

Dampak Krisis Keuangan Global Bagi Indonesia

Oleh:

Didik Kurniawan Hadi

Chief Economist Assistant PT Recapital Advisors

Harga minyak dunia yang sempat menembus US\$ 147 per barrel yang menyebabkan harga pangan melejit tinggi dan jatuhnya bank-bank raksasa di seluruh dunia menunjukkan terjadinya kebangkrutan kredit global yang pada gilirannya bisa mengarah kepada terjadinya resesi ekonomi. Agustus 2008 ini terulang kembali ledakan gelombang ekonomi di pasar perumahan AS sebagai akibat dari *subprime mortgage* yang terjadi tahun lalu. Krisis ini terancam berakhir dengan depresi ekonomi yang mendunia. Depresi ini diperkirakan akan menghentikan pertumbuhan kesejahteraan dan lapangan kerja dalam perekonomian Barat selama kira-kira lebih dari satu dekade. Bangkrutnya Northern Rock di Inggris, Bear Sterns di Amerika Serikat (AS), menyebabkan kian muramnya perekonomian dunia.

Bulan september 2008 adalah bulan dimana perusahaan-perusahaan terbesar di dunia ambruk. Tanggal 7 September, perusahaan prekreditan rumah Fannie Mae dan Freddie Mac, yang memberi garansi utang senilai 5,3 trilyun dolar, yang meliputi separuh lebih dari utang perkreditan rumah di AS, pun ambruk. Pemerintah AS akhirnya terpaksa menyelamatkan dua perusahaan tersebut dengan menggelontorkan uang dari kas pajak warga negaranya sebesar 200 milyar dolar. Dua perusahaan tersebut ambruk karena berani memberikan utang kepada orang-orang yang beresiko tinggi dalam masa-masa kejayaan ekonomi. Disusul kemudian berita yang menggemparkan dunia finansial adalah bangkrutnya salah satu Bank Investasi terbesar di pusat keuangan Wall Street di New York AS. Lehman Brothers, salah satu perusahaan investasi bank AS terbesar memasukkan permohonan status bangkrut pada tanggal 15 September 2008. Inilah akhir nasib suatu bank besar dan tertua yang berdiri di negara bagian Alabama tahun 1844 dan jatuh begitu saja—padahal di tahun 2007 Lehman masih melaporkan jumlah penjualan sebesar 57 milyar dolar dan di bulan Maret lalu masih sempat dinyatakan oleh majalah Business Week sebagai salah satu dari 50 perusahaan papan atas di tahun 2008. Namun kini, Lehman bernilai tidak lebih dari cuma 2 milyar dolar saja.

Perusahaan investasi lain seperti Merrill Lynch, yang bertahun-tahun sempat menjadi raksasa Wall Street, pun mengemis untuk segera diambil alih oleh saingannya sendiri, yaitu Bank of America. Dan AIG, salah satu perusahaan asuransi terbesar juga memohon untuk disuntikkan dana darurat sebesar 40 milyar dolar dari pemerintah AS untuk menghindari kebangkrutan total. Rentetan peristiwa ini dirangkum oleh majalah Wall Street Journal dengan kata-kata, "Sistem keuangan Amerika Serikat terguncang hingga ke pusarnya". Alan Greenspan, mantan kepala Bank Sentral AS, menyebut krisis keuangan dunia saat ini sebagai kejadian yang terjadi sekali dalam 100 tahun. Bangkrutnya Lehman Brothers tercatat sebagai kebangkrutan terbesar dalam sejarah korporasi AS. Perusahaan asuransi terbesar, AIG, juga di ambang ambruk.

Anatomi Krisis Keuangan Global

Krisis yang terjadi di Amerika Serikat berakar pada besarnya gelembung kredit yang dikucurkan ke perumahan. Harga rumah di Amerika Serikat, rata-rata turun hampir 5 persen. Banyak analis yang memprediksi bahwa harga akan turun lagi sebesar 10 persen, di mana hal tersebut akan menyebabkan penurunan harga rumah secara kumulatif dalam depresi ini. Bahkan di negara lain dampaknya bisa lebih buruk.

IMF memperhitungkan bahwa kerugian di seluruh dunia pada hutang yang berasal dari Amerika Serikat (terutama yang berhubungan dengan *mortgages*) akan mencapai 1,4 triliun US dolar, perhitungan ini meningkat dari perkiraan awal yang mencapai 945 miliar US dolar pada bulan April 2008. Sejauh ini 760 miliar dolar telah dicatat oleh bank, perusahaan asuransi, hedge fund dan lainnya yang memiliki hutang tersebut.

Secara global, bank sendiri telah dilaporkan mencapai kerugian sebesar 600 miliar US dolar dalam bentuk kredit dan telah mengeluarkan 430 miliar US dolar dalam bentuk modal baru. Bank-bank di Amerika Serikat dan di Eropa akan mencururkan dananya sebesar 10 triliun US dolar dalam bentuk aset, yang ekuivalen dengan 14,5 persen dari stok kredit bank di tahun 2009.

Di Amerika Serikat secara keseluruhan pertumbuhan kredit akan melambat di bawah 1 persen, turun dari rata-rata pertahun setelah masa perang yang mencapai 9 persen. Hal itu sendiri dapat menurunkan pertumbuhan perekonomian negara-negara barat sebesar 1,5 persen. Tanpa tindakan maju dari pemerintah yang akan mencururkan dana sebesar 700 miliar US dolar, perhitungan IMF menunjukkan bahwa kredit akan turun sebesar 7,3 persen di Amerika Serikat, 6,3 persen di Inggris, dan 4,5 persen di seluruh Eropa.

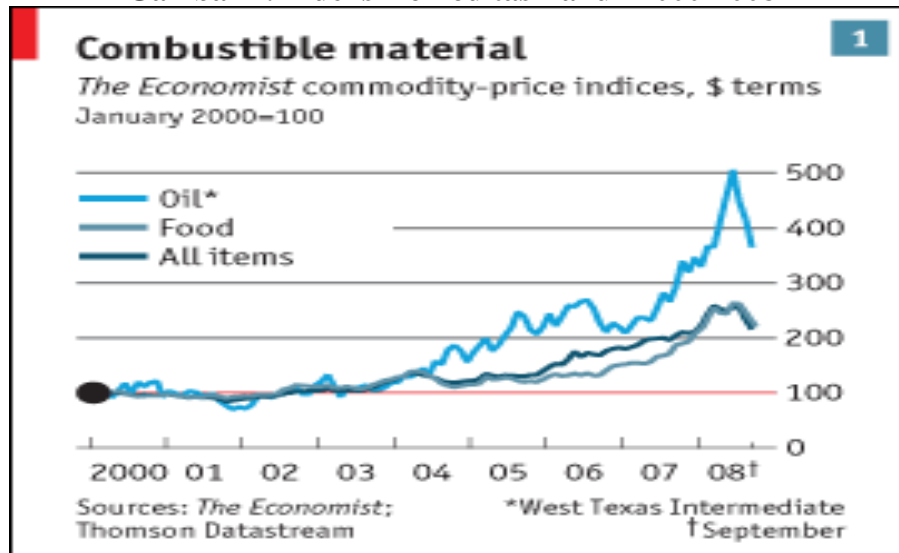
Sejumlah negara-negara kaya saat ini mengalami resesi, sebagian karena kredit yang ketat dan sebagian lagi karena melonjaknya harga minyak pada awal tahun ini. Pendapatan nasional di Inggris, Perancis, Jerman, dan Jepang turun. Dengan melihat cepatnya para pekerja yang kehilangan pekerjaannya dan lemahnya daya beli konsumen, perekonomian Amerika Serikat juga mengalami kemunduran.

