

ANALISIS PEMBALIKAN ARUS MODAL GLOBAL SECARA MENDADAK (*SUDDEN REVERSAL*) : STUDI KASUS KOREA DAN INDONESIA

Widita Kurniasari

(Dosen Ekonomi Pembangunan Universitas Trunojoyo Madura)

Abstract

The aim of this paper is to explain sudden reversal of flow in global capital. This paper uses the general capital mobility model as its main analysis tool. In addition Korea and Indonesia is chosen as the country case study. Furthermore, the study finds that both countries, Indonesia and Korea, are very vulnerable to the possibility of 'sudden reversal' of capital flow. Whilst the huge amount of short term debt is the main causes of 'sudden reversal' in Korea, the huge amount of foreign ownership in local assets is the main cause for Indonesia.

Key Words: Global capital, Flow, Sudden reversal

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi dunia saat ini sangatlah pesat sehingga memberikan hubungan antar negara yang lebih erat. Arus globalisasi ekonomi ini ditandai dengan semakin menipisnya batas-batas geografi dari kegiatan ekonomi atau pasar secara nasional atau regional dan semakin mengglobal menjadi satu proses yang melibatkan banyak negara. Hal ini disebabkan diantaranya adalah komunikasi dan transportasi yang semakin canggih dan murah, lalu lintas devisa yang semakin bebas, ekonomi negara yang semakin terbuka, semakin pesatnya perkembangan perusahaan multinasional, dan lain-lain. Bagi Indonesia dan Korea yang memiliki perekonomian bersifat terbuka tentunya akan terpengaruh oleh prinsip perekonomian global dan prinsip liberalisasi perdagangan tersebut. Perekonomian Indonesia dan Korea akan berhadapan dengan perekonomian negara lain atau mitra dagangnya seperti ekspor-impor;

investasi, baik yang bersifat investasi langsung (*direct investment*) maupun tidak langsung; serta pinjam meminjam (Kennedy, 2007).

Krisis keuangan global memukul negara berkembang melalui tiga jalur. Pertama, pasar keuangan dan nilai tukar terpukul sebagai akibat perilaku *flight to quality* dari investor. Kedua, ekspor terancam melemah seiring dengan perlambatan ekonomi dunia. Ketiga, tingginya ketergantungan perbankan/korporasi negara berkembang terhadap utang luar negeri "mengimpor" keketatan pasar kredit global kedalam ketatnya likuiditas perbankan baik dalam USD maupun mata uang domestik (Pratomo, dkk, 2008).

Bagi Indonesia, dampak krisis global juga membuat seluruh sumber pertumbuhan ekonomi Indonesia, mulai dari ekspor, konsumsi domestik,

dan investasi, mengalami penurunan. Penurunan ekonomi domestik, terutama disumbangkan oleh melambatnya produksi manufaktur. Ekspor nonmigas sebagai pendorong utama pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan dari 15,2 persen menjadi 24,5 miliar dollar AS pada triwulan IV-2008 dibandingkan triwulan sebelumnya. Penurunan ini berlanjut pada 2009, dengan ekspor Januari 2009 hanya 6,2 miliar dollar AS, di bawah rata-rata bulanan 2008 yang sekitar 9 miliar dollar AS. Penurunan produksi diperkirakan juga masih akan berlanjut dengan berlanjutnya penurunan impor barang modal dan bahan baku (Kompas, 2009).

Dengan memburuknya fundamental makro ekonomi dan indikator sektor riil, dapat terjadi

potensi pemburukan ekonomi domestik dengan berkepanjangannya krisis ekonomi dan finansial global. Terutama dengan posisi Indonesia dan Korea yang rentan terhadap krisis ini. Sejumlah kajian menempatkan Indonesia dan Korea sebagai salah satu negara yang paling rentan mengalami pukulan paling berat dari krisis global.

Jika melihat kerentanan suatu negara terhadap dampak krisis berdasarkan tiga indikator, yakni *Citi External Vulnerability Index*, tingkat risiko mengalami pembalikan modal secara mendadak (*sudden reversal*), dan tingkat risiko menghadapi situasi di mana modal masuk terhenti sama sekali secara mendadak (*sudden stop*).

Berikut adalah data yang menunjukkan risiko terhentinya arus modal secara mendadak.

Tabel 1. Indikator Kerentanan Risiko Terhentinya Arus Modal Secara Mendadak

Negara	Neraca Transaksi Berjalan (2008E)	Pembayaran Cicilan Utang (2008E)	Total Pembiayaan Eksternal (2008E)	Total Cadangan devisa (Medio 2008)	Indikator Kerentanan (%)
Korea	8.000	222.300	230.300	242.215	95
Vietnam	15.169	NA	15.169	23.872	64
India	50.153	13.612	63.765	307.219	21
Indonesia	-6.409	13.683	7.274	57.019	13
Filipina	-422	4.986	4.564	37.093	12
Thailand	-5.601	5.087	-514	117.050	0
Taiwan	-28.184	12.446	-15.738	282.087	-6
Singapura	-23.483	NA	-23.483	252.180	-9
Hongkong	-24.463	NA	-24.463	158.100	-15
Cina	-362.804	19.315	-343.489	1.808.828	-19
Malaysia	-38.547	5.141	-33.406	136.543	-24

Sumber : CEIC Data Company, Haver Analytics, IIF and Citi Estimates dalam Kompas, 2009

