

**KONSEP, DINAMIKA DAN
RESPON KEBIJAKAN NILAI TUKAR
DI INDONESIA**

Dr. Ferry Syarifuddin

**BANK INDONESIA INSTITUTE
2015**

SYARIFUDDIN, Ferry

Konsep, Dinamika dan Respon Kebijakan Nilai
Tukar Di Indonesia / Ferry Syarifuddin -- Jakarta
: BI Institute, 2016.

i-x, 91 hlm.; 15,2 cm x 22,8 cm. -- (Seri
Kebanksentralan ; 24)

Bibliografi: hlm. 90

ISSN 2528-1933

Sambutan

Dengan mengucapkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, Bank Indonesia kembali menerbitkan publikasi seri kebanksentralan. Penerbitan publikasi ini sejalan dengan amanat Undang-Undang kepada Bank Indonesia, yaitu dalam rangka meningkatkan transparansi kepada masyarakat luas. Selain itu, penerbitan seri kebanksentralan ini diharapkan bisa membantu BI dalam mensosialisasikan tugas-tugas BI kepada masyarakat luas, sehingga masyarakat dapat lebih memahami tugas-tugas yang diamanatkan Bank Indonesia.

Lingkup materi yang dibahas dalam publikasi Seri Kebanksentralan cukup luas meliputi berbagai disiplin ilmu ekonomi makro-moneter, sistem pembayaran, lembaga keuangan, dan bidang-bidang lain terkait dengan tugas yang diamanatkan kepada bank sentral. Pada terbitan ini, ruang lingkup publikasi Seri Kebanksentralan akan meliputi aspek yang berkaitan dengan konsepsi pokok, dinamika, dan respon kebijakan nilai tukar. Sebagaimana diketahui Bank Indonesia memiliki tugas pokok menjaga kestabilan nilai rupiah yang tercermin pada kestabilan harga dan nilai tukar. Nilai tukar dalam berbagai kajian empiris di Indonesia menunjukkan peran yang signifikan dalam mempengaruhi harga barang/jasa di pasar domestik. Sedemikian pentingnya nilai tukar terhadap pembentukan harga domestik, maka Bank Indonesia memiliki tanggung jawab menjaga kestabilan nilai tukar demi mendukung pencapaian target inflasi yang telah dimandatkan setiap tahun oleh pemerintah.

Untuk memudahkan masyarakat memahami materi buku ini, Penulis berupaya menuangkannya dengan bahasa yang sederhana. Kami berharap penerbitan buku seri kebanksentralan ini dapat memperkaya khazanah ilmu kebanksentralan. Semoga karya ini dapat bermanfaat. Selamat membaca.

Jakarta, Desember 2015
Bank Indonesia Institute

Dr. Sugeng
Direktur Eksekutif

Pengantar

Dalam perekonomian terbuka dan semakin mudahnya aliran dana antarnegara, dinamika nilai tukar yang semakin berfluktuatif menjadi perhatian yang sangat besar bagi seluruh pihak, baik masyarakat, investor, dan regulator kebijakan moneter. Selain sangat berpengaruh terhadap kinerja perekonomian, nilai tukar menjadi dasar pertimbangan pergerakan investasi keuangan antarnegara. Selain itu, semakin besarnya pelaku spekulasi mata uang, menjadikan pergerakan nilai tukar tidak semata-mata dipengaruhi oleh pengaruh fundamental. Dengan demikian, peran regulator moneter sangat penting untuk mencegah pergerakan nilai tukar *overshoots* dari kondisi fundamentalnya. Kebijakan pengendalian nilai tukar yang didukung oleh kebijakan devisa di berbagai negara dilakukan bervariasi dan berevolusi bergantung kepada karakteristik ekonomi dan prioritas tujuan yang ingin dicapai oleh masing-masing negara. Selain itu, kondisi dan sifat mikrostruktur pasar valas juga menjadi pertimbangan jenis dan sifat kebijakan nilai tukar yang diambil.

Pentingnya stabilitas nilai tukar bagi perekonomian dan telah menjadi tugas Bank Indonesia untuk menjaga stabilitasnya, mendorong penulis untuk menuangkan dan membahas nilai tukar dari sisi konsepsi pokok, dinamika, maupun respon kebijakan oleh bank sentral. Pembahasan ini dimaksudkan agar pembaca bisa mendapatkan gambaran hal-hal terkait nilai tukar dan bisa memahami apa yang dilakukan bank sentral sebagai otoritas yang bertanggung jawab menjaga stabilitas nilai tukar.

Pada kesempatan kali ini, penulis mengungkapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu kelancaran penulisan publikasi ini, khususnya kepada rekan-rekan di Bank Indonesia yang telah memberikan kontribusi dalam bahan maupun diskusi terkait penulisan materi ini. Secara khusus, penulis menyampaikan rasa terimakasih kepada Dr. Sugeng, Dr. Solikin, Dr. Sahminan, Dr. Iskandar Simorangkir, dan Prof. Noer Azam, atas materi, diskusi, maupun masukan berguna sehingga tersedianya publikasi ini dalam konten maupun format yang lebih baik.

Penulis menyadari publikasi ini belum sempurna, sehingga kritik dan saran dari berbagai pihak untuk penyempurnaan publikasi ini tentulah akan sangat berharga. Akhirnya, penulis mengharapkan publikasi akan sangat berguna bagi semua pihak, khususnya dalam pengembangan studi kebanksentralan.

Jakarta, Desember 2015

Penulis

Daftar Isi

Sambutan.....	iii
Pengantar.....	iv
Daftar Isi	vi
BAB 1. PENDAHULUAN	1
1.1. Pengelolaan Dinamika Arus Modal dan Nilai Tukar	3
1.2. Kebijakan Moneter dalam Perekonomian Terbuka.....	4
1.3. Sistem Nilai Tukar dan Devisa	5
1.3.1. Sistem Nilai Tukar	6
1.3.2. Sistem Devisa	9
BAB 2. LANDASAN TEORI NILAI TUKAR	10
2.1. Pendekatan Fundamental atas Nilai Tukar.....	10
2.2. <i>Purchasing Power Parity</i> (PPP)	13
2.3. <i>Interest Rate Parity</i> (IRP)	14
2.3.1. <i>Uncovered interest rate parity</i> (UIP).....	15
2.3.2. <i>Covered interest rate parity</i> (CIP).....	15
2.4. Teori Penentuan Nilai Tukar	16
2.4.1. Model Mundell-Fleming.....	17
2.4.1.1. Kebijakan moneter dan nilai tukar dalam model Mundell-Fleming.....	17
2.4.1.2. Kebijakan fiskal dan nilai tukar dalam model Mundell-Fleming.....	18
2.5. Model Moneter Harga Kaku (<i>The Sticky Prices Monetary Model/SPMM</i>).....	19
2.6. Model Moneter Harga Fleksibel (<i>The Flexible Prices Monetary Model/FPMM</i>)	22
2.7. Model Keseimbangan dan Model Likuiditas.....	22
2.8. Model Keseimbangan Portofolio (<i>Portofolio Balance Model/PBM</i>)	24

2.8.1. Penentuan nilai tukar jangka pendek dan kebijakan moneter dalam model PBM	24
2.8.2. Penyesuaian dinamis dan keseimbangan jangka panjang dalam model PBM	27
2.9. Konsep Permintaan dan Penawaran Valuta Asing dan Nilai Tukar ..	28
2.10. Nilai Tukar Nominal, Dinamika Nilai Tukar, dan Riil	29
2.11. Pendekatan Harga Aset Sebagai Penentu Nilai Tukar	31
2.12. Analisis Teknikal	32
2.12.1. Analisis Grafis (Charting).....	34
2.12.2. Indikator - Indikator Teknis	34
2.13. Faktor Penentu Nilai Tukar: Sentimen Pasar	35
2.14. Dinamika Nilai Tukar: <i>Overshooting</i>	38
2.15. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar – Survey Literatur	39
BAB 3. MIKROSTRUKTUR DALAM PASAR VALAS.....	45
3.1. Struktur Kelembagaan\Institusional Pasar Valas	46
3.2. Lokasi dan Regulasi Pasar Valas	47
3.3. Ekspektasi Nilai Tukar dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya	47
3.4. Peran Informasi dan <i>Order Flow</i>	48
3.5. <i>Time-Varying Volatility</i>	49
3.6. Perilaku <i>Market-Makers</i> dan Penentuan <i>Bid-Ask Spread</i>	50
3.7. Intensitas Perdagangan: <i>Hot Potatoes</i> vs. <i>Event Uncertainty</i>	51
BAB 4. REZIM NILAI TUKAR DALAM SEJARAH INTERNASIONAL	53
4.1. Sistem Nilai Tukar Tetap Murni	54
4.2. Sistem Nilai Tukar Mengambang Penuh	55
4.3. <i>Fixed but Adjustable Rate</i> (FBAR).....	56
4.3.1. Sistem nilai tukar terpatok (<i>peg</i>)	58
4.3.2. Sistem nilai tukar <i>target zone</i> (<i>band</i>).....	60
4.3.3. Sistem nilai tukar mengambang terkendali	61

BAB 5. VOLATILITAS NILAI TUKAR DAN RESPON	
BANK SENTRAL: STUDI KASUS BEBERAPA NEGARA.....	62
5.1. Praktik Kebijakan Pengendalian Nilai Tukar di Negara Maju	62
5.1.1. Amerika Serikat.....	62
5.1.2. Australia.....	63
5.1.3. Jepang.....	64
5.1.4. Kanada.....	64
5.1.5. Korea Selatan.....	65
5.1.6. Swiss.....	65
5.2. Praktik Kebijakan Pengendalian Nilai Tukar di Negara Berkembang.....	66
5.2.1. Afrika Selatan.....	67
5.2.2. Argentina.....	67
5.2.3. Brasil.....	69
5.2.4. Cina.....	69
5.2.5. India.....	70
5.2.6. Malaysia.....	71
5.2.7. Meksiko.....	72
5.2.8. Rusia.....	73
5.2.9. Thailand.....	74
5.3. Volatilitas Nilai Tukar dan Respon Bank Sentral: Studi Empiris.....	75
BAB 6. KEBIJAKAN NILAI TUKAR DAN DEvisa	
DI INDONESIA.....	78
6.1. Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia.....	79
6.2. Kebijakan Devisa di Indonesia.....	83
6.3. Sejarah Sistem Nilai Tukar dan Sistem Devisa di Indonesia.....	86
6.4. Kebijakan Nilai Tukar Terkini.....	88
DAFTAR PUSTAKA.....	90

Daftar Gambar

Gambar 1 Dampak Volatilitas dan <i>Misalignment</i> Nilai Tukar	2
Gambar 2 Pendekatan Penentuan Nilai Tukar	11
Gambar 3 Pendekatan Fundamental Nilai Tukar	13
Gambar 4 Perilaku Nilai Tukar dan Suku Bunga di Indonesia	16
Gambar 5 Kebijakan Moneter dalam Model Mundell-Fleming	18
Gambar 6 Kebijakan Moneter dalam Model Mundell-Fleming	19
Gambar 7 <i>Overshooting</i> Nilai Tukar dalam Model Harga Kaku	21
Gambar 8 Penentuan Nilai Tukar Riil dalam Model Ekuilibrium	23
Gambar 9 Stabilitas Global dalam Keseimbangan Jangka Pendek	26
Gambar 10 Penawaran – Permintaan Valuta Asing	28
Gambar 11 Dinamika Nilai Tukar Beberapa Negara Kawasan	30
Gambar 12 Nilai Tukar Riil Beberapa Negara Kawasan	31
Gambar 13 Dinamika Nilai Tukar Jangka Pendek dan Tren Jangka Panjang..	32
Gambar 14 Analisis <i>Moving Average</i> Microsoft	33
Gambar 15 Metode Pendekatan Teknis	34
Gambar 16 Dinamika Mata Uang Israel Saat Isu 911	36
Gambar 17 Dinamika Nilai Tukar Riil Beberapa Negara Regional	37
Gambar 18 Nilai Tukar Harian: Argentina Peso per U.S. Dollar.....	38
Gambar 19 Fenomena <i>Overshooting</i>	39
Gambar 20 Sistem Nilai Tukar	53
Gambar 21 Keseimbangan Nilai Tukar Tetap.....	54
Gambar 22 Keseimbangan Nilai Tukar Mengambang.....	56
Gambar 23 Perkembangan Rezim Nilai Tukar di Berbagai Negara	60
Gambar 24 Proses Perubahan Rezim Nilai Tukar.....	73
Gambar 25 Perilaku Nilai Tukar dan Suku Bunga di Indonesia.....	86
Gambar 26 Perkembangan Nilai Tukar Menuju Sistem Mengambang Fleksibel.....	87
Gambar 27 Sejarah Sistem Devisa di Indonesia	87
Gambar 28 Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia	88

Daftar Tabel

Tabel 1 Rezim Nilai Tukar Dalam Sejarah Internasional	57
Tabel 2 Klasifikasi Rezim Nilai Tukar <i>De Jure</i>	59
Tabel 3 Perubahan Rezim Nilai Tukar di Afrika Selatan	67
Tabel 4 Respon Kebijakan Moneter <i>Policy Mix</i>	89

BAB 1 PENDAHULUAN

Nilai tukar mulai muncul sejak terjadinya transaksi jual beli barang/jasa antarpenduduk di negara berbeda yang menggunakan mata uang berbeda pada sistem perekonomian terbuka. Penggunaan mata uang penduduk negara lain dilakukan pada saat penduduk suatu negara melakukan pembelian barang/jasa dari negara lain. Sementara di sisi negara penjual akan menerima mata uang yang diterima dari negara pembeli tersebut, baik dalam bentuk mata uang negara bersangkutan atau mata uang negara lainnya yang sudah disepakati sebagai mata uang internasional. Perbedaan dan perubahan harga barang yang diperdagangkan dari waktu ke waktu yang dihitung berdasarkan mata uang asing akan menentukan perubahan nilai tukar mata uang antarnegara yang melakukan transaksi perdagangan.

Selanjutnya, transaksi yang melibatkan mata uang asing semakin berkembang melalui transaksi keuangan/investasi internasional. Dalam perekonomian global yang semakin terintegrasi, perpindahan mata uang asing yang diterima dalam transaksi internasional, bergerak sangat cepat dan semakin mengarah pada perpindahan non-fisik dan komposisinya terus mendominasi transaksi internasional. Seiring perkembangan tersebut, maka nilai tukar akan semakin besar dipengaruhi oleh pergerakan mata uang non-fisik, baik berupa portofolio maupun investasi asing (yang kemudian lebih dikenal dengan aliran modal asing). Dengan perkembangan nilai tukar yang semakin cepat tersebut, maka negara-negara yang menganut sistem nilai tukar tetap atau dengan variasinya sangat rentan terhadap arus balik modal dan kegiatan spekulasi. Hal ini sebagaimana dialami pada era krisis nilai tukar yang terjadi di negara-negara Amerika Latin pada awal 1990-an dan negara-negara Asia Tenggara pada tahun 1997/98.

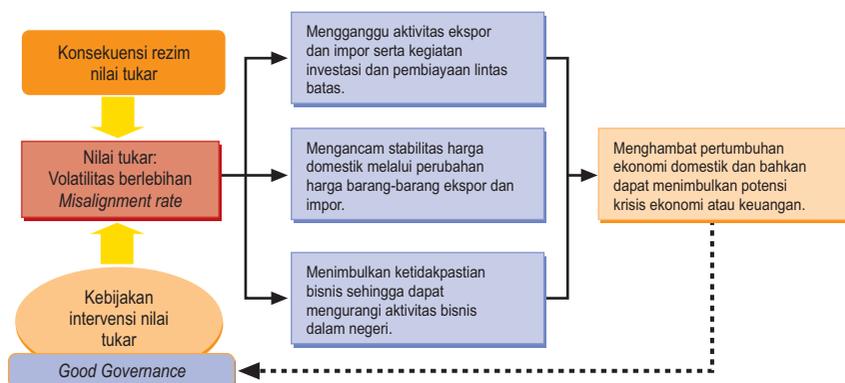
Teori yang mendasari perubahan nilai tukar terus mengalami perkembangan dari waktu ke waktu dalam rangka memahami dinamika perubahan nilai tukar. Ilmu nilai tukar merupakan bagian dari ilmu ekonomi moneter yang sangat banyak dibahas dan diteliti oleh berbagai kalangan akademis maupun bisnis dikarenakan sangat signifikan memengaruhi aktivitas ekonomi dan bisnis dalam konteks lokal, nasional, regional, maupun global. Sebagaimana diketahui, nilai tukar memengaruhi perekonomian dan aktivitas bisnis melalui saluran langsung maupun tidak langsung. Secara langsung, nilai tukar akan memengaruhi perekonomian suatu negara melalui harga barang ekspor dan

impor suatu negara (Gambar 1). Sementara secara tidak langsung, nilai tukar dapat memengaruhi perekonomian melalui kegiatan ekspor dan impor suatu negara.

Perubahan nilai tukar yang sangat cepat dan tidak stabil diyakini akan mengganggu kestabilan kegiatan perdagangan internasional dan berimbas pada pelarian modal internasional. Kondisi ini pada akhirnya akan mengganggu kinerja sektor riil domestik, baik perdagangan, produksi, dan stabilitas harga domestik. Pada puncaknya, hal ini akan mengganggu iklim bisnis sehingga berpotensi membahayakan keberlangsungan pertumbuhan ekonomi ke depan. Oleh karena itu, upaya bersama menjaga stabilitas nilai tukar, baik oleh otoritas moneter maupun pelaku pasar keuangan, adalah mutlak diperlukan.

Dalam menjalankan kebijakan nilai tukar, otoritas moneter kadang kala mengalami keuntungan atau bahkan kerugian jika dihitung transaksi tersebut dengan menggunakan mata uang lokal secara *marking to market*. Namun demikian, hal tersebut adalah lazim dan merupakan *common practice* terjadi di berbagai otoritas moneter sepanjang dilakukan dengan prinsip tata kelola yang baik (*good corporate governance*). Dalam menerapkan tata kelola yang baik, kebijakan nilai tukar otoritas moneter harus konsisten mencapai tujuan yang telah ditetapkan, seperti menjaga kestabilan nilai tukar jangka pendek, mengarahkan nilai tukar sesuai target inflasi menengah dan panjang, serta mendukung *competitiveness* dengan negara *peer*. Di beberapa negara lain,

Gambar 1.
Dampak Volatilitas dan *Misalignment* Nilai Tukar



Sumber: Syarifuddin (2015)

kebijakan nilai tukar juga diarahkan untuk mendukung kinerja perekonomian domestik. Pada prinsipnya, kebijakan nilai tukar yang dilakukan oleh otoritas moneter adalah untuk mendukung kepentingan ekonomi domestik.

Sedemikian besarnya pengaruh nilai tukar terhadap aktivitas bisnis, terdapat dua kubu utama yang mempunyai pendapat berbeda terkait perlunya pengaturan atas dinamika nilai tukar. Kubu pertama beranggapan bahwa nilai tukar sebaiknya dibiarkan bergerak sesuai dengan mekanisme penawaran dan permintaan valuta asing di pasar valuta asing. Kubu ini beranggapan, bahwa pergerakan nilai tukar diperlukan guna mengembalikan ketidakseimbangan ekonomi yang terjadi saat ini menuju kondisi keseimbangannya. Campur tangan otoritas dalam mengatur nilai tukar dianggap bisa mengganggu proses penyesuaian (*adjustment*) tersebut. Sementara itu, kubu lainnya beranggapan bahwa pergerakan nilai tukar harus diatur oleh otoritas dikarenakan pergerakan nilai tukar tidak selalu mendorong perekonomian ke arah yang seimbang (*equilibrium*). Kubu ini beranggapan bahwa pergerakan nilai tukar pada umumnya bergerak liar dan justru akan memperburuk kondisi perekonomian dan aktivitas bisnis.

1.1. Pengelolaan Dinamika Arus Modal dan Nilai Tukar

Semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan perekonomian global serta derasny aliran masuk modal asing, akan meningkatkan kompleksitas manajemen makroekonomi, khususnya kebijakan moneter dan nilai tukar. Penguatan pengelolaan dinamika arus modal dan nilai tukar dilakukan dengan beberapa prinsip dasar sebagai berikut. *Pertama*, koordinasi penerapan bauran instrumen kebijakan menjadi bagian strategi yang penting dalam menerapkan ‘*possible trinity*’ yang optimal. *Kedua*, di sisi aliran modal, dengan tetap menganut rezim devisa bebas, langkah-langkah makroprudensial di bidang arus modal merupakan opsi kebijakan yang bertujuan untuk mengurangi arus modal jangka pendek yang berlebihan. Memberikan ruang/kemungkinan nilai tukar untuk menguat, akumulasi cadangan devisa dan penggunaan kebijakan moneter dan fiskal lainnya. Senantiasa mempertimbangkan kebijakan-kebijakan yang bersifat prudensial dan struktural untuk mengelola aliran modal masuk.

Ketiga, di sisi nilai tukar, menghadapi arus modal, nilai tukar dikelola untuk tetap fleksibel dan memberi ruang gerak untuk terapresiasi, namun dijaga

agar jangan sampai terlalu melenceng jauh dari nilai tukar fundamentalnya (*overvalued*). Pengelolaan nilai tukar yang sejalan dengan kondisi fundamental dilakukan melalui intervensi di pasar valas secara simetris, yang memberikan ruang gerak apresiatif dalam hal terjadi aliran modal asing yang tinggi. Di sisi kebijakan moneter, kompleksitas kebijakan moneter melalui suku bunga sebagian dapat teratasi dengan menerapkan kebijakan makroprudensial.

Keempat, kebijakan moneter didukung oleh kebijakan makroprudensial yang bertujuan meminimalisir dampak aliran modal masuk pada *aset price bubble* dan pertumbuhan kredit yang berlebihan, yang dapat menimbulkan risiko kestabilan moneter dan kestabilan sistem keuangan, termasuk kebijakan *capital flow management* (CFM).

1.2. Kebijakan Moneter dalam Perekonomian Terbuka

Dalam era perekonomian global, interaksi ekonomi antar negara merupakan salah satu aspek penting dari perkembangan ekonomi suatu negara yang semakin terbuka. Dengan semakin besarnya keterkaitan antar negara, semakin terbuka pula perekonomian negara yang bersangkutan, seperti tercermin pada peningkatan transaksi perdagangan dan arus dana antar negara. Sebuah negara yang tidak dapat memenuhi kebutuhan barang dan jasa tertentu dari produksi di dalam negeri dapat mengimpor barang dan jasa tersebut dari negara lain. Di sisi lain, suatu negara dapat mengekspor barang dan jasa yang diproduksinya kepada negara lain yang membutuhkan. Demikian pula arus dana antar negara semakin meningkat dengan semakin terbukanya perekonomian dan globalisasi keuangan. Pendanaan investasi pada suatu negara tidak hanya terbatas pada kredit perbankan ataupun penjualan saham dan obligasi di pasar modal dalam negeri, tetapi dapat pula berasal dari penanaman modal asing, pinjaman luar negeri, atau surat-surat berharga yang dibeli oleh investor asing.

Keterbukaan ekonomi suatu negara akan membawa konsekuensi pada perencanaan dan pelaksanaan kebijakan ekonomi makro, termasuk kebijakan moneternya. Hal itu karena semakin besar transaksi perdagangan dan keuangan internasional yang dilakukan oleh suatu negara, semakin besar pula aliran dana luar negeri yang masuk dan keluar dari negara yang bersangkutan. Aliran dana luar negeri tersebut selanjutnya akan memengaruhi jumlah uang yang beredar, suku bunga, dan nilai tukar dalam perekonomian, yang pada akhirnya akan berpengaruh pada pertumbuhan ekonomi dan inflasi. Mekanisme dan

besarnya pengaruh aliran dana luar negeri tersebut akan dipengaruhi oleh sistem nilai tukar dan sistem devisa yang dianut negara yang bersangkutan.

Mengingat besarnya dampak sistem perekonomian terbuka pada indikator ekonomi dan moneter khususnya dalam nilai tukar dan inflasi domestik, maka setiap otoritas moneter akan menyesuaikan kebijakan moneter yang akan diambil dengan memperhitungkan arus dana valuta asing keluar/masuk. Dengan kebijakan yang tepat diharapkan nilai tukar dan inflasi domestik bisa bergerak pada kisaran yang diharapkan.

1.3. Sistem Nilai Tukar dan Devisa

Pada dasarnya, pemilihan sistem nilai tukar dan sistem devisa, serta independensi kebijakan moneter dari pengaruh perkembangan luar negeri merupakan tiga isu strategis dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter dalam perekonomian terbuka.¹ Umumnya, dalam hal diterapkan sistem devisa terkontrol, mobilitas aliran dana dari dan ke luar negeri cenderung terkendali, sehingga dampaknya terhadap perkembangan jumlah uang beredar di dalam negeri juga relatif tidak besar. Sementara itu, dalam hal diterapkan sistem devisa bebas, mobilitas aliran dana dari dan ke luar negeri akan semakin meningkat, baik dalam jumlah maupun fluktuasinya. Sebagai akibatnya, perkembangan jumlah uang beredar di dalam negeri akan banyak dipengaruhi oleh aliran dana luar negeri tersebut.

Seberapa jauh kemampuan kebijakan moneter dalam mengatasi pengaruh aliran dana luar negeri tersebut akan dipengaruhi oleh sistem nilai tukar yang dianut. Apabila suatu negara menerapkan sistem nilai tukar tetap, kebijakan moneter harus diarahkan untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat yang telah ditetapkan. Dengan demikian, kebijakan moneter sulit dilaksanakan secara independen karena aliran dana luar negeri yang terjadi akan berpengaruh langsung terhadap perkembangan jumlah uang beredar, pertumbuhan ekonomi, dan inflasi di dalam negeri. Sebaliknya, apabila suatu negara menerapkan sistem nilai tukar mengambang, aliran dana luar negeri

¹ Yang dimaksud independensi di sini adalah kemampuan bank sentral dalam melaksanakan kebijakan moneter tanpa gangguan-gangguan yang bersumber dari perkembangan faktor-faktor eksternal, seperti mobilitas dana luar negeri dan perkembangan ekonomi global. Pengertian independensi di sini berbeda dengan independensi bank sentral yang terkait dengan pengaturan kelembagaan dan kewenangan penuh dalam pelaksanaan tugas yang ditetapkan dalam undang-undang, terlepas dari campur tangan pemerintah maupun pihak lain, seperti dibahas dalam bagian lain dari bab ini maupun bab-bab lain di buku ini.

akan berpengaruh langsung terhadap perkembangan nilai tukar di pasar. Oleh karena itu, kebijakan moneter dapat lebih independen untuk difokuskan pada pengendalian jumlah uang beredar dan dampaknya terhadap pertumbuhan ekonomi dan inflasi di dalam negeri.

Uraian di atas menunjukkan bahwa dalam perekonomian terbuka, stabilitas nilai tukar, kebebasan mobilitas dana luar negeri, dan independensi pelaksanaan kebijakan moneter tidak dapat dicapai secara bersamaan. Kondisi tersebut dalam literatur ekonomi dikenal dengan istilah *impossible trinity*.² Yang dapat dicapai oleh bank sentral hanyalah dua dari tiga kondisi di atas. Jadi, apabila diinginkan stabilitas nilai tukar dengan penerapan sistem nilai tukar tetap, independensi kebijakan moneter mengharuskan pembatasan mobilitas dana luar negeri melalui penerapan sistem devisa terkontrol. Sebaliknya, apabila dikehendaki kebebasan mobilitas dana luar negeri dengan penerapan sistem devisa bebas, maka independensi kebijakan moneter mengharuskan dianutnya sistem nilai tukar mengambang. Hal ini agar pengaruh mobilitas dana luar negeri tersebut dapat terserap oleh perubahan nilai tukar (dengan konsekuensi nilai tukar tidak selalu stabil) dan jumlah uang beredar di dalam negeri tetap terkendali.

Namun, terdapat argumentasi yang menyatakan bahwa otoritas moneter sebaiknya bisa mengupayakan *possible trinity* semaksimal mungkin dengan menggunakan berbagai instrumen kebijakannya. Dengan demikian, kestabilan nilai tukar dan aliran modal bebas bisa dipertahankan, sementara bank sentral tetap bisa menjadi lembaga yang independen. Hal ini memang cukup berat dan menantang di era sistem keuangan secara global semakin terintegrasi. Oleh karena itu, peran dukungan kebijakan lain selain kebijakan moneter, seperti kebijakan makroprudential dan kebijakan pemerintah, sangatlah diperlukan untuk mewujudkan hal tersebut.

