

Independensi Kebijakan Moneter dalam Jangka Pendek: Kasus Indonesia

Purnawan Hardiyanto

Universitas Kristen Duta Wacana

Email: purnawan@staff.ukdw.ac.id

Abstract

Using Capital Flow Model and Central Bank Reaction Function for the case of Indonesia before the current crisis, this paper found that during Indonesia implemented fixed exchange rate regime the monetary policy which was done by Bank of Indonesia has lost its independence. The regression results using Two Stage Least Square method show that the monetary policy during the period before the current crisis in Indonesia was very influenced by the behavior of private capital flows. To neutralize the liquidity effects of private capital inflows as a response to deregulation packages in financial and banking sector in the late of 1980s, Bank of Indonesia has actively implemented the sterilization policies. The regression results of the Central Bank Reaction Function indicate that Bank of Indonesia could not completely sterilize the liquidity effects of private capital inflows. This situation made the monetary policy undertaken by Bank of Indonesia lost its power to stabilize inflation in the economy. The phenomenon of high inflation which followed high economic growth (overheating economy) during the period before the current crisis has significantly reduced the index of competitiveness of Indonesian goods and services in the world market. This is one of the main factors that caused slower Indonesian export growth just before the crisis began in the mid of 1997. This situation made the level of supply of foreign exchange in domestic market dropped significantly, while on the other side the demand level increased as many big corporate businesses and government institutions needed foreign exchange to repay their foreign debt. Rupiah become unstable and public expectation for further devaluation widened. This was the beginning of the current crisis that until now put Indonesia into the deep trouble. Therefore, the most important contribution of this paper is its investigation to the linkage between deregulation and the current crisis. This paper recommends that one of the main factors that generate the Indonesian current crisis has showed up far before the crisis began. It was started when the monetary policy lost its power to stabilize inflation that was caused by behavior of private capital inflows as a response to the wrong sequence of deregulation policies in Indonesia.

Keywords monetary policy, sterilization policy, inflation, foreign exchange policy.

1. Pendahuluan

Sebuah negara yang mempunyai ukuran perekonomian yang secara relatif kecil dibandingkan perekonomian negara-negara lain di pangsa pasar dunia, jika sistem perekonomiannya menganut sistem perekonomian sangat terbuka dan sistem nilai tukar tetap masih diterapkan, maka ada kecenderungan kebijakan moneter yang diambil oleh otoritas moneter negara tersebut menjadi tidak independen, Kebijakan moneternya menjadi sedikit banyak tergantung kepada aliran modal swasta yang masuk dari maupun keluar ke luar negeri.

Indonesia dapat dikategorikan sebagai negara dengan sistem perekonomian yang mempunyai ciri-ciri seperti yang telah disebut di atas. Sejak deregulasi digulirkan pertama kali pada pada

tahun 1970an, sistem lalu lintas devisa Indonesia menjadi sangat bebas. Padahal pada waktu itu sampai sekitar akhir tahun 1990an Indonesia masih menganut sistem nilai tukar tetap. Tentu saja kebijakan moneter yang dilaksanakan otoritas moneter di Indonesia menjadi tidak independen lagi, lebih tergantung kepada aliran modal swasta, demi untuk menjaga nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing agar tidak berfluktuasi. Pertanyaan menarik yang dapat diajukan di sini adalah benarkah kebijakan moneter yang diambil oleh Bank Indonesia selama sistem nilai tukar tetap diterapkan di Indonesia menjadi sama sekali tidak independen? Atau masih tersisakah ruang bagi Bank Indonesia untuk melakukan kebijakan moneter yang benar-benar independen dari aliran masuk modal swasta, walaupun hanya dalam jangka pendek?

Dalam masa krisis ekonomi seperti saat ini, dua pertanyaan di atas sangat relevan untuk diteliti mengingat dampak dari tidak independennya kebijakan moneter yang diambil oleh otoritas moneter pada masa sebelum krisis kemungkinan telah menyebabkan kebijakan moneter menjadi tidak berfungsi optimal untuk tujuan stabilisasi harga.

