Edward, 1989, *Real Exchange rates, Devaluation and Adjustment*, The MIT Press.

22 Sebastian Edward, 1993, "Devaluation Controversies in the Developing Countries" in Michael Bordo and Barry Eichengreen (Eds). *Retrospective on the Bretton Woods System*, University of Chicago Press.

23 Paul Krugman, 1998. "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune*, September 7 p. 74-80.

alokasi sumber-sumber keuangan. Pengalaman beberapa negara menunjukkan bahwa terdapat kondisi tertentu yang dapat dimanfaatkan untuk membantu meningkatkan efektivitas penerapan kontrol tersebut. Antara lain :

- a. Kebijakan kontrol bersifat sementara, dan diaplikasikan secara komprehensif dan ketat dengan cakupan yang luas. Dengan berjalannya waktu, efektivitas kontrol akan memudar, mengingat perkembangan instrumen keuangan yang sangat cepat sehingga pelaku pasar dapat menemukan cara untuk menghindari kontrol, antara lain dengan berpindah kepada instrumen yang tidak dicakup.
- b. Adanya sistem monitoring yang handal, didukung dengan tersedianya sistem informasi yang memadai mengenai berbagai transaksi valas dalam skala luas, termasuk transaksi yang terkena peraturan dan transaksi yang tidak terkena peraturan. Dengan demikian otoritas moneter dapat secara efisien memonitor arus modal dan transaksi valas lainnya dan mengidentifikasi kemungkinan loopholes. Otoritas perlu siap beraksi dan menyesuaikan peraturan dan prosedur untuk menjamin *non-discriminatory compliance* terhadap peraturan. Dalam hal ini otoritas mungkin akan menghadapi tekanan yang kuat dari kelompok tertentu yang mempunyai kepentingan tertentu.
- c. Adanya sistem regulasi transaksi valas yang efektif dan memiliki dasar hukum kuat untuk memaksa penerapannya. Di lain pihak, otoritas moneter harus menerapkan peraturan secara transparan dan *non-discriminatory*, tanpa memberikan *privilege* kepada sektor, kelompok atau institusi tertentu.
- d. Kontrol modal harus diikuti dengan kebijakan-kebijakan pendukung, terutama dalam rangka memperkuat sistem keuangan. Penerapan kontrol modal di negara-negara yang memiliki prudential dan supervisory framework yang lemah, dan tanpa disertai upaya memperkuat sektor keuangan pada akhirnya akan memperburuk perekonomian itu sendiri. Karena itu patut disadari bahwa penerapan kontrol bukan berarti memberikan kesempatan kepada suatu negara untuk menerapkan kebijakan makroekonomi yang tidak sehat atau menunda tindakan-tindakan untuk memperkuat sistem keuangan. Idealnya, kontrol digunakan sebagai kebijakan transisi untuk mencapai tujuan dan membantu jalannya reformasi, bukannya menjadi pengganti.

II.5. Hubungan Kontrol Modal Dengan Kebijakan Prudential

Kontrol modal merupakan salah satu cara untuk mengendalikan berbagai resiko yang berkaitan dengan arus modal. Berbagai jenis kontrol modal telah dijalankan oleh negara-negara di dunia. Seiring dengan makin terintegrasinya sistem keuangan dunia dengan perkembangan instrumen yang sedemikian pesat, biaya dari penerapan kebijakan kontrol modal akan semakin meningkat. Penggunaan kontrol modal dapat dijustifikasi pada saat negara yang sedang memperkuat kerangka kelembagaan dan regulasi sistem keuangan

domestiknya. Tanpa didukung dengan sistem keuangan yang sehat, kontrol modal pun tidak dapat berjalan dengan efektif.

Alternatif lain dalam mengelola arus modal adalah dengan membatasi vulnerabilitas perekonomian terhadap resiko yang berkaitan dengan arus modal internasional adalah melalui penerapan kebijakan prudential dengan mempengaruhi keputusan lembaga keuangan dalam pengambilan resiko dan memperkuat kemampuan sistem keuangan dalam menghadapi volatilitas pasar.

Perbedaan antara kebijakan prudential dan kontrol modal tidak selalu jelas. Jika prudential regulation dan pengawasan dapat membuat lembaga keuangan mengelola resiko yang berkaitan dengan aktiva dan kewajiban eksternal dengan cara yang lebih hati-hati maka volatilitas arus modal dapat berkurang, atau konsekwensi dari volatilitas arus modal dapat dibatasi. Target kebijakan prudential yang diarahkan untuk membatasi resiko tertentu, misalnya exposure valas bank, dapat mempengaruhi jenis transaksi modal tertentu. Selanjutnya, jika arus modal masuk/keluar suatu negara didominasi aktivitas perbankan maka pembatasan resiko oleh bank dapat secara efektif membatasi keseluruhan arus modal dan resikonya. Dengan demikian, kebijakan prudential pada kenyataannya digunakan untuk tujuan kontrol modal.

Sebaliknya, kebijakan kontrol modal dapat mempunyai efek prudential, misalnya membatasi pinjaman jangka pendek perbankan dan kemudian membatasi likuiditas dan resiko bank yang terkait dengan pinjaman-pinjaman tersebut. Efektivitas kebijakan tersebut tergantung pada keberadaan kapasitas administratif yang cukup memadai.

Dalam implementasinya, standar prudential harus dibangun di semua pasar keuangan. *Prudential supervision dan regulation control* harus secara kontinue beradaptasi dengan perkembangan pasar sehingga dapat sejalan dengan perkembangan inovasi teknologi keuangan.

III. Kebijakan dan Masalah Arus Modal di Indonesia

3.1. Identifikasi Kebijakan Arus Modal (Cross Border Capital Flows) di Indonesia

Indonesia secara bertahap telah melakukan liberalisasi sistem devisa mulai tahun 1970 dan sejak tahun 1982 Indonesia menganut sistem devisa bebas sebagaimana ditetapkan dalam PP No.1/1982 yang selanjutnya dipertegas dengan UU No.24/1999 mengenai Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar. Pada awal diberlakukannya sistem devisa bebas tahun 1980an, sistem ini ditujukan antara lain untuk memberikan fleksibilitas kepada eksportir dalam memanfaatkan devisa hasil ekspornya tanpa hambatan. Sejalan dengan proses

liberalisasi perbankan serta cepatnya proses integrasi keuangan dunia, transaksi devisa berkembang dengan pesat dan arus modal antar negara makin meningkat dengan peranan swasta yang makin dominan. Pembatasan-pembatasan terhadap transaksi devisa dalam bentuk *capital control* dihindari karena dikhawatirkan akan mengurangi kepercayaan investor dan akan menghambat aliran modal masuk ke Indonesia dan menghambat pengembangan dan pendalaman pasar keuangan domestik. Terlebih Indonesia sangat tergantung pada aliran modal luar negeri dimana hingga tahun 1997 Indonesia merupakan net importer modal untuk memenuhi *saving-investment* gap yang besar.

Dengan membandingkan ketentuan-ketentuan yang terkait dengan transaksi yang melibatkan pergerakan dana lintas batas (*cross border*) di beberapa negara Asia, dapat dikatakan Indonesia sangat liberal dalam dalam transaksi keuangan *cross border* baik dalam valas maupun dalam rupiah. Hal tersebut juga tercermin dari *capital control index*²⁴ sebagai berikut:

Tabel 3.1. Indeks *Capital Control* tahun 1998*

Negara	Indeks
Singapura	0.30
Indonesia	0.35
Thailand	0.60
Philipina	0.45
Korea	0.61
Malaysia	0.77

*) Korea, index tahun 1997

Sumber: SEI-DKM, "*Lalu Lintas Modal di Negara-Negara ASEAN: Sistem Monitoring dan Determinan Lalu Lintas Modal*", Bank Indonesia Desember, 1999.

Ketentuan yang membatasi arus modal masuk relatif tidak ada, kecuali pembatasan pinjaman luar negeri untuk bank-bank dan perusahaan-perusahaan yang proyeknya terkait dengan pemerintah (PKLN) serta peraturan kehati-hatian yang membatasi *net foreign exchange position* bank-bank. Sementara itu, arus modal keluar dari Indonesia juga relatif bebas, dengan tidak adanya ketentuan yang membatasi terjadinya arus modal keluar, kecuali peraturan mengenai pembatasan forward jual oleh bank-bank domestik kepada non-resident (Agustus 1997). Disamping itu, transaksi rupiah *cross-border* pun dapat berlangsung dengan bebas.

24 Perhitungan Indeks berdasarkan metode yang digunakan Natalia Tamirisa dalam "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade", *IMF Staff Papers* Vol.46 No.1, Maret 1999.

Ketentuan-ketentuan yang mengatur pergerakan modal (*cross-border capital flows*) di Indonesia posisi per 31 Desember 1999 adalah sebagai berikut:

		K E T E N T U A N
1.	Pengaturan ekspor-impor bank notes : i. Rupiah - Ekspor/impor ii. Valas	Travelers bebas membawa masuk/keluar rupiah notes dan koin s.d max Rp.5 juta. Lebih dari Rp5 juta sampai Rp.10 juta harus dideklarasikan pada bea cukai. Di atas Rp. 10 juta harus dengan ijin Bank Indonesia Bebas.
2.	Pengaturan mengenai pemilikan rekening : - Pemilikan rekening valas oleh <u>resident</u> di dalam dan di luar negeri - Pembukaan rekening rupiah dan rekening valas oleh <u>non-resident</u> di dalam negeri (vostro)	Bebas. Bebas.
3.	- Pengaturan pendapatan ekspor, - Pembayaran invisible transaction dan current transfers	Bebas. Tidak ada kewajiban repatriasi ataupun surrender Bebas.
4.	Pengaturan transaksi modal : a. Sekuritas pasar modal - pembelian di DN oleh non- residen - penerbitan di DN oleh nonresident - pembelian di LN oleh resident - penjualan/penerbitan di LN oleh resident	Bebas. Perusahaan asing dapat menerbitkan (Indonesian Depository Receipt (IDR) melalui custodian banks di Indonesia. Bebas. Bebas, selama sahamnya tidak tercatat di Bursa Efek di Indonesia.
	b. Obligasi atau debt securities lainnya	Tidak diatur.
	c. Instrumen pasar uang - pembelian di DN oleh non- residen - penerbitan di DN oleh nonresident - pembelian di LN oleh resident - penjualan/penerbitan di LN oleh resident	Bebas. Dilarang. Bebas Bank perlu mendapatkan ijin dari tim PKLN untuk penerbitan instrumen dengan maturity lebih dari 2 tahun atau jumlahnya >\$20 juta per tahun perkreditor; Total penerbitan tidak lebih dari 30% modal bank
	d. Derivatives	- Transaksi derivatives di luar yang terkait dengan foreign exchange dan suku bunga dilarang. - Kerugian transaksi derivative lebih dari 10% dari modal bank harus lapor ke BI - Forward jual valas oleh bank domestik kepada non-resident dibatasi sampai dengan \$5 juta per bank per nasabah, kecuali forward jual untuk transaksi yang terkait dengan perdagangan dan investasi. - Bank dilarang memelihara derivatives eksposur yang ditransaksikan oleh banks' connected parties,

		KETENTUAN
		direktur, komisaris, karyawan atau pemilik bank, dan dilarang memberikan kredit atau overdraft untuk tujuan transaksi derivatives.
	e. Pengaturan pemberian kredit Kredit komersial : - Dari resident kepada nonresident - Dari non-resident kepada resident	Dilarang Bebas bagi nonbank private sector (namun harus menyerahkan laporan berkala kepada BI), kecuali bila pinjaman luar negeri tersebut terkait dengan proyek pembangunan dan/atau terkait dengan pemerintah dan BUMN. Harus mendapat persetujuan tim PKLN.
	f. Personal capital movement	Bebas
5.	Ketentuan yang Terkait Dengan Perbankan a. Meminjam ke LN	Bank perlu mendapatkan izin dari PKLN untuk penerbitan instrumen dengan maturity lebih dari 2 tahun atau jumlahnya > \$20 juta per tahun perkreditor; Total penerbitan tidak lebih dari 30% modal bank
	b. Memberi pinjaman kepada non-resident	Bank dilarang memberikan kredit baik dalam rupiah maupun valas kepada non-resident
	c. Memberi pinjaman valas di DN	Bebas.
	d. Membeli sekuritas berdenominasi valas yang diterbitkan di DN	Bebas. namun harus memperhitungkan open position limit.
	f. Open foreign exchange position limit	Pada akhir hari, total NOP konsolidasi item on dan off-balance sheet baik on dan offshore branches tidak boleh melebihi 20% dari modal bank. Bank harus melaporkan NOP harian secara mingguan.

