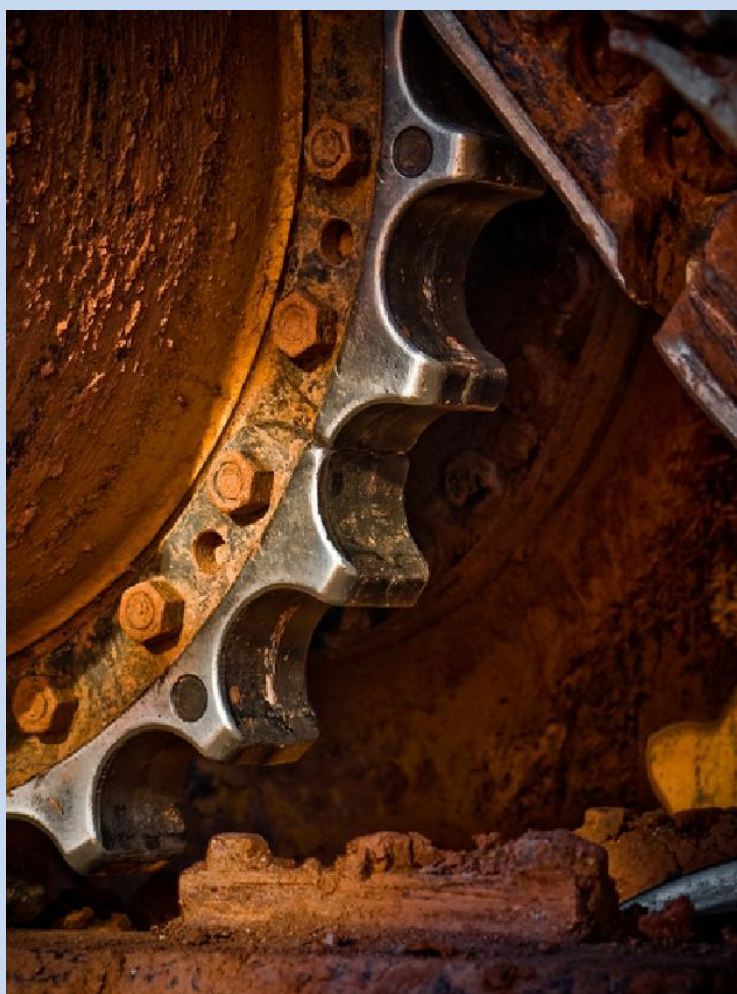


LAPORAN

TIM KAJIAN POLA KRISIS EKONOMI



KEMENTERIAN KEUANGAN REPUBLIK INDONESIA
BADAN KEBIJAKAN FISKAL
PUSAT KEBIJAKAN EKONOMI MAKRO
2012

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji syukur ke Hadirat Allah SWT, atas limpahan Rahmat, Taufik, dan Hidayahnya yang senantiasa dilimpahkan kepada hamba-Nya, sehingga kajian Pola Krisis Ekonomi dapat selesai disusun sebagai pertanggungjawaban sebagaimana output yang ditargetkan.

Pada tahun 2012 ini, salah satu tim kajian Pusat Kebijakan Ekonomi Makro adalah Pola Krisis Ekonomi. Kajian bertujuan untuk melakukan pemetaan pola krisis yang telah terjadi di Indonesia dan beberapa negara. Selain memetakan pola krisis di Indonesia, pola krisis tersebut akan dihubungkan dengan model *Early Warning System* yang dikembangkan Pusat Kebijakan Ekonomi Makro Badan Kebijakan Fiskal dan *Technical Assistance* ADB yaitu dengan menjelaskan indikator yang menjadi leading dalam kondisi krisis tertentu

Penyusunan kajian ini terlaksana tidak terlepas dari partisipasi para pejabat dan seluruh pegawai di lingkungan Pusat Kebijakan Ekonomi Makro dan *Technical Assistance* ADB . Akhirnya, kami mengucapkan terima kasih kepada semua anggota Tim serta pihak-pihak lain yang telah memberikan dukungan dan masukan demi kelancaran pelaksanaan kajian tim ini dengan baik.

Jakarta, Desember 2012

Tim Kajian Pola Krisis Ekonomi

DAFTAR ISI

Kata Pengantar	i
Daftar Isi	ii
BAB I Pendahuluan	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Tujuan Kajian	2
BAB II Landasan Teori.....	3
2.1 Pendekatan Hyman Minsky (1991-1992).....	3
2.2 Pendekatan Kaminsky dan Reinhart (1996 dan 1998)	4
2.3 Pendekatan Kaminsky dan Reinhart (1999)	9
BAB III Review Beberapa Krisis Ekonomi Dunia dan Indonesia	11
3.1 Pengalaman Krisis Dunia	11
3.1.1 Great Depression AS, 1930-an	11
3.1.2 Krisis Jerman, 1929-1939	12
3.1.3 Gelembung Harga Aset Jepang, 1980-an	15
3.1.4 Krisis Nilai Tukar Peso Meksiko, 1990-an.....	16
3.1.5 Krisis Ekonomi Asia, 1997/1998.....	18
3.1.6 Krisis Keuangan Rusia dan Brazil, akhir 1990-an.....	20
3.1.7 Krisis Subprime Mortgage AS, 2007-2008	22
3.1.8 Krisis Eropa, 2009-2012	25
3.2 Pengalaman Krisis Indonesia	28
3.2.1 Krisis Ekonomi, 1965-1967	28
3.2.2 Krisis 1997-1998	29
3.2.3 Subprime Crisis (2007-2009)	32
BAB IV Hasil Analisis	35
4.1 Pemetaan Pola Krisis Menggunakan Pendekatan Minsky	35
4.2 Pengalaman Krisis Indonesia dan Leading Indikator EWS	43
4.3 Analisis Kemungkinan Terjadinya Krisis Menggunakan Pendekatan Kaminsky dan Reinhart (EMP)	50
BAB V Kesimpulan dan Rekomendasi	55
5.1 Kesimpulan.....	55
5.2 Rekomendasi	56
Daftar Pustaka	57

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kondisi perekonomian global yang masih terus diliputi kekuatiran meluasnya krisis dan terimbasnya negara-negara yang saat ini masih dalam kondisi perekonomian yang relatif belum terpengaruh krisis Eropa, menyebabkan otoritas yang bertanggung jawab terhadap perekonomian suatu negara mengembangkan berbagai perangkat untuk menganalisa dan mengantisipasi timbulnya krisis.

Masih lekat di ingatan kita, krisis moneter yang menimpa Indonesia tahun 1997, dimana dapat dikatakan pemerintah saat itu tidak memiliki persiapan dan mitigasi yang memadai menghadapi krisis. Saat itu analisa terhadap kemungkinan krisis (*early warning system*- EWS) belum merupakan hal menjadi perhatian pemerintah maupun pelaku ekonomi lainnya, sehingga pada saat terjadinya krisis menimbulkan biaya yang cukup besar pada perekonomian Indonesia.

Kesadaran pentingnya suatu upaya mengantisipasi krisis termasuk menjaga stabilitas sistem keuangan menjadi langkah yang dilakukan berbagai negara. Pengembangan model *early warning system*, *surveillance* kondisi sistem keuangan dan perekonomian merupakan beberapa contoh upaya yang dilakukan.

Berbagai pengalaman krisis yang dialami berbagai negara selama beberapa dasawarsa terakhir juga mendorong para ekonom dan peneliti mengembangkan teori dan model dalam menganalisa gejala dan pola krisis yang terjadi. Pola krisis dipandang perlu untuk dipelajari guna mendapatkan pelajaran dari pengalaman krisis yang terjadi pada masa sebelumnya sehingga bila timbul gejala yang sama pada tahapan pola krisis dapat dilakukan analisa yang lebih mendalam dan bila diperlukan dilakukan langkah-langkah antisipatif

Mempolakan krisis bukanlah sesuatu yang mudah dilakukan, terlebih lagi penyebab dan gejala krisis sangat beragam dengan latar belakang kondisi negara tempat terjadinya krisis yang beragam pula. Namun mempolakan krisis penting dilakukan untuk mendata penyebab maupun gejala krisis dan berupaya untuk mencegah timbulnya krisis tersebut, atau menangani krisis dengan lebih baik.

Melihat pentingnya suatu analisis dalam mengetahui pola krisis dan *early warning system* yang dapat dilakukannya, dipandang perlu untuk melakukan suatu kajian untuk mempolakan krisis yang terjadi di Indonesia dan melakukan perbandingan di beberapa negara lainnya. Kajian ini akan menggunakan beberapa dasar teori di antaranya Hyman Minsky dan model yang dikembangkan untuk deteksi dini kondisi perekonomian dengan

menggunakan model *Exchange Market Pressure Index* (EMPI) yang dikembangkan oleh Kaminsky Lizondo dan Reinhart.

1.2. Tujuan Kajian

Kajian bertujuan untuk melakukan pemetaan pola krisis yang telah terjadi di Indonesia dan beberapa negara. Pemetaan pola krisis dilakukan dengan menggunakan metodologi yang dikembangkan Minsky. Selain memetakan pola krisis di Indonesia, pola krisis tersebut akan dihubungkan dengan model *Early Warning System* yang dikembangkan Pusat Kebijakan Ekonomi Makro Badan Kebijakan Fiskal dan *Technical Assistance* ADB yaitu dengan menjelaskan indikator yang menjadi leading dalam kondisi krisis tertentu

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Pendekatan Hyman Minsky (1991-1992)

Terdapat beberapa teori mengenai siklus krisis yang terjadi di dunia, khususnya krisis ekonomi dan finansial. Sebagian besar ahli ekonomi berpendapat bahwa krisis yang telah terjadi tidak mungkin terulang dengan siklus yang teratur, sehingga polanya tidak dapat diperkirakan. Namun terdapat beberapa krisis yang terjadi dengan pola tertentu meskipun akar krisis dan dampaknya akan berbeda. Beberapa ekonom telah mencoba memetakan pola terjadinya krisis agar dapat menjelaskan secara empiris terjadinya krisis keuangan. Teori *The Ingredients of a Financial Market Crisis* telah dikembangkan oleh Hyman Minsky (1991-1992) dengan tujuan untuk dapat mengidentifikasi krisis yang terjadi.

Menurut Minsky terdapat empat pola dasar dari terjadinya suatu krisis keuangan, yakni:

- **Goncangan awal (*initial shock*)**
Sebagian besar krisis terjadi dengan gejala dan goncangan yang tidak dapat diperkirakan sebelumnya. Beberapa jenis goncangan tersebut dapat berupa:
 - ✓ Inovasi teknologi, seperti munculnya produk-produk dan jasa baru, teknologi produksi dan bahan baku yang baru ditemukan;
 - ✓ Inovasi pasar keuangan, yakni jenis aset, instrumen derivatif atau strategi investasi yang baru;
 - ✓ Deregulasi pasar keuangan, berkurangnya hambatan di pasar keuangan seperti harga, modal, dan lingkup pasar;
 - ✓ Ajang politik, terjadinya perubahan pemerintahan, berakhirnya perang, atau terjadinya kesepakatan internasional.
- **Mekanisme tanggapan positif (*positive feedback mechanism*)**
Pasar keuangan memiliki kerentanan terhadap sentimen atau ekspektasi dari para pelaku pasar. Namun ekspektasi positif seringkali muncul dengan naif dan tidak mewaspadai kemungkinan terjadinya goncangan yang berdampak negatif.



Gambar 2.1. Mekanisme Tanggapan Positif Minsky

- Sumber pembiayaan (*funding source*)

Dalam rangka mempertahankan sentimen positif, harus terdapat sarana untuk mendorong perekonomian dan kondisi pasar uang, yakni suatu kebijakan seperti halnya restrukturisasi portofolio, peningkatan jumlah uang beredar (kebijakan moneter longgar), peningkatan investasi asing, atau akuisisi kekayaan asing.

- Guncangan negatif (*negative shock*)

Banyak kondisi positif yang tidak diwaspadai yang pada jangka panjang justru menimbulkan dampak yang negatif, misalnya kenaikan harga aset yang pada akhirnya menimbulkan gelembung harga aset yang pecah tanpa adanya perkiraan.

2.2. Pendekatan Kaminsky dan Reinhart (1996 dan 1998)

Pendekatan EWS krisis keuangan pada dasarnya dibedakan menjadi 2, yaitu: **(1) metode parametrik**, dengan mengestimasi probabilitas terjadinya krisis satu hingga beberapa periode ke depan. Metode ini pertama kali dilakukan oleh Blanco dan Garber (1986) ketika mempelajari krisis Mexico pada awal tahun 1980an; dan **(2) metode non-parametrik**, dengan menggunakan *signaling* terhadap krisis yang akan datang. Metode ini dilakukan oleh Kaminsky dan Reinhart (1996) dan diperdalam oleh Kaminsky, Lizondo, dan Reinhart (1998), dengan mengambil sampel 20-25 negara.

Kaminsky dan Reinhart (1996) menggunakan pendekatan non-parametrik (*statistical forecasting*) untuk mengevaluasi kegunaan berbagai variabel dalam memberikan sinyal terjadinya krisis yang akan datang. Secara spesifik sejumlah indikator ekonomi dimonitor

perilakunya sesaat sebelum periode krisis apakah menyimpang dari perilaku normal ambang batas (*threshold*) nya atau tidak. Deviasi atau penyimpangan suatu indikator dari *threshold* nya dianggap sebagai sinyal peringatan akan datangnya krisis dalam periode waktu tertentu.

Pendekatan non parametrik tersebut diperluas oleh, Kaminsky, Lizondo dan Reinhart /KLR (1998) yaitu menggunakan sistem peringatan dini yang didasarkan atas pendekatan sinyal, dengan cara memonitor pergerakan sejumlah indikator ekonomi dan keuangan yang mengarah pada krisis. Setiap indikator memiliki *threshold value* tertentu. Bila pergerakan indikator ini melewati *threshold*, maka indikator tersebut disebut memberikan sinyal peringatan (*warning signal*) bahwa krisis akan terjadi dalam kurun waktu “beberapa bulan ke depan”, yaitu 12, 18 dan 24 bulan ke depan.

Nilai *Threshold* dihitung sedemikian rupa sehingga menyeimbangkan resiko akibat banyaknya *false signal* (sinyal dikeluarkan ketika kemungkinan terjadinya krisis sangat kecil) dan resiko dari *missing the crises* (sinyal dikeluarkan ketika keadaan sudah sangat *overwhelming*). Oleh karena semua indikator yang mengeluarkan sinyal akan diidentifikasi, maka EWS ini bisa memberikan informasi bagi pengambil kebijakan tentang masalah-masalah yang melatarbelakangi sebuah krisis.

Dalam penelitian digunakan 105 indikator, yang dikelompokkan dalam 6 kelompok besar dan beberapa subkelompok, yaitu *external sector*; *financial sector*, *public finances*, *institutional dan structural variables*, *political variables*, dan *contagion effects*. Indikator sektor eksternal meliputi *capital account*, *external debt profile*, dan *international variables*. Sementara financial indicator meliputi variable-variabel yang terkait dengan financial liberalization dan indikator lainnya. Setelah dilakukan konsolidasi ditetapkan bahwa indikator-indikator tersebut dapat diklasifikasikan dalam 10 kategori sebagai berikut:

1. ***Capital account***, terdiri dari variabel-variabel: cadangan devisa, aliran modal jangka pendek, investasi langsung (*foreign direct investment*/FDI), perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri.
2. ***Debt profile***, terdiri dari variabel-variabel: total utang luar negeri, utang luar negeri pemerintah, utang jangka pendek, utang luar negeri yang diklasifikasikan menurut negara creditor dan suku bunga, bantuan luar negeri serta rasio utang luar negeri terhadap PDB.
3. ***Current account***, terdiri dari variabel-variabel: nilai tukar rupiah riil, neraca berjalan, neraca perdagangan, ekspor, impor, terms of trade, harga barang ekspor, tabungan dan investasi.

4. ***International variables***, terdiri dari: pertumbuhan ekonomi negara-negara maju, emerging market dan pertumbuhan ekonomi dunia, suku bunga internasional, dan harga komoditas di pasar internasional.
5. ***Financial liberalization***, terdiri dari variabel-variabel: pertumbuhan kredit, perubahan multiplier uang beredar, suku bunga, serta perbedaan antara suku bunga kredit dan deposito.
6. ***Other financial variables***, terdiri dari kredit sektor perbankan, perbedaan antara money demand dan money supply, pertumbuhan jumlah uang beredar, pertumbuhan yields bonds, inflasi, market exchange rate premium, central exchange rate parity, position of the exchange rate within the official band, M2/cadangan devisa.
7. ***Real sector***, terdiri dari variabel-variabel: pertumbuhan PDB riil, nilai nominal PDB, output, employment/unemployment, tingkat upah dan perubahan nilai stok.
8. ***Fiscal variables***, terdiri dari: deficit APBN, pengeluaran konsumsi pemerintah, dan kredit kepada lembaga pemerintah.
9. ***Institutional/structural factors*** terdiri dari variabel-variabel: trade concentration, dummies for multiple exchange rates, exchange controls, duration of the fixed exchange periods, financial liberalization, banking crises, past foreign exchange market crises, past foreign exchange market events
10. ***Political variables***, terdiri dari: *dummies for elections, incumbent electoral victory or loss, change of government, legal executive transfer, illegal executive transfer, left-wing government, new finance minister, degree of political instability* (variabel kualitatif berdasarkan penilaian).

Studi literatur yang dilakukan oleh Kaminsky, Lizondo dan Reinhart terhadap berbagai macam indikator yang terbukti secara statistik signifikan dalam memprediksi krisis, menemukan bahwa

- a. Sebuah sistem peringatan dini yang efektif sebaiknya mempertimbangkan beragam indikator. Krisis mata uang biasanya diawali dengan berbagai macam masalah ekonomi, bahkan politik. Banyak bukti menunjukkan bahwa ketidakseimbangan domestik dan eksternal baik di sektor riil maupun keuangan dapat menjadi penyebab terjadinya krisis mata uang.

