
Seri Kebanksentralan

No. 12



BANK INDONESIA

Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar

Iskandar Simorangkir
Suseno

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)

BANK INDONESIA

Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar

Pendahuluan

Transaksi ekonomi yang dilakukan oleh masyarakat dapat dipastikan menggunakan uang sebagai alat pembayaran¹. Penggunaan suatu mata uang, semula hanyalah didasarkan pada kesepakatan dari masyarakat yang mempergunakan. Namun, dalam masyarakat modern penggunaan suatu mata uang pada umumnya diatur dengan undang undang. Misalnya, Rupiah merupakan mata uang yang berlaku di Indonesia dan diatur dalam Undang Undang No. 23 tahun 1999 yang telah diamandemen dengan Undang Undang No. 3 tahun 2004 tentang Bank Indonesia; Ringgit merupakan mata uang resmi di Malaysia, Bath mata uang resmi di Thailand, Dolar Amerika di Amerika Serikat dan Yen di Jepang.

Dalam perekonomian terbuka², penggunaan uang dalam memperlancar transaksi tidak terbatas hanya dilakukan antarpenduduk, tetapi juga dapat dilakukan antar penduduk suatu negara dengan negara lain dengan menggunakan mata uang yang disepakati. Penggunaan uang dengan penduduk negara lain tersebut umumnya dilakukan untuk transaksi pembayaran impor barang-barang dan jasa ke penduduk di luar

¹ Selain sebagai alat pembayaran, fungsi uang juga dapat digunakan sebagai alat satuan hitung, alat penyimpan nilai dan ukuran pembayaran tertunda. Untuk memahami secara rinci fungsi uang baca Solikin dan Suseno, Uang: Pengertian, Penciptaan dan Peranannya dalam Perekonomian, Buku Seri Kebanksentralan No. 1, Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesia, 2002.

² Perekonomian terbuka adalah suatu negara melakukan transaksi ekonomi dengan pihak luar negeri, seperti tercermin dari terdapatnya kegiatan ekspor dan impor

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

negeri ataupun penerimaan dari hasil ekspor barang jasa dari luar negeri. Dalam melakukan transaksi dengan penduduk negara lain, masing-masing negara tentunya akan menghadapi permasalahan mengenai alat pembayaran yang digunakan untuk transaksi tersebut, misalnya, mata uang yang digunakan apakah mata uang asing atau mata uang masing-masing negara serta berapa besar nilai suatu transaksi ditetapkan dalam mata uang asing. Semua permasalahan yang berkaitan dengan mata uang suatu negara dengan negara lainnya tersebut biasanya dikenal dengan permasalahan nilai tukar.

Dalam sejarah sistem moneter internasional, penentuan dan sistem nilai tukar suatu negara mempunyai evolusi yang panjang. Pada awal sistem moneter internasional modern pada abad ke-19, beberapa negara menggunakan sistem nilai tukar tetap dengan mengacu kepada standar emas (*Gold Standard*). Sistem ini juga mengalami pasang surut sehingga muncul sistem nilai tukar dengan mengacu pada kesepakatan *Bretton Woods*. Sistem ini juga tidak mampu bertahan lama sehingga sejak tahun 1970-an, setiap negara diberikan kebebasan untuk menentukan sistem nilai tukar yang digunakan. Perkembangan terakhir menunjukkan bahwa sistem nilai tukar yang digunakan suatu negara tidak hanya terbatas pada sistem nilai tukar tetap (*fixed exchange rate*), tetapi juga sistem nilai tukar mengambang (*Flexible exchange rate*) atau variasi dari kedua sistem tersebut. Selain itu, perkembangan terakhir yang tidak kalah menariknya adalah pembentukan mata uang bersama dari anggota *European Monetary Union* pada tahun 1999 dan diberlakukan penuh pada tahun 2002.

Dalam era globalisasi perekonomian dunia, pergerakan uang antarnegara tidak mengenal batas lagi. Uang bergerak dengan cepat dari suatu negara ke negara lain dan cenderung menuju ke tempat yang menghasilkan pendapatan terbesar. Selain itu, uang juga diperdagangkan sebagai barang sehingga mata uang suatu negara cukup rentan terhadap kegiatan spekulasi. Sejalan dengan perkembangan tersebut maka nilai mata uang suatu negara juga sangat dipengaruhi aliran modal antarnegara dan kegiatan spekulasi. Dengan perkembangan global tersebut maka negara-negara yang menggunakan sistem nilai tukar tetap atau dengan variasinya sangat rentan terhadap arus balik modal dan kegiatan spekulasi. Krisis nilai tukar yang terjadi di negara-negara Amerika Latin pada awal

1990-an dan negara Asia tahun 1997/1998 terutama diakibatkan dari kedua faktor tersebut.

Data empiris menunjukkan bahwa krisis nilai tukar berpengaruh negatif terhadap perekonomian suatu negara, seperti yang telah dirasakan oleh beberapa negara Asia pada tahun 1997/98. Krisis nilai tukar ini tidak hanya mengakibatkan harga-harga membumbung tinggi, tetapi juga mengakibatkan kontraksi perekonomian yang cukup dalam. Melemahnya nilai tukar mengakibatkan barang-barang impor, seperti bahan baku, barang modal, dan barang konsumsi lebih mahal dan mengakibatkan terjadinya kenaikan harga-harga barang di dalam negeri. Selain itu, melemahnya nilai tukar mengakibatkan semakin besarnya kewajiban hutang luar negeri perusahaan-perusahaan sehingga neraca perusahaan dan bank-bank memburuk.

Sebagaimana diuraikan di atas, krisis nilai tukar dapat berdampak buruk terhadap ekonomi sehingga kebijakan untuk menstabilkan nilai tukar merupakan kebijakan ekonomi yang penting pada beberapa negara. Misalnya, di Indonesia, sesuai dengan Undang Undang No. 4 tahun 2003, kepada Bank Indonesia diberi tugas untuk menjaga dan memelihara kestabilan nilai Rupiah. Dalam pengertian tersebut, Bank Indonesia tidak hanya menjaga dan memelihara kestabilan nilai Rupiah agar harga-harga barang dan jasa (laju inflasi) dapat terkendali, tetapi juga untuk menjaga dan memelihara stabilitas nilai Rupiah terhadap mata uang asing.

Dengan latar belakang di atas, buku seri ini ditulis untuk menambah khasanah pengetahuan tentang kebanksentralan, khususnya yang berkaitan dengan nilai tukar. Setelah bab pendahuluan ini, akan diuraikan secara singkat pengertian dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar. Pada bab berikutnya akan dibahas sejarah perkembangan sistem moneter internasional dan sistem nilai tukar di dunia. Setelah bab ini, akan dibahas mengenai perkembangan sistem dan kebijakan nilai tukar di Indonesia mulai tahun 1945 hingga saat ini. Pada bab berikutnya akan diuraikan hubungan nilai tukar dengan kegiatan ekonomi termasuk di dalamnya hubungan nilai tukar dengan inflasi, pertumbuhan ekonomi dan krisis ekonomi. Bab akhir akan membahas hubungan nilai tukar dengan kebijakan moneter.

Pengertian Nilai Tukar

Nilai tukar mata uang atau yang sering disebut dengan kurs adalah harga satu unit mata uang asing dalam mata uang domestik atau dapat juga dikatakan harga mata uang domestik terhadap mata uang asing. Sebagai contoh nilai tukar (NT) Rupiah terhadap Dolar Amerika (USD) adalah harga satu dolar Amerika (USD) dalam Rupiah (Rp), atau dapat juga sebaliknya diartikan harga satu Rupiah terhadap satu USD.

Apabila nilai tukar didefinisikan sebagai nilai Rupiah dalam valuta asing dapat diformulasikan sebagai berikut:

$NT_{IDR/USD}$ = Rupiah yang diperlukan untuk membeli 1 dolar Amerika (USD)

$NT_{IDR/YEN}$ = Rupiah yang diperlukan untuk membeli satu Yen Jepang

Dalam hal ini, apabila NT meningkat maka berarti Rupiah mengalami **depresiasi**, sedangkan apabila NT menurun maka Rupiah mengalami **apresiasi**. Sementara untuk sesuatu negara menerapkan sistem nilai tukar tetap, perubahan nilai tukar dilakukan secara resmi oleh pemerintah. Kebijakan suatu negara secara resmi menaikkan nilai mata uangnya terhadap mata uang asing disebut dengan **revaluasi**, sementara kebijakan menurunkan nilai mata uang terhadap mata uang asing tersebut **devaluasi**.

Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai pengertian tersebut diberikan contoh sebagai berikut. Misalnya, nilai tukar satu dolar Amerika (USD) terhadap mata uang Rupiah sebesar Rp8.500. Apabila nilai tukar satu USD berubah menjadi Rp9.000, maka nilai tukar rupiah mengalami penurunan atau depresiasi. Sebaliknya apabila nilai tukar 1 USD berubah menjadi sebesar Rp8.000, maka nilai tukar rupiah mengalami peningkatan atau apresiasi.

Apabila nilai tukar didefinisikan sebagai nilai valuta asing terhadap Rupiah

$NT_{USD/IDR}$ = dolar Amerika yang diperlukan untuk membeli satu Rupiah

$NT_{YEN/IDR}$ = Yen yang diperlukan untuk membeli satu Rupiah

Pengertian Nilai Tukar

Dengan menggunakan konsep ini, apabila NT meningkat, maka Rupiah mengalami **apresiasi** untuk sistem nilai tukar mengambang bebas atau **revaluasi** untuk sistem nilai tukar tetap, sedangkan apabila NT menurun, maka Rupiah mengalami **depresiasi** untuk sistem nilai tukar mengambang bebas atau **devaluasi** untuk sistem nilai tukar tetap.

Dengan contoh di atas, maka dalam pengertian ini, satu Rupiah dinilai sebesar 1/8.500 USD atau 0,00012 USD. Nilai tukar rupiah mengalami depresiasi jika menurun atau dengan contoh di atas sebesar 1/9000 USD atau 0,00011, mengalami apresiasi dengan nilai pada contoh 1/8.000 USD = 0,00013 USD.

Nilai tukar yang kita kenal dalam pengertian sehari-hari sebagaimana diuraikan di atas adalah dalam pengertian nominal (nilai tukar nominal). Dalam menganalisis nilai tukar kita juga mengenal apa yang disebut sebagai nilai tukar riil. Nilai tukar riil adalah nilai tukar nominal yang sudah dikoreksi dengan harga relatif, yaitu harga-harga didalam negeri dibanding dengan harga-harga di luar negeri. Nilai tukar riil tersebut dapat dihitung dengan menggunakan rumus sederhana sebagai berikut:

$$Q = S P/P^*$$

dimana Q adalah nilai tukar riil, S adalah nilai tukar nominal, P adalah tingkat harga di dalam negeri dan P* adalah tingkat harga di luar negeri.

Formula di atas digunakan untuk menghitung nilai tukar riil³ bilateral dari dua negara. Dalam transaksi perdagangan internasional, suatu negara tidak hanya melakukan transaksi pada satu negara, tetapi juga dengan beberapa negara. Dengan demikian, pengukuran nilai tukar riil suatu negara terhadap mitra dagangnya perlu juga disesuaikan dengan memperhitungkan laju inflasi dan nilai tukar dari masing-masing negara tersebut. Pengukuran rata-rata nilai tukar suatu mata uang riil terhadap seluruh atau sejumlah mata uang asing disebut sebagai nilai tukar efektif.

³ Selain pengertian nilai tukar riil juga dikenal pengertian *Fundamental Effective Exchange* (FEER) dan *Behavioral Effective Exchange Rate* (BEER). FEER adalah nilai tukar yang didasarkan atas fundamental ekonomi suatu negara sedangkan BEER adalah nilai tukar yang didasarkan atas perilaku pasar baik yang bersifat fundamental maupun tingkat resiko suatu negara.

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Sebagai suatu angka rata-rata biasanya dalam menghitung nilai tukar efektif tersebut dipergunakan suatu bobot atas suatu mata uang tertentu. Bobot tersebut, misalnya, dapat berupa pangsa perdagangan suatu negara dengan negara lain. Nilai tukar efektif ini dapat dihitung antara satu negara dengan negara lain (bilateral) atau satu negara dengan beberapa negara (multilateral).

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar

Dalam sistem nilai tukar tetap, mata uang lokal ditetapkan secara tetap terhadap mata uang asing. Sementara dalam sistem nilai tukar mengambang, nilai tukar atau Kurs dapat berubah-ubah setiap saat, tergantung pada jumlah penawaran dan permintaan valuta asing relatif terhadap mata uang domestik. Setiap perubahan dalam penawaran dan permintaan dari suatu mata uang akan mempengaruhi nilai tukar mata uang yang bersangkutan. Dalam hal permintaan terhadap valuta asing relatif terhadap mata uang domestik meningkat, maka nilai mata uang domestik akan menurun. Sebaliknya jika permintaan terhadap valuta asing menurun, maka nilai mata uang domestik meningkat. Sementara itu, jika penawaran valuta asing meningkat relatif terhadap mata uang domestik, maka nilai tukar mata uang domestik meningkat. Sebaliknya jika penawaran menurun, maka nilai tukar mata uang domestik menurun.

Dilihat dari faktor-faktor yang mempengaruhinya, terdapat tiga faktor utama yang mempengaruhi permintaan valuta asing (Gambar 1). **Pertama**, faktor pembayaran impor. Semakin tinggi impor barang dan jasa, maka semakin besar permintaan terhadap valuta asing sehingga nilai tukar akan cenderung melemah. Sebaliknya, jika impor menurun, maka permintaan valuta asing menurun sehingga mendorong menguatnya nilai tukar⁴. **Kedua**, faktor aliran modal keluar (*capital outflow*). Semakin besar aliran modal keluar, maka semakin besar permintaan valuta asing dan pada lanjutannya akan memperlemah nilai tukar. Aliran modal keluar meliputi

⁴ Dengan asumsi faktor-faktor lainnya tidak berubah (*ceteris paribus*). Asumsi ini juga berlaku untuk aliran modal keluar/masuk dan ekspor.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar

Gambar 1
Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar Domestik



pembayaran hutang penduduk Indonesia (baik swasta dan pemerintah) kepada pihak asing dan penempatan dana penduduk Indonesia ke luar negeri. **Ketiga**, kegiatan spekulasi. Semakin banyak kegiatan spekulasi valuta asing yang dilakukan oleh spekulan⁵ maka semakin besar permintaan terhadap valuta asing sehingga memperlemah nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing.

Sementara itu, penawaran valuta asing dipengaruhi oleh dua faktor utama. **Pertama**, faktor penerimaan hasil ekspor. Semakin besar volume penerimaan ekspor barang dan jasa, maka semakin besar jumlah valuta asing yang dimiliki oleh suatu negara dan pada lanjutannya nilai tukar terhadap mata uang asing cenderung menguat atau apresiasi. Sebaliknya, jika ekspor menurun, maka jumlah valuta asing yang dimiliki semakin menurun sehingga nilai tukar juga cenderung mengalami depresiasi. **Kedua**, faktor aliran modal masuk (*capital inflow*). Semakin besar aliran modal masuk, maka nilai tukar akan cenderung semakin menguat. Aliran modal masuk tersebut dapat berupa penerimaan hutang luar negeri, penempatan dana jangka pendek oleh pihak asing (*Portfolio investment*) dan investasi langsung pihak asing (*foreign direct investment*).

⁵ Spekulasi valuta asing adalah pelaku di pasar valas yang bertujuan mendapatkan keuntungan dari melemahnya nilai tukar

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Sebagaimana diuraikan dalam topik faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar, permintaan dan penawaran valuta asing sangat dipengaruhi oleh perkembangan ekspor dan impor serta aliran modal dari dan ke luar negeri. Dilihat dari faktor yang mempengaruhinya, perkembangan ekspor dan impor antara lain dipengaruhi oleh harga relatif antara suatu negara dengan negara mitra dagangnya. Semakin tinggi laju inflasi suatu negara dibandingkan dengan negara lainnya, maka harga barang ekspor suatu negara akan lebih mahal dan dapat menurunkan ekspor serta pada lanjutannya akan menurunkan nilai tukar suatu negara.