Sejarah mengajarkan pelajaran penting, bahwa krisis perbankan yang besar akhirnya diselesaikan dengan menggunakan sejumlah besar uang publik, dan kemudian tindakan pemerintah yang tegas, baik itu untuk merekapitalisasi bank atau mengambil alih kredit yang bermasalah, dapat meminimalkan biaya kepada pembayar pajak dan dampak krisis tersebut ke perekonomian. Contohnya, Swedia dengan cepat mengambil alih bank yang bermasalah setelah terjadinya kegagalan properti di awal tahun 1990-an dan pulih dengan cepat. Secara kontras, Jepang harus menempuh satu dekade untuk pulih dari krisis keuangan dengan biaya pembayar pajaknya yang ekuivalen dengan 24 persen GDP nya.

Pemerintah Amerika Serikat telah meletakkan 7 persen GDP nya pada garis batas, sejumlah uang yang sangat banyak sebesar 16 persen GDP dimana rata-rata krisis perbankan yang sistemik diselesaikan dengan biaya dari bantuan dana publik. Saat ini bagaimana Amerika Serikat mengusulkan bekerjanya *Troubled Asset Relief Programme (TARP)* masih belum jelas. Departemen Keuangan Amerika Serikat berencana membeli sejumlah besar utang yang bermasalah dengan menggunakan mekanisme lelang, di mana bank menawarkan untuk menjual pada suatu harga tertentu dan pemerintah membeli dari harga terendah sampai tertinggi. Kompleksitas dari ribuan hipotek yang dijamin dengan aset akan membuat hal ini menjadi sulit. Bila rekapitalisasi bank secara langsung masih dibutuhkan, Departemen Keuangan dapat melakukan hal itu juga. Hal yang utama adalah Amerika Serikat harus bersiap-siap melakukan tindakan tegas.

Untuk sementara waktu, hal tersebut menawarkan alasan optimisme. Begitu juga dengan kekuatan dari *emerging market* terbesar, terutama China. Perekonomian negara ini tidak terpengaruh sebagaimana negara-negara lain terlihat berjatuh. Pasar saham mereka terjun dan banyak mata uang telah turun tajam. Permintaan domestik di negara-negara *emerging market* melambat tetapi tidak kolaps. IMF berharap perekonomian negara-negara *emerging market*, yang dipimpin oleh China, untuk tetap tumbuh sebesar 6,9 persen pada 2008 dan 6,1 persen pada 2009. Hal itu akan menjadi bantal perekonomian dunia meski tidak akan menyelamatkannya dari resesi.

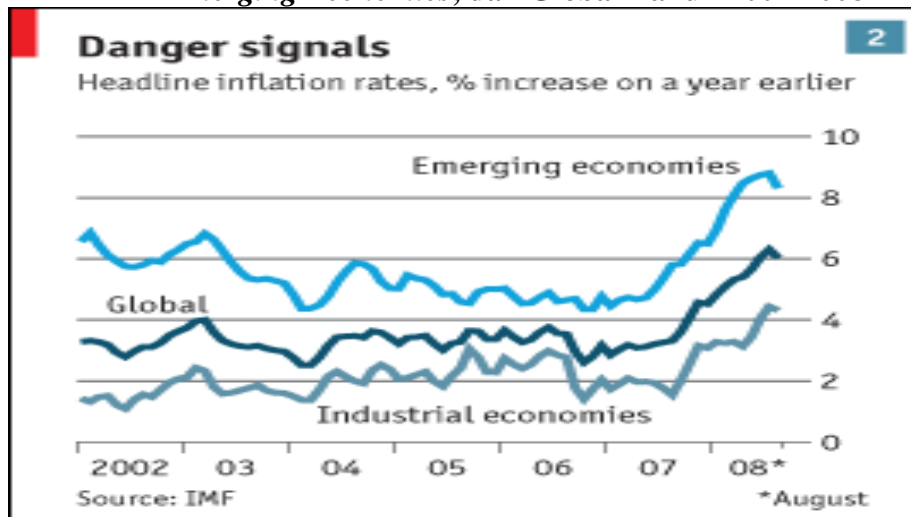
Gambar 1. Indeks Komoditas Tahun 2000-2008*



Sumber: The Economist

Perangsang lain datang dari terjunnya harga komoditas akhir-akhir ini, terutama minyak. Selama tahun pertama krisis keuangan, *boom* yang terjadi dalam harga komoditas yang telah terjadi selama lima tahun menjadi hal sangat mengejutkan. Dari awal tahun sampai juli, harga minyak naik hampir dua kali lipat. Indeks harga makanan melonjak sebesar 55 persen (lihat Gambar 1). Kenaikan harga yang sangat besar ini mendorong kenaikan indeks harga konsumen di dunia. Rata-rata *headline inflation* pada bulan Juli telah melebihi 4 persen di negara-negara kaya dan hampir mencapai 9 persen di *emerging economies*, jauh melebihi target bank sentral (lihat Gambar 2).

Gambar 2. Sinyal-Sinyal Yang Berbahaya: Inflasi di Negara Industri, *Emerging Economies*, dan Global Tahun 2002-2008*



Sumber: The Economist

Inflasi yang tinggi dan terus menerus melonjak bersamaan dengan lemahnya keuangan menyebabkan bank sentral mengalami kebingungan dan menghadapi *trade off* yang berbahaya. Mereka dapat mengetatkan kebijakan moneter untuk menghindari dari inflasi yang lebih tinggi dan menjadi berurat akar (seperti yang dilakukan ECB), atau mereka dapat memotong suku bunga untuk membantali lemahnya sisi finansial (seperti yang dilakukan The Fed). Dilema tersebut sekarang berakhir. Hal tersebut terjadi karena turunnya harga komoditas secara tajam, indeks harga konsumen yang sempat mencapai puncaknya yang akan menimbulkan resiko inflasi telah mereda. Bila harga minyak tetap pada *level* saat ini, indeks harga konsumen Amerika Serikat mungkin saja turun dibawah 1 persen pada pertengahan tahun ini. Kemudian pembuat kebijakan akan mulai segera mengkhawatirkan adanya deflasi.

Masalahnya terletak pada besarnya defisit neraca berjalan Amerika Serikat yang bergantung pada pembiayaan luar negeri. Amerika Serikat memiliki keuntungan bahwa mata uangnya yakni dolar adalah mata uang cadangan devisa tiap negara, dan sebagaimana kekacauan pasar finansial telah meluas, dolar akan menguat. Tetapi krisis kali ini juga menguji banyak fondasi dimana orang asing loyal terhadap dasar dolar, seperti jangkauan pemerintah yang terbatas dan pasar modal yang stabil. Bila orang asing melarikan dolar, maka Amerika Serikat akan mengalami dua mimpi buruk yang menghantui negara-negara *emerging market* dalam kehancuran pasar keuangan: secara simultan terjadi krisis mata uang dan perbankan. Utang Amerika Serikat, tidak seperti utang-utang negara *emerging market*, utang Amerika Serikat didenominasikan dalam bentuk mata uangnya sendiri, yaitu dolar. Tetapi kolapsnya dolar akan tetap menjadi sebuah bencana.