- b. Variabel-variabel yang seringkali terpilih menjadi indikator yang berguna untuk menduga krisis mata uang adalah cadangan devisa, *real exchange rate*, pertumbuhan kredit, pinjaman pemerintah, dan inflasi domestik.
- c. Variabel-variabel lain yang hanya memberikan sinyal krisis sementara, tidak selalu dimasukkan dalam perhitungan. Sebagai contoh variabel tentang masalah-masalah perbankan. Selain itu, probabilitas terjadinya krisis juga dapat dipengaruhi oleh krisis di negara lain.
- d. Variabel-variabel yang terkait dengan utang luar negeri tidak dapat menjelaskan krisis dengan baik, begitu juga dengan *current account*. Hal ini disebabkan perubahan *current account* telah direfleksikan dalam naik-turunnya *real exchange rate*.
- e. Variabel-variabel pasar seperti ekspektasi nilai tukar dan perbedaan suku bunga tidak mampu memprediksi krisis mata uang, apakah diawali atau diikuti oleh penurunan kualitas fundamental ekonomi atau tidak.

Menurut Kamensky dan Reihard krisis didefinisikan sebagai suatu situasi dimana terjadi serangan pada mata uang yang berpengaruh pada terjadinya depresiasi nilai tukar secara tajam, atau penurunan cadangan devisa, atau kombinasi keduanya. Kedua variabel ini diukur menjadi satu besaran yang disebut sebagai *exchange market pressure index* (EMPI).

Rumus EMPI sebagai berikut:

$$EMPI_t = \frac{1}{\sigma_{\Delta E}} \Delta E_t - \frac{1}{\sigma_{\Delta R}} \Delta R_t$$

dimana:

E_t = Nilai tukar pada periode t

R_t = Cadangan devisa pada periode t

Δ = Persentase perubahan

σ = Deviasi standar

Jika EMPI lebih besar atau sama dengan *mean* ditambah 3 *standard deviation* dalam periode yang sama, maka dalam periode waktu tersebut dikatakan terjadi krisis. Sebaliknya, jika kurang dari angka ini, disebut tidak terjadi krisis.

Pendekatan non-parametrik Kaminsky, Lizondo, dan Reinhart mengidentifikasi beberapa variabel yang “memperingatkan”/memberi sinyal terjadinya krisis mendatang. Pendekatan ini dilakukan dengan memonitor perubahan beberapa variabel ekonomi yang perilakunya tidak normal selama periode pengamatan. Jika terjadi penyimpangan melebihi ambang batas (*threshold value*) tertentu, maka dikatakan bahwa variabel yang bersangkutan memberikan sinyal peringatan akan munculnya krisis mata uang.

Jika sebuah sinyal diikuti oleh sebuah krisis dalam 24 bulan ke depan, maka sinyal ini disebut sebagai sinyal yang baik. Sebaliknya, jika sebuah sinyal tidak diikuti oleh krisis disebut sebagai sinyal yang buruk atau *noise*. Masing-masing indikator dilihat kinerjanya berdasarkan berapa persen jumlah sinyal buruk yang dikeluarkan dari total sinyal buruk yang mungkin dikeluarkan dibagi dengan berapa persen jumlah total sinyal baik dikeluarkan dari total sinyal baik yang mungkin dikeluarkan. Jika sebuah indikator memiliki rasio mendekati 1 maka indikator ini dianggap tidak memiliki kemampuan dalam memprediksi krisis dan seyogyanya tidak dipilih menjadi *leading indicator*. Pengujian masing-masing indikator tersebut menggunakan matriks sebagai berikut:

Tabel 2.1. Sinyal dan Krisis

	Krisis (dalam 24 bulan)	Tidak Krisis (dalam 24 bulan)
Ada sinyal	A	B
Tidak ada sinyal	C	D

$A > 0$ dan $C = 0$, maka sinyal dikeluarkan dan betul-betul diikuti oleh krisis dalam 24 bulan mendatang. Sementara itu apabila $D > 0$ dan $B = 0$, maka ini berarti sinyal tidak dikeluarkan dan tidak diikuti oleh krisis dalam 24 bulan mendatang. Dua hal ini merupakan karakteristik indikator yang sempurna.

Threshold per indikator ditentukan dengan metode *grid search* per 1 percentile dari 5 hingga 35 persentil untuk lower indicator dan 65 hingga 95 persentil untuk upper indicator sedemikian rupa sehingga *noise-to-signal ratio* (NSR) minimal. NSR adalah rasio antara jumlah false signal terhadap jumlah good signal atau $\frac{B/(B+D)}{A/(A+C)}$, dimana numerator menunjukkan *type II error* dan denominator menunjukkan *type I error*. *Leading indicators* ini

selanjutnya digabungkan ke dalam satu indeks komposit yang dihitung sebagai jumlah tertimbang tiap indikator dimana bobot masing-masing indikator ditentukan oleh inverse dari *noise-to-signal* masing-masing.

Kaminsky, Lizondo dan Reinhart menggunakan sampel 25 negara mulai tahun 1970-1995. Mereka menguji antara lain variabel-variabel cadangan devisa, impor, ekspor, *terms of trade*, penyimpangan nilai tukar riil dari tren, perbedaan antara suku bunga tabungan luar negeri dan dalam negeri, *excess M1* riil, *M2 multiplier*, kredit domestik/GDP, suku bunga tabungan riil, suku bunga pinjaman/suku bunga tabungan nominal, stok tabungan bank komersial nominal, *M3/cadangan devisa bruto*, indeks produksi dan indeks harga saham.

Dalam studi ditemukan bahwa *real exchange rate* adalah indikator yang menghasilkan *good signal* terbanyak (25 persen); sebaliknya impor menghasilkan *good signal* terkecil (9 persen). Variabel *real exchange rate* hanya menghasilkan 5 persen *bad signal*, sedangkan variabel suku bunga pinjaman/suku bunga tabungan nominal menghasilkan 22 persen *bad signal* terbesar. Dalam studi mereka, ada 4 variabel yang dibuang karena mempunyai *noise to signal ratio* relatif besar, yaitu, suku bunga pinjaman/suku bunga tabungan nominal, tabungan, impor, dan perbedaan suku bunga riil luar negeri dan dalam negeri.

Indikator yang terbukti berguna dalam mengantisipasi krisis adalah *international reserve*, *real exchange rate*, *domestic credit*, *credit to public sector* dan *domestic inflation*. Indikator pendukung adalah *trade balance*, *export performance*, *money growth*, *real GDP growth* dan *fiscal deficit*.

2.3. Pendekatan Kaminsky dan Reinhart (1999)

Dalam tahun 1999, **Kaminsky and Reinhart** menemukan sebuah model krisis keuangan yang dapat mengakomodasi dua macam krisis sekaligus yang disebut sebagai krisis kembar yaitu krisis sektor perbankan dan krisis mata uang. Secara spesifik, studi ini menjelaskan perilaku indikator-indikator ekonomi makro untuk memprediksi terjadinya krisis kembar.

Di sektor finansial, krisis perbankan maupun krisis mata uang biasanya terkait dengan pertumbuhan kredit yang cepat dan juga jumlah uang beredar. Ketika terjadi krisis perbankan suku bunga riil dan *lending-deposit rate ratio* cenderung naik *unambiguously*, karena deregulasi keuangan biasanya diasosiasikan dengan suku bunga tinggi karena perilaku *risk taking*, turunnya kualitas utang, dan *credit crunch* merugikan bank-bank. Namun demikian

kedua variabel ini kurang jelas arahnya ketika dikaitkan dengan krisis neraca pembayaran. Tingginya tingkat suku bunga riil dapat merefleksikan *risk premium* yang lebih tinggi dan kekhawatiran akan adanya devaluasi dan tingkat suku bunga rendah menunjukkan adanya kebijakan uang longgar ketika terjadi krisis. Variabel-variabel yang menunjukkan jumlah uang beredar cenderung naik ketika terjadi krisis neraca pembayaran. Tabungan perbankan cenderung turun akibat *capital flight* dan *bank run* against bank-bank domestik sebelum terjadinya krisis perbankan maupun mata uang.

Sementara itu di sektor eksternal, kurs riil yang *overvalued* dan sektor eksternal yang lemah menjadi bagian dari krisis mata uang. Keadaan ini menambah kerentanan sektor perbankan karena hilangnya daya saing dan pasar luar negeri bisa menyebabkan resesi, kebangkrutan usaha nasional, dan penurunan kualitas utang (kredit macet). Dengan demikian turunnya ekspor, naiknya impor, memburuknya *terms of trade*, dan menurunnya real exchange rate menjadi pertanda atau sinyal adanya krisis. Mengenai impor, ada sedikit ambiguitas karena impor yang tinggi bisa menjadi pertanda perekonomian sedang baik, namun juga bisa menjadi pertanda *overvaluation*.

Di sektor riil, resesi dan meletusnya *asset price bubbles* biasanya mendahului krisis keuangan. Sedangkan di sektor fiskal, defisit anggaran biasanya membengkak seiring dengan *loose fiscal policy* yang dibiayai oleh *kredit* dari bank sentral.

Studi Kaminsky dan Reinhart menggunakan indeks turbulensi pasar valas (*index of currency market turbulence* disingkat ICMT) sebagai ukuran krisis. ICMT adalah istilah lain dari EMPI, yang terdiri dari 2 variabel: cadangan devisa dan nilai tukar. Krisis terjadi apabila nilai ICMT lebih besar daripada mean ditambah dengan 3 kali deviasi standar. Sebaliknya, jika kurang dari angka ini, disebut tidak terjadi krisis.

Dari penelitian ini ditemukan bahwa krisis perbankan dan krisis mata uang memiliki kaitan erat dengan liberalisasi keuangan, dan umumnya krisis perbankan terjadi sebelum krisis mata uang (*currency collapse*). Jika krisis mata uang dan krisis perbankan terjadi secara bersamaan maka dampaknya lebih berat dibandingkan jika terjadi krisis mata uang dan krisis perbankan terjadi secara terpisah. Studi ini juga menemukan bahwa fundamental ekonomi sering menjadi penyebab terjadinya krisis mata uang dan krisis perbankan.

BAB III

REVIEW BEBERAPA KRISIS EKONOMI DUNIA DAN INDONESIA

3.1. Pengalaman Krisis Ekonomi Dunia

3.1.1. *Great Depression* AS, 1930-an

a. Faktor Penyebab

Penyebab utama terjadinya *Great Depression* di AS adalah menurunnya pengeluaran (terkadang mengacu kepada *aggregate demand*), yang mana mendorong turunnya produksi manufaktur and barang. Faktor lain yang turut mendorong terjadinya krisis, antara lain :

- *Stock market crash*
- *Banking panics and monetary contraction*
- *The gold standard*
- *International lending and trade*

b. Dampak dan Proses

Secara umum dampak dari krisis tersebut antara lain turunnya output, meningkatnya angka pengangguran dan deflasi yang terjadi di beberapa negara di dunia. Selama masa krisis, AS mengalami penurunan real output dan penurunan harga yang diperlihatkan oleh turunnya produksi industri AS sebesar 47% dan turunnya PDB sebesar 30%. Selain itu, *wholesale price* indeks turun 33% (hal ini memperlihatkan terjadinya deflasi) dan tingkat pengangguran naik melebihi 20% (merupakan tingkat tertinggi).

c. Respon Kebijakan

Meskipun kontraksi kebijakan moneter dan adanya *gold standard* merupakan factor pendorong terjadinya *Great Depression*, akan tetapi devaluasi nilai tukar dan ekspansi kebijakan moneter merupakan sumber utama untuk proses pemulihan ekonomi di seluruh dunia. Sedangkan, kebijakan fiskal memegang peranan yang relatif kecil dalam proses pemulihan ekonomi AS. Akan tetapi, kebijakan fiskal memegang peranan yang cukup baik dalam proses pemulihan ekonomi Jerman dan Jepang. Defisit anggaran per PDB Jerman mengalami kenaikan selama masa pemulihan, secara substansial meningkat setelah tahun 1943 sebagai dampak dari peningkatan belanja publik dan *rearmament*. Di Jepang, pengeluaran pemerintah khususnya

pengeluaran militer naik dari 31% menjadi 38% per PDB antara tahun 1932 dan 1934. Fiskal stimulus yang digabungkan dengan ekspansi kebijakan moneter dan undervalued yen mengembalikan perekonomian Jepang menjadi *full employment* dengan waktu yang relatif cepat.

d. Hasil Kebijakan

Berbagai respon kebijakan selama periode *great depression* telah memberikan dampak terhadap beberapa sektor, antara lain:

- Dampak ekonomi yang paling jelas adalah terjadinya *human suffering* dan dalam waktu singkat output di seluruh dunia mengalami penurunan secara tajam dan penurunan standar kehidupan.
- Krisis dan respon kebijakan telah mengubah dunia yaitu berakhirnya the gold standard
- Serikat buruh dan negara kesejahteraan diperluas secara substansial selama periode 1930-an, Di AS, keanggotaan serikat naik lebih dari dua kali lipat antara tahun 1930 dan tahun 1940.
- Krisis ini juga memegang peranan penting dalam pengembangan ekonomi makro khususnya untuk meredam upturns dan downturns perekonomian.

3.1.2. Krisis Jerman, 1929 – 1939

a. Faktor Penyebab

Ada beberapa faktor utama yang menjadi penyebab terjadinya krisis Jerman 1929-1939, yaitu *hyperinflasi* tahun 1921-1924, *foreign debt* Jerman yang berdenominasi dollar, dan *collaps* nya pasar keuangan Amerika Serikat pada tahun 1929, serta Amerika menerapkan *Smooth-Hawley tariff* yang membendung impor pada tahun 1930. Keempat faktor ini tidak bisa dipisahkan satu sama lainnya atas terjadinya krisis Jerman 1929-1939.

Runtutan faktor ini pertama dimulai dengan terjadinya *hyperinflasi* pada tahun 1921-1924, yang merupakan dampak dari perang dunia I. Pemerintah Jerman mendanai semua kebutuhan perang tersebut dengan *foreign debt*. Selama perang berlangsung, mata uang Jerman (Marks) jatuh secara terus menerus hingga mencapai 8.91 Marks per dollar (sampai dengan akhir tahun 1919 menjadi 47 Marks per dollar).

Kedua, untuk mendanai perang, Jerman juga memiliki *foreign debt* berupa ganti rugi perang karena mengalami kekalahan pada perang dunia I. Kekalahan tersebut memaksa Jerman

untuk mengganti kerugian yang dialami lawannya di bawah Perjanjian Versailles (1919). Dalam perjanjian tersebut, Jerman hanya bisa membayar utangnya dengan emas atau mata uang asing. Perjanjian ini membuat persediaan emas Jerman habis sehingga pemerintah Jerman harus membeli mata uang asing tersebut dengan mata uang Jerman. Hal ini menyebabkan mata uang Jerman (Marks) mengalami penurunan nilai yang tajam. Harga-harga barang meningkat cepat dan defisit anggaran membesar. Inflasi ini mencapai 8000 Marks per dollar pada Desember 1922. Utang tersebut terutang kepada negara-negara Eropa Barat yang merupakan biaya untuk mengganti kerusakan dan pengobatan selama perang dunia I. Nilai dari ganti rugi tersebut sebesar \$500 juta per tahun. Utang ini terdiri dari Perancis (52 persen), Inggris (22 persen), Italia (10 persen), dan Belgia (8 persen). Hasil dari pembayaran utang ini akan di bayarkan kembali oleh negara Eropa Barat tersebut ke Amerika sebagai pembayaran utang perang.

Untuk mengatasi *Hyperinflasi* ini, Jerman berutang ke Amerika Serikat. Berdasarkan tulisan *Currency vs Banking the Financial Crisis of 1931* (Albert Ritschl) jumlah *commercial foreign debts* Jerman ke AS adalah sebesar 10 persen dari PDB AS.

Ketiga, jatuhnya *financial market* AS pada tahun 1929, yang menyebabkan investor dan bank AS mengurangi risiko mereka dengan menarik dananya keluar dari Jerman secara serentak dan menghentikan investasi mereka di Jerman. Yang memperparah keadaan Jerman adalah bahwa para investor dan bank AS hanya menginginkan uang mereka dikembalikan dalam mata uang dollar. Sehingga menyebabkan mata uang Jerman mengalami depresiasi.

Keempat, penerapan *Smooth-Hawley tariff* yang ditanda tangani oleh Presiden AS Herbert Hoover. Kebijakan ini dibuat bertujuan untuk mem-*protect* harga komoditas yang diproduksi di dalam negeri dengan cara meningkatkan pajak impor pada komoditas tertentu dari 26 persen menjadi 50 persen. Pajak impor yang sangat tinggi ini menyebabkan negara-negara lain kesulitan menjual komoditas mereka karena pajak yang sangat mahal.

b. Dampak dan Proses

Pada tahun 1930, dampak krisis dimulai dengan jatuhnya perdagangan luar negeri Jerman dengan tingkat produksi yang turun lebih dari 40 persen. Kemudian pada Tahun 1931, Bank Sentral Jerman kehilangan US\$2 miliar dalam bentuk emas dan penarikan mata uang asing. Pada akhirnya Jerman mengumumkan bahwa mereka sudah tidak mampu lagi membayar utang mereka. Tidak mampunya Jerman membayar utang ini menyebabkan masalah ekonomi di

negara-negara Eropa Barat dan AS karena mereka bergantung pada sebagian besar utang tersebut. Hal ini yang menyebabkan AS menerapkan *Smooth-Hawley tariff*. Dampak yang Terjadi ini semakin menyebar dengan menurunnya tingkat kepercayaan masyarakat, kredit macet, dan besarnya paket bantuan untuk menyelamatkan bank-bank yang besar. Hal ini menyebabkan harus ditutupnya bank-bank di Jerman dan *default* nya utang pemerintah. Tahun 1932, sepertiga angkatan kerja menganggur dan puncaknya tahun 1933 tingkat pengangguran Jerman meningkat hingga 26,3 persen.

c. Respon Kebijakan

Banyak kebijakan yang telah diambil oleh pemerintah Jerman untuk mengatasi hal ini. Dimulai dengan terpilihnya parlemen baru pada tahun 1930 yang beranggotakan 107 partai Nazi dan 77 dari partai komunis. Pada tahun 1931, AS merespon kesulitan Jerman dalam membayar utangnya dengan memberikan penundaan pembayaran ganti rugi perang dunia I selama satu tahun. Pada tahun 1933, 60 negara melakukan pertemuan *World Economic Conference* di London.