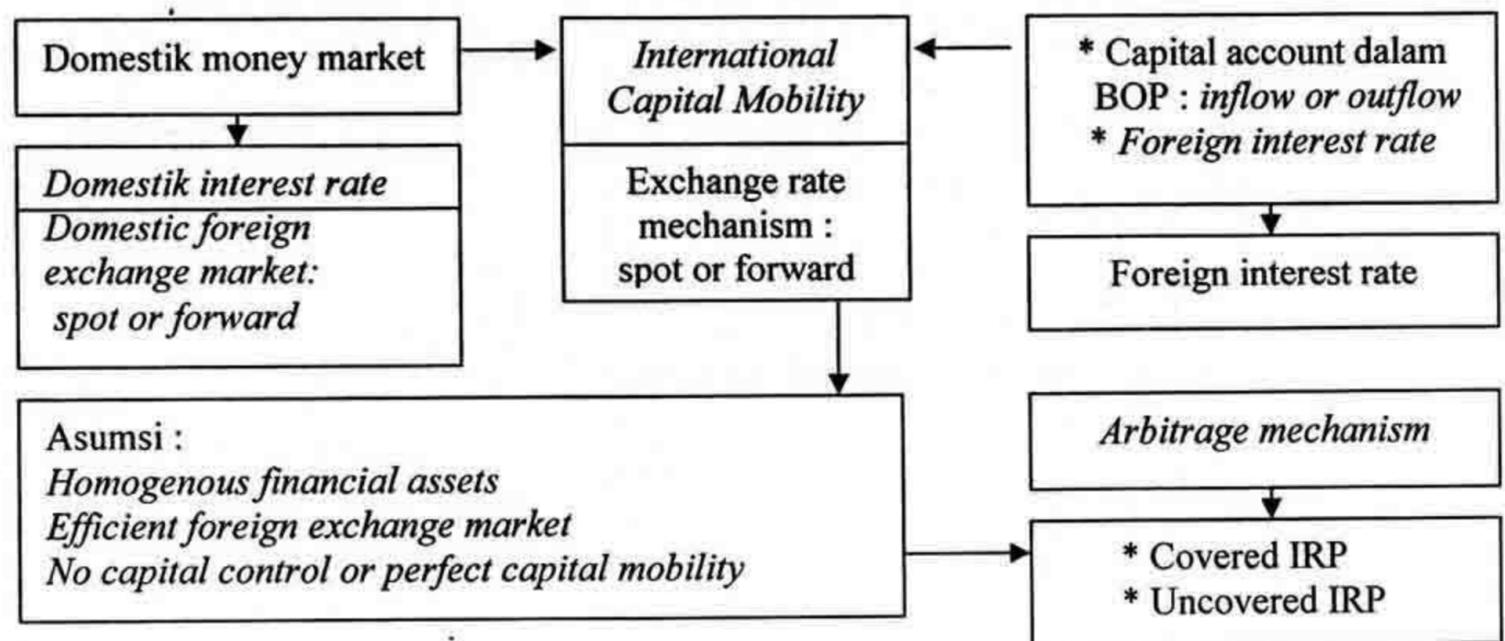
Urutan pertama negara yang paling rentan menjadi sasaran pembalikan arus modal global secara mendadak (*sudden reversal*) adalah Korea Selatan. Indonesia ditempatkan di urutan kedua negara yang paling rentan menjadi sasaran pembalikan arus modal global secara mendadak (*sudden reversal*) setelah India. Di Korea Selatan, tingginya risiko pembalikan modal dikaitkan dengan

tingginya utang jangka pendek, sementara di Indonesia dikaitkan dengan besarnya kepemilikan asing pada aset-aset lokal seperti saham dan juga surat utang pemerintah.

METODE PENELITIAN

Secara umum studi ini menggunakan model 'capital mobility' sebagaimana bisa dilihat pada diagram 1 berikut.

Diagram 1. Capital Mobility



Sumber : Dikutip dari Warjiyo, Perry, Ekonomi Keuangan Internasional, 2004 dalam Kennedy, 2007

Berikut ini adalah penjelasan mengenai hal hal yang terkait dengan 'Capital Mobility'.

Neraca Pembayaran

Neraca pembayaran (*balance of payment*) merupakan catatan sistematis transaksi antara penduduk satu negara dengan negara-negara lainnya di dunia dalam suatu periode tertentu, dimana didalamnya mencakup dua neraca utama yaitu transaksi berjalan (*current account*) dan transaksi modal (*capital*

account). Transaksi berjalan mencatat perdagangan (ekspor - impor) barang dan jasa dan juga pembayaran transfer (*net transfer payment*). Neraca perdagangan (*trade balance*) secara sederhana mencatat selisih nilai ekspor dan impor barang-barang dan jasa. Dengan menambahkan transfer netto ke dalam neraca perdagangan maka dinamakan transaksi berjalan (*current account*) (Haykal, 2008).

Pada transaksi modal (*capital account*) mencatat pembelian dan penjualan aset-aset seperti saham, obligasi, dan tanah terasuk di dalamnya *foreign direct investment* (FDI), *portofolio investment* dan bentuk investasi lainnya. Surplus *capital account* juga disebut *net capital inflow* dan terjadi ketika penerimaan dari penjualan aset-aset melebihi pembayaran yang dilakukan untuk pembelian aset-aset.

Arus Modal Masuk (*Capital Inflow*)

Arus modal masuk atau *capital inflow* merupakan sejumlah dana yang berasal dari luar negeri untuk melengkapi kekurangan atas tabungan dan devisa suatu negara sebagai modal untuk keperluan pembangunan. Modal asing yang masuk terdiri dari investasi langsung asing, investasi portofolio dan pinjaman luar negeri. Melihat dari komposisi modal asing yang masuk, FDI memiliki komposisi yang paling besar dibanding bentuk modal asing lainnya.

Ada dua hal yang mempengaruhi kegiatan FDI di suatu negara tuan rumah, dalam kaitannya dengan mengapa suatu negara begitu aktif dalam menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di suatu negara, yaitu kerangka kebijakan (*policy framework*) dan faktor ekonomi (*economic determinant*). Pada kerangka kebijakan, berkaitan dengan regulasi yang berlaku di suatu negara. Investor pada dasarnya mengetahui bagaimana potensi dan kondisi suatu negara yang akan dijadikan lokasi investasi. Kerangka kebijakan ini terkait dengan aturan yang mendukung terbukanya pasar, standar

internasional, faktor kepemilikan dan lain sebagainya UNCTAD (1998) menguraikan ini dalam beberapa hal, yaitu :

- Stabilitas ekonomi, politik dan sosial;
- Aturan yang mendukung masuk dan operasinya suatu usaha;
- Standar kesepakatan internasional;
- Kebijakan dalam memfungsikan dan struktur pasar;
- Persetujuan internasional dalam FDI;
- Kebijakan privatisasi; dan
- Kebijakan perdagangan dan perpajakan.

Investasi

Investasi adalah penanaman modal yang dilakukan baik secara langsung maupun tidak langsung yang bertujuan untuk mendapatkan manfaat atau keuntungan tertentu sebagai hasilnya. Keputusan investasi selalu berhadapan dengan risiko dan keuntungan yang menyebabkan investor akan memilih investasi yang menjanjikan tingkat keuntungan yang tertinggi dan tingkat risiko yang rendah. Dalam teori makro, investasi disini diartikan aliran pengeluaran yang menambah stok fisik kapital. Stok fisik kapital sebagai akibat investasi yang lalu nilainya selalu berkurang sebesar penyusutannya. Dengan demikian untuk menjaga nilai stok fisik kapital ini maka diperlukan pengeluaran investasi baru (Kelana, 1997).