Apa yang akan menjadi efek jangka panjang dari kekacauan pasar finansial ini terhadap ekonomi dunia? Memprediksi konsekuensi dari krisis yang belum selesai adalah suatu yang bahaya. Tetapi sudah jelas bahwa, bahkan dalam ketiadaan bencana, arah globalisasi akan berubah. Dua dekade yang lalu pertumbuhan integrasi perekonomian dunia

telah bersama-sama dengan semakin berkembangnya pengetahuan dari anglo-saxon kapitalisme pasar bebas, dengan amerika serikat sebagai cheerleadernya. Pembebasan aliran perdagangan dan modal juga deregulasi industri domestik dan keuangan telah menyebabkan pesatnya perkembangan globalisasi. Integrasi global, dalam jumlah besar, telah menyebabkan kemenangan pasar atas pemerintah. Proses ini sekarang berbalik menjadi 3 jalan yang berbeda.

Pertama, keuangan negara-negara barat akan diregulasi. Pada tingkat minimalnya, wilayah yang paling bebas di keuangan modern, seperti 55 triliun US dolar untuk derivasi kredit akan diatur. Peraturan akan modal akan diperiksa secara seksama untuk menurunkan solvabilitas dan meningkatkan daya rentang sistem. Overlapping dari pembuat peraturan akan diatur kembali. Seberapa besar kontrol yang akan dikenakan akan kurang bergantung kepada ideologi daripada parahnya penurunan ekonomi.

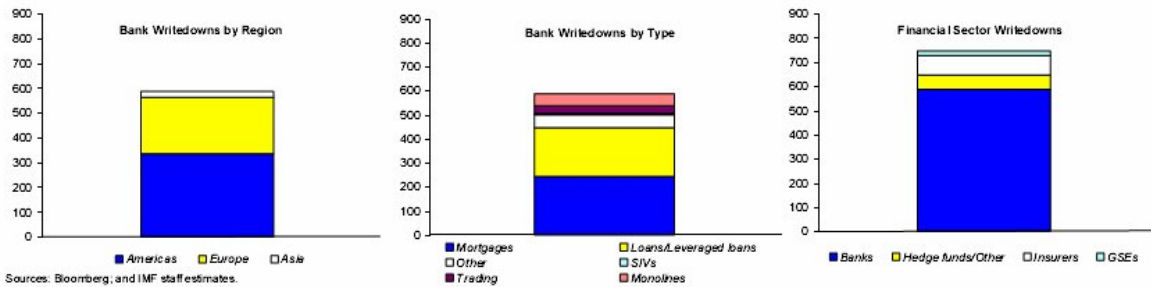
Yang kedua, keseimbangan antara negara dan pasar berubah dalam wilayah selain keuangan. Untuk kebanyakan negara, shock yang sangat penting dalam beberapa tahun yang lalu adalah naiknya harga komoditi secara besar-besaran, dimana politisi juga disalahkan karena adanya spekulasi keuangan. Naiknya harga makanan di akhir 2007 dan awal 2008 telah menyebabkan adanya pemberontakan di 30 negara. Untuk meresponsnya, pemerintah di negara-negara *emerging market* memperluas jangkauannya, menaikkan subsidi, memperbaiki harga, melarang ekspor dari komoditas penting, bahkan pada kasus india, pemerintahnya melarang perdagangan *future*.

Ketiga, Amerika serikat kehilangan pengaruh ekonomi dan wewenang intelektual. Sebagaimana negara-negara yang perekonomiannya sedang tumbuh pesat membentuk arah dari perdagangan global, sehingga mereka akan meningkatkan bentuk keuangan masa depan. Seperti China yang merupakan negara kaya kapital dan mudah dalam memberi kredit. *Deleveraging* dalam perekonomian barat akan sedikit tidak terlalu terasa bila *savings* di negara-negara asia yang kaya dan negara pengekspor minyak menyuntikan dananya.

Rentetan efek domino pun masih berlanjut dengan hancurnya Washington Mutual (WaMu). WaMu ditutup setelah nasabah menarik dana besar-besaran sejak 15 September lalu atau sejak Lehman Brothers mengalami kebangkrutan. Penarikan dana mencapai 16,7 miliar dollar AS. Bahkan, di eropa pun krisis keuangan AS mengimbas ke Amsterdam (Belanda) dan Brussels (Belgia), di mana Fortis NV, jasa keuangan Belanda-Belgia, harus menepis rumor. Bank Sentral Belanda telah memerintahkan bank pesaing Fortis untuk mendukung pendanaan bank tersebut. Fortis, yang juga terjebak pinjaman pada perumahan AS, mengalami penurunan harga saham 21 persen, terendah dalam 14 tahun terakhir.

Jatuhnya WaMu seakan menjadi pembenaran bahwa krisis finansial ini semakin memburuk. Akibatnya, pasar saham di Asia, Eropa, dan AS, anjlok lagi. Belum jelasnya nasib rancangan penyelamatan yang diajukan oleh pemerintahan Bush juga menambah suram pasar finansial di seluruh penjuru dunia. Krisis kepercayaan telah merepotkan lembaga keuangan. Untuk mengatasi kekeringan likuiditas di perbankan, bank-bank sentral di beberapa negara menambah pasokan likuiditas ke sektor perbankan.

Gambar 3. Kerugian Sektor Finansial



Sumber: Bloomberg dan IMF (2008)

Langkah FED

Upaya penyelamatan sebesar USD700 miliar semestinya menenangkan pasar. Ternyata jumlah tersebut menimbulkan keraguan baru, yaitu dari sisi kesehatan keuangan Pemerintah AS. Jumlah utang pemerintah telah melampaui USD10 triliun dan setiap harinya bertambah USD2,6 miliar. Ini berarti bahwa rasio utang Pemerintah AS terhadap produk domestik bruto (PDB) mereka yang mencapai USD14 triliun adalah di atas 70 persen.

Dengan upaya penyelamatan tersebut, batas atas utang pemerintah akan ditetapkan sebesar USD11,3 triliun. Jika batas itu tercapai, maka rasio utang pemerintah terhadap PDB akan mencapai sekitar 80 persen dan akan terus meningkat. Pada masa pemerintahan yang akan datang, siapa pun presidennya, bukan tidak mungkin rasio utang meningkat menjadi 100 persen.

Gagalnya penyuntikan dana oleh FED pada kongres pertama disebabkan karena maraknya *Credit Default Swaps* (CDS). CDS adalah surat berharga yang memberikan jaminan bayar kepada seorang pemegang obligasi. Nilai pasar CDS berkembang dua kali lipat dalam tiga tahun terakhir. Saat muncul pada tahun 1995 nilai CDS baru US\$ 144 miliar namun sekarang telah mencapai US\$ 62,2 triliun. Setelah dihapuskannya peraturan mengenai CDS pada tahun 2000, potensi kebangkrutan korporasi AS makin besar muncul diawal tahun 2005. Saat itu kredit macet di sektor perumahan AS mulai bermunculan. Sejak keadaan ini dicium pasar, produk-produk CDS makin marak diperdagangkan. Investor yang bisa membeli CDS tidak lagi terbatas pada investor yang membeli obligasi asli.

