

CAPITAL FLOWS DAN COMMODITY PRICE VOLATILITY

(Catatan hasil Pertemuan AFMM+3, Hanoi,
Vietnam, 4 Mei 2011; ASEAN+3 Working Group
Meeting, Singapura, 27-28 Juni 2011; dan
AFDM+3, Sendai, Jepang, 2-3 Des 2011)

**(Vincentius Krisna JW dan Nugroho Joko
Sutanto)**

A. Pendahuluan

Indonesia adalah satu-satunya negara ASEAN yang merupakan anggota G20. Dengan demikian, selain berperan sebagai dirinya sendiri, Indonesia juga harus mampu menjadi jembatan bagi kepentingan ASEAN dalam G20 untuk memasukkan isu-isu yang terkait dengan kepentingan negara-negara *emerging economies*.

Beberapa isu yang terkait dengan kepentingan ASEAN antara lain *capital flows management* dan *commodity prices volatility*. Kedua isu tersebut sangat jelas dampaknya bagi negara-negara ASEAN sehingga perlu dibahas secara mendalam agar terdapat kesepahaman atas perlunya suatu kerja sama makro ekonomi untuk mengatasinya. Kedua isu tersebut menjadi bahasan dalam AFDM dan AFMM, serta menjadi bahasan utama dalam ASEAN Finance Ministers' Retreat.

Sebagai isu terkini, *capital flows management* dan *commodity prices volatility* juga menjadi bahasan dalam forum kerjasama yang lebih luas, ASEAN+3. Kedua isu ini mengemuka dalam konteks *update* perekonomian global dan kawasan. Selain itu, mengingat pentingnya dan besarnya pengaruh volatilitas harga komoditas pada perekonomian nasional dan kawasan, topik tersebut telah disetujui sebagai usulan Indonesia untuk menjadi salah satu topik yang akan dikaji dalam putaran aktivitas ASEAN+3 Research Group 2011/2012.

B. Capital Flows

Sejak tahun 1975 terdapat tiga siklus besar aliran modal (*capital flows*) ke negara berkembang. Siklus pertama adalah perputaran petrodollar pada tahun 1975-

1981. Aliran ini berakhir pada saat krisis utang internasional tahun 1982 dan berlanjut dengan periode yang dikenal sebagai *the lost decade 1982-89* di Amerika Latin. Siklus kedua terjadi pada periode *the emerging markets boom* tahun 1990-1996, dan berakhir pada saat krisis keuangan Asia Timur tahun 1997-1998, dan di beberapa tempat pada tahun 1998-2002 seperti di Russia, Brazil, Argentina dan Turki. Siklus ketiga dikenal sebagai periode tahun buku pasar modal (*the capital market book*) tahun 2003-2008. Aliran ini berhenti pada saat krisis keuangan global (*Global Financial Crisis*) tahun 2008-2009. Fenomena besarnya aliran modal ke negara-negara yang sedang bertumbuh (*emerging markets*) tahun 2010-2011 dinilai sebagai siklus keempat.

Proses pemulihan global yang tidak merata (*multi-speed global recovery*) dipercaya menjadi penyebab besarnya aliran modal ke negara berkembang sebagai akibat dari proyeksi pertumbuhan yang lebih baik. Aliran modal ke negara2 berkembang di Asia diharapkan dapat dimanfaatkan untuk mendukung pertumbuhannya sebagai sumber pembiayaan investasi dan kebutuhan pembangunan lainnya. Namun demikian besarnya aliran masuk juga sekaligus menjadi tantangan bagi para pengambil kebijakan, terutama terkait dengan cara untuk pemanfaatan sekaligus untuk menghindari risiko yang menyertainya.

Beberapa tantangan utama dari besarnya arus masuk modal antara lain terkait dengan manajemen volatilitas aliran modal, pengaruhnya terhadap estimasi nilai tukar yang terlalu berlebihan (*overshooting*), dan dampaknya terhadap peningkatan likuiditas domestik. Selain itu fenomena arus masuk modal yang cenderung terjadi dalam bentuk peningkatan portfolio dikhawatirkan juga memiliki potensi arus balik seketika (*sudden reversal*) yang dapat diakibatkan oleh perubahan persepsi pasar. Hal ini berpotensi menimbulkan dampak negatif seperti peningkatan harga aset (*bubbles*), tekanan inflasi, gangguan pada neraca perdagangan (*current account*), maupun kombinasi dari ketiganya. Hal-hal ini tentunya berpotensi menimbulkan dampak negatif lanjutan yang

mengganggu stabilitas perekonomian suatu negara bahkan dikhawatirkan dapat mengakibatkan stagnasi perekonomian.