1.3.1. Sistem Nilai Tukar

Nilai tukar suatu mata uang didefinisikan sebagai harga relatif dari suatu mata uang terhadap mata uang lainnya. Pada dasarnya terdapat tiga sistem nilai tukar, yaitu (1) *fixed exchange rate* atau sistem nilai tukar tetap; (2) *managed*

2 Istilah ini dikemukakan oleh Robert Mundell (1968) dalam bukunya *International Economics*, untuk menjelaskan ketidakmungkinan pencapaian tujuan stabilitas nilai tukar, kebebasan mobilitas dana luar negeri, dan independensi kebijakan moneter secara bersamaan. "Overtime, the three goals cannot be attained simultaneously" (hlm. 147).

floating exchange rate atau sistem nilai tukar mengambang terkendali; dan (3) *floating exchange rate* atau sistem nilai tukar mengambang.

Pada sistem nilai tukar tetap, nilai tukar atau kurs suatu mata uang terhadap mata uang lain ditetapkan pada nilai tertentu, misalnya, nilai tukar rupiah terhadap mata uang dolar Amerika dipatok Rp 8.000,- per dolar. Pada nilai tukar ini bank sentral akan siap untuk menjual atau membeli kebutuhan devisa untuk mempertahankan nilai tukar yang ditetapkan. Apabila nilai tukar tersebut tidak lagi dapat dipertahankan, bank sentral dapat melakukan devaluasi ataupun revaluasi atas nilai tukar yang ditetapkan.³

Pada sistem nilai tukar mengambang, nilai tukar dibiarkan bergerak sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar. Dengan demikian, nilai tukar akan menguat apabila terjadi kelebihan penawaran valuta asing dan sebaliknya nilai tukar mata uang domestik akan melemah apabila terjadi kelebihan permintaan valuta asing.⁴

Bank sentral dapat saja melakukan intervensi di pasar valuta asing, yaitu dengan menjual devisa dalam hal terjadi kekurangan pasokan atau membeli devisa apabila terjadi kelebihan penawaran untuk menghindari gejolak nilai tukar yang berlebihan di pasar. Akan tetapi, intervensi dimaksud tidak diarahkan untuk mencapai target tingkat nilai tukar tertentu atau dalam kisaran tertentu.

Sistem nilai tukar mengambang terkendali merupakan sistem yang berada di antara kedua sistem nilai tukar di atas. Dalam sistem nilai tukar ini, bank sentral menetapkan batasan suatu kisaran tertentu dari pergerakan nilai tukar yang disebut *intervention band* atau batas pita intervensi. Nilai tukar akan ditentukan sesuai dengan mekanisme pasar sepanjang berada di dalam batas kisaran pita intervensi tersebut. Apabila nilai tukar menembus batas atas atau batas bawah dari kisaran tersebut, maka bank sentral akan secara otomatis

3 Devaluasi adalah kebijakan yang diambil oleh pemerintah suatu negara untuk secara sepihak menentukan nilai tukar mata uang negara tersebut terhadap mata uang lainnya. Misalnya, nilai tukar yang semula ditetapkan Rp 8.000 per dolar AS diturunkan menjadi Rp 9.000 per dolar AS. Sebaliknya, revaluasi adalah kebijakan menaikkan nilai tukar negara tersebut terhadap mata uang lain. Kebijakan devaluasi atau revaluasi biasanya dilakukan dalam rangka mempertahankan kinerja perdagangan luar negeri suatu negara. Sebagai contoh, kebijakan devaluasi dalam jangka pendek dapat meningkatkan daya saing sehingga merangsang kegiatan ekspor, dengan asumsi negara lain tidak membalas dengan melakukan tindakan devaluasi dan eksportir dapat meningkatkan efisiensi produksi untuk pemenuhan permintaan ekspornya.

4 Nilai tukar dikatakan melemah apabila diperlukan nilai uang yang lebih banyak untuk membeli valuta asing dalam jumlah yang sama. Misalnya, nilai tukar rupiah melemah dari semula per dolar (dapat dibeli dengan) Rp 8.000 menjadi Rp 9.000 per dolar.

melakukan intervensi di pasar valuta asing sehingga nilai tukar bergerak kembali ke dalam pita intervensi.⁵

Setiap sistem nilai tukar mempunyai kelebihan dan kelemahan. Pemilihan sistem yang diterapkan akan tergantung pada situasi dan kondisi perekonomian negara yang bersangkutan, khususnya besarnya cadangan devisa yang dimiliki, keterbukaan ekonomi, sistem devisa yang dianut (bebas, semi terkontrol, atau terkontrol), dan besarnya volume pasar valuta asing domestik. Sistem nilai tukar tetap mempunyai kelebihan karena adanya kepastian nilai tukar bagi pasar. Akan tetapi, sistem ini membutuhkan cadangan devisa yang besar karena keharusan bagi bank sentral untuk mempertahankan nilai tukar pada level yang ditetapkan. Selain itu, sistem ini dapat mendorong kecenderungan dunia usaha untuk tidak melakukan *hedging* (perlindungan nilai) valuta asingnya terhadap risiko perubahan nilai tukar. Sistem ini umumnya diterapkan di negara yang mempunyai cadangan devisa besar, dengan sistem devisa yang masih relatif terkontrol.

Sistem nilai tukar mengambang mempunyai kelebihan dengan tidak perlunya cadangan devisa yang besar, karena bank sentral tidak harus mempertahankan nilai tukar pada suatu level tertentu. Akan tetapi, nilai tukar yang terlalu berfluktuasi dapat menambah ketidakpastian bagi dunia usaha. Sistem ini umumnya diterapkan di negara yang mempunyai cadangan devisa relatif kecil sementara sistem devisa yang dianut cenderung bebas.⁶

Pergerakan nilai tukar di pasar dipengaruhi oleh faktor fundamental dan non-fundamental. Faktor fundamental tercermin dari variabel-variabel ekonomi makro, seperti pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, dan perkembangan ekspor impor.⁷ Sementara itu, faktor non-fundamental, antara lain, berupa sentimen pasar terhadap perkembangan sosial politik, faktor psikologi para pelaku pasar dalam memperhitungkan informasi, rumor, atau perkembangan lain dalam menentukan nilai tukar sehari-hari.

5 Apabila nilai tukar menembus batas atas atau batas bawah dari pita intervensi, secara otomatis bank sentral akan menjual atau membeli devisa yang diperlukan oleh pasar, sehingga nilai tukar bergerak kembali dalam batas kisaran pita intervensi. Penetapan lebarnya kisaran intervensi tergantung pada besarnya cadangan devisa yang dimiliki bank sentral serta kemungkinan kebutuhan yang terjadi di pasar. Umumnya, hal ini akan disesuaikan dari waktu ke waktu sesuai dengan perkembangan cadangan devisa dan volume transaksi di pasar valuta asing.

6 Untuk sistem nilai tukar mengambang terkendali, kelebihan dan kekurangannya terletak di antara sistem nilai tukar tetap dan mengambang.

7 Ada berbagai pendekatan dalam teori keuangan internasional untuk menentukan nilai tukar secara fundamental, antara lain: Teori Purchasing Power Parity (PPP), Real Effective Exchange Rate (REER), dan Fundamental Effective Exchange Rate (FEER). Untuk selengkapnya, baca Iskandar (2005), Sistem Nilai Tukar, buku Seri Kebankentralan, PPSK Bank Indonesia.

1.3.2. Sistem Devisa

Devisa merupakan aset keuangan yang digunakan dalam transaksi internasional. Penetapan sistem devisa pada suatu negara ditujukan untuk mengatur pergerakan lalu lintas devisa antara penduduk dan bukan penduduk dari suatu negara ke negara lain. Pada dasarnya ada tiga sistem devisa, yaitu (i) sistem devisa terkontrol; (ii) sistem devisa semi terkontrol; dan (iii) sistem devisa bebas. Pemilihan sistem devisa mana yang dianut akan tergantung pada kondisi negara yang bersangkutan, khususnya keterbukaan ekonominya, dalam arti seberapa jauh negara yang bersangkutan ingin mengintegrasikan ekonominya dengan ekonomi global.

Pada sistem devisa terkontrol, devisa pada dasarnya dimiliki oleh negara. Oleh karena itu, setiap perolehan devisa oleh masyarakat harus diserahkan kepada negara dan setiap penggunaan devisa harus memperoleh izin dari negara. Pada sistem devisa semi terkontrol, kewajiban penyerahan dan izin dari negara diterapkan untuk perolehan dan penggunaan devisa-devisa tertentu, sementara jenis devisa lainnya dapat secara bebas diperoleh dan dipergunakan. Pada sistem devisa bebas, masyarakat dapat secara bebas memperoleh dan menggunakan devisa.⁸

Hingga kini, semua sistem tersebut masih digunakan di berbagai negara dengan berbagai kombinasi kebijakan lainnya. Pada intinya, setiap negara memiliki tujuan agar arus devisa, baik yang keluar atau masuk, tidak mengganggu kinerja ekonomi domestik maupun dampaknya terhadap nilai tukar yang diarahkan pada persaingan internasional. Penerapan sistem devisa tertentu akan memiliki implikasi pada kebijakan ekonomi/moneter lainnya. Yang pasti, pilihan sistem devisa tertentu sudah mempertimbangkan karakteristik ekonomi domestik yang ditujukan untuk pencapaian kestabilan harga dan keberlangsungan pertumbuhan ekonomi domestik.

⁸ Meskipun demikian, dalam praktek di kebanyakan negara yang menerapkan sistem devisa bebas, masih terdapat kewajiban bagi masyarakat untuk melaporkan perolehan dan penggunaan devisa.

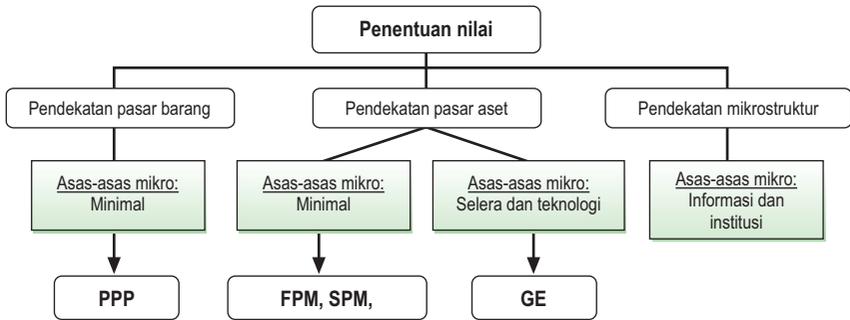
BAB 2 LANDASAN TEORI NILAI TUKAR

Teori nilai tukar terus berkembang sejak sistem *Bretton Woods* tidak lagi diadopsi oleh berbagai negara untuk mengatur pencetakan mata uangnya. Kondisi tersebut menyebabkan nilai tukar antar mata uang akan sangat bergantung pada permintaan dan penawaran mata uang dimaksud. Teori yang melandasi pergerakan nilai tukar dapat dibagi menjadi tiga besaran pendekatan, yaitu: pendekatan fundamental, pendekatan teknikal, dan pendekatan mikrostruktur. Meskipun mengalami banyak perdebatan atas pendekatan mikrostruktur, namun pendekatan tersebut ternyata memiliki kemampuan menjelaskan fenomena dinamika nilai tukar yang tidak bisa dijelaskan dengan baik oleh pendekatan konvensional fundamental maupun teknikal.

2.1. Pendekatan Fundamental atas Nilai Tukar

Pada intinya, pergerakan nilai tukar seharusnya dipengaruhi oleh faktor fundamental ekonomi. Dalam pasar modal sebagai contoh, kondisi fundamental ekonomi akan memengaruhi perolehan dividen yang akan diterima ke depan. Sementara itu, di pasar obligasi, kondisi fundamental ekonomi akan mendorong pemberian kupon dan harga surat berharga dimaksud. Setidaknya, terdapat dua faktor utama terkait fundamental ekonomi dalam konteks nilai tukar. *Pertama*, adalah kondisi fundamental yang menentukan nilai tukar berdasarkan kondisi dinamis di pasar barang yang melahirkan konsep *Purchasing Power Parity* (PPP). Konsep PPP menekankan asumsi bahwa pada dasarnya semua mata uang memiliki daya beli yang sama di berbagai negara. Namun, perubahan agregat penawaran dan permintaan di masing-masing negara yang akan mengubah daya beli mata uang suatu negara relatif terhadap mata uang negara lainnya. *Kedua*, konsep yang berasal dari dinamika di pasar aset yang melahirkan konsep *Uncovered Interest Rate Parity* (UIP). UIP mengasumsikan bahwa imbal hasil atas kepemilikan aset akan menyamakan nilai mata uang yang berbeda jika dikonversi ke dalam mata uang yang sama.

Gambar 2.
Pendekatan Penentuan Nilai Tukar



Sumber: Carbaugh (1992)

Kemudian, dalam konteks literatur modern, faktor fundamental juga memasukkan pendekatan baru yaitu pendekatan mikrostruktur. Konsep fundamental penentu nilai tukar berdasarkan konsep ini menekankan pentingnya memerhatikan faktor informasi dan institusional dalam menganalisa pergerakan nilai tukar. Jika dilihat pada Gambar 2, penentu nilai tukar secara fundamental dipengaruhi oleh ketiga pendekatan tersebut, meskipun pendekatan mikrostruktur masih menimbulkan perdebatan jika dikategorikan sebagai faktor fundamental. Sebagaimana pendekatan pasar barang melahirkan konsep PPP, pendekatan pasar aset juga melahirkan konsep nilai tukar yang dikenal dengan UIP, *Flexible Price Model* (FPM), *Sticky Price Model* (SPM), *Portofolio Balance Approach* (PBM), dan *General Equilibrium* (GE). Sementara itu, konsep mikrostruktur melahirkan konsep nilai tukar *noise trader*, dan lain-lain.

Dalam konteks secara umum, memang konsep PPP paling banyak dikenal dan pada era terdahulu paling tepat menerangkan perubahan nilai tukar yang diakibatkan oleh perubahan harga barang antarnegara. Selanjutnya adalah konsep neraca pembayaran (*balance of payments/BoP*). Konsep ini pada intinya menerangkan perubahan nilai tukar akibat dinamika arus dana melalui neraca berjalan dan modal. Sementara itu, *the monetary approach* adalah konsep yang paling sederhana untuk menjelaskan bahwa nilai tukar ditentukan oleh interaksi antara permintaan versus penawaran mata uang domestik, dan perkiraan kedepan mengenai level dan pertumbuhan dari stok agregat moneter.

Faktor aset surat berharga juga ditengarai memengaruhi perubahan nilai tukar dengan asumsi terjadi substitusi sempurna antara aset domestik maupun luar negeri. Perubahan permintaan/penawaran suatu aset berharga akan memengaruhi nilai tukar sepanjang pergerakan tidak dihambat oleh faktor-faktor non-fundamental. Namun demikian, pendekatan fundamental ekonomi semakin sulit menjelaskan fenomena dinamika nilai tukar beberapa waktu terakhir. Hal ini mendorong timbulnya pendekatan baru berupa analisis teknikal untuk memberikan alternatif metode untuk menjelaskan dinamika nilai tukar. Asumsi pendekatan teknikal ini adalah bahwa pergerakan nilai tukar selama ini selalu mengikuti pola tren tertentu.

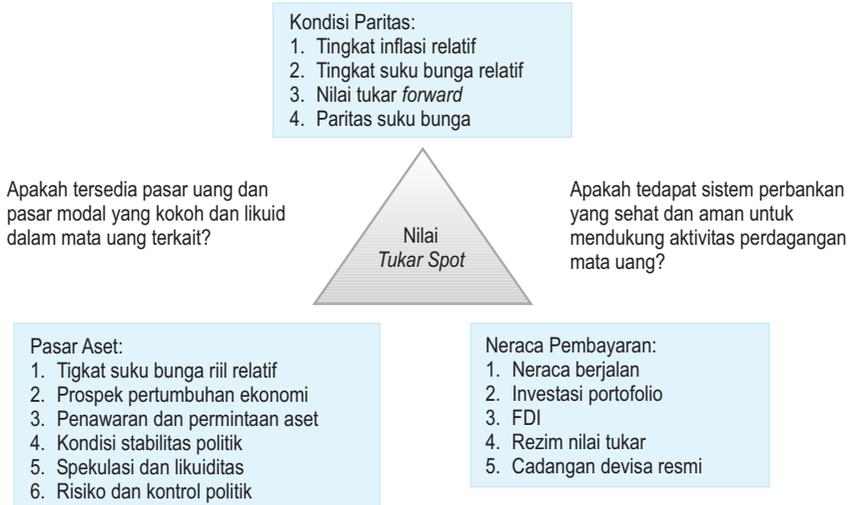
Dinamika nilai tukar juga sangat dipengaruhi oleh faktor pelaku pasar valas dan kondisi institusinya. Hal ini kemudian melahirkan konsep penentuan nilai tukar berdasarkan pendekatan mikrostruktur. Meskipun demikian, pendekatan ini tidak berarti mengabaikan faktor fundamental sebagaimana disebutkan di atas. Pendekatan ini hanya bersifat suplemental dalam menjelaskan nilai tukar.

Dalam rangka memahami lebih dalam mengenai nilai tukar, juga perlu di tambah informasi yang memadai mengenai:

- Kompleksitas ekonomi politik internasional;
- Infrastruktur sosial dan ekonomi; dan
- Karakteristik ekonomi, sosial, psikologis dan hal lain terkait pasar valuta asing domestik.

Berbagai faktor fundamental termasuk pendekatan mikrostruktur yang memengaruhi dinamika nilai tukar dapat diilustrasikan pada Gambar 3 di bawah ini. Sebagaimana disebutkan sebelumnya, ada tiga pendekatan utama secara fundamental beserta indikatornya yang memengaruhi nilai tukar, yaitu: kondisi paritas, pasar aset, dan neraca pembayaran.

Gambar 3.
Pendekatan Fundamental Nilai Tukar



Sumber: Krugman(2009)

2.2. *Purchasing Power Parity (PPP)*

Mengacu pada “*the law of one price*” dan diasumsikan barang homogen bergerak secara bebas antarnegara sehingga tidak timbul biaya transportasi, dan lain-lain.

Adapun konsep *absolute PPP* menyatakan bahwa daya beli (*purchasing power*) dua mata uang terhadap suatu barang adalah sama. Dengan demikian, PPP adalah perbandingan (rasio) tingkat harga di kedua negara.

$$E = 1/(P/P^*) = P/P^*$$

Di mana: E= nilai tukar, P = harga barang di DN, P* = harga barang yang sama di LN

Contoh:

Harga 1 Big Mac di US = \$1

Harga 1 Big Mac di Indonesia = Rp10.000,-

Kurs Rupiah = Rp 10.000/USD (*absolute PPP*).

Sementara itu, konsep PPP relatif adalah persentase perubahan nilai tukar dua negara dalam suatu periode sama dengan perbedaan inflasi di kedua negara.

$$\pi^d - \pi^f = e$$

Di mana: π^d = inflasi domestik; π^f = inflasi luar negeri, e = perubahan nilai tukar (apresiasi/depresiasi).

Asumsi:

- Barang yang diperdagangkan bersifat homogen dan harga barang *non-traded* bersifat fleksibel;
- Tidak ada hambatan perdagangan internasional;
- Biaya transportasi yang relatif rendah atau tidak ada; dan
- Tingkat inflasi yang setara.

Contoh:

Jika inflasi di AS naik 5% dan inflasi di Indonesia naik 10%, maka berdasarkan PPP relatif (dalam kondisi paritas) rupiah akan terdepresiasi sebesar 5% terhadap USD.

PPP relatif memiliki asumsi sebagai berikut: i) PPP relatif (cenderung berlaku dalam jangka panjang); ii) Perhitungan nilai tukar berdasarkan PPP cenderung hanya bersifat teori dasar dan *common sense*.

PPP memiliki berbagai kelemahan: i) adanya variabel penentu lain di luar inflasi; dan ii) sulit terpenuhinya asumsi yang mendasari teori.

2.3. Interest Rate Parity (IRP)

Definisi *Interest Rate Parity* (IRP) yaitu perbedaan suku bunga antara dua negara adalah sama dengan perubahan yang diharapkan (ekspektasi) dalam nilai tukar dua mata uang. Dalam pendekatan IRP, penentuan nilai tukar dipecah menjadi dua, yaitu *uncovered interest parity* (IRP), dan *covered interest parity* (CIP).

2.3.1. *Uncovered interest rate parity (UIP)*

Konsep ini ingin menjelaskan bahwa nilai tukar kedepan akan ditentukan oleh besaran perbedaan suku bunga antarnegara mata uang yang diperbandingkan. Formula ini lazim digunakan jika tidak ada risiko lain yang diperkirakan akan timbul. Jika ada potensi risiko yang dipersepsikan investor ke depan, maka formula ini tidak lagi berlaku. Formula UIP adalah sebagai berikut:

$$i^d - i^f = E(e)$$

Di mana: i^d = suku bunga domestik (*risk free*); i^f = suku bunga luar negeri (*risk free*);

$E(e)$ = ekspektasi perubahan nilai tukar (apresiasi/depresiasi).

Contoh:

Jika suku bunga di AS adalah 2.5% dan suku bunga di Indonesia sebesar 7.5%, maka berdasarkan IRP (dalam kondisi paritas), rupiah diekspektasikan terdepresiasi sebesar 5% terhadap USD. Persamaan mengasumsikan bahwa premi risiko adalah nol, yang merupakan kasus jika investor risiko netral. Jika investor tidak risiko netral, maka rupiah bisa terdepresiasi lebih besar dari 5% karena ada tambahan imbal hasil yang diinginkan investor untuk menutupi potensi kerugian akan tambahan risiko yang tidak netral tersebut.

2.3.2. *Covered interest rate parity (CIP)*

Dalam konsep CIP, nilai tukar tidak hanya dipengaruhi perbedaan suku bunga antarnegara yang diperbandingkan, tapi juga oleh besaran risiko yang terkait (*risk premium*).

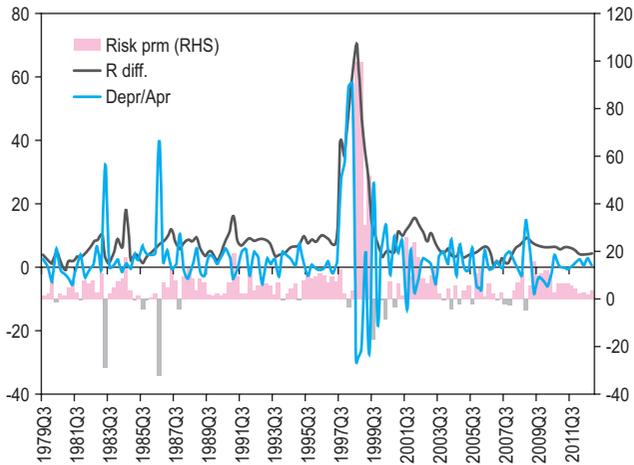
$$i^d - i^f = E(e) + \text{risk premium}$$

Asumsi yang diterapkan dalam pendekatan ini adalah sebagai berikut:

1. Aset finansial antar negara bersifat homogeny;
2. Pasar valas efisien;
3. Tidak adanya kontrol terhadap modal;
4. Risiko melekat relatif kecil.

Pembuktian IRP sangat sulit, terkait dengan pemenuhan asumsi yang mendasari teori. Gambar 4 adalah grafik yang ingin menunjukkan hubungan nilai tukar, pergerakan suku bunga dan premi risiko di Indonesia sebagai contoh dalam menjelaskan konsep CIP.

Gambar 4.
Perilaku Nilai Tukar dan Suku Bunga di Indonesia



Sumber: Bank Indonesia

2.4. Teori Penentuan Nilai Tukar

Teori mengenai penentuan gerakan nilai tukar pada awalnya dikembangkan oleh para pendukung Keynesian, seperti Lerner (1936), Metzler (1942a, 1942b), Harberger (1950), Laursen dan Metzler (1950) dan Alexander (1952). Sebagian besar studi ini fokus pada pentingnya elastisitas permintaan dan pasokan ekspor dan impor, permintaan dan penawaran mata uang asing, dan kondisi di mana devaluasi mungkin efektif dalam meningkatkan keseimbangan perdagangan. Hal tersebut memunculkan adanya beberapa pandangan terkait dengan pendekatan penentuan nilai tukar. Bab ini akan membahas mengenai teori-teori yang digunakan dalam penentuan nilai tukar yang dikembangkan sejak tahun 1960-an, seperti model Mundell-Fleming, *sticky-prices monetary model*, dan model keseimbangan portofolio (*portofolio balance model*).

2.4.1. Model Mundell-Fleming

Model Mundel-Fleming merupakan model yang banyak digunakan dalam teori penentuan nilai tukar. Model Mundel-Fleming dapat dikatakan sebagai perpanjangan dari model IS-LM dan kedua model tersebut menekankan interaksi antara pasar barang dan pasar uang. Perbedaan keduanya adalah model IS-LM digunakan pada sistem ekonomi tertutup, sementara model Mundell-Fleming digunakan pada sistem ekonomi terbuka. Model Mundell-Fleming pada dasarnya mengasumsikan bahwa harga bersifat tetap dan *perfect foresight*. Model Mundell-Fleming menerapkan tiga persamaan yaitu: persamaan kurs, permintaan uang, dan pendapatan nasional.

Tiga persamaan dasar dalam model Mundell-Fleming adalah sebagai berikut:

$$s = i - i^*$$

$$m = \sigma s + \kappa y - \theta i$$

dan

$$y = \chi(\alpha + \mu s - \phi i - y)$$

Keterangan: (semua variabel dalam bentuk logaritma, kecuali variable suku bunga).

s = perubahan kurs di mana kurs dinyatakan harga domestik untuk mata uang asing

i dan i^* = suku bunga domestik dan luar negeri

m = tingkat penawaran uang

y = pendapatan domestic.

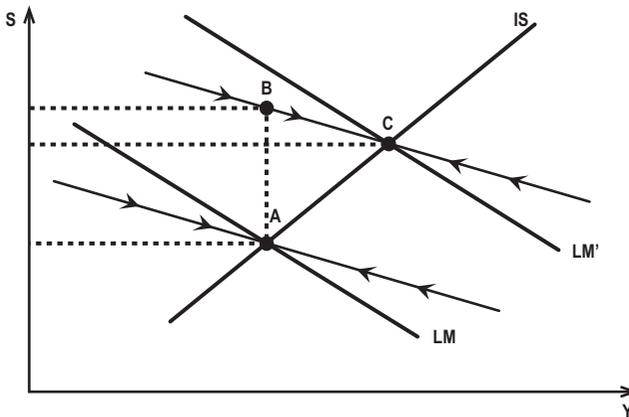
Model Mundel-Fleming memiliki sejumlah implikasi penting terkait dengan keefektifan kebijakan fiskal dan moneter dalam menciptakan keseimbangan ekonomi, baik internal maupun eksternal.

2.4.1.1. Kebijakan moneter dan nilai tukar dalam model Mundell-Fleming

Diasumsikan bahwa penawaran uang secara eksogen ditentukan oleh otoritas moneter. Karena tingkat harga diasumsikan tetap, maka kenaikan jumlah

uang beredar berarti kenaikan dalam keseimbangan uang riil. Peningkatan penawaran uang akan menyebabkan pergeseran kurva LM ke kanan (LM') dan tingkat keseimbangan baru bergeser menuju C. Nilai tukar jangka panjang akan terdepresiasi secara proporsional (s menjadi lebih tinggi dari poin A ke poin C). Pada awalnya, karena perekonomian tidak mampu menyesuaikan produksi barang/jasa secara langsung, menyebabkan nilai tukar melonjak (*overshoot*) di atas tingkat keseimbangan jangka panjangnya (dari poin A ke poin B). Selanjutnya, nilai tukar yang terdepresiasi menyebabkan tingkat ekspor bertambah dan impor berkurang sehingga *output* nasional dan harga meningkat (kurs terapresiasi) secara perlahan dan perekonomian bergerak dari poin B ke keseimbangan baru C. Secara singkat dapat disimpulkan bahwa efek bersih dari peningkatan penawaran uang adalah depresiasi jangka panjang dari nilai tukar (poin C), dengan adanya *overshooting* pada awalnya (poin B), dan peningkatan *output* dalam jangka panjang. Hal ini ditunjukkan pada Gambar 5.