Dari berbagai model yang mengkaji determinan investasi,

terdapat tiga hal yang harus diperhatikan (Mankiw, 2003), yaitu :

1. Semua jenis pengeluaran investasi berkaitan secara terbalik dengan tingkat bunga riil ($I=I(r)$). Tingkat bunga yang lebih tinggi meningkatkan biaya modal bagi perusahaan-perusahaan.
2. Terdapat berbagai penyebab pergeseran dalam fungsi investasi. Misalnya kemajuan teknologi, perubahan kredit pajak investasi dan pajak pendapatan perusahaan dapat menggeser fungsi investasi.
3. Dalam siklus bisnis investasi akan berubah-ubah karena pengeluaran investasi bergantung pada output perekonomian serta tingkat bunga.

Di banyak negara sedang berkembang, sumber investasi tersebut sangat terbatas. Oleh karena itu, banyak negara sedang berkembang termasuk Indonesia harus bergantung pada modal asing, baik dalam bentuk pinjaman, bantuan, investasi langsung maupun investasi portofolio.

Permintaan Aset-aset Domestik oleh Investor Internasional (*International Capital Mobility*)

Setiap negara pada umumnya meyakini bahwa tidak satupun negara di dunia yang dapat mengisolasi diri dari proses globalisasi. Bagi Indonesia yang memiliki perekonomian bersifat terbuka akan terpengaruh oleh prinsip perekonomian global dan prinsip liberalisasi perdagangan. Perekonomian Indonesia akan berhadapan dengan perekonomian negara lain atau mitra dagang Indonesia seperti ekspor-impor; investasi, baik yang bersifat investasi langsung (*direct investment*) maupun

tidak langsung; serta pinjam meminjam (Kennedy, 2007)

Dengan asumsi perekonomian yang kecil dan terbuka (*small open economy*) dengan mobilitas kapital berjalan sempurna (*perfect capital mobility*), maka penduduk suatu negara dapat melakukan transaksi di negara lain. Keterbukaan dalam perekonomian ini memiliki tiga dimensi (Blanchard, 2002) yaitu :

1. Keterbukaan dalam pasar barang dan jasa (*openness in goods markets*). Dalam pasar bebas ini memiliki halangan tarif dan kuota.
2. Keterbukaan dalam pasar uang (*openness in financial markets*). *Capital control* merupakan rintangan terhadap kepemilikan aset-aset asing.
3. Keterbukaan dalam pasar faktor-faktor produksi, kebebasan perusahaan untuk menentukan dimana lokasi produksinya, dan para pekerja juga memiliki kebebasan memilih dimana dia bekerja.

Investor internasional dapat melakukan diversifikasi aset dengan cara menjual atau membeli aset di negara lain. Dengan terintegrasinya pasar domestik dan pasar internasional, *perfect capital mobility* menggambarkan suatu keadaan dimana modal bebas bergerak (berpindah) sepanjang terdapat perbedaan *return* (harga).

Mengutip dari teori investasi portofolio (Mishkin and Eakins, 2009), maka faktor-faktor yang juga mempengaruhi pemodal untuk berinvestasi ke suatu negara adalah:

1. Kekayaan (*wealth*), jika kekayaan seseorang semakin meningkat maka ia akan memiliki sumber yang lebih banyak untuk membeli aset-aset.
2. Harapan hasil (*expected return*), yakni harapan hasil yang didapatkan dengan memegang aset tersebut.
3. Risiko (*risk*), yaitu derajat ketidakpastian yang dihubungkan dengan suatu aset relatif terhadap aset-aset lainnya.
4. Likuiditas (*liquidity*), yaitu seberapa cepat dan mudah suatu aset diubah dalam bentuk tunai (*cash*).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pembalikan Arus Modal (*Capital Account Reversal*) dan Penghentian Arus Modal Secara Tiba-tiba (*Sudden Stop*)

Ketika pembalikan arus modal terjadi di pasar keuangan yang sedang berkembang (*emerging market*), hal ini merupakan kejadian yang sangat berat bagi negara sedang berkembang. Karena opsi kebijakan sangat terbatas di tengah terjadinya krisis pasar modal dan karena beberapa negara telah mengalami krisis sebelumnya, sehingga fokusnya pada beberapa kebijakan yang mampu mengurangi meluasnya krisis di negara awal atau paling tidak dapat menghentikan masalah sehingga tidak menjadi semakin berat.

Sehubungan dengan kejadian diatas, dapat dipertimbangkan manfaat dari adanya *capital control*. Dengan melakukan *capital control* dapat mempengaruhi komposisi dari arus modal yang tidak sebenarnya, dari

surat berharga jangka pendek. Seperti kebijakan yang tidak digunakan sebagai solusi jangka panjang untuk menyelesaikan masalah pembalikan arus modal yang secara tiba-tiba karena ketakutan akan terjadinya *floating exchange rate (fear floating)*. Beberapa negara sedang berkembang ingin meningkatkan kontrol dalam kepercayaan (Calvo, 1999).

Arus modal masuk (*capital inflow*) sama dengan defisit neraca pembayaran ditambah akumulasi dari cadangan devisa. Dimana dengan adanya penghentian arus modal secara tiba-tiba (*sudden stop*) mengakibatkan cadangan devisa berkurang atau neraca pembayaran menjadi defisit. Dalam praktek jika terjadi keduanya, ketika cadangan devisa berkurang mengakibatkan negara tersebut rentan terhadap krisis keuangan, kemudian terjadi kontraksi dalam defisit neraca pembayaran sehingga memiliki dampak serius dalam produksi dan tenaga kerja (Calvo, 1999).

Masih menurut Calvo (1999), defisit neraca pembayaran sama dengan *aggregate demand* dikurangi dengan pendapatan nasional bruto (*Gross National Product*). Kontraksi yang tiba-tiba dalam defisit neraca pembayaran akan mengakibatkan penurunan yang tajam dari *agregate demand*. Penurunan permintaan akan mengakibatkan rendahnya permintaan terhadap barang *tradable* dan *non tradable*. Kelebihan penawaran dari barang *tradable* dapat diekspor ke luar negeri, sedangkan kelebihan penawaran dari barang *non tradable* mengakibatkan barang tertahan di dalam negeri. Sehingga harga relatif akan turun (berpengaruh terhadap

depresiasi mata uang). Contoh, sektor real estate akan mengalami penurunan harga relatif pada saat krisis ekonomi.