Di tahun 1934, Hitler terpilih menjadi Kanselir Jerman. Pemerintahan Hitler mempromosikan *grand* ekonomi dan skema sosial seperti ekspansi militer, industri yang dioperasikan oleh pemerintah, dan kontrol yang ketat pada penduduk Jerman. Sistem *Autobahn* Jerman juga mulai dijalankan pada tahun tersebut. *Autobahn* merupakan sistem jalan raya yang dibangun pemerintah Jerman yang terkoordinasi secara nasional.

d. Hasil Kebijakan

Penundaan pembayaran utang Jerman kepada AS tidak mengatasi masalah. Setelah berakhirnya masa penundaan, Jerman tetap tidak bisa melunasi utang mereka. Ketidakmampuan Jerman membayar utangnya ini menjadi masalah ekonomi bagi Amerika dan negara-negara Eropa karena mereka sangat bergantung dengan pembayaran utang tersebut. Karena kondisi ini, Amerika menerapkan *Smooth-Hawley tariff*. Namun kebijakan ini menyulitkan negara lainnya yang memiliki ekspor ke Amerika sehingga Jerman dan Negara-Negara Eropa Tengah membuat kebijakan untuk memisahkan ekonominya dari pasar global. Di dalam negeri, Jerman menerapkan kebijakan penghematan yang ketat, dengan memotong gaji pegawai publik dan menaikkan pajak secara drastis.

Pertemuan *World Economic Conference* tahun 1933 juga tidak menghasilkan solusi pemecahan krisis. Depresi tetap berlangsung sehingga negara-negara memilih untuk menyelesaikan masalah krisisnya sendiri-sendiri.

Pada tahun 1935-1939, program industri persenjataan militer Jerman mulai berjalan, dan pada tahun 1938, Tingkat pengangguran di Jerman menurun ke titik terendah yang pernah ada. Perekonomian Jerman pun kembali normal.

3.1.3. Gelembung Harga Aset Jepang, 1980-an

a. Faktor Penyebab

Faktor utama yang mengakibatkan terjadinya *bubble* perekonomian di Jepang yaitu kenaikan harga-harga aset dengan cepat, terjadinya *overheating* dalam perekonomian, dan terjadinya peningkatan *money supply* dan kredit yang cukup besar. Selain ketiga faktor tersebut terdapat faktor pendorong lainnya, antara lain :

- Perilaku bank yang agresif
- Pelonggaran kebijakan moneter yang berkepanjangan
- Aturan dan perpajakan yang bisa mendorong naiknya harga tanah
- Mekanisme yang lemah dalam penerapan peraturan
- Akibat dari kepercayaan diri yang tinggi terhadap kondisi perekonomian Jepang

b. Dampak dan Proses

Dampak dari *bubble* perekonomian Jepang adalah *capital lost* di pasar keuangan secara cepat. Secara kumulatif selama periode 1990-1996 dan puncaknya sejak 1989-1990 besarnya *capital lost* sebesar 967 triliun yen atau setara dengan PDB Jepang selama dua tahun. Dampak terhadap sektor perbankan yaitu kredit macet yang cukup besar. NPL (*Non Performing Loans*) diperkirakan mencapai 12,6 dari total kredit.

Sedangkan dampak yang dirasakan terhadap sektor riil yaitu berkurangnya tingkat kesejahteraan masyarakat yang secara langsung mengurangi konsumsi rumah tangga. Hal ini mendorong perbankan untuk menjadi lebih berhati-hati dalam menyalurkan kredit; tentunya mempengaruhi pembiayaan perusahaan. Perusahaan-perusahaan turut terkena dampak melalui kinerja neraca pembayaran, khususnya mempengaruhi *capital endowment*.

c. Respon Kebijakan

Kebijakan moneter memiliki pengaruh yang sangat kuat terhadap munculnya gelembung perekonomian. Dalam periode pertama yaitu pada saat Plaza Agreement yang dimulai September 1985 sampai dengan musim semi 1987, selama periode tersebut pemerintah mengambil langkah untuk melakukan pelonggaran kebijakan moneter yang bertujuan untuk mencegah terjadinya resesi akibat penguatan nilai tukar setelah adanya Plaza Agreement.

Dalam periode kedua yang dimulai pada musim panas 1987 sampai dengan musim semi 1989. BOJ mencari waktu yang tepat untuk melakukan pengetatan kebijakan moneter selama periode tersebut, sehingga mengakibatkan tingkat *discount rate* yang sangat rendah selama periode tersebut.

Sedangkan dalam periode yang ketiga yang dimulai dari musim semi 1989, BOJ akhirnya merubah arah kebijakan moneter dari pelonggaran kebijakan moneter menjadi pengetatan kebijakan moneter.

d. Lesson Learned

Beberapa hal yang dapat diambil dari gelembung perekonomian Jepang sebagai pelajaran, antara lain:

- Perlunya melakukan kebijakan moneter melalui *forward looking* yang memungkinkan melihat potensi risiko sedini mungkin.
- Perlunya mengenali risiko perekonomian secara keseluruhan, yang mana dapat mempengaruhi kestabilan harga dan kestabilan sistem keuangan baik dalam jangka menengah maupun dalam jangka panjang.
- Pentingnya memiliki agenda kebijakan yang akan diambil
- Perlunya merancang *institutional framework* yang sesuai

3.1.4. Krisis Nilai Tukar Peso Meksiko, 1990-an

a. Faktor Penyebab

Munculnya program *Pacto* (di akhir 1987) yang bertujuan untuk mengendalikan harga, nilai tukar dan peningkatan tingkat upah malah menjadi boomerang untuk Meksiko. Meskipun

dipuji karena dianggap sebagai *Miracle Mexico* karena mampu menjaga *fiscal balance* (hingga tahun 1992) serta diikuti dengan penjagaan tingkat inflasi yang selalu dibawah 1 digit, namun di sisi lain program tersebut tidak didukung dengan kebijakan makroekonomi yang konsisten (dikarenakan situasi politik yang selalu berubah) dan kebijakan nilai tukar yang masih menganut *Currency Peg to USD*.

b. Dampak dan Proses

Sistem nilai tukar tetap yang dianut oleh Meksiko tidak diiringi dengan cadangan devisa yang cukup untuk dapat mempertahankan nilai tukar tetap tersebut. Peso kemudian didevaluasi sehingga menimbulkan kekhawatiran di kalangan investor dan memicu *capital outflow* besar-besaran dalam waktu singkat. Situasi politik yang memburuk (ditandai peristiwa Chiapas dan terbunuhnya calon presiden), ditambah dengan kekhawatiran investor akan terjadinya *default* pemerintahan disebabkan jatuh tempo *Tesobonos* dan *Cetes* (utang pemerintah), mengakibatkan kondisi ekonomi semakin memburuk.

c. Respon Kebijakan

Memburuknya perekonomian Mexico menjadikan pemerintah mengambil kebijakan untuk;

- Mengganti rezim Currency Peg menjadi Free Floating (pada 23 Desember 1994).
- Meminta pinjaman pada World Bank, IMF, dan BIS sebesar USD 40 billion.
- Melakukan perbaikan makroekonomi terutama memulihkan kepercayaan pada perbankan.

d. Hasil Kebijakan

Setelah mengimplementasikan beberapa kebijakan ekonominya, maka didapatkan hasil perekonomian Meksiko mulai kembali pulih.

- Nilai tukar kembali stabil, dan cadangan devisa mulai pulih.
- Pada kurter ketiga tahun 1995, *Tesobonos* sudah bias dibayarkan secara penuh.
- Pada 1996 perekonomian kembali stabil, yang ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang telah mencapai 4,5%; tingkat pengangguran 4,1%; dan tingkat inflasi sebesar 28 % (dimana pada pertengahan tahun mencapai titik terendah sejak mulainya krisis).

3.1.5. Krisis Ekonomi Asia, 1997/1998

a. Faktor Penyebab

Krisis Asia disebabkan oleh deficit current account yang berkelanjutan. Pertumbuhan ekonomi yang pesat pada saat itu salah satunya didukung oleh kegiatan ekspor-impor Negara Asia tenggara. Faktor lain yang menyebabkan terjadinya krisis Asia adalah tingkat ketergantungan yang tinggi Negara-negara Asia tenggara terhadap dana Asing. Pada saat itu Negara Asia tenggara banyak melakukan pinjaman luar Negeri untuk membiayai pembangunan yang dimaksudkan bagi peningkatan pertumbuhan ekonominya. pada tahun-tahun sebelum terjadinya krisis Asia, Negara-negara Asia tenggara yaitu Indonesia, Thailand, Malaysia, Singapore, dan Philippines termasuk ke dalam *tigers of Asia*. Banyak bantuan luar negeri yang datang karena ketertarikan untuk berinvestasi di Negara-negara Asia tenggara tersebut.

Faktor berikutnya yang menyebabkan terjadinya krisis Asia 1997/1998 adalah regulasi ekonomi yang buruk. Pada saat itu investor asing yang berinvestasi di Negara-negara Asia tenggara tidak memperhitungkan kebijakan-kebijakan ekonomi yang dilaksanakan atau diambil oleh Negara-negara Asia tenggara. Ketidakstabilan politik juga belum terlalu diperhitungkan sebelum 1997. Hal ini tidak menguntungkan berbagai pihak. Salah satu kebijakan yang merugikan pada saat itu adalah fixed exchange rate yang rentan terhadap spekulasi.

b. Dampak dan Proses

Krisis Asia yang terjadi pada tahun 1997/1998 berasal dari krisis Asia Tenggara. Krisis Asia ini menyebabkan guncangan yang sangat hebat pada perekonomian Asia tenggara. yang kemudian merambat ke wilayah lain seperti Korea, Brazil, China dan juga Russia. Krisis juga menyebabkan melambatnya pertumbuhan ekonomi dunia.

Para investor pada akhirnya memutuskan untuk lebih awal menarik dananya untuk menghindari kerugian. Ketidakmampuan untuk membayar utang luar negeri inilah yang akhirnya menjadikan kondisi over-inflation yang membuat nilai tukar mata uang negara-negara Asia Tenggara semakin merosot tajam (devaluasi).

c. Respon Kebijakan

Bantuan IMF

Dalam upaya untuk menghindari semakin jatuhnya perekonomian di beberapa negara Asia termasuk akibat spekulasi nilai tukar terhadap utang luar negeri yang jatuh tempo di akhir 1997, pemerintah Thailand, Korea dan Indonesia meminta bantuan IMF dengan rincian pada Tabel 3.1.

Tabel 3.1. Bantuan IMF terhadap Beberapa Negara Asia (US\$ miliar)

Skema Bantuan					
	IMF	Multilateral (kerjasama dengan WB & ADB)	Bilateral (bantuan individual negara lain)	Total	Jumlah Penarikan
Indonesia	9,9	8,0	18,7	36,6	4,0
Korea	20,9	14,0	23,3	58,2	17,0
Thailand	3,9	2,7	10,5	17,1	2,8
Total	34,7	24,7	52,5	111,9	23,8

Sumber: "Asian Meltdown", The Banker, December 1997 p.43 dan IMF website dalam The Asian Economic Crisis, 1999

Kebijakan Fiskal

IMF meminta Thailand untuk menurunkan defisit anggarannya khususnya yang ditujukan untuk bantuan sosial agar dapat digunakan untuk restrukturisasi perbankan. Sementara untuk Indonesia, IMF meminta untuk memangkas defisit anggaran sebesar 1-2% PDB yakni dengan menunda proyek infrastruktur, menghapus subsidi, penyesuaian pembebasan PPN dan harga BBM serta TDL.

Kebijakan Moneter

Di negara-negara Asia, tekanan terhadap nilai tukar akhirnya memaksa peningkatan suku bunga. Namun hingga suku bunga mencapai puncaknya hanya pada tahap selanjutnya dari krisis, dan nilai tukar tidak menyentuh bawah sampai Januari 1998.

Satu pengecualian terjadi di Hong Kong yang menerapkan pola kebijakan suku bunga dengan peningkatan tajam dan berkelanjutan. Dalam tiga bulan suku mencapai 25%. Hal ini berfungsi untuk mempertahankan nilai tukar terhadap dollar AS, dalam menghadapi penurunan tajam pada harga aset.

d. Hasil Kebijakan

Beberapa negara Asia seperti Thailand dan Indonesia berhasil menekan defisit anggarannya hingga 1-3% PDB. Sementara dalam hal kebijakan moneter, Korea gagal menaikkan tingkat suku bunga secara signifikan selama krisis terjadi. Sementara negara lainnya hingga suku bunga meningkat sampai puncaknya, nilai tukar tidak juga menguat, kecuali di Hong Kong.

e. Lesson Learned

Pelajaran yang dapat diambil dari pengalaman krisis ini adalah perlu adanya penguatan arsitektur sistem moneter internasional (IMF) yang baik. Selanjutnya diperlukan peningkatan ketahanan ekonomi kawasan dan peningkatan peran ASEAN. Perlu adanya standar *global system financial* (G-10). Dan yang terakhir perlu adanya universal tax (James Tobin) atau adanya fee-based system (George Soros) dalam transaksi mata uang.

3.1.6. Krisis Keuangan Rusia dan Brazil, akhir 1990-an

a. Faktor Penyebab

Perekonomian Rusia mulai tidak stabil sejak tahun 1995 dikarenakan dianutnya *exchange rate band* (nilai tukar dalam selang tertentu), guncangan politik, *fiscal imbalance* (*fiscal deficit* mencapai 7-8,5% dari GDP pada 1996-1997), dan ditambah dengan situasi eksternal yang buruk (akibat harga komoditas utama Rusia yang anjlok dan krisis Asia yang mengakibatkan investor melarikan modalnya dari negara berkembang).

b. Dampak dan Proses

Akibat memburuknya BOP Rusia, maka nilai tukar terdepresiasi, untuk menjaga nilai tukar agar tetap berada dalam rentangnya menyebabkan cadangan devisa terkuras. Terjadinya

capital outflow yang besar-besaran terutama dari instrumen utang pemerintah menyebabkan sentimen akan *default*-nya pemerintah meningkat. Di samping itu akses perbankan yang terbatas menyebabkan banyak bank yang bangkrut (diakibatkan banyaknya perbankan yang berinvestasi dalam bentuk *treasury bills* dan memiliki program valuta asing yang ekstensif).

Sementara di Brazil, meningkatnya permintaan akan dolar AS menyebabkan cadangan devisa terkuras sehingga kepercayaan investor menurun drastis. Hal ini menjadi perdebatan, apakah kepercayaan investor turun akibat sentimen negatif dari krisis di Rusia atau karena kondisi fundamental ekonomi Brazil. Defisit transaksi berjalan, peningkatan belanja pemerintah, dan krisis keuangan Rusia turut memberikan andil pada semakin tingginya defisit neraca pembayaran.

c. Respon Kebijakan

Untuk mencegah kemungkinan memburuknya perekonomian, maka pemerintah Rusia melakukan beberapa langkah berikut;

- Menetapkan sistem nilai tukar menjadi *Free-Floating* pada awal September 1998.
- Melakukan restrukturisasi utang yang jatuh tempo pada 1999-2000.

Sementara Respon Kebijakan pemerintah Brazil adalah mendevaluasi mata uang Real sebesar 8 persen dan menarik pinjaman IMF sebesar US\$41,5 miliar pada tahun 1998.

d. Hasil Kebijakan

Pada awal diberlakukannya nilai tukar mengambang, inflasi Rusia meningkat hingga mencapai 84 persen, harga makanan naik hingga di atas 100 persen disertai dengan kenaikan harga barang-barang impor. Kondisi terpuruknya perekonomian Rusia terus berlangsung hingga menjelang 1999, dan mulai membaik ketika pemerintahan Rusia berganti sejak Vladimir Putin diangkat sebagai Wakil Pertama Perdana Menteri. Pada saat itu Vladimir Putin mulai mengambil tindakan awal yaitu menyelidiki beberapa kasus skandal keuangan di negara tersebut, hasilnya beberapa kasus berhasil dibongkar. Tindakan berikutnya yang lebih nyata diambil setelah dirinya diangkat sebagai Presiden Federasi Rusia pada tahun 2000.

Sementara di Brazil hingga tahun 1999 nilai PDB riil relatif tidak berubah, namun pada tahun 2000 terjadi lonjakan produktivitas dan turunnya tingkat pengangguran.

Tabel 3.2. Dampak Devaluasi Brazil (1996-2002)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PDB Riil							
- \$R miliar	664	686	687	692	722	731	745
- % YoY	2,7	3,3	0,1	0,8	4,3	1,3	1,9
Pengangguran (%)	10,6	14,2	14,1	13,3	11,3	11,7	12,3

Sumber: *Economist Intelligence Unit dalam Brazil's 1998-1999 Currency Crisis, 2006*

Di samping itu, ekspor juga terus meningkat, pada tahun 1999 ekspor meningkat hingga \$R5,3 miliar, namun transaksi berjalan baru mencapai surplus di tahun 2003.

3.1.7. Krisis *Subprime Mortgage*, AS, 2007-2008

a. Faktor Penyebab

Subprime Mortgage adalah jenis kredit perumahan yang ditawarkan kepada para individu yang memiliki risiko paling tinggi yang tidak dapat memenuhi syarat penerimaan kredit *prime mortgage* maupun *Alt-A mortgage* akibat terlalu tingginya rasio utang terhadap penghasilan, sejarah kredit atau sejarah pembayaran sewa properti yang kurang baik, dan ketidakmampuan individu untuk menyerahkan dokumen yang dibutuhkan. Dengan konsekuensi biaya administrasi dan bunga yang lebih tinggi, bunga bahkan lebih tinggi 200-300 basis poin dibandingkan dengan bunga yang dibebankan kepada peminjam *Prime Mortgage*. Produk *Subprime Mortgage* relatif jauh lebih mudah didapatkan dibandingkan dengan produk kredit perumahan lainnya, karena menarik bagi para penyalur kredit untuk memperoleh *return* tinggi.