2. Tinjauan Literatur

Sebuah negara yang mempunyai ukuran perekonomian yang secara relatif kecil dibandingkan perekonomian negara-negara lain di pangsa pasar dunia, jika sistem perekonomiannya menganut sistem perekonomian sangat terbuka dan sistem nilai tukar tetap masih diterapkan, maka ada kecenderungan kebijakan moneter yang diambil oleh otoritas moneter negara tersebut menjadi tidak independen, Kebijakan moneternya menjadi sedikit banyak tergantung kepada aliran modal swasta yang masuk dari maupun keluar ke luar negeri.

Indonesia dapat dikategorikan sebagai negara dengan sistem perekonomian yang mempunyai ciri-ciri seperti yang telah disebut di atas. Sejak deregulasi digulirkan pertama kali pada tahun 1970an, sistem lalu lintas devisa Indonesia menjadi sangat bebas. Padahal pada waktu itu sampai sekitar akhir tahun 1990an Indonesia masih menganut sistem nilai tukar tetap. Tentu saja kebijakan moneter yang dilaksanakan otoritas moneter di Indonesia menjadi tidak independen lagi, lebih tergantung kepada aliran modal swasta, demi untuk menjaga nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing agar tidak berfluktuasi. Pertanyaan menarik yang dapat diajukan di sini adalah benarkah kebijakan moneter yang diambil oleh Bank Indonesia selama sistem nilai tukar tetap diterapkan di Indonesia menjadi sama sekali tidak independen? Atau masih tersisakah ruang bagi Bank Indonesia untuk melakukan kebijakan moneter yang benar-benar independen dari aliran masuk modal swasta, walaupun hanya dalam jangka pendek?

Dalam masa krisis ekonomi seperti saat ini, dua pertanyaan di atas sangat relevan untuk diteliti mengingat dampak dari tidak independennya kebijakan moneter yang diambil oleh otoritas moneter pada masa sebelum krisis kemungkinan telah menyebabkan kebijakan moneter menjadi tidak berfungsi optimal untuk tujuan stabilisasi harga.

Yang dimaksud dengan kebijakan moneter di dalam studi ini adalah kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia dengan mempengaruhi besarnya komponen domestik (net domestic asset) dari uang primer untuk tujuan stabilisasi harga. Kebijakan ekspansi moneter berarti Bank Indonesia berusaha menambah jumlah uang beredar di dalam perekonomian

dengan menambah nilai komponen domestik dari uang primer. Tujuan kebijakan ekspansi moneter ini adalah untuk menurunkan suku bunga yang pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan minat investasi masyarakat untuk memacu pertumbuhan ekonomi domestik. Sementara sebaliknya kebijakan kontraksi moneter berarti Bank Indonesia berusaha mengurangi jumlah uang beredar di dalam perekonomian melalui pengurangan komponen domestik dari uang primer. Tujuan kebijakan kontraksi moneter ini adalah untuk mengendalikan laju inflasi melalui penurunan daya beli masyarakat.

Seperti telah dikemukakan di muka, jika sistem lalu lintas devisa bebas diterapkan oleh pemerintah suatu negara, sementara sistem nilai tukar tetap masih dipertahankan, maka ada kecenderungan kebijakan moneter yang dilaksanakan menjadi tidak independen sangat tergantung dan sangat dipengaruhi oleh fluktuasi aliran modal swasta yang masuk ke dalam perekonomian domestik dari luar negeri. Apabila pemerintah menetapkan kebijakan kontraksi moneter untuk tujuan stabilisasi harga dengan mengurangi jumlah uang beredar di dalam perekonomian, maka hal ini akan diikuti dengan semakin tingginya suku bunga di pasar uang domestik. Lebih tingginya suku bunga di pasar domestik dibandingkan suku bunga luar negeri menyebabkan aliran modal swasta yang masuk ke dalam perekonomian domestik dari luar negeri akan semakin besar. Capital inflows yang merupakan suntikan dana segar dari luar negeri ke dalam perekonomian domestik ini akan menyebabkan nilai rupiah semakin menguat (apresiasi) terhadap mata uang asing, terutama dolar Amerika. Untuk mempertahankan nilai tukar rupiah terhadap dolar sebagai konsekuensi dari penerapan sistem nilai tukar tetap, maka Bank Indonesia akan membeli kelebihan penawaran mata uang asing di pasar valuta asing. Pembelian kelebihan penawaran dolar oleh Bank Indonesia dengan menggunakan mata uang rupiah ini pada akhirnya akan menyebabkan jumlah uang beredar meningkat lagi. Pada gilirannya kebijakan kontraksi moneter yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia menjadi kurang menemui sasarannya. Dalam hal inilah kebijakan moneter yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia menjadi tidak independen lagi.