Gambar 5.
Kebijakan Moneter dalam Model Mundell-Fleming



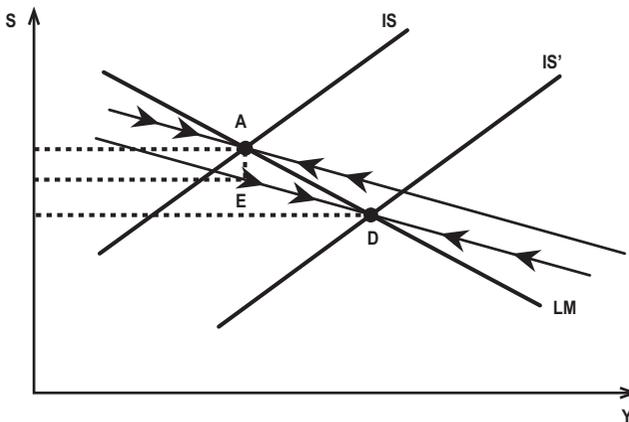
Sumber: Sarno dan Taylor (2003)

2.4.1.2. Kebijakan fiskal dan nilai tukar dalam model Mundell-Fleming

Berikut akan dibahas efek dari perubahan kebijakan fiskal dalam model Mundell-Fleming. Dimisalkan, perubahan fiskal (peningkatan pengeluaran pemerintah) menyebabkan ekspansi dalam perekonomian sehingga kurva

IS bergeser ke kanan (IS') dan tingkat keseimbangan baru bergeser menuju poin D. Hal ini menyebabkan nilai tukar jangka panjang akan terapresiasi secara proporsional ke poin D (s menjadi lebih rendah). Namun demikian, pada awalnya, karena perekonomian tidak mampu menyesuaikan harga barang/jasa dalam jangka pendek atau secara langsung ke poin D, hal ini menyebabkan nilai tukar menurun ke poin E di atas tingkat keseimbangan jangka panjangnya (poin D). Selanjutnya, nilai tukar yang terapresiasi menyebabkan tingkat ekspor berkurang dan impor bertambah. Selanjutnya, dengan berjalannya waktu, nilai tukar terdepresiasi sehingga mendorong ekspor meningkat/impor turun (total *output* bertambah) menyesuaikan secara perlahan dan perekonomian bergerak dari E ke keseimbangan baru D. Secara singkat dapat disimpulkan, bahwa efek bersih dari adanya ekspansi kebijakan fiskal adalah apresiasi nilai tukar jangka panjang, dengan adanya *undershooting* pada awalnya, dan peningkatan *output* dalam jangka panjang. Hal ini ditunjukkan pada Gambar 6.

Gambar 6.
Kebijakan Moneter dalam Model Mundell-Fleming



Sumber: Sarno dan Taylor (2003)

2.5. Model Moneter Harga Kaku (*The Sticky Prices Monetary Model/SPMM*)

Model harga kaku ini diperkenalkan oleh Dornbusch (1976) dan memperbolehkan adanya *overshooting* jangka pendek pada nilai tukar

nominal dan riil di atas tingkat keseimbangan jangka panjangnya. Model ini mengasumsikan adanya variabel-variabel fleksibel dalam sistem, yaitu nilai tukar dan suku bunga sebagai sebuah kompensasi atas kakunya variabel lain, terutama harga barang. Karakteristik dasar model ini dituangkan ke dalam persamaan struktural berikut (asumsi variabel luar negeri dan pendapatan domestik adalah konstan).

$$s' = i - i^*$$

$$m = p + \kappa y - \theta i$$

dan

$$p' = \gamma(\alpha + \mu(s - p) - \bar{y})$$

Berdasarkan persamaan tersebut dapat dilihat bahwa model Mundell-Fleming dan harga kaku sedikit memiliki kesamaan. Akan tetapi, tidak seperti model Mundell-Fleming, dalam model harga kaku, *output* tidak lagi ditentukan oleh permintaan, atau dengan kata lain, kelebihan dalam permintaan agregat lebih berpengaruh kepada inflasi daripada peningkatan *output*.

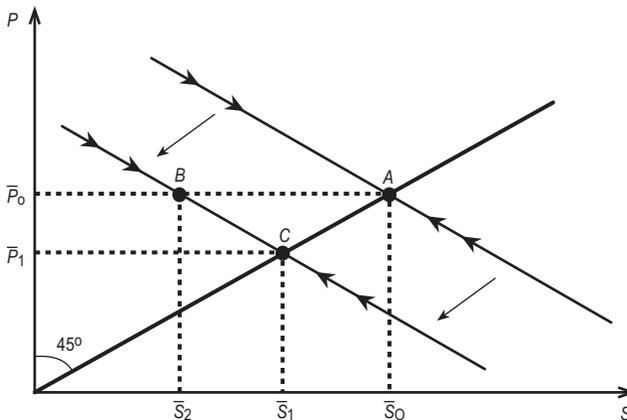
Karena harga diasumsikan bersifat kaku dalam jangka pendek, maka penurunan penawaran uang berimplikasi pada penurunan penawaran uang riil. Hal ini menyebabkan peningkatan suku bunga untuk menyeimbangkan pasar uang. Peningkatan suku bunga tersebut kemudian menarik para investor untuk berinvestasi di dalam negeri dan menyebabkan mata uang domestik terapresiasi. Tentunya para investor menyadari apresiasi nilai tukar ini dapat berubah menjadi depresiasi saat pembayaran kewajiban luar negeri mereka. Namun, para investor masih akan terus membeli aset domestik selama perbedaan tingkat suku bunga masih lebih besar daripada kerugian akibat depresiasi nilai tukar.

Hal tersebut menggambarkan keseimbangan jangka pendek dalam model ini tercapai jika perbedaan suku bunga sama dengan tingkat depresiasi nilai tukar domestik yang diharapkan. Namun demikian, dalam jangka menengah, harga-harga barang domestik mulai menurun seiring dengan menurunnya jumlah uang dalam perekonomian. Hal ini menyebabkan tekanan pada pasar uang karena penawaran uang riil meningkat dan mendorong terjadinya penurunan suku bunga. Penurunan suku bunga tersebut berakibat pada

terjadinya arus modal keluar sehingga nilai tukar pun bergerak menuju ke keseimbangan jangka panjang.

Penentuan nilai tukar berdasarkan model ini diilustrasikan dalam gambar 7 berikut:

Gambar 7.
Overshooting Nilai Tukar dalam Model Harga Kaku



Sumber: Sarno dan Taylor (2003)

Asumsikan terjadi penurunan dalam jumlah penawaran uang nominal. Dalam jangka panjang, karena model harga kaku mengasumsikan netralitas uang, penurunan dalam jumlah penawaran uang nominal menyebabkan tingkat harga menjadi lebih rendah (P_0 menjadi P_1). Karena model ini mengasumsikan paritas daya beli jangka panjang adalah tetap dan harga luar negeri adalah konstan, maka nilai tukar jangka panjang akan terapresiasi secara proporsional dan bergeser dari S_0 ke S_1 sejajar dengan 45 derajat. Keseimbangan baru pun bergeser menjadi C. Karena harga menyesuaikan dengan perlahan, perekonomian tidak dapat bergerak ke C secara langsung. Agar perekonomian dapat menyesuaikan dengan keseimbangan baru C, nilai tukar bergeser ke S_2 . Kemudian harga pun bergeser perlahan dan perekonomian bergeser dari B menuju keseimbangan jangka panjang C. Dapat disimpulkan bahwa efek bersih dari penurunan penawaran uang adalah apresiasi nilai tukar jangka panjang (S_0 ke S_1) dengan fenomena *overshoot* pada awalnya (S_2 ke S_1).

2.6. Model Moneter Harga Fleksibel (*The Flexible Prices Monetary Model/FPMM*)

Pendekatan moneter terhadap nilai tukar muncul sebagai model nilai tukar yang dominan sejak permulaan implementasi rezim nilai tukar mengambang pada awal tahun 1970. Pendekatan moneter dimulai dari definisi nilai tukar sebagai harga relatif antara dua mata uang dan berusaha memodelkan harga relatif tersebut dengan pendekatan permintaan dan penawaran relatif untuk mata uang dimaksud.

Perbedaan dasar antara model Mundell-Fleming, model harga kaku, dan harga fleksibel dapat diuraikan sebagai berikut. Dalam model Mundell-Fleming, *output* ditentukan oleh permintaan dan harga bersifat tetap. Dalam model harga kaku Dornbush, *output* berada pada tingkat alamiahnya dalam jangka panjang dan harga menyesuaikan secara kaku terhadap kelebihan permintaan. Sedangkan dalam model harga fleksibel, *output* juga berada pada tingkat alamiahnya, namun harga bersifat fleksibel dan merespon kelebihan permintaan secara langsung.

Model harga fleksibel mengasumsikan tingkat suku bunga domestik bersifat eksogen dalam jangka panjang dan ditentukan oleh pasar dunia berdasarkan asumsi mobilitas modal sempurna. Model harga fleksibel juga mengasumsikan adanya paritas daya beli. Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, dalam model harga fleksibel, kenaikan dalam penawaran uang relatif terhadap pasokan mata uang asing menyebabkan mata uang domestik terdepresiasi.

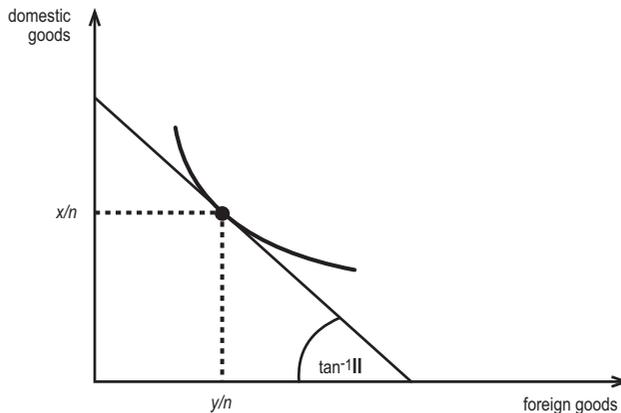
Peningkatan dalam pendapatan domestik riil menyebabkan kelebihan permintaan terhadap mata uang domestik, *ceteris paribus*. Dalam rangka meningkatkan keseimbangan uang riil, penduduk domestik memilih untuk mengurangi pengeluaran sehingga harga-harga pun mengalami penurunan sampai keseimbangan pasar uang tercapai. Berdasarkan asumsi paritas daya beli, maka penurunan harga domestik berimplikasi pada nilai tukar mata uang domestik yang terapresiasi terhadap mata uang asing. Demikianlah nilai tukar ditentukan berdasarkan model harga fleksibel.

2.7. Model Keseimbangan dan Model Likuiditas

Model keseimbangan merupakan generalisasi dari model FPMM di mana terdapat banyak barang yang diperdagangkan dan guncangan nyata lintas

negara. Model ekuilibrium ini secara sederhana dapat diilustrasikan pada gambar 8 sebagai berikut. Asumsikan terdapat dua negara, dua barang, satu periode di mana harga bersifat fleksibel dan pasar berada dalam keseimbangan, seperti dalam model FPMM. Namun, berbeda dengan model FPMM, para agen dalam pasar dapat membedakan barang-barang domestik dan luar negeri. Kemudian, untuk menyederhanakan, diasumsikan bahwa semua agen, baik domestik maupun luar negeri, memiliki preferensi yang identik dan rumah tangga di kedua negara memiliki tingkat kesejahteraan yang sama dan memiliki bagian yang sama dalam kepemilikan saham dalam perusahaan apapun. Penawaran uang, baik domestik maupun luar negeri, bersifat eksogen dan ditentukan oleh pemerintah atau otoritas moneter di kedua negara. Seperti halnya dalam model moneter (FPMM), ekspansi dalam kebijakan moneter dalam model ekuilibrium juga menyebabkan nilai tukar mata uang domestik terdepresiasi.

Gambar 8.
Penentuan Nilai Tukar Riil dalam Model Ekuilibrium



Sumber: Samo dan Taylor (2003)

Sementara model likuiditas merupakan perpanjangan dari model ekuilibrium di mana para investor disyaratkan untuk memegang uang tunai, tidak hanya untuk melakukan pembelian barang tapi juga pembelian aset. Hal tersebut berimplikasi pada keputusan para investor mengenai seberapa banyak mata uang, baik domestik maupun asing, yang harus dipegang untuk dapat melakukan pembelian barang dan aset, baik domestik maupun asing. Ketika

para investor sudah membuat keputusan, maka guncangan dalam obligasi dan penawaran uang akan memengaruhi tingkat suku bunga nominal dan tingkat suku bunga riil. Hal ini pada akhirnya dapat berpengaruh pada tingkat nilai tukar nominal maupun riil. Model likuiditas ini hampir sama dengan model SPMM. Namun, berbeda dengan model SPMM, model likuiditas ini pada dasarnya mengasumsikan bahwa portofolio melakukan penyesuaian terhadap guncangan secara perlahan dan harga-harga barang bersifat fleksibel.

2.8. Model Keseimbangan Portofolio (*Portfolio Balance Model/ PBM*)

Pada model keseimbangan portofolio (PBM) ini, faktor yang menentukan nilai tukar adalah permintaan dan penawaran aset finansial, setidaknya dalam jangka pendek. Fitur khusus dari model PBM ini dibandingkan dengan model penentuan nilai tukar lainnya adalah asumsi bahwa aset domestik dan aset luar negeri memiliki sifat substitusi tidak sempurna. Asumsi tersebut dapat diartikan bahwa investor/pelaku pasar valuta akan memilih portofolio yang optimal di antara berbagai aset, baik domestik maupun asing. Pemilihan tersebut dimaksudkan untuk menghindari/mengurangi resiko kerugian dari transaksi valas, atau untuk mendapatkan keuntungan yang optimal.

Perubahan neraca berjalan juga merupakan faktor penting dalam model PBM. Hal tersebut berimplikasi pada surplus (defisit) dalam neraca berjalan akan berhubungan dengan kenaikan (penurunan) dalam kepemilikan domestik bersih terhadap aset luar negeri. Hal tersebut kemudian akan memengaruhi tingkat kekayaan dan memengaruhi tingkat permintaan terhadap aset yang pada akhirnya dapat memengaruhi nilai tukar. Secara singkat, model PBM merupakan model dinamis yang menentukan nilai tukar berdasarkan interaksi pasar aset, neraca berjalan, harga dan tingkat akumulasi aset.

2.8.1. Penentuan nilai tukar jangka pendek dan kebijakan moneter dalam model PBM

Asumsikan kekayaan finansial yang dimiliki oleh sektor swasta terbagi menjadi tiga komponen, yaitu uang (M), obligasi domestik (B), obligasi yang dipegang oleh penduduk domestik berdenominasi mata uang asing (B^*). Kemudian, penentuan nilai tukar dalam jangka pendek dapat dijelaskan dengan persamaan-persamaan berikut:

$$W = M + B + SB^* \quad (1)$$

$$M = M(i, i^* + S^e) \quad M_1 < 0, M_2 < 0 \quad (2)$$

$$B = B(i, i^* + S^e) \quad B_1 > 0, B_2 < 0 \quad (3)$$

$$SB^* = B^*(i, i^* + S^e) \quad B_1^* < 0, B_2^* > 0 \quad (4)$$

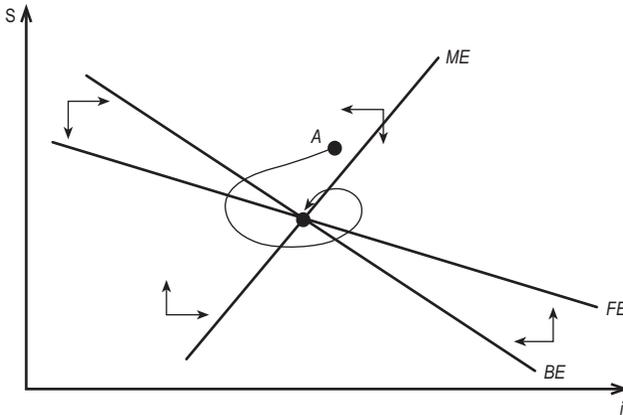
$$B^* = T(S/P) + i^* B^* \quad T_1 > 0 \quad (5)$$

Persamaan pertama adalah persamaan identitas kekayaan (W). Persamaan kedua, ketiga dan keempat merupakan fungsi permintaan aset. Sementara persamaan kelima menjelaskan mengenai tingkat perubahan B* yaitu neraca modal adalah sama dengan neraca berjalan, yang pada gilirannya sama dengan jumlah neraca perdagangan (T) dan *net debt service receipts* (i^*B^*). Neraca perdagangan dipengaruhi secara positif oleh tingkat nilai tukar (S), dengan asumsi bahwa harga barang tidak ditentukan dalam model ini. Hal tersebut berarti bahwa devaluasi dapat meningkatkan neraca perdagangan.

Pengaruh kebijakan moneter terhadap nilai tukar dalam jangka pendek berdasarkan model PBM diilustrasikan dalam Gambar 9 di bawah ini. Asumsikan terjadi kenaikan penawaran uang di dalam negeri sehingga membuat para investor menyesuaikan kepemilikan obligasi domestik dan luar negerinya. Hal tersebut menyebabkan FE bergeser ke atas, sementara BE bergeser ke bawah dan keseimbangan baru pun tercapai pada tingkat suku bunga yang lebih rendah dan tingkat nilai tukar nominal yang lebih tinggi. Namun, kenaikan B* menyebabkan terjadinya kelebihan penawaran mata uang asing disebabkan oleh para investor yang berusaha menyesuaikan keseimbangan portofolionya. Hal tersebut menyebabkan, baik BE maupun FE, bergeser ke kiri dan bertemu pada titik di mana keseimbangan tercapai pada tingkat suku bunga awal namun dengan tingkat nilai tukar nominal yang lebih rendah.

Pada akhirnya, kenaikan B menyebabkan tingkat suku bunga meningkat dikarenakan kelebihan penawaran obligasi domestik sehingga menekan harga pasar obligasi tersebut. Hal tersebut tergambar pada BE yang bergeser ke atas.

Gambar 9.
Stabilitas Global dalam Keseimbangan Jangka Pendek



Sumber: Sarno dan Taylor (2003)

Akibatnya, FE juga bergeser ke atas dikarenakan permintaan terhadap aset asing juga meningkat. Jika B dan B* bersifat substitusi, maka efek substitusi lebih mendominasi daripada efek kekayaan. Hal tersebut berimplikasi pada meningkatnya kepemilikan obligasi domestik dan penjualan obligasi luar negeri sehingga menyebabkan tekanan pada nilai tukar nominal dan mata uang domestik pun mengalami apresiasi. Sebaliknya, jika B dan B* tidak bersifat substitusi, maka efek kekayaan lebih mendominasi daripada efek substitusi. Hal tersebut menyebabkan nilai tukar nominal meningkat dan mata uang domestik terdepresiasi dikarenakan kenaikan kepemilikan obligasi luar negeri oleh para investor.

Asumsikan operasi pasar terbuka berupa pembelian obligasi domestik oleh pemerintah melalui pencetakan uang baru. Aktivitas pembelian tersebut memengaruhi pasar uang dan pasar obligasi domestik secara langsung dan menyebabkan tingkat suku bunga menurun. Hal tersebut memaksa sektor swasta untuk memegang uang dan para pemegang obligasi untuk melepas aset domestiknya, *ceteris paribus*. Kemudian, ME dan BE pun bergeser ke kiri. Oleh karena tingkat keseimbangan harus berada pada titik pertemuan antara ME, BE dan FE (dalam kasus ini diasumsikan tidak berubah) dan garis FE diasumsikan memiliki *slope* miring ke bawah dan lebih datar daripada garis BE, hal tersebut berimplikasi pada tingkat suku bunga yang menurun dan nilai tukar nominal terdepresiasi.

Kemudian, asumsikan pembelian obligasi luar negeri oleh pemerintah melalui pencetakan uang baru. Hal tersebut menyebabkan tingkat suku bunga meningkat karena adanya kelebihan penawaran uang dalam perekonomian. Garis ME pun bergeser ke kiri. Pembelian aset luar negeri dalam bentuk mata uang asing oleh pemerintah menyebabkan nilai tukar nominal terapresiasi dan garis FE pun bergeser ke kanan. Titik keseimbangan baru tercapai pada tingkat suku bunga yang lebih rendah dan tingkat nilai tukar yang lebih tinggi.

Secara kualitatif, efek dari adanya operasi pasar terbuka adalah sama, baik pencetakan uang oleh pemerintah digunakan untuk pembelian obligasi domestik maupun luar negeri. Namun, secara kuantitatif, efek tersebut berbeda. Hal tersebut dikarenakan garis FE lebih datar daripada garis BE sehingga perubahan nilai tukar yang disebabkan oleh operasi pasar terbuka terkait aset domestik lebih rendah daripada operasi pasar terbuka terkait aset asing. Namun sebaliknya, dampak terhadap tingkat suku bunga lebih besar disebabkan oleh operasi pasar terbuka terkait aset domestik daripada operasi pasar terbuka terkait aset asing. Singkatnya, dampak operasi pasar terbuka oleh pemerintah terhadap tingkat suku bunga dan nilai tukar tergantung pada kombinasi aset domestik dan aset asing yang dibeli pemerintah dalam aktivitas tersebut.

2.8.2. Penyesuaian dinamis dan keseimbangan jangka panjang dalam model PBM

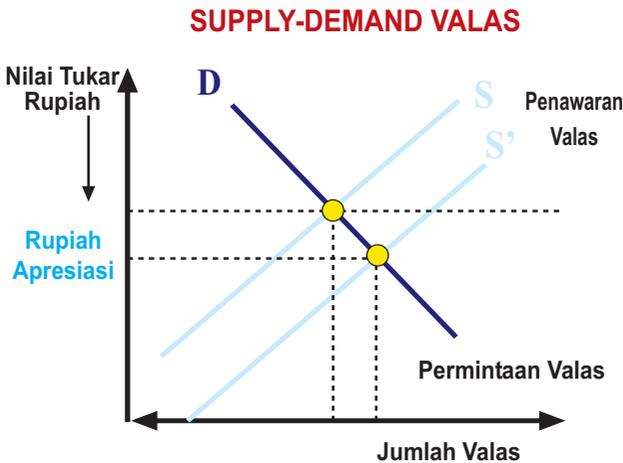
Bagian ini membahas bagaimana dampak kebijakan moneter terhadap nilai tukar melalui dampaknya terhadap perubahan harga yang diasumsikan berubah dalam jangka panjang. Bagian ini juga membahas dinamika interaksi (*stockflow*) antara nilai tukar, neraca berjalan dan tingkat kekayaan. Pada dasarnya, kenaikan dalam penawaran uang akan menyebabkan peningkatan dalam harga, yang kemudian akan memengaruhi ekspor bersih dan keseimbangan neraca berjalan. Hal ini pada akhirnya dapat memengaruhi tingkat kekayaan yang kemudian memengaruhi pasar aset dan pada gilirannya akan memengaruhi nilai tukar menuju ke keseimbangan jangka panjang. Seperti halnya dalam model SPMM, dalam model PBM ini, nilai tukar juga mengalami *overshooting*. Namun, berbeda dengan model SPMM, dalam model PBM *overshooting* tetap dapat terjadi meski tidak ada kekakuan harga.

Perubahan kurs, suku bunga, kekayaan, perkiraan mengenai nilai suatu aset di masa mendatang akan mengubah ekuilibrium pasar aset keuangan dan mendorong setiap investor untuk merelokasikan segenap aset finansialnya demi mencapai ekuilibrium atau keseimbangan portofolio yang baru, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Perbedaan mencolok dalam ukuran dan kecepatan penyesuaian antara stok finansial dan sektor riil memberikan suatu implikasi yang sangat penting terhadap proses pembentukan kurs dan perubahan-perubahan atau dinamikanya dari waktu ke waktu.

2.9. Konsep Permintaan dan Penawaran Valuta Asing dan Nilai Tukar

Secara umum, nilai tukar mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain, ditentukan oleh keseimbangan yang terjadi pada permintaan dan penawaran valuta asing mata uang yang diperdagangkan di pasar valuta asing domestik. Apabila terjadi perubahan atas faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan atau penawaran, maka akan terjadi pergeseran kurva permintaan dan penawaran, yang selanjutnya akan mengubah nilai tukar dari kondisi sebelumnya. Gambar 10 mengilustrasikan perubahan nilai tukar suatu mata

Gambar 10.
Penawaran – Permintaan Valuta Asing



Sumber: Krugman (2009)

uang terhadap mata uang asing akibat terjadinya perubahan/pergeseran kurva permintaan dan penawaran valas. Peningkatan penawaran valuta asing yang ditunjukkan dengan adanya pergeseran kurva penawaran dari S menjadi S' menyebabkan nilai tukar Rupiah terapresiasi. Begitu pun sebaliknya.

2.10. Nilai Tukar Nominal, Dinamika Nilai Tukar, dan Riil

Nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*), E, adalah harga suatu mata uang terhadap mata uang lainnya. Nilai tukar riil (*real exchange rate*) adalah,

$$Q = E \cdot P^*/P$$

Di mana: Q = nilai tukar riil, E = nilai tukar nominal, P = tingkat harga dalam negeri, dan

P* = tingkat harga di LN.

Real Effective Exchange Rate (REER) adalah indeks nilai tukar suatu negara terhadap nilai tukar negara mitra dagangnya, yang diukur berdasarkan bobot dari *traded goods* (ekspor dan impor) negara tersebut. *Bilateral Real Effective Exchange Rate* (BREER) adalah nilai tukar riil suatu negara terhadap negara lain yang dihitung dengan membandingkan tingkat inflasi dan nilai tukar nominal antar kedua negara.

Apresiasi: Penguatan nilai tukar suatu negara secara gradual terhadap nilai tukar negara lain (*market driven*). Depresiasi: Pelemahan nilai tukar suatu negara secara gradual terhadap nilai tukar negara lain (*market driven*). Revaluasi: Kebijakan memperkuat nilai tukar suatu negara secara signifikan terhadap nilai tukar negara lain. Devaluasi: Kebijakan memperlemah nilai tukar suatu negara secara signifikan terhadap nilai tukar negara lain.⁹

Dinamika nilai tukar yang tercermin pada pergerakan apresiasi atau depresiasi sangatlah penting bagi suatu Negara, terutama bila dikaitkan dengan tingkat persaingan perdagangan antarnegara. Nilai tukar riil bisa mencerminkan tingkat *competitiveness* suatu negara dengan negara lain dalam kaitannya dengan perdagangan internasional. Suatu negara yang

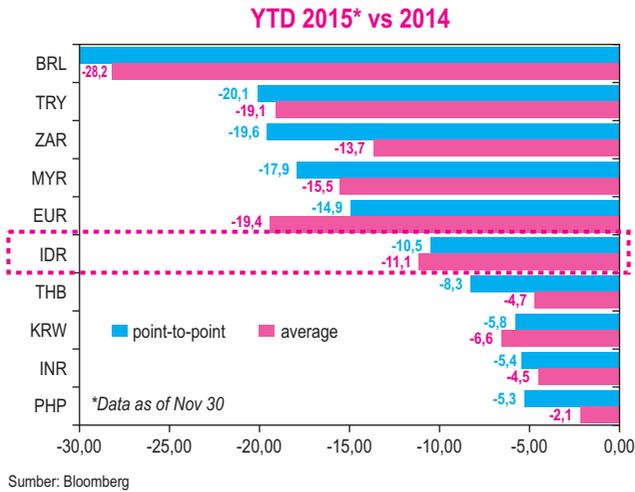
9 Adapun formula perhitungan apresiasi/depresiasi nilai tukar adalah sebagai berikut:

$$\text{Apresiasi/Depresiasi IDR/USD} = \left(\frac{\frac{1}{\text{IDR/USD}_t}}{\frac{1}{\text{IDR/USD}_0}} - 1 \right) * 100$$

sangat mengandalkan kinerja ekonominya melalui perdagangan internasional berusaha menjaga level nilai tukar riil tidak berada pada kondisi *overvalued*.

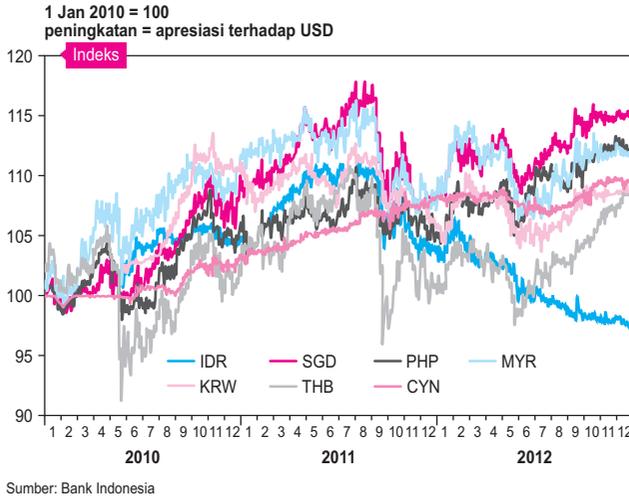
Di bawah ini adalah contoh dinamika nilai tukar nominal dan riil beberapa negara di kawasan regional pada tahun 2013.