Transaksi jual-beli CDS juga dilakukan di bawah meja. CDS menjadi produk idaman spekulasi. Misi CDS berubah dari pengamanan obligasi gagal bayar menjadi sebuah instrumen peraup untung di tengah gelombang kebangkrutan korporasi. Siapa pun pemegang CDS pasti untung asalkan terjadi kebangkrutan korporasi penerbit surat utang.

Para pemegang CDS terus menciptakan suasana yang menjatuhkan indeks, yang mempercepat rentetan kebangkrutan perbankan. Menurut Dorsch, inilah yang menjadi alasan utama di balik kejatuhan beruntun indeks saham AS dan global karena peredaran CDS telah meluas ke berbagai negara

Dengan membandingkan masalah yang dihadapi perekonomian Jepang beberapa tahun lalu, bukan tidak mungkin masalah perekonomian di AS akan berkepanjangan. Saat sebelum terjadinya krisis, rasio utang Pemerintah Jepang terhadap PDB mereka mencapai 50 persen. Dalam hitungan 10 tahun, rasio tersebut telah meningkat dua kali lipat menjadi

100 persen di akhir 1999. Rasio terus meningkat sampai saat ini yang menimbulkan beban besar bagi Pemerintah Jepang.

Imbas dari krisis lembaga keuangan AS pertama-tama amat terasa di pasar modal sebagaimana ditunjukkan oleh kemerosotan tajam IHSG. Kemerosotan IHSG ini diikuti pelemahan nilai rupiah yang sudah menembus angka Rp 10.650 seiring penguatan dollar AS karena investor mencari perlindungan, terutama di T bills (surat berharga) Pemerintah AS. Pasar obligasi, baik pemerintah maupun korporasi, juga tertekan menimbulkan kerugian besar pada perbankan dan institusi pemegang obligasi lainnya karena penghitungan yang disesuaikan nilai pasar saat itu (*mark-to-market*). Selanjutnya perbankan dihadapkan persoalan ketatnya likuiditas, baik dollar AS maupun rupiah, yang mendorong peningkatan suku bunga deposito yang tinggi. Bahkan, beberapa bank memberi bunga deposito hingga 12-13 persen untuk jumlah tertentu. Untuk mengimbangi pertumbuhan kredit yang amat tinggi, di atas 30 persen, bank amat membutuhkan dana dari masyarakat yang pertumbuhannya tidak sepadan dengan pertumbuhan kredit itu.

Dalam menanggapi imbas dari krisis ini, BI melakukan intervensi cukup besar untuk menjaga stabilitas nilai rupiah. Pemerintah juga berusaha meyakinkan pasar keuangan dan pelaku ekonomi umumnya bahwa perekonomian Indonesia tidak terkait langsung dengan krisis di AS meski terkena imbasnya.

Kebijakan BI

Tingginya inflasi ini masih akan berlangsung hingga paruh ke dua tahun 2009. BI menyikapi tingginya inflasi dengan menaikkan suku bunga secara bertahap sebesar 25 basis point per bulan yang kini pada tingkatan 9,5 persen. Dengan perkiraan inflasi pada tahun 2009 sekitar 6,5-7,5 persen tingkat BI Rate ini dianggap memadai.

Upaya untuk mengatasi ketatnya likuiditas di satu sisi dan tingginya inflasi di sisi lain tampaknya saling bertentangan. Untuk melawan inflasi dibutuhkan kebijakan uang ketat, sedangkan untuk mengatasi persoalan ketatnya likuiditas di perbankan dibutuhkan aliran dana ke dalam perekonomian. Tampaknya BI dan pemerintah berupaya melakukan kebijakan bersifat hibrid, yaitu mengurangi tekanan likuiditas dengan berupaya mengendalikan inflasi, paling tidak dalam enam bulan ke depan saat inflasi masih tinggi. Hasilnya tentu tidak optimal, tetapi dalam situasi penuh ketidakpastian, amat sulit menerapkan kebijakan optimal.

Saat ini, perbankan Indonesia sedang dalam proses ekspansi dalam menyalurkan kredit. Kecenderungan ini akan terus berlangsung karena LDR (rasio kredit terhadap deposito) meski mengalami peningkatan besar, tetapi masih ada di bawah 80 persen.

Bandingkan dengan LDR Thailand yang mendekati 100 persen dan Korea Selatan yang telah melampaui 100 persen. Memang aliran kredit perbankan terbatas kredit investasi karena tingginya risiko dan lebih besar pada kredit konsumsi dan modal kerja.

Bagi bank-bank papan atas, mereka tampaknya enggan memanfaatkan fasilitas repo BI, terutama terkait reputasi. Mereka tidak mau mendapatkan kesan kesulitan dana dengan memanfaatkan fasilitas BI. Bank-bank itu cenderung mendapatkan dana dari masyarakat atau pasar uang antarbank meski bunganya tinggi selama mereka dapat menyalurkan kredit dengan marjin tertentu. Kemungkinan pertumbuhan kredit akan melambat sesuai pertumbuhan dana pihak ketiga. Namun, kecenderungan pertumbuhan kredit masih akan tetap tinggi karena perbankan dalam kondisi ekspansif.

Dari sisi kebijakan moneter dan supervisi perbankan selain membuka akses lebih besar pada likuiditas, kepercayaan antarlembaga keuangan khususnya antarbank harus tetap dijaga baik guna mencegah persoalan credit crunch, seperti di AS dan Eropa. Dengan rasio permodalan yang cukup baik dan tidak terkait masalah produk keuangan dari lembaga keuangan yang gagal di AS, seharusnya perbankan di Indonesia masih dapat berfungsi optimal meski menghadapi tekanan permasalahan likuiditas.

Dampak Kepada Sektor Finansial

Krisis Keuangan ini juga berdampak pada aktivitas pasar modal global. Perkembangan indeks bursa saham di beberapa bursa dunia yang sebelumnya menunjukkan kinerja yang outperform terkoreksi turun sampai dengan level yang tidak diperkirakan. Jika dibandingkan dengan awal tahun 2008, Indeks bursa Shanghai telah turun sebesar 64 persen, Kuala Lumpur Composite Index sebesar 34 persen.

Begitu juga dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia per tanggal 16 September 2008 menyentuh level terendah 1.719,254, terkoreksi 39,3 persen dihitung dari level IHSG tertinggi 9 Januari 2008 di level 2.830,260. Kerugian langsung mungkin hanya dialami sebagian kecil investor yang memiliki *eksposure* atas aset-aset yang terkait langsung dengan lembaga-lembaga keuangan AS yang bermasalah.

Dengan kondisi fundamental Indonesia saat ini, sebenarnya tidak ada alasan bagi investor untuk melakukan rasionalisasi portofolionya. Melemahnya IHSG akibat sentimen global krisis keuangan AS sebenarnya memberikan hikmah positif karena tanpa kita sadari kinerja IHSG selama ini relatif *overvalued*. Turunnya IHSG ke level saat ini lebih mewakili kondisi fundamental yang sebenarnya (*priced-in*). Meski level IHSG saat ini belum dipastikan merupakan level equilibrium baru, tetapi dengan kondisi fundamental yang perform akan menahan aksi spekulasi yang mendorong IHSG terkoreksi lebih dalam.