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk melihat keterkaitan antara aliran modal swasta dengan independensi kebijakan moneter yang diambil oleh otoritas moneter di Indonesia selama Indonesia menerapkan sistem nilai tukar tetap. Sedangkan manfaat terbesar dari hasil penelitian ini adalah pelajaran yang dapat dipetik oleh negara-negara lain (terutama negara berkembang) yang masih menerapkan sistem nilai tukar tetap di dalam perekonomiannya dari kasus yang terjadi di Indonesia di masa lalu, terutama dampak yang ditimbulkan sebagai akibat hilangnya independensi kebijakan moneter. Hasil penelitian ini diharapkan juga dapat dijadikan pertimbangan bagi pemerintah Indonesia, jika ternyata suatu saat memutuskan akan kembali kepada sistem nilai tukar tetap untuk mengurangi dampak negatif dari berfluktuasinya nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, terutama mata uang Amerika.

3. Metode Penelitian

Untuk meneliti tingkat independensi kebijakan moneter di Indonesia maka studi ini

menggunakan pendekatan ekonometri dengan membuat suatu "*Capital Flow Model*" dan "*Central Bank's Reaction Function*" dengan spesifikasi sederhana bagi- Indonesia. Spesifikasi model aliran modal swasta sederhana untuk Indonesia yang akan digunakan di dalam studi ini mengadopsi model aliran modal swasta yang dikembangkan oleh Kouri dan Porter (1974) dengan beberapa modifikasi. Spesifikasi model tersebut adalah sebagai berikut:

$$NPCR = a_0 + a_1\Delta DCR + a_2CABR + a_3GGDP + a_4i^* + a_5\Delta OILP + e$$

NPCR adalah net private capital flows dibagi nilai lag dari uang primer; ΔDCR adalah perubahan dalam komponen domestik dari uang primer dibagi dengan nilai lag dari uang primer; CABR adalah rasio dari current account balance dengan nilai lag dari uang primer. Sementara GGDP adalah pertumbuhan GDP; i^* adalah tingkat bunga luar negeri yang didekati dengan data UST-Bills; dan $\Delta OILP$ adalah perubahan harga ekspor minyak Indonesia di pasar luar negeri. Sedangkan e adalah *error term*.

Mengingat fluktuasi variabel ΔDCR juga sangat dipengaruhi oleh keaktifan bank Indonesia selaku bank sentral dalam melakukan kebijakan sterilisasi sebagai akibat intervensi yang dilakukan bank sentral di pasar valuta asing untuk menstabilkan nilai tukar, maka persamaan regresi di atas akan diestimasi dengan metode 2SLS (*two stage least square*), simultan dengan persamaan fungsi reaksi Bank Indonesia dengan spesifikasi di bawah ini:

$$\Delta DCR = b_0 + b_1\Delta FCR + b_2\Delta CABR + b_3INF_{-1} + b_4GGDP + b_5\Delta i_{-1} + b_6\Delta OILP_{-1} + b_7DEFER + \varepsilon$$

ΔDCR , CABR, GGDP, dan $\Delta OILP$ adalah variabel-variabel seperti yang telah didefinisikan di atas, sementara ΔFCR adalah perubahan dalam komponen luar negeri dari uang primer dibagi dengan nilai lag dari uang primer; INF adalah laju inflasi domestik; Δi adalah perubahan tingkat bunga domestik; dan DEFER adalah rasio antara defisit anggaran pemerintah dengan nominal GDP. Tanda (-1) menunjukkan nilai *lag* dari variabel yang diteliti; sedangkan ε adalah *error term*.

Ukuran independensi dari kebijakan moneter yang diambil oleh Bank Indonesia selama masa penelitian dapat dilihat melalui besarnya koefisien a_1 . Sesuai dengan teori yang telah dijelaskan di muka, koefisien ini besarnya harus di antara atau sama dengan -1 sebagai batas nilai minimal, dan 0 sebagai batas maksimal. Jika koefisien regresi ini mendekati nilai -1, berarti kebijakan moneter yang dilakukan Bank Indonesia tidak independen, sangat tergantung kepada aliran modal swasta. Jika koefisien a_1 , ini besarnya mendekati 0, maka dapat dikatakan kebijakan moneter yang dilakukan otoritas moneter di Indonesia masih independen, tidak tergantung fluktuasi aliran modal swasta yang masuk ke dalam dan keluar dari perekonomian Indonesia.