Studi kasus Korea

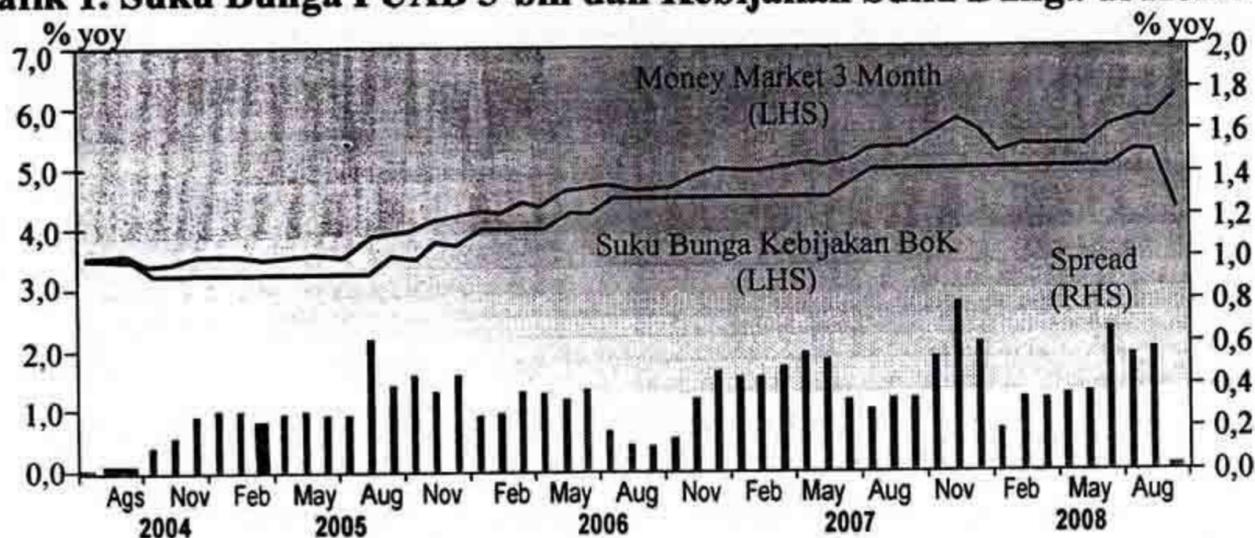
Arus Modal Masuk di Korea

Peningkatan arus modal masuk (*capital inflow*) di Korea Selatan mengalami peningkatan yang pesat, pada tahun 1980 arus modal masuk sebesar \$1,2 milyar sedangkan tahun 2006 meningkat 11 kali dari tahun 1980 yaitu sebesar \$14,6 milyar. Pada tahun 1980 dan awal 1990an, transfer dan pinjaman bank adalah sumber utama dari arus modal masuk ke Korea, lebih dari setengah total arus modal masuk swasta ke dalam perekonomian Korea. Sedangkan sekitar tahun 2006, arus modal masuk terbesar berasal dari investasi portofolio, yang mencapai 80% dari total arus modal masuk swasta (*total private capital inflows*).

Arus modal masuk yang besar ke Korea disebabkan karena adanya faktor penarik dan pendorong terhadap iklim perekonomian baru Korea yang diiringi dengan utang luar negeri dan krisis mata uang. Dengan tingkat bunga yang rendah dan aset investasi yang turun dikarenakan penurunan ekonomi, permintaan investasi portofolio di *emerging market* mulai meningkat. Bagi investor internasional, Korea adalah titik investasi yang utama. Pada tahun 2006, kondisi likuiditas global yang kondusif memberikan kontribusi dalam peningkatan arus modal masuk di perekonomian *emerging market*, termasuk Korea. Pada saat itu, sama seperti negara-negara utama di Asia Timur, Korea mengendurkan peraturan

investasi portofolio luar negeri dalam pasar modal untuk memacu arus masuk modal portofolio (Kim and Yang, 2008).

Arus modal masuk di Korea, sama seperti dalam perekonomian *emerging market* lainnya, memiliki implikasi kebijakan yang penting. Dalam teori, dengan adanya hubungan langsung dan tidak langsung dalam liberalisasi pasar keuangan dapat memperbaiki alokasi efisiensi, menerima teknologi luar negeri yang baru terutama terhadap penanaman modal langsung (*Foreign Direct Investment*) dan menstimulasi pertumbuhan ekonomi di *emerging market*. Integrasi dengan pasar keuangan internasional meningkatkan potensi pertumbuhan dan mengurangi hambatan dari adanya guncangan dari luar (*external shocks*) dalam *emerging economies*. Peningkatan dalam mobilitas kapital (*capital mobility*) antara negara kaya dan miskin, yang diikuti dengan tingkat investasi dan pertumbuhan modal yang tinggi di *emerging market economies* yang miskin ketika menawarkan tingkat imbal hasil yang tinggi kepada negara-negara kaya. Dalam perekonomian terbuka, penduduk domestik dapat mendiversifikasi potofolio asetnya untuk dimasukkan dalam terbitan institusi keuangan dan perusahaan asing sebagai tambahan aset domestik. Kemampuan untuk mendiversifikasi risiko dalam perekonomian *emerging market* akan mengurangi biaya modal dan meningkatkan investasi (Kim and Yang, 2008).

Grafik 1. Suku Bunga PUAB 3-bln dan Kebijakan Suku Bunga di Korea

Sumber : Bloomberg dalam Pratomo, dkk 2008

Dampak Krisis Keuangan Global di Korea

Di tengah krisis keuangan global, Korea merupakan salah satu dari sejumlah negara berkembang yang kini terancam mengalami *credit crunch* dan krisis gagal bayar Utang Luar Negeri (ULN) jangka pendek. Pengetatan pasar kredit domestik Korea akhir-akhir ini berakar dari tingginya ketergantungan perbankan Korea terhadap utang luar negeri jangka pendek sebagai sumber dana, seperti terlihat dalam (Grafik 1). Depresiasi Won dan tingginya suku bunga pinjaman di negara maju menambah beban pembayaran kewajiban utang luar negeri dan meningkatkan ancaman gagal bayar kewajiban utang luar negeri dimaksud. Potensi kasus gagal bayar yang meluas dikuatirkan melahirkan kepanikan pelaku pasar dan makin mendorong dana asing keluar dan jatuhnya nilai tukar Won lebih dalam.