Faktor penyebab terjadinya Krisis *Subprime Mortgage*:

✓ Sisi Karakteristik *Subprime Mortgage*

- Produk-produk yang ditawarkan dalam *Subprime Mortgage* terlalu kompleks yang dapat menyebabkan kesalahpahaman dan interpretasi.
- Risiko yang sangat tinggi bagi debitor karena sejarah kredit peminjam yang buruk, dan kemampuan keuangan peminjam yang rendah.

- Risiko yang sangat tinggi bagi kreditor karena tingkat bunga yang sangat tinggi.
 - Suku bunga yang diterapkan adalah suku bunga mengambang (*Adjustable rate Mortgage*). Suku bunga ini mempengaruhi jumlah nominal cicilan yang harus dibayarkan oleh peminjam.
 - Skema *Subprime Mortgage* memperbolehkan pengambilan properti dari peminjam apabila tidak mampu membayar.
 - Nilai klaim dari kumpulan kredit properti ini kemudian disekuritasi untuk kemudian dipersentasikan sebagai surat hutang atau obligasi yang disebut *Mortgage-backed security* (MBS) yang terdiri atas cicilan pokok dan suku bunga yang dikenakan terhadap peminjam, yang kemudian diperdagangkan secara bebas di pasar obligasi.
- ✓ Sisi Eksternal
- Kenaikan suku bunga The Fed dari 1-2% menjadi 5% di tahun 2007, sehingga berdampak pada naiknya nominal cicilan yang harus dibayar oleh peminjam.
 - Spekulasi pelaku pasar akibat maraknya bisnis properti di Amerika tahun 2001-2005, yang menyebabkan kenaikan harga-harga properti.
 - Meningkatnya angka pengangguran di Amerika Serikat yang berdampak pada kemampuan mencicil para peminjam.

b. Dampak dan Proses

Krisis *Subprime Mortgage* begitu cepat menyebar ke lintas sektor akibat dari karakteristiknya dan faktor eksternal. Terlebih dengan ketidakmampuan kreditor *Subprime Mortgage* secara masal untuk membayar cicilan hutang; surutnya likuiditas institusi finansial dan perbankan akibat kombinasi antara tingginya tingkat gagal bayar kreditor, penurunan nilai agunan yang disita, kewajiban bank/institusi penyedia kredit untuk menepati kewajiban membayar hasil investasi; kesulitan finansial para investor yang memegang surat hutang obligasi MBS, baik individu maupun korporasi, yang diakibatkan penurunan nilai investasi mereka, sehingga mengurangi tingkat konsumsi bagi para investor individu dan tingkat ekspansi bagi para investor korporasi; kebijakan pemerintah Amerika Serikat dalam memainkan instrumen suku bunga; dan kondisi perekonomian Amerika Serikat yang terbuka.

Dampak yang Terjadi *Subprime Mortgage* terus bergulir menyebar ke berbagai sektor perekonomian Amerika Serikat dan menyebabkan kontraksi pertumbuhan ekonomi. Sentimen

negatif publik terus berlanjut mengiringi pengumuman posisi neraca para perusahaan tersebut, termasuk institusi finansial, yang tidak positif sehingga tingkat kepercayaan terhadap vitalitas perbankan dan institusi finansial lainnya semakin menurun.

Kepemilikan surat utang *Subprime Mortgage* yang bukan hanya perbankan di Amerika Serikat, namun juga perbankan di Australia, Cina, India, Taiwan, dan negara-negara lainnya berdampak pada turunnya harga saham perbankan di seluruh dunia. Hal ini kemudian menyulut kekhawatiran para pelaku pasar, karena bermasalahnya bank akan berdampak pada melemahnya kegiatan perekonomian.

c. Respon Kebijakan

Untuk mengatasi kekurangan likuiditas di pasar modal, bank sentral negara-negara maju yang bursanya terkait dengan industri *Subprime Mortgage* menggelontorkan dana ke pasar uang (*open market operations*) dengan memasuki transaksi Repo (*Repurchase Agreement*). Ini untuk menjaga stabilitas nilai tukar mereka dan menumbuhkan sentimen positif akan bursanya. Diawali pada 9 Agustus 2007, The Fed mengeluarkan USD 30 miliar untuk menjaga likuiditas investor *Subprime Mortgage* yang merugi. Pada 10 Agustus 2007, The Fed menambahnya USD 36 miliar. Penambahan ini terus berlangsung hingga 16 Agustus 2007, dan mencapai jumlah USD 29 miliar.

Untuk memulihkan stabilitas, The Fed juga menyuntikkan dana ke sistem perbankan dan keuangannya. Pada 9-10 Agustus 2007, The Fed menyuntikkan USD 24 dan 68 miliar. Di Eropa, pada 10 Agustus 2007 The European Central Bank (ECB) menyuntikkan dana USD 61 miliar. Pada 13 Agustus, ECB menambah lagi USD 47,67 miliar, dan di Jepang, The Bank of Japan (BoJ) menyuntikkan dana 600 miliar Yen.

Selain itu, mengingat pemicu utama kredit macet *Subprime Mortgage* adalah bunga yang tinggi, maka pada 17 Agustus 2007 The Fed menurunkan suku bunga diskonto hingga 50 basis poin menjadi 5,75 persen. Langkah ini lalu diikuti penyesuaian praktek *discount window* biasa untuk memfasilitasi persyaratan terkait periode pemberian pinjaman selama 30 hari yang dapat diperbarui oleh nasabah peminjam. Dengan diturunkannya suku bunga, maka akan ada kelonggaran bagi peminjam *Subprime Mortgage* untuk melunasi utangnya kepada pemberi pinjaman. Itu juga berarti, surat utang berbasis *Subprime Mortgage* yang kini banyak dipegang investor seluruh dunia kembali memperoleh jaminannya dan kembali bernilai.

d. Hasil Kebijakan

Langkah yang diambil oleh Bank Sentral-bank Sentral tersebut mampu menahan kejatuhan banyak bursa saham Dunia. Dengan turunnya suku bunga The Fed, maka Indeks Dow Jones kembali stabil dan pasar mulai tenang. Selain itu, langkah ini pun diikuti intervensi dari pemerintah-pemerintah negara seluruh dunia.

3.1.8. Krisis Eropa, 2009-2012

a. Faktor Penyebab

Krisis anggaran yang terjadi di wilayah Eropa dimulai pada tahun 2009, ketika pemerintahan Yunani yang baru menemukan bahwa pemerintahan sebelumnya tidak melaporkan besaran defisit anggaran yang sebenarnya. Krisis tersebut ternyata juga meluas ke Irlandia, Portugal, Italia, Spanyol yang juga memiliki permasalahan dengan defisit anggaran dan beban utangnya.

b. Dampak dan Proses

Krisis utang yang menjalar di beberapa negara Eropa kemudian berdampak juga pada sistem perbankan Eropa dan fundamental makroekonomi Eropa. Krisis yang terjadi telah menyebabkan keluarnya arus modal dari beberapa bank besar di Eropa, di lain pihak perbankan Eropa juga kesulitan memperoleh pinjaman modal dari sektor swasta.

Lemahnya pertumbuhan ekonomi dan tingginya tingkat pengangguran juga menjadi masalah utama di beberapa negara Eropa. Biaya produksi di beberapa negara Eropa yang terkena krisis menjadi sangat tinggi disertai dengan permasalahan struktural pada pasar tenaga kerja. Hal ini berdampak negatif pada produksi industri beberapa negara tersebut serta defisit perdagangan yang semakin tinggi.

c. Respon Kebijakan

Beberapa Respon Kebijakan untuk mengatasi krisis di wilayah Eropa antara lain:

- Bantuan finansial dari Eropa dan IMF

Detail dari bailout ini terus mengalami perkembangan sesuai dengan kondisi Negara-negara yang terkena krisis. Namun skema bailout yang utama adalah operasi *European Financial Stability Facility* (EFSF). Melalui skema ini Eropa telah mengeluarkan dana sebesar €440 miliar atau US\$553 miliar untuk membantu anggaran pemerintah, rekapitalisasi perbankan, dan pembelian kembali obligasi pemerintah. EFSF ini merupakan skema yang temporer yang berlaku selama tiga tahun dan di akhir 2012 diganti menjadi skema yang permanen yakni *European Stabilization Mechanism* (ESM) yang memiliki kapasitas bantuan dana hingga mencapai €500 miliar atau US\$ 628 miliar.

Tabel 3.3. Bantuan Eropa dan IMF

Negara tujuan	Tanggal disetujui	Bantuan Eropa	Bantuan IMF	Total
Yunani	Mei 2010	€80 miliar (US\$100 miliar)	€30 (US\$38 miliar)	€110 miliar (US\$138 miliar)
	Februari/Maret 2012	€120 miliar (US\$151 miliar)	€18 miliar (US\$23 miliar)	€138 miliar (US\$173 miliar)
Irlandia	Desember 2010	€45 miliar (US\$57 miliar)	€22,5 miliar (US\$28 miliar)	€67,5 miliar (US\$85 miliar)
Portugal	Mei 2011	€52 miliar (US\$65 miliar)	€26 miliar (US\$33 miliar)	€78 miliar (US\$98 miliar)
Total		€297 miliar (US\$373 miliar)	€97 miliar (US\$121 miliar)	€394 miliar (US\$494 miliar)

Sumber: *The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress, 2012.*

- Rencana penghematan dan reformasi struktural

Bantuan yang diberikan oleh Eropa dan IMF diikuti oleh keharusan memenuhi berbagai syarat, yakni pemotongan belanja pemerintah, kenaikan pajak, dan reformasi struktural.

- Restrukturisasi utang

Pada Maret 2012, Yunani melakukan restrukturisasi utang terbesar di negara itu. Sekitar 97 persen obligasi swasta Yunani mengalami pemotongan nilai pokok sebesar 53,5 persen. Dengan restrukturisasi utang tersebut utang Yunani diperkirakan turun menjadi 116,5 persen pada tahun 2020.

- Dukungan ECB

- ✓ Skema *long-term refinancing operations* (LTRO) yang bertujuan untuk mengatasi krisis likuiditas pada sistem perbankan Eropa dan mendorong bank-bank untuk terus membeli obligasi Italia dan Spanyol. Melalui skema LTRO ini ECB memberikan pinjaman pada 800 bank di wilayah Eropa dengan total sebesar €1 triliun atau US\$1,3 triliun.
- ✓ *Outright Monetary Transaction* yang dijalankan dengan membeli obligasi pemerintah negara-negara Eropa yang bermasalah, dengan jumlah yang tak terbatas. Namun bantuan tersebut dapat dikeluarkan dengan persyaratan tertentu, termasuk pemangkasan anggaran belanja.

d. Hasil Kebijakan

Meskipun sempat terbentuk sentimen positif di pasar pada kuartal I 2012, namun para ekonom memperkirakan fundamental perekonomian Eropa belum cukup kuat. Kekhawatiran tersebut antara lain pada rencana penghematan anggaran Yunani yang akan berdampak pada kontraksi ekonomi yang semakin dalam dan konflik sosial, kondisi perbankan yang masih kekurangan modal, dan ketidakseimbangan perdagangan Eropa yang belum dapat teratasi.

Italia dan Spanyol mengindikasikan keduanya kemungkinan tidak dapat memenuhi target defisit karena masih adanya masalah pada sistem perbankan yang memerlukan dukungan pemerintah serta tingkat pengangguran yang tinggi. Meskipun demikian, saat ini Spanyol sudah mulai bersiap untuk menekan defisit anggaran melalui pemangkasan anggaran sebesar €18 miliar atau sekitar US\$23,2 miliar dan kenaikan pajak pada 2013.

Investor yang mendepositokan uangnya pada bank-bank di Yunani juga diperkirakan telah menarik dananya sehingga potensi terjadinya *bank run* cukup besar, isu keluarnya Yunani dari zona Eropa menjadi semakin kuat.

Bertolak belakang dari kondisi krisis yang masih terjadi hingga saat ini, *European Central Bank* (ECB) memperkirakan di tahun 2012 masih akan terjadi kontraksi perekonomian

di wilayah Eropa. ECB menurunkan perkiraan pertumbuhan Eropa pada 2012 berkisar antara -0,6 sampai dengan -0,2 persen, sementara itu pada tahun 2013 perkiraan pertumbuhan Eropa berkisar antara -0,4 sampai dengan 1,4 persen.

3.2. Pengalaman Krisis Indonesia

3.2.1. Krisis Ekonomi 1965-1967

a. Faktor Penyebab

Paska kemerdekaan pembangunan ekonomi Indonesia mengarah pada perubahan struktur dari ekonomi kolonial menjadi ekonomi nasional. Perusahaan asing dinasionalisasi dan pembangunan industri kecil digalakan. Namun kebijakan ini belum berhasil meningkatkan tingkat produksi sebagai akibat terbatasnya kapasitas produksi dan infrastruktur pendukung. Kondisi ini diperparah dengan konflik politik yang berkepanjangan serta masih terjadinya pemberontakan di berbagai daerah yang menyebabkan ketidakstabilan dalam keamanan dan perekonomian

b. Dampak dan Proses

Sejalan dengan meningkatnya kegiatan ekonomi, permintaan akan barang dan jasa meningkat, namun tidak dibarengi dengan peningkatan produksi, sehingga menyebabkan harga-harga barang meningkat. Untuk mengendalikan laju inflasi Pemerintah telah melakukan beberapa kali devaluasi yaitu pada tahun 1959 dan 1965, namun belum mampu menurunkan laju inflasi. Hal ini diperparah dengan ekspansi fiskal yang berlebihan guna membiayai proyek-proyek mercusuar dan membiayai politik konfrontasi dengan Malaysia. Inflasi pada tahun 1966 melonjak hingga mencapai sekitar 650% (*hyper inflation*).

c. Respon Kebijakan

Dalam rangka mengendalikan inflasi dan penyelamatan keuangan negara, pemerintah menjalankan system ekonomi campuran dalam kerangka system ekonomi pancasila. Ini merupakan salah satu theory Keynes tentang campur tangan pemerintah dalam perekonomian secara terbatas. Kebijakan-kebijakan ekonomi antara lain diarahkan pada pemenuhan kebutuhan pokok, pendidikan dan kesehatan, pembagian pendapatan, kesempatan kerja, kesempatan

berusaha, dan penyebaran pembangunan. Melalui berbagai kebijakan ini laju inflasi dapat ditekan pada level yang rendah.

3.2.2. Krisis 1997 -1998

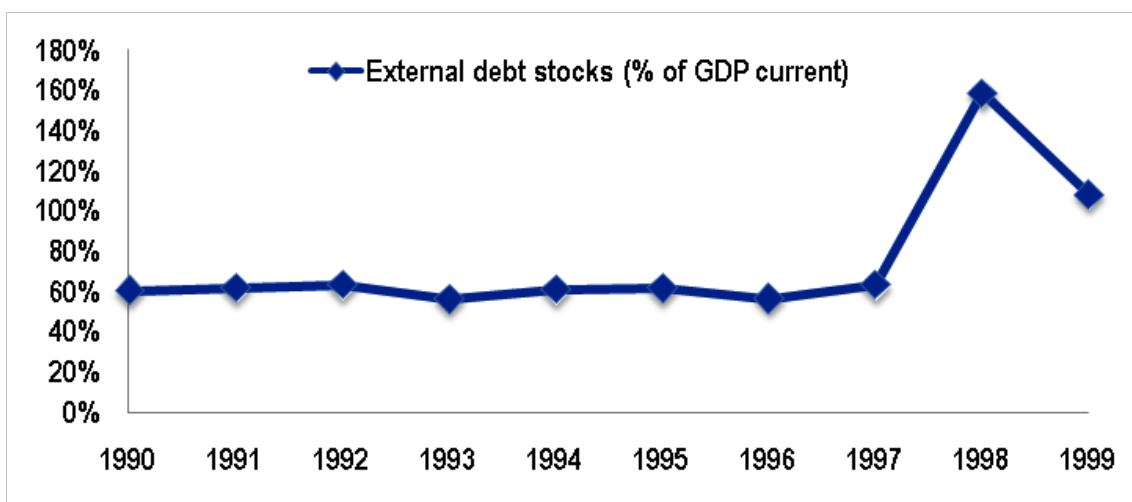
a. Faktor Penyebab

Fluktuasi harga minyak bumi yang sulit diprediksi dan kecenderungan menurunnya harga minyak bumi di pasar dunia pada awal 1980, telah mendorong pemerintah untuk mengalihkan ketergantungan perekonomian dari sektor migas ke sektor non migas. Terkait dengan hal tersebut pemerintah melakukan deregulasi di bidang industrialisasi, antara lain memberi kelonggaran bagi investor asing di bidang ekspor-impor, menurunkan tariff bea masuk impor bahan baku dan barang modal, menyederhanakan prosedur ekspor impor, dan memberikan fasilitas *drawback system* pada impor bahan baku dan barang modal yang digunakan untuk ekspor. Selain itu dalam rangka mendorong kegiatan ekonomi yang semakin meningkat, pemerintah telah mengeluarkan paket kebijakan di sektor perbankan dan pasar modal. Kebijakan-kebijakan tersebut antara lain kemudahan membuka bank baru, pemberian ijin kepada bank asing beroperasi di Jakarta, penghapusan batas kredit, dan mengizinkan investor asing memiliki saham domestik. Paket kebijakan itu diantaranya adalah Paket 27 Oktober 1988 .Paket itu adalah aturan paling liberal sepanjang sejarah perbankan Indonesia. Hanya dengan modal Rp 10 milyar, siapa saja bisa mendirikan bank baru. Paket Oktober 1988 (Pakto 88) dianggap telah banyak mengubah kehidupan perbankan nasional. Keberhasilan itu dinyatakan dalam angka-angka absolut seperti pada jumlah bank, kantor cabang, jumlah dana yang dihimpun, jumlah kredit yang disalurkan, tenaga kerja yang mampu dipekerjakan, serta volume usaha dalam bentuk aset dan hasil-hasilnya.

b. Dampak dan Proses

Meningkatnya ekspor dan investasi telah mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia meningkat pesat hingga mencapai rata-rata diatas 7% sejak tahun 1989-1996. Kuatnya fundamental ekonomi menjadi daya tarik bagi investor asing untuk menanamkan modal di Indonesia. Hal tersebut telah mendorong peningkatan utang swasta berjangka pendek maupun jangka panjang hingga mencapai sekitar 157% terhadap PDB pada tahun 1998. Sayangnya utang-utang tersebut tidak dimanfaatkan pada sektor yang produktif seperti industry komoditas ekspor, tetapi justru ditanamkan pada sektor-sektor kurang produktif seperti konsumsi, real

estate, dan lainnya. Sedangkan kinerja ekspor justru mengalami perlambatan sebagai dampak dari menguatnya nilai tukar rupiah.