Dengan tingkat likuiditas global saat ini yang relatif masih sangat tinggi, diperkirakan tujuan investasi investor akan ditujukan ke berbagai bursa-bursa *emerging market* yang dapat memberikan potensi tingkat pengembalian/imbalance hasil (*expected return*) yang menarik bagi investor, tak terkecuali Indonesia. Inilah sebenarnya berkah terselubung krisis keuangan AS untuk pasar modal Indonesia.

Tidak bisa kita mungkiri bahwa investor pasar modal Indonesia saat ini masih didominasi investor asing. Berdasarkan data dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) per tanggal 31 Juli 2008 kepemilikan saham investor Asing di Bursa Efek Indonesia sebesar 64 persen, sisanya 36 persen adalah kepemilikan saham oleh investor lokal. Peran investor asing ini di satu sisi membawa dampak positif meningkatkan likuiditas berupa aliran modal masuk (*capital inflow*), tetapi di sisi yang lain merupakan ancaman instabilitas pasar ketika investor asing ini keluar dan menarik modalnya (*capital outflow*) secara masif dan tiba-tiba. Sampai saat ini di pasar modal Indonesia belum mengindikasikan adanya *capital outflow* secara besar-besaran sebagai dampak dari krisis keuangan AS.

Namun demikian, kita harus mewaspadai kemungkinan terjadinya penarikan modal investor asing secara besar-besaran. Ketidakpastian perekonomian global sebagai dampak dari krisis keuangan AS masih dominan dan memberikan peluang terjadinya *capital outflow* secara besar-besaran di pasar modal Indonesia.

Perekonomian Indonesia

Kini, perekonomian Indonesia dalam kondisi rentan untuk tumbuh lebih tinggi. Ekspansi perekonomian tidak sepadan dengan dukungan yang memadai dari akumulasi dana masyarakat. Sementara itu, pertumbuhan ekonomi belum optimal, tetapi inflasi sudah tinggi karena tekanan harga, apalagi dengan keadaan eksternal yang cepat memburuk. Dalam jangka pendek, prioritas ada pada pengendalian inflasi dan stabilitas nilai rupiah yang amat penting karena hal ini dapat menurunkan kepercayaan dengan cepat jika tidak ditangani dengan baik. Saat kondisi eksternal tidak pasti, fokus kebijakan di tingkat pemerintahan dan perusahaan adalah pada stabilitas dan kepercayaan di dalam negeri. Prediksi Bank Indonesia mengenai pertumbuhan ekonomi jangka menengah tampaknya akan terhambat akibat krisis finansial global yang terjadi (lihat Gambar 4).

Gambar 4. Proyeksi Pertumbuhan Jangka Menengah Indonesia

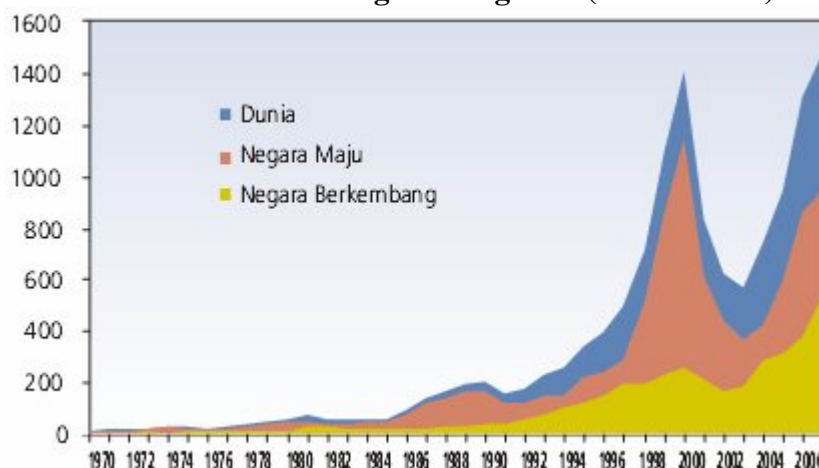
Proyeksi	2007	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Inflasi (%)	6,6	11,5 - 12,5	6,5 - 7,5	4,5 - 6,5	3,5 - 5,5	3,0 - 5,0	2,5 - 4,5
Pertumbuhan PDB (%)	6,3	6,1 - 6,5	6,2 - 6,7	6,0 - 6,8	6,2 - 6,9	6,5 - 7,0	6,7 - 7,2
- Konsumsi Masyarakat (%)	5,0	5,1 - 5,6	5,2 - 5,9	5,2 - 5,6	5,4 - 5,8	5,6 - 6,0	5,7 - 6,1
- Konsumsi Pemerintah (%)	3,9	5,8 - 6,3	12,5 - 13,5	5,3 - 5,7	5,5 - 5,9	5,7 - 6,1	5,9 - 6,3
- Investasi (%)	9,2	12,7 - 13,2	13,6 - 14,6	10,5 - 12,0	11,0 - 12,5	12,0 - 13,5	12,5 - 13,9
- Ekspor Barang & Jasa (%)	8,0	14,6 - 15,1	9,1 - 10,1	10,7 - 11,3	11,3 - 11,7	11,7 - 12,3	12,2 - 12,6
- Impor Barang & Jasa (%)	8,9	16,3 - 16,8	16,4 - 17,4	13,7 - 14,1	14,3 - 14,7	15,1 - 15,5	15,8 - 16,2

Ket. : * Proyeksi Bank Indonesia

Negara negara di dunia saat ini dihadapkan pada pilihan kebijakan ekonomi yang dilematis. Di satu sisi tekanan inflasi meningkat namun disisi lain perekonomian dunia sedang melambat. Di AS sendiri The FED dalam menghadapi resesi dan tekanan global adalah dengan menurunkan tingkat suku bunga smpa 1,5%. Hingga pertengahan juli 2008 banyak negara berupaya untuk menahan kenaikan inflasi dengan menaikkan suku bunga.

Pola Aliran *Foreign Direct Investment* (FDI) global mengalami pergeseran dimana peran negara berkembang sebagai penerima aliran masuk FDI semakin meningkat. Pada periode 2001-2007, total aliran FDI ke negara berkembang rata-rata telah mencaai 31.5% sementara di negara maju turun ke tingkat 65% (lihat Gambar 5).

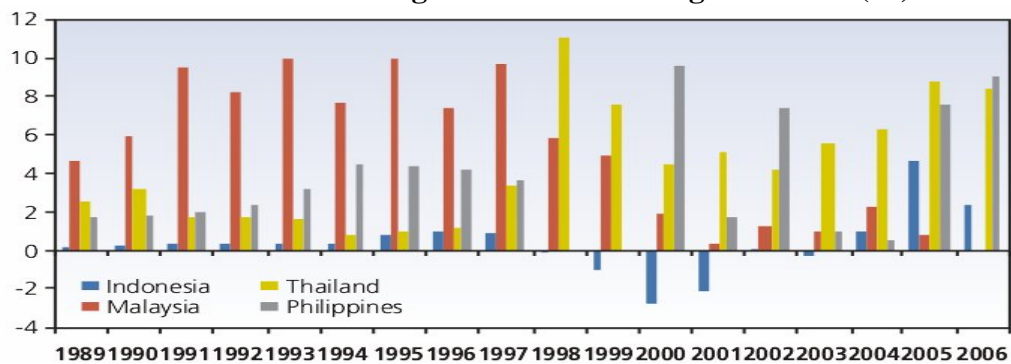
Gambar 5. Perkembangan FDI global (USD Milliar)



Sumber: UNCTAD, the economist (2008)

Meskipun secara umum kinerja perekonomian telah membaik, namun sesungguhnya perekonomian domestik masih dibayangi oleh sejumlah masalah struktural yang berpotensi menghambat akselerasi pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi. Perbaikan struktural memang telah dilakukan, namun dalam skala dan kecepatan yang belum memadai untuk mengejar ketinggalan yang ada. Sebagai akibatnya tingkat pertumbuhan *capital* belum signifikan dan produktivitas tenaga kerja cenderung menurun. Kondisi buruknya struktural ekonomi di Indonesia menjadi salah satu penyebab kurang menariknya Indonesia di mata asing sehingga FDI yang masuk masih sedikit. Meskipun sejak tahun 2002 FDI Indonesia terus meningkat, namun apabila dibandingkan dengan Negara-negara di ASEAN posisi Indonesia relative tertinggal (lihat Gambar 6).