Gambar 11.
Dinamika Nilai Tukar Beberapa Negara Kawasan



Gambar 11 menunjukkan dinamika nilai tukar beberapa negara di kawasan Asia pada tahun 2015 hingga 30 November. Pada tahun 2015 ini, nilai tukar rupiah melemah cukup tajam sekitar 10,5% (point to point) atau 11,1% (rata-rata) dibandingkan periode yang sama tahun 2014. Hingga November 2015, rupiah secara rata-rata melemah 11,05% ke level Rp13.351/USD. Pelemahan tersebut dipengaruhi faktor eksternal, antara lain, ketidakpastian kenaikan Fed Fund Rate (FFR), kekhawatiran negosiasi fiskal Yunani, serta yuan yang terus terdepresiasi. Dari sisi domestik, meningkatnya permintaan valas untuk pembayaran utang/deviden, serta kekhawatiran terhadap melambatnya ekonomi domestik. Sementara Gambar 12 menunjukkan perkembangan nilai tukar riil beberapa negara di kawasan Asia hingga Desember 2012. Bagi Indonesia, penting menjaga nilai tukar riil agar tidak *overvalued* karena dikhawatirkan akan mengganggu kinerja ekspor. Untuk itu Bank Indonesia, berupaya menjaga indeks nilai tukar riil berada sedikit dibawah angka 100.

Gambar 12.
Nilai Tukar Riil Beberapa Negara Kawasan



2.11. Pendekatan Harga Aset Sebagai Penentu Nilai Tukar

Pendekatan aset merupakan salah satu pendekatan fundamental nilai tukar yang mengasumsikan bahwa investor asing berminat memegang aset dalam mata uang domestik yang dilandasi atas beberapa faktor yang dijadikan pertimbangan seperti: suku bunga riil relatif, prospek pertumbuhan ekonomi, likuiditas pasar keuangan, ketersediaan infrastruktur ekonomi dan sosial, kestabilan politik, penerapan prinsip tata kelola yang baik, risiko sistemik, dan spekulasi.

Berdasarkan keseluruhan faktor di atas, investor asing berminat memegang aset atau surat berharga domestik atau berinvestasi di suatu negara negara maju lebih didasari oleh perbedaan suku bunga riil dan prospek pertumbuhan ekonomi/profit. Sementara bagi kepemilikan surat berharga negara berkembang, masih perlu menjadi pertimbangan mengenai kondisi likuiditas dan faktor risiko lainnya.

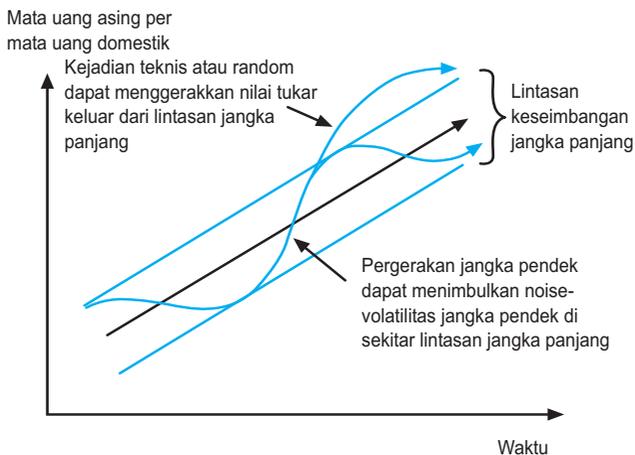
2.12. Analisis Teknikal

Analisis teknikal dalam penentuan nilai tukar tetap menjadi pegangan banyak pelaku ekonomi khususnya para pedagang mata uang. Analisis teknikal melandasi penentuan nilai tukar berdasarkan pola tren yang terjadi pada masa lalu yang bisa terjadi berulang-ulang di masa depan. Tren nilai tukar bisa berulang terjadi polanya berdasarkan periode waktu seperti: harian, jangka pendek (beberapa hari hingga satu bulan), jangka panjang.

Semakin panjang periode proyeksi, biasanya semakin tidak akurat level nilai tukar dibandingkan dengan apa yang terjadi. Namun demikian, biasanya dalam jangka panjang, dinamika nilai tukar akan mendekati kondisi fundamental ekonomi dan ini banyak dibuktikan oleh berbagai penelitian di berbagai negara. Bahkan, dalam konteks terkini, pergerakan nilai tukar jangka pendek justru lebih sering mengalami fluktuasi yang berlebihan dikarenakan oleh berbagai faktor seperti *shock* ekonomi, friksi institusional dan teknikal menyebabkan nilai tukar tersebut meninggalkan level fundamentalnya.

Namun demikian, justru fluktuasi nilai tukar jangka pendek tersebut bisa dimodelkan karena memiliki pola berulang dan bertauran dalam suatu kurun tertentu. Berikut Gambar 13 yang menggambarkan pergerakan nilai tukar sesuai tren jangka panjang dan dinamika jangka pendeknya.

Gambar 13.
Dinamika Nilai Tukar Jangka Pendek dan Tren Jangka Panjang

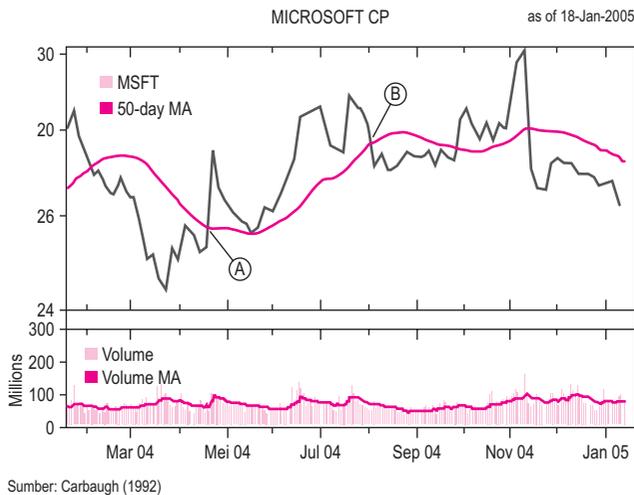


Sumber: Krugman (2009)

Untuk melakukan analisis nilai tukar berdasarkan pendekatan teknikal, beberapa cara dilakukan dengan menggunakan beberapa teknik yang dikenal sebagai berikut: Rata-rata bergerak (*moving averages*), *Bollinger bands*, *Moving Average Convergence/Divergence* (MACD), Indikator stokastik (*oversold/bought*) RSI – Ressistance Strenght Index, Volume, dan Rata-rata terhitung saat hari terakhir atau waktu berjangka, seperti 200 hari atau 50 hari.

Analisis teknikal mencoba memprediksi pergerakan kurs/harga aset berdasarkan tren dan pola historis. Asumsi dasar: (1) pergerakan kurs memiliki pola atau tidak random; (2) seluruh informasi pergerakan kurs telah tercermin pada pola historis; (3) sejarah berulang dengan sendirinya. *Half science half art*, tiap orang dapat memiliki interpretasi yang berbeda. Contoh dari analisis nilai tukar menggunakan pendekatan teknikal adalah pada Gambar 14 yang menggunakan data saham Microsoft selama setahun. Analisis teknikal di sini adalah menggunakan teknikal *moving average* 50 hari untuk melihat kecenderungan (*trend*) nilai tukar ke depan.

Gambar 14.
Analisis Moving Average Microsoft



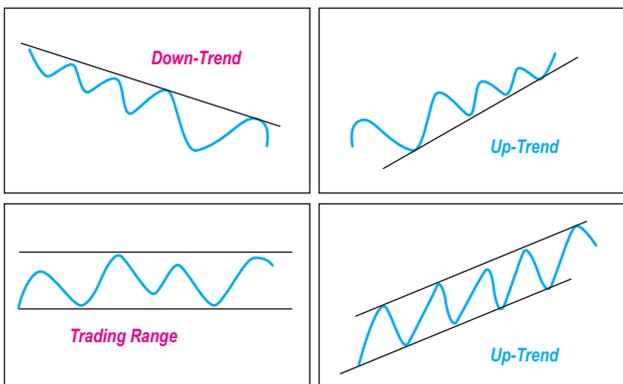
2.12.1. Analisis Grafis (Charting)

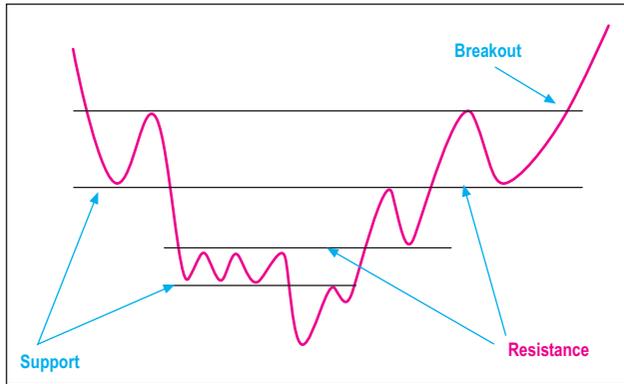
Dalam melakukan analisis nilai tukar berdasarkan analisis grafis, beberapa teknis bisa dilakukan, di antaranya: menganalisis pola dan tren yang berulang, dan *Trenline*, *support/resistance*, dll.

2.12.2. Indikator - Indikator Teknis

Selain itu, dalam memanfaatkan pendekatan teknikal, beberapa data indikator ekonomi/statistik bisa digunakan melalui teknis pengolahan secara statistik. Beberapa pendekatan statistik yang terkenal dan lazim digunakan oleh para analis dan pelaku di pasar valuta asing adalah MACD (*Moving Average Convergence Divergence*) atau RSI (*Resistance Strenght Index*), *Bolinger bands*, dan lain-lain. Metode ini cukup populer digunakan bagi para pelaku pasar valas dikarenakan memiliki kemampuan yang cukup baik untuk melihat kecenderungan pergerakan nilai tukar ke depan dengan berbasiskan pada trend perkembangan nilai tukar di masa lalu. Berbagai visualisasi trend perkembangan nilai tukar yang dijadikan alat analisa teknikal di antaranya terlihat pada Gambar 15 di bawah ini.

Gambar 15.
Metode Pendekatan Teknis





Sumber: Krugman (2009)

2.13. Faktor Penentu Nilai Tukar: Sentimen Pasar

Seluruh otoritas moneter sangat peduli dengan perkembangan nilai tukar karena akan berpengaruh terhadap kinerja ekonominya melalui transaksi perdagangan barang/jasa atau aliran modal asing. Jika terjadi tekanan nilai tukar yang tajam maka dimungkinkan suatu negara akan jatuh ke lembah krisis keuangan. Dalam beberapa periode terakhir, tekanan terhadap nilai tukar ternyata tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental. Tindakan transaksi mata uang asing yang mendadak dan besar akibat didorong oleh tekanan spekulasi para investor yang dipicu oleh faktor sentimen, ternyata semakin berpengaruh signifikan terhadap perubahan nilai tukar yang cepat dan terkadang diakhiri dengan kondisi krisis nilai tukar. Sentimen pasar menjadi sangat populer dalam beberapa dekade terakhir, sehubungan dengan kegagalan pendekatan fundamental dalam menerangkan perubahan nilai tukar.

Sentimen pasar pada awalnya tidak begitu diandalkan dalam proyeksi nilai tukar, namun sejak krisis nilai tukar terjadi dan dinamika nilai tukar yang sangat cepat pada saat isu negatif terjadi, sentimen pasar menjadi andalan bagi analis nilai tukar untuk menjelaskan hal tersebut. Sentimen pasar merupakan kondisi atau kejadian yang memengaruhi persepsi pasar yang memicu minat beli atau jual dari pelaku pasar, yang akan semakin kuat pengaruhnya pada saat isu negatif mendapat respon yang semakin besar dari pelaku pasar valas domestik. Sentimen pasar dapat dicetuskan dari indikator ekonomi dan pasar

keuangan yang baru dikeluarkan, pernyataan tokoh kunci pasar keuangan, serta kondisi geo-politik yang terkait langsung maupun tidak langsung.

Sentimen pasar terkadang sulit diprediksi dan diukur pengaruhnya. Gambar 16 mengilustrasikan pengaruh sentimen terhadap dinamika yang cepat pada nilai tukar mata uang Israel pada saat terjadi peristiwa 911 di Amerika Serikat. Peristiwa 911 di Amerika Serikat ternyata berpengaruh pula ke negara Israel yang secara geografis jauh dari Amerika Serikat. Hal ini dikarenakan adanya isu yang berkembang bahwa negara Israel juga akan mendapat serangan teroris Al Qaeda karena menjadi musuh bangsa Palestina maupun Islam secara luas. Mata uang Israel akibatnya mengalami tekanan jual dan melemah cukup tajam pada saat itu seperti terlihat pada Gambar 16 di bawah ini.

Gambar 16.
Dinamika Mata Uang Israel Saat Isu 911



Sumber: Krugman (2009)

Demikian pula sebagaimana yang terjadi di Argentina dan Asia beberapa waktu lalu. Pada saat krisis keuangan di ASEAN tahun 1997/1998, asal mula krisis pada saat terjadinya perubahan struktural negara-negara kebanyakan di kawasan tersebut dari *net exporter* menjadi *net importer* sehingga menimbulkan ketergantungan yang tinggi pada pasokan valas.

Pelajaran yang dapat diambil contoh kasus krisis ekonomi yang bermula dari Thailand di tahun 1996/1997. Pada saat itu, fenomena gelembung aset (*asset bubble*) meledak di Thailand sehingga mencetuskan pelarian modal yang sangat besar. Kondisi ini mengakibatkan nilai tukar Baht Thailand merosot tajam meskipun pemerintah Thailand telah mengambil beberapa langkah penyelamatan nilai tukar melalui intervensi valas maupun menaikkan suku bunga Baht Thai. Kondisi yang tidak baik tersebut ternyata semakin memburuk dan bahkan merebak menjadi isu sentimen negatif ke berbagai negara sekitar sehingga mengakibatkan mata uang negara sekitar mengalami tekanan depresiasi yang sangat tajam. Tercatat mata uang Peso Filipina, Ringgit Malaysia dan Rupiah Indonesia terus mengalami tekanan setelah Baht Thailand. Bahkan kondisi ini diperparah dengan berlanjutnya krisis mata uang ke krisis politik.

Gambar 17.
Dinamika Nilai Tukar Riil Beberapa Negara Regional



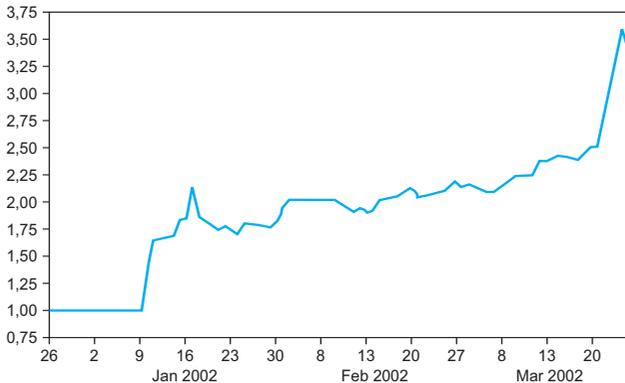
Sumber: Krugman (2009)

Banyak faktor yang ditengarai menjadi pencetus krisis itu terjadi, di antaranya, kurangnya penerapan tata kelola yang baik, manajemen perusahaan yang buruk, aksi spekulasi, dan lemahnya pengawasan otoritas atas perilaku pasar uang khususnya perbankan. Merosotnya mata uang regional Asia tersebut terlihat pada Gambar 17.

Meskipun sedikit berbeda, kasus tekanan mata uang Peso Argentina juga tidak bisa dilepaskan akibat adanya isu sentiment negatif yang memicu penjualan mata uang Peso Argentina. Pada tahun 1991, pemerintah Argentina

mematok mata uang peso sebesar 1:1 terhadap dolar AS. Kebijakan ini diambil dalam rangka mengurangi tekanan inflasi yang terjadi sejak masa lalu. Namun, sampai dengan tahun 2001, peso ternyata mengalami *overvalued* karena kondisi ekonomi dan *budget deficit* yang semakin besar. Oleh karena itu, peso didevaluasi pada tahun 2002, akibat semakin besarnya tekanan sosial dan merebaknya fenomena *bank-run* yang cukup signifikan. Namun, kebijakan tersebut tidak cukup untuk mengatasi permasalahan ekonomi saat itu, dikarenakan perekonomian yang semakin memburuk dan kondisi bank yang semakin pailit yang menyeret harga aset juga merosot tajam. Isu devaluasi ini ternyata diperburuk dengan sentiment negatif kekhawatiran akan terjadi pelemahan peso yang akan berlanjut ke depan. Berdasarkan kondisi tersebut, pemerintah menyatakan kondisi ekonomi dalam keadaan krisis dan mata uang peso terus merosot cukup tajam sebagaimana terlihat pada Gambar 18 di bawah ini.

Gambar 18.
Nilai Tukar Harian: Argentina Peso per U.S. Dollar



Sumber: Krugman (2009)

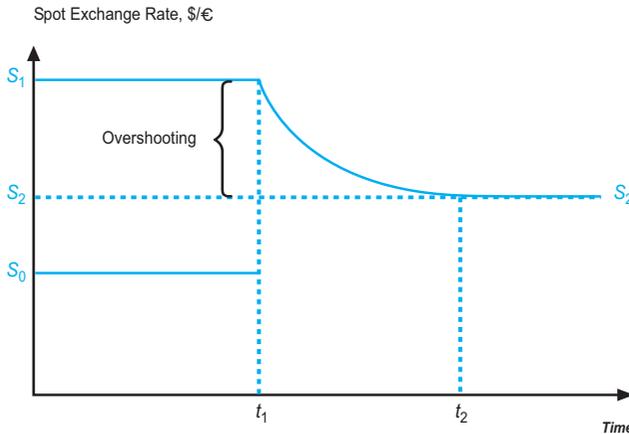
2.14. Dinamika Nilai Tukar: *Overshooting*

Pada saat nilai tukar bergerak sangat dinamis dikarenakan berbagai faktor, khususnya isu/sentimen pasar, biasanya nilai tukar suatu mata uang akan bergerak sangat cepat melampaui kondisi fundamentalnya. Biasanya hal ini berlangsung tidak terlalu lama bergantung kepada kondisi pasar valas domestik dan meredanya faktor spekulasi. Dengan berjalannya waktu, secara

normal nilai tukar yang berfluktuasi melebihi kondisi fundamentalnya, akan kembali kepada kondisi keseimbangan fundamentalnya setelah mekanisme penyesuaian terjadi sebagaimana teori ekonomi berjalan sebagaimana mestinya.

Gambar 19 menunjukkan fenomena *overshooting* mata uang dolar AS terhadap Euro yang terjadi pada saat dilakukan pengumuman bahwa FEDRES akan mengambil kebijakan akomodatif dengan menambah likuiditas ke dalam sistem keuangan AS. Kondisi ini menyebabkan nilai tukar AS melemah cukup tajam melebihi kondisi fundamentalnya dikarenakan terjadinya rigiditas pada harga yang tidak bisa menyesuaikan dengan segera pada saat penawaran mata uang AS meningkat. Sebagai kompensasinya, suku bunga AS menurun. Namun, seiring dengan berjalannya waktu di mana harga mulai meningkat, suku bunga akan menurun, dan nilai tukar akan kembali menguat meskipun tidak sekuat level sebelum kebijakan FEDRES diterapkan.

Gambar 19.
Fenomena *Overshooting*



Sumber: Carbaugh (1992)

2.15. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Nilai Tukar – Survey Literatur

Pencapaian nilai tukar yang stabil dan kompetitif serta laju inflasi yang terkendali sangat diperlukan untuk menciptakan situasi yang kondusif bagi kegiatan ekonomi domestik. Perubahan nilai tukar memiliki efek luas dan

memiliki konsekuensi terhadap harga, upah, suku bunga, tingkat produksi, dan kesempatan kerja serta perekonomian secara luas. Penelitian yang menganalisis mengenai faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan dan stabilitas nilai tukar sudah banyak dilakukan, baik dalam negeri maupun luar negeri. Faktor-faktor yang memengaruhi nilai tukar dapat berupa faktor ekonomi, politik, psikologis, dan juga faktor jangka pendek atau jangka panjang. Perilaku nilai tukar juga memungkinkan untuk dipelajari melalui variabel makro dan/atau variabel mikro (Saeed et al., 2012). Berdasarkan hasil penelitian-penelitian tersebut, beragam faktor yang memengaruhi nilai tukar pun sudah ditemukan. Demikian pula dengan implikasi kebijakan bagi otoritas berwenang sebagai bagian dari saran yang diberikan berdasarkan hasil penelitian tersebut. Subbagian berikut akan membahas beberapa literatur yang menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi nilai tukar dan implikasi kebijakan yang disarankan berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan.

Saeed et al. (2012) melakukan analisis ekonometrik terhadap faktor-faktor penentu nilai tukar Rupee Pakistan terhadap dolar AS dengan menggunakan kerangka pendekatan moneter. Data yang digunakan dalam studi tersebut adalah data bulanan mulai dari Januari 1982 sampai dengan April 2010.

Hasil penelitian mendukung peran faktor ekonomi dan non-ekonomi dalam penentuan nilai tukar di Pakistan. Hasil empiris juga menunjukkan bahwa pergerakan nilai tukar sangat terkait dengan rasio cadangan uang nominal masing-masing mata uang. Cadangan uang relatif dan utang berkaitan positif dan signifikan dengan nilai tukar. Ketidakstabilan politik berpengaruh negatif terhadap nilai mata uang dalam kasus Pakistan. Variabel-variabel seperti tingkat suku bunga relatif jangka pendek dan PDB riil relatif tidak berhubungan signifikan dengan penentuan nilai tukar PKR terhadap dolar AS, tetapi kedua variabel tersebut menunjukkan tanda negatif yang sesuai dengan model moneter harga kaku (*sticky price monetary model*).

Rekomendasi kebijakan berdasarkan hasil studi Saeed et al. (2012) adalah bahwa sektor yang berorientasi ekspor harus dibiayai berdasarkan urutan prioritas. Langkah-langkah untuk mengurangi defisit neraca perdagangan dan defisit transaksi berjalan sangat diperlukan. Selanjutnya, pelepasan diri dari utang harus direncanakan dan beban utang harus dikurangi. Untuk mengoptimalkan penggunaan dari keterbatasan dana yang tersedia untuk sektor swasta, kebijakan kredit harus dilaksanakan sebagai solusi untuk meningkatkan ketersediaan dana untuk kebutuhan bisnis sektor swasta.

Yang paling utama adalah menjaga tingkat nilai tukar asing yang stabil dan lingkungan ekonomi makro yang kondusif untuk mempertahankan tingkat harga yang relatif stabil. Disiplin fiskal dan moneter merupakan prasyarat penting untuk stabilitas tingkat harga. Perilaku independen dan profesional dari bank sentral dan pemerintah, bersamaan dengan stabilitas politik, sangat penting dalam rangka menciptakan lingkungan yang kondusif untuk mencapai tingkat harga dan nilai tukar yang stabil.

Atif et al. (2012) menganalisis perilaku nilai tukar dolar Australia dan faktor-faktor yang memengaruhinya dan membedakan antara faktor-faktor ekonomi dan non-ekonomi. Analisis yang digunakan adalah analisis runtut waktu dengan metode analisis berupa *autoregressive* (AR) dan kointegrasi Engle-Granger. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian, antara lain, suku bunga, neraca modal, penawaran uang, indeks inflasi, ekspor bersih, *net foreign assets*, *share price index* dan *dummy* stabilitas politik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa komponen perdagangan dalam perekonomian dan indikator-indikator ekonomi yang fundamental, seperti *output* ekonomi relatif dan tingkat likuiditas domestik terhadap negara asing, memiliki peran yang signifikan dalam penentuan nilai tukar. Namun, bertentangan dengan literatur yang ada, variabel suku bunga dan inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam penentuan nilai tukar. Penelitian tersebut juga menekankan signifikansi peran faktor-faktor yang tidak teramati, seperti peristiwa politik dan guncangan eksternal, dalam memengaruhi nilai tukar. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Atif et al., (2012) menegaskan bahwa perdagangan sangat berguna sebagai indikator kebijakan. Kekuatan ekspor Australia dapat dijadikan indikator untuk mengukur tekanan non-spekulasi dari pihak asing terhadap dolar Australia.

Penelitian yang dilakukan oleh Oriavwote dan Oyovwi (2012) menyajikan model dinamis penentuan nilai tukar riil dan juga secara empiris menguji implikasi dari perubahan faktor-faktor penentu nilai tukar riil di Nigeria dari tahun 1970 sampai dengan 2010. Metode yang digunakan adalah *parsimonious error correction model* (ECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan tingkat harga, arus masuk modal, akumulasi modal dan keterbukaan perdagangan berpengaruh terhadap apresiasi nilai tukar efektif riil Nigeria. Sebaliknya, peningkatan nilai tukar efektif nominal dan *output* membuat nilai tukar efektif riil Nigeria justru terdepresiasi.

Implikasi kebijakan dari penelitian Oriavwote dan Oyovwi (2012), antara lain, adalah pentingnya peningkatan kebijakan ekonomi domestik untuk mengurangi tingkat inflasi karena peningkatan tingkat harga domestik berpengaruh pada apresiasi nilai tukar riil efektif. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa akumulasi modal dapat membuat nilai tukar efektif riil terapresiasi. Oleh karena itu, perlu adanya penciptaan lingkungan yang kondusif yang mendorong investasi ke sektor barang *tradable*, dibandingkan investasi ke sektor barang *non-tradable*. Hal ini dapat dilakukan dengan melakukan reformasi di sektor pertanian dan industri Nigeria untuk menarik investasi untuk tujuan ekspor dan mereformasi sektor pertambangan untuk meningkatkan investasi di sektor tersebut. Integrasi ekonomi Nigeria dengan negara-negara lain di sub-kawasan Afrika Barat juga sangat diperlukan.

Hasil penelitian juga membuktikan bahwa *output* riil memiliki dampak positif terhadap nilai tukar efektif riil. Oleh karena itu, kebijakan dari sisi penawaran yang dapat meningkatkan produktivitas akan sangat berguna di Nigeria. Kebijakan ini mencakup pengembangan sumber daya manusia dalam bentuk pendidikan dan kesehatan, serta peningkatan infrastruktur fasilitas dasar seperti listrik, air, jalan, dan lain-lain.

Secara empiris, Kohlscheen (2013) membuktikan bahwa perilaku nilai tukar efektif riil jangka panjang, Real Brasil, secara substantif dapat dijelaskan oleh variasi harga sekeranjang (lima) komoditas utama yang menyumbang 51 persen dari pendapatan ekspor Brasil pada tahun 2011. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa perbedaan suku bunga tidak menjelaskan pergerakan nilai tukar real, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, selama periode penelitian. Lebih jauh, pergerakan nilai tukar efektif riil real ke depannya masih akan dipengaruhi oleh perkembangan harga kelima komoditas utama dalam aktivitas perdagangan Brasil.

Dari sisi kebijakan moneter, penelitian tersebut menemukan bahwa strategi intervensi yang dilakukan oleh bank sentral dapat membuat volatilitas nilai tukar efektif riil real menjadi lebih rendah. Akan tetapi, efektivitas dari strategi intervensi tersebut diperkirakan tidak akan bertahan lama, karena dalam jangka panjang, pergerakan nilai tukar efektif riil real Brasil akan lebih banyak dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental, salah satunya seperti yang telah dibahas dalam penelitian tersebut.

Studi yang dilakukan oleh Syarifuddin et al. (2014) bertujuan untuk mengukur seberapa persisten fluktuasi nilai tukar di Indonesia, dan bagaimana bank sentral dapat melakukan kebijakan moneter yang tepat, terutama dalam menentukan kebijakan suku bunga, atau untuk melakukan intervensi valuta asing guna menstabilkan nilai tukar rupiah. Metode analisis yang digunakan adalah *Threshold Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (TGARCH). Dengan menggunakan data harga harian penutupan (*closing rate daily price*) rupiah terhadap dolar AS dimulai dari 3 Januari 2008 sampai dengan 31 Desember 2013, hasil studi mengkonfirmasi teori IRP (*interest rate parity*), yang menunjukkan bahwa peningkatan suku bunga paritas riil menyebabkan apresiasi mata uang domestik. Kemudian, strategi intervensi berupa penjualan mata uang asing oleh Bank Indonesia menyebabkan tingkat pengembalian (*return*) nilai tukar sedikit menurun. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa tingkat pengembalian NDF (*NDF return*) berdampak positif terhadap tingkat pengembalian nilai tukar *on-shore* (*on-shore exchange rate return*). Oleh karena itu, penting bagi bank sentral untuk memperkenalkan kebijakan baru yang disebut JISDOR (Jakarta Interbank Spot Dollar Rate), untuk mengurangi peran NDF dalam memengaruhi kurs *on-shore* (*on-shore exchange rate*).