Sementara koefisien sterilisasi ditunjukkan oleh b_1 . Koefisien ini besarnya juga antara -1 dan 0. Jika koefisien ini nilainya mendekati -1 berarti dampak efek likuiditas dari ketidakseimbangan neraca pembayaran luar negeri Indonesia mampu disterilkan oleh Bank Indonesia. Nilai -1 berarti kebijakan sterilisasi Bank Indonesia dapat dilaksanakan

dengan sempurna, sementara nilai kurang dari -1 menunjukkan Bank Indonesia hanya dapat mensterilkan sebagian saja efek likuiditas dari ketidakseimbangan neraca pembayaran luar negeri. Sementara jika besarnya koefisien ini besarnya mendekati 0 dengan tanda minus, maka hasil regresi menunjukkan kebijakan sterilisasi yang dilakukan oleh Bank Indonesia pada masa penelitian telah gagal untuk mensterilkan perekonomian domestik dari aliran likuiditas akibat terjadinya surplus dalam neraca pembayaran luar negeri. Sementara nilai positif dari koefisien ini menunjukkan tidak ada usaha dari Bank Indonesia selaku pelaksana otoritas moneter untuk melakukan kebijakan sterilisasi sebagai respon atas terjadinya surplus dalam neraca pembayaran luar negeri Indonesia selama periode penelitian.

Model ini berbeda dengan model yang telah digunakan Fry (1988) dan Leung (1996), karena memasukkan variabel perubahan harga minyak Indonesia di pasar dunia dan defisit anggaran pemerintah. Dua variabel ini sangat dominan dalam perekonomian di masa Soeharto. Dalam jangka waktu yang lama perekonomian Orde Baru sangat tergantung kepada pendapatan ekspor dari sektor minyak. Sementara itu walaupun istilah yang digunakan pemerintah Soeharto dalam penyusunan anggaran pemerintah adalah anggaran berimbang, tetapi dalam kenyataannya sistem penyusunan anggaran yang dipakai pada waktu itu adalah sistem anggaran defisit, karena kekurangan sisi penerimaan dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) selalu ditutup dengan hutang luar negeri. Jadi pemakaian dua variabel dominan ini dalam model akan membuat hasil estimasi akan lebih dapat dipercaya. Selain itu, periode penelitian yang dilakukan studi ini juga lebih panjang dibandingkan periode penelitian yang dilakukan Fry dan Leung untuk kasus Indonesia.

Penelitian ini menggunakan data-data sekunder yang bersumber dari laporan-laporan International Monetary Fund. Sementara untuk periode penelitian adalah dari tahun 1976 sampai dengan tahun 1996, yaitu dari awal masa Orde Baru sampai masa-masa akhir pemerintahan Orde Baru, yaitu beberapa saat sebelum krisis ekonomi terjadi.

Transmisi Inflasi dan Mekanisme Kebijakan Moneter di Indonesia Selama Periode Penelitian. Sesuai dengan teori inflasi, berdasarkan penyebabnya inflasi dapat dibedakan ke dalam dua kategori, cost push inflation dan demand pull inflation. Inflasi jenis pertama disebabkan karena dorongan biaya produksi yang semakin meningkat yang pada akhirnya akan meningkatkan harga output produksi di pasar. Inflasi jenis ini biasanya didorong oleh kenaikan-kenaikan harga BBM, tarif dasar listrik, tarif telepon, kenaikan gaji, meningkatnya harga barang input yang diimpor karena fluktuasi nilai tukar, dan lain-lain. Sedangkan inflasi jenis kedua adalah karena adanya kenaikan permintaan yang dipicu oleh kenaikan daya beli masyarakat sebagai akibat pertumbuhan pesat jumlah uang beredar di dalam perekonomian.