Namun, *financial contagion* dari krisis utang luar negeri jangka pendek Korea ini ke ekonomi negara Asia lainnya seperti krisis Asia 1997 dulu diperkirakan kecil kemungkinan terjadi sekarang. Krisis utang luar

negeri jangka pendek perbankan Korea dewasa ini relatif merupakan kasus *isolated* di negeri tersebut. Selain itu, hampir 60% utang luar negeri jangka pendek perbankan ini ditarik oleh kantor cabang bank asing dari bank induknya di luar negeri. Ini berbeda dengan posisi Juni 1997 yang mencatat 70% utang luar negeri jangka pendek dilakukan oleh bank domestik. Bila pasar kredit Korea sangat memburuk, penarikan dana USD besar-besaran diperkirakan tidak akan terjadi sebagaimana saat krisis 1997 lalu (Pratomo, dkk, 2008).

Fundamental dan kebijakan ekonomi Korea dan negara Asia lainnya kini juga jauh lebih baik dan siap daripada sebelumnya. Seirama dengan banyak negara Asia lainnya, otoritas Korea secara sendiri dan bekerja sama dengan negara lain telah menempuh serangkaian langkah prevensi dan mitigasi dampak krisis keuangan global, khususnya dalam menyikapi ancaman *credit crunch*, krisis utang luar negeri jangka pendek perbankan, dan depresiasi Won yang berlebihan

.Namun, kewaspadaan Indonesia tetap saja sangat diperlukan. Terlebih, *credit outlook* Korea dalam perkembangan terakhir diturunkan oleh Fitch dari *stable* menjadi negatif. Ini terkait dengan kekhawatiran bahwa pelunasan utang luar negeri perbankan Korea dalam jumlah besar dapat mengurangi daya tahan eksternal Korea. Terlebih ketika BoK (Bank of Korea) harus melakukan intervensi di pasar valas untuk menjaga nilai tukar Won yang dapat menurunkan cadangan devisa secara signifikan.

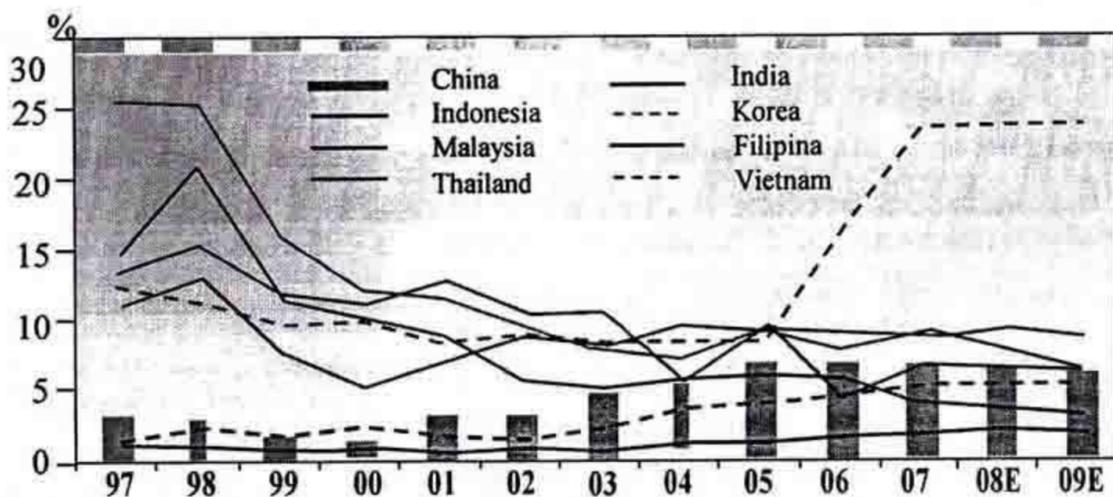
Kerentanan Utang Luar Negeri Jangka Pendek Korea

Perkembangan utang luar negeri jangka pendek Korea sangat menonjol di kawasan Asia Timur. Meski rasio total utang luar negeri/PDB masih sejalan dengan rasio kawasan, rasio utang luar negeri jangka pendek/PDB melejit sejak 2005

dan kini jauh lebih tinggi dari rasio kawasan (Grafik 2. utang luar negeri Jangka Pendek/PDB Kawasan). Kemampuan Korea untuk membayar kembali kewajiban utang luar negeri jangka pendeknya juga memburuk dan kini terburuk di kawasan. Rasio utang luar negeri jangka pendek baik terhadap *current account receipt* maupun cadangan devisa meningkat tajam sejak akhir 2005.

Di tengah tingginya risiko dan keketatan pasar kredit di negara maju, tingginya porsi utang luar negeri jangka pendek Korea mengundang kekhawatiran investor internasional terhadap besarnya kemungkinan gagal bayar kewajiban utang luar negeri tersebut. Menurut Moody's, perbankan Korea rata-rata *meroll over* utang luar negeri jangka pendek mereka sebesar USD5-6 miliar per bulan (Pratomo, dkk, 2008).

Grafik 2. Utang Luar Negeri Jangka Pendek / PDB Kawasan



Sumber: Moody's Statistical Handbook May 2008 dalam Pratomo, dkk,

Keketatan Likuiditas Perbankan Korea

Selain meningkatkan ancaman gagal bayar, tingginya utang luar negeri jangka pendek Korea menjadi akar ketatnya likuiditas USD dan Won perbankan Korea akhir-akhir ini (Grafik 1). Dua faktor yang mempengaruhi kondisi tersebut adalah :

- a) Besarnya ketergantungan perbankan Korea terhadap *wholesale financing* sebagai sumber pendanaan dan
- b) Naiknya pinjaman cabang bank asing pada bank induknya di luar negeri.

Ketergantungan perbankan Korea terhadap *wholesale financing* (berasal dari CDs, pinjaman, dan obligasi) sebagai sumber funding semakin besar, dari 30% di awal 2005 menjadi 40% di awal 2008. Sepertiga dari *wholesale financing* tersebut berasal dari pasar luar negeri. Pergeseran sumber pendanaan bank dari dana pihak ketiga (DPK) ke *wholesale financing* terjadi di tengah tingginya *loan to deposit ratio* (sekitar 130%) perbankan Korea tertinggi di kawasan Asia Timur. Di sisi yang lain, pergeseran tersebut juga didorong oleh peralihan pola portfolio aset rumah tangga dari uang tunai dan tabungan ke saham dan produk sekuritas lainnya yang menjanjikan imbal hasil yang lebih tinggi (Pratomo, dkk, 2008).

Ketergantungan perbankan Korea terhadap *wholesale financing* khususnya yang berasal dari pasar luar negeri dengan demikian menjadi faktor

penting terjadinya pengetatan likuiditas pasar kredit negara maju ke pengetatan likuiditas USD dan juga akhirnya likuiditas Won di pasar Korea ketika kewajiban utang luar negeri tersebut jatuh tempo.