Sementara itu, besarnya aliran modal terutama dipengaruhi oleh perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri (*interest rate differential*). Semakin tinggi perbedaan suku bunga di dalam negeri dibandingkan suku bunga luar negeri, maka semakin besar kecenderungan aliran modal masuk ke suatu negara. Namun, dalam perkembangannya, ukuran yang digunakan oleh investor untuk menempatkan dananya tidak terbatas pada suku bunga nominal, tetapi suku bunga riil. Dalam suku bunga riil tersebut, suku bunga nominal telah dikoreksi dengan laju inflasi. Selain itu, tingkat resiko juga mempengaruhi keputusan investor untuk menanamkan dana di suatu negara. Negara yang mempunyai resiko penanaman yang tinggi, pada umumnya cenderung dihindari investor.

Sejarah Singkat Sistem Moneter Internasional

Pembahasan nilai tukar tidak dapat dilepaskan dari sejarah sistem moneter internasional dimana pada awalnya, tujuan pembentukan sistem moneter internasional dimaksudkan untuk mempermudah transaksi ekonomi antarnegara. Beberapa penulis mempunyai pendapat yang berbeda mengenai dimulainya sistem moneter internasional, tetapi sebelum standar emas digunakan secara luas pada era tahun 1870-an telah dikenal standar *bimetallic* pada periode tahun 1815 hingga tahun 1873. Pada standar ini, emas dan perak digunakan sebagai dasar dari cadangan aset dari uang yang yang diedarkan. Emas dan perak dipertukarkan dengan harga tertentu, yaitu harga di Amerika Serikat pada saat itu bergerak pada kisaran harga

Sejarah Singkat Sistem Moneter Internasional

relatif 15 perak sampai 16 perak per satu emas. Negara utama yang menggunakan standar ini pada waktu itu adalah Perancis dan Amerika Serikat. Pada era tahun 1870-an sistem ini ditinggalkan karena standar ini dapat menimbulkan deflasi yang disebabkan terjadinya demonetisasi terhadap mata uang perak yang cenderung lebih rendah.

Penetapan tanggal yang tepat mengenai sistem moneter internasional terdapat berbagai versi dari beberapa penulis, tetapi penggunaan secara luas standar emas pada era tahun 1870-an dan 1880-an dapat dijadikan titik awal untuk pembahasan sejarah singkat sistem moneter internasional. Gosh, Gulde dan Wolf (2002) mengelompokkan sejarah sistem moneter internasional atas enam periode, yaitu: 1) periode standar emas (*Gold Standard*), 2) periode dismal (*Dismal Period*), 3) periode standar tukar emas (*Gold Exchange Standard*), 4) periode nasionalisme moneter (*Monetary Nationalism*), 5) periode sistem *Bretton Woods* (*Bretton Woods System*), 6) periode setelah *Bretton Woods* (*Post-Bretton Woods Period*). Namun, terdapat penulis yang mengelompokkan periode 2), 3), dan 4) menjadi satu periode, sehingga periode sistem moneter internasional dapat dibagi empat periode, yaitu 1)periode standar emas (*Gold Standard*), 2)periode perang dunia pertama dan kedua, 3)periode sistem *Bretton Woods* (*Bretton Woods System*), dan 4) periode setelah *Bretton Woods* (*Post-Bretton Woods Period*) (Copeland, 1989).

Periode Standar Emas: 1880-1914

Pada sistem standar emas, nilai tukar uang domestik terhadap emas ditetapkan berdasarkan harga resmi yang tetap. Terdapat dua karakteristik utama standar emas yang diterapkan oleh negara-negara yang menggunakan standar ini pada akhir abad ke-19 dan awal abad ke-20, yaitu: 1) perorangan dapat dengan bebas mengimpor dan mengeksport emas dan 2) persediaan dan uang kertas yang beredar cukup dijamin dengan persediaan emas. Kebebasan perorangan untuk membeli dan menjual emas di dalam negeri atau dari/ke luar negeri mempunyai implikasi bahwa antarnegara menganut sistem nilai tukar tetap (*Fixed exchange rate system*). Di samping itu, adanya keharusan menjamin jumlah uang beredar dengan persediaan emas dapat mendorong tetap terjaminnya harga resmi emas.

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Secara konseptual, apabila tidak terjadi distorsi dalam ekonomi maka penggunaan standar emas ini dapat secara otomatis memperbaiki (*invisible hand*) neraca perdagangan suatu negara. Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas, dapat diberikan contoh transaksi perdagangan dari 2 (dua) negara, sebut saja negara A dan B. Misalkan, negara A mengalami surplus dalam neraca perdagangan atau barang ekspor lebih besar dari barang impor dengan negara B. Dengan kondisi surplus ini, negara A akan mengekspor barang lebih banyak dan mengimpor emas. Impor emas akan meningkatkan jumlah uang beredar sehingga harga dari barang dan jasa meningkat. Sebaliknya, negara B akan mengimpor barang lebih banyak dan mengekspor emas sehingga jumlah uang beredar berkurang. Pengurangan uang beredar mengakibatkan harga menurun. Selanjutnya, penurunan harga-harga di negara B akan dapat meningkatkan ekspor negara B sehingga neraca perdagangan akan menjadi surplus. Sebaliknya di negara A, harga akan meningkat sehingga impor akan meningkat dan pada lanjutannya mengakibatkan neraca perdagangan akan defisit. Dengan demikian, sistem ini mengoreksi secara otomatis ketidakseimbangan perdagangan. Proses penyesuaian harga melalui mekanisme penyesuaian otomatis neraca pembayaran disebut *the price specie-flow mechanism* dan ide pemikiran tersebut dikemukakan oleh David Hume seorang filsuf dan ekonom pada abad ke-18.

Sebagaimana diuraikan pada bagian awal topik ini, prinsip standar emas adalah uang beredar harus dijamin dengan cadangan emas sehingga sistem ini mendorong terjadinya stabilitas nilai tukar dan harga. Namun, sistem ini mempunyai kelemahan khususnya apabila jumlah cadangan emas tidak mencukupi atau terlalu besar. Jumlah cadangan emas yang terlalu sedikit dapat mendorong terjadinya deflasi dan melemahnya kegiatan ekonomi suatu negara. Sebagai contoh, berkurangnya produksi emas pada era tahun 1870-an dan 1880-an mengakibatkan terjadinya penurunan harga-harga dan kelesuan kegiatan ekonomi. Sebaliknya, jumlah cadangan emas yang terlalu besar dibandingkan dengan uang beredar, seperti penemuan emas tahun 1890-an, mendorong terjadinya kenaikan harga-harga (inflasi).

Sejak tahun 1880 sampai dengan Perang Dunia I, sejumlah negara besar dunia menerapkan standar emas. Inggris mendirikan standar emas

Sejarah Singkat Sistem Moneter Internasional

pada abad ke-18, dan membatalkannya pada tahun 1797 dan kemudian menggunakannya kembali pada tahun 1819. Sementara Jerman menggunakan standar emas pada awal tahun 1870-an dan diikuti oleh negara-negara Eropa lainnya, seperti Perancis, Belgia, Swiss, Italia, dan negara-negara Skandinavia. Amerika Serikat juga menggunakan standar emas pada akhir abad ke-19, sementara Jepang mengadopsi standar emas pada tahun 1897. Penggunaan standar emas ini berakhir pada perang dunia pertama. Perang telah merusak arus perdagangan dan mobilitas emas antarnegara sehingga standar ini tidak dapat dipertahankan. Selain itu, besarnya kebutuhan pembiayaan untuk perang pada negara-negara yang terlibat perang, seperti Perancis, mendorong pemerintah mencetak uang lebih banyak sehingga uang tersebut tidak sepenuhnya lagi dapat dijamin dengan cadangan emas nasional.

Periode Perang Dunia Pertama hingga Perang Dunia Kedua

Pada periode Perang Dunia Pertama (PD I) hingga Perang Dunia Kedua (PD II), sistem moneter atau nilai tukar yang digunakan suatu negara mengalami pasang surut. Pada periode PD I hingga tahun 1925, banyak negara menggunakan sistem nilai tukar mengambang dengan tidak ada intervensi dari bank sentral. Sementara dari tahun 1925 hingga tahun 1931, sejalan dengan perbaikan standar emas, banyak negara menggunakan sistem nilai tukar tetap dengan mengaitkan cadangan emas dan valuta asing yang dimiliki atau sering disebut *gold exchange standard*. Pada masa depresi (*Great Depression*) banyak negara menanggalkan standar emas dan menggunakan sistem nilai tukar mengambang bebas atau sistem mengambang terkendali.

Besarnya kebutuhan pembiayaan pada masa PD I mendorong beberapa negara melepaskan standar emas dan beralih ke sistem nilai tukar mengambang. Dengan mekanisme sistem nilai tukar mengambang, nilai mata uang ditetapkan berdasarkan mekanisme pasar dan pemerintah tidak perlu lagi menjamin uang dalam peredaran sebesar emas tertentu. Penerapan sistem ini dilakukan untuk menutupi defisit pengeluaran pemerintah untuk menutupi pembiayaan perang pada saat tersebut. Namun, pengalaman setelah perang menunjukkan bahwa pencetakan uang yang

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

berlebihan tanpa didasarkan atas cadangan emas yang tersedia telah mendorong terjadinya laju inflasi yang sangat tinggi pada negara-negara yang berperang, khususnya di Eropa.

Kondisi inflasi yang tinggi menyadarkan negara-negara di Eropa untuk kembali menggunakan standar emas. Kembalinya negara-negara tersebut ke standar emas dengan maksud menstabilkan tingkat harga dan disiplin kebijakan fiskal⁶. Selain itu, terdapatnya perbaikan dalam sistem standar emas lama merupakan salah satu faktor yang mendorong beralihnya negara tersebut ke standar emas. Dalam standar emas baru ini, nilai tukar suatu negara tidak hanya dikaitkan dengan cadangan emas, tetapi juga dikaitkan valuta asing yang dimiliki. Standar ini sering disebut *gold exchange standard*.

Inggris kembali ke standar emas pada tahun 1925 dengan nilai uang ditetapkan sama seperti sebelum PD I. Penetapan nilai uang *poundsterling* sebesar nilai sebelum perang telah memberikan dampak negatif terhadap perekonomian Inggris, seperti tercermin dari terjadinya deflasi yang dalam hingga akhir tahun 1920-an di Inggris. Sementara Perancis kembali ke standar emas setelah mengalami inflasi yang tinggi pada tahun 1926 dengan nilai disesuaikan dengan kondisi riil atau lebih rendah nilainya dari masa sebelum PD I. Kembalinya Perancis ke standar emas dengan tingkat nilai tukar yang lebih rendah (depresiasi) menjadikan ekonomi Perancis lebih baik. Hasil ini berbeda dengan pada saat Inggris kembali standar emas. Pada saat itu, nilai tukar mengalami apresiasi sehingga perekonomian mengalami deflasi.

Sementara itu, depresi ekonomi pada awal tahun 1930-an mendorong beberapa negara untuk kembali menanggalkan standar emas. Dengan menggunakan standar emas berarti ruang gerak pemerintah untuk melakukan pengeluaran fiskal yang ekspansif untuk menggerakkan ekonomi menjadi terbatas karena pencetakan uang baru tidak dapat dilakukan sebagai akibat terbatasnya cadangan emas yang dimiliki. Mengingat keterbatasan standar emas ini, maka pada September 1931 Inggris kembali meninggalkan standar tersebut. Pada periode tahun 1929

⁶ Disiplin kebijakan fiskal adalah menghindari kebijakan fiskal yang defisit (pengeluaran lebih besar dari penerimaan).

Sejarah Singkat Sistem Moneter Internasional

hingga tahun 1933 beberapa negara juga membatalkan standar emas. Amerika Serikat juga meninggalkan standar emas pada April 1933 atau tepatnya dua bulan setelah pelantikan Presiden Franklin Roosevelt. Namun, Amerika pada Januari 1934 kembali ke standar emas dengan menetapkan harga satu ons emas sama dengan 35 dolar Amerika. Sebaliknya, Perancis tetap berpegang pada standar emas hingga tahun 1936, dan kebijakan ini mengakibatkan kondisi perekonomian negara ini menjadi lebih buruk dibandingkan negara lain. Setelah pecah PD II pada tahun 1939, beberapa negara menggunakan sistem nilai tukar tetap dengan tidak mendasarkan lagi pada standar emas, tetapi pada mata uang tertentu, misalnya, Inggris menetapkan nilai pound sebesar 4,03 dolar Amerika.

Sistem Bretton Woods

Pemikiran untuk menerapkan suatu sistem moneter internasional yang baru sudah diawali selama PD II, dengan harapan untuk menghindari kekacauan ekonomi yang terjadi setelah Perang Dunia I. Pemerintah Inggris dan Amerika pada awal tahun 1940-an mulai membentuk suatu tim yang terdiri dari pejabat pemerintah, akademisi, dan para pakar dengan tugas untuk meneliti, menjajagi, dan mulai memikirkan aturan main serta kelembagaan yang tepat untuk mewujudkan pemikiran tersebut setelah selesainya perang.

Untuk mewujudkan pemikiran tersebut pada Juli 1944 di Bretton Woods, New Hampshire, telah diselenggarakan suatu konferensi yang diikuti oleh 44 negara. Sebagai tindak lanjut dari pertemuan tersebut, pada Desember 1946 ditetapkan secara resmi suatu tatanan moneter internasional yang baru. Satu keputusan yang terpenting adalah berupa penetapan sistem nilai tukar tetap yang secara resmi diikuti oleh 32 negara.

Sementara itu, dua lembaga keuangan internasional juga didirikan, yaitu *International Monetary Fund* (IMF) 'Dana Moneter Internasional' dan *International Bank for Reconstruction and Development* (IBRD) atau yang lebih dikenal sebagai *World Bank*. IMF dibentuk dengan maksud untuk mendorong kerja sama moneter antarnegara, sistem nilai tukar yang lebih baik, dan untuk memberikan bantuan keuangan jangka pendek apabila suatu negara mengalami kesulitan neraca pembayaran. Dalam pada

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

itu, pendirian Bank Dunia dimaksudkan untuk membiayai rekonstruksi dan pembangunan yang lebih berjangka panjang.

Sistem nilai tukar tetap yang disepakati sebagai hasil dari konferensi *Bretton Woods* tersebut akhirnya dikenal sebagai Sistem *Bretton Woods*. Dalam sistem tersebut Amerika Serikat adalah sebagai satu-satunya negara yang mengaitkan mata uangnya secara tetap dengan emas. Pada saat itu, 35 dolar Amerika (USD) ditetapkan nilainya sama dengan satu *ounce* emas, suatu nilai yang sebenarnya telah berlaku sejak tahun 1934. Negara-negara lain mengaitkan mata uangnya dengan USD. Selain itu, negara-negara tersebut dapat melakukan revaluasi dan devaluasi mata uangnya jika diperlukan dengan melihat perubahan-perubahan faktor fundamental ekonomi dengan Amerika Serikat. Dengan demikian, Amerika Serikat merupakan jangkar dari sistem ini dengan menetapkan secara tetap nilai USD terhadap emas.

Pascasistem Bretton Woods

Awal tahun 1970-an diwarnai dengan perubahan mendasar dalam sejarah moneter internasional. Kepercayaan masyarakat terhadap kemampuan sistem nilai tukar tetap yang diatur *IMF* berdasarkan pertemuan di *Bretton Woods* semakin berkurang. Ketidakpercayaan tersebut mendorong ambuknya sistem nilai tukar *Bretton Woods*, seperti tercermin dari penutupan penukaran USD terhadap emas pada 15 Agustus 1971. Kebijakan tersebut juga ditindaklanjuti dengan mendevaluasi mata uang dolar Amerika dari 35 USD menjadi 38 USD per satu *ounce* emas. Sejalan dengan perkembangan tersebut, maka sejak tahun 1973, negara-negara anggota IMF diperbolehkan untuk mengembangkan nilai tukar mata uangnya. Perubahan tersebut tidak menyebabkan semua negara beralih ke sistem nilai tukar mengambang, melainkan banyak juga ditemukan negara menganut sistem nilai tukar tetap ataupun variasi dari kedua jenis sistem nilai tukar mengambang dan sistem nilai tukar tetap.

