

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang

Sejak diberlakukannya sistem nilai tukar mengambang bebas pada pertengahan 1997, nilai tukar rupiah sering mengalami fluktuasi yang sangat besar. Fluktuasi nilai tukar rupiah bahkan jauh lebih besar apabila dibandingkan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang negara-negara lain termasuk mata uang utama dunia seperti euro dan yen Jepang yang diperdagangkan secara aktif dan spekulatif dalam skala global. Tidak dapat dipungkiri bahwa sentimen negatif terhadap meningkatnya berbagai ketidakpastian di dalam negeri merupakan pemicu awal terjadinya fluktuasi nilai tukar rupiah. Namun, fluktuasi tersebut ditengarai tidak akan terjadi secara berlebihan apabila rupiah diperdagangkan dalam pasar valuta asing yang likuid dan efisien.

Suatu pasar keuangan dapat dikatakan likuid dan efisien apabila setiap saat selalu tersedia harga beli dan harga jual (*bid-offer spread*) dengan selisih atau spread yang relatif sangat kecil yang pada dasarnya mencerminkan ongkos bertransaksi yang efisien dan volume transaksi yang sangat besar dapat segera dieksekusi dengan dampak minimal terhadap fluktuasi harga. Dalam kondisi pasar yang likuid, sensitivitas nilai tukar terhadap perubahan volume transaksi valuta asing dalam jumlah yang relatif kecil tidak akan menimbulkan perubahan nilai tukar secara berlebihan (Upper, 2000 dalam Faisal, 2001 : 42).

Ongkos transaksi valuta asing secara implisit tercermin dari *bid-ask spread*.

Semakin besar spread tersebut, maka ongkos untuk bertransaksi di pasar akan semakin mahal. Di pihak lain, prinsip bisnis bagi pelaku pasar khususnya spekulator berlaku, bahwa apabila ongkos yang timbul akibat melebarnya spread meningkat, maka pelaku pasar memerlukan terjadinya perubahan nilai tukar yang besar atau terjadinya *large swing* untuk dapat memperoleh *exchange rate gain*, sehingga dengan demikian dapat diraih laba (Bagan 1).



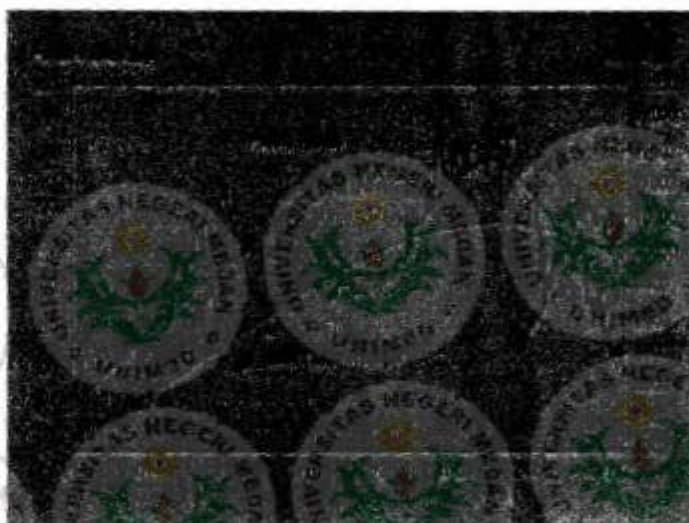
**Bagan 1 : Keterkaitan antara Likuiditas Pasar, Volume Transaksi, dan Voladitas**

Pembicaraan mengenai penentuan kurs valuta asing sekarang ini semakin banyak diperdebatkan. Jika dilihat dari sudut pandang pendekatan moneter, para ekonom pada umumnya melihat kurs valuta asing dipengaruhi oleh variabel fundamental ekonomi, antara lain jumlah uang beredar, tingkat output riil dan tingkat



suku bunga (Mac Donald dan Taylor, 1992 : 4). Sementara itu Tucker (1991 : 10) menambahkan variabel inflasi dalam model tersebut. Selain itu ada pula ekonom yang mempertimbangkan asa pasar (*market sentiment*) sebagai faktor yang menentukan tinggi rendahnya kurs valuta asing. Pendekatan moneter merupakan pengembangan konsep paritas daya beli dan teori kuantitas uang. Pendekatan ini menekankan bahwa ketidakseimbangan kurs valuta asing terjadi karena ketidakseimbangan di sektor moneter yaitu terjadinya perbedaan antara permintaan uang dengan penawaran uang (jumlah uang beredar) (Mussa, 1976 : 47).