Sumber : IMF, Annual Report on Exchange Rate Arrangement and Exchange Restriction, 1999

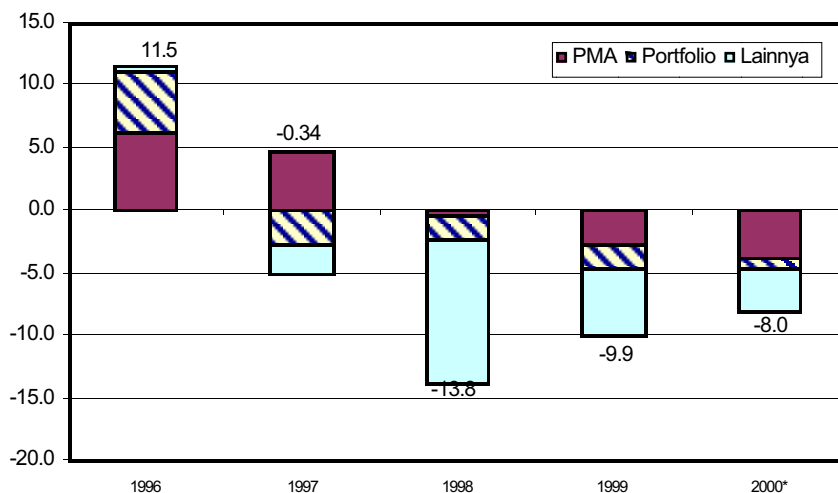
Liberalnya pergerakan modal lintas batas diakui telah berpengaruh positif bagi perekonomian Indonesia. Sistem devisa bebas memudahkan akses pelaku ekonomi domestik ke sumber-sumber pembiayaan di luar negeri sehingga meningkatkan sumber pendanaan bagi investasi domestik, pembiayaan perdagangan dan kegiatan ekonomi lainnya. Pesatnya aliran modal masuk pada awal tahun 1990an telah meningkatkan likuiditas perekonomian sebagai amunisi pendorong pertumbuhan ekonomi yang tinggi.

Namun, lalu lintas modal yang liberal tidak disertai dengan infrastruktur sistem keuangan yang kuat serta kerangka peraturan (*regulatory framework*) yang diperlukan untuk meningkatkan efisiensi pasar. Selain itu, lemahnya manajemen resiko yang baik atas

pergerakan modal *cross border* (resiko nilai tukar, resiko suku bunga, resiko likuiditas), dan lemahnya ketersediaan data dan informasi mengenai transaksi devisa membuat sektor keuangan menjadi sangat rentan terhadap gangguan (*shock*) baik eksternal maupun internal. Hal ini tercermin ketika terjadi *capital reversal* secara mendadak dalam jumlah besar pada periode krisis akibat merosotnya kepercayaan investor terhadap perekonomian Indonesia. Ketergantungan swasta yang tinggi pada pinjaman luar negeri, menjadi bermasalah ketika utang-utang luar negeri berjangka pendek dan yang telah jatuh waktu tidak bisa di-*rollover*, sehingga akumulasi utang luar negeri swasta meningkat. Disamping itu, variabilitas nilai tukar yang rendah pada saat sistem nilai tukar mengambang terkendali diterapkan telah menciptakan *implicit guarantee* yang mendorong para peminjam utang luar negeri tidak melakukan hedging atas dana luar negeri yang mereka terima, sehingga para debitur menanggung beban resiko nilai tukar yang tinggi pada saat rupiah terdepresiasi dengan tajam.

Sebagai konsekuensinya, arus modal swasta yang pada tahun 1996 mengalami *net inflows* sebesar 11,5 miliar USD, berbalik menjadi *net outflows* sebesar USD0,3 miliar tahun 1997, dan tahun-tahun berikutnya semakin memburuk yaitu *net outflows* sebesar USD13,8 miliar pada tahun 1998 dan USD9,9 miliar. Bahkan dalam tahun 2000, arus modal swasta diperkirakan masih mengalami *net outflows* sebesar USD8,0 miliar. Pengalaman krisis ini semestinya menyadarkan kita bahwa penerapan sistem devisa bebas tanpa disertai dengan kebijakan pengaturan yang bersifat melindungi sistem tersebut dapat menimbulkan dampak negatif bagi perekonomian.

Grafik 3.1. Arus Modal Swasta Netto (Miliar USD)



Sumber : Bank Indonesia

Menyadari bahwa kelemahan dalam ketersediaan dan kelengkapan informasi mengenai transaksi devisa merupakan salah satu sebab keterlambatan pemerintah dalam merespons gejolak keuangan yang berakibat krisis, maka berlaku efektif sejak April 2000 Bank Indonesia menerapkan sistem monitoring lalu lintas devisa yang mewajibkan setiap bank memberikan laporan terinci mengenai transaksi devisa. Diharapkan sistem monitoring lalu lintas devisa dapat menjamin ketersediaan informasi yang cepat, lengkap dan akurat mengenai transaksi devisa yang dilakukan di Indonesia dengan maksud agar perkembangan *foreign exchange exposure* dapat termonitor dengan baik, sehingga dapat mendeteksi dini apabila terjadi anomali besaran transaksi-transaksi devisa baik yang bersumber dari pihak domestik maupun luar negeri di pasar keuangan Indonesia.

III.2. Permasalahan Terkini Dalam Pergerakan Modal Yang Liberal

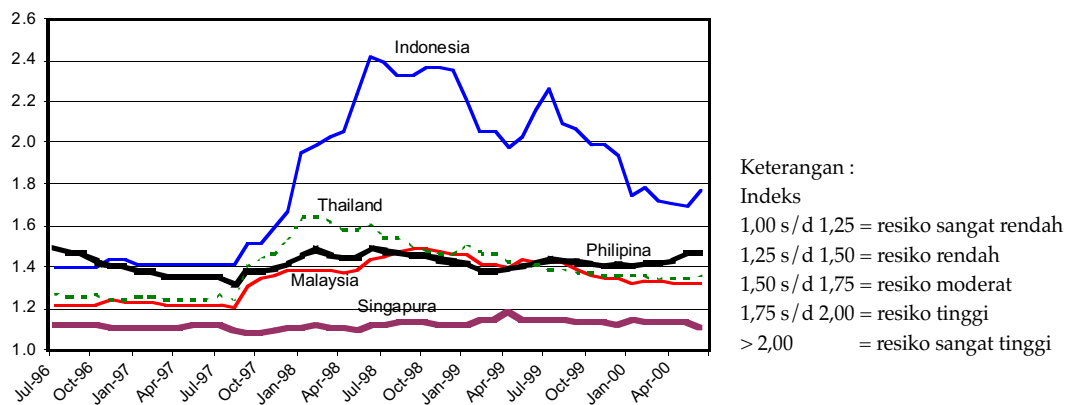
Permasalahan terkini dalam sistem lalu lintas modal Indonesia yang liberal pada intinya adalah masalah volatilitas aliran modal yang telah mengganggu stabilitas nilai tukar, terutama sejak diberlakukannya sistem nilai tukar mengambang bebas. Dibandingkan dengan negara-negara tetangga di Asia yang juga terkena krisis, Indonesia tampak relatif tertinggal dalam proses pemulihan ekonomi yang telah berlangsung sejak tahun 1999.

Mengacu pada teori *portfolio investment*, diasumsikan bahwa aset domestik dan aset luar negeri bersifat substitusi tidak sempurna karena adanya perbedaan tingkat perkembangan sektor keuangan, perbedaan peraturan pemerintah (misalnya, aturan pajak), resiko politik, dan resiko perubahan nilai tukar. Karena itu, dalam upaya memaksimalkan *expected return*-nya, keputusan investor dalam mengalokasikan aset-asetnya di suatu negara juga mempertimbangkan adanya faktor ketidakpastian (resiko). Keberadaan resiko ini membawa implikasi bahwa perbedaan suku bunga tidak lagi sama dengan ekspektasi terhadap depresiasi, melainkan sama dengan ekspektasi depresiasi ditambah dengan premi resiko. Berkaitan dengan hal tersebut, investor cenderung untuk melakukan diversifikasi portfolio sesuai dengan balas jasa relatif yang diperkirakan pada premi resiko tertentu untuk meminimumkan resiko akibat perubahan nilai tukar.

Sejalan dengan pendekatan *portfolio balance*, dalam kondisi perekonomian Indonesia yang kurang kondusif dengan pasar keuangan yang tidak sempurna, faktor resiko menjadi faktor yang sangat mempengaruhi keputusan para investor asing yang akan menanamkan modalnya di Indonesia. Meskipun trendnya membaik, indeks *country risk*²⁵ pada grafik 3.2. menunjukkan bahwa Indonesia masih memiliki *country risk* yang tinggi,

sedangkan negara ASEAN lainnya telah masuk dalam kategori negara dengan country risk rendah.

Grafik 3.2 Country Risk Index Indonesia vs negara Asia lainnya



Sumber : Inverse dari Data Internasional Country Risk Guide

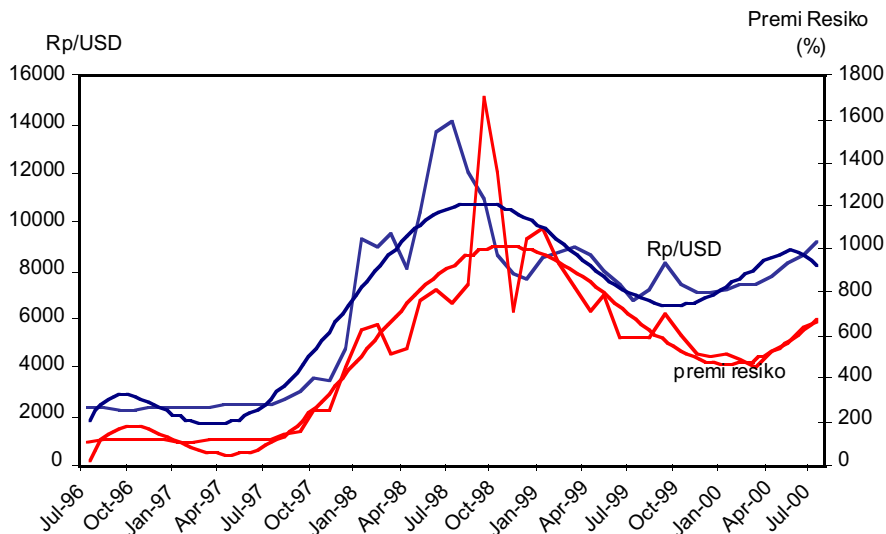
Tingginya premi resiko Indonesia (*country risk*) merupakan cerminan dari resiko politik, resiko ekonomi dan resiko keuangan. Dalam tahun 2000 ini, segi politik, pemerintahan Indonesia yang legitimate masih menghadapi gejala-gejala, sehingga resiko politik masih tinggi. Sebaliknya, resiko ekonomi cenderung membaik sejalan dengan membaiknya kinerja ekonomi makro seperti ditunjukkan oleh laju perekonomian yang positif sejak triwulan II/1999, laju inflasi yang rendah dan kegiatan konsumsi yang meningkat dan ekspor yang membaik. Sementara itu, resiko keuangan masih belum membaik, karena restrukturisasi perbankan dan utang luar negeri relatif berjalan lamban. Selain itu, fungsi intermediasi perbankan belum dapat berjalan efektif karena masih memiliki proporsi *non-reforming loan* yang masih tinggi²⁶ sehingga perbankan masih enggan menyalurkan kredit.

Relatif tingginya *country risk* Indonesia ini berdampak pada menurunnya kepercayaan pasar terhadap perekonomian Indonesia sehingga mengurangi minat investor asing yang akan melakukan penanaman modal, dan telah memberikan tekanan yang besar terhadap nilai tukar rupiah. Sejak Indonesia melepas *band* nilai tukar, dan menganut sistem nilai tukar mengambang bebas, unsur ketidakpastian ini menjadi faktor dominan yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar rupiah²⁷. Tampak pada grafik 3.3. bahwa pergerakan nilai tukar searah dengan perkembangan premi resiko.