Beberapa negara Eropa pada tahun 1979 mendirikan mekanisme nilai tukar *European Monetary System* (EMS). Pembentukan sistem moneter ini dimaksudkan untuk menciptakan mekanisme nilai tukar yang stabil di antara anggota *EMS*. Sistem ini mendapat krisis yang hebat pada tahun

Kebijakan dan Sistem Nilai Tukar di Dunia

1992 dan sistem ini masih berlaku hingga tahun 1993 dan secara formal masih ada sebelum dibentuknya Masyarakat Ekonomi Eropa (*European Monetary Union/EMU*) pada 1 Januari 1999. Dengan pembentukan EMU tersebut, sebelas negara Eropah menetapkan nilai tukar Euro sebagai mata uang bersama. Bank Sentral Eropa (ECB) baru dibentuk dan bertugas mempertahankan nilai tukar melalui intervensi. Tiga tahun sejak *EMU* dibentuk atau tepatnya pada 1 Januari 2002, mata uang Euro akan menggantikan secara penuh mata uang negara-negara anggotanya.

Sementara itu, di luar negara Eropa dan Amerika Serikat setelah dua dasawarsa runtuhnya sistem Bretton Woods (tahun 1990-an), penerapan sistem nilai tukar menghadapi batu ujian berat. Beberapa negara Amerika Latin dan Asia menghadapi krisis nilai tukar. Krisis nilai tukar di beberapa negara tersebut tidak saja telah menggoyahkan perekonomian negara tersebut, tetapi juga telah menimbulkan gejolak sosial dan politik, sebagaimana yang terjadi di Meksiko dan Brazil, serta di beberapa negara Asia, seperti Indonesia, Thailand, dan Korea Selatan pada tahun 1997/1998. Dalam mengatasi krisis nilai tukar tersebut, beberapa negara mengambil kebijakan yang berbeda. Beberapa negara melepaskan sistem nilai tukar tetap dan menyerahkan mekanisme pasar dalam menentukan kurs, seperti Chili, Thailand dan Indonesia. Sementara itu, beberapa negara justru sebaliknya menggunakan sistem nilai tukar tetap, misalnya, Hongkong dan Argentina menggunakan *Currency Board System (CBS)* dan Malaysia beralih ke sistem nilai tukar tetap pada tahun 1998. Namun, perkembangan terakhir menunjukkan bahwa banyak negara menggunakan sistem nilai tukar mengambang dibandingkan dengan menggunakan sistem nilai tukar tetap.

Kebijakan dan Sistem Nilai Tukar di Dunia

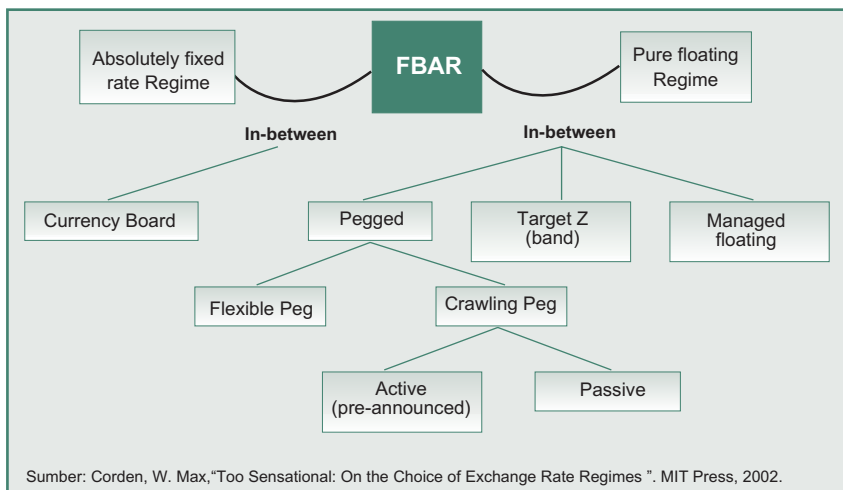
Pada umumnya, kebijakan nilai tukar suatu negara diarahkan untuk mendukung neraca pembayaran dan/atau membantu efektivitas kebijakan moneter. Penetapan nilai tukar yang *overvalue* dapat mengakibatkan harga barang-barang ekspor menjadi lebih mahal di luar negeri dan barang-

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

barang impor menjadi lebih murah dan akhirnya neraca perdagangan menjadi memburuk. Dalam kaitannya dengan kebijakan moneter, depresiasi nilai tukar yang berlebihan dapat mengakibatkan tingginya laju inflasi sehingga dapat mengganggu tujuan akhir kebijakan moneter untuk memelihara stabilitas harga. Sehubungan dengan hal tersebut, maka kebijakan nilai tukar yang tepat merupakan salah satu faktor yang menentukan keberhasilan pembangunan suatu negara.

Sejalan dengan tujuan kebijakan nilai tukar, maka dikenal berbagai jenis sistem nilai tukar yang digunakan oleh suatu negara khususnya lagi setelah runtuhnya sistem nilai tukar *Bretton Woods*. Berdasarkan perkembangan terakhir, terdapat kecenderungan negara-negara dunia menggunakan sistem nilai tukar mengambang. Namun, masih terdapat beberapa negara yang menggunakan sistem nilai tukar tetap ataupun variasi dari sistem nilai tukar mengambang dengan sistem nilai tukar tetap. Corden (2002) mengklasifikasikan sistem nilai tukar ke dalam tiga kelompok, yaitu 1) sistem nilai tukar tetap murni (*Absolutely fixed rate regime*), 2) sistem nilai tukar mengambang murni (*Pure floating regime*), dan 3) sistem nilai tukar tetap tetapi dapat disesuaikan (*Fixed But Adjustable Rate/FBAR*) yang merupakan kombinasi sistem nilai tukar tetap dan mengambang.

Gambar 2
Sistem Nilai Tukar



Selanjutnya terdapat beberapa jenis sistem nilai tukar yang merupakan kombinasi dari ketiga sistem nilai tukar tersebut. Di antara sistem nilai tukar mengambang murni dengan FBAR terdapat *currency board system* (CBS). Sementara itu, di antara sistem nilai tukar mengambang murni dengan FBAR terdapat tiga jenis sistem nilai tukar, yaitu i) *pegged*, ii) *target zone (band)* dan iii) *managed floating*. Selanjutnya sistem nilai tukar *pegged* dapat dibagi atas dua jenis, yaitu *flexible and crawling pegged*. Sementara *crawling pegged* dapat dibagi atas dua jenis lagi, yaitu *active (pre-announced)* dan *pasive crawling pegged*. Kesemua jenis sistem nilai tukar tersebut di atas dapat dibaca pada gambar 2. Terdapat perbedaan pengklasifikasian mengenai jenis nilai tukar diantara beberapa penulis, namun, pengklasifikasian jenis nilai tukar menurut Corden yang akan digunakan dalam buku seri ini.

‘Absolutely Fixed Exchange Rate Regime’ Sistem Nilai Tukar Tetap

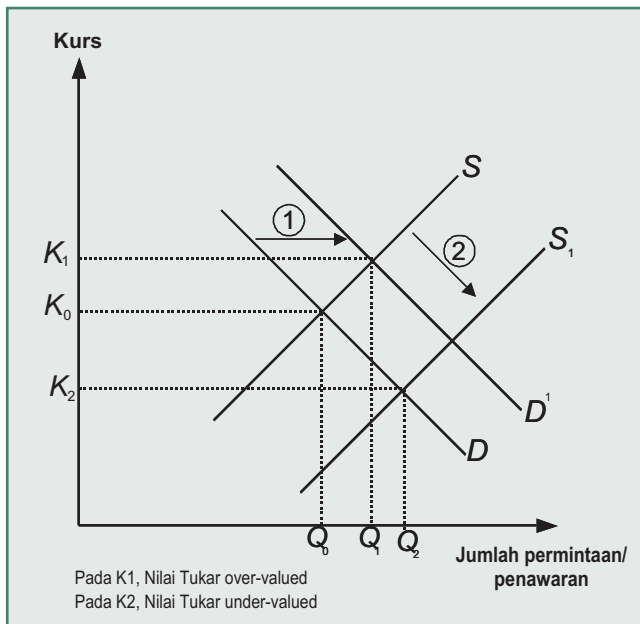
Pada awal sistem moneter internasional, sistem nilai tukar tetap harus dijamin dengan cadangan emas yang dimiliki oleh suatu negara. Penjaminan mata uang tersebut dimaksudkan agar pemegang mata uang merasa terjamin memegang uang yang dimiliki. Pada perkembangan terakhir, tidak ada kewajiban untuk menjamin jumlah uang beredar dengan cadangan emas negara, seperti pada era *gold standard* yang diuraikan pada topik sejarah moneter internasional. Pada sistem nilai tukar tetap ini, mata uang suatu negara ditetapkan secara tetap dengan mata uang asing tertentu, misalnya, mata uang rupiah ditetapkan secara tetap terhadap dolar Amerika Serikat (USD). Dengan penetapan nilai tukar secara tetap, terdapat kemungkinan nilai tukar yang ditetapkan terlalu tinggi (*over-valued*) atau terlalu rendah (*under-valued*) dari nilai sebenarnya. Kondisi mata uang suatu negara yang terlalu tinggi dapat dilihat pada kurs K_1 gambar 2. Dalam kondisi ini, dimisalkan nilai tukar yang ditetapkan suatu negara adalah K_0 , tetapi dalam perkembangannya terdapat peningkatan permintaan relatif valuta asing terhadap mata uang domestik sehingga harga keseimbangan baru adalah K_1 . Jika Pemerintah tetap menetapkan kurs pada K_0 , maka nilai tukar negara tersebut menjadi *over-valued* karena nilai keseimbangan baru berada pada kurs K_1 . Sementara itu, kurs yang terlalu rendah dapat dilihat pada kurs K_2 Gambar 2. Pada kondisi ini,

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

dimisalkan terjadi peningkatan valuta asing sehingga harga keseimbangan baru kurs menjadi K_2 . Jika Pemerintah masih menetapkan kurs pada K_0 maka kurs negara tersebut menjadi *under-valued*.

Setelah era sistem *Bretton Woods*, banyak negara meninggalkan sistem nilai tukar tetap sehingga sebagian kecil negara yang menerapkan sistem ini. Terdapat dua penyebab utama suatu negara meninggalkan sistem ini. *Pertama*, dapat mengganggu neraca perdagangan, Dengan menerapkan sistem nilai tukar tetap, maka nilai tukar mata uang domestik akan dapat lebih mahal dibandingkan dengan nilai sebenarnya. Kondisi ini dapat mengakibatkan barang-barang ekspor suatu negara lebih mahal di luar negeri dan akan mengurangi daya kompetisi dan selanjutnya akan menurunkan volume ekspor. Di sisi impor, nilai tukar yang *over-valued* mengakibatkan harga barang impor menjadi lebih murah dan impor dapat meningkat. Secara keseluruhan nilai tukar yang *over-valued* akan memperburuk neraca perdagangan suatu negara. *Kedua*, ketidakcukupan

Gambar 3
Keseimbangan Nilai Tukar Tetap



cadangan devisa untuk mempertahankan sistem ini. Negara–negara yang mempunyai cadangan devisa sedikit akan rentan terhadap serangan nilai tukar karena negara tidak mempunyai cadangan devisa yang cukup untuk intervensi ke pasar valas dalam mempertahankan nilai tukar.

Sementara itu, masih terdapatnya beberapa negara yang menggunakan sistem nilai tukar tetap disebabkan sistem nilai tukar ini dapat digunakan sebagai jangkar nominal (*nominal anchor*). Jangkar nominal dimaksudkan dalam pengertian di sini adalah nilai tukar tetap dapat digunakan sebagai alat pengendalian inflasi. Depresiasi nilai tukar akan dapat mendorong terjadinya inflasi. Dengan dipatoknya nilai tukar, maka harga barang impor juga relatif tetap sehingga inflasi yang berasal dari barang impor dapat dikendalikan. Dalam rangka menjamin kesuksesan kebijakan nilai tukar tetap, kebijakan ini umumnya diimbangi dengan sistem devisa terkontrol. Dengan pengontrolan devisa, maka ruang gerak pelaku pasar untuk menyerang nilai tukar dapat dibatasi.

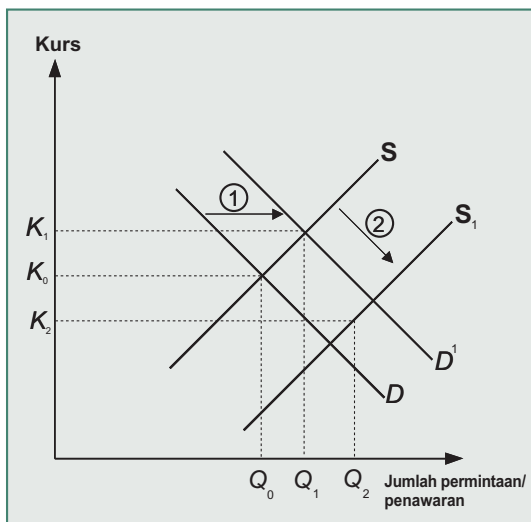
***‘Pure Floating Exchange Rate Regime’* Sistem Nilai Tukar Mengambang Penuh**

Dalam sistem nilai tukar mengambang penuh, mekanisme penetapan nilai mata uang domestik terhadap mata uang asing ditentukan oleh mekanisme pasar. Dengan demikian, pada sistem ini nilai mata uang akan dapat berubah setiap saat tergantung dari permintaan dan penawaran mata uang domestik relatif terhadap mata uang asing dan perilaku spekulan. Dalam sistem nilai tukar mengambang murni, bank sentral tidak menargetkan besarnya nilai tukar dan melakukan intervensi langsung ke pasar valuta asing.

Sebagaimana dijelaskan pada faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar, dalam hal permintaan valuta asing relatif terhadap mata uang domestik lebih besar dari penawarannya, maka nilai tukar mata uang domestik akan menurun. Sebaliknya, nilai tukar akan menguat jika penawaran lebih besar dari permintaan (Gambar 4). Selain itu, besarnya nilai tukar juga dipengaruhi perilaku penjual dan pembeli khususnya para spekulan. Dalam era globalisasi uang diperdagangkan sebagai barang dan tidak ada batas antarnegara sehingga nilai tukar sangat rentan terhadap

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Gambar 4
Keseimbangan Kurs Pada Sistem Nilai Tukar Mengambang



serangan pedagang valuta asing yang mempunyai sifat alami cenderung mengambil keuntungan. Krisis nilai tukar di Indonesia dan negara-negara Asia lainnya pada tahun 1997/1998 tidak terlepas dari kegiatan spekulasi para pelaku pasar valuta asing.

Terdapat dua argumentasi mengapa banyak negara-negara menggunakan sistem nilai tukar mengambang. *Pertama*, sistem ini memungkinkan suatu negara mengisolasi kebijakan ekonomi makronya dari dampak kebijakan dari luar sehingga suatu negara mempunyai kebebasan untuk mengeluarkan kebijakan yang independen. *Kedua*, sistem ini tidak memerlukan cadangan devisa yang besar karena tidak ada kewajiban untuk mempertahankan nilai tukar. Namun, penggunaan sistem ini juga mempunyai kelemahan, yaitu penetapan nilai tukar berdasarkan pasar dapat mengakibatkan nilai tukar berfluktuasi. Depresiasi nilai tukar dapat mengakibatkan peningkatan harga barang-barang impor dan pada lanjutannya memicu inflasi di dalam negeri.

‘Fixed But Adjustable Rate’ Sistem nilai tukar tetap tetapi dapat disesuaikan

Sistem nilai tukar *fixed but adjustable rate* (FBAR) merupakan kombinasi dari sistem nilai tukar tetap dengan sistem nilai tukar mengambang murni. Sistem nilai tukar FBAR memegang peranan penting pada masa sistem *Bretton Woods*. Bahkan sistem ini digunakan disebagian besar negara-negara berkembang setelah runtuhnya sistem *Bretton Woods* pada tahun 1973 hingga awal tahun 1990-an. Beberapa negara, seperti China, masih menggunakan sistem ini atau modifikasinya. Sistem nilai tukar FBAR sering disebut dengan sistem *adjustable peg*.