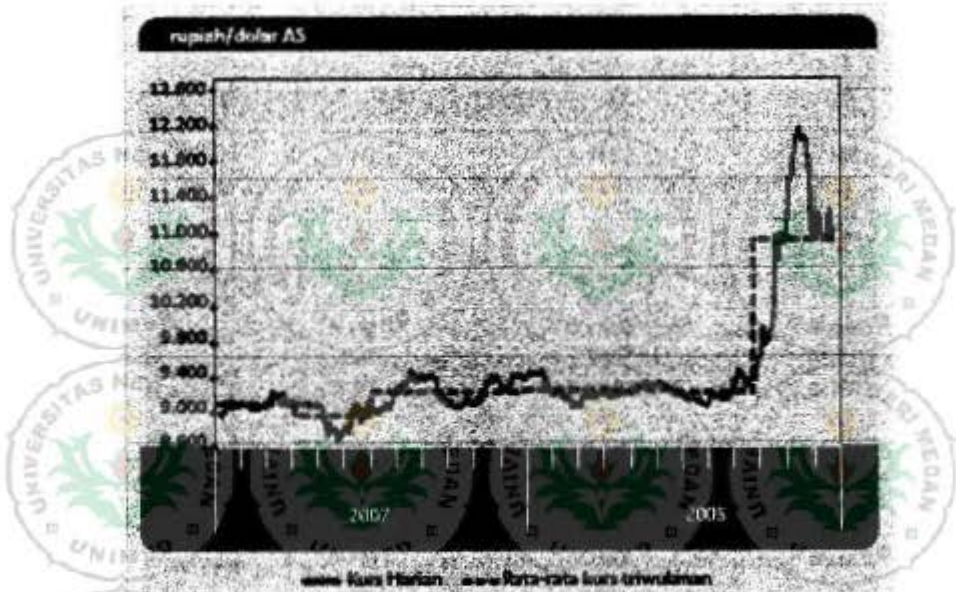
Perkembangan nilai tukar rupiah tidak terlepas dari berbagai ketidakpastian (risiko), baik ketidakpastian di bidang sosial politik, maupun ketidakpastian di bidang ekonomi dan keuangan. Sejak krisis ekonomi berlangsung, fluktuasi nilai tukar rupiah secara persisten telah diwarnai oleh ketidakpastian situasi sosial politik, yang pada gilirannya menjadi sumber utama terjadinya lingkaran permasalahan ekonomi (*vicious circle*) selama ini. Keterkaitan yang sangat erat antara ketidakpastian situasi sosial politik dan fluktuasi nilai tukar rupiah tersebut tercermin dari pergerakan searah (*comovement*) antara premi risiko dan nilai tukar rupiah dalam beberapa tahun terakhir (Grafik 1).



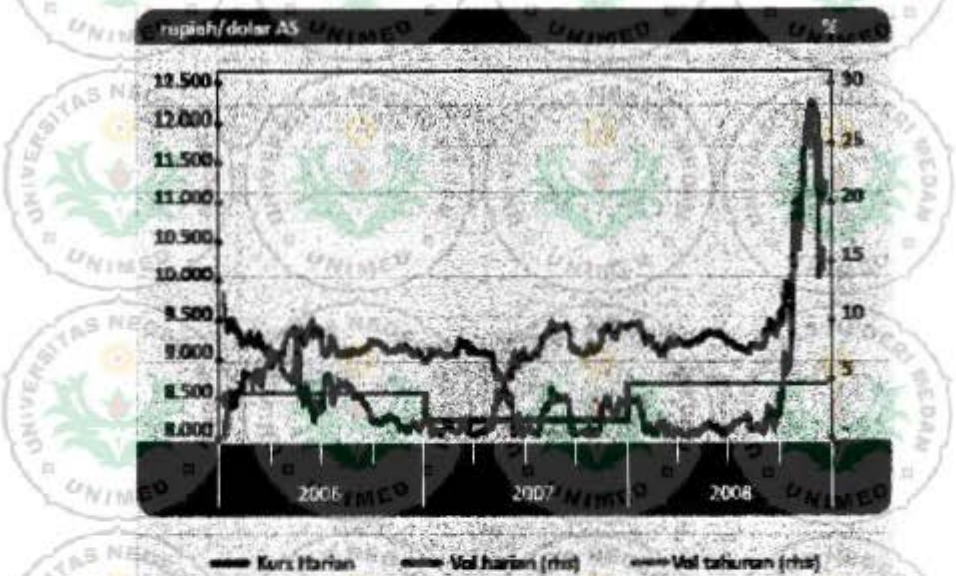
**Grafik I.1 : Arah Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap Premi Resiko**

Pada tahun 2008, nilai tukar rupiah dapat bergerak stabil sampai dengan pertengahan September 2008. Hal tersebut ditopang oleh kinerja transaksi berjalan dan kebijakan makroekonomi yang cukup prudent. Namun, intensifikasi krisis keuangan global yang memicu *risk aversion* dan anjloknya harga komoditas menekan rupiah, sehingga nilai tukar rupiah terdepresiasi disertai dengan peningkatan volatilitas pada triwulan IV-2008. Anjloknya harga komoditas berdampak buruk terhadap kinerja ekspor dan menurunkan pasokan valas yang bersumber dari devisa hasil ekspor. Di lain pihak, impor yang meningkat akibat kuatnya permintaan domestik membutuhkan valas yang semakin besar. Tekanan permintaan valas semakin bertambah seiring dengan adanya aliran dana portofolio asing ke luar akibat adanya sentimen negatif sebagai imbas krisis finansial global yang memburuk. Turunnya pasokan valas yang disertai tingginya permintaan valas menyebabkan tingginya tekanan depresiasi nilai tukar (Grafik I.2).