26 Per April 2000, total non-performing loan bank-bank umum di Indonesiamasih sebesar 44,5 persen dari total kredit yang disalurkan.

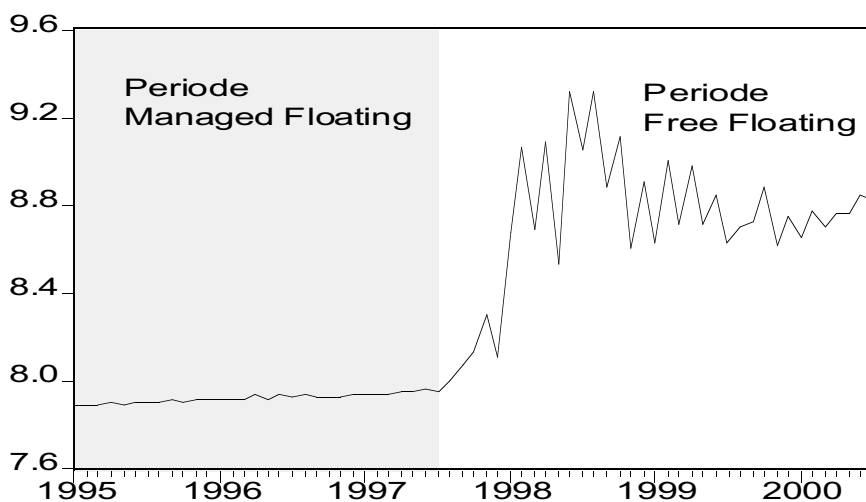
27 Sistem nilai tukar mengambang bebas dapat dianalogikan sebagai sistem pasar persaingan sempurna, dimana pasar akan berjalan efisien jika dilandasi informasi yang sempurna (informasi simetris). Akibat informasi pasar yang tidak sempurna di Indonesia, tingkat ketidakpastian menjadi tinggi sehingga mempengaruhi sentimen pasar yang memicu gejala-gejala pada sistem nilai tukar mengambang bebas di Indonesia. Karena itu diperlukan suatu pengaturan untuk mengendalikan gejala-gejala yang dihadapi nilai tukar rupiah agar tidak berkepanjangan.

Grafik 3.3 Nilai Tukar Rp/USD vs Premi Resiko



Tingginya unsur ketidakpastian²⁸ yang dihadapi oleh investor / pelaku ekonomi telah menyuburkan kegiatan spekulasi dalam perdagangan rupiah-valas sebagaimana tercermin dari kecenderungan volatilitas nilai tukar rupiah periode 1998-2000 (grafik 3.4).

Grafik 3.4 Volatilitas Nilai Tukar Nominal Rp/USD



28 Indikator lain yang dapat digunakan untuk melihat persepsi pelaku pasar khususnya investor internasional terhadap country risk Indonesia adalah dengan mengukur premi resiko yang tercermin dari perbedaan yield. Yield spread = yield Yankee Bond Indonesia (dengan maturity date 25 September 2006) dikurangi yield US Treasury Notes (dengan maturity date 15 Februari 2006). Semakin lebar yield spread berarti semakin tinggi premi resiko Indonesia. Sumber data : Bloomberg.

Sebagaimana dimaklumi, tingginya volatilitas nilai tukar merupakan kesempatan bagi spekulasi untuk mencari keuntungan. Terlebih lagi, sistem devisa bebas di Indonesia belum dilengkapi dengan rambu-rambu yang memadai untuk mengatur transaksi keuangan *cross border*, sehingga memberikan celah bagi pelaku pasar untuk berspekulasi.

Transaksi Rupiah-Valas oleh Non-resident

Dalam perdagangan valas di pasar domestik, bank-bank asing sangat mendominasi porsi perdagangan transaksi derivatives yaitu menguasai lebih dari 50% dari keseluruhan transaksi derivatif antar bank. Hal ini diperkuat dengan hasil pantauan Direktorat Statistik Moneter terhadap laporan Lalu Lintas Devisa pada bulan Mei 2000 yang menunjukkan bahwa dari seluruh transaksi devisa yang dilakukan oleh bank-bank, lebih dari 80% transaksi dilakukan melalui rekening *vostro* pada 15 bank tertentu saja (12 diantaranya merupakan bank asing). Besarnya dominasi bank-bank asing tersebut dan adanya keterkaitan yang erat antar bank-bank asing tersebut dengan cabangnya di luar negeri berpotensi sebagai sumber kegiatan spekulasi bagi non-residen.

Komposisi Outstanding Transaksi Derivatif (persentase terhadap total transaksi)

	Bank Pemerintah	Bank Swasta Nasional	Bank Campuran	Bank Asing
1996	10.60	22.38	15.34	51.68
1997	10.31	23.57	10.93	55.19
1998	7.30	24.05	17.69	50.96
1999	4.46	9.96	20.04	65.54
2000*	27.98	3.54	14.18	54.30

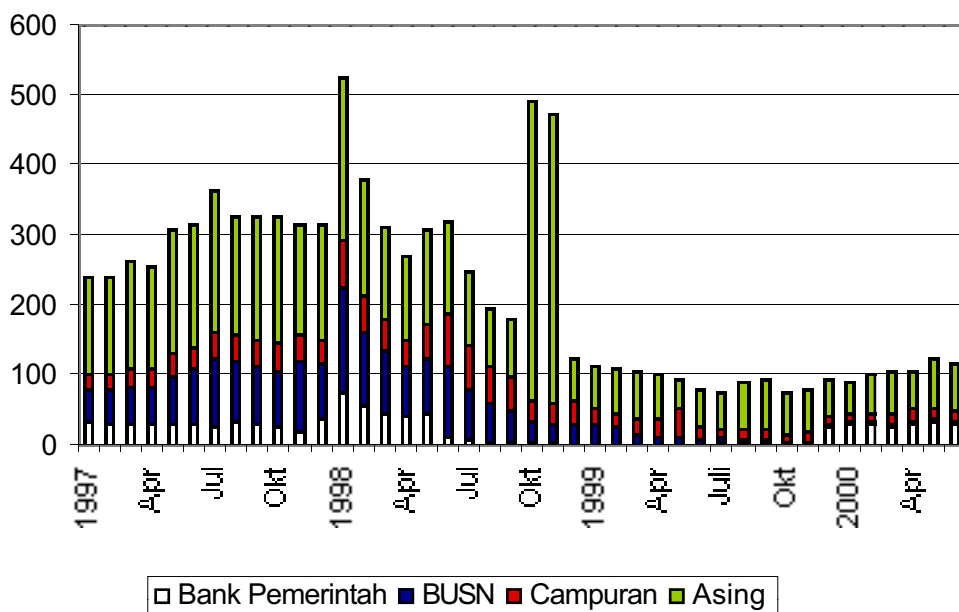
Sumber : DPD

*) sampai dengan bulan Juni

Selama ini transaksi *cross border* dalam rupiah dapat berlangsung dengan relatif bebas sehingga *offshore market* rupiah telah berkembang aktif, dimana rupiah telah menjadi komoditas yang dapat diperjual belikan di pasar internasional. Meskipun tidak diketahui dengan pasti jumlah transaksi valas di pasar luar negeri, namun aksi jual-beli valas rupiah yang dilakukan pelaku pasar non-residen seringkali berdampak signifikan terhadap nilai tukar di dalam negeri karena aksi di pasar *offshore* tersebut menimbulkan "*herding behaviour*" bagi mayoritas pelaku pasar domestik. Misalnya, institusi keuangan ternama yang berbasis di Singapura melakukan aksi jual rupiah setelah terhembus suatu "news" di pasar sehingga

menimbulkan sentimen negatif yang meluas, yang pada gilirannya mendorong aksi jual rupiah di pasar dalam negeri sehingga rupiah melemah.

Grafik 3.5. Outstanding Transaksi Derivatives (Triliun Rp)



Perkembangan yang sangat pesat dalam “rekayasa” (*engineering*) instrument-instrument di pasar valas semakin membuka peluang bagi non-residen untuk berspekulasi rupiah. Selain itu, kegiatan spekulasi rupiah oleh non-resident dimungkinkan karena berbagai kemudahan untuk memperoleh dana rupiah dari resident yang tidak diatur secara khusus atau dengan memanfaatkan celah dari peraturan-peraturan yang ada. Pelaku pasar non-residen telah memanfaatkan keterbatasan kemampuan otoritas moneter untuk mendeteksi praktik-praktik spekulasi melalui rekayasa instrument-instrument pasar valas terutama melalui berbagai eksploitasi dan modifikasi produk derivatif.

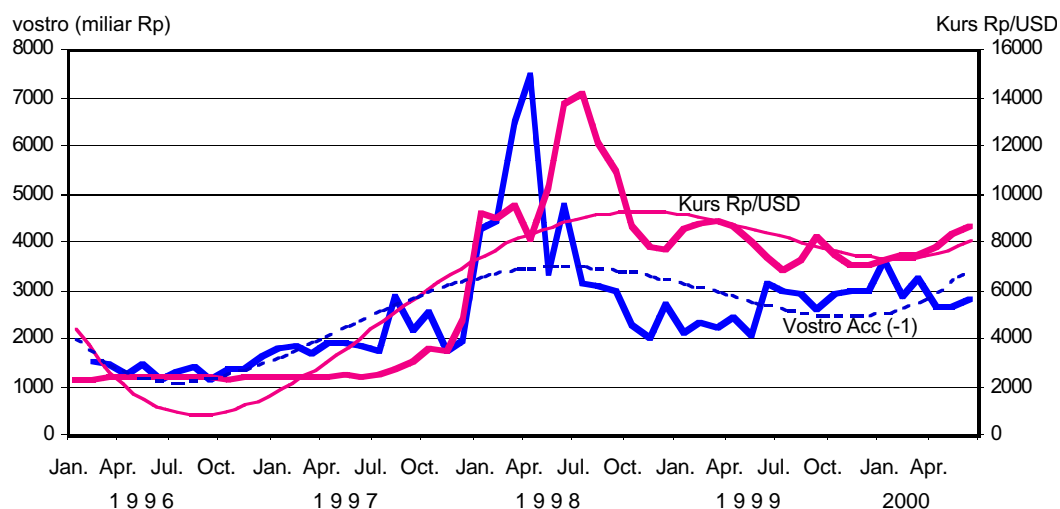
Meskipun belum terdapat data yang akurat untuk membuktikan keterlibatan non-resident dalam spekulasi rupiah, namun beberapa informasi yang dapat diperoleh dari perkembangan transaksi rupiah di pasar uang dalam dan luar negeri dapat digunakan sebagai indikasi.

- a. Terjadi peningkatan permintaan rupiah oleh bank-bank di pasar Singapura kepada bank-bank asing di dalam negeri yang tercermin dari lonjakan suku bunga rupiah di pasar Singapura hingga jauh lebih tinggi dibandingkan dengan suku bunga di pasar uang domestik. Di pihak lain, penggunaan rupiah di pasar luar negeri dalam rangka transaksi perdagangan barang (*underlying*) ditengarai relatif tidak signifikan karena pembayaran

ekspor/impur pada umumnya menggunakan beberapa mata uang utama dunia khususnya US dollar. Dengan demikian, penggunaan rupiah oleh non-residen di pasar luar negeri kurang memiliki dasar yang kuat dalam mendorong kegiatan ekonomi riil, melainkan lebih dilatarbelakangi oleh kepentingan yang bermotif spekulasi.

- b. Penggunaan *vostro account* di bank-bank dalam negeri sangat aktif dan volumenya meningkat dalam periode nilai tukar rupiah mengalami tekanan.

Grafik 3.6. Fluktuasi Vostro Account vs Kurs Rp/USD



Hubungan antara nilai tukar dengan rekening vostro adalah sangat erat dan searah sebagaimana tercermin dari dari pergerakan nilai tukar yang searah dengan pergerakan rekening vostro (Grafik 3.6). *Granger causality* test antara kedua variabel tersebut menunjukkan hubungan satu arah dimana rekening vostro mempengaruhi perubahan nilai tukar.