Beberapa rekomendasi kebijakan yang disarankan oleh Syarifuddin et al. (2014) adalah sebagai berikut: Volatilitas valuta asing harus diminimalkan melalui beberapa tindakan. Intervensi valuta asing merupakan tindakan yang paling memungkinkan dan relevan untuk memecahkan masalah dalam horizon yang pendek. Berdasarkan hasil studi yang terkait dengan aktivitas intervensi, Bank Indonesia harus memiliki strategi yang tepat ketika mengintervensi pasar valuta asing. Bank Indonesia harus mempertimbangkan faktor-faktor seperti kondisi likuiditas pasar, omset transaksi (*turnover transaction*), dan kondisi psikologi pasar setiap kali memasuki pasar nilai tukar domestik. Pelaksanaan kebijakan intervensi mata uang asing juga harus mempertimbangkan waktu dan besarnya (*magnitude*), untuk menghindari prediktabilitas. Operasi intervensi juga harus dilakukan dengan cara yang terukur dan hati-hati, mengingat pentingnya kecukupan cadangan devisa dalam negeri.

Penerapan tingkat suku bunga kebijakan yang tepat sehingga pergerakan nilai tukar dapat mendorong inflasi aktual menuju titik target dan tingkat pertumbuhan ekonomi yang diinginkan. Namun, untuk mencapai sasaran

inflasi dan menjaga stabilitas, tidak cukup bagi Bank Indonesia hanya mengandalkan kebijakan suku bunga saja. Bank Indonesia juga perlu memasukkan aspek nilai tukar ke dalam kebijakan moneter dan bauran kebijakan makroprudensial yang terdiri dari lima instrumen kebijakan, yaitu suku bunga, nilai tukar, pengelolaan arus modal, makroprudensial, dan komunikasi kebijakan moneter.

BAB 3 MIKROSTRUKTUR DALAM PASAR VALAS

Berbagai literatur dan penelitian telah banyak membahas dan menganalisis mengenai faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan nilai tukar. Sebagian besar hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa variabel-variabel fundamental makroekonomi, seperti penawaran uang relatif, kecepatan perputaran uang relatif, suku bunga relatif merupakan faktor-faktor penting yang menentukan pergerakan nilai tukar dalam jangka panjang. Namun, dalam beberapa kondisi, pergerakan nilai tukar tidak selalu dapat dijelaskan oleh variabel-variabel fundamental makroekonomi, seperti saat perekonomian mengalami krisis atau hiperinflasi. Selain itu, fenomena lain yang tidak dapat dijelaskan oleh pendekatan fundamental makro, antara lain, tingginya volume transaksi harian yang terjadi dalam pasar valas, perilaku *excess returns*, prediksi nilai tukar dalam jangka pendek dan volatilitas nilai tukar itu sendiri. Hal tersebut memunculkan asumsi bahwa kelemahan fundamental makro tersebut dapat diperbaiki dengan cara menguraikan struktur pasar valas menjadi lebih akurat dan realistis. Bermula dari asumsi tersebut kemudian muncul pendekatan mikrostruktur (Frankel, Galli, dan Giovannini, 1996).

Pendekatan mikrostruktur dalam pasar valas merupakan pendekatan yang relatif baru dan sangat banyak digunakan dalam berbagai literatur terkait dengan penentuan nilai tukar, terutama dalam jangka pendek. Pendekatan yang digunakan dalam literatur mikrostruktur terhadap pemodelan nilai tukar sangat berbeda dengan pendekatan makroekonomi pada umumnya, baik dalam asumsi maupun metodologi (Taylor dan Sarno, 2004). Terkait dengan asumsi, tidak seperti pendekatan makroekonomi konvensional, pendekatan mikrostruktur umumnya tidak mengasumsikan bahwa hanya informasi publik yang relevan terhadap nilai tukar di mana agen-agen dalam pasar valuta asing bersifat homogen, dan mekanisme transaksi valas yang digunakan dalam perdagangan valas tidak harus berurutan. Dalam hal metodologi, pendekatan mikrostruktur biasanya menggunakan pendekatan dasar-dasar mikroekonomi (*microeconomic approach*) dengan menganalisis pergerakan nilai tukar. Aspek-aspek mikroekonomi tersebut berasal dari pasar valas itu sendiri, seperti perilaku dan interaksi para peserta dalam pasar valas, arus informasi antar peserta, lokasi pasar valas serta struktur kelembagaan/institusional pasar valas.

3.1. Struktur Kelembagaan\Institusional Pasar Valas

Pasar valuta asing merupakan pasar internasional di mana para pembeli dan penjual mata uang bertemu. Beberapa fitur khusus yang membedakan pasar valas dengan pasar keuangan lainnya dapat dijelaskan sebagai berikut: (Evans, 2010)

1. Pasar valas merupakan pasar dua tingkat (*two-tier*) yang terdiri dari pasar antarbank (*interbank market*) dan pasar retail. Perdagangan valas terjadi antara *dealer* yang bekerja diperbankan di pasar antarbank, dan antara bank dan nasabah non-bank di pasar retail.
2. Pasar valas secara umum merupakan pasar yang terdesentralisasi. Pasar yang terdesentralisasi adalah pasar di mana para pesertanya, seperti *dealers*, broker, dan nasabah/klien secara umum terpisah satu sama lain secara fisik dan transaksi di antara mereka dilakukan melalui telepon, telex atau kontak jaringan komputer. Perbedaan antara pasar yang tersentralisasi dan pasar yang terdesentralisasi adalah dalam pasar yang tersentralisasi, perdagangan dilakukan di tempat yang mengumumkan harga secara terbuka sehingga semua pelaku pasar memiliki kesempatan perdagangan yang sama. Sebaliknya, dalam pasar yang terdesentralisasi, harga-harga dikuotakan (*quoted price*) dan transaksi dilakukan secara pribadi (biasanya berlangsung melalui sarana elektronik).
3. *Dealer* perbankan memperjualbelikan mata uang satu sama lain, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui *broker*. Secara langsung, aktivitas jual beli mata uang terjadi melalui percakapan, umumnya melalui perantara elektronik, antara *dealer* satu bank dan *dealer* dari bank lain. Secara tidak langsung, aktivitas jual beli mata uang dilakukan dengan cara *dealer* mengajukan *limit order* kepada *broker*, yaitu pemesanan untuk membeli atau menjual suatu mata uang sejumlah tertentu dan pada harga tertentu. Kemudian, *broker* akan mencocokkan *limit order* yang masuk dengan harga *bid* dan *ask* terbaik yang ada dalam data mereka.
4. *Dealer* tidak memiliki informasi yang lengkap terkait dengan kondisi pasar valas, terutama pasar valas antarbank. Berbeda dengan *broker* yang memiliki informasi yang luas terkait dengan harga transaksi valas, *dealer* hanya memiliki informasi terkait dengan transaksi yang mereka lakukan.
5. *Dealer* yang bekerja pada bank yang memiliki banyak nasabah dan jaringan pasar yang meliputi seluruh dunia memiliki keuntungan

dalam hal informasi daripada pelaku pasar valas lainnya. Hal tersebut dikarenakan *dealer* memenuhi aktivitas jual beli mata uang dari nasabah di pasar retail dalam area yang sangat luas. Aktivitas tersebut merupakan sumber informasi pribadi (*private information*) yang hanya dimiliki oleh *dealer*.

6. Aktivitas perdagangan mata uang oleh nasabah dapat didasari oleh motif likuiditas, spekulasi, dan manajemen resiko.

3.2. Lokasi dan Regulasi Pasar Valas

Faktor mikro lain yang dapat memengaruhi perbedaan penentuan nilai tukar adalah lokasi pasar valas. Penentuan nilai tukar di pasar valas yang berlokasi di Eropa, New York, Tokyo tentunya akan berbeda dengan penentuan nilai tukar di pasar valas yang berlokasi di Indonesia, India, China dan Korea Selatan, misalnya. Perbedaan tersebut terutama berasal dari jumlah atau kualitas informasi yang menjangkau pasar, atau perbedaan waktu yang cukup bagi para pelaku pasar untuk memproses informasi baru secara penuh. Tingkat efisiensi dan teknologi suatu pasar valas juga menentukan cepat atau tidaknya suatu informasi sampai kepada peserta pasar valas. Selain itu, penentuan nilai tukar juga dapat berbeda karena adanya perbedaan regulasi. Pada dasarnya, tidak ada regulasi yang mengatur aktivitas jual beli mata uang dalam pasar valas. Namun, beberapa negara membuat aturan terkait dengan arus valas dan arus masuk modal asing. Perbedaan aturan tersebut dapat memengaruhi penentuan nilai tukar di masing-masing negara. Sebagai contoh, penentuan nilai tukar di negara yang relatif ketat dalam regulasi valas dan arus masuk modal asing seperti China akan berbeda dengan negara yang lebih bebas aturan seperti Amerika Serikat.

3.3. Ekspektasi Nilai Tukar dan Faktor-Faktor yang Memengaruhinya

Pergerakan nilai tukar juga dapat dipengaruhi oleh ekspektasi para pelaku pasar terhadap nilai tukar itu sendiri di masa depan. Faktor-faktor yang memengaruhi perubahan ekspektasi tersebut, antara lain, adanya informasi, berita atau bahkan rumor mengenai perubahan fundamental di masa depan, dan adanya spekulasi mengenai perubahan nilai tukar di masa depan. Jika

harapan atau ekspektasi mengenai apa yang akan terjadi di masa depan berubah, maka nilai tukar hari ini akan berubah meski variabel-variabel lain tidak berubah.

Ekspektasi juga dibedakan menjadi ekspektasi jangka pendek dan jangka panjang. Ketidaksesuaian antara ekspektasi nilai tukar jangka pendek dan jangka panjang dapat dijelaskan oleh perbedaan teknik-teknik ramalan yang digunakan oleh para peserta pasar valas untuk horison waktu yang berbeda. Sebagai contoh, teknik utama yang digunakan untuk peramalan nilai tukar dalam jangka pendek adalah analisis *chartist*. Analisis *chartist* atau teknikal melibatkan penggunaan grafik-grafik (*chart*) dari pergerakan harga aset keuangan, dan terkadang juga menggunakan statistik deskriptif untuk mencoba meramal kemungkinan-kemungkinan harga suatu mata uang di masa depan dan menentukan strategi-strategi perdagangan. Sementara itu, teknik yang digunakan untuk peramalan jangka panjang biasanya didasarkan pada analisis fundamental atau model-model penentuan nilai tukar konvensional. Perbedaan teknik ramalan ini dapat memengaruhi ekspektasi para pelaku pasar valas dan pada akhirnya dapat memengaruhi pergerakan nilai tukar.

3.4. Peran Informasi dan *Order Flow*

Salah satu asumsi dalam pendekatan mikrostruktur adalah bahwa para pelaku dalam pasar apapun bersifat heterogen, yaitu para pelaku pasar memiliki perbedaan, salah satunya dalam hal informasi. Perbedaan informasi yang dimiliki antarpelaku dalam pasar valas, baik itu informasi yang bersifat publik maupun pribadi, dapat memengaruhi pergerakan nilai tukar. Salah satu bentuk informasi publik adalah pengumuman (*news*) kebijakan makroekonomi oleh otoritas berwenang, baik yang diantisipasi maupun yang tidak diantisipasi. Pengumuman berita makro tersebut biasanya menyebabkan terjadinya lonjakan dalam volume perdagangan dan volatilitas nilai tukar.

Heterogenitas informasi juga muncul antara jenis pelaku pasar valas yang berbeda dan lokasi pasar yang berbeda. Sebagai contoh, beberapa literatur secara konsisten menyimpulkan bahwa pelaku keuangan memiliki informasi yang lebih banyak dan lebih baik jika dibandingkan dengan pelaku nonkeuangan. Namun, penentuan nilai tukar tidak hanya dipengaruhi oleh heterogenitas informasi yang dimiliki oleh para pelaku pasar valas, tapi juga dipengaruhi oleh perbedaan interpretasi antar para pelaku pasar valas terhadap

informasi yang diterima (Evans, 2010). Sebagai contoh, terdapat berita yang menyatakan bahwa rupiah mengalami apresiasi terhadap dolar AS. Namun, terdapat perbedaan opini antar para pelaku pasar valas terkait dengan seberapa jauh rupiah terapresiasi terhadap dolar AS. Dalam kondisi ini, apresiasi nilai rupiah terhadap dolar AS dapat dinilai besar oleh sebagian pelaku dan dinilai kecil oleh sebagian lainnya. Pelaku pasar valas yang menilai apresiasi tersebut terlalu kecil, akan melakukan tindakan untuk menjual rupiah. Sedangkan pelaku lainnya yang menilai apresiasi tersebut cukup besar, akan melakukan tindakan untuk membeli rupiah. Perbedaan opini para pelaku pasar valas ini berpengaruh pada tingkat keakuratan ramalan dan kemudian memengaruhi volume perdagangan pasar valas (King, Osler dan Rime, 2012).

Beberapa literatur mikrostruktur juga membuktikan bahwa informasi pribadi dan *order flow* memiliki kaitan erat dalam menentukan pergerakan nilai tukar. *Order flow* dapat didefinisikan sebagai kliring permintaan bersih atas suatu mata uang dikarenakan kebutuhan likuiditas para pelaku dalam pasar valas. Implikasi dari pentingnya peran *order flow* adalah bahwa perubahan harga mata uang atau nilai tukar terjadi hanya jika terdapat transaksi dalam pasar valas, dan bukan disebabkan oleh adanya perubahan dalam variabel-variabel fundamental. Atau dengan kata lain, adanya perubahan dalam variabel fundamental tidak membuat pergerakan dalam nilai tukar jika tidak ada transaksi yang terjadi dalam pasar valas. Transaksi tersebut dapat terjadi karena adanya perubahan dalam informasi pribadi yang dimiliki oleh para pelaku pasar valas, terutama *market makers* dan *dealer*, yang berhubungan langsung dengan permintaan dan penawaran suatu mata uang oleh nasabah/klien. Perubahan informasi tersebut kemudian memengaruhi perubahan *order flow* oleh *market makers* dan *dealer*. Pengaruh *order flow* terhadap nilai tukar juga menjadi bahan pertimbangan para *dealer* dalam melakukan strategi perdagangannya yang pada akhirnya dapat memengaruhi pergerakan nilai tukar.

3.5. *Time-Varying Volatility*

Salah satu karakteristik dari pasar valas adalah volatilitas berdasarkan variasi waktu (*time-varying volatility*) atau fluktuasi volatilitas sepanjang waktu.

Volatilitas itu sendiri didefinisikan sebagai variasi perubahan harga atau nilai. Volatilitas umumnya diukur dengan menggunakan standar deviasi atau

varians dari tingkat pengembalian suatu mata uang atau instrumen keuangan lainnya. Volatilitas tersebut dapat digunakan untuk mengukur resiko dari instrumen terkait. Adanya volatilitas ini tentunya dapat memengaruhi penentuan nilai tukar suatu mata uang.

3.6. Perilaku *Market-Makers* dan Penentuan *Bid-Ask Spread*

Literatur mikrostruktur juga telah menaruh perhatian mengenai bagaimana perilaku dari *market-makers* mampu memengaruhi tingkat efisiensi pasar. Seperti namanya, *market makers* adalah pihak yang membuat pasar untuk satu atau lebih mata uang dengan cara menetapkan harga *bid* dan *ask* sesuai dengan permintaan terhadap mata uang terkait. *Market makers* bisa merupakan suatu divisi tertentu dari suatu bank umum atau bank investasi atau pihak di luar perbankan yang dibayar untuk melakukan transaksi, seperti *dealer*. Penentuan *bid-ask spread* dan perlakuan terhadap informasi harga menggambarkan dua hal yang utama yang lazim menjadi perhatian terkait dengan perilaku *market makers*. Salah satu karakteristik dalam aktivitas jual beli mata uang adalah satu mata uang memiliki dua harga, yaitu harga *bid* dan *ask*. Harga *bid* adalah harga tertinggi yang bersedia dibayar oleh pembeli (*buyer*) untuk suatu mata uang. Sedangkan harga *ask* adalah harga terendah yang bersedia diterima oleh pembeli untuk suatu mata uang. Perbedaan antara harga *bid* dan *ask* disebut dengan *bid-ask spread*. *Spread* ini mencerminkan likuiditas suatu mata uang. Biasanya, semakin kecil *spread* untuk suatu mata uang, berarti mata uang tersebut semakin likuid. Perbedaan penentuan nilai tukar juga dapat disebabkan oleh perbedaan penentuan *bid-ask spread* oleh *market-makers*.

Teori keuangan mengidentifikasi tiga faktor utama penentu *bid-ask spread*, yaitu biaya jasa *dealer* (*cost of dealer services*), biaya dari kesalahan seleksi (*cost of adverse selection*), dan biaya inventaris (*inventory holding cost*).

Biaya jasa *dealer* dapat berupa, sebagai contoh, biaya perolehan keterampilan dan biaya untuk mendapatkan akses ke agen khusus informasi elektronik dan sistem *trading* (contoh: Reuters). Biaya jasa *dealer* ini kemudian dimasukkan sebagai pertimbangan dalam penentuan *bid-ask spread* oleh *market-makers* hingga pada gilirannya akan memengaruhi pergerakan nilai tukar.

Terkait dengan biaya *adverse selection*, umumnya, pihak-pihak yang bertransaksi dengan *market-makers* dalam pasar valas terdiri dari dua, yaitu mereka yang didasari motif likuiditas dan yang didasari motif spekulasi. Para transaktor yang didasari motif likuiditas umumnya bersedia membayar harga *spread* kepada *market-makers* sebagai syarat pertukaran untuk kesegeraan informasi untuk melakukan prediksi. Sedangkan para transaktor yang didasari motif spekulasi melakukan spekulasi terhadap *market-maker* dengan menggunakan beberapa informasi dari orang-dalam (*insider information*). Permasalahan *adverse selection* ini muncul secara jelas karena *market-makers* tidak dapat membedakan antara transaktor yang didasari motif likuiditas dan motif spekulasi, hingga kemudian menyebabkan *spread* antara kedua kategori tersebut menjadi lebih lebar. Perubahan *spread* ini akan memengaruhi penentuan *bid-ask spread* oleh *market makers* dan pada gilirannya dapat memengaruhi penentuan nilai tukar.

Kemudian, biaya *inventory holding* memengaruhi penentuan *bid-ask spread* melalui seberapa besar *market-makers* ingin memegang suatu mata uang ke dalam cadangan inventaris mereka. Akumulasi cadangan inventaris suatu mata uang umumnya dipengaruhi oleh kebutuhan *market-makers* terhadap mata uang tersebut, terutama terkait dengan aktivitas perdagangan internasional. Berdasarkan model optimisasi dinamis (*dynamic optimization model*), *market makers* akan mengoptimalkan harga *bid* dan *ask* mereka sepanjang waktu, terutama karena adanya *order flow*. Hal tersebut dapat menggeser, baik tingkat harga *bid* maupun *ask*, ke bawah (ke atas) dan lebar *spread* semakin melebar apabila inventaris positif (negatif) sudah terakumulasi. Perubahan *spread* tersebut pada akhirnya dapat memengaruhi pergerakan nilai tukar.

3.7. Intensitas Perdagangan: *Hot Potatoes* vs. *Event Uncertainty*

Lyons (1996) membagi fenomena intensitas atau frekuensi perdagangan nilai tukar menjadi dua, yaitu fenomena *event uncertainty* dan *hot potatoes*. Fenomena *event uncertainty* menyatakan bahwa perdagangan menjadi lebih informatif pada saat intensitas perdagangan tinggi. Sedangkan, fenomena *hot potatoes* menganggap bahwa perdagangan menjadi lebih informatif pada saat intensitas perdagangan rendah. Fenomena *hot potatoes* terjadi lebih disebabkan oleh adanya operan pemesanan berulang antar *dealer* karena

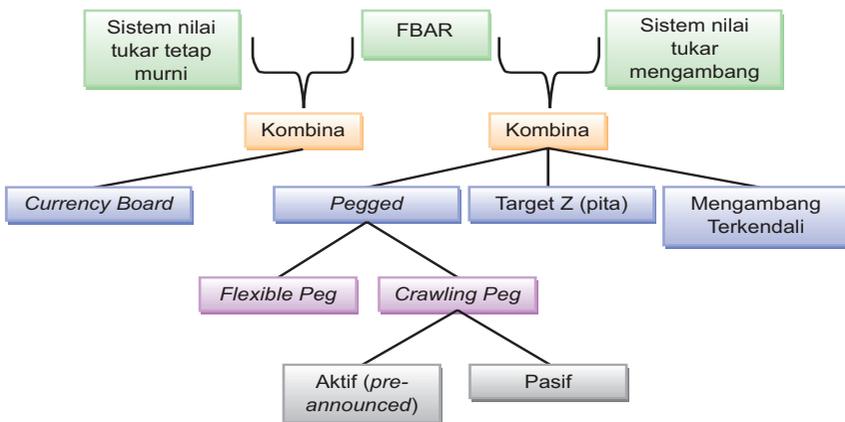
adanya ketidakseimbangan persediaan/inventaris suatu mata uang di antara para *dealer*. Fenomena *hot potatoes* sering digunakan sebagai salah satu penjelasan terkait dengan tingginya *turnover* antardealer di pasar valas. Tingginya *turnover* antardealer tersebut bisa menjadi salah satu faktor penentu nilai tukar.

BAB 4 REZIM NILAI TUKAR DALAM SEJARAH INTERNASIONAL

Setiap negara di dunia harus menetapkan mata uang negaranya terhadap mata uang negara lain sebagai patokan untuk memudahkan aktivitas perdagangan antarnegara. Penetapan nilai tukar suatu negara memiliki dampak yang signifikan terhadap aktivitas neraca pembayaran dan efektivitas kebijakan moneter yang pada gilirannya mendorong kegiatan perekonomian negara tersebut. Nilai tukar mata uang yang menguat secara signifikan dapat mengurangi daya saing ekspor barang domestik dan membuat harga barang impor menjadi relatif lebih murah. Hal ini kemudian dapat menyebabkan defisit neraca perdagangan dari waktu ke waktu. Terkait dengan kebijakan moneter, depresiasi nilai tukar yang berlebihan dapat mengganggu berjalannya fungsi kebijakan moneter dan pada akhirnya mengganggu tercapainya kestabilan harga dalam negeri.

Setelah runtuhnya sistem nilai tukar Bretton Woods, berbagai jenis sistem nilai tukar telah digunakan oleh berbagai negara. Corden (2002) mengklasifikasikan sistem nilai tukar ke dalam tiga kelompok, yaitu: i) sistem nilai tukar tetap murni (*absolutely fixed exchange rate*); ii) sistem nilai

Gambar 20.
Sistem Nilai Tukar

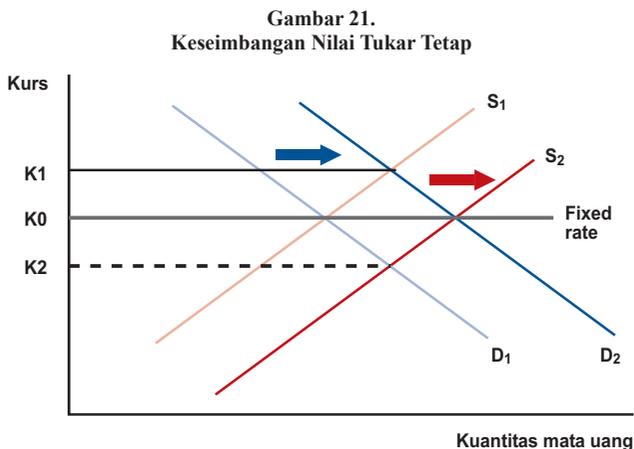


Sumber: Simorangkir dan Suseno (2004)

tukar mengambang murni (*pure floating regime*); iii) sistem nilai tukar tetap tetapi dapat disesuaikan (*fixed but adjustable rate/FBAR*) yang merupakan kombinasi sistem nilai tukar tetap dan mengambang. Selain itu, ada juga beberapa sistem nilai tukar yang merupakan kombinasi dari sistem nilai tukar mengambang. Gambar 20 merangkum semua jenis sistem nilai tukar tersebut.

4.1. Sistem Nilai Tukar Tetap Murni

Pada sistem nilai tukar tetap ini, besaran nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang negara lain ditetapkan pada tingkat tertentu oleh otoritas moneter/bank sentral tanpa melihat aktivitas penawaran dan permintaan di pasar uang. Apabila terjadi pergerakan nilai tukar yang menjauhi besaran yang telah ditetapkan, maka dalam hal ini otoritas moneter/bank sentral akan melakukan intervensi dengan membeli atau menjual mata uang di pasar valas untuk mendorong nilai tukar ke tingkat yang telah ditetapkan. Oleh karena itu, di bawah rejim ini, bank sentral melakukan intervensi aktif di pasar valas dalam penetapan nilai tukar. Gambar 21 di bawah ini menunjukkan bagaimana kondisi nilai tukar suatu mata uang dalam sistem nilai tukar tetap. K1 merupakan kondisi mata uang suatu negara yang terlalu tinggi daripada nilai yang ditetapkan. Sebaliknya, kondisi mata uang suatu negara yang terlalu rendah ditunjukkan oleh K2.



Sumber: Simorangkir dan Suseno (2004)

Sejak runtuhnya sistem Bretton Woods, sistem nilai tukar tetap telah ditinggalkan oleh banyak negara sehingga hanya sebagian kecil negara saja yang masih menerapkan sistem ini. Dua penyebab utama suatu negara meninggalkan sistem ini dapat dijelaskan sebagai berikut. *Pertama*, sistem nilai tukar tetap dapat mengganggu neraca perdagangan, terutama jika nilai tukar dinilai *overvalued*. Nilai tukar yang *overvalued* menyebabkan nilai tukar mata uang domestik menjadi lebih mahal dari nilai sebenarnya. Kondisi ini mengakibatkan harga barang-barang ekspor menjadi lebih mahal di luar negeri dan harga barang impor menjadi lebih murah sehingga dapat memperburuk neraca perdagangan domestik. Demikian sebaliknya dengan nilai tukar yang *undervalued*.

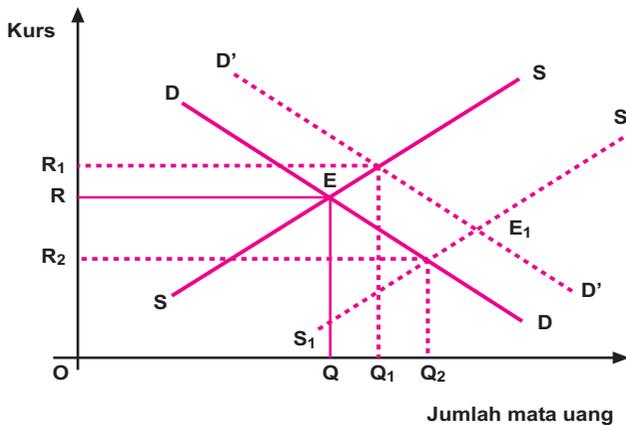
Kedua, ketidakcukupan cadangan devisa untuk mempertahankan sistem ini. Untuk dapat mempertahankan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang lain pada tingkat tertentu, suatu negara dipersyaratkan untuk memiliki cadangan devisa yang lebih dari cukup. Negara-negara yang mempunyai sedikit cadangan devisa akan rentan terhadap serangan spekulasi nilai tukar karena tidak mampu mengintervensi pasar valas untuk mempertahankan nilai tukar.

4.2. Sistem Nilai Tukar Mengambang Penuh

Dalam sistem nilai tukar mengambang penuh, nilai tukar suatu mata uang tidak ditetapkan pada tingkat/besaran tertentu melainkan dibiarkan berfluktuasi berdasarkan banyaknya permintaan dan penawaran mata uang tersebut relatif terhadap mata uang lainnya. Jika permintaan valas relatif terhadap mata uang domestik lebih besar dari penawarannya, maka nilai tukar mata uang domestik akan menurun. Sebaliknya, nilai tukar domestik yang menguat menunjukkan bahwa penawaran valas relatif terhadap mata uang domestik lebih besar dari permintaannya (Gambar 22).