Dalam sistem nilai tukar FBAR, besarnya nilai tukar ditetapkan oleh pembuat kebijakan, bank sentral, dan dipertahankan melalui intervensi langsung di pasar valuta asing atau bank sentral mengarahkan pasar dengan jalan menjual dan membeli valuta asing dengan harga tetap. Sistem ini dicirikan dengan adanya komitmen dari bank sentral/pemerintah untuk mempertahankan nilai tukar sebesar tertentu. Nilai tukar dapat berubah, tetapi penyesuaiannya jarang dilakukan untuk menjaga kredibilitas. Perubahan nilai tukar mencerminkan persepsi resmi dari pemerintah mengenai perubahan fundamental ekonomi yang memerlukan penyesuaian nilai tukar atau terdapatnya tekanan pasar yang kuat yang mempengaruhi cadangan devisa sehingga memaksa perlu penyesuaian nilai tukar.

Dalam hal mobilitas arus modal rendah, sistem ini dapat mendorong terciptanya kebijakan moneter dan kebijakan nilai tukar yang independen. Rendahnya arus modal akan mempermudah otoritas moneter untuk menyusun dan mengimplementasikan kebijakannya tanpa perlu khawatir terhadap arus masuk dan keluar modal. Demikian halnya dengan kebijakan nilai tukar dapat disesuaikan otoritas moneter tergantung faktor fundamental ekonomi dan kondisi pasar valuta asing. Sementara itu, dalam hal arus modal cukup tinggi, kebijakan moneter tidak dapat dilakukan secara independen, sedangkan kebijakan nilai tukar masih dapat dilakukan secara independen. Tingginya arus modal mengakibatkan tingginya tekanan terhadap nilai tukar sehingga kebijakan bank sentral diarahkan untuk memelihara stabilitas nilai tukar.

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Currency Board System (CBS)

Terdapat tiga ciri utama dari sistem nilai tukar ini. *Pertama*, suatu negara secara eksplisit menyatakan komitmennya untuk menjaga nilai mata uangnya dengan mata uang negara lain dengan nilai tukar yang tetap. Kedua, setiap uang lokal yang diedarkan harus dijamin sepenuhnya dengan cadangan devisa. Selain menggunakan mata uang lokal terdapat juga negara yang menerapkan CBS menggunakan mata uang asing sebagai uang beredar di negaranya, misalnya, menggunakan dolar Amerika Serikat dan sistem ini sering disebut dengan dolarisasi. Dengan ciri kedua ini berarti setiap terjadinya perubahan di dalam cadangan devisa akan mendorong perubahan yang sama di dalam uang beredar atau uang primer. Aturan ini hampir sama dengan aturan yang berlaku dalam standar emas. Ketiga, tidak ada kebijakan pembatasan devisa.

Dengan sistem ini, peningkatan uang beredar tidak dapat digunakan untuk membiayai defisit anggaran pemerintah, tetapi bukan berarti CBS menabukan sama sekali defisit anggaran. Defisit anggaran masih dapat diperkenankan sepanjang pembiayaan defisit tersebut berasal dari pengeluaran obligasi pemerintah. Sejalan dengan prinsip tersebut, maka pemerintah atau bank sentral tidak dapat membiayai kesulitan keuangan yang dihadapi dalam lembaga keuangan, khususnya dalam kaitan perannya sebagai *the lender of last resort* (LOLR). Sebagaimana kebijakan fiskal, peran LOLR hanya dapat dilakukan dengan mengeluarkan obligasi. Dengan demikian CBS dapat mendorong terjadinya disiplin moneter dan sebagai konsekuensinya fungsi bank sentral sebagai pengendali moneter tidak diperlukan lagi. Namun, untuk mencapai keberhasilan CBS, perlu didukung disiplin fiskal yang ketat.

Tidak banyak negara menggunakan CBS sebagai sistem nilai tukar mengingat sistem ini menuntut kredibilitas dan disiplin kebijakan fiskal yang tinggi dari pemerintah. Tekanan eksternal dan ketidakdisiplinan pemerintah dalam kebijakan fiskal dapat mengakibatkan suatu negara mengalami resesi atau kelesuan ekonomi. Argentina merupakan salah satu negara yang menerapkan CBS sejak tahun 1993. Pada awal penerapan CBS, negara ini berhasil meredam laju inflasi yang tinggi. Namun, sejak beberapa tahun terakhir negara ini menghadapi resesi ekonomi akibat kebijakan fiskal yang tidak disiplin dan kuatnya tekanan eksternal akibat

kurang kompetitifnya produk ekspor negara ini di pasaran internasional. Sementara Hongkong SAR merupakan negara yang cukup berhasil menerapkan CBS sejak tahun 1983 berkat kedisiplinan dan konsistensi pemerintah melaksanakan kebijakan ini. Beberapa negara lainnya yang menerapkan CBS adalah Brunai Darussalam, Bulgaria, Bosnia dan Herzegovina, Estonia, Lithuania, dan Djibouti.

Flexible Peg

Dalam sistem nilai tukar ini, bank sentral menetapkan besarnya (*peg*) nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing dalam jangka waktu yang pendek. Penetapan (*peg*) nilai mata uang dapat dilakukan baik melalui intervensi ataupun melalui mekanisme pasar. Kurs atau nilai tukar dengan sistem ini dengan cepat dan sering disesuaikan sebagai respons terhadap kekuatan pasar atau perubahan fundamental. Dalam sistem ini, tidak terdapat komitmen untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu atau mempertahankan nilai tukar riil tertentu. Sistem ini dapat mencegah terjadinya ketidakstabilan atau volatilitas nilai tukar dalam jangka pendek. Sistem ini tidak dapat digunakan sebagai jangkar nominal, tetapi fleksibilitas dari sistem ini dapat mendorong pelaksanaan kebijakan moneter yang independen.

Perbedaan mendasar antara sistem ini dengan sistem mengambang murni adalah pada sistem *flexible peg*, volatilitas nilai tukar dalam jangka pendek dapat dihindarkan. Namun, dalam jangka menengah sistem ini tidak dapat digunakan untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Penghindaran volatilitas nilai tukar dalam jangka pendek perlu dihindarkan karena volatilitas mempunyai biaya, yaitu biaya lindung nilai (*hedging*) bagi debitur dan kreditur. Biaya *hedging* tersebut penting bagi suatu negara, khususnya pada negara-negara berkembang yang relatif kecil. Pada negara-negara ini, biaya *hedging* relatif mahal atau bahkan tidak tersedia karena pasar valuta asing sangat kecil atau sistem keuangan di dalam negeri belum berkembang. Depresiasi nilai tukar akan dapat memberikan dampak negatif kepada bank dan perusahaan yang mempunyai hutang luar negeri karena kewajibannya dalam mata uang lokal menjadi lebih mahal. Dengan demikian, untuk menjaga nilai tukar tetap dalam jangka pendek, sistem ini dapat mengatasi permasalahan tersebut.

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

‘Managed Floating’ Mengambang Terkendali

Suatu negara menerapkan sistem nilai tukar terkendali apabila bank sentral melakukan intervensi di pasar valuta asing tetapi tidak ada komitmen untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu atau pada suatu batasan target (*target zone*) tertentu. Intervensi di pasar valuta asing merupakan sejenis batasan target yang tidak resmi (*unannounced target zone*). Perbedaan mendasar sistem ini dengan FBAR dan *standard (announced) target zone* adalah tidak ada komitmen pada tingkat nilai tukar tertentu. Dengan demikian, dalam sistem ini tidak ada usaha untuk mempengaruhi ekspektasi masyarakat terhadap pergerakan nilai tukar atau permasalahan kredibilitas.

Sistem nilai tukar mengambang terkendali berbeda dengan sistem mengambang murni karena sistem ini tidak melarang untuk melakukan intervensi di pasar valuta asing. Tujuan intervensi tersebut adalah untuk menstabilkan pergerakan nilai tukar secara berkala atau setidaknya mengurangi volatilitas pada tingkat yang moderat, serta mencegah pergerakan nilai yang terlalu besar. Ketertarikan pembuat kebijakan untuk menggunakan sistem ini adalah terdapatnya kebebasan untuk menggunakan intervensi atau kebijakan lain, seperti suku bunga, untuk mencapai nilai tukar yang diharapkan sesuai dengan kebutuhan ekonomi tanpa harus kehilangan kredibilitas. Akan tetapi, sistem ini dapat mendorong kegiatan spekulasi dan (jika) bank sentral atau pemerintah tidak mempunyai cadangan devisa yang cukup dapat mengakibatkan ambuknya sistem nilai tukar ini.

Target Zone (Band)

Pada sistem ini, nilai tukar dibiarkan mengambang dalam target daerah tertentu. *Band* yang ditetapkan mempunyai batas atas dan batas bawah. Bank sentral mempunyai komitmen untuk mencegah agar nilai tukar tidak keluar dari batas atas dan batas bawah yang ditetapkan. Dengan pembiaran nilai tukar mengambang pada *band* yang ditetapkan, maka penetapan besarnya *band* merupakan salah satu faktor penting untuk diperhatikan. Penetapan *band* yang terlalu lebar menjadikan sistem ini mirip dengan sistem nilai tukar mengambang murni, sementara penetapan *band* yang

terlalu sempit menjadikan sistem ini mirip dengan FBAR.

Dengan penerapan *band* maka dapat terlihat bahwa sistem ini mempunyai variasi yang banyak. Terdapat kemungkinan suatu negara menetapkan *band* yang lebar, sementara negara lain menetapkan *band* yang sempit. Demikian halnya dengan kurs tengah dapat berupa *crawling*, *fixed*, kurs yang disesuaikan (*adjustable rate*), dan secara berkala disesuaikan seperti FBAR. Sementara itu, *crawl* juga dapat dibedakan atas aktif dan pasif. Rentang *band* yang ditetapkan juga dapat disesuaikan atau dibiarkan tetap pada waktu tertentu.

Pada umumnya, terdapat dua alasan utama suatu negara menerapkan sistem nilai tukar dengan *target zone* ini. *Pertama*, penggunaan sistem ini dapat menghindarkan nilai tukar menjadi *overshooting*⁷ atau perilaku tidak rasional dari peserta di pasar valuta asing. *Kedua*, komitmen bank sentral dapat mempengaruhi perilaku pasar ke arah yang lebih positif. Namun, rendahnya komitmen atau sedikitnya cadangan devisa bank sentral/pemerintah untuk mempertahankan sistem ini dapat mendorong terjadinya *speculative attack* terhadap sistem ini sebagaimana terjadi di Indonesia pada tahun 1997 dan negara-negara Amerika Latin di tahun 1980-an dan 1990-an.

Active Crawling Peg

Dalam sistem ini, pemerintah/bank sentral menetapkan nilai tukar pada tingkat tertentu, tetapi pemerintah secara berkala dapat melakukan penyesuaian berdasarkan perkembangan indikator-indikator ekonomi tertentu, seperti perbedaan inflasi dengan negara mitra dagang utama. Penetapan nilai tukar terhadap mata uang asing tersebut dilakukan di depan (*pre-announced rate*). Nilai tukar lokal yang ditetapkan terhadap mata uang asing tidak hanya terbatas pada satu mata uang saja, tetapi dapat ditetapkan atas sekeranjang mata uang tertentu berdasarkan bobot perdagangan dengan negara-negara mitra dagang, misalnya dolar Amerika, Yen dan Euro. Penetapan mata uang lokal terhadap beberapa mata uang ini sering disebut dengan *multi-currency pegging*.

⁷ Istilah *overshooting* dalam nilai tukar dapat diartikan suatu keadaan dimana nilai tukar aktual lebih rendah dari yang seharusnya.

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Sistem nilai tukar *crawling peg* yang aktif umumnya digunakan sebagai jangkar nominal untuk menurunkan laju inflasi, seperti yang dilakukan beberapa negara Amerika Latin guna memerangi inflasi yang tinggi. Sebagai bagian dari program stabilisasi di negara-negara tersebut, depresiasi nilai tukar diumumkan oleh pemerintah secara periodik, mingguan atau bulanan. Tingkat depresiasi nilai tukar yang diumumkan lebih kecil dari tingkat inflasi negara mitra dagang dan secara bertahap tingkat depresiasi tersebut diturunkan. Pemikiran tersebut dilakukan agar penurunan inflasi gaji dan barang-barang *non-traded* dapat mengikuti pergerakan nilai tukar. Kebijakan ini mampu menurunkan laju inflasi di negara-negara Amerika Latin lainnya. Namun, sebagaimana nilai tukar lainnya, seperti *target zone* dan mengambang terkendali, sistem ini juga mempunyai kelemahan. Kurangnya kredibilitas dan terbatasnya cadangan devisa dapat mengakibatkan ambruknya sistem ini. Selain itu, penggunaan sistem ini dapat membatasi ruang gerak otoritas moneter dalam melaksanakan kebijakan moneter.

Passive Crawling Peg

Pada sistem *passive crawling peg*, nilai tukar nominal pada suatu waktu tertentu disesuaikan sejalan dengan perkembangan inflasi pada masa lalu atau inflasi saat ini dan inflasi negara mitra dagang dan negara pesaing utama. Penyesuaian nilai tukar nominal dengan inflasi di dalam negeri relatif terhadap negara mitra dagang dan negara pesaing dimaksudkan untuk nilai tukar riil konstan. Dalam sistem ini tidak ada penetapan nilai tukar di depan (*pre-announced*). Jika inflasi meningkat akibat kenaikan upah dan penambahan jumlah uang beredar (*monetary expansion*), maka tingkat devaluasi juga meningkat. Kebijakan tersebut dilakukan dengan tujuan untuk mencegah apresiasi riil dari nilai tukar. Sebagaimana dalam *crawling peg* aktif maka nilai tukar lokal yang ditetapkan terhadap mata uang asing tidak hanya terbatas pada satu mata uang asing saja tetapi dapat ditetapkan atas sekeranjang mata uang tertentu (*multi-currency pegging*).

Sistem nilai tukar *crawling peg* pasif dilandasi pada pendekatan target riil, yaitu dengan menargetkan nilai tukar riil. *Crawling peg* pasif

berbeda dengan *crawling peg* aktif. Pada *crawling peg* aktif, nilai tukar digunakan sebagai jangkar nominal dalam rangka menurunkan laju inflasi dan sistem ini cenderung mendorong terjadinya apresiasi riil nilai tukar. Sebaliknya, pada *crawling peg* pasif, nilai tukar merespons pengaruh dari peningkatan uang beredar dan upah. Dengan kata lain, peningkatan uang beredar dan upah adalah pendorongnya sementara nilai tukar nominal hanya mengikuti. Penyimpangan dari rules atau diskresi dapat menyebabkan kebijakan ini tidak kredibel sehingga rentan terhadap serangan spekulasi.

Nilai Tukar dan Perekonomian

Mekanisme transmisi nilai tukar terhadap kegiatan ekonomi, seperti pertumbuhan ekonomi dan inflasi, dapat melalui transmisi langsung maupun tidak langsung. Secara langsung transmisi nilai tukar ke inflasi terjadi melalui perubahan harga barang-barang impor. Secara tidak langsung, transmisi nilai tukar ke inflasi melalui terjadi permintaan agregat, permintaan eksternal bersih, ekspor dan impor, dan permintaan dalam negeri, konsumsi, investasi dan pengeluaran Pemerintah.

Pada transmisi langsung, perubahan nilai tukar akan mempengaruhi harga-harga barang-barang impor. Dalam hal nilai tukar mengalami depresiasi, harga barang-barang impor menjadi lebih mahal dan pada lanjutannya akan meningkatkan inflasi di dalam negeri. Sementara transmisi tidak langsung nilai tukar ke kegiatan ekonomi dapat terjadi melalui perubahan permintaan agregat. Kenaikan harga barang-barang impor karena depresiasi dapat mengakibatkan pengurangan permintaan barang-barang impor dan peningkatan ekspor dan pada lanjutannya dapat meningkatkan permintaan agregat. Selanjutnya, peningkatan permintaan agregat di dalam negeri dapat mendorong peningkatan harga barang-barang jika tidak diimbangi dengan *supply* yang memadai. Selain itu, depresiasi nilai tukar dapat memberatkan neraca

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

perusahaan yang sumber pembiayaannya berasal dari hutang luar negeri. Depresiasi akan mengakibatkan beban bunga dan pokok hutang luar negeri dalam mata uang domestik menjadi semakin besar.