Berdasarkan interview dengan sejumlah bank, khususnya bank asing, yang dilakukan oleh Direktorat Pemeriksaan Bank diperoleh informasi bahwa akumulasi rupiah dalam rekening rupiah (*nostro account*) di luar negeri relatif tidak signifikan. Sebaliknya, transaksi yang menimbulkan klaim rupiah yang dilakukan oleh non-resident di luar negeri, penyelesaian (*settlement*) transaksinya dilakukan antar bank di Indonesia dengan menggunakan rekening giro rupiah (*vostro account*) di Indonesia, khususnya di bank asing (bagan 1).

Hal tersebut diperkuat dengan laporan sementara LLD bulan Mei yang menunjukkan frekuensi transaksi yang mempengaruhi rekening vostro bank-bank mayoritas bank-bank asing tertentu dan hasil pelaporan harian mutasi rekening vostro 15 bank pemain utama di

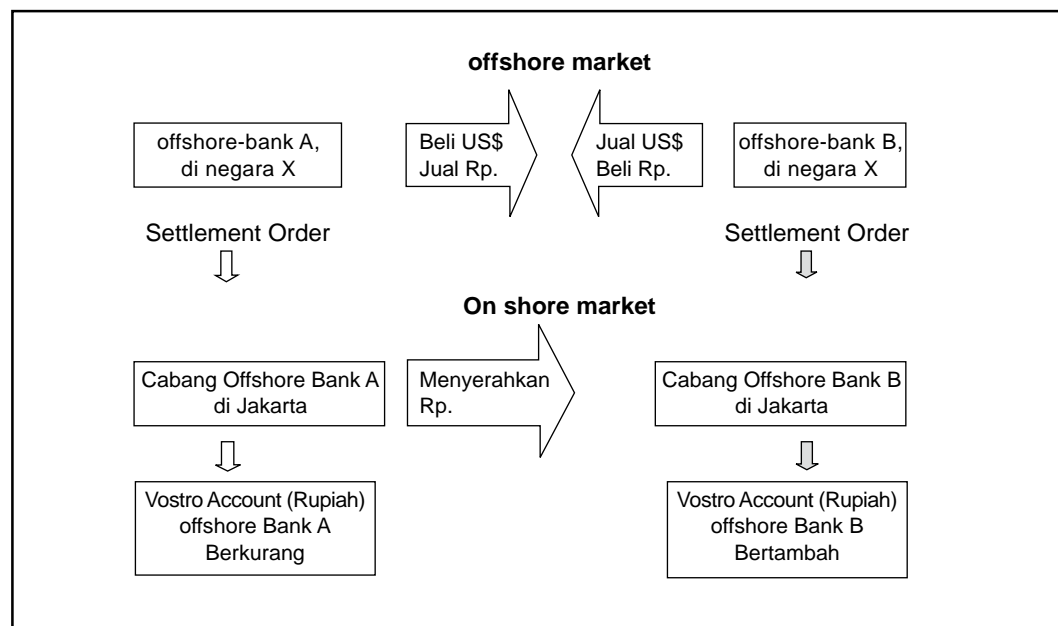
pasar valas²⁹. Berdasarkan hasil pemeriksaan, telah terjadi penggunaan vostro account yang sangat aktif seiring dengan gejolak nilai tukar. Frekuensi transaksi yang begitu tinggi dalam satu hari diindikasikan merupakan cerminan dari settlement transaksi dengan motif spekulasi yang dilakukan di luar negeri, yang mana kondisi tersebut mempengaruhi fluktuasi nilai tukar rupiah.

Untuk mengetahui lebih jelas, berikut ini proses transaksi yang menggunakan *vostro account* dan transaksi yang meningkatkan akses perolehan rupiah oleh non residen sehingga memberikan peluang bagi non-residen untuk melakukan spekulasi nilai tukar rupiah.

i. Transaksi Valas Konvensional

Bagan di bawah ini menggambarkan transaksi valas konvensional (*non-derivative*) yang dilakukan oleh non-residen bank di pasar luar negeri (*offshore market*). Transaksi jual beli valas rupiah juga dapat dilakukan oleh bank domestik atas perintah non-residen bank di luar negeri, yang kemudian membukukan hasil jual beli tersebut (*pair off*) atas keuntungan/ beban non-resident bank di luar negeri tersebut. Mengingat penggunaan dana rupiah dalam

Bagan1. Transaksi valas konvensional



²⁹ Sejak tanggal 4 Agustus 2000, Bank Indonesia meminta kepada 15 bank pemain utama pasar valas (12 bank di antaranya adalah bank asing, untuk melaporkan secara harian mutasi rekening giro rupiah milik non-residen termasuk frekuensi dan tujuan transaksi. Hasil pelaporan (lampiran) menunjukkan bahwa porsi terbesar dari penggunaan rekening giro tersebut adalah untuk transaksi valas.

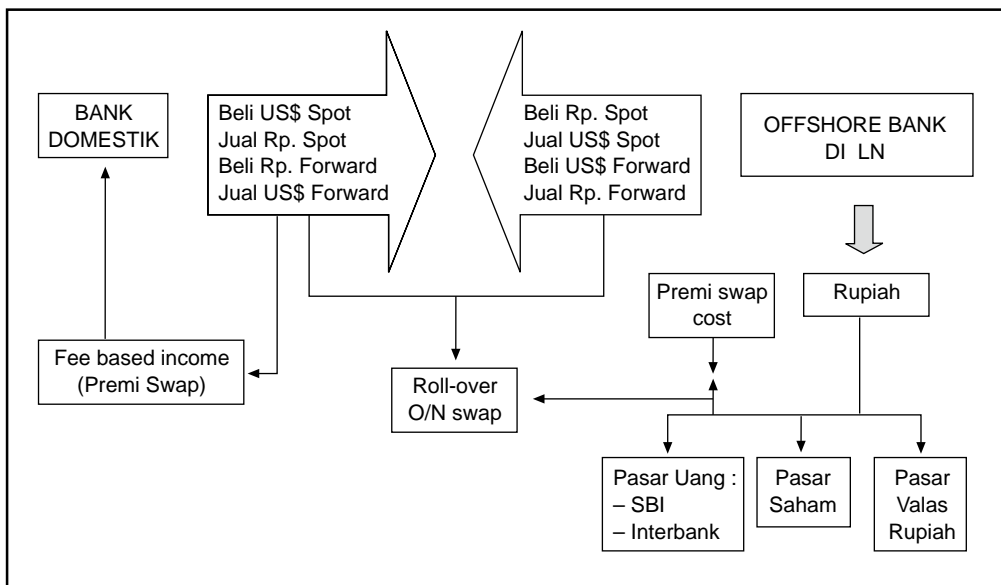
rekening milik non-resident saat ini tidak di atur, maka kondisi transaksi di atas dapat mempengaruhi nilai tukar rupiah.³⁰

ii . Transaksi “Swap Synthetic (Derivatif)”

Selain transaksi yang konvensional, non-resident dapat melakukan spekulasi melalui produk derivatif seperti ‘*swap synthetic*’. Dalam kasus ini, non-residen memperoleh rupiah dari residen dengan menjual valas pada transaksi spot (*two days settlement*) atau tom (*tomorrow settlement*), pada saat yang bersamaan membeli kembali valas tersebut pada transaksi forward (*future delivery*) dengan kurs yang telah ditetapkan. Dengan demikian, di satu sisi non-resident secara implisit memperoleh fasilitas kredit rupiah (*non-conventional loan*), di sisi lain terhindar dari resiko kurs karena kurs telah dikunci melalui transaksi forward.

Fasilitas kredit rupiah tersebut akan dimanfaatkan untuk memperoleh keuntungan di pasar uang, pasar modal atau pasar valas. Misalnya, apabila suku bunga di pasar uang (SBI atau interbank) lebih tinggi dari ongkos premi swap yang harus dikeluarkan, maka transaksi swap tersebut akan diperpanjang (*roll-over*) setiap hari atau disebut “*overnight*”

Bagan 2. Transaksi “Swap Synthetic”



30 Indikasi yang sama dimana rekening giro non-residen digunakan untuk *settlement* transaksi spekulatif di offshore market juga ditemukan di Malaysia. Karena itu, untuk meminimumkan kegiatan spekulatif pada 1 September 1998 Malaysia menerapkan pembatasan transfer antar rekening giro ringgit milik non-residen, disamping penghapusan offshore market.

swap". Apabila roll-over swap tersebut dilakukan setiap hari, maka keuntungan dari selisih antara suk bunga pasar uang dan premi swap akan terakumulasi dalam jumlah yang semakin besar. Namun hal ini pada gilirannya akan meningkatkan volatilitas di pasar valas dan pasar uang. Proses transaksi dapat dilihat pada bagan 2.

Guna membatasi ruang gerak spekulasi melalui transaksi "swap synthetic" tersebut, Bank Indonesia telah menerbitkan ketentuan forward jual (valas) maksimum USD5 juta perbank per nasabah. Namun ketentuan tersebut hanya dalam bentuk telex pemberitahuan kepada bank (tidak kuat secara hukum) dan tanpa disertai sanksi yang tegas sehingga tidak efektif. Selain itu, pembatasan maksimum sebesar USD5 juta pada saat ini terlalu longgar, karena ketentuan tersebut dibuat pada saat kurs berkisar Rp 2500 per US dolar atau ekuivalen dengan fasilitas kredit rupiah sebesar Rp.12.5 miliar. Dengan kurs pada tingkat Rp.8500 seperti saat ini, maka berarti fasilitas kredit rupiah tersebut berlipat menjadi Rp.42,5 miliar. Apabila dibandingkan dengan ketentuan yang diterapkan negara lain, pembatasan forward jual di Indonesia termasuk sangat longgar. Monetary Authority of Singapore (MAS membatasi forward jual kepada non-resident sebesar SGD5 juta atau ekuivalen USD2,8 juta).

iii. Repurchase Agreement (Repo) atau Securities Lending

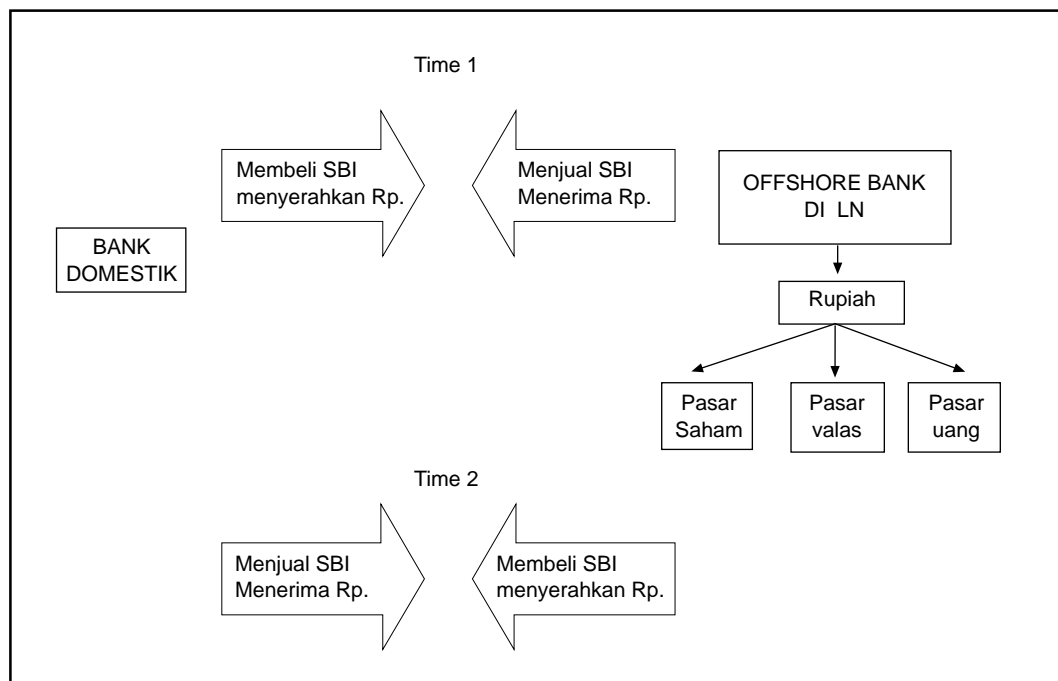
Fasilitas kredit rupiah non-conventional kepada non-residen juga dapat timbul apabila non-residen melakukan transaksi "repurchase agreement" (REPO) terhadap obligasi pemerintah atau surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah (*government securities*) dengan residen. Di Indonesia hal ini mungkin untuk dilakukan karena non-resident diperbolehkan untuk membeli dan menjual kembali SBI baik secara REPO maupun *outright*s. Melalui transaksi REPO, non-resident dapat menjual SBI ke resident dengan perjanjian untuk membeli kembali SBI tersebut dalam suatu jangka waktu tertentu. Dalam hal ini non-resident memperoleh fasilitas kredit rupiah dari resident dengan SBI sebagai kolateral. Rupiah yang diperoleh dapat digunakan untuk melakukan transaksi di pasar valas, pasar uang, atau pasar modal. Proses dari transaksi tersebut dapat dilihat pada bagan 3.