Sebelum krisis ekonomi menerpa Indonesia, fenomena inflasi yang terjadi di Indonesia lebih banyak disebabkan oleh tarikan permintaan sebagai akibat pertumbuhan jumlah uang beredar. Tingginya laju pertumbuhan ekonomi yang akhirnya meningkatkan daya beli masyarakat ternyata tidak direspon oleh adanya kenaikan tingkat penawaran. Respon sisi penawaran

terhadap kenaikan sisi permintaan selalu berjalan sangat lambat karena adanya keterbatasan teknologi dan modal di Indonesia. Inilah yang sering disebut sebagai *overheating economy*. tingginya laju pertumbuhan ekonomi yang selalu diikuti dengan kenaikan laju inflasi. Setelah krisis ekonomi menerpa Indonesia, fenomena inflasi yang terjadi di Indonesia lebih banyak disebabkan karena dorongan kenaikan biaya produksi (*cost push inflation*) sebagai akibat merosotnya nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing yang menyebabkan harga barang-barang yang menggunakan kandungan barang input impor di dalam proses produksinya menjadi semakin mahal. Kenaikan harga jenis barang ini di pasar ternyata juga diikuti oleh kenaikan harga barang-barang yang tidak mempunyai kandungan barang input impor di dalam produksinya. Secara spesifik transmisi inflasi ini sering disebut sebagai *exchange rate transmission* atau *exchange rate channel*. Kenaikan laju inflasi secara umum yang disebabkan karena fluktuasi nilai tukar.

Untuk mengendalikan gejala overheating di dalam perekonomian Indonesia sebelum masa krisis ekonomi, Bank Indonesia selalu melakukan kebijakan kontraksi moneter melalui kebijakan open market operation (*open market selling*), Yaitu Bank Indonesia menjual Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang dimilikinya kepada masyarakat melalui sektor perbankan untuk menyedot jumlah uang menjadi lebih tinggi. Dalam jangka pendek mereka akan melakukan aksi beli rupiah dan saham di Indonesia dengan harapan dalam waktu dekat nilainya akan meningkat kembali. Aksi spekulasi para investor asing ini akhirnya akan menambah penawaran valuta asing di dalam perekonomian. Untuk mencegah terdepresiasinya mata uang asing terhadap rupiah, maka Bank Indonesia melakukan kebijakan sterilisasi di pasar valuta asing dengan melakukan pembelian valuta asing baru yang masuk ke perekonomian Indonesia. Akhirnya, valuta asing yang baru masuk ke Kas Bank Indonesia ini akan menambah NFA yang pada akhirnya akan menambah jumlah uang beredar. Dengan demikian terjadi kontradiksi antara kebijakan kontraksi moneter untuk tujuan pengendalian inflasi dengan kebijakan sterilisasi yang bertujuan untuk mencegah terjadinya depresiasi nilai tukar mata uang asing terhadap rupiah.

4. Hasil dan Pembahasan

Tabel-tabel di lampiran menunjukkan hasil regresi dari persamaan yang telah dijelaskan di dalam sub-bab metodologi di atas dan beberapa modifikasinya dengan menggunakan variabel lag. Semua hasil regresi dari persamaan di atas dengan dan tanpa variabel lag yang ditampilkan di Tabel 1, Tabel 2 dan Tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien regresi α_1 mempunyai tanda negatif dan mendekati -1. Hal ini berarti kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia selama periode penelitian telah kehilangan independensinya, walaupun ada sedikit ruang yang tersisa untuk melakukan kebijakan moneter yang independen tetapi sekitar 80% sangat dipengaruhi oleh perilaku aliran modal swasta. Tanda dan besarnya koefisien α_1 ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang terjadi di Indonesia sebelum masa krisis telah dimentahkan oleh besarnya aliran modal swasta. Jika Bank Indonesia mengurangi jumlah uang beredar (ΔDCR negatif), hal ini justru akan direspon secara positif oleh aliran modal swasta yang mengalir masuk semakin besar ke dalam perekonomian domestik. Hasil regresi ini mengindikasikan

bahwa dalam periode penelitian kenaikan suku bunga dan penurunan harga saham di bursa saham domestik yang mengikuti kebijakan moneter kontraktif yang dilakukan Bank Indonesia untuk mengendalikan laju inflasi telah menarik minat investor asing maupun domestik untuk membawa masuk dana segar yang dimilikinya ke dalam perekonomian Indonesia untuk tujuan investasi jangka pendek.

Jika dibandingkan antara hasil regresi dari model yang diestimasi dengan dan tanpa variabel lag, hasil regresi persamaan tanpa variabel lag ternyata lebih credible dibandingkan hasil regresi dari persamaan dengan menggunakan variabel lag. Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa sebagian besar variabel lag tidak signifikan untuk memberi penjelasan terhadap perilaku aliran modal swasta.