Korean Institute of Finance (KIF, Korea) dan *Fiscal Policy Research Institute* (FPRI, Thailand) dalam kajiannya berjudul *Lessons from Asia's Experiences with Sudden Capital Flows* dan dilaksanakan dalam rangka kegiatan *ASEAN+3 Research Group* putaran 2010/2011 berhasil mengidentifikasi beberapa hal penting. Jenis aliran selama masa krisis berbeda-beda di tiap negara dan kondisi pasar mulai dari aliran dana perbankan hingga aliran masuk portofolio, dan pilihan kebijakan yang diterapkan oleh otoritas di setiap negara juga berbeda dengan masing-masing disusun secara khusus untuk membatasi kerentanan di pasar aset domestik melalui mekanisme yang tidak dapat diterapkan dengan menggunakan kebijakan makro ekonomi konvensional. Kebijakan makro ekonomi yang berhati-hati dan disusun dengan baik (*well targeted macro prudential measures*) akan berhasil mencapai tujuannya secara efektif jika pasar tidak memiliki insentif untuk mengabaikan paket kebijakan tersebut.

Pilihan potensi kebijakan yang dapat diterapkan harus dikaji berdasarkan kondisi khusus yang dialami setiap negara dan perkembangan pasarnya agar dapat memperhitungkan insentif dan kemampuan investor untuk mengabaikannya, serta agar dapat menilai tingkat efektivitasnya dalam mencapai tujuan, seperti untuk menjaga stabilitas keuangan domestik.

Senada dengan yang telah disampaikan oleh KIF, Pradhan, et.al (2011) juga melihat bahwa jenis aliran modal yang dialami oleh setiap negara berbeda dan respon kebijakan yang diterapkan pun berbeda-beda. Namun demikian terdapat fakta yang cukup menarik dimana negara-negara dengan kondisi fundamental dan siklus ekonomi yang berbeda secara bersama-sama menjadi tujuan arus masuk modal. Hal ini menegaskan kondisi likuiditas global yang menjadi pendorong arus modal tersebut. Selain itu, Pradhan juga menggarisbawahi bahwa jenis arus masuk modal semakin terdorong ke arah portofolio, dan bahwa respon kebijakan yang diterapkan

bukan merupakan bagian dari kebijakan kontrol atas arus modal (*capital control*), melainkan bagian dari upaya untuk mengurangi risiko terhadap stabilitas keuangan dan volatilitas arus masuk.

Pengalaman dari beberapa negara yang diamati membuktikan bahwa respon kebijakan mereka sangat efektif dalam mengatur komposisi arus masuk, membatasi pertumbuhan kredit, dan inflasi akibat peningkatan harga aset. Arus modal itu sendiri secara agregat tidak terpengaruh oleh respon kebijakan yang diterapkan.

Menteri Keuangan Indonesia pada kesempatan Pertemuan Para Menteri Keuangan ASEAN ke-15 di Bali pada bulan April 2011 yang lalu menyampaikan bahwa krisis tahun 2008 merupakan dampak dari adanya ketidakseimbangan pada sistem (*architecture*) keuangan internasional. Selanjutnya pada tahap pemulihan dari krisis, pertumbuhan ekonomi negara-negara maju berjalan secara relatif lebih lambat dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi di negara-negara yang sedang bertumbuh (*emerging economies*). Hal-hal tersebut yang kemudian dipahami sebagai faktor pendorong besarnya arus masuk modal ke *emerging economies*. Selain pentingnya untuk memperhatikan tantangan yang muncul akibat fenomena besarnya arus masuk modal ini, Menteri Keuangan Indonesia juga menyampaikan bahwa *emerging economies* perlu memanfaatkan momentum besarnya arus masuk agar dapat dialihfungsikan sebagai investasi asing langsung (*Foreign Direct Investment*), dan secara bersamaan strategi ini diharapkan dapat mengurangi volatilitas dan memperpanjang jatuh tempo (*maturity*) arus modal yang masuk.