MAS pada tahun 1992 membatasi transaksi REPO terhadap sekuritas pemerintah atau saham yang listed di pasar modal maksimum sebesar US\$5 juta (namun transaksi repo SGD bagi non-residen pada tahun 1998 kemudian dibebaskan).

Dengan adanya beberapa permasalahan diatas, kiranya perlu dikaji kemungkinan penetapan kebijakan arus modal yang dapat meningkatkan kehati-hatian dalam melakukan kegiatan transaksi keuangan *cross border*, khususnya untuk meminimumkan kesempatan berspekulasi mata uang rupiah oleh non-residen antara lain dengan membatasi akses perolehan rupiah bagi spekulasi. Sasaran "*non-residen*" diprioritaskan karena aksi transaksi valas-rupiah yang dilakukan pelaku pasar non-residen seringkali menimbulkan "*herding*

behaviour” bagi mayoritas pelaku pasar domestik. Ekspektasi pasar yang negatif yang sering diciptakan oleh pelaku pasar di luar negeri, dan diikuti oleh pelaku pasar di dalam negeri pada gilirannya memperburuk gejala nilai tukar rupiah.

Bagan 3. Transaksi REPO



IV. Kemungkinan Penerapan Kebijakan Arus Modal di Indonesia

Dengan gambaran permasalahan yang dialami Indonesia, kebijakan-kebijakan kontrol terhadap arus modal masuk seperti yang pernah diterapkan oleh Chile (1991-1998), Brazil (1993-1997), Malaysia (1994-1995) dan Thailand (1995-1997) tidak tepat untuk diterapkan. Karena, saat ini Indonesia bahkan perlu mendorong masuknya arus modal asing ke dalam negeri, baik yang berjangka pendek maupun berjangka panjang. Dalam hal ini yang perlu dilakukan oleh perbankan dan pelaku usaha di dalam negeri adalah perlunya melakukan *assessment* dan manajemen resiko yang baik dari penghimpunan dan penggunaan dana.

Sebaliknya, kebijakan kontrol terhadap arus modal keluar seperti yang diterapkan oleh Thailand (1997-1998) dan Malaysia (1998-hingga kini), juga tidak seluruhnya tepat untuk diterapkan oleh sektor keuangan Indonesia, karena saat ini arus modal swasta asing yang ada di Indonesia sudah sangat tipis sebagaimana tercermin dari *net private capital account* yang masih negatif. Namun ada beberapa kebijakan dari negara Thailand dan Malaysi ini yang dapat dipertimbangkan dalam rangka meredam kegiatan spekulasi.

Gejolak nilai tukar rupiah kini terutama disebabkan oleh transaksi spekulatif rupiah-valas yang timbul karena lemahnya kepercayaan masyarakat dalam dan luar negeri terhadap perekonomian Indonesia. Upaya untuk memulihkan kepercayaan tersebut tengah diupayakan pemerintah dengan melakukan program restrukturisasi ekonomi dan keuangan. Dalam kondisi perekonomian sedang membangun dan memperkuat infrastruktur ekonomi dan kelembagaan, khususnya sektor keuangan, Bank Indonesia kiranya perlu menerapkan kebijakan arus modal yang dapat meminimumkan kesempatan transaksi spekulatif rupiah-valas agar stabilitas nilai tukar dapat terpelihara.

Dengan mempelajari indikasi-indikasi yang ada, dalam hal ini transaksi spekulasi rupiah-valas yang terjadi terutama dipicu oleh transaksi yang dilakukan oleh non-residen. Oleh karena itu, Bank Indonesia perlu mempertimbangkan pemberlakuan kebijakan yang dapat menghambat akses bagi non-residen untuk memperoleh rupiah yang nantinya akan digunakan untuk tujuan transaksi spekulatif. Dengan perkataan lain, perlu dikaji kemungkinan pembatasan internasionalisasi rupiah.

IV.1. Dampak Kebijakan Arus Modal Terhadap Stabilitas Nilai Tukar di Indonesia

Sebelum mempertimbangkan untuk menerapkan suatu pengaturan atas arus modal, terlebih dahulu kita menguji secara statistik hubungan antara penerapan kebijakan arus modal dengan pergerakan nilai tukar. Sebagaimana dibahas dalam bab III, meskipun Indonesia menerapkan sistem devisa bebas dan liberal dalam *capital account*, terdapat beberapa pengaturan terhadap arus modal dengan intensitas yang relatif rendah.

A. Metodologi

Pengujian akan dilakukan untuk membuktikan hubungan-hubungan yang tergambar dari analisa deskriptif pada bab III bahwa :

- Peningkatan intensitas kontrol modal akan menurunkan volatilitas nilai tukar
- Kenaikan premi resiko akan meningkatkan volatilitas nilai tukar
- Kenaikan interest rate differential akan meningkatkan volatilitas nilai tukar

Pengukuran *variance* dari variabel nilai tukar rupiah/USD akan digunakan sebagai proksi dari volatilitas nilai tukar rupiah. Grafik nilai tukar menunjukkan bahwa dalam periode analisa (tahun 1992.1 s.d. 2000.6) tercermin suatu periode dimana terdapat volatilitas nilai tukar sangat rendah, dan kemudian diikuti dengan volatilitas yang sangat tinggi. Dalam kondisi demikian, asumsi *constant variance* (homoscedasticity) yang menjadi syarat bagi model ekonometrik konvensional menjadi tidak dapat terpenuhi. Karena itu, untuk menguji volatilitas nilai tukar berikut ini akan digunakan metode *GARCH* (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*).

Salah satu pendekatan untuk mem-forecast *variance* adalah dengan mengintrodusir variabel independen yang dapat membantu memprediksi volatilitas dimaksud. Engle³¹ dan Bollerslev³² mengemukakan metodologi dengan membentuk model simultan antara *mean* dan *variance* dari suatu variabel yang akan diukur volatilitasnya dengan menggunakan proses ARMA (Autoregressive Moving Average).

Metodologi tersebut terdiri dari dua persamaan simultan. Persamaan pertama mencerminkan persamaan AR yang mempengaruhi perubahan variabel dependen. Error term dari persamaan ini diharapkan mempunyai rata-rata = 0 dan time-varying variance = σ^2_t . Persamaan ini disebut *mean equation*.

$$Y_t = \theta_0 + \theta_1 Y_{t-1} + \theta_2 Y_{t-2} + \dots + \theta_n Y_{t-n} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(1)$$

Persamaan kedua merupakan *conditional variance equation*, yang mengasumsikan bahwa conditional variance (σ^2_t) merupakan fungsi dari *the mean* (α), informasi mengenai volatilitas dari periode sebelumnya (diukur dengan lag kuadrat residual dari mean equation, ε^2_{t-1}) dan forecast variance periode sebelumnya (σ^2_{t-1}).

$$\text{Var}(Y_{t-n} | Y_{t-1}, Y_{t-1}, \dots) = \sigma^2_t = \alpha_0 + \Sigma\alpha_i \varepsilon^2_{t-i} + \Sigma\beta_i \sigma^2_{t-i} \dots\dots\dots(2)$$

Untuk menguji volatilitas nilai tukar rupiah digunakan conditional volatility nilai tukar yang diperoleh dengan estimasi *maximum likelihood* atas metode **GARCH(1,1)** dengan menambahkan variabel independen lainnya sebagai berikut :

$$ER_t = \alpha_0 + \alpha_1 ER_{t-1} + \alpha_2 ER_{t-2} + \dots + \alpha_n ER_{t-n} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3)$$

$$\sigma^2_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon^2_{t-1} + \beta_1 \sigma^2_{t-1} + \gamma_1 RISK_t + \gamma_2 ICC_t + \gamma_1 IDIFF_t \dots\dots\dots(4)$$

B. Variabel :

Data bulanan dengan periode estimasi Januari 1992 s.d. Juni Desember 1999

- Variabel nilai tukar rupiah (ER) merupakan rata-rata nilai tukar rupiah dalam satu bulan yang dinyatakan dalam USD/Rupiah
- Variabel resiko (RISK) merupakan *country risk index* yang diperoleh dari *international country risk guide*. Namun dilakukan *inverse* terhadap index tersebut untuk mempermudah analisa. Bila dalam country risk guide semakin besar index berarti resiko semakin kecil, maka dalam bentuk inverse index berarti semakin besar index resiko akan meningkat.

31 Engle, Robert F. (1982) "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation," *Econometrica*, 50, 987-1008.

32 Bollerslev, Tim (1986). "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics* 31, 307-327.

- Variabel capital control index (ICC) dihitung dari data IMF, *Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restriction* dengan metode perhitungan yang digunakan oleh Natalia Tamirisa dalam “Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade”, *IMF Staff Papers* Vol.46 No.1, Maret 1999.
- Variabel interest rate differential (IDIFF) merupakan perbedaan suku bunga deposito 1 bln (Rd) dengan LIBOR 1bulan (Rf) setelah disesuaikan dengan tingkat depresiasi.

C. Hasil Estimasi

Dalam *mean equation* nilai tukar dinyatakan dalam bentuk *difference* dari log ER untuk memperoleh proses AR yang stationer.

Hasil yang diperoleh dari conditional variance equation sebagai berikut :

$$D(\text{LER}) = -0.010 + 0.154 \text{AR}(-1) + 0.180 \text{AR}(-6)$$

$$(-0.774) \quad (1.566)^{***} \quad (1.794)^{***}$$

$$\sigma_t^2 = 0,001 + 0,260 \epsilon_{t-1}^2 + 0,411 \sigma_{t-1}^2 + 0,024 D(\text{RISK}_t) - 0,093 D(\text{ICC}_{t+2}) - 0,007 D(\text{IDIFF}_t)$$

$$(4,058)^* \quad (2,724)^* \quad (2,492)^{**} \quad (5,135)^* \quad (-2,549)^{**} \quad (-1,426)$$

$$\text{LM test} = 19,63$$

(angka dalam kurung merupakan t statistik, *) berarti signifikan pada tingkat 1%; **) berarti signifikan pada tingkat 5%; ***) berarti signifikan pada tingkat 10%)

Untuk mengevaluasi *goodness of fit* dari GARCH model, dilakukan *diagnostic checking* atas koefisien autocorrelation dan Q statistik dari residual. Jika model dispesifikasikan dengan benar maka berarti residualnya memenuhi “a white noise process” (Pindyck and Rubinfeld, 1991, p.504). Q statistik dari model memperlihatkan nilai yang lebih kecil dari χ^2 critical value pada 1%, 5% dan 10% level of significance, sehingga kita tidak dapat menolak hipotesa nol bahwa residual adalah white noise. Selain itu, hasil LM test signifikan pada tingkat 1% sehingga hipotesa nol yang menyatakan bahwa terdapat tambahan ARCH yang dibutuhkan dalam perhitungan standardized residual dapat ditolak. Signifikansi pada LM test menunjukkan bahwa variance equation telah dispesifikasikan dengan benar.

Koefisien estimasi ARCH dan GARCH masing-masing signifikan pada tingkat 1% dan 5%. Indeks capital control mempunyai koefisien negatif dan signifikan secara statistik pada lag t+2. Hal ini menunjukkan bahwa ekspektasi kebijakan yang meningkatkan intensitas capital control membantu mengurangi volatilitas nilai tukar rupiah, sehingga dapat meredam ketidakstabilan keuangan. Dari hasil perhitungan juga dibuktikan bahwa peningkatan resiko akan meningkatkan volatilitas nilai tukar (koefisien resiko positif dan signifikan secara statistik). Sementara itu, perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri setelah

memperhitungkan depresiasi nilai tukar rupiah secara statistik tidak signifikan, atau memiliki koefisien =0.