Dibandingkan masa sebelum deregulasi digulirkan ada indikasi setelah era deregulasi pemerintah semakin sulit untuk mengendalikan jumlah uang beredar. Hal ini dapat dilihat di Tabel 3 dimana offset coefficient dari kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia ternyata lebih besar pada masa setelah deregulasi dibandingkan sebelum serangkaian kebijakan deregulasi mulai diterapkan. Hal ini berarti pada periode setelah deregulasi pengurangan jumlah uang beredar memberikan efek yang semakin besar kepada semakin besarnya penambahan aliran modal swasta yang masuk ke dalam perekonomian. Setelah serangkaian kebijakan deregulasi di sektor keuangan digulirkan, aliran modal swasta dari dan ke luar negeri lebih bergerak bebas tanpa hambatan. Kejadian inilah yang menyebabkan pasca deregulasi Bank Indonesia mengalami kesulitan untuk mengendalikan pertumbuhan jumlah uang beredar.

Tabel 4 membandingkan antara offset coefficient dan sterilisation coefficient pada tiga periode penelitian, yaitu periode penuh, periode sebelum deregulasi dan periode setelah deregulasi. Jika dibandingkan dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS) yang digunakan dalam penelitian sebelumnya (Hardiyanto, 2001), hasil regresi dengan metode 2SLS ini yang ditampilkan di Tabel 1 lebih dapat dipercaya keakuratannya mengingat Bank Indonesia pada masa itu selalu aktif melakukan kebijakan sterilisasi. Dengan demikian regresi dari *Capital Flow Model* tidak dapat dilakukan secara terpisah dengan Fungsi Reaksi dari Bank Indonesia yang mencerminkan keaktifan Bank Indonesia melakukan kebijakan sterilisasi yang pada akhirnya sangat mempengaruhi besarnya NDA dari Bank Indonesia. Sementara koefisien sterilisasi dapat dilihat dari hasil regresi OLS atas fungsi reaksi sederhana Bank Indonesia yang ditampilkan di Tabel 4. Besarnya koefisien sterilisasi ini hampir mendekati nol dengan tanda negatif di ketiga periode penelitian, periode penuh, periode sebelum dan setelah deregulasi. Hal ini menunjukkan Bank Indonesia telah gagal melakukan usaha sterilisasi terhadap efek likuiditas dari aliran modal swasta yang masuk ke dalam perekonomian Indonesia dari luar negeri.

Koefisien sterilisasi untuk periode setelah deregulasi jauh lebih kecil dibandingkan dengan koefisien sterilisasi untuk periode sebelum deregulasi. Di mana kedua koefisien di dua periode ini sama-sama mempunyai tanda negatif. Hal ini menunjukkan setelah kebijakan deregulasi digulirkan ada kesulitan yang semakin besar yang dihadapi oleh Bank Indonesia dalam usahanya melakukan kebijakan sterilisasi untuk meminimalkan efek likuiditas dari terjadinya surplus neraca pembayaran luar negeri. Kesulitan ini muncul karena setelah serangkaian

kebijakan deregulasi digulirkan lalu lintas aliran modal swasta untuk tujuan investasi jangka pendek semakin meningkat.

5. Kesimpulan

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa dalam sistem perekonomian sangat terbuka di mana *fixed exchange rate regime* masih diberlakukan kebijakan kontraksi moneter bukan merupakan pilihan paling tepat bagi pengendalian laju inflasi. Penggunaan kebijakan kontraksi moneter untuk tujuan pengendalian inflasi di Indonesia pada masa sebelum krisis ekonomi terjadi menunjukkan bahwa ketidakefektifan kebijakan ini telah menyebabkan Bank Indonesia mengalami kesulitan untuk melakukan pengendalian laju pertumbuhan jumlah uang beredar. Hal ini berakibat munculnya penyakit inflasi kronis di Indonesia yang menyebabkan daya saing perekonomian Indonesia di pasar dunia menjadi turun, yang selanjutnya berakibat berkurangnya kemampuan Indonesia untuk mendapatkan devisa dari ekspor dan investasi asing. Sementara itu di saat yang bersamaan Indonesia sedang menghadapi kenaikan permintaan valuta asing yang cukup drastis dari masyarakat dan pemerintah karena besarnya cicilan hutang luar negeri yang telah jatuh tempo. Munculnya *excess demand* di pasar valuta asing ini telah menyebabkan nilai tukar menjadi bergejolak yang akhirnya membuat nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing menjadi terpuruk. Keadaan menjadi semakin tak terkendali ketika para spekulan yang dengan jeli melihat semakin besarnya defisit neraca pembayaran luar negeri Indonesia ikut memborong dolar di pasar valuta asing. Inilah awal munculnya krisis keuangan di Indonesia yang akhirnya memicu terjadinya krisis ekonomi, politik dan sosial hingga saat ini.