Sementara itu, utang luar negeri jangka pendek yang berasal dari pinjaman cabang bank asing di Korea dari bank induknya di luar negeri juga meningkat signifikan dalam dua tahun terakhir. Utang luar negeri jenis ini diperkirakan menyita hampir 60% utang luar negeri jangka pendek perbankan Korea. Di tengah tren apresiasi Won dan *booming* pasar modal sebelumnya, cabang bank asing dapat memperoleh keuntungan ganda dari aktivitas *hedging-related forward contracts* untuk memperoleh Won dan menggunakan dana Won dimaksud untuk investasi pada obligasi domestik yang menjanjikan imbal hasil tinggi. Namun, kini di tengah jatuhnya Won dan kenaikan suku bunga luar negeri, utang luar negeri yang jatuh tempo menambah keketatan likuiditas USD dan Won di pasar.

Upaya Mengatasi Kerentanan Eksternal Dan Keketatan Likuiditas Bank di Korea

Korea sekarang ini menghadapi dua masalah serius dan mendesak untuk ditangani, yaitu pertama, pengeringan pasar kredit (USD dan Won) domestik sebagai dampak impor keringnya likuiditas USD di pasar kredit negara maju dan kedua, ancaman gagal bayar kewajiban utang luar negeri jangka pendek perbankan yang dikuatirkan akan mendorong

pelarian dana asing keluar dan jatuhnya nilai tukar Won lebih dalam.

Otoritas Korea pada 19 Oktober 2008 mengumumkan paket kebijakan sebesar USD130 miliar untuk mengatasi kedua permasalahan tersebut di atas, selain menempuh langkah-langkah untuk mencegah kejatuhan pasar saham dan memberi stimulus fiskal pada ekonomi. Dalam paket dimaksud, Pemerintah Korea dengan dana alokasi USD100 miliar menjamin utang luar negeri perbankan Korea yang ditandatangani dari 20 Oktober 2008 hingga 30 Juni 2009 untuk periode 3 tahun. Langkah ini mengikuti langkah serupa yang ditempuh otoritas negara Eropa, Hong Kong, dan Australia. Selain itu, otoritas Korea juga mengalokasikan dana cadangan devisa senilai USD30 miliar untuk melonggarkan likuiditas valas perbankan (Pratomo, dkk, 2008).

Khusus untuk membantu melonggarkan keketatan pasar kredit domestik, Korea mengguyur likuiditas Won setara USD30 miliar ke pasar domestik, setelah sebelumnya mengguyur likuiditas USD15 miliar dan memangkas suku bunga BoK 0,5% menjadi 5% pada 9 Oktober 2008. Selain itu, BoK secara agresif kembali memangkas suku bunga 75bps pada 27 Oktober 2008 (Grafik 1. Suku Bunga PUAB 3-bln dan kebijakan Suku Bunga).

Guna menahan depresiasi Won lebih lanjut, selain melakukan intervensi di pasar, BoK pada 30 Oktober 2008 menjalin kerjasama fasilitas swap USD-Won dengan Fed Amerika Serikat senilai USD30 miliar yang berlaku hingga 30 April 2009.

Dana USD dari fasilitas ini akan didistribusikan oleh BoK kepada perbankan melalui mekanisme lelang kompetitif.

Langkah tambahan khususnya dalam bentuk rekapitalisasi bank dan penjaminan simpanan pada bank dipandang Pemerintah Korea saat ini belum perlu dilakukan. Ancaman *bank runs* belum tampak nyata dan perbankan Korea masih memiliki permodalan yang kuat. Namun dinyatakan pula bahwa Pemerintah siap melakukan langkah-langkah dimaksud bilamana kondisi menuntut hal tersebut.

Studi Kasus Indonesia

Dampak Krisis Keuangan Global di Indonesia

Sebagai negara yang mengandalkan *capital inflow*, Indonesia cukup rentan dengan isu pembalikan modal. Terlebih masih banyak dana yang ditempatkan di pasar keuangan Indonesia dalam bentuk portofolio sehingga menjadi dana panas (*hot money*) yang mudah sekali berbalik arah jika terdapat isu negatif baik di Indonesia maupun di kawasan. Hal ini tercermin dari merosotnya indeks harga saham gabungan (IHSG) yang cukup tajam, hingga lebih dari 47% pada 9 Oktober 2008 dari posisi awal tahun. IHSG yang sempat menguat melebihi level 2.700 pada 1 November 2007 langsung merosot tajam. Penurunan IHSG tersebut mengikuti arus jatuhnya indeks saham negara lain. Dibandingkan level awal tahun, indeks Dow Jones turun 30,7%, Nikkei 41,2%, Eurofirst300 36,8%. Di Asia penurunan signifikan terjadi pada

Shanghai Composite China sebesar 60,9% (Indira, 2008).

Pembalikan dana asing dari pasar saham mengakibatkan terjadi kekeringan likuiditas valas di pasar domestik. Jika hal ini tak dapat diatasi segera, sektor riil akan menghadapi kesulitan mendapatkan pembiayaan valas guna memenuhi kebutuhan pembelian bahan baku impor dan pembayaran kewajiban luar negeri.

Berdasarkan data statistik, pembayaran utang luar negeri jangka pendek Indonesia yang tercatat sebesar USD2,3 miliar, sebagian besar (47,8%) dilakukan untuk melunasi utang luar negeri dalam bentuk *Banker's Acceptances* sebesar USD1,1 miliar dan *Loan Agreement* sebesar USD538,9 juta (23,4%). Instrumen *Banker's Acceptance* merupakan cerminan dari kegiatan sektor riil untuk melakukan transaksi impor (Indira, 2008).

Pada sisi lain, krisis juga telah meningkatkan potensi risiko perusahaan swasta Indonesia untuk mengakses dan mempertahankan aliran utang luar negeri. Sejumlah negara kreditor utama utang luar negeri swasta Indonesia, seperti Singapura, Belanda, dan Jepang tidak luput dari imbas krisis keuangan global. Sementara itu, Amerika Serikat yang merupakan episentrum krisis adalah negara kreditor terbesar keempat bagi debitor swasta Indonesia. Sehingga, jika terjadi kesulitan likuiditas di negara-negara tersebut, aliran dana asing ke Indonesia berpotensi terhambat (Tabel 2).