Dua alasan mengapa banyak negara yang menggunakan sistem nilai tukar mengambang adalah sebagai berikut. *Pertama*, sistem nilai tukar ini memberikan kebebasan kepada negara yang menerapkannya untuk mengeluarkan kebijakan yang independen karena sistem ini memungkinkan negara penggunanya untuk memisahkan kebijakan ekonominya dari dampak kebijakan eksternal. *Kedua*, sistem nilai tukar ini tidak mewajibkan negara penggunanya untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu, sehingga suatu negara memiliki kewajiban untuk mengumpulkan cadangan

Gambar 22.
Keseimbangan Nilai Tukar Mengambang



Sumber: Simorangkir dan Suseno (2004)

devisa sebanyak-banyaknya. Namun, sistem ini juga mempunyai kelemahan, yaitu penetapan nilai tukar yang berdasarkan mekanisme pasar menyebabkan nilai tukar mudah berfluktuasi sehingga dapat memengaruhi stabilitas perekonomian domestik.

4.3. *Fixed but Adjustable Rate (FBAR)*

Sistem nilai tukar FBAR disebut juga dengan sebutan *adjustable peg* dan merupakan perpaduan antara sistem nilai tukar tetap dan sistem nilai tukar mengambang murni. Salah satu ciri dari sistem nilai tukar ini adalah komitmen untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu oleh bank sentral. Oleh karena itu, dalam sistem ini, tingkat nilai tukar juga ditentukan oleh pembuat kebijakan/bank sentral dan bank sentral akan melakukan intervensi langsung dengan menjual dan membeli mata uang dengan harga tetap di pasar valas untuk mempertahankan tingkat nilai tukar tersebut.

Yang membedakan FBAR dengan nilai tukar tetap murni adalah tingkat nilai tukar yang dapat berubah. Namun pada kenyataannya, perubahan tersebut tidak selalu dilakukan oleh bank sentral dengan tujuan untuk menjaga kredibilitas. Hal tersebut dikarenakan adanya kekhawatiran terkait dengan reaksi pasar, karena adanya perubahan tingkat nilai tukar dapat mencerminkan

perubahan fundamental ekonomi atau terjadinya tekanan pasar yang kuat yang memengaruhi cadangan devisa yang pada akhirnya dapat memengaruhi stabilitas perekonomian.

Keunggulan dari sistem ini adalah dapat mendorong terciptanya kebijakan moneter dan nilai tukar yang independen, terutama jika diterapkan oleh negara dengan mobilitas arus modal yang rendah. Arus modal yang rendah mempermudah otoritas moneter untuk menyusun dan mengimplementasikan kebijakannya tanpa perlu mengkhawatirkan arus masuk dan keluar modal.

Demikian halnya dengan kebijakan nilai tukar, otoritas moneter dapat melakukan penyesuaian berdasarkan faktor fundamental ekonomi dan kondisi pasar valas. Sebaliknya, otoritas moneter di negara dengan arus modal yang tinggi tidak dapat melakukan kebijakan moneternya secara independen. Hal itu disebabkan arus modal yang tinggi memberikan tekanan yang tinggi juga terhadap nilai tukar sehingga kebijakan bank sentral lebih banyak diarahkan untuk menjaga kestabilan nilai tukar. Secara singkat, karakteristik dan implikasi kebijakan moneter dari masing-masing rezim nilai tukar yang berbeda diilustrasikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1.
Rezim Nilai Tukar Dalam Sejarah Internasional

	FIXED	MANAGED	FLOATING
SISTEM	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Kurs tetap pada tingkat tertentu, spt peg, currency board, dll ◆ Kewajiban bank sentral untuk selalu siap melayani permintaan dan penawaran devisa 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Penetapan pita intervensi, dengan batas atas dan batas bawah ◆ Kurs dijaga bergerak mengambang di dalam pita intervensi sesuai mekanisme pasar. 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Kurs ditentukan sesuai mekanisme permintaan dan penawaran valas di pasar valas.
KEBIJAKAN	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Devaluasi jika nilai tukar fundamental lebih rendah dari kurs yang ditetapkan (<i>undervalue</i>) ◆ Apresiasi jika <i>overlued</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Intervensi otomatis bank sentral untuk menjaga pita intervensi Bank sentral jual ◆ valas jika kurs bergerak mendekati batas atas. ◆ Beli valas jika kurs mendekati batas bawah. 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Intervensi bank sentral untuk menjaga agar kurs pasar tidak terlalu bergejolak. ◆ Intervensi tidak mengarahkan atau mencapai target kurs pada tingkat atau kisaran tertentu.

4.3.1. Sistem nilai tukar terpatok (*peg*)

Sistem nilai tukar terpatok (*pegged exchange rate system*) merupakan varian dari sistem nilai tukar FBAR dan mengambang. Sistem nilai tukar terpatok adalah suatu sistem nilai tukar di mana mata uang suatu negara dipatokkan atau dikaitkan ke suatu mata uang asing atau ke sekeranjang mata uang asing (*multi-currency pegging*). Sistem ini terbagi menjadi dua sebagai berikut:

- *Flexible peg*

Dalam sistem nilai tukar ini, bank sentral mematok atau mengaitkan (*peg*) nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing sebesar besaran tertentu dalam jangka waktu yang pendek. Dalam sistem ini, otoritas moneter tidak memiliki kewajiban untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu atau mempertahankan nilai tukar riil tertentu. Penetapan *peg* nilai tukar mata uang tersebut dapat dilakukan, baik melalui intervensi maupun mekanisme pasar. Kurs atau nilai tukar dengan sistem ini dengan cepat dan sering disesuaikan sebagai respon terhadap kekuatan pasar atau perubahan fundamental ekonomi. Keunggulan dari sistem ini yaitu dapat mencegah terjadinya ketidakstabilan atau volatilitas nilai tukar dalam jangka pendek. Sistem ini memiliki kelemahan yaitu tidak dapat digunakan sebagai jangkar nominal. Namun demikian, kelemahan tersebut membuat sistem ini memiliki fleksibilitas yang dapat mendorong pelaksanaan kebijakan moneter yang independen.

- *Crawling peg*

Sistem nilai tukar *crawling peg* terbagi menjadi dua, yaitu *active crawling peg* dan *passive crawling peg*. Dalam sistem nilai tukar *crawling peg* aktif, pemerintah atau bank sentral menetapkan nilai tukar pada besaran tertentu dan secara berkala besaran tersebut disesuaikan 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*). 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. Sementara itu, sistem nilai tukar *crawling peg* pasif dilandasi pada pendekatan target riil, yaitu nilai tukar riil. Dalam sistem ini, 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. Hal tersebut dimaksudkan untuk menjaga target nilai tukar riil konstan. Berbeda dengan sistem nilai tukar *crawling peg* aktif, dalam sistem ini tidak ada penetapan nilai tukar di depan (*pre-announced*). Kelemahan sistem *crawling peg* pasif ini adalah tidak kredibel sehingga rentan terhadap serangan spekulasi.

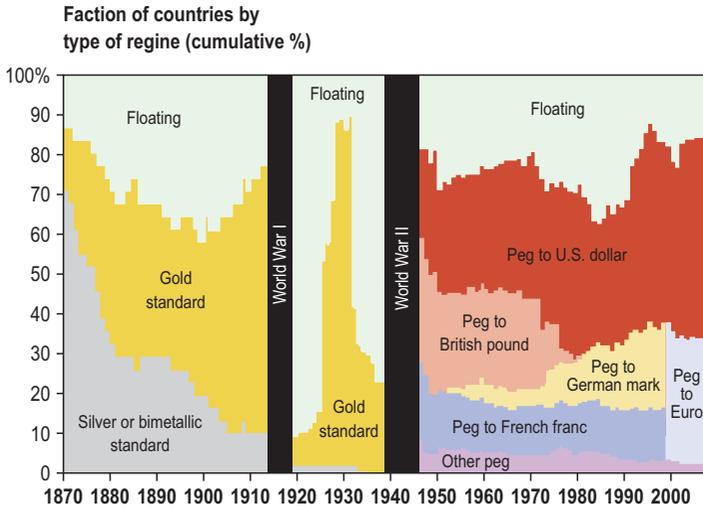
Tabel 2.
Klasifikasi Rezim Nilai Tukar *De Jure*

	Seluruh Periode	1970-79	1980-89	1990-99
Pegged regimes	65,4	84,8	68,4	46,6
1. Hard pegs	13,2	10,0	13,8	15,4
2. Single currency pegs	32,8	61,2	27,4	13,9
3. Basket pegs	19,4	13,6	27,1	17,2
Intermediate regimes	20,4	11,0	22,5	26,4
1. Floats with rule-based intervention	8,4	5,9	9,5	9,6
2. Floats with discretionary intervention	12,0	5,1	13,0	16,8
Floating regimes	14,2	4,3	9,1	27,0
1. Floats (with light or no intervention)				

Keterangan: (% dari 165 negara anggota IMF)
Sumber: Krugman (2009)

Tabel 2 dan Gambar 23 menunjukkan negara yang menerapkan rezim *peg* mengalami penurunan, yaitu dari 84,8% pada periode 1970-79 menjadi hanya 46,6% pada 1990-99. Sementara itu, negara yang menganut rezim nilai tukar yang fleksibel semakin banyak, yaitu 26,4% untuk rezim pertengahan (*intermediate*) dan 27,0% untuk rezim mengambang pada periode 1990-99. Di antara rezim *peg* terdapat kecenderungan pergeseran dari *peg* terhadap satu mata uang menjadi *hard-peg* atau *peg* terhadap sekeranjang mata uang. Demikian pula dengan rezim nilai tukar fleksibel, terdapat kecenderungan mengarah ke rezim fleksibel dengan intervensi secara tersamar, atau dengan jumlah yang relatif kecil, atau tanpa intervensi sama sekali.

Gambar 23.
Perkembangan Rezim Nilai Tukar di Berbagai Negara



Exchange Rates Regimes of the World, 1870-2007

1870-1913, gold standard merupakan regime nilai tukar yg dominan. World War I (1914-1918), hampir seluruh negara menghentikan gold standard. World War II (1939-1945), hampir seluruh negara fixed terhadap U.S. dollar. Sejak 1970s, semakin banyak negara mengadopsi floating. 1999 Euro menggantikan Franc dan Mark sebagai mata uang dasar.

Sumber: Krugman (2009)

4.3.2. Sistem nilai tukar *target zone (band)*

Secara definisi, nilai tukar mata uang dalam sistem ini dibiarkan mengambang dalam target daerah tertentu (*band*) dengan penetapan rentang *band* berupa batas atas dan batas bawah. Dalam sistem ini, bank sentral berkewajiban untuk menjaga nilai tukar dalam rentang *band* tersebut. Oleh karena itu, dalam sistem ini penetapan besarnya rentang band menjadi salah satu faktor penting yang harus diperhatikan. Sistem ini menjadi mirip dengan sistem nilai tukar mengambang murni apabila rentang *band* yang ditetapkan terlalu lebar. Sebaliknya, sistem ini menjadi mirip dengan FBAR apabila rentang *band* yang ditetapkan terlalu sempit. Namun demikian, adanya rentang *band* tersebut menjadikan sistem ini memiliki banyak fleksibilitas. Rentang band yang ditetapkan juga dapat disesuaikan atau dibiarkan tetap pada waktu tertentu.

4.3.3. Sistem nilai tukar mengambang terkendali

Penerapan sistem nilai tukar mengambang terkendali oleh suatu negara ditandai dengan adanya intervensi di pasar valas oleh bank sentral, namun tidak ada komitmen untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu atau pada suatu batasan (*target zone*) tertentu. Intervensi di pasar valas merupakan sejenis batasan target yang tidak resmi (*unannounced target zone*). Perbedaan mendasar antara sistem ini dengan FBAR dan standard (*announced*) *target zone* adalah tidak adanya komitmen untuk mempertahankan nilai tukar pada tingkat tertentu. Dengan demikian, dalam sistem ini tidak ada usaha dari bank sentral untuk memengaruhi ekspektasi masyarakat terhadap pergerakan nilai tukar atau permasalahan kredibilitas.

Berbeda dengan sistem nilai tukar mengambang murni, sistem nilai tukar mengambang terkendali tidak melarang adanya intervensi di pasar valas. Namun demikian, intervensi tersebut tidaklah ditujukan untuk mengarahkan nilai tukar pada tingkat tertentu, melainkan untuk menstabilkan nilai tukar secara berkala atau setidaknya mengurangi volatilitas pada tingkat yang moderat, serta mencegah pergerakan nilai tukar yang terlampau besar. Salah satu alasan penggunaan sistem ini oleh pembuat kebijakan adalah adanya kebebasan bagi otoritas moneter untuk melakukan intervensi atau kebijakan lain, seperti suku bunga, untuk mencapai nilai tukar yang diharapkan sesuai dengan kebutuhan ekonomi tanpa harus kehilangan kredibilitas. Namun demikian, sistem ini juga memiliki kelemahan, yaitu dapat mendorong kegiatan spekulasi dan (jika) bank sentral atau pemerintah tidak mempunyai cadangan devisa yang cukup, hal tersebut dapat menyebabkan ambruknya sistem nilai tukar ini.

BAB 5 VOLATILITAS NILAI TUKAR DAN RESPON BANK SENTRAL: STUDI KASUS BEBERAPA NEGARA

Pencapaian nilai tukar yang stabil dan kompetitif serta laju inflasi yang terkendali sangat diperlukan untuk menciptakan situasi yang kondusif bagi kegiatan ekonomi domestik. Volatilitas nilai tukar yang berlebihan dapat menimbulkan beban biaya riil pada perekonomian domestik melalui dampaknya terhadap perdagangan internasional, investasi dan pelaksanaan kebijakan moneter. Selain itu, perubahan nilai tukar juga memiliki konsekuensi terhadap harga, upah, suku bunga, tingkat produksi, dan kesempatan kerja serta perekonomian secara luas. Berdasarkan hal ini, terdapat kepentingan yang besar di antara pembuat kebijakan dan akademisi untuk mengeksplorasi ruang kebijakan yang tersedia bagi bank sentral di setiap negara untuk menangani setiap volatilitas tajam dalam pasar keuangan, terutama pasar valuta asing. Sub-bagian berikut membahas praktik kebijakan pengendalian nilai tukar di beberapa negara maju, antara lain, Amerika Serikat, Australia, Jepang, Kanada, Korea Selatan, dan Swiss. Pemilihan negara-negara tersebut didasarkan pada kemajuan perekonomian, pasar keuangan, dan sistem nilai tukar.

5.1. Praktik Kebijakan Pengendalian Nilai Tukar di Negara Maju

5.1.1. Amerika Serikat

Amerika Serikat menekankan sistem nilai tukar yang berbasis mekanisme pasar. Namun dalam praktiknya, pergerakan nilai tukar tidak sepenuhnya disebabkan oleh mekanisme pasar, sehingga otoritas moneter AS terkadang tetap melakukan campur tangan dalam transaksi di pasar valas. Sejak runtuhnya sistem Bretton Woods pada tahun 1971, Amerika Serikat telah menggunakan intervensi nilai tukar, baik untuk memperlambat nilai tukar yang cepat, maupun untuk memberikan sinyal mengenai pandangan otoritas moneter AS bahwa nilai tukar tidak mencerminkan kondisi fundamental ekonomi dalam negeri. Intervensi nilai tukar oleh otoritas moneter AS menjadi jauh lebih jarang dilakukan pada akhir tahun 1990-an.

Departemen Keuangan AS, berkonsultasi dengan Federal Reserve System, memiliki tanggung jawab untuk menetapkan kebijakan nilai tukar AS, sementara the Fed New York bertanggung jawab untuk melakukan intervensi nilai tukar tersebut. Mata uang asing yang digunakan untuk melakukan intervensi biasanya berasal dari kepemilikan bersama antara the Fed dan Bursa Dana Stabilisasi Keuangan Treasury AS. The Fed New York terkadang berhubungan langsung secara simultan dengan banyak *dealer* besar antarbank untuk membeli dan menjual mata uang di pasar nilai tukar dengan transaksi *spot* (*spot exchange rate market*). The Fed, secara historis, belum pernah terlibat dalam transaksi *forward* atau transaksi derivatif lainnya.

5.1.2. Australia

Australia saat ini sudah mengadopsi rezim nilai tukar mengambang. Kebijakan nilai tukar Australia bergeser melalui beberapa rezim sebelum dolar Australia akhirnya dibiarkan mengambang pada tahun 1983. Dari tahun 1931, mata uang Australia dipatok (*peg*) ke mata uang poundsterling Inggris, sebelum akhirnya dipatok terhadap dolar AS pada tahun 1971. Pada sebagian besar periode ini -- dari tahun 1944 ke awal tahun 1970-an -- sistem nilai tukar Australia yang terpatok dioperasikan sebagai bagian dari sistem global nilai tukar terpatok (*pegged exchange rate system*), yang dikenal sebagai sistem Bretton Woods.

Ketika sistem Bretton Woods runtuh di awal tahun 1970-an, negara-negara maju mengambang nilai tukar mata uang mereka. Namun, Australia tetap menerapkan sistem nilai tukar yang dipatok dengan dolar AS. Penerapan ini mempertimbangkan sektor keuangan Australia yang saat itu relatif masih terbelakang. Kemudian, dimulai dari sekitar pertengahan tahun 1970-an, dolar Australia menjadi semakin lebih fleksibel. Pada tahun 1974, dolar Australia dipatok terhadap TWI (*Trade Weight Index*). TWI adalah rata-rata tertimbang dari sekeranjang mata uang yang mencerminkan pentingnya jumlah ekspor dan impor barang Australia ke setiap negara. Pada tahun 1976, sistem patokan tersebut kemudian diubah dari *hard peg* menjadi *crawling peg*. *Crawling peg* melibatkan penyesuaian berkala untuk tingkat nilai tukar. Dalam perkembangannya, Australia mengambang nilai tukarnya pada akhir tahun 1983. Hal ini sebagai akibat adanya tekanan spekulatif pada nilai dolar Australia. Terdapat arus modal yang sangat besar masuk ke perekonomian Australia yang berasal dari spekulasi yang bertaruh

pada apresiasi dolar Australia. Hal ini kemudian memaksa pemerintah untuk memilih kebijakan antara pengetatan kontrol modal atau pengambang nilai tukar. Penerapan rezim nilai tukar mengambang telah memberikan manfaat bagi perekonomian, antara lain, penurunan volatilitas *output* selama dua dekade terakhir ini. Rezim nilai tukar mengambang juga memungkinkan Reserve Bank Australia untuk menetapkan kebijakan moneter yang paling sesuai untuk kondisi perekonomian domestik. Dengan demikian, terdapat independensi pada kebijakan moneter untuk mencapai target inflasi.

5.1.3. Jepang

Saat ini, Jepang masih mempertahankan rezim nilai tukar mengambang. Sejak tahun 2013, Jepang tidak lagi melakukan intervensi di pasar valuta asing. Dalam pernyataan G-7 pada Februari 2013, Jepang berjanji akan mendasarkan kebijakan ekonomi untuk tujuan-tujuan domestik dan menghindari kebijakan penargetan nilai tukar. Hal ini juga dipertegas oleh Gubernur Bank Sentral G-20, pada pertemuan yang diadakan di Moskow pada Februari 2013, yang menyatakan bahwa negara-negara yang tergabung dalam G-20, termasuk Jepang, tidak akan menargetkan nilai tukar untuk tujuan kompetitif. Sejak Februari 2013, pejabat Jepang telah jelas mengesampingkan pembelian aset asing sebagai alat kebijakan moneter.

5.1.4. Kanada

Kanada mengadopsi sistem nilai tukar mengambang. Baik pemerintah maupun bank sentral Kanada tidak menargetkan tingkat tertentu untuk dolar Kanada. Bank sentral Kanada dapat mengintervensi nilai tukar di pasar valuta asing atas nama pemerintah federal untuk mengantisipasi arus modal masuk jangka pendek yang mengganggu dolar Kanada. Intervensi tersebut diatur oleh kebijakan intervensi yang ditentukan oleh pemerintah melalui konsultasi dengan bank sentral Kanada. Kebijakan intervensi Kanada dalam pasar valuta asing dilakukan secara diskresi (*discretionary*), di mana bank sentral hanya akan mengintervensi jika perekonomian dalam keadaan luar biasa. Ketika intervensi terjadi, terdapat pengumuman yang menunjukkan adanya intervensi pada website bank sentral Kanada. Informasi mengenai jumlah intervensi yang dilakukan pemerintah tersedia untuk umum di *press release* bulanan resmi pemerintah mengenai cadangan internasional.

5.1.5. Korea Selatan

Korea Selatan secara resmi mempertahankan rezim nilai tukar yang ditentukan oleh pasar, dan otoritas terkait melakukan intervensi dengan tujuan untuk mengurangi volatilitas pada won. Tidak seperti kebanyakan negara berkembang dan negara industri besar lainnya, Korea Selatan tidak terbuka terkait dengan laporan intervensi pasar valuta asing. Pada Februari 2013, Korea bergabung dengan negara-negara G-20 lainnya dan berkomitmen untuk menahan diri dari devaluasi mata uang dan tidak menargetkan nilai tukar untuk tujuan kompetitif. Bank sentral Korea telah melakukan intervensi di kedua sisi pasar, baik *onshore* maupun *offshore*, tapi terbatas hanya untuk menekan apresiasi won. Namun, intervensi Korea tersebut dapat dimanifestasikan sebagai kenaikan cadangan devisa utama atau sebagai kenaikan posisi *forward* bank sentral. *Long forward position* menunjukkan arus masuk cadangan devisa di masa depan dan terdiri dari *long position* dalam *forwards* dan *futures* dalam mata uang asing, termasuk *forward leg* dari *swap* mata uang.

5.1.6. Swiss

Pada tahun 2011, akibat adanya tekanan dari krisis global dan Eropa, Swiss mulai mengadopsi nilai tukar terpatok (*pegged exchange rate*) terhadap euro. Oleh karena itu, mata uang Swiss, franc, terkenal di kalangan para investor sebagai mata uang yang paling aman. Pada bulan September 2011, dalam konteks deflasi, Bank Nasional Swiss (Swiss National Bank/ SNB) menetapkan tingkat minimum nilai tukar (*floor*) sebesar 1,20 franc Swiss per euro. Per September 2014, SNB secara berkala menegaskan kembali komitmennya untuk mengelola nilai tukar, dengan menyatakan bahwa SNB telah siap untuk membeli mata uang asing dalam jumlah tak terbatas untuk mencapai tingkat nilai tukar franc Swiss sebesar 1,20. Namun, kondisi perekonomian global yang tidak kunjung membaik serta adanya tekanan politik, memaksa bank sentral Swiss mengambang nilai tukarnya pada 15 Januari 2015. Hal tersebut menyebabkan panik di kalangan investor dan pelaku pasar keuangan dan mendorong apresiasi franc Swiss dari 1.2 menjadi 0.85 franc per euro.

5.2. Praktik Kebijakan Pengendalian Nilai Tukar di Negara Berkembang

Pasca terjadinya krisis global di tahun 2008 hingga awal tahun 2009, negara-negara berkembang mengalami pemulihan yang kuat terkait dengan arus modal asing yang masuk ke dalam negeri. Arus modal masuk tersebut bahkan mencapai tingkat yang sebanding dengan puncak sebelum terjadinya krisis. Masuknya arus modal ini didorong oleh kombinasi fundamental negara-negara berkembang yang relatif menguntungkan dan motif para investor luar negeri untuk mencari selisih yang menguntungkan (*yield*) dikarenakan rendahnya suku bunga di negara maju.

Bagi negara berkembang, arus modal masuk diharapkan dapat memberikan banyak manfaat, membantu peluang investasi keuangan, menyerap guncangan terhadap konsumsi, dan memfasilitasi transfer teknologi dalam kasus FDI. Namun, disadari bahwa arus modal masuk juga dapat membawa risiko. Salah satunya adalah, bahwa arus masuk besar-besaran dapat menyebabkan nilai tukar domestik mengalami apresiasi yang kuat, yang pada gilirannya dapat melemahkan daya saing ekspor. Arus modal masuk yang besar juga dapat mempersulit kebijakan makroekonomi dengan mendorong aktivitas ekonomi yang sudah terlalu terkontraksi (*overheat*). Masuknya arus modal dapat mengganggu penerapan kebijakan moneter yang ketat dalam upaya menekan tingkat inflasi. Dari sisi kehati-hatian, terdapat kekhawatiran bahwa arus modal masuk terkait dengan struktur liabilitas eksternal yang berisiko, dan secara umum arus modal masuk tersebut mungkin tidak diarahkan untuk penggunaan produktif, sehingga kemudian memicu ledakan konsumsi dan gelembung harga aset (Chamon dan Garcia, 2014).

Ekspektasi nilai tukar merupakan salah satu faktor penting dalam keputusan kebijakan moneter di negara-negara berkembang. Sementara itu, salah satu faktor penting yang dapat memengaruhi ekspektasi nilai tukar adalah fundamental makroekonomi. Prospek pertumbuhan ekonomi yang positif atau persepsi kerentanan ekonomi domestik terhadap guncangan eksternal yang rendah, dapat menarik arus masuk modal asing dan memperkuat nilai tukar. Selain itu, intervensi di pasar valas oleh bank sentral juga berpotensi memengaruhi ekspektasi nilai tukar.

Berikut ini akan dibahas bagaimana kebijakan pengendalian nilai tukar di beberapa negara berkembang, di antaranya Afrika Selatan, Argentina, Brasil, China, India, Malaysia, Meksiko, Rusia dan Thailand. Pemilihan negara-

negara berkembang tersebut didasarkan pada pengalaman krisis yang pernah dialami, perubahan kebijakan pengendalian nilai tukar dan perkembangan perekonomian negara terkait pasca krisis.

5.2.1. Afrika Selatan

Tabel 3 menunjukkan kebijakan nilai tukar Afrika Selatan yang berevolusi dari rezim nilai tukar tetap pada tahun 1970 menjadi rezim nilai tukar mengambang terkendali dari pertengahan tahun 1979 sampai dengan pertengahan tahun 1999. Pada Maret 1995, otoritas moneter Afrika Selatan melakukan penyatuan nilai tukar (*unified exchange rate*) dengan sistem nilai tukar mengambang di bawah mekanisme kebijakan moneter berupa penargetan inflasi (*inflation targeting*). Kebijakan nilai tukar Afrika Selatan saat ini adalah membiarkan nilai tukar mata uang rand ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran dalam pasar, meski tidak menutup kemungkinan bagi bank sentral Afrika Selatan untuk melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk meredam volatilitas nilai tukar yang berlebihan dan memastikan stabilitas ekonomi dan keuangan.

Tabel 3.
Perubahan Rezim Nilai Tukar di Afrika Selatan

Episode	Dates	Exchange rate regime
1 ↑	1961q1-1971q2	Pegged to £
2 ↑	1971q3-1974q2	Pegged in episodes to floating US\$ or £
3	1974q3-1975q2	"Controlled independent float": devaluations every few weeks
4	1975q3-1979q1	Fixed regime: pegged to the US\$
5	1979q2-1982q4	Dual foreign exchange system: controlled floating commercial rand and floating financial rand
6	1983q1-1985q3	Unification to a controlled floating rand
7	1985q4-1995q1	Return to the dual system
8	1995q2-1999q4	Unification to a controlled floating rand
9	2000q1-	Freely floating rand under inflation targeting

Sumber: Aron et al., (2012)

5.2.2. Argentina

Otoritas bank sentral dan pemerintah pusat Argentina telah mengenalkan beberapa langkah dan kebijakan untuk mengatur pasar nilai tukar. Mengenai ketidaksesuaian mata uang (*currency mismatch*) setelah runtuhnya rezim

dewan mata uang (*currency board regime*) pada tahun 2001, bank sentral Argentina menerapkan sejumlah kebijakan untuk mengurangi kemungkinan terjadinya masalah. Langkah-langkah tersebut termasuk di antaranya adalah mempromosikan penurunan risiko mata uang, misalnya dengan menetapkan aturan kecukupan modal untuk ketidaksesuaian mata uang (*currency mismatch*), bersama-sama dengan kerangka peraturan yang menetapkan bahwa deposito dalam dolar di bank lokal harus digunakan hanya untuk pinjaman dalam dolar. Demikian pula dengan kredit berdenominasi dolar yang hanya boleh diberikan saat kapasitas pembayaran debitur berkaitan dengan dolar (misalnya, kegiatan sektor *tradable*).