C. *Commodity Price Volatility*

Krisis ekonomi dan keuangan global pada tahun 2008 menjadi lebih rumit dengan volatilitas harga komoditas selama beberapa tahun terakhir. Harga bahan pangan dan komoditas lainnya telah meningkat pesat, melampaui catatan yang pernah dialami pada periode-periode sebelum terjadinya krisis

keuangan global. Berkenaan dengan potensi dampak negatif kenaikan harga yang terlalu tinggi dan peningkatan volatilitasnya terhadap individu dan perekonomian secara keseluruhan, perhatian dunia dan kesadaran global atas isu ini telah berkembang pesat.

Beberapa faktor diakui secara kompleks menjadi sumber pendorong volatilitas harga komoditas, mulai dari struktur permintaan dan penawaran untuk setiap komoditas, kebijakan domestik, dan peran aktivitas spekulasi di pasar keuangan terkait. Pada sisi permintaan, faktor pendorong volatilitas harga komoditas dapat berupa peningkatan jumlah penduduk, kenaikan permintaan dari negara berkembang (*emerging countries*) sebagai akibat kuatnya pertumbuhan ekonomi, ekspansi fiskal yang secara bersamaan diterapkan dengan kebijakan moneter yang akomodatif di negara-negara besar dalam rangka mendorong pertumbuhan ekonomi mereka, maupun tren penurunan nilai Dolar Amerika yang digunakan sebagai acuan harga komoditas.

Pada sisi penawaran, masalah yang terjadi berasal dari lambatnya peningkatan produksi komoditas akibat rendahnya investasi untuk peningkatan kapasitas produksi, dan pada beberapa kasus tertentu untuk komoditas hasil pertanian penurunan pasokan terutama disebabkan oleh kondisi iklim dan pengurangan luas wilayah pertanian di beberapa daerah penghasil utama, dan peralihan peruntukan hasil pertanian untuk produksi bio fuel. Struktur pasar komoditas pada umumnya tidak dapat mengantisipasi perubahan jumlah penawaran-permintaan yang diakibatkan oleh guncangan (*shocks*). Sebagai contoh, jumlah tanam padi tidak dapat secara serta merta ditingkatkan untuk kemudian segera dijual pada saat terjadi kenaikan harga. Dengan kata lain, guncangan terhadap penawaran-permintaan pada pasar komoditas langsung dapat dirasakan karena adanya perubahan harga.

Volatilitas harga komoditas yang terjadi belakangan ini mengandung berbagai tantangan dan dampak (*set of challenges and impacts*). Sebagaimana dapat dilihat pada

perkembangan perekonomian global saat ini, volatilitas harga menghambat proses pemulihan perekonomian global, keamanan pangan dan energy, dan proses pembangunan global dalam rangka mencapai *Millennium Development Goals* (MDGs). Hal ini disebabkan oleh dampak langsung volatilitas harga terhadap sustainabilitas anggaran negara dan kinerja makroekonominya, ketidakpastian dalam dunia bisnis, hingga kesejahteraan sosial akibat perubahan harga bahan pangan dasar.

Peningkatan volatilitas harga komoditas selama dua tahun belakangan sejak 2008 telah mengakibatkan tekanan inflasi di beberapa negara yang sedang tumbuh (*emerging market economies*). Pada sisi fiskal, peningkatan harga komoditas telah menciptakan beban fiskal, terutama untuk negara-negara yang tingkat ketergantungannya terhadap impor komoditas untuk keperluan konsumsi domestiknya tinggi, dan negara-negara yang memberlakukan subsidi harga untuk komoditas. Meningkatnya biaya subsidi menurunkan kapasitas fiskal pemerintah untuk membiayai penyediaan berbagai jasa publik lainnya, termasuk pembiayaan untuk program-program pengentasan kemiskinan dan kelaparan, yang dapat berakibat meningkatnya kemiskinan, dan berkurangnya tingkat kesejahteraan masyarakat. Pada beberapa kasus, peningkatan harga pada kelompok bahan pangan utama (*staple foods*) telah mengakibatkan gangguan sosial yang berujung pada maraknya aksi protes di beberapa *emerging markets*.