Tabel 2. Negara Kreditor ULN Swasta Per-September 2008

Negara Kreditor	% dari Posisi
Singapura	31,6
Netherlands	19,6
Jepang	13,6
USA	6,5
Hongkong	5,4
Lainnya	23,3
Total	100

* Posisi ULN Sept 08 = USD58,8 miliar (excluding surat berharga dimiliki asing)
Sumber: Data Sistem Informasi Utang Luar Negeri (SIUL) dalam Indira, 2008

Potensi terhambatnya aliran dana utang luar negeri juga dapat terjadi karena sekitar 50% kreditor utang luar negeri swasta Indonesia adalah institusi perbankan yang merupakan sektor paling sensitif terhadap dampak krisis keuangan global. Pembelian surat berharga berbasis kredit perumahan yang banyak dilakukan perbankan di luar negeri menjadikan sektor tersebut berpotensi mengalami kerugian. Beberapa bank internasional seperti Citigroup dan HSBC juga tak luput dari kerugian.

Selain itu, statistik memperlihatkan bahwa mayoritas kreditor utang luar negeri swasta adalah institusi yang tidak memiliki hubungan kepemilikan. Utang luar negeri yang berasal dari perusahaan induk dan afiliasi hanya sekitar 30% dari total posisi utang luar negeri swasta. Hubungan kepemilikan dengan kreditor dapat mempengaruhi kelancaran aliran dana utang luar negeri. Dana dari kreditor yang merupakan perusahaan induk atau terafiliasi umumnya akan lebih mudah mengalir dibanding dengan kreditor

yang tidak memiliki hubungan kepemilikan (Indira, 2008).

Mayoritas eksposur utang luar negeri swasta yang bersumber dari kreditor yang tidak memiliki hubungan kepemilikan tersebut menimbulkan potensi terjadinya risiko *rollover* dan *refinancing*. Dalam kondisi kekeringan likuiditas, kemungkinan kreditor akan meminta debitor melunasi utang luar negeri yang telah jatuh tempo tanpa memberikan perpanjangan waktu. Atau, kreditor enggan memberikan utang luar negeri baru yang akan digunakan debitor untuk melunasi utang luar negeri lama yang telah jatuh tempo.

Kenaikan risiko *rollover* dan *refinancing* bagi swasta Indonesia juga dipengaruhi sikap *risk averse* kreditor internasional yang pada saat ini cenderung menghindari atau mengurangi outlet investasi mereka di negara-negara emerging termasuk dalam bentuk pemberian fasilitas kredit. Namun, risiko *rollover* dan *refinancing* yang dihadapi oleh perusahaan swasta asing relatif lebih kecil karena adanya *back up* pendanaan dari perusahaan induk di luar negeri. Sementara itu, bagi perusahaan swasta campuran, kedua risiko tersebut relatif lebih dapat dikendalikan terutama bagi perusahaan yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh asing.

Imbas Krisis Terhadap Sektor Riil

Krisis keuangan global telah menghadapkan setiap negara berkembang kepada tiga tantangan terbesar pada tahun mendatang, yaitu a) turunnya harga komoditas, b) melemahnya permintaan global, dan c)

melambatnya pertumbuhan pembiayaan. Di Indonesia, kondisi ini semakin diperburuk dengan tren pelemahan Rupiah sehingga membawa sejumlah konsekuensi bagi sektor swasta Indonesia (Indira, 2008).

Korporasi Indonesia yang berorientasi pada pasar ekspor akan menghadapi peningkatan risiko keuangan, terutama karena melemahnya permintaan global dan merosotnya harga komoditas di pasar dunia. Dua komoditas andalan Indonesia (batu bara dan CPO) mengalami koreksi harga yang cukup tajam di pasar internasional.

Korporasi batubara juga menghadapi ancaman *hostile takeover* (akuisisi paksa). Ancaman berpotensi terjadi pada korporasi yang mengagunkan saham untuk mendapatkan pendanaan luar negeri. Terkoreksinya harga saham mengakibatkan nilai agunan tidak lagi sepadan dengan nilai utang sehingga pihak kreditor dapat melakukan akuisisi paksa.

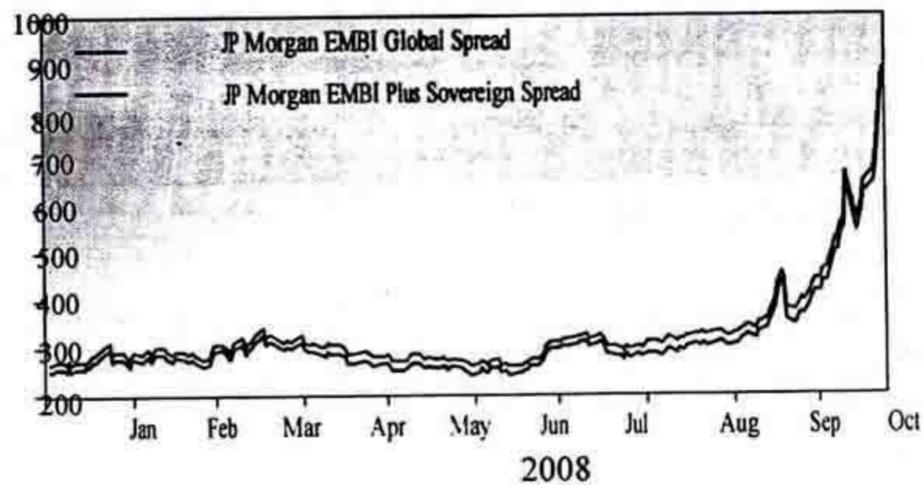
Korporasi Indonesia yang mengandalkan AS dan Eropa sebagai negara tujuan ekspor menghadapi risiko penurunan ekspor relatif lebih besar dibandingkan korporasi yang telah melakukan diversifikasi ekspor ke negara Timur Tengah dan menjadikan pasar domestik sebagai target penjualan. Korporasi yang memiliki ketergantungan pada bahan baku impor akan menghadapi risiko peningkatan biaya produksi akibat pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS. Sampai saat ini, tren pelemahan nilai tukar regional terhadap mata uang AS dan masih berlanjutnya aksi *flight to quality* yang

dilakukan investor asing turut memperkuat sentimen pelemahan rupiah.