Dalam rangka menjaga kestabilan nilai tukar, Argentina juga melakukan peraturan arus masuk modal jangka pendek dan mencegah kemungkinan terjadinya arus modal keluar secara tiba-tiba. Untuk mengurangi efek negatif dari arus modal jangka pendek, Argentina telah berhasil mengambil serangkaian tindakan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Sejak pertengahan 2005, otoritas ekonomi Argentina telah menerapkan langkah-langkah yang bertujuan untuk mengatur dan mengurangi arus masuk modal jangka pendek. Pinjaman keuangan yang baru dibuat yang diperdagangkan di pasar valuta asing domestik, dan arus modal balik (*rollover capital*) yang berasal dari sektor swasta non-keuangan, serta liabilitas eksternal yang berasal dari aktivitas keuangan penduduk, harus dibuat dan disimpan dalam sistem keuangan negara untuk setidaknya 365 hari berturut-turut (di mana dalam regulasi pertama, syaratnya hanya 180 hari). Pinjaman ini tidak dapat dibayar sebelum tanggal jatuh tempo, terlepas dari adanya modalitas pembayaran (*settlement modality*) dan apakah modalitas tersebut melibatkan akses ke pasar valuta asing domestik atau tidak.

Lebih lanjut, jika ekonomi Argentina kembali menerima peningkatan jumlah arus modal yang masuk, berdasarkan peraturan *Executive Order 616/2005* dan *BCRA Communication A 4359*, otoritas ekonomi Argentina menyediakan deposito bebas bunga selama satu tahun yang setara dengan 30 persen dari arus masuk modal tertentu (sektor keuangan dan liabilitas keuangan sektor swasta non-finansial). Deposito ini pada dasarnya berlaku untuk investasi portofolio di pasar sekuritas sekunder dan pinjaman luar negeri untuk investasi dalam aset keuangan, dan bertujuan untuk mengurangi bagian keuntungan (*yield*) dari aset lokal sebagai cara untuk menghalangi investasi keuangan jangka pendek. Sebaliknya, sama sekali tidak ada aturan pembatasan

pada arus masuk FDI dan pembiayaan luar negeri yang diperuntukkan bagi aktivitas perdagangan eksternal (impor atau ekspor).

5.2.3. Brasil

Sejak tahun 1999, Brasil mulai mengimplementasikan kebijakan nilai tukar mengambang. Namun, dalam beberapa tahun terakhir ini, otoritas moneter Brasil telah mengambil langkah-langkah untuk mengendalikan volatilitas mata uang Brasil, yaitu real. Pada bulan Maret 2015, bank sentral Brasil menanggukuhkan program intervensi resmi, yang sebenarnya telah dimulai pada Agustus 2013, untuk memenuhi permintaan sektor swasta terkait dengan lindung nilai (*hedging*) terhadap depresiasi real. Akan tetapi, program intervensi resmi tersebut kembali mulai dilakukan pada bulan September 2015 dan dilakukan sesuai kebutuhan. Pihak berwenang Brasil juga telah menggunakan intervensi pasar valuta asing -- terutama melalui pasar derivatif valuta asing -- serta ajakan melalui lisan dan langkah-langkah manajemen arus modal untuk meredam pergerakan arah mata uang yang berlebihan.

5.2.4. China

Sebelum berkembang menjadi negara dengan ekonomi terbesar kedua di lingkup global, pemerintah China selalu bersikap berhati-hati terhadap proyek modal asing. Namun, sikap demikianlah yang kemudian menyelamatkan China dan Hong Kong dari krisis keuangan Asia tahun 1998. Saat ini, banyak pihak yang meminta pemerintah China untuk melakukan deregulasi modal (*capital deregulation*). Meskipun secara alami China akan melakukan deregulasi, namun pemerintah China masih mengadopsi cara yang konservatif dalam mengejar ekonomi berbasis pasar bebas. Saat ini, China masih menerapkan kebijakan kontrol devisa, baik menyangkut manajemen giro, manajemen neraca modal, dan manajemen nilai tukar.

Terkait dengan kebijakan kontrol *current account*, hal yang paling banyak dibicarakan saat ini adalah jumlah pembatasan pertukaran mata uang per tahun, yaitu sebesar USD 50.000. Dengan pembatasan ini, penduduk dalam negeri hanya dapat membeli valuta asing dengan jumlah nilai sebesar USD 50.000 per individu per tahun. Sementara itu, terkait dengan *capital account*, strategi kontrol yang cukup ketat di masa lalu secara bertahap mulai

berkurang dilakukan, seperti di pasar modal, misalnya. Lebih lanjut, melalui QDII (*Qualified Domestic Institutional Investor*), lembaga keuangan dapat berinvestasi di pasar *offshore* (*offshore market*) produk keuangan (seperti surat berharga dan obligasi) yang sebelumnya tidak diperkenankan. Kemudian, sejak tahun 2002, melalui program QFII (*Qualified Foreign Institutional Investor*), investor asing berlisensi dimungkinkan untuk membeli dan menjual saham berlabel “A” berdenominasi yuan di bursa saham China daratan (baik di Shanghai maupun Shenzhen) di bawah kuota yang telah disetujui. Dahulu, bursa saham China tertutup untuk investor asing karena China mengimplementasikan kontrol modal yang ketat yang membatasi pergerakan aset di- dan ke- luar negeri. Terkait dengan kebijakan pengendalian nilai tukar Yuan, sejak tahun 2008, China mengadopsi sistem mata uang tetap. Kemudian, antara tahun 1988 sampai dengan tahun 1993, China mengadopsi sistem nilai tukar ganda (*dual exchange rate system*), yaitu nilai tukar resmi dan nilai tukar yang ditentukan pasar dalam pasar valas khusus yang disebut ‘*swap center*’. Pada tahun 1995, kebijakan nilai tukar China secara resmi dikaitkan terhadap dolar AS. Sejak 21 Juli 2005, China mereformasi kebijakan nilai tukarnya dan mengadopsi sistem nilai tukar mengambang terkendali dengan fluktuasi maksimum nilai tukar adalah sebesar 1 persen di batas atas dan batas bawah per hari (Cappiello dan Ferucci, 2008). Lebih lanjut, seiring dengan perkembangan ekonomi China, yuan juga menjadi salah satu mata uang terkuat di dunia. Hal ini dibuktikan dengan keputusan IMF pada 30 November 2015 untuk memasukkan yuan ke dalam daftar mata uang utama dunia, *Special Drawing Rights* (SDR).

5.2.5. India

Pasar valuta asing India telah melalui proses liberalisasi secara bertahap selama dua dekade terakhir. Proses liberalisasi tersebut dilakukan sudah jauh sejak awal tahun 1978 ketika bank-bank di India diizinkan untuk melakukan perdagangan *intraday* di pasar valuta asing (Prakash, 2012). Namun demikian, pasar valuta asing India baru mencapai perubahan secara signifikan sejak tahun 1990-an bersamaan dengan pergeseran rezim mata uang India dari rezim nilai tukar terpatok (*pegged*) menjadi rezim nilai tukar mengambang. Lebih jauh, krisis neraca pembayaran pada tahun 1991 yang kemudian menandai awal terjadinya proses reformasi ekonomi di India dan menyebabkan implementasi kebijakan *Liberalized Exchange Rate Management System* (LERMS) pada

tahun 1992. LERMS merupakan langkah transisi atau peralihan (*transitional measure*) dan mensyaratkan sistem nilai tukar ganda. Pada Maret 1993, LERMS dihapuskan dan India mulai mengadopsi rezim nilai tukar mengambang. Implementasi rezim nilai tukar berbasis pasar di tahun 1993, pengadopsian konvertibilitas transaksi neraca berjalan pada tahun 1994, dan liberalisasi neraca modal secara bertahap selama bertahun-tahun, merupakan dasar-dasar penting untuk berkembangnya pasar valuta asing di India (Prakash, 2012).

Manajemen nilai tukar India dan kebijakan moneter sangat terkait erat. Hal tersebut dikarenakan bank sentral India (*Reserve Bank India/ RBI*) merupakan pihak yang bertanggung jawab untuk mengintervensi pasar valuta asing dan merupakan pelaksana undang-undang devisa India (*Foreign Exchange Regulation Act/ FEMA*) dengan mandat mempromosikan pengembangan dan pemeliharaan pasar valuta asing yang teratur di India (Hutchison dan Pasricha, 2015). Selain melakukan intervensi di pasar valuta asing, RBI juga menggunakan kebijakan pengendalian modal (*capital control policy*) guna menstabilkan nilai tukar dan memberikan ruang bagi kebijakan moneter untuk merespon kondisi perekonomian domestik. Pelaksanaan kebijakan nilai tukar oleh RBI sebagian besar diaplikasikan dengan tujuan untuk mempertahankan kondisi pasar valuta asing yang teratur, mencegah munculnya destabilisasi dan aktivitas-aktivitas spekulasi, dan menjadikan nilai tukar sebagai pencerminan dari kondisi fundamental makroekonomi dalam negeri.

5.2.6. Malaysia

Krisis keuangan Asia tahun 1998 memaksa Malaysia mengaitkan ringgit terhadap dolar AS. Namun, pada bulan Juli 2005, Malaysia mulai mengadopsi rezim nilai tukar mengambang terkendali. Implikasi dari kebijakan ini adalah ringgit direferensikan terhadap sekeranjang mata uang mitra dagang utama negara dan dibiarkan bergerak sesuai dengan mekanisme pasar. Sejak saat itu, fokus intervensi Bank Negara Malaysia (BNM) di pasar valuta asing terbatas hanya untuk menjaga kondisi pasar valuta asing agar tetap dalam aturan dan untuk menghindari gerakan nilai tukar ringgit yang ekstrim yang bisa menggoyahkan ekonomi riil domestik (Aziz, 2013).

Namun, seiring dengan perkembangan ekonomi Malaysia, intervensi di pasar valuta asing telah jauh lebih jarang dilakukan. Pada saat yang sama, otoritas moneter Malaysia jauh lebih terfokus untuk mengidentifikasi periode-

periode terjadinya penyelewengan fungsi pasar (*dysfunction market*). BNM hanya melakukan intervensi ketika arus masuk atau arus keluar telah mencapai tingkat ekstrim dengan tujuan untuk mengurangi volatilitas, mempertahankan berfungsinya aturan pasar dan mengurangi efek destabilisasi pada ekonomi riil (Aziz, 2013).

Malaysia secara bertahap juga mulai meliberalisasi aturan-aturan Administrasi Devisa (*Foreign Exchange Administration/FEA*) yang kebanyakan berupa tindakan kehati-hatian untuk mendukung tujuan makroekonomi secara keseluruhan, yaitu menjaga stabilitas moneter dan keuangan. BNM juga berkomitmen untuk memastikan aturan-aturan FEA selalu mendukung dan meningkatkan daya saing perekonomian melalui penciptaan lingkungan yang lebih mendukung dan fasilitatif untuk kegiatan perdagangan, bisnis dan investasi. Pengembangan pasar keuangan dan liberalisasi aturan administrasi valuta asing secara terus-menerus telah efektif mengurangi aktivitas intervensi BNM di pasar valuta asing (Aziz, 2013).

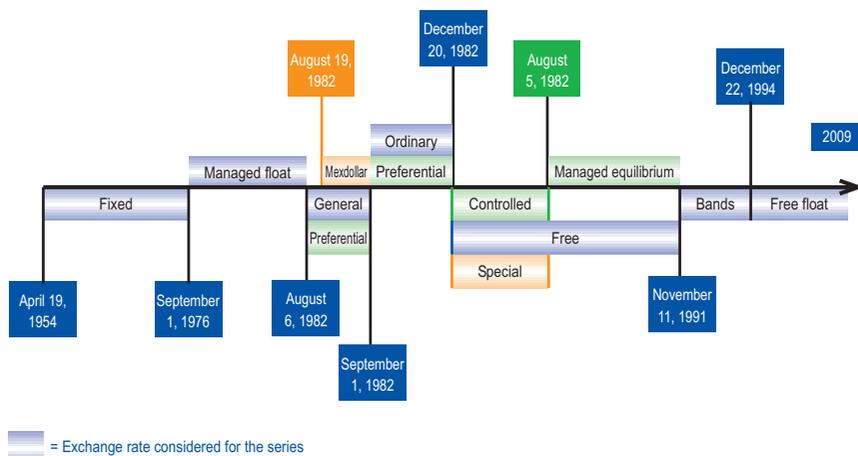
5.2.7. Meksiko

Sebelum tahun 1954, kondisi mata uang Meksiko yakni peso, relatif stabil terhadap dolar AS pada besaran 8.65 peso per dolar AS. Namun, pada tahun 1954, kondisi yang tidak menguntungkan terjadi di Meksiko sehingga perekonomian domestik mengalami ketidakstabilan. Dalam rangka untuk memperbaiki ketidakstabilan tersebut, pada 19 April 1954, peso didevaluasi dan ditetapkan pada besaran 12,50 peso per dolar AS. Nilai tersebut dipertahankan hingga September 1976 (Banco de Mexico, 2009). Pada 1 September 1976, Meksiko mengubah sistem nilai tukar tetap dengan sistem nilai tukar mengambang terkendali (*managed floating*). Dalam praktiknya, terdapat dua nilai tukar, yaitu satu untuk transaksi mata uang dan satu lagi untuk transaksi dengan menggunakan dokumen.

Sebagaimana terlihat pada Gambar 24, hingga tahun 1994, rezim nilai tukar di Meksiko telah mengalami beberapa penyesuaian seiring dengan kondisi perekonomian domestik yang terjadi pada saat itu. Pada akhir tahun 1994, perekonomian Meksiko mengalami guncangan yang menyebabkan terjadinya ketidakstabilan pasar dan mengakibatkan serangan spekulatif pada cadangan devisa bank sentral Meksiko. Hal tersebut memaksa bank sentral Meksiko untuk mengambangkan nilai tukarnya (Banco de Mexico, 2009). Hingga saat

ini, Meksiko mempertahankan kebijakan nilai tukar yang fleksibel, dengan tetap melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk menyediakan likuiditas selama periode volatilitas.

Gambar 24.
Proses Perubahan Rezim Nilai Tukar



Sumber: Bank Sentral Meksiko (2009)

Namun, pada Desember 2014, Komisi Devisa (FEC) Meksiko yang bertanggung jawab untuk kebijakan devisa, mengumumkan program berbasis aturan (*ruled-based program*) terkait dengan intervensi valuta asing sebagai respon atas depresiasi peso yang tajam selama kuartal keempat tahun 2014. FEC menyatakan tujuannya adalah untuk menyediakan likuiditas dan mengurangi volatilitas di pasar valuta asing. Sejak 30 Juli 2015, bank sentral Meksiko telah melakukan beberapa lelang tambahan yang didasarkan pada perdagangan *intraday*.

5.2.8. Rusia

Sejak tahun 1999, bank sentral Rusia telah menerapkan rezim nilai tukar mengambang terbatas (*managed floating exchange rate regime*) dengan tidak mengatur tingkat target (*band*) nilai tukar rubel. Hal ini berarti bahwa bank sentral Rusia tidak menghalangi adanya campur tangan pasar dalam dinamika

nilai tukar rubel yang disebabkan oleh fundamental ekonomi makro. Namun, disisi lain, bank sentral Rusia juga melakukan intervensi untuk mengurangi volatilitas berlebihan pada rubel dan memastikan proses adaptasi agen-agen ekonomi secara bertahap terhadap fluktuasi nilai tukar.

Pada tahun 2005, bank sentral Rusia memperkenalkan keranjang mata uang ganda (*dual-currency basket*), yang terdiri dari dolar AS dan euro sebagai indikator operasional kebijakan nilai tukarnya. Untuk membatasi fluktuasi berlebihan pada keranjang mata uang ganda tersebut, Bank sentral Rusia menetapkan koridor untuk indikator operasional ini (*operational band*) dan melakukan intervensi nilai tukar berupa operasi konversi rubel/dolar AS dan rubel/euro di dalam bursa serta pasar OTC. Pergeseran pada batas *band* operasional ini dilakukan dengan memperhitungkan keseimbangan dinamika neraca pembayaran dan perkembangan pasar valuta asing dalam negeri.

Pada akhir tahun 2008 hingga awal tahun 2009, perekonomian Rusia menghadapi guncangan eksternal skala besar yang disebabkan oleh perubahan tajam di pasar keuangan dan komoditas global. Dalam situasi ini, bank sentral Rusia memodifikasi kerangka kebijakan nilai tukarnya. Pada Februari 2009, bank sentral Rusia menetapkan aturan pergeseran otomatis *band* operasional terkait dan menetapkan lebar *band* mengambang ini sebesar 2 rubel. Sejak itu, lebar *band* operasional mengambang tersebut telah ditingkatkan secara bertahap untuk memastikan perubahan ke rezim nilai tukar yang lebih fleksibel.

Pada Oktober 2010, bank sentral Rusia mengumumkan telah meninggalkan kebijakan *band* terbatas atas rubel terhadap keranjang mata uang ganda.

5.2.9. Thailand

Seperti halnya Indonesia, Thailand juga merupakan salah satu negara yang mengalami krisis ekonomi di Asia pada tahun 1998. Bahkan, awal terjadinya krisis tersebut dimulai dari Thailand. Setelah krisis keuangan Asia tersebut, Thailand berhasil membangun kembali produktivitas perekonomiannya, sambil terus membuktikan bahwa ekonomi Thailand tidak rentan terhadap berbagai guncangan. Sejak 2011, kerangka manajemen nilai tukar di Thailand telah bergerak ke arah yang lebih fleksibel dalam pergerakan nilai tukarnya sesuai dengan fundamental ekonomi. Meskipun mengimplementasikan rezim nilai tukar mengambang, dalam keadaan tertentu otoritas moneter Thailand

dapat melakukan intervensi nilai tukar untuk menghindari volatilitas yang berlebihan. Pada awalnya, tujuan utama intervensi nilai tukar oleh bank sentral Thailand (Bank of Thailand/BoT) adalah untuk mengekang spekulasi nilai tukar yang berlebihan. Namun, tujuan tersebut telah bergeser dalam beberapa tahun terakhir. Tujuan intervensi baru-baru ini lebih difokuskan untuk melemahkan arus masuk modal yang tajam dan untuk mempertahankan daya saing eksternal.

Dalam kondisi tertentu, di mana Thailand menghadapi arus masuk modal yang besar, strategi lain yang juga diterapkan oleh BoT adalah *Unremunerated Reserve Requirement* (URR). Namun, efektivitas strategi URR tidak bertahan lama. Efek dari URR ini berkurang karena arus masuk modal jangka pendek digantikan oleh pembelian dalam valas oleh penduduk, yang memicu apresiasi lebih lanjut dari baht. Oleh karena itu, sejak tahun 2010, BoT mulai melonggarkan kebijakan nilai tukar dalam rangka mendorong arus modal keluar. Tujuannya adalah untuk mengembalikan keseimbangan antara aliran modal masuk dan arus keluar di pasar, menciptakan *counterflows* sambil membantu untuk mempromosikan investasi langsung dari luar (ODI) dan mendorong investasi Thailand di luar negeri.

Seperti bank sentral lainnya, ketika pergerakan baht tidak sejalan dengan kebijakan nilai tukar yang telah ditetapkan oleh Komite Kebijakan Moneter (MPC), BoT biasanya melakukan intervensi melalui dua cara, yaitu secara verbal dan aktual. Intervensi yang dilakukan BoT dapat berupa transaksi *outright spot* atau *outright forward* baht/dolar AS yang dieksekusi dengan menjual atau membeli dolar AS terhadap baht. BoT juga melakukan campur tangan dalam transaksi nilai tukar antarbank, baik *onshore* maupun *offshore*, menggunakan agen yang ditunjuk oleh bank untuk menjaga anonimitas. Sejauh ini, BoT tidak pernah menggunakan intervensi di pasar nilai tukar derivatif.

5.3. Volatilitas Nilai Tukar dan Respon Bank Sentral: Studi Empiris

Studi terkait volatilitas nilai tukar diantaranya dilakukan di India. Pasar valuta asing India telah melalui proses liberalisasi bertahap selama dua dekade terakhir. Akibat dari penerapan rezim nilai tukar yang ditentukan oleh pasar pada tahun 1993, rupee telah menghadapi episode volatilitas yang tinggi. Prakash (2013) menganalisa enam fase utama dari volatilitas di pasar valas

India selama periode 1993-2013, yang disebabkan oleh faktor-faktor eksogen atau endogen ataupun kombinasi keduanya, dan respon bank sentral India (*reserve bank of India/RBI*) terhadap volatilitas tersebut.

Terkait dengan peristiwa terbaru dari volatilitas Rupee, yaitu volatilitas yang disebabkan oleh isu kebijakan *quantitative easing* (QE) Amerika Serikat pada 22 Mei 2013, sehingga menyebabkan volatilitas yang tinggi di pasar keuangan dan depresiasi tajam dari mata uang negara-negara berkembang, termasuk Rupee India. Depresiasi tajam tersebut merupakan salah satu prestasi terburuk dari Rupee selama periode paruh kedua dari Mei 2013 sampai dengan Agustus 2013.

Adapun langkah-langkah yang diambil oleh RBI dalam menghadapi volatilitas nilai tukar tersebut, antara lain (Prakash, 2013):

1. Mengkalibrasi ulang tingkat *Marginal Standing Facility* (MSF) sebesar 300 basis poin di atas tingkat REPO, yaitu dari 8.25 persen menjadi 10.25 persen dan kebijakan tersebut berlaku secara langsung (*immediate effect*);
2. Membatasi keseluruhan alokasi dana *liquidity adjustment facility* (LAF) menjadi 1 persen dari *net demand and time liabilities* (NDTL) sistem perbankan, atau setara dengan Rs. 75.000 *crore* dan berlaku mulai 17 Juli 2013;
3. Pengumuman melakukan pasar terbuka untuk penjualan sekuritas pemerintah bernilai Rs. 12.000 *crore* pada 18 Juli 2013.

Tidak hanya langkah-langkah di atas, pada 23 Juli 2013, RBI memutuskan untuk memodifikasi langkah-langkah pengetatan likuiditas, di antaranya (Prakash, 2013):

1. Mengatur batas keseluruhan akses LAF sebesar 0,5 persen dari NDTL *outstanding* masing-masing individu bank dan efektif berlaku mulai 24 Juli 2013;
2. Mulai 27 Juli 2013, bank-bank juga diwajibkan untuk menjaga keseimbangan *cash reserve ratio* (CRR) harian minimum sebesar 99 persen dari rata-rata *fortnightly requirement*.

Selain langkah-langkah penyesuaian moneter, RBI juga mengambil sejumlah langkah-langkah administrasi lain untuk mengurangi tekanan terhadap rupee, seperti menganulir perdagangan hak milik (*proprietary*

trading) dalam bentuk *currency futures* atau *exchange traded options*, membatasi impor emas oleh lembaga tertentu, mengubah batasan pinjaman luar negeri dari 50 persen menjadi 100 persen sesuai dengan modal Tier I (*Tier I capital*) dari masing-masing bank.

Ringkasnya, berdasarkan analisis Prakash (2013), respon kebijakan bank sentral India dalam menghadapi berbagai episode volatilitas pasar valas adalah dengan mengkombinasikan strategi intervensi dengan langkah-langkah moneter dan administratif untuk mengendalikan stabilitas keuangan, sementara kebijakan pelengkap atau *parallel recourse* juga telah diambil dengan komunikasi melalui pidato-pidato kebanksentralan dan *press release*.

Prakash (2013) menilai bahwa berbagai kebijakan yang diambil oleh RBI, baik kebijakan moneter maupun administrasi, dibantu dengan perkembangan ekonomi eksternal dan internal yang positif, memiliki dampak positif terhadap stabilitas pasar valas India. Bahkan, meski ada kekhawatiran mengenai kebijakan *quantitative easing* (QE) AS, rupee tetap bertahan relatif stabil dibandingkan dengan mata uang negara-negara berkembang lainnya, seperti rupiah Indonesia, real Brasil, lira Turki, rand Afrika Selatan dan rouble Rusia.

Di Turki bank sentral Turki (CRBT) telah merancang dan meluncurkan alat kebijakan makroprudensial baru yang disebut dengan *Reserve Options Mechanism* (ROM) yang bertujuan untuk mendukung pengelolaan cadangan valas dalam sistem perbankan Turki, meningkatkan cadangan devisa CBRT dan membatasi efek samping dari volatilitas aliran modal yang berlebihan terhadap stabilitas makroekonomi dan keuangan ekonomi. ROM memberikan pilihan bagi perbankan Turki untuk menyimpan valas atau emas cadangan sebagai ganti atas porsi tertentu persyaratan cadangan Lira Turki. Mekanisme ini dirancang untuk beroperasi sebagai penstabil otomatis ketika terjadi perubahan arus modal dan memberikan fleksibilitas kepada perbankan Turki untuk menyesuaikan cadangan devisa mereka secara endogen sesuai dengan kebutuhan likuiditas masing-masing bank.

Oduncu, Yasin, and Ermisoglu (2013) menganalisis efektivitas kebijakan ROM terhadap volatilitas Lira Turki. Menggunakan *generalized autoregressive conditional heteroskedastic* (GARCH), Oduncu, Yasin, and Ermisoglu (2013) menemukan bukti bahwa kebijakan ROM mampu mengurangi volatilitas nilai tukar Lira Turki selama periode waktu penelitian.

BAB 6 KEBIJAKAN NILAI TUKAR DAN DEvisa DI INDONESIA

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, pemilihan sistem nilai tukar dan sistem devisa sangat memengaruhi efektivitas kebijakan moneter. Dalam kondisi suatu negara menerapkan sistem nilai tukar tetap, apabila terjadi aliran dana luar negeri masuk/keluar, maka hal tersebut berpengaruh langsung terhadap jumlah uang beredar di dalam negeri dan sebagai akibatnya berpengaruh terhadap efektivitas kebijakan moneter dalam memengaruhi kegiatan ekonomi dan inflasi. Karena itu, sistem nilai tukar tetap biasanya disertai dengan penerapan sistem devisa terkontrol, karena mobilitas aliran dana dari dan ke luar negeri cenderung berkurang sehingga dapat mendukung pelaksanaan kebijakan moneter yang lebih efektif.

Kondisi sebaliknya terjadi untuk sistem nilai tukar mengambang dan sistem devisa bebas, ketika aliran dana luar negeri yang lebih bebas dapat diserap melalui pergerakan nilai tukar yang mengambang sesuai mekanisme pasar, sehingga kebijakan moneter dapat lebih independen diarahkan pada pencapaian sasaran pertumbuhan ekonomi dan inflasi di dalam negeri.

Dalam konteks Indonesia, sistem dan kebijakan nilai tukar dan devisa yang dianut, selain ditujukan untuk mendukung kesinambungan pelaksanaan pembangunan ekonomi, juga diarahkan guna mendukung efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter. Sesuai dengan amanat UU No.23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia yang diubah dengan UU No. 3 Tahun 2004 Tentang Perubahan Atas UU No 23 Tahun 1999 Tentang Bank Indonesia jo UU No 6 Tahun 2009 Tentang Penetapan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 2 Tahun 2008 Tentang Perubahan Kedua Atas UU Nomor 23 Tahun 1999 Tentang Bank Indonesia Menjadi Undang-Undang (untuk selanjutnya disebut UU Bank Indonesia), maka Bank Indonesia (BI) melaksanakan kebijakan nilai tukar berdasarkan sistem nilai tukar yang telah ditetapkan. Undang-Undang dimaksud juga memberikan kewenangan bagi Bank Indonesia untuk mengelola cadangan devisa serta menerima pinjaman luar negeri dalam rangka pengelolaan cadangan devisa.

Pengaturan lebih lanjut mengenai sistem nilai tukar dan lalu lintas devisa dimuat dalam Undang-Undang No.24 Tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar. Undang-Undang ini menegaskan sistem devisa yang

dianut di Indonesia adalah sistem devisa bebas, sementara sistem nilai tukar ditetapkan oleh Pemerintah setelah mempertimbangkan rekomendasi dari Bank Indonesia.

Dengan demikian, dalam hal pengelolaan nilai tukar dan devisa, BI menjalankan wewenangnya dengan berdasarkan pada UU Bank Indonesia. Beberapa hal penting yang terkandung dalam Undang-Undang tersebut adalah:

- Tujuan kebijakan moneter adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah, utamanya inflasi.
- Bank Indonesia memiliki independensi dalam cara mencapai inflasi (instrumen moneter), dan kelembagaan (tidak ada campur tangan, intervensi dan anggaran). Sementara sasaran inflasi ditetapkan oleh pemerintah bekerjasama dengan BI.
- Penguatan kerangka kebijakan melalui prinsip-prinsip akuntabilitas dan transparansi.
- Undang-Undang No. 24 Tahun 1999 Tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar memberikan landasan sistem nilai tukar (mengambang) dan lalu lintas devisa (bebas) di Indonesia.
- Tujuan kebijakan nilai tukar dan devisa.
- Mendukung kesinambungan pelaksanaan pembangunan.
- Mendukung efektifitas pelaksanaan kebijakan moneter.

Kewenangan BI atas cadangan devisa mencakup beberapa hal seperti berikut:

- Pengelolaan cadangan devisa,
- Pengembangan pasar valuta asing, dan
- Pengelolaan nilai tukar.