Sebagaimana halnya terjadi dalam menjawab berbagai tantangan global, permasalahan volatilitas harga komoditas juga memerlukan respon kebijakan untuk menjawab masalah volatilitas (*policy response to address volatility*). Diskusi mengenai volatilitas harga komoditas pada kelompok G20 mencerminkan upaya bersama secara multilateral dalam menghadapi isu ini. Namun demikian, mengingat terbatasnya kebijakan nyata yang telah diambil untuk mengantisipasi permasalahan volatilitas harga komoditas, upaya multilateral saja dirasakan tidak cukup untuk menjawab permasalahan ini.

Diperlukan takaran kebijakan lain yang mendukung di tingkat nasional terkait dengan peningkatan jumlah produksi dan penyesuaian harga melalui kebijakan fiskal (contoh: dukungan untuk keluarga miskin, subsidi, dan insentif fiskal), kebijakan moneter, dan kebijakan makro yang berhati-hati (macro-prudential measures), serta kebijakan struktural (seperti kebijakan untuk mendorong tingkat produksi). Perbaikan infrastruktur mengenai informasi komoditas diharapkan juga dapat menekan volatilitas harga, mengingat hal ini dapat membantu memberikan informasi secara lebih baik dalam pengambilan keputusan terkait kemungkinan arah pergerakan harga komoditas di masa yang akan datang.

Dengan latar belakang ini, peran koordinasi kebijakan antara negara-negara dalam suatu kawasan menjadi penting untuk mitigasi volatilitas harga komoditas, dan untuk menyusun kebijakan kawasan yang secara nyata ditujukan untuk menjawab permasalahan ini. Kerjasama ini diharapkan juga dapat memberikan keuntungan lain seperti penguatan kebijakan nasional negara-negara dalam kawasan, serta melengkapi upaya global seperti yang telah dilakukan melalui diskusi-diskusi pada kelompok G20.

Masih terkait dengan upaya mitigasi risiko volatilitas harga, kerjasama nyata perlu dilakukan dan disesuaikan dengan tingkat urgensi kawasan. Langkah bersama secara regional seperti penelitian bersama dan saling berbagi informasi untuk membangun suatu kawasan pertanian yang tahan terhadap perubahan iklim, saling berbagi informasi mengenai harga bahan pangan dan cadangannya di tingkat kawasan, dapat dilaksanakan secara bersamaan dengan upaya-upaya lain di tingkat kawasan dalam rangka membentuk sumber daya energi yang berkesinambungan. Rancangan aksi bersama di tingkat kawasan harus memperhatikan kelayakannya dan direncanakan dengan seksama agar dapat dilaksanakan dengan baik.

Berkenaan dengan hal-hal tersebut di atas, koordinasi kebijakan-kebijakan di tingkat kawasan perlu memperhatikan keseimbangan

berbagai aspek volatilitas harga komoditas, seperti identifikasi faktor-faktor utama penyebab terjadinya volatilitas harga dan kenaikan harga secara drastis, serta fokus pada beberapa komoditas utama yang memiliki pengaruh paling besar terhadap kawasan.

Dapat dipahami bersama bahwa tingginya harga dapat menjadi indikator untuk memproduksi lebih banyak suatu komoditas. Terkait dengan hal ini, sungguh sangat penting agar signal ini dapat diketahui oleh semua negara sehingga investasi komoditas dapat diarahkan untuk jenis yang memang memiliki nilai tambah. Koordinasi kebijakan di tingkat kawasan juga perlu memperhatikan kondisi dan/atau mekanisme yang berlaku di kawasan dalam menghadapi isu-isu terkait. Dalam hal ini, kerjasama kawasan perlu dilaksanakan dengan baik untuk secara bersama-sama menjawab tantangan global terkait volatilitas harga komoditas.

Untuk itu, peningkatan koordinasi di tingkat kawasan menjadi hal yang mendesak baik untuk mengidentifikasi potensi isu-isu regional yang perlu diteliti lebih lanjut, menyusun langkah bersama yang perlu dikembangkan lebih lanjut, dan isu-isu lain terkait koordinasi kebijakan untuk komoditas dari sisi fiskal, moneter, maupun struktural.

Referensi:

1. Badan Kebijakan Fiskal. Tidak dipublikasikan. *Discussion Note For Issue on Capital Flow Management (Macroeconomic Coordination)*.
2. Korean Institute of Finance dan Fiscal Policy Research Institute. 2011. *Lessons from Asia's Experiences with Sudden Capital Flows*.

---oOo---