Nilai Tukar dan Inflasi

Hubungan nilai tukar dengan inflasi dapat dijelaskan dengan *the law of one price* atau hukum satu harga. Dalam perekonomian tertutup, hukum tersebut mengemukakan bahwa harga barang-barang yang sama jika dijual di dua tempat yang berbeda akan sama harganya. Hukum ini memang banyak diperdebatkan karena untuk mengangkut suatu barang dari suatu tempat ke tempat lain diperlukan biaya transportasi. Selain itu, kebijakan di suatu daerah akan berbeda dengan dengan daerah lain, misalnya, kebijakan yang mempengaruhi harga, seperti retribusi daerah, di suatu daerah akan berbeda dengan daerah lainnya. Terdapat daerah yang mengenakan retribusi daerah dengan tarif yang rendah dan daerah lain dengan tarif yang tinggi sehingga terdapat kemungkinan harga yang berbeda di beberapa daerah. Perkembangan tersebut mendorong terjadinya modifikasi dari hukum ini. Perkembangan terakhir, hukum *the law of one price* lebih menitikberatkan pergerakan harga yang sama dari satu barang yang sejenis di dua tempat.

Dalam perekonomian terbuka atau negara yang melakukan transaksi ekonomi dengan pihak luar negeri, *the law of one price* diartikan tingkat harga-harga umum barang-barang yang sejenis akan sama di setiap negara apabila dikonversikan dalam mata uang lokal dari masing-masing negara. Pengertian ini sering disebut dengan konsep *absolute purchasing power parity* (PPP), yang dapat diformulasikan sebagai berikut:

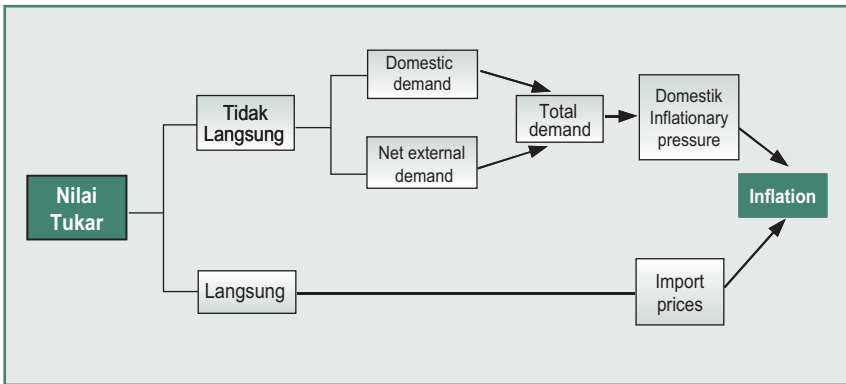
$$P = S P^*$$

dimana P adalah tingkat harga di dalam negeri, S adalah nilai tukar mata uang asing terhadap mata uang lokal dan P* adalah tingkat harga di luar negeri.

Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas dapat diberikan contoh sebagai berikut. Misalnya, harga 1 (satu) botol CocaCola di Amerika Serikat sebesar 2 dolar Amerika Serikat (USD) dan 1 (satu) USD bernilai sebesar Rp8.500. Dengan mengacu pada PPP, maka harga cocaCola impor

di Indonesia adalah sebesar 2 x Rp8.500 atau sebesar Rp17.000. Untuk penyederhanaan di sini dimisalkan biaya transportasi diabaikan dan tidak ada hambatan perdagangan (*trade barrier*), seperti tarif.

Gambar 5
Mekanisme Transmisi Nilai Tukar ke Inflasi



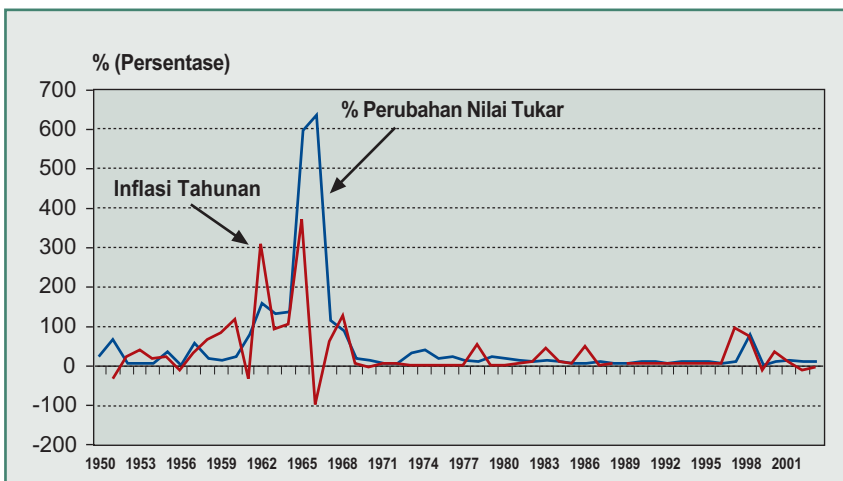
Dengan mengacu konsep PPP di atas, dapat dijelaskan hubungan antara nilai tukar dan inflasi pada suatu negara. Harga barang-barang impor dipengaruhi oleh harga di luar negeri dan nilai tukar. Apabila harga di luar negeri meningkat, maka harga barang dalam negeri yang berasal dari impor juga meningkat. Dalam kaitannya dengan nilai tukar, apabila terjadi penurunan nilai tukar lokal terhadap mata uang asing atau depresiasi maka harga barang-barang yang diimpor juga meningkat. Sebagai contoh, nilai tukar rupiah dimisalkan sebesar Rp8.500 per satu dolar Amerika Serikat (USD). Kemudian nilai tukar rupiah mengalami depresiasi menjadi Rp9.000 per 1 USD. Depresiasi tersebut mengakibatkan CocaCola impor menjadi 2 x Rp9.000 = Rp18.000 atau lebih mahal Rp1.000 dibandingkan harga sebelum terjadinya depresiasi.

Penjelasan di atas lebih menitikberatkan hubungan langsung antara nilai tukar dengan harga. Selain hubungan langsung, dikenal juga hubungan tidak langsung antara nilai tukar dengan harga (gambar 5). Hubungan tidak langsung nilai tukar dan harga ditransmisikan melalui

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

permintaan domestik dan permintaan eksternal bersih atau ekspor dan impor. Mekanisme transmisi permintaan domestik dapat terjadi melalui perubahan harga relatif antara harga barang domestik dengan harga barang impor. Kenaikan harga barang impor relatif terhadap harga barang di dalam negeri akibat depresiasi mengakibatkan kecenderungan masyarakat untuk membeli lebih banyak barang di dalam negeri. Kenaikan permintaan tersebut dapat mendorong peningkatan harga-harga barang dalam negeri. Sementara itu, transmisi tidak langsung melalui permintaan eksternal bersih terjadi melalui mekanisme perubahan harga barang impor dan ekspor. Devaluasi nilai tukar mengakibatkan harga barang impor lebih mahal dan harga barang ekspor lebih murah. Kenaikan harga barang impor dapat mendorong terjadinya penurunan jumlah barang impor, sementara penurunan harga barang ekspor dapat meningkatkan ekspor. Secara keseluruhan kedua faktor ini akan meningkatkan permintaan eksternal bersih dan pada lanjutannya meningkatkan total permintaan agregat dan pada akhirnya meningkatkan laju inflasi.

Grafik 2
Perkembangan Nilai Tukar dan Inflasi (1950-2003)



Sumber: IFS dan Bank Indonesia

Nilai Tukar dan Neraca Perdagangan

Berdasarkan konsep *purchasing power parity* (PPP), harga barang-barang ekspor dan impor suatu negara dipengaruhi oleh nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing. Devaluasi atau depresiasi nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing mengakibatkan harga barang impor lebih mahal dan harga barang ekspor menjadi lebih murah. Sebaliknya, apabila kebijakan revaluasi atau apresiasi dilakukan harga barang impor menjadi lebih murah dan harga barang ekspor lebih mahal.

Untuk memberikan gambaran yang jelas dapat diberikan contoh sebagai berikut. Misalnya, harga barang impor tas sebesar USD 30 dan harga barang ekspor sepatu sebesar Rp200.000. Kurs 1 USD terhadap Rupiah sebesar Rp8.000. Kemudian Pemerintah melakukan kebijakan devaluasi dengan menurunkan nilai mata uang rupiah menjadi Rp9.000. Dalam contoh ini, sebelum dilakukan devaluasi harga barang impor dalam mata uang Rupiah adalah sebesar $30 \times \text{Rp}8.000 = \text{Rp}240.000$ dan harga sesudah devaluasi sebesar $\text{Rp}30 \times \text{Rp}9.000 = \text{Rp}270.000$, lebih mahal Rp30.000. Sementara itu, harga barang ekspor dalam USD sebelum devaluasi sebesar $\text{Rp}200.000 : \text{Rp}8.000 = \text{USD } 25$ dan harga sesudah devaluasi sebesar $\text{Rp}200.000 : \text{Rp}9.000 = \text{USD } 22,2$, lebih murah USD 2,8. Contoh yang sama dapat digunakan untuk melihat dampak dari kebijakan revaluasi atau apresiasi nilai tukar.

Berdasarkan penjelasan di atas, kebijakan devaluasi atau penurunan nilai tukar mata uang lokal dapat digunakan untuk memperbaiki neraca perdagangan. Devaluasi nilai tukar mengakibatkan penurunan harga barang ekspor dan pada lanjutannya mendorong peningkatan daya saing barang-barang ekspor dan pada akhirnya dapat meningkatkan volume barang-barang ekspor. Dari sisi barang impor, devaluasi dapat mengakibatkan semakin mahalnya barang impor dan pada akhirnya dapat mengurangi permintaan impor. Dasar pemikiran tersebut mendorong beberapa negara menerapkan kebijakan devaluasi untuk memperbaiki neraca perdagangannya, seperti yang dilakukan oleh Pemerintah Indonesia pada tahun 1978, 1983 dan 1986.

Dalam praktek tidak semua negara yang nilai tukarnya mengalami depresiasi atau devaluasi selalu menunjukkan perbaikan di sisi neraca

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

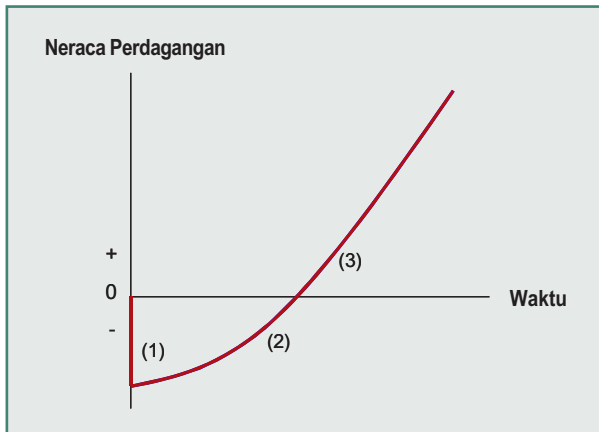
perdagangan. Banyak faktor yang mempengaruhi keberhasilan devaluasi terhadap neraca perdagangan, terutama berkaitan dengan elastisitas barang impor dan ekspor. Jika elastisitas barang impor atau barang ekspor terhadap harga elastis, maka devaluasi atau depresiasi akan dapat mendorong ekspor dan mengurangi impor. Sebaliknya, jika elastisitas barang ekspor dan impor tidak elastis, maka kebijakan devaluasi ataupun depresiasi akan sulit untuk memperbaiki neraca perdagangan. Kebijakan devaluasi dapat berhasil memperbaiki neraca perdagangan jika elastisitas barang ekspor dan impor lebih dari satu dan persyaratan ini disebut dengan *Marshall-Lerner Condition*.

Beberapa pandangan berkembang mengenai pesimisme akan dapat terpenuhinya tingkat elastisitas sebagaimana diisyaratkan Marshall dan Lerner di atas. Terdapat beberapa alasan lemahnya respons perubahan nilai tukar terhadap harga. *Pertama*, terdapat *lag* kebijakan karena penyampaian informasi tidak sempurna sehingga importir baru menyadari bahwa telah terjadi perubahan harga akibat kebijakan tersebut. *Kedua*, terdapat *lag* antara pengambilan keputusan dan waktu pemesanan, seperti persediaan bahan baku untuk produksi akan habis dua atau tiga bulan kemudian sehingga perusahaan tidak perlu mengimpor. *Ketiga*, terdapat *lag* antara impor baru dengan produksi dan penyampaian barang sebelum dipenuhi; misalnya, dalam kegiatan impor, perusahaan yang telah memesan barang-barang modal, seperti mesin, tidak dapat membatalkan pesannya karena telah terikat kontrak. Dengan kata lain, dalam jangka pendek perusahaan tetap membutuhkan impor, seperti bahan baku dan barang modal, untuk kelancaran operasi perusahaan.

Selanjutnya, dalam jangka waktu yang lebih panjang perusahaan atau perorangan akan menyesuaikan kebutuhannya, misalnya, melalui substitusi barang-barang impor terhadap produksi dalam negeri. Dengan demikian pengaruh devaluasi atau depresiasi nilai tukar akan dirasakan dalam jangka waktu yang lebih panjang, sementara dalam jangka pendek neraca perdagangan cenderung memburuk. Pengaruh dari devaluasi sebagaimana dikemukakan di atas dapat digambarkan dalam bentuk kurva J (*J-curve*) pada Gambar 6. Pada daerah (1) neraca perdagangan akan memburuk akibat kebijakan devaluasi. Hal ini dapat terjadi karena dalam jangka pendek kebutuhan impor perusahaan masih tinggi sementara ekspor belum

meningkat. Pada daerah (2) elastisitas barang ekspor dan impor meningkat secara bertahap, dan daerah (3) neraca perdagangan akan melampaui titik awal ketika *Marshall-Lerner condition* dipenuhi.

Gambar 6
J-Curve



Daerah (1), devaluasi dalam jangka pendek mengakibatkan neraca perdagangan memburuk; pada daerah (2) elastisitas impor dan ekspor secara bertahap membaik dan pada daerah (3) neraca perdagangan melampaui titik awal.

Nilai Tukar dan Krisis Ekonomi

Pada uraian nilai tukar dan inflasi, telah dijelaskan transmisi nilai tukar terhadap inflasi dapat melalui transmisi langsung dan transmisi tidak langsung. Konsep transmisi ini akan digunakan untuk menjelaskan transmisi krisis nilai tukar terhadap krisis ekonomi. Pada transmisi langsung, depresiasi nilai tukar yang sangat tinggi pada saat terjadi krisis nilai tukar mengakibatkan harga-harga barang-barang impor meningkat tajam. Barang-barang impor dapat berupa barang yang langsung dikonsumsi dan barang yang diproses lebih lanjut, seperti bahan baku dan barang modal. Kenaikan harga barang konsumsi yang berasal dari impor secara langsung meningkatkan harga barang tersebut. Sementara

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

peningkatan harga bahan baku atau barang modal akan meningkatkan harga barang-barang industri yang menggunakan bahan baku impor secara tidak langsung. Selanjutnya, kenaikan harga-harga yang tinggi akan mengurangi permintaan terhadap barang impor atau barang industri yang menggunakan bahan baku impor. Dalam hal tidak terdapat barang substitusi di dalam negeri, maka kegiatan ekonomi akan dapat menurun tajam.