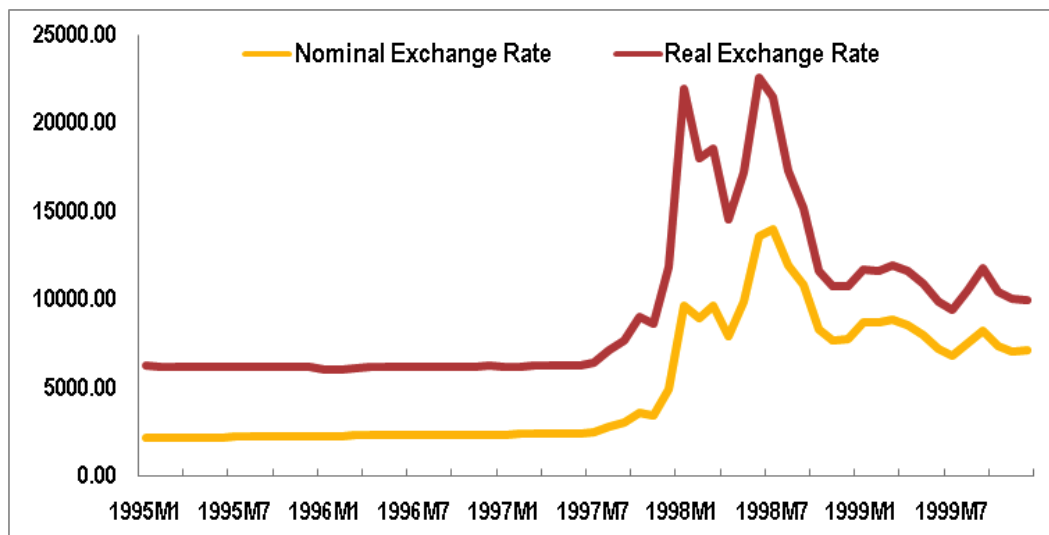
Gambar 3.1. Pergerakan Rasio Utang Luar Negeri 1990-1999

Di sektor perbankan, mekanisme pengawasan tidak efektif dan tidak mampu mengikuti pesatnya pertumbuhan sektor perbankan. sehingga banyak industry bank yang tidak sehat. Dengan longgarnya peraturan perbankan, pertumbuhan bank baru masih berlanjut hingga tahun 1994. Dan itulah yang membuat ekspansi kredit makin gencar. Pada tahun 1995, misalnya, di sektor properti saja sudah dikucurkan kredit sekitar Rp 41 triliun. Sementara itu, bank asing juga diizinkan membuka cabang di enam kota besar. Bahkan bentuk patungan bank asing dan swasta nasional juga diizinkan. Dengan demikian, monopoli dana BUMN oleh bank-bank milik negara terhapuskan. Beberapa bank berubah menjadi bank devisa karena syaratnya kelewat lunak. Meledaknya jumlah bank itu diikuti dengan kompetisi sengit dalam perekrutan tenaga kerja. Juga dalam hal mobilisasi dana deposito dan tabungan. Di sisi lain, ada perlombaan sengit untuk mengucurkan kredit dan pinjaman. Yang terjadi adalah kehati-hatian dan keamanan dalam menyalurkan kredit menjadi terabaikan. Akibatnya pasti, kredit macet menggunung.

Beberapa dampak Pakto 88 pada sektor perbankan adalah pertama bank-bank banyak dikuasai para konglomerat sehingga subur lah praktek insider lending alias pemberian kredit untuk kelompok usaha mereka sendiri. Dampak lainnya adalah tingginya suku bunga. Bahkan ada bank swasta yang berani memasang tarif 30 persen setahun. Suku bunga tidak lagi ditentukan kekuatan pasar, akibat mekanisme kredit makin tidak sempurna dengan adanya alokasi kredit

untuk kalangan sendiri. Kredit macet makin tak terkendali. Selain itu pemilik bank memperkuat status-quo kesenjangan penguasaan sumber ekonomi dalam masyarakat serta investasi banyak dikucurkan ke sektor mewah, misalnya apartemen, perkantoran mewah, dan lapangan golf.

Ketika rupiah terdepresiasi cukup tajam sebagai dampak dari krisis finansial di Thailand, sektor perbankan tidak mampu menjadi menahan krisis, justru menjadi korban karena neracanya tidak sehat. Hal tersebut ditambah dengan perubahan politik yang tidak jelas arahnya, akhirnya berkembang menjadi krisis kepercayaan. Hal ini telah mendorong terjadinya capital outflow, sehingga rupiah semakin terpuruk bahkan pernah menyentuh level Rp 16000/US\$ pada awal tahun 1998.



Gambar 3.2. Pergerakan Nilai Tukar Rupiah 1995-1999

c. Respon Kebijakan

Kebijakan yang dilakukan antara lain:

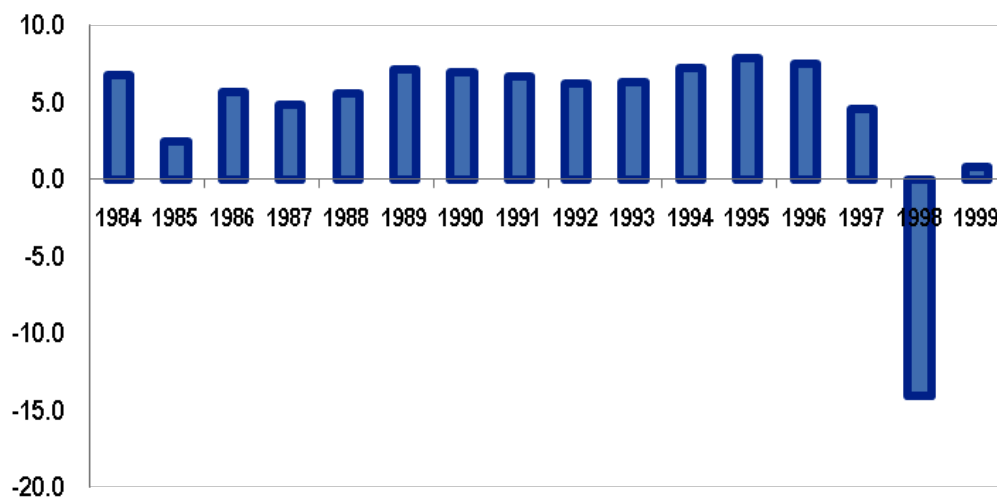
- ✓ Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI)
- ✓ BLBI sebesar Rp 147,7 triliun yang diberikan kepada 48 bank, pada Desember 1988.
- ✓ Bantuan IMF.
- ✓ Dalam rangka stabilitas nilai tukar rupiah, restrukturisasi sektor keuangan, dan meningkatkan efisiensi dan transparansi ekonomi, IMF menyetujui bantuan finansial untuk Indonesia sebesar SDR 7.3 miliar, pada tahun 1988.

- ✓ Program Pemulihan Permodalan Bank meliputi;
 - Penanganan bad assets, dimana BPPN mengambil alih manajemen bank dengan CAR di bawah – 25%.
 - Melakukan merger dan pengambil alihan bank
 - Melakukan rekapitulasi bank. adapun dana yang disiapkan sebesar Rp 300 triliun untuk membayar nasabah bank yang ditutup.

✓ Blanket Guarantee.

Pemerintah mengeluarkan blanket guarantee yang mencakup seluruh kewajiban bank, baik terhadap kreditor maupun debitor. Dalam hal ini yang bertanggungjawab atas kebijakan blanket guarantee ini adalah BPPN.

Melalui berbagai kebijakan ini sektor keuangan dan perbankan mulai membaik, indikator makro seperti nilai tukar rupiah relative stabil, dan kegiatan ekonomi mulai pulih, yang ditunjukkan oleh meningkatnya pertumbuhan ekonomi dari minus 13,1% pada tahun 1998 menjadi tumbuh 0.8% pada tahun 1999 sebagaimana dapat dilihat pada grafik dibawah ini.



Gambar 3.3. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia 1984-1999

3.2.3. Subprime Crisis (2007-2009)

a. Faktor Penyebab

Krisis Subprime Mortgage telah menyebabkan pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat mengalami kontraksi sebesar 0.34% pada tahun 2008. Penurunan pertumbuhan ekonomi tersebut terus berlanjut ke tahun 2009, yaitu sebesar minus 3.07%.

Level utang beberapa Negara Eropa yang tinggi dan pertumbuhan ekonominya melambat menyebabkan para investor khawatir akan kemampuan negara-negara tersebut melunasi utangnya. Hal tersebut pada gilirannya menyebabkan sektor perbankan sulit mendapat pembiayaan dari pasar. Berbagai upaya telah dilakukan namun hasilnya belum seperti yang diharapkan.

Krisis keuangan di Amerika Serikat dan beberapa Negara Eropa telah menyebabkan pertumbuhan ekonomi dunia mengalami perlambatan yaitu dari 5.42% pada tahun 2007 menjadi 2.8% pada tahun 2008, bahkan pada tahun 2009 mengalami kontraksi sebesar 0.57%. Krisis keuangan ini berimbas pada beberapa Negara Emerging Market diantaranya Indonesia

b. Dampak dan Proses

Menurunnya pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat dan beberapa Negara di Eropa yang merupakan mitra dagang, telah mengakibatkan pertumbuhan ekspor Indonesia mengalami kontraksi, sehingga pertumbuhan ekonomi pada tahun 2009 mengalami perlambatan menjadi 4,6% pada tahun 2009. Dibandingkan Negara-negara lain, pertumbuhan ekonomi Indonesia merupakan yang tertinggi. Hal ini dikarenakan pertumbuhan ekonomi Indonesia didukung oleh konsumsi yang porsinya mencapai sekitar 57%, konsumsi pemerintah sekitar 8%, investasi sekitar 24%, dan net ekspor sekitar 10%. Dengan demikian, krisis keuangan 2007-2009 ini dampaknya terhadap perekonomian Indonesia relative kecil .

Disisi lain, krisis keuangan ini menyebabkan capital infow khususnya portfolio investment meningkat pesat sehingga cadangan devisa meningkat pesat. Meski demikian pemerintah perlu hati-hati akan terjadinya *capital reversal*.

c. Respon Kebijakan.

Untuk mendorong kegiatan ekonomi, pemerintah telah memberikan:

- ✓ Stimulus fiskal
 - Penurunan tariff pajak pendapatan (income tax badan), kenaikan batas pendapatan tidak kena pajak, subsidi pajak (pajak ditanggung pemerintah),

- Pemberian subsidi pangan dan non pangan,
 - Perluasan bantuan modal untuk UKM,
 - Penambahan belanja infrastruktur.
- ✓ Kebijakan perbankan
- Pengambilalihan dan *bailing out distress bank*
 - Pengambilalihan Bank Century
 - LPS menempatkan sejumlah dana untuk mengamankan sektor keuangan dan mitigasi Dampak yang Terjadi keuangan global.
 - Menghentikan lelang SBI 3 bulan pada tahun 2010 dan sebagai gantinya lelang SBI dilakukan 6 bulan, 9 bulan, dan 12 bulan sekali. Kebijakan ini bertujuan agar dana yang bersumber dari luar negeri, diinvestasikan pada produk-produk yang berjangka waktu lebih panjang. Dengan demikian apabila terjadi capital reversal dampaknya dapat diminimalkan.
- ✓ Bantuan sosial
- Program Raskin.
 - Pemberdayaan masyarakat melalui program PNPM
 - Bantuan Langsung Tunai (BLT)

Menurunnya pertumbuhan ekonomi Negara-negara mitra dagang menyebabkan ekspor menurun tajam . Hal ini mengakibatkan pertumbuhan ekonomi mengalami perlambatan. Dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lainnya yang pada umumnya mengalami kontraksi pada tahun 2009., pertumbuhan ekonomi Indonesia masih tumbuh positif (4,6%). Hal ini dikarenakan kontribusi perekonomian Indonesia masih didominasi oleh konsumsi yang menyumbang lebih dari 50% PDB. Meskipun demikian lambatnya pemulihan ekonomi global dikhawatirkan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Tabel 4.1. (1) Pemetaan pola krisis internasional berdasarkan teori yang dikembangkan oleh Minsky (1991-1992)

No	Krisis	Initial Shock	Positive Feedback Mechanism	Funding Source	Negative Shock
1	<i>Great Depression</i> , AS, 1930-an	Inovasi teknologi (elektronik, <i>mass production</i> , otomotif)	Meningkatnya permintaan saham oleh perusahaan pengelola aset dan rumah tangga serta meningkatnya laba perusahaan dan harga saham meningkatkan ekspektasi booming di pasar saham. Hal ini kembali mendorong harga saham untuk naik lebih tinggi lagi	Ekspansi kebijakan moneter yang mendorong bank untuk menyalurkan kredit murah	Perlambatan ekonomi AS dan kebijakan kontraktif yang ditempuh oleh bank sentral AS pada tahun 1927-1929
2	Krisis Jerman, 1929-1939	Perang Dunia I menyebabkan tingginya biaya untuk memenuhi kebutuhan perang	Kemajuan industri Jerman yang pesat membuat Jerman yakin menghadapi Perang Dunia I dengan teknologi senjatanya yang cukup maju	Kebutuhan perang Jerman didanai oleh utang luar negeri, utang tersebut semakin membesar dengan kekalahan Jerman yang menyebabkan Jerman harus membayar ganti rugi kepada negara-negara Eropa Barat	Mata uang Jerman merosot tajam, terjadi <i>hyperinflasi</i> , pasar keuangan AS jatuh yang menyebabkan investor AS juga menarik dananya keluar dari Jerman
3	Gelembung Harga Aset Jepang, 1980-an	Perilaku bank yang agresif dalam menawarkan kredit karena perekonomian yang sedang tumbuh signifikan serta mulai meningkatnya harga aset	Terjadinya permintaan kredit yang tinggi, dan besarnya <i>capital inflow</i>	Pelonggaran kebijakan moneter dilakukan secara berkepanjangan dan aturan perpajakan yang longgar mendorong naiknya harga tanah	<i>Capital lost</i> di pasar keuangan secara cepat. Dampak terhadap sektor perbankan yaitu kredit macet yang cukup besar. NPL (Non Performing Loans) diperkirakan mencapai 12,6 dari total kredit. Sedangkan dampak yang dirasakan terhadap sektor riil yaitu berkurangnya tingkat kesejahteraan masyarakat yang secara langsung mengurangi konsumsi rumah tangga.
4	Krisis Nilai Tukar Peso Meksiko (1990-an)	Munculnya program Pacto (di akhir 1987) yang bertujuan untuk mengendalikan harga, nilai tukar dan peningkatan upah	Program Pacto dianggap sebagai Miracle Mexico karena mampu menjada fiscal balance (sampai dengan tahun 1992) serta diikuti dengan penjagaan tingkat inflasi yang selalu dibawah 1 digit	Kebijakan nilai tukar yang masih menganut Currency Peg to USD yang tidak diiringi dengan cadangan devisa yang cukup untuk mempertahankan nilai tukar tetap tersebut	Terjadinya <i>capital outflow</i> besar-besaran dalam waktu singkat, situasi politik yang memburuk (ditandai peristiwa Chiapas dan terbunuhnya calon presiden), serta menimbulkan kekhawatiran akan terjadi default pemerintahan akibat jatuhnya tempo Tesobonos dan Cetes (utang pemerintah)

Tabel 4.1.(2) Pemetaan pola krisis internasional berdasarkan teori yang dikembangkan oleh Minsky (1991-1992)

No	Krisis	Initial Shock	Positive Feedback Mechanism	Funding Source	Negative Shock
5	Krisis Ekonomi Asia, 1997/1998	Kebijakan deregulasi sistem perbankan dan dibukanya akses pasar modal bagi investor asing	Arus dana asing yang masuk mendorong kinerja pasar modal, yang menciptakan ekspektasi positif terhadap kinerja pasar modal. Optimisme investor asing terhadap kinerja perekonomian juga mendorong arus dana asing tetap tinggi	Investasi asing	Spekulasi akan pelemahan nilai tukar mata uang asia dan level hutang yang relatif tinggi baik pada perusahaan maupun perbankan. Pemicu lainnya adalah kebangkrutan sektor perbankan nasional, yang berimbas pada mengeringnya pembiayaan sektor riil
6	Krisis Keuangan Rusia dan Brazil (akhir 1990-an)	Perekonomian Rusia mulai tidak stabil sejak tahun 1995 karena dianutnya <i>exchange rate band</i> (nilai tukar dalam selang tertentu), guncangan politik, <i>fiscal imbalance</i> (<i>fiscal deficit</i> mencapai 7-8,5% dari GDP pada 1996-1997), dan ditambah dengan situasi eksternal yang buruk (akibat harga komoditas utama Rusia yang anjlok dan krisis Asia yang mengakibatkan investor melarikan modalnya dari negara berkembang).	Banyak perbankan yang berinvestasi pada <i>treasury bills</i> karena dianggap sebagai instrumen yang aman	Untuk menjaga nilai tukar tetap berada pada rentangnya pemerintah Rusia menggunakan cadangan devisa akibatnya cadangan devisa terkuras. Sementara di Brazil, meningkatnya permintaan akan dolar AS menyebabkan cadangan devisa terkuras sehingga kepercayaan investor menurun drastis. Selain itu, defisit transaksi berjalan, peningkatan belanja pemerintah, dan krisis keuangan Rusia turut memberikan andil pada semakin tingginya defisit neraca pembayaran.	Terjadinya <i>capital outflow</i> yang besar-besaran terutama dari instrumen utang pemerintah menyebabkan sentimen akan default-nya pemerintah meningkat. Di samping itu akses perbankan yang terbatas menyebabkan banyak bank yang bangkrut (diakibatkan banyaknya perbankan yang berinvestasi dalam bentuk treasury bills dan memiliki program valuta asing yang ekstensif).
7	<i>Subprime mortgage crisis</i> , AS (2007-2009)	Kebijakan moneter yang ekspansif untuk memitigasi dampak crash perusahaan teknologi dan berkembangnya produk derivatif keuangan	Pertumbuhan kredit perumahan mendorong harga rumah naik. Meningkatnya harga rumah mendorong valuasi sekuritas beragunan aset dan meningkatkan laba perbankan. Hal ini pada akhirnya akan kembali mendorong bank untuk menyalurkan kredit	Perbankan dan investor institusi mengalihkan investasinya dari pasar modal ke pasar properti. Ekspansi moneter oleh bank sentral juga mendorong gelembung properti tumbuh lebih besar lagi	Kebijakan uang ketat yang diterapkan bank sentral AS 2005-2006 dan kebangkrutan lembaga keuangan di AS yang menimbulkan krisis kepercayaan dan <i>credit crunch</i>
8	Krisis hutang Eropa (2009-sekarang)	Murahnya biaya yang harus dibayarkan oleh negara-negara Eropa ketika bergabung dalam Euro dan tingginya biaya bailout perbankan yang harus dibayarkan	Anggapan Eurozone tidak akan bubar, mengingat besarnya kerugian yang akan dialami oleh perekonomian dunia apabila negara-negara di Eropa atau perbankannya gagal bayar	ECB melakukan cetak uang dan injeksi	Perlambatan ekonomi Eropa membuat level utang menjadi tidak <i>sustainable</i> dan proses politik yang berdampak pada keputusan <i>bailout</i> yang sering tertunda