6.1. Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

Semakin terintegrasinya perekonomian domestik dengan perekonomian global serta derasnya aliran masuk modal asing meningkatkan kompleksitas manajemen makroekonomi, khususnya kebijakan moneter dan nilai tukar. Penguatan pengelolaan dinamika arus modal dan nilai tukar dilakukan dengan beberapa prinsip dasar sebagai berikut: *Pertama*, koordinasi penerapan bauran

instrumen kebijakan menjadi bagian strategi yang penting dalam menerapkan *possible trinity* yang optimal. *Kedua*, di sisi aliran modal, dengan tetap menganut rezim devisa bebas, langkah-langkah makroprudensial di bidang arus modal merupakan opsi kebijakan yang bertujuan untuk mengurangi arus modal jangka pendek yang berlebihan. Memberikan ruang/kemungkinan nilai tukar untuk menguat, akumulasi cadangan devisa dan penggunaan kebijakan moneter dan fiskal lainnya. Senantiasa mempertimbangkan kebijakan-kebijakan yang bersifat prudensial dan struktural untuk mengelola aliran modal masuk.

Ketiga, di sisi nilai tukar, menghadapi arus modal, nilai tukar dikelola untuk tetap fleksibel dan memberi ruang gerak untuk terapresiasi, namun tetap dijaga agar jangan sampai terlalu melenceng jauh dari nilai tukar fundamentalnya (*overvalued*). Pengelolaan nilai tukar yang sejalan dengan kondisi fundamental dilakukan melalui intervensi di pasar valas secara simetris, yang memberikan ruang gerak apresiatif dalam hal terjadi aliran modal asing yang tinggi. Di sisi kebijakan moneter, kompleksitas kebijakan moneter melalui suku bunga sebagian dapat teratasi dengan menerapkan kebijakan makroprudensial.

Keempat, kebijakan moneter didukung oleh kebijakan makroprudensial yang bertujuan meminimalisir dampak aliran modal masuk pada *asset price bubble* dan pertumbuhan kredit yang berlebihan yang dapat menimbulkan risiko kestabilan moneter dan kestabilan sistem keuangan, termasuk kebijakan *capital flow management* (CFM).

Dalam sejarah perekonomian Indonesia, sistem nilai tukar tetap, sistem mengambang terkendali, dan sistem mengambang bebas pernah diterapkan di Indonesia. Sistem nilai tukar tetap dianut pada periode tahun 1973 hingga Maret 1983.¹⁰ Sementara itu, sistem nilai tukar mengambang terkendali secara ketat diterapkan pada periode Maret 1983 – September 1986. Dalam periode ini, pemerintah pernah melakukan beberapa kebijakan devaluasi atas nilai tukar rupiah sebagai berikut:

10 Sebelum 1973, Indonesia pernah menggunakan *multiple exchange rate system* 'sistem nilai tukar berganda' melalui penerapan Sistem Bukti Ekspor sejak tahun 1957. Peraturan-peraturan yang terkait dalam penerapan sistem ini menyangkut pembatasan-pembatasan di bidang perdagangan dan lalu lintas devisa. Kemudian, pada tahun 1967 mulai diberlakukan Sistem Bonus Ekspor yang bertujuan untuk menggairahkan ekspor, dengan memperbolehkan masyarakat memindahtangankan atau memperjualbelikan devisa hasil ekspor di pasar bebas dengan harga yang berubah setiap waktu (*floating exchange rate system*).

- Devaluasi Nopember 1978 dari Rp. 425 per USD menjadi Rp. 625 per USD;
- Devaluasi Maret 1983 dari Rp. 625 per USD menjadi Rp. 825 per USD; dan
- Devaluasi September 1986 dari Rp. 1134 per USD menjadi Rp. 1644 per USD.

Selanjutnya, sistem nilai tukar mengambang terkendali secara lebih fleksibel pernah diterapkan di Indonesia dari September 1986 – Januari 1994 dan dengan mekanisme pita intervensi dari Januari 1994 – Agustus 1997. Dalam periode ini dilakukan kebijakan nilai tukar sebagai berikut:

- Bank Indonesia setiap hari mengeluarkan nilai tukar (kurs) tengah harian;
- Pita intervensi pernah dilakukan pelebaran sebanyak 8 kali, yaitu dari Rp. 6 (0,25%) menjadi Rp. 10 (0,5%) pada September 1992, menjadi Rp. 20 (1%) pada Januari 1994, menjadi Rp. 30 (1,5%) pada September 1994, menjadi Rp. 44 (2%) pada Mei 1995, menjadi Rp. 66 (3%) pada Desember 1995, menjadi Rp. 118 (5%) pada Juni 1996, menjadi Rp. 192 (8%) pada September 1996, dan menjadi Rp. 304 (12%) pada Juli 1997;
- Bank Indonesia melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk menjaga agar nilai tukar rupiah bergerak dalam batas-batas pita intervensi yang ditetapkan, dengan cara membeli valuta asing apabila nilai tukar bergerak mendekati batas bawah dan menjual valuta asing apabila nilai tukar mendekati batas atas dalam pita intervensi yang telah ditetapkan.

Sementara itu, sistem nilai tukar mengambang diterapkan di Indonesia sejak 14 Agustus 1997 hingga sekarang. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, sistem ini ditempuh sebagai reaksi Pemerintah dalam menghadapi demikian besarnya gejolak dan cepatnya pelemahan nilai tukar pada sekitar Juli – Agustus 1997. Serangan spekulasi terhadap rupiah yang dipicu oleh dampak menjalar serangan spekulasi terhadap mata uang baht Thailand telah menyebabkan gejolak dan pelemahan nilai tukar rupiah, yang selanjutnya mendorong investor luar negeri menarik dananya secara besar-besaran dan pada waktu bersamaan dari Indonesia. Kepanikan kemudian terjadi di pasar valuta asing karena perusahaan dan bank-bank di dalam negeri memborong valuta asing untuk membayar atau melindungi kewajiban luar negerinya dari risiko nilai tukar, sementara sebagian para pelaku pasar berspekulasi untuk mencari keuntungan pribadi.

Pada awalnya, pemerintah dan Bank Indonesia terus berupaya menstabilkan nilai tukar rupiah, antara lain dengan intervensi di pasar valuta asing dan beberapa kali memperlebar kisaran pita intervensi nilai tukar rupiah sesuai sistem nilai tukar mengambang terkendali yang dianut pada saat itu. Akan tetapi, tekanan yang sangat besar dan demikian cepat terhadap pelemahan nilai tukar rupiah yang disertai dengan penurunan cadangan devisa yang terus berlangsung memaksa Pemerintah mengubah sistem nilai tukar rupiah menjadi sistem mengambang. Apabila sistem mengambang terkendali tetap dipertahankan, maka cadangan devisa negara yang mulai menipis dikhawatirkan dapat terkuras habis dan menimbulkan krisis neraca pembayaran yang berat. Sejumlah negara tetangga, seperti Korea Selatan dan Thailand, juga melakukan hal yang sama dengan menerapkan sistem nilai tukar mengambang.

Selanjutnya, sistem nilai tukar mengambang tersebut dikukuhkan dengan Undang-Undang Nomor 24 Tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar. Sesuai dengan undang-undang tersebut, sistem nilai tukar di Indonesia ditetapkan oleh Pemerintah setelah mempertimbangkan rekomendasi yang disampaikan oleh Bank Indonesia. Hal ini mengingat perubahan sistem nilai tukar akan berdampak sangat luas, tidak saja terhadap kegiatan di bidang moneter dan sektor keuangan, tetapi juga terhadap kegiatan ekonomi riil baik konsumsi, investasi maupun perdagangan luar negeri. Karena itu, perubahan sistem nilai tukar harus melalui pemikiran dan penelitian yang matang, mempertimbangkan berbagai aspek, baik ekonomi, politik, maupun sosial. Dalam hal ini, Bank Indonesia perlu memberikan rekomendasi mengenai rencana perubahan sistem nilai tukar tersebut, apabila akan dilakukan, terutama karena pengalaman dan pengetahuannya di bidang ini maupun karena pengaruhnya terhadap kebijakan moneter, perbankan, dan sistem pembayaran.

Sesuai dengan UU No. 23 Tahun 1999, Bank Indonesia diberi kewenangan untuk melakukan kebijakan nilai tukar sesuai dengan sistem nilai tukar yang ditetapkan pemerintah tersebut. Secara umum kebijakan nilai tukar yang ditempuh Bank Indonesia dapat berupa:

- Devaluasi atau revaluasi mata uang rupiah terhadap mata uang asing dalam sistem nilai tukar tetap;
- Intervensi di pasar valuta asing dalam sistem nilai tukar mengambang; dan

- Penetapan nilai tukar harian dan lebar kisaran intervensi dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali.

Dengan dianutnya sistem nilai tukar mengambang sejak Agustus 1997, pergerakan nilai tukar rupiah pada dasarnya ditentukan oleh kekuatan penawaran dan permintaan valuta asing di pasar. Dalam kaitan ini, kebijakan nilai tukar yang ditempuh Bank Indonesia berupa intervensi di pasar valuta asing lebih diarahkan untuk menstabilkan atau menghindari gejolak nilai tukar rupiah di pasar. Intervensi dimaksud tidak dimaksudkan untuk mencapai atau mengarahkan pergerakan nilai tukar rupiah pada tingkat atau kisaran tertentu.

6.2. Kebijakan Devisa di Indonesia

Dalam sejarah perekonomian Indonesia, beberapa kebijakan mengenai pengaturan devisa telah dilaksanakan sesuai dengan sistem devisa yang telah diterapkan. Sistem devisa terkontrol pernah diterapkan di Indonesia berdasarkan UU No. 32 Tahun 1964 Tentang Peraturan Lalu Lintas Devisa. Pada waktu itu, devisa dikelompokkan menjadi dua, yaitu Devisa Hasil Ekspor (DHE) dan Devisa Umum (DU).

Sesuai dengan undang-undang, pada waktu itu setiap perolehan devisa, baik DHE maupun DU, wajib diserahkan kepada negara, yaitu melalui Bank Indonesia atau bank-bank yang ditunjuk. Demikian pula setiap penggunaan devisa, baik untuk impor maupun keperluan lainnya, harus mendapat izin dari Bank Indonesia. Dengan kewajiban seperti ini, Bank Indonesia mengadministrasikan pergerakan devisa yang masuk dan keluar Indonesia sehingga jumlah cadangan devisa, besarnya arus lalu lintas devisa, dan penggunaannya dapat dipantau dan diperkirakan secara lebih pasti.

Sistem devisa semi terkontrol pernah diterapkan di Indonesia berdasarkan Perpu No. 64 Tahun 1970 menggantikan UU No. 32 Tahun 1964. Pada waktu itu, perolehan DHE wajib diserahkan ke Bank Indonesia dan penggunaan harus mendapat izin dari Bank Indonesia, sementara untuk DU dapat secara bebas diperoleh dan dipergunakan oleh masyarakat. Administrasi perolehan dan penggunaan DHE dilakukan oleh Bank Indonesia, sementara lalu lintas devisa untuk jenis DU mulai tidak dapat diadministrasikan dan dipantau secara baik.

Sistem devisa bebas mulai diterapkan di Indonesia dengan PP No. 1 Tahun 1982 menggantikan baik UU No. 32 Tahun 1964 maupun Perpu No. 64 Tahun 1970. Dengan peraturan ini, setiap penduduk dapat dengan bebas memiliki dan menggunakan devisa. Ini berlaku, baik bagi devisa dalam bentuk DHE maupun DU. Tidak ada pengaturan mengenai kewajiban bagi penduduk untuk melaporkan devisa yang diperoleh dan dipergunakannya. Kebebasan sistem devisa kemudian diartikan juga tidak wajib lapor, meskipun di negara-negara lain kewajiban pelaporan ini masih diberlakukan.

Penerapan PP No 1 Tahun 1982 tersebut menimbulkan permasalahan. Dari sisi hukum, timbul kerancuan dalam stratifikasi hukum nasional, karena PP No. 1 Tahun 1982 menganulir pengaturan yang lebih tinggi, yaitu UU No. 32 Tahun 1964 dan Perpu No. 64 Tahun 1970. Dari sisi kebijakan ekonomi, PP No 1 Tahun 1982 tidak mengatur adanya kewajiban pelaporan atau pemantauan lalu lintas devisa. Tidak adanya pengaturan yang tegas mengenai kewajiban pelaporan lalu lintas devisa telah menyebabkan monitoring devisa, baik dalam bentuk hutang maupun lalu lintas dana luar negeri jangka pendek, tidak dapat secara efektif dilakukan. Berapa besarnya kewajiban luar negeri Indonesia, khususnya untuk swasta, tidak dapat diketahui jumlahnya dan juga penggunaannya secara jelas dan rinci. Ini yang kemudian sebagai salah satu sebab sulitnya penanganan krisis, baik dalam memperkirakan besarnya kebutuhan devisa untuk pembayaran kewajiban luar negeri maupun dalam menangani negosiasi penjadwalan kembali dan langkah-langkah penyelesaian hutang luar negeri swasta.

Namun, sejak 17 Mei 1999, kedua permasalahan tersebut diselesaikan dengan berlakunya UU No. 24 Tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar. Berkaitan dengan sistem devisa, dalam undang-undang tersebut ditegaskan dianutnya sistem devisa bebas di Indonesia. Dalam arti, bahwa setiap penduduk dapat dengan bebas memiliki dan menggunakan devisa. Namun, undang-undang tersebut juga menegaskan kewajiban bagi setiap penduduk untuk memberikan keterangan dan data mengenai kegiatan lalu lintas devisa yang dilakukannya, secara langsung atau melalui pihak lain yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Lebih lanjut lagi, diatur kewenangan Bank Indonesia untuk menetapkan ketentuan atas berbagai jenis transaksi devisa yang dilakukan oleh bank dalam rangka penerapan prinsip kehati-hatian dalam pelaksanaan kebijakan devisa di Indonesia.

Dengan berlakunya UU No. 24 Tahun 1999 tersebut, dapat dicegah dampak negatif yang timbul atas penerapan sistem devisa bebas, yang tanpa diikuti dengan kebijakan pemantauan dan penerapan prinsip kehati-hatian dalam lalu lintas devisa seperti yang terjadi di masa sebelumnya. Undang-undang ini sekaligus menggantikan UU No. 32 Tahun 1964.¹¹

Kebijakan terbaru di bidang devisa yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia adalah mengenai Kebijakan Devisa Hasil Ekspor dan Devisa Utang Luar Negeri pada September 2011. Kebijakan tersebut didasari atas perlunya ketersediaan valas yang memadai, khususnya bilamana terjadi *sudden capital reversal*. Dengan adanya kestabilan ketersediaan pasokan valas untuk memenuhi kebutuhan permintaan valas di pasar domestik diharapkan dapat mendukung upaya menjaga stabilitas makroekonomi, khususnya stabilitas nilai tukar. Terdapat dua sumber dana yang potensial untuk menambah pasokan valas di pasar domestik yaitu penarikan devisa hasil ekspor (DHE), dan penarikan devisa utang luar negeri (DULN).

Sehubungan dengan hal tersebut, BI mewajibkan agar penerimaan DHE dan penarikan DULN dilakukan melalui bank devisa. Kewajiban tersebut diatur dalam Peraturan Bank Indonesia (PBI) No.13/20/PBI/2011. Ketentuan PBI tersebut tetap berlandaskan pada sistem devisa bebas yang selama ini telah berlaku. Meskipun BI mewajibkan, baik eksportir yang menerima DHE dan debitur utang luar negeri yang menarik DULN melalui bank devisa di Indonesia, tetapi setiap penduduk dapat dengan bebas memiliki dan menggunakan devisanya. Hal ini sesuai dengan Undang-Undang Nomor 24 Tahun 1999 tentang Lalu Lintas Devisa dan Sistem Nilai Tukar.

Selain itu, BI juga mengeluarkan peraturan terkait pemantauan kegiatan lalu lintas devisa (LLD) bank. Hal itu diatur dalam peraturan mengenai Pemantauan Lalu Lintas Devisa Bank dalam PBI No.13/21/PBI/2011 tanggal 30 September 2011 dan peraturan mengenai Kewajiban Pelaporan Penarikan Devisa Utang Luar Negeri dalam PBI No.13/22/PBI/2011 tanggal 30 September 2011. Peraturan LLD bank diterbitkan untuk mendukung

¹¹ Berdasarkan ketentuan dalam UU No.24 Tahun 1999 tersebut, Bank Indonesia telah mengeluarkan ketentuan untuk monitoring lalu lintas devisa, yaitu Peraturan Bank Indonesia (PBI) No.1/9/1999 tanggal 28 Oktober 1999. Dalam PBI tersebut diatur kewajiban pelaporan bagi setiap lalu lintas devisa oleh dan melalui bank dan lembaga keuangan lainnya mulai 1 Maret 2000. Untuk transaksi di atas USD10.000 dilaporkan per transaksi, sementara untuk transaksi di bawah USD 10.000 dilaporkan secara gabungan. Dalam laporan tersebut dicantumkan tujuan transaksi devisa yang bersangkutan (eksport/impor, utang luar negeri, dan sebagainya).

PBI, DHE dan DULN, sehingga apabila bank melaporkan adanya transaksi oleh nasabahnya, bank wajib menyampaikan rincian transaksi ekspor dan dokumennya kepada Bank Indonesia.

6.3. Sejarah Sistem Nilai Tukar dan Sistem Devisa di Indonesia

Dalam sejarah perkembangan nilai tukar di Indonesia, Bank Indonesia sebagai otoritas pengatur nilai tukar telah menerapkan berbagai sistem nilai tukar sebagaimana terlihat pada Gambar 25 di bawah ini:

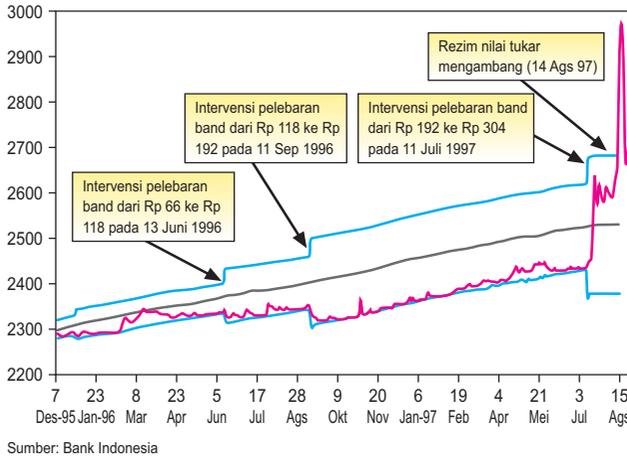
Gambar 25.
Perilaku Nilai Tukar dan Suku Bunga di Indonesia



Sumber: BI(2014)

Berikut Gambar 26 yang menunjukkan perkembangan kebijakan nilai tukar yang diterapkan Bank Indonesia dalam rangka merespon gejolak ekonomi dan keuangan global yang memiliki imbas terhadap nilai tukar rupiah. Pun, ditunjukkan gambar perubahan sistem devisa di Indonesia guna mendukung perubahan dinamika nilai tukar dan respon atas ekonomi global.

Gambar 26.
Perkembangan Nilai Tukar Menuju Sistem Mengambang Fleksibel



Sementara itu, perjalanan sistem devisa di Indonesia, sebagaimana terlihat pada Gambar 27, dimulai dari sistem devisa kontrol di tahun 1964 dan terus berevolusi ke sistem devisa hingga sekarang ini, karena menyesuaikan dengan dinamika perekonomian dan kepentingan Indonesia.

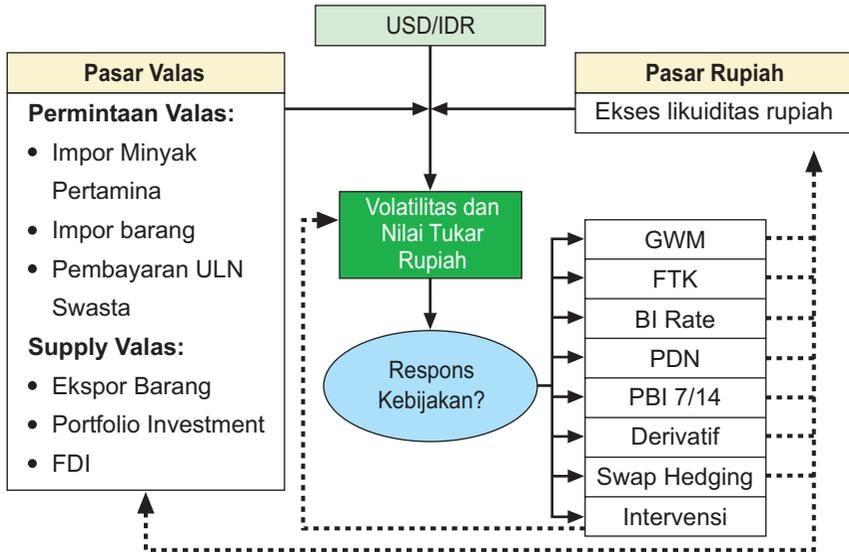
Gambar 27.
Sejarah Sistem Devisa di Indonesia



Sumber: Bank Indonesia (2014)

6.4. Kebijakan Nilai Tukar Terkini

Gambar 28.
Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia



Sumber: Bank Indonesia

Secara berkala dan hati-hati, Bank Indonesia menerapkan kebijakan moneter dan kebijakan pendukung lainnya (*policy mix*) dalam rangka merespon gejala ekonomi domestik dan global guna mendukung tercapainya stabilitas nilai tukar dalam upaya mencapai target inflasi yang diinginkan. Dalam Gambar 28, Bank Indonesia menggabungkan penerapan berbagai kebijakan moneter dan makroprudensial, baik di pasar valas maupun pasar rupiah, untuk kestabilan moneter dan sistem keuangan domestik. Berbagai instrumen kebijakan tersebut diimplementasikan secara terukur dan pada waktu yang tepat. Tujuan dari kebijakan tersebut selama ini cukup baik mendorong kestabilan khususnya di pasar valas yaitu cukup stabilnya nilai tukar, dan juga mendukung kestabilan di pasar uang dengan terjaganya likuiditas perbankan dan kestabilan suku bunga di pasar.

Sementara itu, dalam jangka pendek berbagai instrumen kebijakan yang mendukung nilai tukar, khususnya intervensi valas, menjadi andalan Bank Indonesia dalam menjaga kestabilan nilai tukar jangka pendek. Selain itu, koridor suku bunga kebijakan berupa *standing facilities* diharapkan juga bisa diandalkan mendukung kestabilan nilai tukar, selain juga menjaga kestabilan likuiditas sistem keuangan di pasar domestik. Adapun ringkasan kebijakan tersebut dapat dilihat pada Tabel 4. Kebijakan makroprudensial seperti LTV, GWM, dan pengawasan SIPS yang tujuan utamanya menjaga kestabilan sistem keuangan secara keseluruhan juga secara tidak langsung (mencegah krisis) juga diharapkan bisa mendukung kestabilan nilai tukar dalam jangka menengah-panjang.

Tabel 4.
Respon Kebijakan Moneter Policy Mix

No	Respons Kebijakan	Tujuan
1	Kebijakan Moneter	
	- Menaikkan suku bunga kebijakan 175 bps	Respon kenaikan ekspektasi inflasi dan mendorong aliran masuk modal asing dan stabilitas nilai tukar
	- Memperkuat Operasi Moneter	Mendorong pendalaman pasar dan sekaligus meningkatkan fleksibilitas perbankan dalam manajemen likuiditas
	a. penerbitan Sertifikat Deposit Bank Indonesia (SDBI)	
b. Perluasan eligible collateral OPT		
	c. Memperpendek month-holding-periods dr 6 bulan menjadi bulan	
2	Stabilisasi Nilai Tukar Rupiah	
	- Term Deposit Valas	Untuk memperkuat cadangan devisa
	- Penyempurnaan peraturan terkait Pasar valas, antara lain terkait dengan derivatif dan ketentuan terkait PKLN.	Untuk pendalaman pasar valas domestik lebih lanjut dan meningkatkan pasokan valas secara lebih efektif
	- FX Swap	Sebagai instrumen hedging terhadap pergerakan nilai tukar dan pengendalian demand valas
	- Bilateral Swap Arrangement	Untuk memperkuat cadangan devisa dan upaya pencegahan krisis
- Peraturan hedging pada Bank		
3	Kebijakan Makroprudensial	
	- Kebijakan LTV pada kredit properti	Untuk mengendalikan pertumbuhan kredit di sektor properti
	- Supervisory action	Untuk mengendalikan pertumbuhan kredit yang dinilai masih relatif tinggi pada sejumlah bank dan sektor tertentu, termasuk yang memiliki kandungan impor tinggi
	- GWM Sekunder dan GWM LDR	Untuk mencegah pertumbuhan kredit yang berlebihan tanpa dukungan likuiditas yang memadai

Sumber: Bank Indonesia

DAFTAR PUSTAKA

- Atif, Syed Muhammad, Sauybekova, M., and Macdonald, James. 2012. The Determinants of Australian Exchange Rate - A Time Series Analysis. *Munich Personal Repec Archive (MPRA) Paper No. 42309*.
https://mpra.ub.uni-muenchen.de/42309/1/MPRA_paper_42309.pdf
- Aziz, N.A. 2013. Foreign Exchange Intervention in Malaysia. Bank for International Settlements (BIS) Paper No. 73. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73p.pdf>
- Banco de Mexico. 2009. Exchange Rate Regimes in Mexico since 1954. *Banco de Mexico Publicaciones*.
<http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/basico/%7BA363683E-9B8D-C3A9-610C-E2153395E4B8%7D.pdf>
- Carbaugh, RJ. 1992. International Economics. 4th edition. Wadsworth Publishing Company.
- Cappiello, L. and Ferrucci, G. 2008. The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalisation. *European Central Bank Occasional Paper Series No. 82*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecbocp82.pdf?74a63da94d971820faf0131e81d8e62e>
- Hassan, S. 2015. Speculative Flows, Exchange Rate Volatility and Monetary Policy: The South African Experience. *South African Reserve Bank Working Paper Series WP/15/02*.
<https://www.resbank.co.za/Lists/News%20and%20Publications/Attachments/6610/WP1502.pdf>
- Hutchison, M.M., and Pasricha, G. 2015. Exchange Rate Trends and Management in India.
<http://people.ucsc.edu/~hutch/Hutchison-Pasricha%20Exchange%20Rates%20and%20Exchange%20Rate%20Management%20in%20India%20May%2031%202015.pdf>

- Krugman, PR and Obstfeld, M. 2009. *International Economics: Theory & Policy*. 8th edition. Pearson International Edition.
- http://ijbssnet.com/journals/Vol_3_No_6_Special_Issue_March_2012/23.pdf
- Oduncu, A., Akcelik, Y., and Ermisoglu, E. 2013. Reserve Options Mechanism: A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates. *Central Bank Review* Vol. 13, pp. 45-60.
- Oriavwote, V.E. and Oyovwi, D.O. The Determinants of Real Exchange Rate in Nigeria. *International Journal of Economics and Finance* 4 (8), pp. 150-160.
- Prakash, A. 2012. Major Episodes of Volatility in the Indian Foreign Exchange Market in the Last Two Decades (1993-2013): Central Bank's Response. *Reserve Bank of India Occasional Papers* 33 (1 & 2).
- <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Content/PDFs/8MEVIF270614.pdf>
- Saeed, A., Awan, R.U., Sial, M.H., Sher, F. 2012. An Econometric Analysis of Determinants of Exchange Rate in Pakistan. *International Journal of Business and Social Science* 3 (6), pp. 184-196.
- Sarno, L., and Taylor, M. 2002. *The Economics of Exchange Rate*. Cambridge University Press, New York.
- Simorangkir, I., dan Suseno. 2004. Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar. *Seri Kebanksentralan No.12*. Bank Indonesia.
- Pugel, TA. 2007. *International Economics*. 13th edition. McGraw-Hill Irwin.
- Mundell, R. 1968. *International Economics*. Pearson International Edition.
- Syarifuddin, F., Achسانی, N.A., Hakim, D.B., Bakhtiar, T. 2014. Monetary Policy Response on Exchange Rate Volatility in Indonesia. *Journal of Contemporary Economic and Business Issues* 1 (2), pp. 35 - 54.
- http://www.eccf.ukim.edu.mk/ArticleContents/JCEBI/JCEBI_2/spisanie%20Ferry%20Syarifuddin.pdf
- http://www.eccf.ukim.edu.mk/ArticleContents/JCEBI/JCEBI_2/spisanie%20Ferry%20Syarifuddin.pdf