Gambar 6. Perkembangan Rasio FDI di Negara Asean (%)

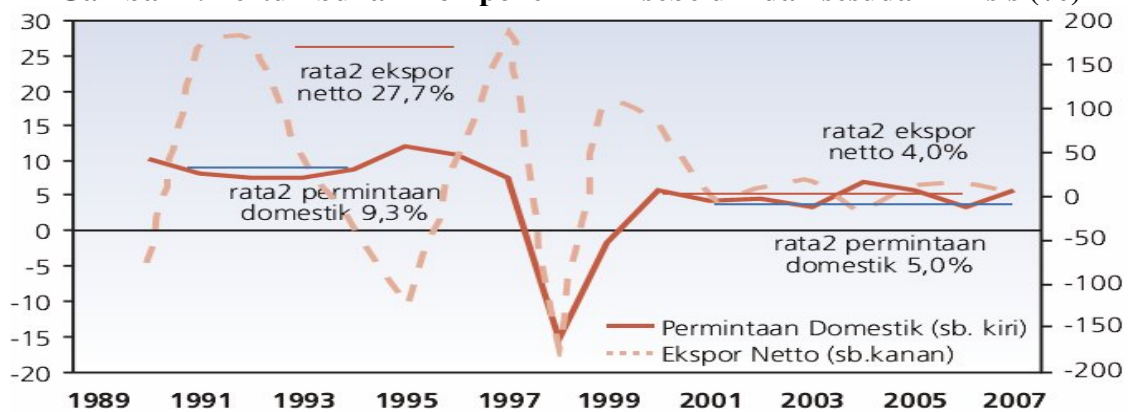


Sumber: Asian Development Bank (2008)

Perkembangan Indikator Ekonomi Nasional

Dari sisi permintaan pertumbuhan ekonomi pasca krisis lebih di dorong permintaan domestik. Hal ini terlihat dari rata-rata pertumbuhan pasca krisis 2001-2007 yang mencapai 5%, melebihi rata-rata pertumbuhan ekspor netto yang mencapai 4%. Disisi lain, Gap antara permintaan domestik dan ekspor netto pasca krisis jauh lebih kecil dibandingkan dengan sebelum krisis (lihat Gambar 7).

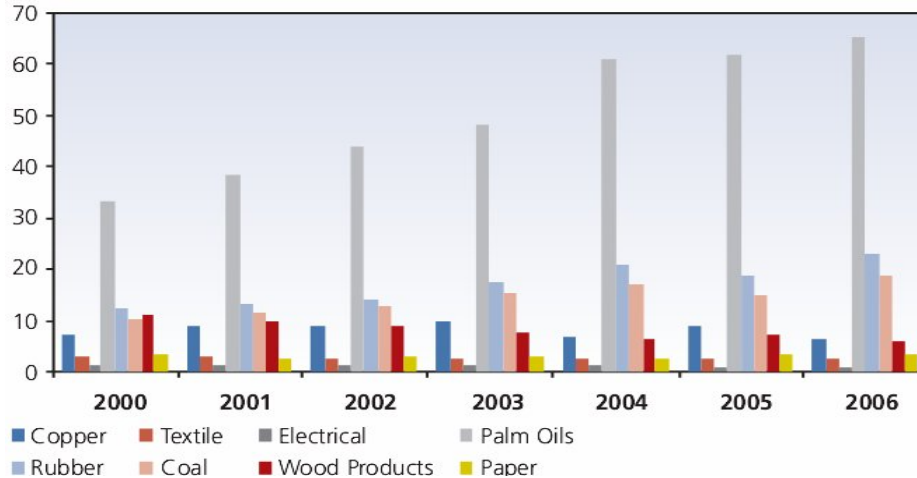
Gambar 7. Pertumbuhan Komponen PDB sebelum dan sesudah Krisis (%)



Sumber: Laporan Bank Indonesia (2008)

Bagaimana dengan Ekspor Indonesia? Dari Indeks *Revealed Comparative Advantage* (RCA) menunjukkan bahwa prestasi ekspor lebih di dominasi oleh peningkatan komoditas berbasis Alam (lihat Gambar 8). Berdasarkan indeks RCA, karet dan batubara merupakan komoditas yang daya saingnya mengalami peningkatan. Sementara tekstil, elektronik, dan produk kayu mengalami penurunan daya saing. Kurang kuatnya kinerja komoditas berbasis manufaktur ini tidak terlepas dari lemahnya dukungan kegiatan investasi setelah krisis.

Gambar 8. RCA Indeks Beberapa Komoditi Andalan Ekspor (%)

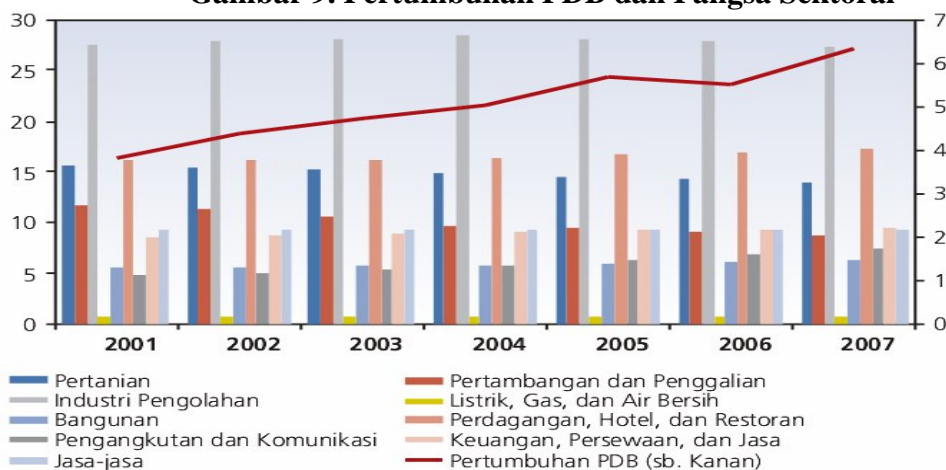


Sumber: Laporan Bank Indonesia (2008)

Dari sisi produksi, kontribusi sektor sektor yang memiliki pangsa besar terhadap pertumbuhan PDB Indonesia cenderung terus mengalami penurunan. Pertumbuhan kedua sektor terbesar yaitu pertanian dan industri pengolahan dalam periode 2001-2007 mengalami penurunan. Dengan pangsa yang semakin mengecil serta pertumbuhan yang cenderung stagnan, kontribusi sektor pertanian dan industri pengolahan pada pertumbuhan PDB semakin menurun. Lemahnya kinerja sektor industri pengolahan, khususnya industri pengolahan nonmigas, tidak dapat dilepaskan dari kondisi permintaan domestik yang terus mengalami tekanan. Dengan karakteristik sektor industri dimana orientasi dari industri-industri yang berskala besar lebih tertuju ke pasar domestik, maka lemahnya permintaan masyarakat jelas akan mempengaruhi kinerja sektor industri secara keseluruhan. Kinerja industri pengolahan nonmigas (manufaktur) pascakrisis yang belum sepenuhnya membaik ini juga tercermin dari nilai produksi maupun nilai tambah produksi yang dihasilkan oleh keseluruhan industri, baik industri besar dan sedang, yang secara umum terlihat masih dibawah kondisi prakrisis.