Tabel 4.1. (3) Pemetaan pola krisis yang terjadi di Indonesia berdasarkan teori yang dikembangkan oleh Minsky (1991-1992)

No	Krisis	Initial Shock	Positive Feedback Mechanism	Funding Source	Negative Shock
1	Krisis Indonesia (1965-1967)	a. Struktur ekonomi berubah dari kepemilikan asing ke nasional b. Produktivitas sektor pertanian dan manufaktur masih rendah c. Krisis politik yang berkepanjangan dan pemberontakan di beberapa daerah d. Pembangunan proyek-proyek mercusuar	a. Industri nasional mulai tumbuh b. Pembangunan proyek-proyek mercusuar	Pencetakan uang --> (M2) meningkat pesat	Inflasi meroket sebagai akibat meningkatnya jumlah uang beredar (M2) tanpa diimbangi oleh peningkatan produksi
2	Krisis Moneter (1997-1998)	a. Kebijakan deregulasi sektor perdagangan dan investasi b. Kebijakan deregulasi sistem perbankan c. Dibukanya akses pasar modal bagi investor asing	a. Arus dana asing yang masuk mendorong kinerja pasar modal yang menciptakan ekspansi positif terhadap kinerja pasar modal b. Optimisme investor asing terhadap kinerja perekonomian mendorong arus dana asing tetap tinggi	Investasi asing (FDI) dan utang luar negeri	a. Pesatnya pertumbuhan sektor perbankan tidak diimbangi oleh pengawasan yang baik, menyebabkan kinerja beberapa bank tidak sehat (LDR & NPL relatif tinggi, CAR rendah) b. Pelemahan mata uang asia mendorong rupiah melemah --> kebangkrutan sektor perbankan yang berimbas pada berkurangnya pembiayaan di sektor riil
3	Dampak krisis global (subprime mortgage AS) di Indonesia (2007-2008)	a. Kondisi makro ekonomi yang semakin baik b. Meningkatnya arus masuk investasi asing di portofolio keuangan	Kondisi perekonomian yang semakin membaik mendorong masuknya investasi asing baik FDI maupun portofolio investment	Investasi asing (FDI dan portofolio)	a. Keluarnya investasi asing secara tiba-tiba di pasar keuangan menyebabkan pasar keuangan mengalami penurunan indeks harga yang drastis b. Sektor perbankan terkena dampak krisis global di AS c. Ekspor-impor mengalami kontraksi sebagai akibat menurunnya permintaan dunia. Meskipun ekspor mengalami kontraksi, namun pertumbuhan ekonomi Indonesia tetap positif. (Karena peran net ekspor terhadap PDB relatif kecil dibandingkan konsumsi masyarakat yang lebih dari 50% terhadap PDB)

Bila digambarkan lebih luas krisis ekonomi yang pernah terjadi di Indonesia dalam perspektif Pola Krisis Minsky maka didapatkan uraian sebagai berikut:

1. Krisis Ekonomi 1965-1967

Pasca kemerdekaan pembangunan ekonomi Indonesia mengarah pada perubahan struktur dari ekonomi kolonial menjadi ekonomi nasional. Namun kebijakan-kebijakan yang diterapkan belum berhasil meningkatkan tingkat produksi sebagai akibat terbatasnya kapasitas produksi dan infrastruktur pendukung. Kondisi ini diperparah dengan konflik politik yang berkepanjangan serta masih terjadinya pemberontakan di berbagai daerah yang menyebabkan ketidakstabilan dalam keamanan dan perekonomian. Menurut perspektif Minsky, sinyal krisis ekonomi dapat dibedakan menjadi empat, yaitu *initial shock*, *positive feedback mechanism*, *funding source*, dan *negative shock*. Indikasi krisis ekonomi tahun 1965 – 1967 dapat dikelompokkan sebagai berikut.

Initial Shock:

- Terjadinya perubahan struktur ekonomi dari ekonomi kolonial menjadi nasional pasca kemerdekaan.
- Konflik politik yang berkepanjangan yang tercermin dari seringnya penggantian kabinet.
- Terjadinya pemberontakan di beberapa daerah seperti Sumatera dan Sulawesi.
- Produksi di sektor pertanian dan industri manufaktur rendah
- Pembangunan proyek-proyek mercusuar.

Positive Feedback Mechanism:

- Beberapa perusahaan asing telah dinasionalisasi, industri kecil mulai tumbuh walaupun belum seperti yang diharapkan.

Funding Source:

- Pencetakan uang untuk membiayai pembangunan proyek-proyek mercusuar dan membiayai penumpasan pemberontakan.

Negative shock:

- Peningkatan jumlah uang beredar (M2) yang pesat, tanpa diimbangi oleh kenaikan produksi, mengakibatkan inflasi meningkat tajam menjadi sekitar 650% (*hyper inflation*) pada tahun 1966.

2. Krisis 1997 -1998

Fluktuasi harga minyak bumi yang sulit diprediksi dan kecenderungan menurunnya harga minyak bumi di pasar dunia pada awal 1980, telah mendorong pemerintah untuk mengalihkan ketergantungan perekonomian dari sektor migas sektor non migas. Terkait dengan hal tersebut pemerintah melakukan deregulasi kelonggaran di bidang industrialisasi serta kemudahan membuka bank baru, pemberian ijin kepada bank asing beroperasi di Jakarta, penghapusan batas kredit, dan mengizinkan investor asing memiliki saham domestik. Di lain pihak hal tersebut telah mendorong peningkatan utang swasta berjangka pendek maupun jangka panjang. Di sektor perbankan, mekanisme pengawasan tidak efektif dan tidak mampu mengikuti pesatnya pertumbuhan sektor perbankan. sehingga banyak industri bank yang tidak sehat.

Dalam perspektif Minsky, krisis 1997-1998 dapat dikelompokkan menjadi sebagai berikut.

Initial Sock:

- Stock utang luar negeri swasta sangat besar, dan umumnya berjangka pendek.
- Kebijakan deregulasi sektor perbankan dan dibukanya akses pasar modal bagi investor asing tahun 1980 an telah menyebabkan sektor perbankan tumbuh pesat. Namun pengawasan terhadap kegiatan perbankan masih sangat lemah, sehingga banyak industri bank yang tidak sehat. (LDR melebihi 100%, CAR rendah, dll)
- Sejalan dengan semakin tidak jelasnya arah perubahan politik, maka isu tentang pemerintahan berkembang menjadi masalah ekonomi.
- Perkembangan situasi politik yang memanas ikut memperbesar dampak krisis ekonomi.

Positive feedback mechanism:

- Pesatnya pertumbuhan industri perbankan di Indonesia dan investasi asing (FDI dan portfolio investment).
- Masuknya arus modal asing telah mendorong meningkatnya kinerja pasar modal, ekspor non migas, dan pertumbuhan ekonomi.
- Keberhasilan perekonomian Indonesia membuat optimism investor asing meningkat, sehingga mereka dengan mudah memberikan pinjaman pada perusahaan swasta Indonesia.

Funding source:

- Investasi asing dalam bentuk investasi langsung (FDI), investasi portfolio, dan utang swasta jangka pendek meningkat pesat.

Negative source:

- Krisis financial di Thailand, Korea, dan beberapa di Asia Tenggara telah menyebabkan terjadinya capital outflow dan terdepresiasinya nilai rupiah. Hal tersebut ditambah pula dengan terjadinya penarikan dana nasabah secara besar-besaran telah memicu terganggunya neraca industry perbankan swasta nasional, bahkan sebagian mengalami kebangkrutan sehingga harus ditutup/meger.
- Rupiah terdepresiasi cukup tajam, bahkan pernah menyentuh level Rp 16000/US\$ pada awal tahun 1998.
- Kondisi tersebut ditambah pula dengan memanasnya situasi politik menyebabkan harga-harga meningkat tajam,
- Kegiatan ekonomi terganggu, ekspor menurun, pendapatan persahaan menurun, dan pada gilirannya pertumbuhan ekonomi mengalami kontraksi hingga mencapai 13,1% pada tahun 1999.

3. *Subprime Crisis (2007-2009)*

Krisis *Subprime Mortgage* telah menyebabkan pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat mengalami kontraksi sebesar 0.34% pada tahun 2008. Penurunan pertumbuhan ekonomi tersebut terus berlanjut ke tahun 2009, yaitu sebesar minus 3.07%. Krisis keuangan ini berimbas pada beberapa negara *Emerging Market* diantaranya Indonesia

Menurut Minsky, krisis 2007-2009 ini dapat dikelompokkan menjadi sebagai berikut.

Initial Shock:

- Krisis keuangan di Amerika dan beberapa Negara di Eropa mengakibatkan pertumbuhan ekonomi negara-negara tersebut mengalami penurunan
- Beberapa lembaga keuangan di Amerika Serikat dan Eropa mengalami kesulitan likuiditas.

Positive feedback mechanism:

- Meningkatnya arus masuk modal asing jangka pendek (portfolio investment) ke dalam negeri.
- Cadangan devisa meningkat .

Funding source:

- Investasi jangka pendek meningkat baik di pasar saham maupun modal.

Negative source:

Menurunnya pertumbuhan ekonomi Negara-negara mitra dagang menyebabkan ekspor menurun tajam. Hal ini mengakibatkan pertumbuhan ekonomi mengalami perlambatan. Dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lainnya yang pada umumnya mengalami kontraksi pada tahun 2009., pertumbuhan ekonomi Indonesia masih tumbuh positif (4,6%). Hal ini dikarenakan kontribusi perekonomian Indonesia masih didominasi oleh konsumsi yang menyumbang lebih dari 50% PDB. Meskipun demikian lambatnya pemulihan ekonomi global dikhawatirkan dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi Indonesia.

4.2. Pengalaman Krisis Indonesia dan *Leading Indicator* EWS

Pusat Kebijakan Ekonomi Makro bersama Technical Assistance ADB dan Tim Konsultan dari Universitas Indonesia mengembangkan program *Early Warning System* (EWS) yang menggunakan Pendekatan Kaminsky-Lizondo-Reinhart (KLR) atau signaling approach. Pendekatan ini pertama kali diperkenalkan tahun 1998. KLR mendefinisikan krisis sebagai sebuah gangguan terhadap mata uang yang menyebabkan depresiasi mata uang, penurunan cadangan internasional, atau kombinasi dari keduanya. Keputusan bahwa sebuah kondisi dianggap sebagai krisis atau tidak didasarkan pada perilaku *Exchange Market Pressure Index* (EMPI) Sebuah kondisi dikatakan sebagai krisis apabila indeks EMPI melewati sebuah *threshold* tertentu.

Melalui metode ini ditentukan pula leading indicators untuk memberikan sinyal akan adanya krisis di masa depan. Setiap indikator memiliki kemampuan yang berbeda untuk mengeluarkan krisis. *Leading indicators* dapat diperoleh melalui eksperimen yang berulang atau melalui adopsi indikator yang terbukti dapat memberikan informasi mengenai krisis pada penelitian sebelumnya Dengan menggunakan 75 variabel makro dilakukan pengolahan data untuk menentukan *leading indicators*. Dari hasil pengolahan data program EWS dengan

mempergunakan data sampai dengan Oktober 2012 diperoleh *leading indicators* sebagai berikut.

Tabel 4.2. *Leading Indicators* Model EWS Menggunakan EMPI

No	Variabel	Keterangan	No	Variabel	Keterangan
1	GDP nominal		15	exe_mal	Exchange Rate Ringgit Malaysia to USD
2	m2	Broad Money = M1 + deposito berjangka (time deposit)	16	Real_Int_Dif	Real Interest Rate Difference
3	INT-d	Deposit interest rate	17	stock_hk	Indeks harga saham hongkong
4	CPI	Consumer Price Index	18	exe_sin	Exchange Rate Ringgit singapore dollar to USD
5	DomCredit	Domestic Credit	19	exe_kor	Exchange Rate Won Korea to USD
6	int_cm	Call money rate	20	excessM1	Excess M1
7	int_l	Lending Rate	21	Real_Int_Dep	Real Interest Deposit
8	CPI_jpn	CPI Japan	22	TradeBal	Trade Balance
9	Poil	Harga Minyak	23	stock	IHSG
10	stock_mal	Indeks Harga Saham Malaysia	24	RER	Real Exchange Rate Rupiah to USD
11	exe_tha	Exchange rate bath thailand terhadap USD	25	exe_aus	Exchange rate AUD thailand terhadap USD
12	Quasimon		26	stock_sin	Indeks Harga Saham Singapore
13	DomCredit per GDP	Domestic Credit per GDP	27	stock_tha	Indeks Harga Saham Thailand
14	yield5y	Yield SUN 5 tahun	28	stock_kor	Indeks Harga Saham Korea

Bila dihubungkan dengan pengalaman krisis yang terjadi di Indonesia sebagaimana yang telah dipolakan sesuai dengan Teori Minsky pada bagian sebelumnya, dapat dihubungkan beberapa *leading indicators* dengan ciri-ciri krisis yang terjadi di Indonesia. Mengingat data yang digunakan dalam model mulai tahun 1991, maka untuk krisis yang terjadi sebelum tahun tersebut tidak dapat digambarkan data dari *leading indicators* -nya.

1. Krisis Ekonomi 1965-1967

Untuk mendukung kebijakan ekonomi pemerintah pada masa itu, dilakukan pencetakan uang untuk membiayai pembangunan proyek-proyek mercusuar dan membiayai penumpasan pemberontakan. Namun demikian peningkatan jumlah uang beredar (M2) yang pesat, tanpa diimbangi oleh kenaikan produksi, mengakibatkan inflasi meningkat tajam.

Bila dijabarkan dalam *leading indicator* dari EWS beberapa indikator yang dapat dikaitkan adalah:

a. M2

Dengan kondisi pasca kolonialisme yang berusaha mengejar pembangunan dengan pembangunan industri nasional, namun dibatasi dengan infrastruktur dan konflik politik, dapat dipahami jika kemampuan negara saat itu untuk membiayai berbagai proyek dan konflik masih terbatas, sehingga pilihan yang dapat dilakukan adalah mencetak uang.

b. CPI

Sesuai dengan teori ekonomi, pencetakan uang yang tidak diiringi dengan kenaikan jumlah barang dan jasa yang sesuai yang pada saat itu disebabkan kemampuan produksi yang tidak memadai akan memicu efek inflasi sehingga akhirnya mencapai puncak dengan tingkat inflasi mencapai 635,5%.

Bila digambarkan jumlah uang beredar pada masa akhir tahun 1950-an hingga tahun 1966, dapat dilihat pada Tabel 8.

Tabel 4.3. Jumlah Pertumbuhan Uang Yang Beredar dan Laju Inflasi Periode 1959-1966
(dalam jutaan rupiah)

Tahun	M1 *)	Pertambahan M1	Pertambahan M1 (%)	Inflasi (%)
1958	29.372	-	-	46
1959	34.889	5.517	19	22
1960	47.842	12.953	37	38
1961	67.648	19.806	41	27
1962	135.898	68.250	101	174
1963	263.361	127.463	94	119
1964	675.105	411.744	156	135
1965	2.713.688	2.038.582	302	594
1966	5.164.552	2.450.864	90	635,5

Sumber: Sejarah Moneter Indonesia 1959-1966 (Bank Indonesia)

Melihat data tersebut di atas , terlihat bahwa pertumbuhan uang beredar sangat pesat pada periode tersebut, dari sejumlah 35 miliar rupiah pada tahun 1959 menjadi 5,1 triliun pada tahun 1966. Hal yang sama terjadi di inflasi yang mencapai 22% pada 1959 hingga mulai menyentuh 3 digit pada tahun 1962 dan mencapai puncaknya pada tahun 1966.

2. Krisis 1997 -1998

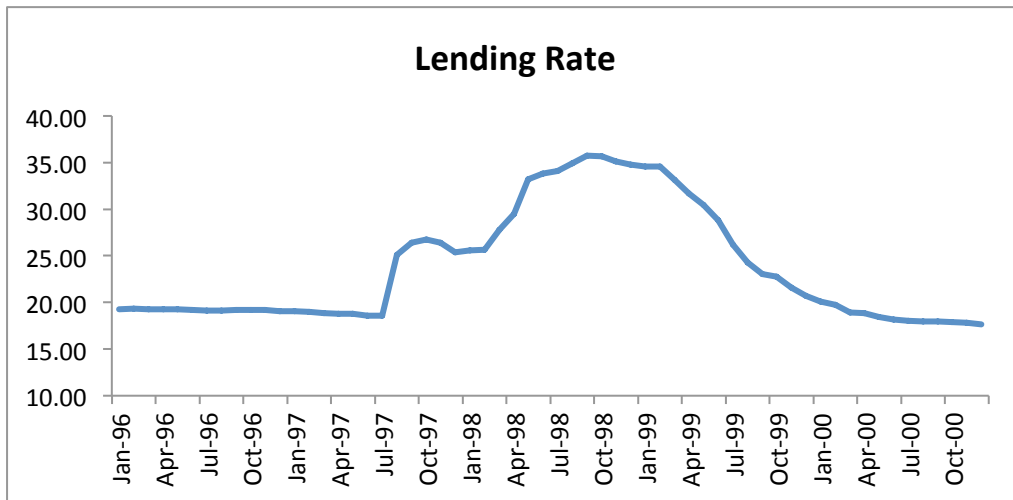
Paket kebijakan yang bersifat deregulasi yang dilakukan pemerintah beberapa tahun sebelum terjadinya krisis 1997-1998 menimbulkan konsekuensi terjadinya kelonggaran dalam transaksi perekonomian termasuk di sektor keuangan.