Hasil estimasi di atas menunjukkan bahwa secara statistik dibuktikan bahwa dalam kondisi tingkat perkembangan pasar keuangan seperti di Indonesia, kebijakan arus modal yang diperketat dapat digunakan untuk meredam volatilitas nilai tukar rupiah.³³ Dengan demikian dapat dipertimbangkan untuk menerapkan kebijakan-kebijakan arus modal yang dapat meningkatkan *prudential management* dalam sistem keuangan Indonesia seperti kebijakan pembatasan internasionalisasi rupiah.

IV.2. Kebijakan Non-Internasionalisasi Rupiah

A. Gambaran Umum Internasionalisasi Mata Uang Domestik

Secara umum, internasionalisasi suatu mata uang domestik secara luas dapat diartikan sebagai penggunaan suatu mata uang domestik secara internasional dan diakui baik sebagai alat satuan hitung (*unit of account*), alat pembayaran (*means of payment*) dan alat penyimpan nilai (*store of value*)³⁴. Secara sederhana internasionalisasi mata uang domestik dapat berarti penggunaan mata uang domestik oleh non-residen di dalam negeri, dan/atau penggunaan mata uang domestik di luar negeri baik oleh residen maupun non-residen.

Internasionalisasi mata uang domestik suatu negara dapat mengurangi kemampuan otoritas moneter negara yang bersangkutan dalam mengendalikan uang beredar. Misalnya, pemilikan rupiah oleh non-residen selain digunakan untuk transaksi kegiatan ekonomi dapat digunakan pula untuk transaksi spekulatif yang memberikan tekanan kepada nilai rupiah, yang pada gilirannya berpengaruh pada variabilitas nilai tukar rupiah.

Kekhawatiran penyalahgunaan mata uang domestik untuk tujuan-tujuan spekulatif oleh non-residen telah mendorong banyak negara-negara di dunia berupaya membatasi internasionalisasi mata uang domestiknya. Sebagian besar negara-negara yang menjadi studi perbandingan telah membatasi internasionalisasi mata uang domestiknya seperti Singapura, Malaysia, Thailand, dan China. Bagaimana jika kebijakan ini diterapkan di Indonesia?

B. Keselarasan Kebijakan Non-Internasionalisasi Rupiah Dengan Peraturan Perundang-undangan Yang Berlaku

Dalam mempertimbangkan berbagai alternatif kebijakan arus modal yang mungkin untuk diterapkan sesuai permasalahan di atas, terlebih dulu Bank Indonesia perlu

33 Kesimpulan bahwa peningkatan kontrol modal dapat meredam volatilitas nilai tukar yang dihasilkan penelitian ini belum tentu berlaku umum untuk berbagai tingkat perkembangan pasar keuangan. Karena bila pasar keuangan suatu negara telah berfungsi secara efisien, kontrol modal bahkan dapat menimbulkan distorsi pasar dan mengganggu efektivitas pasar.

34 George S.Tavlas and Yuzuru Ozeki, "The Internationalization of Currencies: An Appraisal of Japanese Yen", dalam *IMF Occasional paper No.90*, Washington D.C., Januari 1992.

mempertimbangkan perundang-undangan di dalam negeri dan ketentuan internasional yang telah mengikat.

a. Peraturan di Dalam Negeri

Lalu lintas devisa diatur dalam Undang-Undang No.24 Tahun 1999, pada intinya membebaskan pemilikan dan penggunaan devisa oleh penduduk. Dengan demikian, kebijakan non-internasionalisasi rupiah tidak bertentangan dengan UU ini, karena tidak membatasi pemilikan dan penggunaan valas oleh penduduk.

b. Kesepakatan Internasional

IMF

Ketentuan IMF yang terkait dengan lalu lintas modal adalah Article VIII Anggaran Dasar IMF. Sebagai negara anggota, Indonesia telah menyetujui untuk menerima ketentuan tersebut yang mengatur kewajiban yang harus dipenuhi negara anggota yaitu larangan pembatasan *current payments* (article VIII section 2), dan larangan melakukan *discriminatory currency practices* (section 3). Peraturan tersebut adalah sebagai berikut :

Section 2 :

- a.no member shall, without approval of the Fund, impose restrictions on the making of payments and transfers for current international transactions.
- a. Exchange contracts which involve the currency of any member and which are contrary to the exchange control regulations of that member maintained or imposed consistently with this Agreement shall be unenforceable in the territories of any member. In addition, members may, by mutual accord, cooperate in measures for the purpose of making the exchange control regulations of either member more effective, provided that such measures and regulations are consistent with this Agreement.

Section 3.

No member shall engage in any discriminatory currency arrangements or multiple currency practices, except as authorized under this Agreement or approved by the Fund.

Ketentuan IMF yang berlaku bagi semua negara anggota yang telah menerima article VIII, secara tegas melarang restriksi atas pembayaran dan transfer untuk transaksi-transaksi yang terkait dengan *current account*. Sementara itu, Anggaran Dasar IMF belum mengatur mengenai transaksi *capital account*. Dengan kata lain, pengaturan mengenai transaksi yang terkait dengan *capital account* hingga kini masih di luar yuridiksi IMF.

Sebelum krisis melanda Asia, IMF gencar mempromosikan *capital account convertibility* yang mendorong anggota-anggotanya untuk meliberalisasi *capital account*. Upaya IMF tersebut diformalkan dalam bentuk usulan untuk mengamandemen Anggaran Dasar IMF yang memasukkan unsur liberalisasi pergerakan modal ke dalam tujuan IMF sebagaimana tercantum dalam article I (ii) dan (iv) sehingga berbunyi sebagai berikut (tambahan/perubahan Anggaran Dasar ditulis dalam huruf bold dan digaris bawah) :

The purpose of the IMF are :

- “(ii) *To facilitate the expansion and balanced growth of international trade in goods and services and an efficient international allocation of capital, and to contribute thereby to the promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy”.*
- “(iv) *To assist in the establishment of a multilateral system of payments in respect of current and capital transactions between members, in the orderly liberalization of international capital movements, and in the elimination of foreign exchange restrictions which hamper world trade and investment”.*

Usulan amandemen Anggaran Dasar IMF tersebut akan memperluas mandat IMF yaitu meningkatkan peranannya dalam mengatur liberalisasi *capital account* negara anggotanya. Usulan amandemen ini sebenarnya telah mendapat persetujuan Dewan Gubernur dalam sidang tahunan IMF tahun 1999, namun belum diimplementasikan. Pembahasan baru mencapai bentuk-bentuk penjabaran dari amandemen Anggaran Dasar tersebut. Namun, pembahasan mengenai *capital account convertibility* ini dihentikan (sementara) sehubungan dengan terjadinya krisis Asia.

Peristiwa krisis Asia mengubah pandangan IMF yang semula sangat menentang bentuk-bentuk *capital control*, menjadi dapat menerima pemberlakuan *capital control* dalam kondisi-kondisi tertentu.³⁵

Sebagai contoh, kebijakan *exchange control* yang diterapkan oleh Malaysia dengan cukup ketat per 1 September 1998 ternyata tidak melanggar ketentuan IMF. Segera setelah Malaysia mengeluarkan ketentuan baru yang mengatur pergerakan modal, IMF *melakukan on-site review* untuk mengkaji apakah kebijakan yang mengatur dan membatasi pergerakan modal tersebut berjalan sesuai dengan kewajiban negara anggota IMF yang diatur di ar-

35 Lihat Buff Statement IMF, “ Summary Report on Country Experience with The Use and Liberalization of Capital Controls”, Unpublished, Washington, D.C., April 2000.

ticle VIII, ayat 2,3 dan 4. Dari hasil pemeriksaan IMF, disimpulkan bahwa peraturan-peraturan tersebut tidak menyalahi ketentuan IMF, namun implementasinya tetap menjadi perhatian IMF.

Belum dicakupnya masalah pengaturan transaksi *capital account* dalam ketentuan IMF, berarti masih dimungkinkan mengeluarkan kebijakan arus modal selama tidak membatasi pembayaran dan transfer yang terkait dengan *international current transaction*. Dengan demikian, kebijakan non-internasionalisasi rupiah juga tidak bertentangan dengan ketentuan IMF.

C. Bentuk Pengaturan

Berdasarkan penelitian terhadap ketentuan-ketentuan yang terkait dengan *exchange restrictions* di beberapa negara dapat diperoleh gambaran mengenai bentuk-bentuk pembatasan internasionalisasi mata uang domestik di beberapa negara di dunia (lampiran 1 : “Ketentuan yang Terkait Dengan Pembatasan Internasionalisasi Mata Uang Domestik”) sebagai berikut :

- Ketentuan yang membatasi jumlah mata uang domestik (*bank notes*) yang dapat di bawa ke luar negeri.
- Ketentuan yang membatasi atau melarang pemberian “kredit” dalam mata uang domestik baik dari resident kepada non-residen.
- Ketentuan yang mengatur sumber dan penggunaan dana rekening mata uang domestik milik non-residen.
- Ketentuan yang mewajibkan penerimaan ekspor dalam valas, dan pembayaran impor dalam valas.
- Ketentuan yang mengatur keterlibatan non-resident dalam transaksi modal di dalam negeri.
- Ketentuan yang membatasi transaksi mata uang domestik di luar negeri

Ketentuan-ketentuan tersebut pada intinya ditujukan agar :

- otoritas moneter mempunyai ruang untuk mengendalikan pemilikan mata uang domestik oleh non-resident
- pemilikan mata uang domestik oleh non resident terarah untuk mendukung kegiatan ekonomi dan investasi di dalam negeri.
- otoritas moneter dapat meminimumkan pasokan mata uang domestik di luar negeri sehingga dapat memperkecil kemungkinan penggunaan mata uang domestik untuk tujuan spekulasi.

a. SINGAPURA

Dalam rangka non-internasionalisasi Singapore Dollar (SGD), Monetary Authorities of Singapore (MAS) mengatur pembatasan terhadap bank dalam pemberian kredit SGD kepada non-residen untuk membiayai kegiatan di luar wilayah Singapura. Pembatasan yang sama juga diterapkan terhadap merchant bank, *finance companies*, dan perusahaan asuransi. Tujuan pembatasan ini adalah agar SGD tidak diperdagangkan di negara lain yang tidak ada manfaatnya bagi Singapura dan umumnya bersifat spekulatif.

Bentuk pengaturannya adalah sebagai berikut :

- Bank dikenakan pembatasan pemberian kredit kepada non residen untuk membiayai kegiatan di luar wilayah Singapura sampai dengan SGD 5 juta. Pemberian kredit di atas jumlah tersebut kepada bank dan lembaga keuangan lainnya di luar Singapura harus berkonsultasi dengan MAS. Namun, tidak ada pembatasan pemberian kredit kepada non-residen jika kredit tersebut digunakan untuk membiayai kegiatan ekonomi di Singapura atau untuk keperluan hedging resiko nilai tukar dan resiko suku bunga yang timbul dari aktivitas ekonomi di Singapura. Ketentuan yang sama juga diterapkan terhadap merchant bank, *finance companies* dan perusahaan asuransi.
- Bank harus berkonsultasi dengan MAS sebelum melakukan transaksi SGD *currency options* atau *option-related product* dengan lembaga keuangan bukan bank.
- Bank tidak diperbolehkan memberikan pinjaman kepada non-bank non residen di atas S\$5 juta dalam bentuk surat berharga (CP) berdenominasi SGD
- Bank tidak perlu berkonsultasi dengan MAS ketika (a) hendak memberikan fasilitas kredit atau mengatur SGD equity listing dan penerbitan bonds untuk non bank non resident sepanjang SGD yang dihasilkan dari aktivitas tersebut digunakan untuk aktivitas perekonomian di Singapura. Jika perolehan SGD hasil penerbitan surat berharga tersebut digunan untuk kegiatan di luar Singapura maka SGD tersebut dengan sepengetahuan MAS harus dikonversikan ke dalam valas sebelum ditarik oleh penerbit surat berharga tersebut.
- SGD yang dihasilkan dari fasilitas kredit yang diberikan kepada non-residen untuk semua proyek-proyek di LN harus dikonversi atau di swapkan ke dalam mata uang asing untuk penggunaan di luar Singapura.