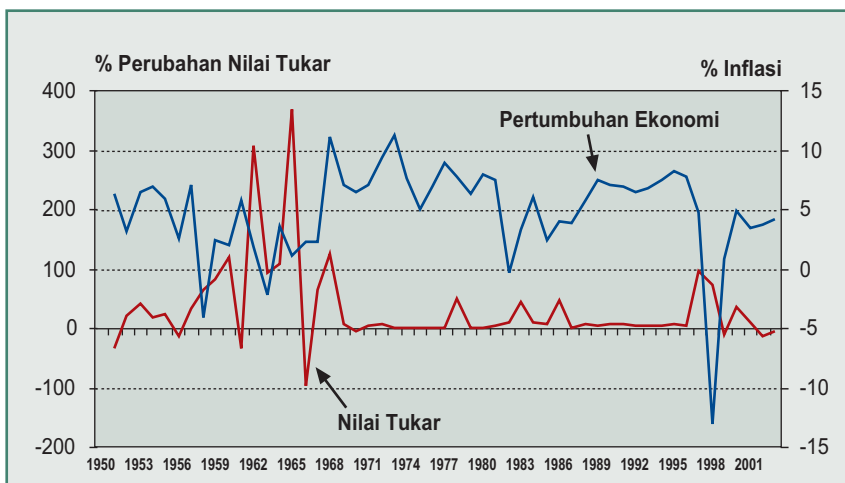
Pengaruh langsung nilai tukar juga dapat terjadi melalui neraca perusahaan khususnya perusahaan yang mempunyai hutang yang berasal dari luar negeri. Depresiasi nilai tukar mengakibatkan membengkaknya kewajiban hutang luar negeri perusahaan dalam nilai mata uang lokal. Dalam hal perusahaan menggunakan hutang luar negeri untuk membiayai barang-barang yang dipasarkan di dalam negeri, maka perusahaan akan mengalami kesulitan untuk membayar kembali hutangnya karena nilai penjualan barang dalam valuta asing menjadi kecil. *Currency mismatch* tersebut dapat mendorong perusahaan bangkrut (pailit) dan pada akhirnya meningkatkan pengangguran karena terjadi pemutusan hubungan kerja. Pengaruh nilai tukar melalui hutang luar negeri tersebut tidak hanya terjadi pada perusahaan yang menerima hutang secara langsung, tetapi juga dapat terjadi melalui lembaga keuangan yang membiayai perusahaan, seperti bank. Hutang bank yang berasal dari luar negeri jika digunakan untuk membiayai perusahaan yang barang-barangnya dipasarkan di dalam negeri dapat mengakibatkan terjadi *currency mismatch* pada bank dan pada lanjutannya dapat mengakibatkan kebangkrutan bank dan perusahaan yang dibiayai.

Secara tidak langsung, transmisi nilai tukar ke sektor riil dapat melalui permintaan dalam negeri maupun melalui permintaan ekspor dan impor (permintaan eksternal bersih). Kenaikan harga barang impor relatif terhadap barang di dalam negeri dapat mengakibatkan permintaan impor menurun dan permintaan terhadap barang di dalam negeri meningkat. Namun, jika negara tidak mempunyai produksi barang pengganti impor (substitusi impor), maka depresiasi justru akan mengakibatkan kontraksi ekonomi yang lebih dalam.

Kebijakan Moneter dan Sistem Nilai Tukar

Dampak krisis nilai tukar terhadap perekonomian Indonesia juga dapat dijelaskan berdasarkan transmisi tersebut. Krisis nilai tukar yang terjadi pada tahun 1997/1998 tidak saja telah merusak sendi-sendi ekonomi, tetapi juga telah merusak kehidupan sosial. Depresiasi nilai tukar yang sangat tinggi telah mengakibatkan harga barang-barang impor membumbung tinggi dan inflasi meroket hingga mencapai 77,6% pada tahun 1998. Depresiasi nilai tukar rupiah juga mengakibatkan banyak industri di dalam negeri mengalami kesulitan terutama industri yang bahan bakunya tergantung dari impor. Kondisi tersebut diperparah lagi dengan besarnya kewajiban hutang luar negeri perusahaan dan perbankan di Indonesia serta kerusuhan sosial. Kesemua faktor tersebut berakumulasi dan mengakibatkan kegiatan ekonomi mengalami kontraksi yang dalam hingga mencapai -13,1% pada tahun 1998 (Grafik 3) dan pengangguran meningkat pesat.

Grafik 3
Perkembangan Pertumbuhan Ekonomi dan Nilai Tukar (1950-2003)



Sumber: IFS dan Bank Indonesia

Kebijakan Moneter dan Sistem Nilai Tukar

Efektivitas kebijakan moneter dalam ekonomi terbuka sangat dipengaruhi oleh sistem nilai tukar yang digunakan. Dalam perekonomian terbuka dengan tingkat mobilitas modal yang tinggi, kebijakan moneter dalam sistem nilai tukar mengambang akan lebih efektif dibandingkan dengan sistem nilai tukar tetap. Semakin efektifnya kebijakan moneter tersebut terkait dengan mekanisme penyesuaian otomatis dari perubahan nilai tukar yang dimiliki oleh sistem nilai tukar mengambang terhadap tingkat mobilitas arus modal dari dan ke luar negeri. Kondisi tersebut berbeda dengan sistem nilai tukar tetap; nilai tukar relatif tetap sehingga tidak terdapat penyesuaian otomatis.

Efektivitas kebijakan moneter dengan masing-masing sistem nilai tukar dapat dijelaskan dengan model ekonomi terbuka dari Mundel-Fleming model. Untuk penyederhanaan, pembahasan dalam buku ini dibatasi pada hal-hal pokok dari teori tersebut sehingga mudah dipahami⁸. Untuk melihat pengaruh kebijakan moneter terhadap ekonomi dari masing-masing sistem nilai tukar dimisalkan otoritas moneter atau bank sentral melakukan ekspansi moneter. Ekspansi moneter mengakibatkan jumlah uang beredar meningkat sehingga suku bunga menurun. Dengan asumsi lainnya tidak berubah, peningkatan jumlah uang beredar akan meningkatkan pendapatan masyarakat sehingga jumlah kebutuhan impor meningkat dan neraca perdagangan suatu negara memburuk. Selain itu, penurunan suku bunga dalam negeri relatif terhadap suku bunga luar negeri dapat mendorong arus modal keluar khususnya lagi jika suku bunga dalam negeri lebih kecil dibandingkan suku bunga luar negeri. Peningkatan permintaan valuta asing untuk keperluan impor atau *capital outflow* mengakibatkan nilai tukar melemah. Pada lanjutannya depresiasi akan dapat mendorong peningkatan ekspor dan neraca perdagangan sehingga pada akhirnya pendapatan masyarakat (Produk Domestik Bruto) akan meningkat.

⁸ Bagi pembaca yang ingin mendalami model ini dapat dilihat pada Fleming, J.M. "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates," IMF Staff Papers, 9, 3 (1962): 369-379 atau buku makroekonomi dalam perekonomian terbuka.

Kebijakan Moneter dan Sistem Nilai Tukar

Kebijakan moneter dalam sistem nilai tukar tetap mempunyai dampak yang berbeda terhadap ekonomi dibandingkan dengan sistem nilai tukar mengambang. Untuk memperjelas perbedaan tersebut digunakan contoh sebagai berikut. Pada tahap awal ekspansi moneter mempunyai pengaruh yang sama dengan sistem nilai tukar mengambang, yaitu jumlah uang beredar meningkat, suku bunga turun, pendapatan meningkat, neraca perdagangan memburuk, dan *capital outflow*. Namun, perbedaan utama dengan sistem nilai tukar tetap, peningkatan permintaan valuta asing yang berasal dari peningkatan *capital outflow* dan impor tidak mengakibatkan nilai tukar mengalami depresiasi karena nilai tukar dipatok tetap terhadap mata uang asing lainnya. Jika bank sentral tidak melakukan intervensi, kondisi tersebut mengakibatkan nilai tukar *over-valued* sehingga ekspor menurun karena harga barang-barang ekspor lebih mahal. Penurunan neraca perdagangan ini akan menghilangkan dampak peningkatan pendapatan pada tahap pertama dan secara keseluruhan pendapatan agregat tidak akan meningkat.

Pada para sebelumnya dijelaskan mengenai efektivitas kebijakan moneter dalam sistem nilai tukar mengambang dan sistem nilai tukar tetap. Kebijakan moneter dalam sistem nilai tukar fleksibel akan lebih efektif dibandingkan dengan sistem nilai tukar tetap. Selanjutnya akan diuraikan bagaimana mekanisme kebijakan moneter dalam menstabilkan nilai tukar. Menjaga kestabilan nilai tukar sesuai dengan kebutuhan ekonomi sangat diperlukan mengingat fluktuasi nilai tukar yang berlebihan dapat berpengaruh negatif terhadap ekonomi, seperti terlihat dari pengalaman krisis nilai tukar di Asia pada tahun 1997/1998. Pada umumnya, mekanisme kebijakan moneter untuk menstabilkan nilai tukar dapat dilakukan secara langsung dan tidak langsung. Secara langsung dapat dilakukan dengan intervensi langsung ke pasar valuta asing dengan menambah dan mengurangi *supply* valuta asing. Misalnya, dalam hal terjadi depresiasi, bank sentral melakukan intervensi dengan menambah *supply* valuta asing melalui penjualan cadangan devisa yang dimiliki. Peningkatan *supply* valuta asing dapat meningkatkan nilai tukar atau setidaknya mencegah depresiasi nilai tukar domestik lebih lanjut.

Sementara secara tidak langsung, kebijakan moneter dapat mempengaruhi nilai tukar melalui pengendalian permintaan dan

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

penawaran valuta asing secara tidak langsung. Misalnya, dalam hal terjadi depresiasi nilai tukar rupiah, bank sentral akan melakukan operasi terbuka dengan meningkatkan suku bunga. Berdasarkan teori *interest rate parity*, jika akibat peningkatan suku bunga tersebut suku bunga di dalam negeri menjadi lebih besar dibandingkan suku bunga luar negeri⁹, maka aliran dana masuk akan meningkat. Peningkatan arus modal masuk mengakibatkan semakin meningkatnya jumlah valuta asing sehingga pada lanjutannya akan nilai tukar mata uang domestik akan mengalami apresiasi. Selain itu, peningkatan suku bunga akan mendorong penabung menempatkan dananya di bank dalam negeri. Peningkatan jumlah simpanan dana di bank akan mengurangi permintaan valuta asing di dalam negeri dan nilai tukar juga dapat mengalami apresiasi.

Perkembangan Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

Sebagaimana negara-negara lainnya, tujuan utama kebijakan nilai tukar di Indonesia adalah menunjang efektivitas kebijakan moneter dalam rangka memelihara kestabilan harga. Stabilitas nilai tukar dapat mendorong stabilitas harga khususnya stabilitas harga barang-barang yang berasal dari impor. Depresiasi nilai tukar yang terlalu besar dapat mengakibatkan harga barang impor menjadi lebih mahal dan secara keseluruhan laju inflasi dapat meningkat. Selanjutnya, inflasi yang terlalu tinggi dapat menurunkan daya beli masyarakat dan menurunkan kegiatan ekonomi.

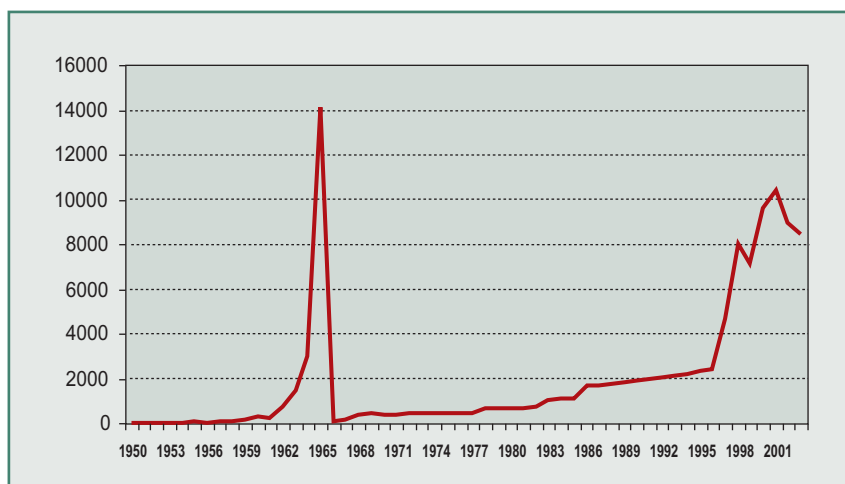
Tujuan kebijakan nilai tukar lainnya yang tidak kalah penting adalah mendukung kesinambungan pelaksanaan pembangunan khususnya yang terkait dengan neraca perdagangan. Menjaga keseimbangan nilai tukar dalam rangka mendukung neraca perdagangan perlu dipelihara karena nilai tukar yang *over-valued* dapat mengakibatkan neraca perdagangan menjadi memburuk dan merugikan perekonomian nasional.

⁹ Perbedaan suku bunga dalam dengan luar negeri sering disebut dengan interest rate differential.

Perkembangan Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

Sejak kemerdekaan, pada prinsipnya tujuan kebijakan nilai tukar tidak jauh berbeda dari dua hal pokok di atas. Sebelum diberlakukannya *Undang Undang No. 23 tahun 1999* dan diperbarui dengan *Undang Undang No. 3 tahun 2004*, tujuan kebijakan nilai tukar lebih banyak ditekankan pada menunjang keseimbangan neraca pembayaran. Sementara sejak undang-undang tersebut diberlakukan, tujuan kebijakan nilai tukar lebih ditekankan pada menunjang efektivitas kebijakan moneter. Dengan tercapainya tujuan akhir kebijakan moneter berupa inflasi yang stabil dan rendah, maka secara tidak langsung akan mendukung keseimbangan neraca pembayaran dan perekonomian nasional.

Grafik 1
Perkembangan Nilai Tukar Rupiah 1950-2003



Sumber: IFS dan Bank Indonesia

Sejalan dengan tujuan kebijakan nilai tukar maka sistem dan kebijakan nilai tukar di Indonesia mempunyai sejarah yang panjang. Bangsa Indonesia telah mengenal uang jauh sebelum masa kemerdekaan. Namun, mengingat keterbatasan menggali sejarah nilai tukar pada masa lalu, maka pembahasan sejarah nilai tukar di Indonesia dimulai sejak kemerdekaan hingga akhir tahun 2003. Dalam rangka mempermudah penganalisisan,

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

periode pembahasan dibagi atas lima (lampiran), yaitu 1) periode perjuangan kemerdekaan (1945-1959), 2) periode ekonomi terpimpin (1959-1966), 3) periode stabilisasi, rehabilitasi dan pembangunan ekonomi (1966-1983), 4) periode deregulasi ekonomi (1983-1997), dan 5) periode pada saat dan setelah krisis.

Kebijakan Nilai Tukar pada Periode Perjuangan Kemerdekaan (1945-1959)

Pembahasan nilai tukar sejak kemerdekaan ini tidak hanya difokuskan pada nilai tukar, tetapi juga aspek lainnya yang mempengaruhi nilai tukar, seperti kebijakan devisa dan perkembangan ekonomi. Sejarah nilai tukar pada periode ini diawali dari tahun 1945 hingga tahun 1953, ketika Pemerintah menerapkan sistem nilai tukar tetap dengan menetapkan nilai tukar rupiah sebesar tertentu terhadap mata uang asing atau mata uang lokal lainnya. Penetapan Rupiah terhadap mata uang lokal lainnya tersebut disebabkan banyaknya mata uang lokal yang digunakan sebagai alat pembayaran sehingga diperlukan nilai penukaran antarmata uang guna mempermudah transaksi. Sebagai langkah awal pada 6 Maret 1945, 1 Rupiah Jepang disamakan dengan 3 sen *Netherlands Indie Civil Administration* (NICA) sebagai pengganti uang Jepang di daerah yang diduduki sekutu.

Sementara itu, sebagai pewujudan negara merdeka, pemerintah mengeluarkan uang baru yang disebut Oeang Repoeblik Indonesia (ORI) sebagai pengganti uang Jepang yang masih berlaku. ORI ditandatangani oleh Menteri Keuangan A.A. Maramis pada 17 Oktober 1945 dan mulai diedarkan pada tanggal 30 Oktober 1946. Pada 23 Oktober 1949, 1 Rupiah ORI di luar Jawa dan Madura disamakan dengan Rp. 100. Khusus di Jawa dan Madura kurs penukaran adalah 5:1. Sementara uang yang berlaku sebagai alat pembayaran di Indonesia pada periode tersebut tidak hanya terbatas pada ORI, tetapi beragam jenisnya, seperti uang kertas DJB, uang Hindia Belanda dan uang NICA.