Sektor swasta Indonesia juga menghadapi peningkatan risiko memperoleh pembiayaan untuk modal kerja, investasi, *rollover* dan *refinancing*. Peningkatan risiko ini tercermin dari trend kenaikan yield

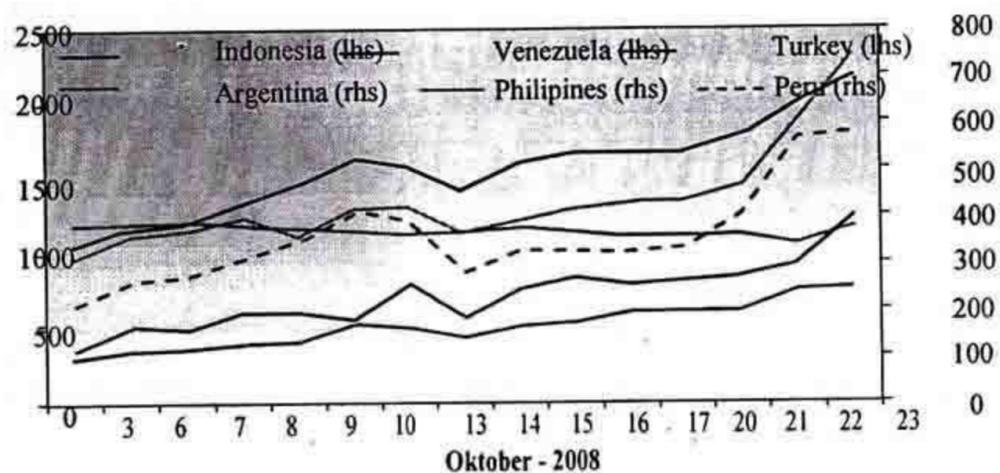
obligasi *sovereign emerging market* (EMBIG) dan *credit default swap* (CDS) (Grafik 3 dan Grafik 4). Potensi pelemahan pertumbuhan kredit diperkirakan juga akan mempengaruhi aktivitas beberapa sektor. Sektor konstruksi kemungkinan akan terkena imbas paling kuat, diikuti dengan sektor keuangan, industri di luar minyak dan gas, serta sektor pertanian.

Grafik 3. Emerging Market Benchmark Index



Sumber : Bloomberg dalam Indira 2008

Grafik 4. CDS Indonesia dan Peers Oktober 2008



Sumber : Bloomberg dalam Indira 2008

Sektor riil mengalami hambatan pembiayaan perdagangan untuk transaksi ekspor impor. Ketatnya likuiditas global menyebabkan perbankan domestik menahan pemberian fasilitas perdagangan internasional. Jika korporasi mengimpor dengan membuka L/C, bank meminta jaminan dana kas dalam jumlah relatif besar. Sebaliknya, jika korporasi akan melakukan ekspor, L/C yang diterima dari pembeli tidak dapat langsung dibayar oleh bank domestik setelah pengapalan barang. Untuk kepastian, bank domestik akan membayar hasil ekspor setelah menerima pembayaran dari bank di luar negeri (Indira, 2008).

KESIMPULAN

Akibat adanya krisis keuangan global, negara yang paling rentan menjadi sasaran pembalikan arus modal global secara mendadak (*sudden reversal*) adalah Korea dan Indonesia. Di Korea, tingginya risiko pembalikan modal dikaitkan dengan tingginya utang jangka pendek, sementara di Indonesia dikaitkan dengan besarnya kepemilikan asing pada aset-aset lokal seperti saham dan juga surat utang pemerintah.

Korea melancarkan likuiditas Won setara USD30 miliar ke pasar domestik untuk membantu melonggarkan keketatan pasar kredit domestik, setelah sebelumnya melancarkan likuiditas USD15 miliar dan memangkas suku bunga Bank of Korea (BoK) 0,5% menjadi 5% pada 9 Oktober 2008. Selain itu, BoK secara agresif kembali memangkas suku bunga 75bps pada 27 Oktober 2008.

Isu pembalikan modal yang cukup rentan di Indonesia dikarenakan banyak dana yang ditempatkan di pasar keuangan Indonesia dalam bentuk portofolio sehingga menjadi dana panas (*hot money*) yang mudah sekali berbalik arah jika terdapat isu negatif baik di Indonesia maupun di kawasan. Pembalikan dana asing dari pasar saham mengakibatkan terjadi kekeringan likuiditas valas di pasar domestik. Jika hal ini tak dapat diatasi segera, sektor riil akan menghadapi kesulitan mendapatkan pembiayaan valas guna memenuhi kebutuhan pembelian bahan baku impor dan pembayaran kewajiban luar negeri.

DAFTAR PUSTAKA

- Blanchard, Oliver. 2002. *Macroeconomics*. Third Edition. Singapore : Prentice Hall.
- Calvo, Guillermo A and Reinhart, Carmen M. 1999. *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop : Consequences and Policy Options*. College Park : University of Maryland.
- De Mello Jr. 1997. *Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth : A Selective Survey*. Journal of Development Studies no.34.
- Hady, Hamdy. 2001. *Ekonomi Internasional*. Buku Kedua. Cetakan Ketiga. Jakarta : Ghalia Indonesia.
- Haykal, Mohamad. 2008. *Pengaruh Capital Inflow Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di*

- ASEAN 5. Tesis. Depok : Universitas Indonesia.
- Indira, Diah. 2008. Imbas Krisis Finansial Global terhadap Sumber Pembiayaan Luar Negeri dan Sektor Riil Indonesia. Artikel Perkembangan Ekonomi Keuangan Dan Kerja Sama Internasional (PEKKI) Triwulan III – 2008 : Bank Indonesia.
- Kelana, Said. 1997 Teori Ekonomi Makro. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.
- Kennedy, Posma Sariguna J. 2007. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Aliran FDI ke Indonesia : studi kasus mengenai pengaruh aliran FDI ke China dari negara asal modal (Amerika Serikat, Inggris, Kanada, Jerman, Perancis, Jepang) terhadap aliran FDI ke Indonesia (suatu pendekatan model gravitasi untuk FDI). Tesis. Depok : Universitas Indonesia.
- Kim, Soyong and Yang, Doo Yong. 2008. *Managing Capital Flows: The Case of the Republic of Korea*. ADB Institute Discussion Paper No. 88. Februari 2008.
- Kompas, 2009. "Aliran Modal : Di Mana Posisi Indonesia?". 13 Maret 2009.
- Mankiw, Gregory. 2003. Teori Makroekonomi. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Mishkin, Frederic S and Eakins, Stanley G. 2009. *Financial Markets and Institutions*. Sixth Edition. East Carolina University : Pearson Prentice Hall.
- Pratomo, Wahyu, dkk. 2008. Ancaman Credit Crunch dan Krisis ULN Negara Berkembang: Studi Kasus Korea. Artikel Perkembangan Ekonomi Keuangan Dan Kerja Sama Internasional (PEKKI) Triwulan III – 2008 : Bank Indonesia.