Kebijakan pendukung MAS

- Transparansi sektor finansial
- Supervisi yang dilakukan oleh MAS maupun melalui akhungan publik diatur sedemikian

rupa agar institusi tersebut harus memenuhi *guidelines*, selain juga memiliki *internal control* dan infrastruktur manajemen resiko yang memadai.

- MAS memiliki *market intelligence* yang telah berjalan efektif.
- Sosialisasi kebijakan dilaksanakan dengan baik sehingga mendapat dukungan
- Kebijakan diterapkan secara konsisten dengan sanksi yang keras

b. MALAYSIA

Dalam rangka non-internasionalisasi Ringgit, Malaysia menerapkan kebijakan yang lebih ekstrem dibandingkan dengan Singapura. Tujuan pembatasan internasionalisasi adalah mencegah agar tidak terjadi quotation MYR di luar negeri (terutama Singapura) yang pada dasarnya bersifat spekulatif. Kebijakan tersebut antara lain:

- menyatakan bahwa MYR yang beredar di luar Malaysia dinyatakan tidak berlaku oleh BNM
- penggunaan rekening ringgit milik non-residen harus sesuai dengan ketentuan yang telah digariskan BNM
- pelarangan transfer antar rekening MYR milik non-residen (*external account*).
- Adanya kewajiban bagi eksportir untuk membawa masuk perolehan devisa hasil ekpornya dalam bentuk valas. Selanjutnya valas tersebut dikonversikan kedalam MYR di dalam negeri.

Kebijakan pendukung :

- sistem monitoring dan pelaporan yang sudah baik dan terintegrasi.
- BNM tidak terlalu terbebani dengan tugas monitoring devisa, karena yang melaksanakannya adalah bank-bank komersial.
- Sosialisasi yang memadai atas kebijakan yang di ambil

c. INDONESIA

Dalam kaitannya dengan pembatasan internasionalisasi rupiah beberapa ketentuan telah dikeluarkan seperti :

- (i) pembatasan rupiah yang dapat dibawa masuk ke dalam atau ke luar wilayah Indonesia berdasarkan PP No.18/1998 tanggal 2 Februari 1998,
- (ii) pelarangan pemberian kredit (*cash loan*) baik dalam bentuk rupiah maupun valas dari resident kepada perorangan maupun perusahaan yang tidak berdomisili di Indonesia (non-resident) berdasarkan surat kepada semua bank No.5/908/UPK/KPd tanggal 6

Maret 1973, SE BI No.6/28/UPK, No.6/29/UPK, dan No.6/30/UPK tanggal 13 September 1973,

- (iii) pelarangan bagi non-resident untuk menerbitkan surat berharga komersial (commercial paper) melalui bank umum di Indonesia berdasarkan SK Dir No.28/52/KEP/DIR tanggal 11 Agustus 1995, dan
- (iv) pembatasan forward jual bank domestik kepada non resident maksimum US\$ 5 juta per bank per customer, kecuali untuk transaksi yang terkait dengan kegiatan ekonomi dan investasi di dalam negeri berdasarkan pengumuman GBI tanggal 29 Agustus 1997 dan telex Kepala Urusan Devisa Bank Indonesia kepada seluruh bank umum devisa No.30/19/UD tanggal 2 September 1997.

D. Kelemahan Ketentuan Yang Berlaku di Indonesia

(i) Ketentuan Larangan Pemberian Kredit Kepada Non-Residen :

- Terbatasnya jenis kredit yang dicakup dalam ketentuan. Ketentuan ini hanya melarang pemberian kredit konvensional (*cash loan*) tidak termasuk transaksi-transaksi lain yang menimbulkan tagihan rupiah kepada non-residen.
- Tidak ada pengaturan sanksi sehingga tidak ada *law enforcement* bagi bank apabila ketentuan tersebut dilanggar.
- Definisi non-residen tidak jelas.

(ii) Ketentuan pembatasan forward jual valas bank-bank dengan non-residen :

- Bentuk ketentuan hanya berupa teleks sehingga kekuatan hukumnya relatif lemah atau tidak memiliki *legal binding*.
- Jenis transaksi yang termasuk kategori transaksi forward jual valas dengan non-resident masih memungkinkan adanya interpretasi yang berbeda dengan maksud ketentuan, terlebih dengan kegiatan transaksi derivatif yang makin berkembang. Karena itu perlu disempurnakan dengan istilah yang lebih umum dan lebih jelas.
- Transaksi yang dikecualikan adalah untuk tujuan investasi dan ekspor-impor. Pengecualian tersebut tidak spesifik dan tidak rinci sehingga memungkinkan bank-bank menggunakan pengecualian ini sebagai celah untuk melanggar ketentuan.
- Limit transaksi yang ditetapkan sebesar USD 5 juta untuk nasabah dan untuk bank. Limit tersebut relatif besar apabila diukur dengan jumlah rupiah yang terkait dengan transaksi forward jual tersebut. Besarnya limit terkait dengan counterparty risk. Apabila nasabah (dalam hal ini non-resident bermasalah) maka bank juga akan terpengaruh. Sebagai perbandingan, Singapura memberikan batas posisi bank sebesar

SGD5 juta atau ekuivalen dengan USD2,8 juta , sedangkan Thailand BHT50 juta atau ekuivalen dengan USD. 1,2 juta.

- Posisi yang dilaporkan adalah akhir bulan. Hal ini memungkinkan bank untuk melakukan transaksi melebihi batas maksimum pada awal atau tengah.
- Tidak diberlakukannya sanksi sehingga tidak ada *law enforcement* bagi bank apabila ketentuan tersebut dilanggar baik dari sisi kewajiban melapor maupun dari sisi pelanggaran terhadap jumlah maksimum transaksi yang diperbolehkan.

Dengan mempertimbangkan berbagai kebijakan pembatasan internasionalisasi mata uang domestik yang diterapkan oleh negara-negara lain dan ketentuan terkait yang telah berlaku di Indonesia, kiranya menjadi penting untuk menyempurnakan dan melengkapi ketentuan-ketentuan yang sudah ada, sehingga tujuan meredam transaksi spekulasi rupiah yang dilakukan oleh non-resident yang melalui pembatasan sumber dana rupiah bagi non-resident dapat terwujud,

E. Usulan Kebijakan :

Ketentuan yang diusulkan mencakup :

- Penyempurnaan atas ketentuan larangan pembatasan pemberian kredit rupiah kepada non-resident
- Pembatasan sumber dan penggunaan rekening rupiah milik non-resident di Indonesia (vostro account)
- Pelarangan transaksi rupiah di luar negeri (rupiah sebagai *illegal tender* di luar negeri).

a. Pembatasan pemberian "kredit" rupiah dari residen kepada non-residen.

Cakupan Pembatasan :

- Ketentuan pembatasan pemberian kredit perlu disempurnakan dengan memperluas definisi kredit dan memperkuat dasar hukum dan penegakan hukum (*law enforcement*). Kredit rupiah yang dimaksud di sini adalah pemberian kredit dalam arti luas kepada non-residen, mencakup pemberian pinjaman konvensional (cash loan dengan akad kredit), dan setiap transaksi yang menimbulkan tagihan rupiah oleh resident kepada non-residen dari transaksi derivatif.
- Penyempurnaan juga perlu dilakukan terhadap ketentuan forward jual yang diumumkan pada bulan September 1997. Ketentuan tersebut membatasi bank-bank dapat melakukan kontrak forward jual dengan non-residen sampai dengan maximum \$5 juta per bank per nasabah. Ketentuan forward jual saat ini baru berbentuk telex dan tidak mengikat secara hukum sehingga sulit untuk memaksakan pemenuhan ketentuan tersebut. Maka

penyempurnaan perlu dilakukan dengan memperluas cakupan pembatasan tidak hanya forward, tapi juga transaksi swap dan option dengan memperkecil limit transaksi forward/swap/option yang bukan untuk kepentingan hedging hingga lebih kecil dari limit sekarang USD 5 juta (mungkin menjadi setara dengan limit di Thailand). Ketentuan forward tersebut juga perlu dipertegas dalam bentuk ketentuan yang mengikat secara hukum dengan pengenaan sanksi yang tegas bagi pelanggar. Pembatasan transaksi derivatif mencakup transaksi forward, swap dan swap yang diroll-over (synthetic swap).

- Pembatasan tersebut tidak berlaku untuk kegiatan investasi di Indonesia dan kegiatan ekspor/impor.

Pro vs Kons Terhadap Pembatasan Pemberian Kredit Kepada Non-Residen

Pro:

- Larangan pemberian kredit rupiah kepada non-resident membatasi akses non-resident terhadap rupiah untuk kegiatan di luar ekonomi riil seperti untuk transaksi spekulatif yang pada gilirannya akan dapat meredakan volatilitas nilai tukar rupiah, suku bunga dan harga barang.
- Dengan terbatasnya rupiah yang beredar di luar negeri, pengendalian moneter akan lebih mudah, karena transaksi valas yang terjadi dapat mendekati permintaan dan penawaran yang sesungguhnya.

Kons :

- Pembatasan kredit kepada non-resident dalam arti luas juga akan membatasi perkembangan transaksi *derivatif* di Indonesia. Hal ini dapat membuat kondisi pasar derivatif domestik menjadi tidak likuid dan kurang efisien (*inefficient market*).
- Adanya pengecualian dalam ketentuan yaitu memperbolehkan pemberian kredit kepada non-resident untuk digunakan dalam kegiatan ekonomi dan investasi di dalam negeri membutuhkan prosedur administratif untuk membuktikan bahwa kredit tersebut benar-benar digunakan di Indonesia untuk kegiatan-kegiatan dimaksud. Hal ini memungkinkan adanya dokumen palsu, praktek-praktek kolusi dan korupsi.

b. Pembatasan sumber, dan penggunaan rekening rupiah milik non-resident di Indonesia (rekening vostro)

Cakupan Pembatasan

- Dasar pemikiran ketentuan pembatasan ini adalah bahwa dengan tidak adanya pengaturan mengenai sumber dan penggunaan dana rupiah milik non-resident (vostro

account), memungkinkan dana dalam vostro account tersebut digunakan untuk transaksi-transaksi yang mempengaruhi fluktuasi nilai tukar rupiah. Pembatasan vostro account akan memperjelas sumber dan penggunaan rupiah oleh non-resident hanya untuk kegiatan ekonomi di Indonesia.

- Sumber dana vostro account berasal dari :
 - i. hasil penjualan instrumen rupiah dan transaksi pasar modal,
 - ii. kewajiban resident kepada non-residen berupa pembayaran gaji hasil sewa, komisi, pendapatan bunga dan deviden
- Penggunaan vostro account terbatas untuk pembayaran-pembayaran transaksi rupiah yang memiliki underlying seperti pembelian aset-aset rupiah, pembayaran biaya administrasi di Indonesia, pembayaran barang dan jasa yang digunakan di Indonesia.
- Transfer antar rekening vostro harus mempunyai underlying transaksi yang jelas.
- Transfer ke luar negeri tidak diperkenankan dalam bentuk rupiah.
- Monitoring yang ketat atas pergerakan rekening vostro dengan pelaporan harian.
- Membutuhkan dasar hukum yang kuat mengingat dalam UU No.24 / 1999 hanya residen yang wajib melaporkan sedangkan non residen tidak diatur.

Pro :

- Pembatasan sumber dan penggunaan vostro account dapat mengurangi kesempatan non-residen melakukan perdagangan rupiah dengan motif spekulatif dengan counterparty di Indonesia atau pun counterparty di LN namun dengan settlement di Indonesia.
- Berkurangnya transaksi spekulatif meredam volatilitas nilai tukar rupiah, suku bunga, dan harga barang.
- Memberikan sinyal bagi pasar bahwa pergerakan nilai tukar rupiah benar-benar demand/supply riil.