Perang pada periode perjuangan telah merusak stabilitas ekonomi ditandai dengan gangguan di bidang produksi, distribusi, perdagangan, dan bidang ekonomi lainnya. Selain itu, besarnya kebutuhan pembiayaan untuk perang mengakibatkan pemerintah mencetak uang dalam jumlah

Perkembangan Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

yang besar dan kebijaksanaan tersebut pada gilirannya mengakibatkan inflasi meningkat tajam dan nilai tukar Indonesia dinilai terlalu tinggi dibandingkan dengan mata uang asing lainnya. Nilai tukar yang *over valued* ini menjadi salah satu penyebab utama penurunan ekspor dan pada lanjutannya mengakibatkan terjadinya krisis devisa. Sebagai satu langkah untuk mengatasi permasalahan ekonomi tersebut, dari sisi kebijakan nilai tukar, pemerintah pada 7 Maret 1946 mendevaluasi nilai tukar Rupiah sebesar 29,12% dari Rp. 1,88 per USD menjadi Rp. 2,65 per USD.

Dalam upaya mengatasi tingginya laju inflasi, pemerintah melakukan pengetatan moneter dengan menggunting (Gunting Sjarifudin) uang *De Javasche Bank* (DJB), uang Hindia Belanda dan uang NICA pada 19 Maret 1950. Uang kertas bagian kanan ditukar dengan obligasi pemerintah, sementara uang kertas bagian kiri dengan nilai di atas f2,50 diakui sebagai alat pembayaran sah. Dengan pengguntingan ini, nilai mata uang tersebut hanya _ dari nilai nominalnya. Selain itu, untuk penyeragaman mata uang, ORI ditarik kembali dari peredaran pada Maret 1950.

Pada sisi kebijakan devisa, pada 12 Maret 1950 pemerintah menetapkan sertifikat devisa untuk mendapatkan hak membeli devisa. Perorangan atau perusahaan pemegang sertifikat dapat membeli devisa dari bank devisa untuk membiayai kegiatan impor, dengan kurs resmi sebesar Rp. 3,80 per USD. Sementara itu, dalam transaksi devisa, Pemerintah Indonesia menetapkan nilai tukar yang berbeda antara penghasil dan pemakai devisa atau sering disebut dengan *multiple exchange rate system*. Dalam sistem ini, nilai tukar bagi penghasil devisa adalah sebesar 200% dari kurs resmi dan bagi pemakai devisa sebesar 300%. Sistem nilai tukar ini bertujuan untuk meningkatkan penerimaan pemerintah yang berasal dari selisih kurs guna menutupi defisit keuangan negara. Sistem sertifikasi devisa dihapus sejak 4 Januari 1952 dan hanya satu kurs resmi yang berlaku bagi kegiatan ekspor maupun impor, yaitu sebesar Rp. 3,80 per USD.

Pembiayaan defisit pemerintah melalui pencetakan uang mengakibatkan nilai tukar terus merosot dan *over valued* sehingga ekspor menurun. Penurunan ekspor tersebut menjadi salah faktor utama yang menyebabkan penurunan devisa sejak pertengahan tahun 1951. Untuk

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

mengatasi permasalahan tersebut, pemerintah kembali mendevaluasi nilai tukar rupiah pada Februari 1952 sebesar 66,7%, yaitu dari sebesar Rp. 3,80 menjadi Rp. 11,40 per USD. Selanjutnya pada 20 Juni 1957, pemerintah menerapkan sistem nilai tukar mengambang pada pelaku ekonomi tertentu, misalnya, hanya pemegang izin impor yang dapat membeli devisa. Kebijakan tersebut dimaksudkan untuk meningkatkan ekspor sehingga kegiatan impor dapat dihidupkan kembali dan kegiatan di daerah perkebunan sebagai salah satu penyumbang utama barang-barang ekspor dapat ditingkatkan.

Kebijakan Nilai Tukar Pada Periode Ekonomi Terpimpin (1959-1966)

Periode ekonomi pada masa ini sering dinamakan sebagai periode ekonomi terpimpin ketika semua unsur bangsa berperan sebagai alat untuk mencapai tujuan revolusi. Pada masa ini, perekonomian Indonesia menghadapi masalah yang lebih berat dibandingkan dengan periode perjuangan kemerdekaan sebagai akibat dari kebijakan pemerintah lebih mengutamakan kepentingan politik dibandingkan dengan kepentingan ekonomi. Perekonomian pada periode ini ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang rendah, inflasi yang membumbung tinggi (635% pada tahun 1966), dan investasi merosot tajam. Sementara itu, kebijakan devisa yang ketat menghambat perdagangan dan lalu lintas modal internasional, serta menciptakan pasar gelap dan kegiatan spekulasi valuta asing.

Sejalan dengan perkembangan ekonomi yang memburuk dan inflasi yang tinggi tersebut, nilai tukar rupiah riil merosot terus sebagaimana terjadi periode kemerdekaan. Perkembangan tersebut mengakibatkan nilai rupiah yang ditetapkan dengan sistem nilai tukar tetap menjadi *over-valued*. Untuk mengatasi semua permasalahan tersebut, dari sisi kebijakan moneter, pemerintah melakukan sanering uang pada 25 Agustus 1959 dengan menurunkan nilai uang pecahan Rp500 dan Rp1000 menjadi Rp50 dan Rp100. Selain itu, dari sisi kebijakan nilai tukar, pemerintah kembali melakukan devaluasi nilai tukar rupiah sebesar 74,7% dari Rp.11,40 per USD menjadi Rp.45 per USD. Selanjutnya, pada 13 Desember 1965, pemerintah menerbitkan uang rupiah baru dengan nilai diperkecil, yaitu Rp1000 uang lama sama dengan Rp1 uang baru.

Perkembangan Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

Kebijakan ini bertujuan untuk mengurangi dampak kenaikan harga dari defisit pengeluaran pemerintah.

Kebijakan Nilai Tukar pada Periode Stabilisasi, Rehabilitasi dan Pembangunan Ekonomi (1966-1983)

Kondisi perekonomian pada periode ini diwarnai dengan inflasi yang sangat tinggi. Sejalan dengan kondisi ekonomi tersebut, kebijakan ekonomi kabinet Amanat Penderitaan Rakyat (Ampera) diarahkan pada program stabilisasi dan rehabilitasi, ekonomi. Program tersebut berhasil menekan laju inflasi dari 635% pada tahun 1965 menjadi 85,10% pada tahun 1968, dan sebesar 9,90% pada tahun 1969. Sementara itu, dalam rangka meningkatkan ekspor pada tahun 1967 pemerintah mengganti sistem bukti ekspor dengan *multiple exchange rate system* menjadi sistem bonus ekspor dengan sistem nilai tukar mengambang. Dalam sistem bonus ekspor tersebut devisa hasil ekspor dapat diperdagangkan di pasar bebas.

Sejalan dengan pencapaian stabilitas moneter tersebut, mulai tahun 1969 pemerintah membuat rencana pembangunan dalam lima tahun (Repelita). Dalam Repelita, disusun program-program pembangunan termasuk di dalamnya kebijakan nilai tukar sebagai bagian dari kebijakan moneter. Dari sisi kebijakan nilai tukar dan devisa, pada Agustus 1971 pemerintah memberlakukan sistem devisa bebas dan mendevaluasi nilai tukar Rupiah sebesar 9,8% dari Rp378 per USD menjadi Rp415 per USD. Devaluasi tersebut dilakukan untuk memperbaiki neraca pembayaran melalui perbaikan ekspor.

Laju inflasi Indonesia yang cenderung lebih besar dibandingkan negara-negara mitra dagang utama pada tahun 1970-an mengakibatkan nilai tukar rupiah *over-valued*. Nilai tukar yang cenderung *over-valued* dapat mengganggu ekspor karena harga-harga barang ekspor lebih mahal dibandingkan negara pesaing. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, pemerintah mendevaluasi nilai tukar rupiah sebesar 33,6% dari Rp415 per USD menjadi Rp625 per USD pada 15 November 1978 (Knop 15). Sejalan dengan kebijakan devaluasi tersebut, sistem nilai tukar yang digunakan juga diubah menjadi sistem nilai tukar mengambang terkendali. Dalam sistem ini, nilai tukar rupiah diambangkan dengan sekeranjang

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

mata uang mitra dagang utama. Secara harian ditetapkan kurs indikasi dan dibiarkan bergerak pada kisaran kurs tertentu. Pemerintah akan melakukan intervensi apabila nilai tukar bergerak melebihi batas atas atau batas bawah yang ditetapkan. Kebijakan Knop 15 tersebut berhasil meningkatkan perolehan devisa hasil ekspor.

Kebijakan Nilai Tukar Periode Deregulasi Ekonomi (1983-1996)

Sebagaimana periode sebelumnya, perekonomian Indonesia pada periode deregulasi ekonomi menghadapi masa pasang surut. Pada awal periode ini (tahun 1982/83), perekonomian Indonesia menghadapi tekanan berat terutama disebabkan oleh menurunnya harga minyak di pasar dunia dan berlanjutnya resesi ekonomi dunia. Pada masa tersebut, perekonomian diwarnai dengan pertumbuhan ekonomi menurun tajam dan defisit neraca pembayaran yang semakin membesar. Selain itu, tingginya laju inflasi dibandingkan dengan beberapa negara pesaing dan mitra dagang utama Indonesia mengakibatkan nilai tukar rupiah *over-valued* dan menurunkan daya saing barang ekspor Indonesia di luar negeri. Dalam rangka meningkatkan daya saing barang-barang ekspor, kebijakan nilai tukar yang dilakukan adalah mendevaluasi kembali nilai tukar Rupiah pada 30 Maret 1983 sebesar 38,1% dari Rp. 702,50 menjadi Rp 970 per USD. Selanjutnya, pada September 1986 Pemerintah kembali mendevaluasi nilai tukar rupiah sebesar 45% dari sebesar Rp1.134 per USD menjadi sebesar Rp1.644 USD.

Deregulasi sektor moneter, keuangan, dan perbankan tahun 1988 (Pakto 1988) telah berhasil meningkatkan arus modal masuk asing ke Indonesia. Arus modal masuk tersebut tidak terbatas pada arus modal jangka panjang, tetapi juga arus modal jangka pendek. Arus balik modal jangka pendek dapat berbahaya bagi perekonomian nasional jika Pemerintah tidak mempunyai cadangan devisa yang cukup untuk mempertahankan sistem nilai tukar mengambang terkendali. Untuk menghindari dampak negatif dari arus modal jangka pendek tersebut, sejak tahun 1992 dilakukan penyesuaian kebijakan nilai tukar dengan cara memperlebar pita intervensi. Kebijakan ini dilakukan untuk mencegah dana jangka pendek dipergunakan untuk spekulasi di pasar valuta asing dalam negeri. Kebijakan pelebaran pita intervensi dilakukan dengan

Perkembangan Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

pelebaran pita intervensi nilai tukar rupiah sebesar Rp 6 pada tahun 1992. Pelebaran *band* intervensi dilakukan masing-masing sebanyak dua kali pada tahun 1994, 1995 dan 1996, dengan pelebaran *band* pada bulan September 1996 dari sebesar R118 (5%) menjadi Rp192 (8%). Pelebaran tersebut juga dimaksudkan untuk mendorong perkembangan pasar valuta asing dan mengurangi ketergantungan permintaan valas terhadap Bank Indonesia.

Bersamaan dengan kebijakan tersebut, sistem nilai tukar mengambang terkendali disempurnakan pada 29 Desember 1995 dengan menerapkan penggunaan batas kurs intervensi di samping kurs konversi. Penetapan batas kurs intervensi dimaksudkan sebagai batas bagi bank untuk membeli atau menjual USD dari Bank Indonesia. Jika kurs rupiah lebih tinggi dari batas atas intervensi, bank dapat membeli USD dari Bank Indonesia. Sebaliknya, dapat menjual USD kepada Bank Indonesia apabila kurs rupiah lebih rendah dari batas bawah intervensi.

Kebijakan Nilai Tukar pada Periode Saat dan Setelah Krisis Ekonomi dan Moneter (1997- 2003)

Krisis nilai tukar yang dialami oleh *Bath* Thailand pada pertengahan tahun 1997 telah menyebar dengan cepat ke negara-negara Asia, seperti Indonesia, Malaysia, Filipina, dan Korea. Untuk mencegah terjadinya penularan dari krisis nilai tukar negara tetangga tersebut, Bank Indonesia melakukan kebijakan-kebijakan untuk mengurangi terjadinya serangan terhadap nilai tukar rupiah. Kebijakan yang dilakukan Bank Indonesia tersebut meliputi kebijakan pelebaran rentang intervensi (*spread*) dan intervensi pasar valuta asing. Sebagai langkah pertama, pada 11 Juli 1997, Bank Indonesia memperlebar rentang intervensi nilai tukar dari 8% menjadi 12% dengan batas bawah Rp 2.374 dan batas atas Rp 2.678. Kebijakan ini ditempuh untuk memberi keleluasaan pada pelaku pasar dalam menentukan kurs rupiah dan mengurangi intervensi Bank Indonesia di pasar valas. Selain itu, Bank Indonesia juga melakukan kebijakan moneter yang ketat dan intervensi di pasar valuta asing untuk meredam melemahnya nilai tukar rupiah. Untuk mengurangi permintaan terhadap valuta asing maka transaksi *forward* jual rupiah antara bank dengan non-resident dibatasi menjadi hanya USD lima juta per nasabah

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Berbagai kebijakan nilai tukar tersebut ternyata tidak mampu meredam depresiasi lebih lanjut terhadap nilai tukar rupiah. Intervensi pasar valuta asing Bank Indonesia hanya memberikan dampak yang sangat marginal, sementara cadangan devisa mulai menurun akibat kebijakan ini. Dalam rangka mencegah terkuras habisnya cadangan devisa, maka Pemerintah pada tanggal 14 Agustus 1997 mengambil kebijakan untuk mengambang rupiah dengan menganut sistem nilai tukar mengambang bebas. Kebijakan ini sama seperti yang dilakukan negara-negara tetangga, seperti Thailand mengambang nilai tukar *bath* sesuai mekanisme pasar pada tanggal 2 Juli 1997 dan Philipina mengambang *peso* pada tanggal 11 Juli 1997. Penerapan sistem nilai tukar mengambang ini mengakibatkan nilai tukar rupiah melemah lebih lanjut. Bahkan hanya dalam jangka waktu 4 bulan setelah ditetapkan sistem nilai tukar mengambang, rupiah melemah hingga sebesar 53,2% dari sebesar Rp3.035 per satu dolar Amerika (USD) pada akhir Agustus 1997 menjadi sebesar Rp4.650 pada akhir Desember 1997, dan bahkan pada akhir Januari 1998 nilai tukar anjlok menjadi Rp10.375.

Melemahnya nilai tukar rupiah tersebut terutama disebabkan tingginya arus modal keluar dan peningkatan kegiatan spekulasi terhadap rupiah. Kondisi tersebut diperparah lagi dengan beberapa permasalahan di dalam negeri, seperti kerusuhan sosial dan ketidakstabilan politik. Kuatnya pengaruh ketidakstabilan sosial dan politik terhadap perkembangan nilai tukar tercermin dari pergerakan nilai tukar sejalan dengan perkembangan ekonomi, sosial, dan politik di dalam negeri. Sebagai gambaran pada saat terjadinya kerusuhan sosial pada Mei 1998, nilai tukar rupiah melemah hingga mencapai sebesar Rp10.525 per satu USD dibandingkan dengan kurs bulan sebelumnya yang hanya sebesar Rp7.970 per satu USD.

Kiris nilai tukar dengan disertai gejolak sosial di dalam negeri tersebut telah mengakibatkan meroketnya laju inflasi dan kontraksi ekonomi yang sangat dalam pada tahun 1998¹⁰. Namun, sejalan dengan perkembangan ekonomi yang semakin membaik, stabilitas moneter dapat terjaga, serta tidak terdapat gejolak sosial yang berarti, perkembangan nilai tukar rupiah pada tahun 2003 cenderung stabil dan menguat.

¹⁰ Untuk melihat dampak krisis nilai tukar terhadap perekonomian Indonesia lihat bab nilai tukar dan krisis ekonomi.