Sebaliknya perkembangan sektor tersier khususnya perdagangan, pengangkutan dan jasa keuangan maupun non keuangan semakin membaik, seperti tercermin dalam kontribusinya terhadap PDB terus meningkat (lihat Gambar 9).

Gambar 9. Pertumbuhan PDB dan Pangsa Sektoral

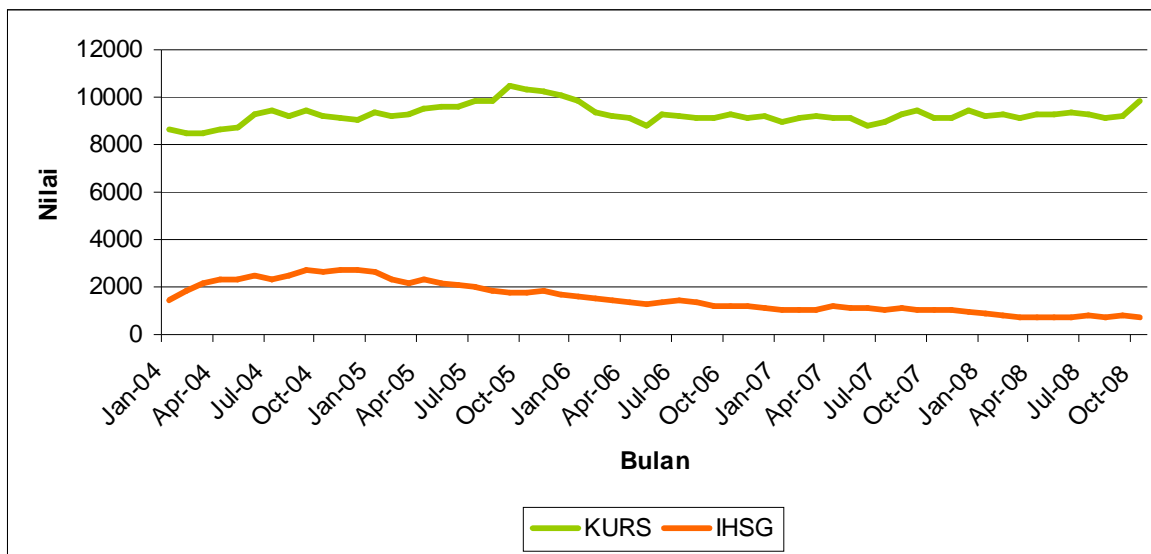


Sumber: Bank Indonesia (2008)

Dampak Krisis kepada Industri di Indonesia

Semenjak SBY memimpin Indonesia baik Kurs Rupiah maupun IHSG terlihat Stabil (lihat Gambar 10). Namun terjadinya krisis financial global membuat pemerintah dan beberapa departemen di Indonesia mengeluarkan beberapa langkah antisipasi. Kepanikan investor yang membuat jatuhnya indeks saham sampai level 1400 membuat BEI dan pemerintah melakukan suspensi atas aktivitas perdagangan di bursa.

Gambar 10. Kurs dan IHSG selama 2004-2008



Sumber: Diolah dari BI (2008)

Namun tampaknya intervensi yang telah dilakukan pemerintah pun belum berhasil untuk menahan nilai kurs rupiah, bahkan pada 10 oktober 2008 kemarin dolar sempat menembus Rp. 10.650,-. Kebijakan BI untuk menaikkan suku bunga menjadi 9,5% ternyata belum mampu menahan gejolak dan tekanan krisis. Terjadinya krisis ini mau tidak mau

sangat berpengaruh terhadap usaha bisnis yang ada di Indonesia yang berhubungan dengan kegiatan investasi seperti pembiayaan, asuransi, bank, properti dan industri yang terkait dengan ekspor.

Untuk bisnis pembiayaan sendiri, keringnya likuiditas di pasar akan sangat menghambat industri multifinance untuk mengembangkan pembiayaannya sehingga pertumbuhan sampai akhir tahun ini diprediksi 10-20%. industri pembiayaan yang mencakup *consumer finance*, *leasing*, dan anjak piutang mayoritas mengandalkan sumber dana dari pinjaman bank dan sebagian kecil dari pinjaman langsung lainnya dalam negeri dan asing. Sulitnya mendapatkan funding dari bank dengan sendirinya akan berpengaruh terhadap pertumbuhan kredit baru yang memiliki beban suku bunga pembiayaan lebih tinggi menyesuaikan dengan naiknya biaya dana. Tingginya suku bunga yang ditetapkan BI dikhawatirkan akan menurunkan kualitas pembiayaan, yakni potensi naiknya pembiayaan macet menjadi lebih besar meski kucuran pembiayaan dilakukan dengan sangat hati-hati. Karena itu para pelaku bisnis di pembiayaan ini harus mencari sumber dana lain. Jika melalui bank local sulit mendapatkan dana, maka segera ekspansi untuk menggaet mitra bank asing yang memiliki likuiditas yang tinggi. Pemerintah harusnya juga menciptakan iklim yang kondusif untuk bisnis pembiayaan ini, misalnya dengan membuka kesempatan kepada multifinance mendapat dana dari industri asuransi atau dana pensiun sehingga tak hanya mengandalkan dana dari bank ataupun obligasi. Di samping itu, perlu juga dibuat aturan mengenai kepemilikan asing dalam lembaga pembiayaan.

Sama halnya dengan industri asuransi, jatuhnya saham domestik ini berpotensi negatif terhadap pemegang polis asuransi unit link. Walaupun untungnya, unit link menempatkan dananya di saham masih sedikit apabila dibandingkan dengan *fix income*, namun saat ini perusahaan asuransi harus mulai untuk melihat potensi atau peluang investasi di sektor riil. Memang investasi di sektor ini membuat asset kurang liquid, akan tetapi dalam jangka panjang, investasi sektor riil yang dikelola secara hati-hati akan menjadi salah satu alternatif pendapatan yang menjanjikan untuk industri asuransi.

Begitu juga dengan industri yang mengekspor barang hasil produksinya. Amerika Serikat adalah negara tujuan ekspor terbesar Indonesia setelah Jepang yang menyerap 12,5 persen dari total nilai ekspor. Pada Januari-Agustus 2008, AS menyerap 8,5 miliar dollar AS atau 11,58 persen dari total nilai ekspor nonmigas Indonesia yang mencapai 73,54 miliar dollar AS. Penyerapan pasar AS bukan saja penting karena besarnya pangsa pasar negara tersebut. Komposisi produk ekspor Indonesia ke AS juga bernilai penting karena ditopang oleh industri manufaktur dan pertanian yang menjadi gantungan hajat hidup rakyat banyak.