Hasil penelitian untuk kasus Indonesia ini dapat memberikan kontribusi positif bagi pengembangan *Capital Flow Model* Kouri dan Porter. Selama ini *Capital Flow Model* yang dikembangkan oleh Kouri dan Porter ini hanya dapat memotret terjadinya kontradiksi antara *outcome* dari kebijakan moneter dan kebijakan sterilisasi yang dilakukan bank sentral selama *fixed exchange rate regime* diterapkan. Ternyata hasil penelitian ini merekomendasikan bahwa ada indikasi kuat terjadinya keterkaitan yang sangat erat antara kesulitan pengendalian inflasi pada masa pasca deregulasi yang berakibat kepada timbulnya penyakit inflasi kronis di Indonesia pada masa itu yang pada akhirnya memicu timbulnya secara drastis daya saing perekonomian Indonesia. Hal ini sebagai akibat dari ketidakefektifan kebijakan moneter untuk tujuan meredam laju inflasi domestik. Pengalaman Indonesia pada masa sebelum krisis ini dapat menjadi pelajaran sangat berharga bagi negara-negara yang masih menerapkan *fixed exchange rate regime*, terutama negara-negara di kawasan Amerika Latin yang perekonomiannya juga mempunyai ketergantungan yang sangat tinggi terhadap hutang luar negeri. Hasil penelitian ini juga dapat dijadikan masukan yang berharga untuk dipertimbangkan jika suatu saat ada keinginan dari otoritas moneter di Indonesia untuk kembali ke sistem nilai tukar tetap di masa mendatang.

Referensi

Argy V. dan P. Kouri, 1974, "Sterilisation policies and the volatility in international reserve",

Seminar Nasional Forum Manajemen Indonesia 2023 Papua Prosiding



e-ISSN: 3026-4499

Vol. 1

17-19 Oktober 2023

dalam R. Aliber (ed.), National Monetary Policies and the International Financial System, University of Chicago Press, Chicago.

Branson, W., 1968, Financial Capital Flows in the US Balance of Payments, North Holland, Amsterdam.

Enders, W., 1995, Applied Econometrics Time Series, John Wiley and Sons, Toronto.

Fry, M., 1990, "Srilanka's 'balance of payments and financial reforms". International Economic Journal. 4, 347-67. , 1988. Money. Interest. and Banking in Economic Development. the John Hopkins University Press, London.

Hardiyanto, P., 2001, Policy Conflicts in the Indonesian Fundamental Macroeconomic Policy: sequence of deregulation. capital flows. monetary policy and exchange rate fluctuation, PhD Seminar paper. School of Economics and Marketing University of Canberra, Canberra, tidak dipublikasikan.

International Monetary Fund, International Financial Statistics, IMF, Washington D.C, berbagai isu penerbitan.

Balance of Payments Statistics, IMF; Washington D.C, berbagai isu penerbitan.

Kamas, L., 1986, "The Balance of payments offset to monetary policy: monetarist, portfolio balance, and Keynesian estimates for Mexico and Venezuela", Journal of Money. Credit. and Banking. 18:467-81.

Kouri, P. dan M. Porter, 1974, "International capital flows and portfolio equilibrium", Journal of Political Economy, 82: 443-67.

Leung, E., 1996, "Capital flows, monetary policy and exchange rates in the Asian region", Economics Division Working Paper. 96/2, the Australian National University, Canberra.

Pesaran, M., dan B. Pesaran, 1997, Working With Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis, Oxford University Press, New York.

Schadler, S., M. Carkovic, A. Bennett, dan R. Khan, 1993, "Recent experiences with surge capital inflows", International Monetary Fund Occasional Paper, 108/12.

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)