Daftar Pustaka

- Bank Indonesia. “Arta Suaka: Museum Uang Bank Indonesia”.
- Bank Indonesia. Laporan Tahunan Bank Indonesia, beberapa tahun penerbitan.
- Bank of England. “The Transmission Mechanism of Monetary Policy”.
www.bankofengland.co.uk
- Caves, Richard E., Jeffrey A. Frankel, and Ronald W. Jones. “World Trade and Payments: An Introduction”. 7th Edition, Harper Collins, 1996.
- Copeland, Laurence S. “Exchange Rates and International Finance”. Addison-Wesley, 1992.
- Corden, W. Max. “Too Sensational On the Choice of Exchange Rate Regimes”. MIT Press, 2002.
- Dornbusch, Rudiger. “Devaluation and Inflation”, pada Rudiger Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers (edited), *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries*. Oxford University Press, 1995.
- Dornbusch, Rudiger. “Exchange Rate and Inflation”. MIT Press, 1995.
- Fisher, Stanley. “Devaluation and Inflation”, pada Rudiger Dornbusch and F. Leslie C. H. Helmers (edited), *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries*. Oxford University Press, 1995.
- Fleming, J.M. “Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates,” *IMF Staf Papers*, 9, 3 (1962): 369-379
- Ghosh, Atish R, Anne-Marie Gulde dan Holger C. Wolf. “Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences”. MIT Press, 2002.
- Hubbard, R. Glenn. “Money, the Financial System, and the Economy”. Fourth Edition, Addison Wesley, 2002.
- Isard, Peter. “Exchange Rate Economics”, Cambridge University Press, 1995.

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

Mundell, Robert A. "The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?". Lecture delivered at St. Vincent College, Letrobe, Pennsylvania, March 12, 1997.

Mundell, Robert. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science* (November 1963): 475-485

Solikin dan Suseno. "Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian". Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, Bank Indonesia, 2002.

Tim Penulis Sejarah Bank Indonesia. "Storyline Sejarah Bank Indonesia". Paper Intern, Desember 2003.

Oey, Beng To. "Sejarah Kebijakan Moneter Indonesia". Penerbit LPPI, 1991.

Lampiran

Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar Indonesia 1945 – 2003

No	Periode/Tanggal	Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar
I.	Periode Perjuangan Kemerdekaan (1945 – 1959) 1. 6 Maret 1945 2. 17 Oktober 1945 3. 7 Maret 1946 4. 30 Oktober 1946 5. 23 Oktober 1949 6. 19 Maret 1950 7. Maret 1950 8. 12 Maret 1950 9. 4 Januari 1952 10. Februari 1952 11. 20 Juni 1957	<ul style="list-style-type: none"> - Sistem Nilai Tukar Tetap - Satu Rupiah Jepang disamakan 3 sen NICA - Penandatanganan Uang Baru, ORI, oleh Menteri Keuangan A.A Maramis - Nilai Tukar Rupiah didevaluasi sebesar 29,12% dari Rp 1,88 per USD menjadi Rp 2,65 per USD - ORI diedarkan - Di luar Jawa dan Madura satu rupiah ORI disamakan dengan Rp 100 . Di Jawa dan Madura, satu ORI disamakan dengan Rp 5 - Penetapan sertifikat devisa untuk mendapatkan hak membeli devisa - Penetapan kurs Impor resmi sebesar Rp 3,80 per USD - Penggunaan <i>multiple exchange rate system</i>, yaitu nilai tukar untuk penghasil devisa sebesar 200% dari kurs resmi dan pemakai devisa 300% dari kurs resmi - Gunting Sjarifudin atas Uang DJB, Hindia Belanda dan Uang NICA. Kebijakan ini merupakan pengurangan nilai mata uang menjadi _ dengan rincian sbb : <ul style="list-style-type: none"> - Uang Kertas bagian kanan diganti dengan obligasi pemerintah - Uang Kertas bagian kiri dengan nilai di atas f 2,50 diakui sebagai alat pembayaran yang sah - ORI ditarik dari peredaran - Sertifikat devisa dihapus dan hanya satu kurs resmi yang berlaku untuk ekspor/impor yaitu 3,80 per USD - Devaluasi nilai tukar rupiah sebesar 66,7 % dari sebesar Rp 3,80 menjadi 11,40 per USD - Menetapkan sistem Nilai Tukar mengambang untuk ekonomi tertentu, misalnya pemegang ijin import. Sementara sektor ekonomi lainnya tetap menggunakan sistem nilai tukar tetap

SISTEM DAN KEBIJAKAN NILAI TUKAR

No	Periode/Tanggal	Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar
II.	Periode Ekonomi Terpimpin (1959 – 1966) 1. 25 Agustus 1959 2. 13 Desember 1965	<ul style="list-style-type: none"> - Sistem Nilai Tukar Tetap - Sanering uang dengan menurunkan nilai uang pecahan Rp 500 menjadi Rp 50 dan Rp 1000 menjadi Rp 100 - Devaluasi nilai tukar Rupiah sebesar 74,7 % dari sebesar Rp 11,40 per USD menjadi Rp 45 per USD - Pemerintah menerbitkan uang baru yang diperkecil, yaitu Rp 1000 uang lama menjadi Rp 1 uang baru
III.	Periode Stabilisasi, Rehabilitasi dan Pembangunan Ekonomi (1966 – 1983) 1. Agustus 1971 2. 15 November 1978	<ul style="list-style-type: none"> - Sistem Nilai Tukar Tetap (1966 s/d November 1978) - Sistem Nilai Tukar Mengambang Terkendali (Nov 1978 s/d 1983) - Sistem Devisa Bebas - Devaluasi nilai tukar rupiah sebesar 9,8% dari Rp 378 menjadi 415 per USD - Devaluasi nilai tukar rupiah sebesar 33,6 % dari Rp 415 menjadi Rp 625 per USD - Sistem Nilai Tukar dirubah menjadi sistem Nilai Tukar mengambang terkendali (managed floating exchange rate)
IV.	Periode Deregulasi Ekonomi (1983 – 1997) 1. 30 Maret 1983 2. September 1986 3. September 1992 4. Januari 1994 5. September 1994 6. Mei 1995 7. Desember 1995 8. Juni 1996	<ul style="list-style-type: none"> - Sistem Nilai Tukar mengambang terkendali dengan pita intervensi yang sempit (1983 – 1992) - Sistem Nilai Tukar mengambang terkendali dengan pita intervensi yang lebih lebar / lebih fleksibel (1992 – 1997) - Devaluasi nilai tukar rupiah sebesar 38,1 % dari sebesar Rp 702,5 menjadi Rp 970 per USD - Devaluasi nilai tukar rupiah sebesar 45 % dari sebesar Rp 1.134 menjadi Rp 1.644 per USD - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 6 (0,25%) menjadi Rp 10 (0,50%) - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 10 (0,50%) menjadi Rp 20 (1%) - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 20 (1%) menjadi Rp 30 (1,5%) - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 30 (1,5%) menjadi Rp 44 (2%) - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 44 (2%) menjadi Rp 66 (3%) - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 66 (3%) menjadi Rp 118 (5%)

No	Periode/Tanggal	IV. Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar
V.	<p>9. September 1996</p> <p>Periode pada saat dan setelah krisis (1997-2003)</p> <p>1. 11 Juli 1997</p> <p>2. 14 Agustus 1997</p>	<ul style="list-style-type: none"> - BI melakukan pelebaran pita intervensi dari Rp 118 (5%) menjadi Rp 192 (8%) - Sistem nilai tukar mengambang terkendali yang lebih fleksibel (s/d 13 Agustus 1997) - Sistem nilai tukar mengambang penuh (Sejak 14 Agustus s/d Sekarang) - Pelebaran pita intervensi dari Rp 192 (8%) menjadi Rp 304 (12%) - Beralih ke sistem nilai tukar mengambang penuh (floating Exchange Rate System)

SERI KEBANKSENTRALAN

Seri Kebanksentralan Bank Indonesia

1. Uang: Pengertian, Penciptaan, dan Peranannya dalam Perekonomian, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
2. Penyusunan Statistik Uang Beredar, oleh Solikin dan Suseno, Desember 2002.
3. Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter, oleh Ascarya, Desember 2002.
4. Neraca Pembayaran: Konsep, Metodologi, dan Penerapan, oleh F.X. Sugiyono, Desember 2002.
5. Kelembagaan Bank Indonesia, oleh F.X. Sugiyono dan Ascarya, Desember 2003.
6. Kebijakan Moneter di Indonesia, oleh Perry Warjiyo dan Solikin, Desember 2003.
7. Sistem dan Kebijakan Perbankan di Indonesia, oleh Suseno dan Piter Abdullah, Desember 2003.
8. Kebijakan Sistem Pembayaran di Indonesia, oleh Sri Mulyati Tri Subari dan Ascarya, Desember 2003.
9. Organisasi Bank Indonesia, oleh Suarpika Bimantoro dan Syahrul Bahroen, Desember 2003.
10. Instrumen Pengendalian Moneter, Operasi Pasar Terbuka oleh F.X. Sugiyono, Mei 2004.
11. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Di Indonesia oleh Perry Warjiyo, Mei 2004.
12. Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar oleh Iskandar Simorangkir dan Suseno, Mei 2004.

Seri Kebanksentralan ini diterbitkan oleh:
Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK)
BANK INDONESIA
Jl. MH. Thamrin No. 2, Gd. A lt. 18, Jakarta 10010
No. Telepon: 021-3817628, No. Fax: 021-3501912
e-mail: PPSK@bi.go.id

Penulis adalah peneliti pada Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan – Bank Indonesia
Isi dalam tulisan ini sepenuhnya merupakan tanggung jawab penulis

Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar

Iskandar Simorangkir
Suseno

PUSAT PENDIDIKAN DAN STUDI KEBANKSENTRALAN (PPSK)
BANK INDONESIA

Jakarta, Mei 2004

F.X. Sugiyono

Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar/ Iskandar
Simorangkir dan Suseno . -- Jakarta :

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan
(PPSK) BI, 2004.

i-vii; 53 hlm.; 15,2 cm x 22,8 cm. – (Seri
Kebanksentralan; 10)

Bibliografi: hlm. – 47

ISBN 979-3363-09-6

332.11

Sambutan

Dengan mengucapkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, pada kesempatan ini Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK), Bank Indonesia kembali menerbitkan buku seri kebanksentralan. Penerbitan buku ini sejalan dengan amanat yang diemban dalam Undang-Undang No. 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia, bahwa dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya Bank Indonesia senantiasa berupaya untuk mewujudkan transparansi kepada masyarakat luas. Selain itu, sebagai sumbangsih dalam kegiatan peningkatan wawasan dan pembelajaran kepada masyarakat, Bank Indonesia juga terus berupaya meningkatkan kualitas publikasi yang ditujukan untuk memperkaya khazanah ilmu kebanksentralan.

Buku seri kebanksentralan merupakan rangkaian tulisan mengenai ilmu kebanksentralan ditinjau dari aspek teori maupun praktek, yang ditulis oleh para penulis dari kalangan Bank Indonesia sendiri. Buku seri ini dimaksudkan untuk memperkaya khazanah kepustakaan mengenai berbagai aspek kebanksentralan terutama yang dilakukan Bank Indonesia sebagai Bank Sentral Republik Indonesia. Sebagai bacaan masyarakat umum, buku seri ini ditulis dalam bahasa yang cukup sederhana dan mudah dipahami, serta sejauh mungkin menghindari penggunaan istilah-istilah teknis yang kiranya dapat mempersulit pembaca dalam memahami isi buku.

Penulisan buku seri kebanksentralan ini diorganisir secara sistematis dengan terlebih dahulu menerbitkan buku seri mengenai aspek-aspek pokok kebanksentralan, yaitu: (1) bidang moneter, (2) bidang perbankan, (3) bidang sistem pembayaran, dan (4) bidang organisasi dan manajemen bank sentral. Selanjutnya masing-masing bidang dirinci dengan topik-topik khusus yang lebih fokus pada tema tertentu yang tercakup pada salah satu bidang tugas bank sentral. Dengan demikian sistematika publikasi buku seri kebanksentralan ini analog dengan *pohon* yang terdiri dari *batang* yang memiliki *cabang* dan *ranting-ranting*. Sebagai kelanjutan buku seri sebelumnya, pada kesempatan ini diterbitkan buku seri yang terkait dengan bidang moneter dengan topik **Instrumen Pengendalian Moneter: Operasi Pasar Terbuka**. Buku ini membahas

jenis-jenis instrumen moneter yang lazim digunakan oleh otoritas moneter, dan bagaimana Bank Indonesia melaksanakan Operasi Pasar Terbuka sebagai instrumen kebijakan moneter di Indonesia.

Akhirnya, pada kesempatan ini kami menyampaikan terima kasih dan penghargaan kepada para penulis yang telah berusaha secara maksimal serta pihak-pihak yang telah memberikan kontribusi berharga dalam penyusunan buku ini. Semoga buku ini bermanfaat dan menambah khazanah pengetahuan kita.

Jakarta, Mei 2004

Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan

Perry Warjiyo

Direktur

Pengantar

Sebagai salah satu bagian integral dari kebijakan ekonomi makro, kebijakan moneter mempunyai peranan yang strategis mengingat kebijakan moneter dapat mempengaruhi sasaran akhir kebijakan ekonomi makro, seperti stabilitas harga, pertumbuhan ekonomi, dan perluasan kesempatan kerja. Dalam pelaksanaan kebijakan moneter, bank sentral umumnya merumuskan kerangka kerja baik yang bersifat strategis maupun operasional. Kerangka strategis kebijakan berkaitan dengan penetapan strategi pencapaian sasaran akhir kebijakan moneter melalui penetapan sasaran, seperti sasaran besaran moneter (*monetary targeting*) dan sasaran inflasi (*inflation targeting*). Dalam tataran operasional, pencapaian sasaran yang telah ditetapkan dilaksanakan melalui penyusunan kerangka kebijakan dan penetapan sasaran operasional atau instrumen kebijakan yang sesuai dengan pencapaian sasaran akhir kebijakan moneter. Instrumen kebijakan moneter yang saat ini digunakan oleh Bank Indonesia adalah instrumen tidak langsung, meliputi Operasi Pasar Terbuka (OPT), fasilitas diskonto, penetapan giro wajib minimum, dan imbauan, yang dalam pelaksanaannya dapat diterapkan baik secara bersama-sama maupun tersendiri.

Keberadaan OPT sebagai instrumen utama yang dipakai secara operasional sehari-hari belum banyak diketahui secara jelas oleh kalangan luas. Untuk memperoleh gambaran yang lebih jelas mengenai instrumen OPT dan bagaimana instrumen ini diterapkan oleh Bank Indonesia selaku otoritas moneter, penulis mencoba menyajikannya dalam buku seri kebanksentralan ini. Banyak rekan yang telah memberikan kontribusi dalam penyusunan buku ini. Untuk itu, pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih kepada rekan-rekan di Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan dan Direktorat Pengelolaan Moneter yang telah ikut membantu kelancaran penyusunan buku ini. Ucapan terima kasih secara khusus penulis sampaikan kepada Sdri. Kartini Tholib, Sdr. Iskandar Simorangkir, Sdr. Solikin, dan Sdr. Priyanto B. Nugroho, yang telah memberikan saran-saran dan masukan-masukan dalam penyelesaian penulisan buku ini. Demikian pula ucapan terima kasih penulis sampaikan kepada Sdr. P. Iman Soesanto dan Sdr. Wahyu Tri Sasongko yang telah membantu penyelesaian akhir penulisan buku ini.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa masih terdapat kekurangan dalam buku ini. Untuk itu, penulis sangat menghargai kritik dan saran untuk penyempurnaan buku ini. Harapan penulis, semoga tulisan ini dapat bermanfaat dan menambah khazanah pengetahuan kita.

Jakarta, Mei 2004

Penulis

Daftar Isi

Sambutan	iii
Pengantar	v
Pendahuluan	1
Pengertian Nilai Tukar	4
Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar	6
Sejarah Singkat Sistem Moneter Internasional	8
Kebijakan dan Sistem Nilai Tukar di Dunia	15
Nilai Tukar dan Perekonomian	27
<i>Nilai Tukar dan Inflasi</i>	28
<i>Nilai Tukar dan Neraca Perdagangan</i>	31
<i>Nilai Tukar dan Krisis Ekonomi</i>	33
Nilai Tukar dan Kebijakan Moneter	36
Perkembangan Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia	38
Daftar Pustaka	47
Lampiran	49