Selama ini sekitar 43 persen dari total ekspor tekstil dan produk tekstil (TPT) Indonesia diserap AS. Hampir 60% dari total ekspor alas kaki Indonesia juga dipesan pemegang merek dari AS. Mereka juga menyerap 37 persen ekspor produk perikanan di Indonesia. Padahal TPT dan alas kaki adalah gambaran dari subsektor yang paling diandalkan untuk menyerap tenaga kerja. Sementara di sektor pertanian, kinerja ekspor lebih banyak ditopang produk ikan dan udang daripada hasil budidaya tanaman pangan.

Menanggapi Berbagai gejolak eksternal tersebut jelas merupakan tantangan bagi Indonesia. Miranda S.Goeltom, saat dikukuhkan sebagai Guru Besar FEUI, mengatakan bahwa indahnya koordinasi kebijakan moneter dan fiskal akan sangat tampak ketika ekonomi Indonesia menghadapi ketidakpastian dan gejolak eksternal, seperti lonjakan

harga minyak ataupun nilai tukar. Ia menawarkan model koordinasi “*Leader-follower*”. Artinya koordinasi harus mengacu kepada urutan (*sequence*) tindakan kebijakan, di mana salah satu otoritas harus melahirkan kebijakan terlebih dulu berdasarkan tantangan lingkungan eksternal, baru direspon oleh otoritas kebijakan lainnya. Ketika terjadi lonjakan harga minyak, otoritas fiskal perlu mengubah kebijakan pengeluaran pemerintah dengan segera, sedang otoritas moneter perlu menjadi *follower* dengan melakukan kebijakan moneter yang seharusnya tidak mengganggu stabilitas makroekonomi. Sebaliknya, di tengah gejolak kurs, otoritas moneter perlu menjadi *leader* dengan membuat berbagai upaya dalam melakukan intervensi langsung di pasar valas dan obligasi; sedang otoritas fiskal menjadi *follower*, dengan mempersiapkan Jaring Pengaman dan mengurangi dampak lanjutan dari resiko sistemik di sektor finansial. Hanya saja, sekarang ini dibutuhkan tidak hanya policy mix makro, namun koordinasi kebijakan pada lingkungan metaekonomi. Lingkungan meta ini mencakup antisipasi terhadap natural disruption, sektoral, dan daerah. Mengintegrasikan kebijakan pertanian, industri, dan energi nasional, sehingga tercipta suatu sinergi dalam mengoptimalkan segala potensi yang kita miliki, guna menjamin terwujudnya *food and energy security*.

Koordinasi lintas sektor dan daerah amat dibutuhkan karena pola perencanaan Indonesia bersifat sektoral dan melibatkan 485 kabupaten/kota serta 33 provinsi. Apalagi akan diadakan pilkada di 15 provinsi dan 85 kabupaten/kota pada tahun ini. Ibarat lagu, lagu yang dimainkan berbagai macam. Ada keroncong, rock, jazz, gamelan, dan dangdut, dengan pemain dan penonton yang berbeda karakter dan perilaku. Inilah pentingnya “sang pemimpin” menjadi dirigen suatu orkestra kebijakan makro, sektoral, dan daerah.

Bagaimana langkah awal untuk mengantisipasi kondisi ini? Pertama, meningkatkan kinerja sektor riil sebagai penunjang fundamental ekonomi. Harus kita akui bahwa kinerja fundamental perekonomian kita beberapa tahun belakangan ini bukanlah disebabkan oleh peningkatan sektor riil, seperti peningkatan daya saing, kenaikan produktivitas, dan investasi sektor riil, tetapi lebih disebabkan pengaruh fluktuasi harga komoditas dan kinerja sektor keuangan. Sementara itu jika kita telaah lebih lanjut, tingkat pengangguran dan kemiskinan di Indonesia semakin meningkat, tidak sejalan dengan pertumbuhan ekonomi (*paradox of growth*). Ini menandakan fundamental perekonomian kita artifisial dan semu. Fundamental perekonomian yang rapuh menciptakan ekspektasi negatif buat investor karena mencerminkan kondisi ketidakpastian.

Menjelang Pemilu 2009 tentunya meningkatkan eskalasi dan dinamika politik di Indonesia. Stabilitasnya politik dan keamanan menjadi pertimbangan utama investor dalam melakukan alokasi dan distribusi portofolionya. Apabila stabilitas polkam menjelang pemilu terkendali, lalu hasil pelaksanaan pemilu menghasilkan pemimpin-pemimpin yang dapat diterima oleh pasar, akhirnya meningkatkan kepercayaan dan kredibilitas pasar modal Indonesia.

Ketiga, regulasi yang *market friendly*. Pihak regulator harus selalu menciptakan kebijakan yang *market friendly* terhadap pasar, yaitu kebijakan yang dapat mengakomodasi keuntungan investor dengan tidak mengesampingkan kepentingan investor minoritas. Regulasi yang *market friendly* akan memberikan kenyamanan bagi investor untuk berinvestasi dengan horizon waktu jangka panjang. Investor melakukan investasi dasarnya adalah ekspektasi atas tingkat keuntungan/pengembalian dan tingkat risiko investasi.

Dengan struktur perekonomian yang kuat, keamanan berinvestasi dan regulasi yang *market friendly* akan meningkatkan ekspektasi investor pada pasar modal Indonesia.

Momentum krisis keuangan AS ini merupakan kesempatan untuk mengubah persepsi pasar modal Indonesia sebagai pasar modal dengan karakter *high risk high return* menjadi karakter pasar modal yang dapat memberikan harapan tingkat keuntungan (*expected return*) yang optimal dengan tingkat risiko investasi yang minimum sehingga bisa menarik modal masuk.

Sejumlah pakar ekonom mengatakan bahwa di Indonesia krisis hanya terjadi di pasar modal. Krisis yang terjadi di pasar modal dinilai tidak akan mudah bertransmisi ke sektor lain mengingat kontribusi pasar modal dalam sistem keuangan Indonesia amat kecil karena bursa di Indonesia hanya membawa pengaruh 20% dari ekonomi Indonesia. Selain itu krisis pasar modal seperti ini tidak akan kembali mengulang seperti krisis pada tahun 1997 karena depresiasi rupiah pada tahun itu adalah 100% dengan inflasi 20% NPL perbankan 60% dan SBI 50%. Gejolak ekonomi yang terjadi saat ini hanya mendepresiasi rupiah sebesar 5%, inflasi 12,14% NPL perbankan 1% dan SBI 9,5%.

Namun Gejolak ini akan membawa kepada krisis atau tidak, kita harus selalu percaya bahwa krisis adalah peluang untuk memasuki era baru yang lebih baik. Semoga dunia bisa keluar dari krisis ini dengan situasi yang lebih baik. Dan semoga ekonom pemerintah Indonesia sudah pasang kuda-kuda melindungi ekonomi Indonesia dari krisis ini. Kalau tidak, siap-siap tabungan kita semua di bank, hasil keringat kita bertahun-tahun, hilang dan menguap dalam krisis. Kita menjadi korban sistem ekonomi yang mengandalkan *financial engineering* bukan sistem yang berbasis sektor riil dan entrepreneurial.