Kemudahan mendirikan bank, dan kurang hati-hatian dalam pemberian kredit menjadi salah satu pemicu dalam krisis ini. Dengan demikian beberapa indikator yang menjadi leading dalam krisis ini adalah:

a. *Lending Rate*

Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, krisis tahun 1997-1998 diawali dengan kelonggaran akibat deregulasi sektor perbankan dan lemahnya pengawasan

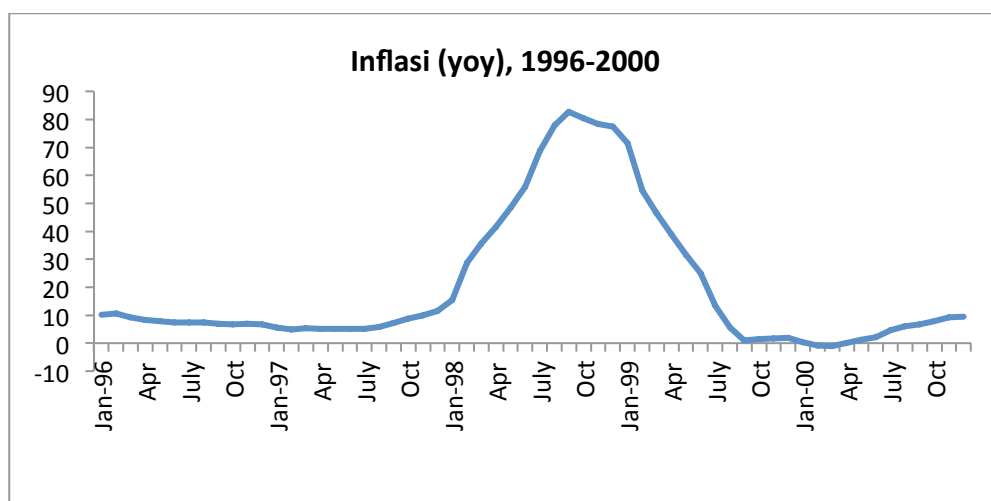
terhadap kredit yang mengakibatkan pinjaman diberikan pada kelompok atau grup usaha sendiri mendorong tingkat bunga pinjaman menjadi sangat tinggi. Gejala naiknya tingkat bunga pinjaman sudah dimulai sejak September 2007 dan mencapai puncaknya sebesar 35% pada september 1998.



Gambar 4.1. Perkembangan *Lending Rate* 1996-2000

b. Inflasi

Dampak yang mungkin paling dirasakan masyarakat dari krisis moneter tahun 1998 adalah kenaikan harga atau inflasi yang melonjak cukup tinggi. Dapat dilihat pada grafik berikut awal 1998 mulai terjadi kenaikan harga yang mencapai puncaknya di akhir 1998 dan masih berlanjut pada tahun berikutnya.

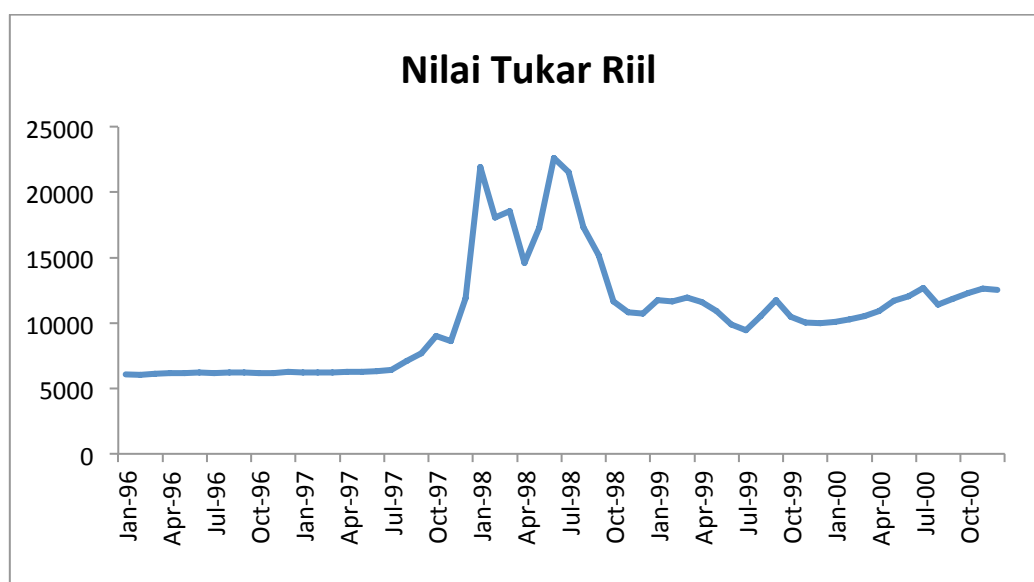


Gambar 4.2. Perkembangan Inflasi (yoy), 1996-2000

c. Nilai Tukar Riil

Dengan melonggarnya ketentuan perbankan dan pemberian kredit, timbul kecenderungan kurang hati-hatian dalam pengambilan kredit termasuk pinjaman dalam kurs valuta asing terutama US Dollar. Dengan system mata uang yang tetap sebelum masa krisis 1997-1998, perhatian terhadap risiko nilai tukar belum terlalu diwaspadai oleh pelaku ekonomi saat itu, Namun dengan pengelolaan risiko pinjaman yang kurang memadai saat itu, tidak hanya risiko *maturity mismatch* yang timbul, pada akhirnya risiko *currency mismatch* juga menjadi masalah.

Pada Grafik 7 berikut terlihat pada akhir 1997, nilai tukar riil mulai mengalami lonjakan dan terus berlangsung selama tahun 1998 yaitu saat puncak terjadinya krisis moneter di Indonesia

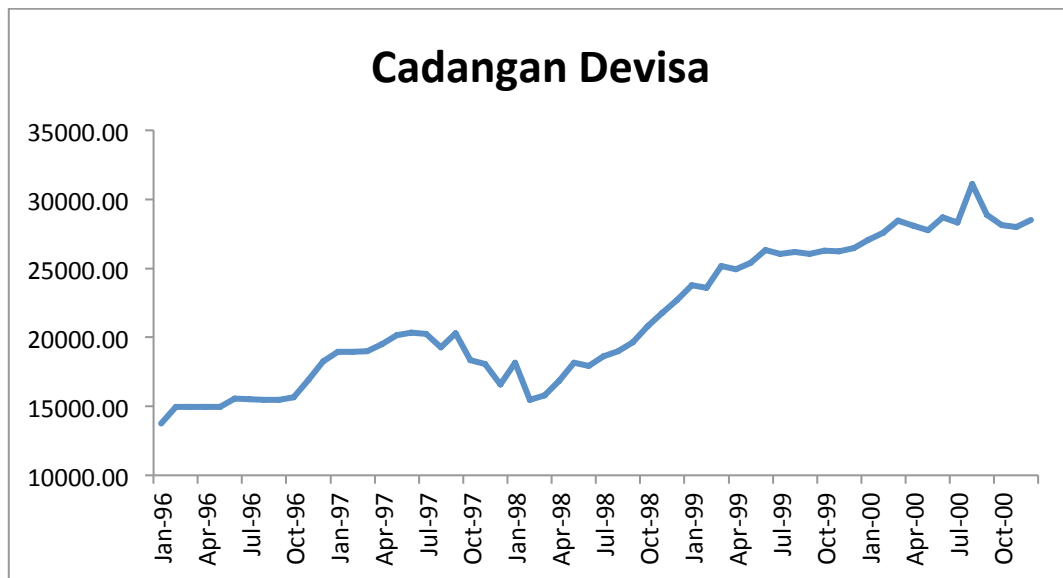


Gambar 4.3. Perkembangan Nilai Tukar Riil 1996-2000

d. Cadangan Devisa

Masih terkait dengan nilai tukar antara Rupiah dan US Dollar yang saat itu mengalami depresiasi yang dalam, terdapat pengaruh juga terhadap cadangan devisa Indonesia saat itu. Setelah mengalami peningkatan dan mencapai puncaknya pada pertengahan tahun 1997 menjadi sekitar 20 miliar US Dollar, pada awal tahun 1998, posisi cadangan

devisa turun menjadi 15 miliar dollar atau sekitar 25% walaupun mendekati akhir 1998 kembali mencapai 20 miliar dollar dan terus meningkat di tahun-tahun berikutnya.

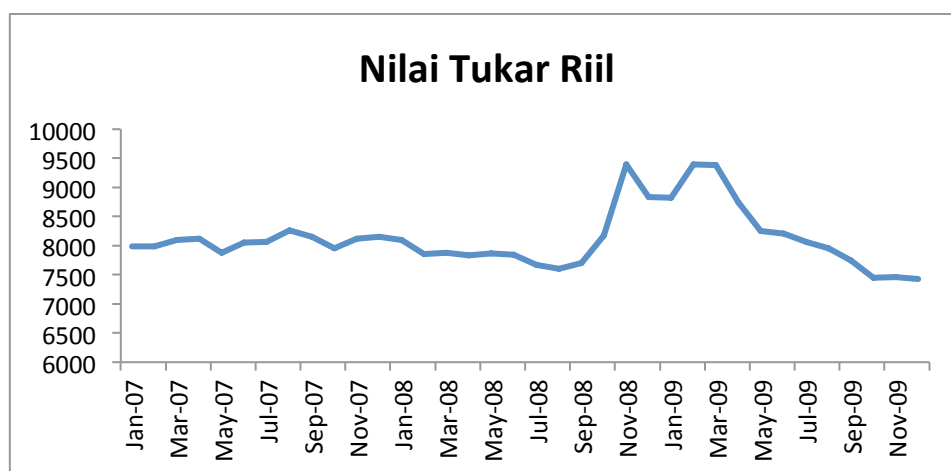


Gambar 4.4. Perkembangan Cadangan Devisa, 1996-2000

3. *Subprime Crisis* (2007-2009)

a. Nilai Tukar Riil

Krisis ini dipengaruhi terutama oleh krisis yang terjadi di Amerika Serikat, sehingga nilai tukar menjadi salah satu indicator yang mengalami perubahan pada krisis ini yang dapat dicermati. Pada Grafik 9 berikut, lonjakan nilai tukar riil terjadi mulai September 2008 dan mencapai puncaknya pada November 2008

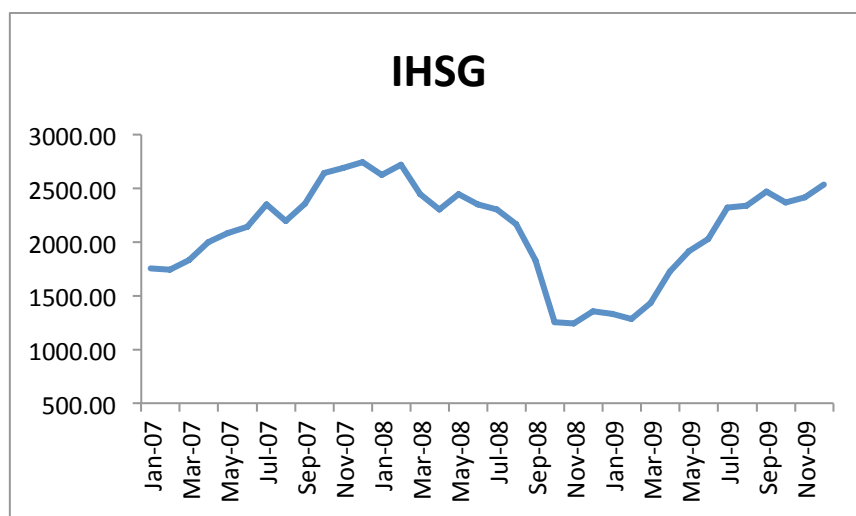


Gambar 4.5. Perkembangan Nilai Tukar Riil, 2007-2009

b. IHSG

Pasar saham merupakan pasar yang sangat terpengaruh oleh krisis subprime mortgage. Sebagaimana terlihat pada grafik berikut ini, pasar saham mengalami penurunan index yang cukup dalam pada bulan Oktober 2008.

Pada saat itu trading sempat di suspense sementara karena penurunan index yang cukup besar. Gejala turunnya IHSG sebenarnya sudah terlihat di awal 2008, namun baru mencapai dasarnya pada Oktober 2008. Pemulihan memerlukan waktu yang cukup panjang, hampir satu tahun kemudian baru IHSG mencapai level yang sekitar 2500 lagi.



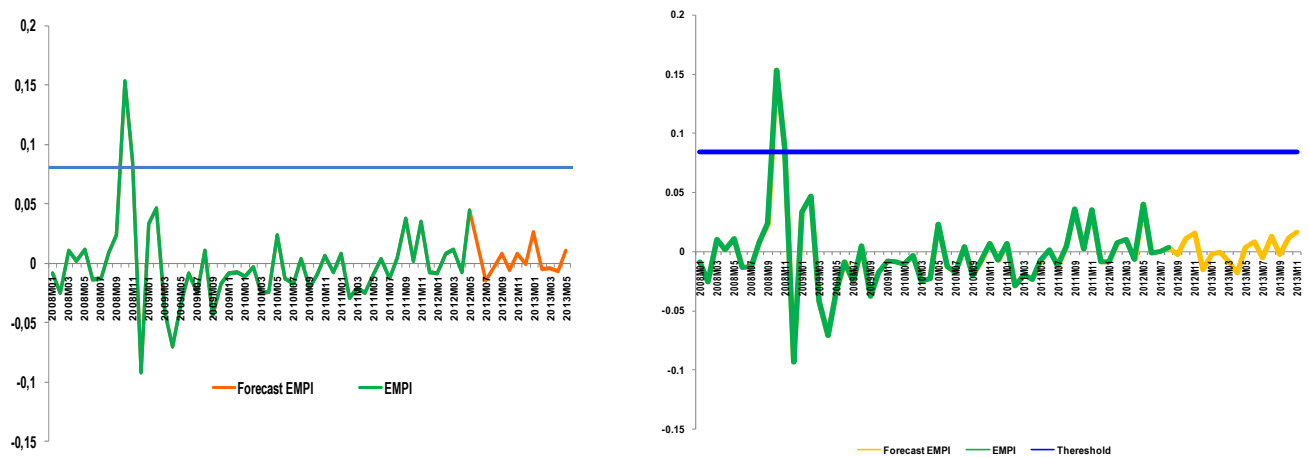
Gambar 4.6. Perkembangan IHSG, 2007-2009

4.3. Analisis Kemungkinan Terjadinya Krisis Menggunakan Pendekatan Kaminsky dan Reinhart (EMPI)

Untuk mengidentifikasi krisis di masa yang akan datang, digunakan pendekatan atau *signaling approach* yang pertama kali diperkenalkan Kaminsky- Reinhart tahun 1996 dan diperdalam Kaminsky-Lizondo-Reinhart (KLR) dalam tahun 1998, di mana krisis didefinisikan sebagai sebuah gangguan terhadap mata uang yang menyebabkan depresiasi mata uang, penurunan cadangan devisa, atau kombinasi dari keduanya.

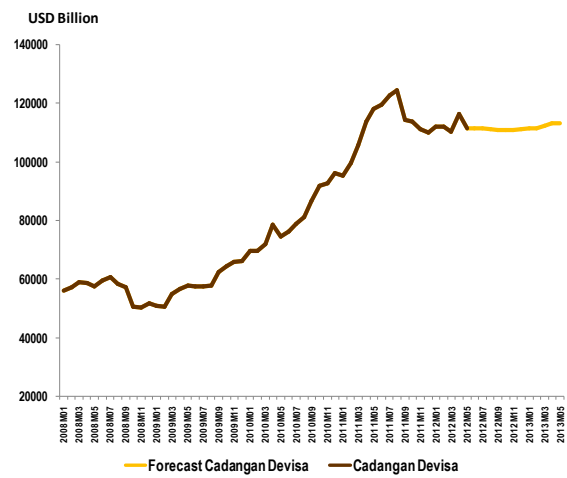
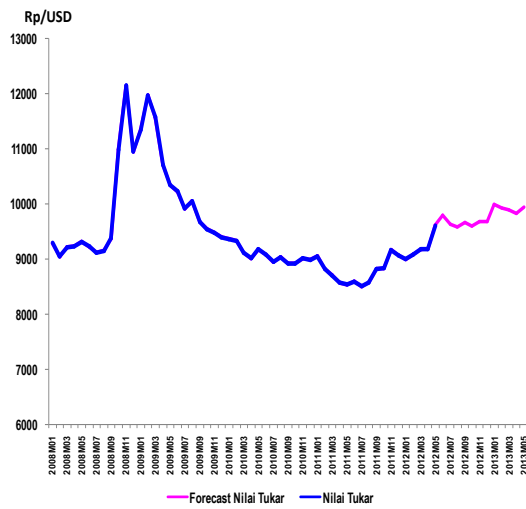
Dalam estimasi ini, periode krisis yang digunakan adalah periode yang secara umum diterima sebagai periode krisis untuk Indonesia, yakni Agustus-1997, Oktober-1997, Desember-1997, Januari-1998, Mei-1998, Juni-1998, Januari-1999, September-1999, April-2001, Oktober-2008, November-2008.

Estimasi menggunakan *threshold* EMPI terpilih untuk periode 1991 sampai dengan 2012, telah memilih 27 variabel dari 75 variabel yang diestimasi. Dari 27 *leading indicators* pilihan tersebut akan di-*bootstrap* suatu distribusi probabilitas krisis berdasarkan sebaran Gaussian. Hasil *forecast* EMPI pada Mei 2012 maupun Oktober 2012 menunjukkan bahwa *market pressure* akan mengalami peningkatan pada akhir tahun. Pada estimasi Mei 2012, dengan periode *forecast* Juni 2012- Mei 2013, EMPI mencapai nilai tertinggi pada Januari 2013. Sementara pada estimasi November 2012 dengan periode *forecast* November 2012 – November 2013, EMPI mencapai nilai tertinggi pada November 2012.