Kontra

- Pembatasan penggunaan vostro account untuk settlement transaksi di luar negeri akan mengurangi penerimaan jasa perbankan.
- Terdapat hambatan administratif untuk membuktikan bahwa transaksi rupiah melalui rekening non residen memiliki *underlying transaction*.
- Memungkinkan adanya dokumen palsu, praktek-praktek kolusi dan korupsi

c. Pelarangan Transaksi Rupiah di Luar Negeri

Pro :

- Pelarangan transaksi rupiah di luar negeri berarti menghapus offshore market untuk rupiah. Dengan demikian pergerakan kurs rupiah semata-mata ditentukan oleh transaksi rupiah di pasar domestik. Hal ini berarti meningkatkan otonomi kebijakan moneter sehingga mempermudah pengendalian moneter.
- Dengan mengisolasi pergerakan kurs rupiah dari transaksi di luar negeri, volatilitas kurs lebih dapat dikendalikan

Kontra

- Keputusan yang menyebabkan rupiah menjadi illegal tender di luar negeri, meskipun diberlakukan dengan masa transisi, akan menyebabkan aliran rupiah masuk ke dalam negeri secara dalam waktu bersamaan untuk ditukarkan dengan valas. Pengalihan dana non-resident dari rupiah ke valas secara besar-besaran dalam waktu bersamaan (singkat) akan menambah likuiditas rupiah di pasar domestik secara mendadak dan menguras cadangan devisa. Mengingat sistem nilai tukar di Indonesia adalah sistem mengambang bebas, maka arus balik rupiah dapat tersebut akan memberikan tekanan depresiasi terhadap kurs rupiah. Pengalihan rupiah menjadi valas oleh non-resident kemungkinan besar akan diikuti oleh resident dimana dampak ikutan ini akan memperburuk kurs rupiah lebih lanjut.
- Apabila ketentuan diberlakukan tanpa masa transisi, maka walaupun konversi rupiah ke valas dapat dibatasi, ada kemungkinan timbul tuntutan hukum (*legal action*) dari non-resident yang memandang dananya telah “dibekukan” (secara sepihak tanpa masa transisi) karena harus mengendap dalam *vostro account* dan tidak boleh dikonversikan kedalam valas untuk jangka waktu tertentu.

Pelarangan transaksi rupiah di luar negeri masih memerlukan studi lanjutan untuk mengukur dampak makro dari pelarangan tersebut.

F. Persyaratan Untuk Efektivitas Kebijakan

Belajar dari pengalaman-pengalaman sebelumnya, maka suatu kebijakan baru akan berjalan efektif bila dalam pelaksanaannya dipenuhi kondisi-kondisi sebagai berikut:

1. Terdapat konsistensi dan integritas dari peraturan-peraturan yang berkaitan dengan pertukaran mata uang.
2. Kebijakan harus memiliki dasar hukum yang kuat, mengingat ketentuan ini banyak

terkait dengan aset non-resident dimana bila non-residen merasa dirugikan mereka mungkin akan menempuh jalur hukum.

3. Kecukupan prasarana pendukung seperti sistem informasi online, serta hubungan BI - bank yang lebih transparan.
4. Pengenaan sanksi yang tegas terhadap pelanggaran. Dalam hal ini dituntut kemampuan pengawas/pemeriksa bank untuk dapat mendeteksi setiap upaya rekayasa untuk memanfaatkan celah dari setiap ketentuan yang ditetapkan. Oleh karena itu pemahaman yang mendalam dari pemeriksa bank terhadap perkembangan instrumen-instrumen pasar dan eksploitasi produk derivatif yang terus berkembang pesat.
5. Sosialisasi yang memadai atas kebijakan yang diambil. Dalam hal ini juga dibutuhkan kesiapan administrator (Direktorat) yang terkait terutama dalam pemahaman atas ketentuan-ketentuan yang akan diterapkan, mengingat dalam tahap awal pelaksanaan diperkirakan akan banyak pertanyaan dan tuntutan dari pihak-pihak dengan berbagai kepentingan.

V. Ringkasan dan Kesimpulan

1. Terdapat beberapa pertimbangan yang mendorong suatu negara menerapkan kebijakan pengaturan arus modal antara lain (i) untuk melindungi otonomi kebijakan moneter dan nilai tukar suatu negara yang memiliki neraca pembayaran dan kondisi makroekonomi yang lemah; (ii) menjaga efektivitas kebijakan moneternya pada saat *institutional framework* sektor keuangan masih lemah, dan pasar keuangan belum berkembang, dan (iii) keperluan *prudential*. Dalam kondisi (i) dan (ii), mobilitas modal yang bebas cenderung memperbesar distorsi yang sudah ada, menciptakan situasi *moral hazard* dan mendorong pengambilan resiko yang berlebihan, sehingga stabilitas perekonomian menjadi rentan terhadap gangguan eksternal termasuk aktivitas para spekulan.
2. Perlu disadari bahwa liberalisasi arus modal bukan berarti menjadikan transaksi modal tidak memiliki regulasi sama sekali. Terlebih, arus modal *cross-border* mengandung resiko-resiko yang perlu diwaspadai seperti resiko nilai tukar, resiko suku bunga, resiko likuiditas dan *country risk*. Karena itu, pelaku pasar yang terlibat dalam *cross border capital movement* semestinya berhati-hati dengan melakukan penilaian dan pengelolaan resiko dari arus modal tersebut dengan baik.
3. Pembatasan-pembatasan pada jenis transaksi modal tertentu dapat diberlakukan sambil memberikan waktu kepada pasar keuangan untuk mempersiapkan prakondisi sebelum mengimplementasikan liberalisasi keuangan yang lebih jauh, yaitu dengan memperkuat

lingkungan dimana pasar dapat berfungsi dengan regulasi dan supervisi yang tepat, dan meningkatkan keterbukaan aliran informasi. Dengan demikian sifat pembatasan aliran modal ini hanya sementara dan merupakan komplemen — bukan substitusi — dari upaya-upaya reformasi yang ditujukan untuk memperkuat sektor keuangan domestik.

4. Permasalahan yang dialami Indonesia adalah nilai tukar rupiah mengandung volatilitas yang tinggi akibat sistem nilai tukar mengambang bebas di Indonesia tidak disertai dengan informasi yang simetris (sempurna) antar pelaku ekonomi dan infrastruktur kelembagaan sektor keuangan yang kuat. Akibatnya, mudah bagi spekulasi, khususnya *non-resident*, untuk mempengaruhi sentimen pasar yang kini menjadi determinan utama dari perilaku nilai tukar rupiah.
5. Aktivitas spekulasi yang dipicu oleh aksi *non-resident* tersebut tercermin dari aktivitas *vostro account* di bank-bank dalam negeri yang sangat aktif dan volumenya meningkat dalam periode nilai tukar rupiah mengalami tekanan. Pergerakan dari rekening *vostro* tampak searah dengan pergerakan nilai tukar rupiah. Aksi spekulasi *non-resident* tersebut kiranya dapat diredam apabila pasokan rupiah untuk *non-resident* dibatasi.
6. Teknik perhitungan ekonometri yang dilakukan dengan metode *GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity)* membuktikan adanya hubungan signifikan yang bersifat negatif antara penerapan kebijakan pengaturan arus modal di Indonesia dengan volatilitas nilai tukar. Dalam hal ini, peningkatan indeks pengaturan modal memberikan dampak penurunan volatilitas nilai tukar.
7. Berdasarkan hasil studi perbandingan dengan kebijakan-kebijakan di negara-negara lain (Brazil, Chile, Malaysia, Thailand dan Singapore) dan temuan (4), (5) dan (6) kami merekomendasikan perlunya pembatasan internasionalisasi rupiah antara lain dengan membatasi penyediaan rupiah kepada *non-resident* dalam upaya meminimumkan penggunaan rupiah untuk transaksi spekulatif oleh *non-resident*.
8. Beberapa kebijakan *non-internasionalisasi* rupiah telah dikeluarkan oleh Bank Indonesia antara lain, (i) pembatasan jumlah uang rupiah (*rupiah notes*) yang dapat dibawa ke luar Indonesia; (ii) pelarangan pemberian kredit dalam rupiah dan valas kepada *non-resident*; (iii) penerbitan surat berharga komersial oleh *non-resident*; dan (iv) pembatasan *forward* jual oleh *non-resident*. Ketentuan (i) dan (iii) relatif berjalan efektif, meskipun masih terdapat pelanggaran-pelanggaran terhadap ketentuan (i). Sementara ketentuan (ii) dan (iv) perlu disempurnakan untuk meningkatkan efektivitasnya.
9. Dengan demikian, dalam rangka meminimumkan kegiatan spekulasi untuk *non-resident* penelitian ini memberikan rekomendasi kebijakan bahwa perlu dilakukan:

- (i) penyempurnaan terhadap ketentuan pelarangan kredit yang dikeluarkan tahun 1973, dengan materi penyempurnaan perluasan cakupan kredit yang dilarang dan definisi non-residen, pelaporan dan pengenaan sanksi.
- (ii) penyempurnaan ketentuan forward jual yang dikeluarkan tahun 1997, dengan materi penyempurnaan jenis transaksi dan jumlah yang dibatasi, pelaporan dan pengenaan sanksi.
- (iii) pembatasan rekening giro rupiah non-residen pada bank-bank dalam negeri (rekening vostro)

Usulan kebijakan tidak dapat mematahkan keseluruhan transaksi spekulatif, terutama bila spekulasi dilakukan di dalam negeri.

10. Agar suatu kebijakan arus modal dapat berjalan efektif maka perlu dipenuhi beberapa kondisi antara lain: (i) konsistensi peraturan, (ii) memiliki dasar hukum yang kuat, (iii) ketersediaan prasarana pendukung; (iv) penerapan sanksi yang tegas, (v) sosialisasi yang memadai.

DAFTAR PUSTAKA

- Aizenman, Joshua. 1999. "Capital Controls and Financial Crises", *NBER Working Paper No.7398*, Cambridge, October 1999.
- Bhagwati, Jagdish. 1998. The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars" *Foreign Affairs*, 77, hal. 7-12.
- Bollerslev, Tim. 1986. "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics* 31, 307-327.
- Cooper, Richard N.1998. "Should Capital Account Convertability be a World Objective?" *Essays in International Finance* No.207.
- Edwards, Sebastian. 1998. "Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences", *NBER Working Paper No.6000*. Cambridge 1998
- Edwards, Sebastian. 1999. "How Effective Are Capital Controls?" *NBER Working Paper No.7413*. (Cambridge, November 1999).
- Eichengreen, B. and M. Mussa. 1998. "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects," *Occasional Paper*, No.172 .Washington DC: International Monetary Fund, 1998.
- Engle, Robert F.1982. "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation," *Econometrica*, 50, 987-1008.

- Fukuchi, T., and S. Tokunaga, 1999. "Simulation Analysis of Exchange Rate Dynamics: The Case of Indonesia", *The Developing Economies Vol. XXXVII No.1*, Institute of Developing Economies, Tokyo, Japan, Maret 1999.
- Gregorio, Jose De, Sebastian Edwards, and Rodrigo O.Valdes. 2000. "Controls on Capital Inflows: Do They Work?" *NBER Working Paper No.7645*, Cambridge, April 2000.
- Hanna, Don and Fred Hu. 1998. "Capital Control in Asia", *Economic Research Goldman Sachs*, October 20, 1998
- International Monetary Fund, 1999. "Countries Experiences with the Use of Controls on Capital Movements and Issues in Their Orderly Liberalization", SM/99/60, (Washington, D.C.: IMF) March 5, 1999.
- International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Rate Arrangement and Exchange Rate Restrictions*. Washington D.C., beberapa penerbitan.
- Johnston, R. Barry and Natalia T.Tamirisa. 1998. "Why Do Countries Use Capital Control", *IMF Working Paper WP/98/181*, December 1998, IMF Washington. Hal.13-16.
- Kahler, Miles, 1998. *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, 1998.
- Krugman, Paul 1999. "Depression Economics Returns" *Foreign Affairs* No.78. hal. 74.
- Laurens, Bernard and Jaime Cardoso. 1998. "Managing Capital Flows: Lessons From The Experience of Chile", *IMF Working Paper No.168*, Washington, D.C., Desember 1998.
- Obstfeld, M.1986. "Rational and Self Fulfilling Balance of Payments Crises," *American Economic Review*, 76, Maret 1986. hal.72-81.
- Stiglitz, Joseph. 1999. "Bleak Growth Prospects for the Developing World", *International Herald Tribune*, April 10-11, 1999, hal.6.
- Tamirisa, Natalia 1999. "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade", *IMF Staff Papers* Vol.46 No.1, Maret 1999.
- Tavlas, George S. and Yuzuru Ozeki, 1992. "The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen", *IMF Occasional Paper No.90*, International Monetary Fund, Washington D.c., Januari 1992.
- The PRS Group, *International Country Risk Guide*. Syracuse, New York, beberapa penerbitan.