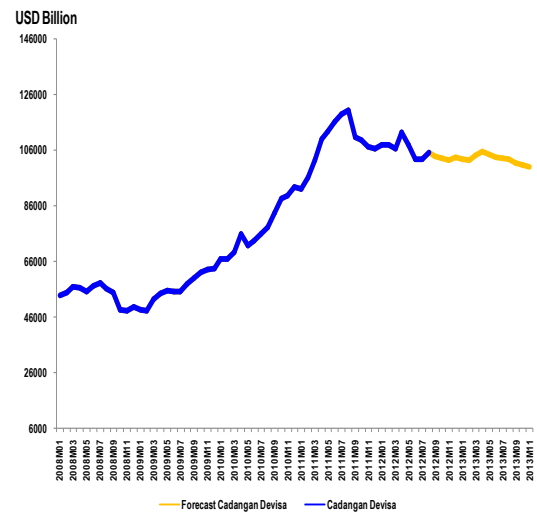
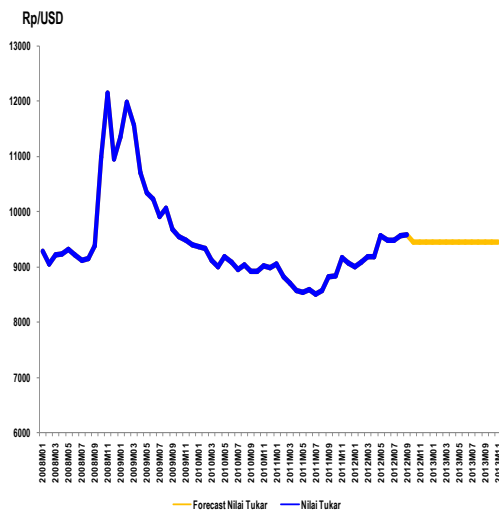


Gambar 4.7. Hasil Estimasi EMPI Mei dan November 2012

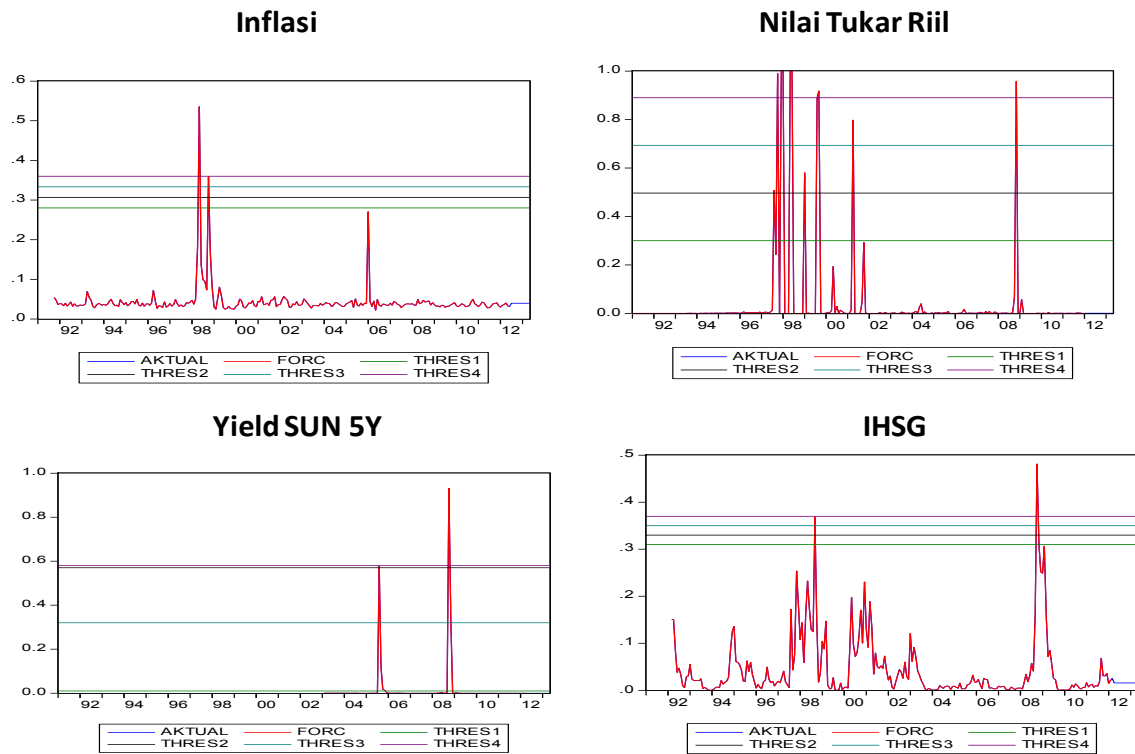
Hasil *forecast* nilai tukar menunjukkan *trend* yang meningkat dari bulan Juni 2012 sampai dengan November 2013, sedangkan untuk *forecast* cadangan devisa menunjukkan *trend* stabil.



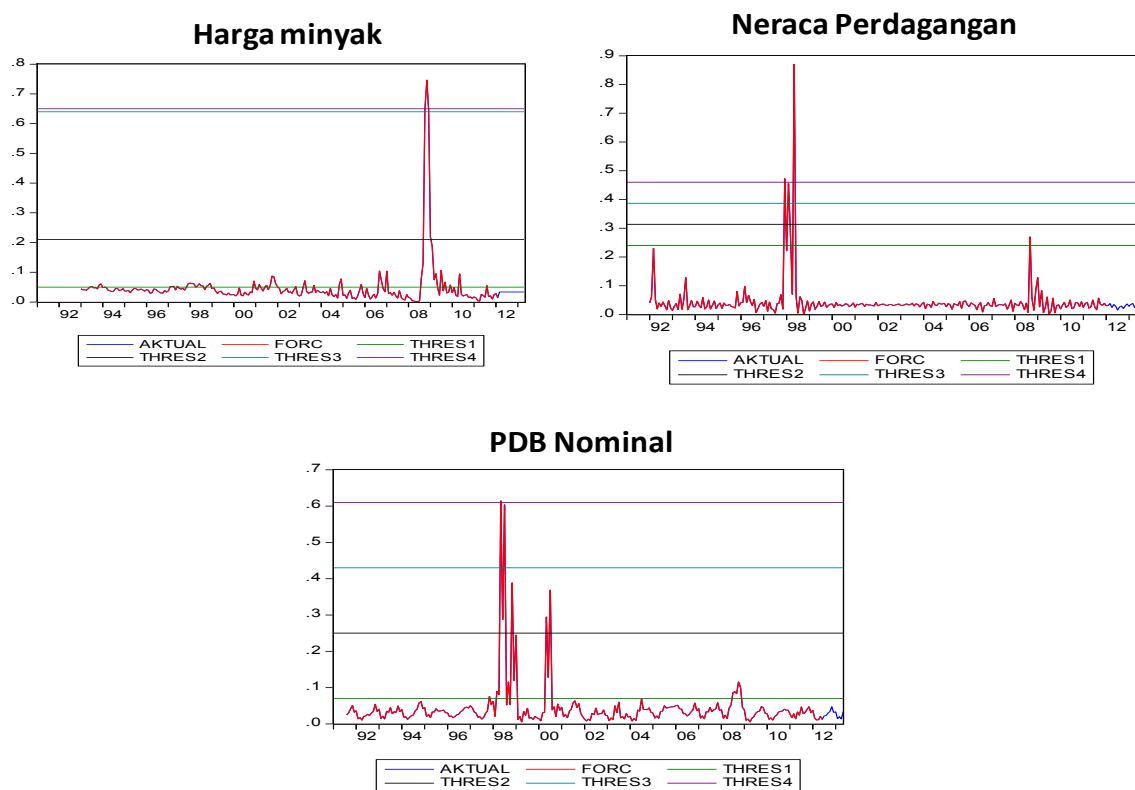
Gambar 4.8. Hasil Estimasi Nilai Tukar dan Cadangan Devisa Mei 2012



Gambar 4.9. Hasil Estimasi Nilai Tukar dan Cadangan Devisa November 2012



Gambar 4.10. Hasil estimasi pergerakan inflasi, nilai tukar riil, yield SUN 5Y, dan IHSG



Gambar 4.11. Hasil estimasi pergerakan harga minyak, neraca perdagangan, dan PDB nominal

Hasil estimasi beberapa *leading indicators* seperti nilai tukar riil, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), harga minyak dan inflasi menunjukkan pergerakan yang stabil selama periode *forecast* hingga Mei 2013. Sementara untuk indikator *yield* SUN 5Y pergerakannya stabil pada periode *forecast*, namun di akhir tahun 2012 meningkat ke arah garis *threshold*, namun tidak melewati batas *threshold*. PDB Nominal diperkirakan mengalami tekanan pada akhir 2012 (November 2012), namun tidak melewati batas *threshold*. Sedangkan neraca perdagangan diperkirakan lebih berfluktuasi, namun selama periode *forecast* tidak melewati batas *threshold*.

Secara keseluruhan dapat disimpulkan selama periode *forecast* belum muncul sinyal krisis, namun di akhir 2012 terjadi tekanan terhadap EMPI dan beberapa *leading indicators*.

BAB IV

HASIL ANALISIS

4.1. Pemetaan Pola Krisis Menggunakan Pendekatan Minsky

Dari kajian literatur, ada beberapa krisis internasional yang diidentifikasi menggunakan pemetaan pola krisis berdasarkan teori Minsky (1991-1992), yakni *Great Depression* AS (1930-an), Krisis Jerman (1929-1939), Gelembung Harga Aset Jepang (1980-an), Krisis Nilai Tukar Peso Meksiko (1990-an), Krisis Ekonomi Asia (1997/1998), Krisis Keuangan Rusia dan Brazil (akhir 1990-an), *Subprime mortgage crisis* AS (2007-2009), dan Krisis utang Eropa (2009-sekarang). Sementara untuk pengalaman krisis di Indonesia yang diidentifikasi polanya adalah krisis 1965-1967, krisis moneter 1997-1998, dan krisis 2008-2009 (dampak dari krisis *subprime mortgage* di AS). Tabel 4.1. menjelaskan pemetaan pola krisis internasional berdasarkan teori yang dikembangkan oleh Minsky (1991-1992), sedangkan Tabel 4.2. menjelaskan pemetaan pola krisis yang dialami Indonesia.

Menurut kajian Minsky, faktor-faktor yang melatar belakangi terjadinya krisis ekonomi pada dasarnya dapat didahului oleh berbagai kejadian seperti terjadinya inovasi teknologi, dibukanya akses sektor perbankan /keuangan bagi investor asing , berkembangnya produk derivatif keuangan, tingginya biaya *bailout* dan lainnya.

Menurut Minsky, sebagian besar krisis pasar keuangan dimulai dengan sebuah kejadian yang tidak terduga. Berdasarkan teori tersebut, kejadian-kejadian yang tidak terduga yang menyebabkan krisis di Indonesia antara lain perubahan struktur ekonomi, krisis politik yang berkepanjangan, kebijakan deregulasi sektor perbankan, dibukanya akses pasar modal bagi investor asing, serta derasnya aliran masuk modal asing dalam bentuk portofolio investment.

Sementara itu, terjadinya krisis juga ditandai oleh *positive feedback mechanism* yang antara lain ditunjukkan oleh meningkatnya permintaan saham oleh pengelola asset dan rumah tangga, meningkatnya arus masuk modal asing, meningkatnya pertumbuhan kredit perumahan, dan meningkatnya harga rumah/properti. Menurut teori Minsky, untuk memastikan bahwa *positive feedback mechanism* berjalan, masyarakat harus memiliki alat finansial untuk membeli “*feedback asset* “. *Funding source* dari krisis antara lain kredit murah, *foreign direct investment*, terjadinya gelembung di sektor properti, dan pencetakan uang untuk pembayaran utang.

Tanpa adanya *negative feedback shock*, *positive feedback mechanism* akan berlangsung terus menerus. Namun, sebagian besar *positive feedback mechanisms* dalam jangka panjang akan menimbulkan dampak negatif dalam bentuk perlambatan pertumbuhan ekonomi, pelemahan mata uang, kebangkrutan sektor perbankan, kebangkrutan lembaga keuangan, dan proses *bailout* yang berkepanjangan.

Positive feedback mechanism pada pengalaman krisis di Indonesia dicerminkan antara lain oleh mulai tumbuhnya dindutri nasional, dibangunnya proyek-proyek mercuasuar dan meningkatnya arus masuk modal asing. *Positive feedback mechanism* akan berlangsung terus menerus. Namun, dalam jangka panjang sebagian besar *positive feedback mechanisms* akan menimbulkan dampak negatif (*negative shock*) seperti inflasi yang meroket, depresiasi rupiah, kebangkrutan sektor perbankan, ekspor dan impor mengalami kontraksi, dan *capital outflow*.

BAB V

KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

5.1. Kesimpulan

Dari hasil *review* dan analisis yang telah dilakukan diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Memetakan pola krisis merupakan hal yang perlu dilakukan untuk mendapatkan informasi penyebab dan gejala krisis dan memutuskan kebijakan untuk mengantisipasi krisis.
2. Berdasarkan pemetaan pola krisis menggunakan teori Minski terhadap krisis yang pernah terjadi di beberapa negara sejak kurun waktu 1930 sampai dengan sekarang, didapatkan bahwa *initial shock* yang menjadi pemicu awal krisis dapat terjadi dari mana saja mulai dari kondisi perang sampai perubahan teknologi. Satu hal yang dapat dijadikan benang merah adalah *initial shock* merupakan perubahan kondisi yang cukup besar dari kondisi sebelumnya baik disebabkan kebijakan pemerintah maupun kegiatan yang dilakukan masyarakat.
3. Salah satu kelemahan dari teori Minsky dalam pemetaan pola krisis adalah bersifat memetakan pola krisis yang sudah terjadi, sedangkan yang sangat penting dilakukan adalah proyeksi kemungkinan krisis di masa mendatang untuk itu diperlukan program *early warning system* sebagaimana yang dikembangkan oleh Pusat Kebijakan Ekonomi Makro Badan Kebijakan Fiskal.
4. EMPI saat ini masih menggunakan metodologi *backcasting* dengan probabilitas normal Gaussian. Pada saat ini bidang Pemantauan Dini Ekonomi Makro sedang melakukan studi bersama tim dari FMIPA-UI untuk mengaplikasikan sebaran Bayesian agar dapat lebih mengungkapkan kejadian *tail event* yang merupakan karakteristik dari kejadian krisis.
5. Pemetaan pola krisis untuk krisis yang terjadi di Indonesia menunjukkan bahwa dua dari tiga krisis yang dialami Indonesia yaitu krisis tahun 1965 dan tahun 1997/1998, *initial shock* disebabkan kebijakan pemerintah terkait uang beredar dan deregulasi sektor keuangan. Sedangkan krisis subprime mortgage tahun 2008 lebih disebabkan pengaruh krisis yang terjadi di Amerika Serikat

6. Program EWS yang dikembangkan Pusat Kebijakan Ekonomi Makro dapat menunjukkan indikator yang menjadi leading dalam menunjukkan gejala krisis, beberapa Indikator yang menjadi leading terbukti menunjukkan perubahan yang signifikan pada saat terjadi krisis
7. Hasil proyeksi sampai dengan November 2013 berdasarkan model EWS menunjukkan adanya tekanan pada nilai tukar dan cadangan devisa namun tidak menunjukkan potensi krisis

5.2. Rekomendasi

Terkait hasil kajian pola krisis ekonomi, beberapa rekomendasi yang diperoleh adalah sebagai berikut:

1. Hasil pemetaan pola krisis dapat menjadi dasar untuk melakukan pengawasan terhadap indikator tertentu yang terbukti dapat menunjukkan gejala krisis
2. Dengan kondisi perekonomian global yang masih menyimpan potensi krisis, diperlukan kajian lebih lanjut untuk memproyeksikan pola krisis ke depan, sehingga dapat dilakukan langkah antisipatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Baig, Taimur dan I. Goldfajn. 2000. *The Russian Default and the Contagion to Brazil*. IMF Working Paper WP/00/160.
- Bianco, Katalina M. 2008. *The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of The Mortgage Meltdown*. http://www.business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime_WP_rev.pdf.
- Demyanyk, Yuliya dan O. Van Hemert. 2008. *Understanding The subprime Mortgage Crisis*. Working Paper 2007-05. US: Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Edwards, Sebastian. 1997. *The Mexican Peso Crisis; How Much Did We Know? When Did We Know It?* Working Paper No.6334. National Berau of Economic Research.
- Evangelist, Mike dan V. Sathe. 2006. *Brazil's 1998-1999 Currency Crisis*.
- Karunatilleka, Eshan. 1999. *The Asian Economic Crisis*. UK: House Of Commons Library.
- Lindner, Fabian. 2011. *In today's debt crisis, Germany is the US of 1931*. <http://www.guardian.co.uk/global/2011/nov/24/debt-crisis-germany-1931>.
- Maurer, Rainer. 2011. *International Financial Market: Financial Market Crises*. http://rainer-maurer.com/mediapool/90/903602/data/Financial_Markets/D-CH4-Financial_Crises_and_International_Financial_Markets_6.pdf.
- Nelson, Rebecca M., P. Belkin, D.E. Mix, M.A. Weiss. 2012. *The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress*. Congressional Research Service.
- Okina, Kunio, M. Shirakawa, dan S. Shiratsuka. 2001. *The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons*. Japan: Monetary and Economic Studies at the Bank of Japan.
- Ritschl, Abrecht dan S. Sarferaz. 2011. *Crisis? What Crisis? Currency vs. Banking in the Financial Crisis of 1931*. UK: Center of Economic Policy Research.
- Romer, Christina D. 2003. *Great Depression*. Forthcoming in the Encyclopædia Britannica.
- Siebert, Horst. 1999. *Some Lessons from The Japanese Bubble*. Germany: Kiel Working Paper No. 919.