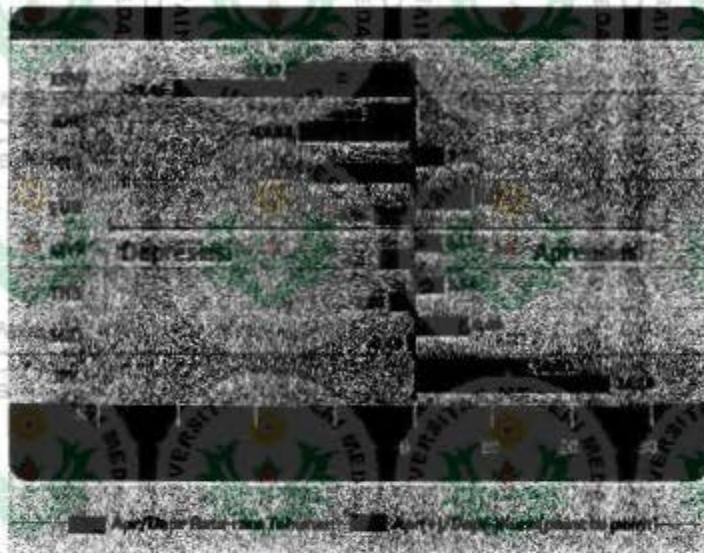


Grafik I.2 : Rata-Rata Nilai Tukar Rupiah



Grafik I.3 : Voladitas Nilai Tukar Rupiah

Nilai tukar selama tahun 2008 menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan tahun sebelumnya dan cenderung terdepresiasi (Grafik 3). Secara rata rata nilai tukar rupiah melemah 5,4% dari Rp9.140 per dolar AS pada tahun 2007 menjadi Rp9.666 per dolar AS pada tahun 2008. Di akhir tahun 2008, rupiah berada di level Rp10.900 per dolar AS atau melemah 13.8% (point to point) dari akhir tahun sebelumnya Rp9.393 per dolar AS. Sementara itu, volatilitas nilai tukar rupiah juga meningkat cukup tajam dari 1,44% pada tahun 2007 menjadi 4,67% pada tahun 2008. Pelemahan nilai tukar rupiah searah dengan perkembangan mata uang regional (Grafik I.4).



**Grafik I.4 : Apresiasi (+) / Depresiasi (-) Rata-rata 2008 dibandingkan dengan 2007**



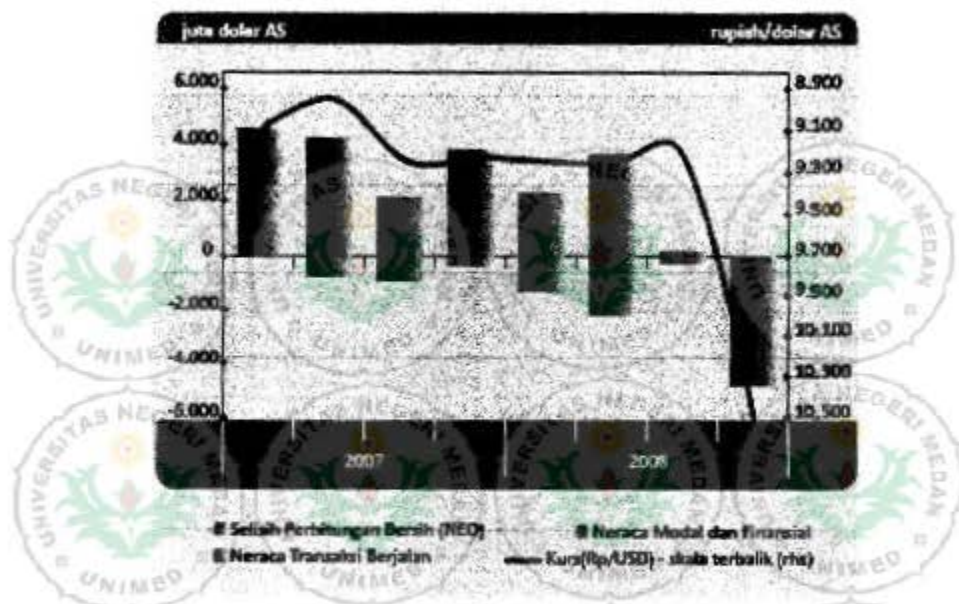
Perkembangan nilai tukar rupiah yang relatif stabil sampai dengan akhir triwulan III-2008 ditopang oleh surplus neraca transaksi berjalan, imbal hasil yang menarik dan sentimen pasar yang terjaga positif. Meskipun demikian, nilai tukar rupiah sempat terdepresiasi pada triwulan I-2008 hingga mencapai rata-rata Rp9.258 per dolar AS. Hal itu dipengaruhi sentimen negatif pasar global yang terimbas memburuknya krisis subprime sejak akhir tahun 2007. Kondisi ini diperparah dengan naiknya harga minyak sehingga memicu investor untuk mengalihkan aset ke investasi yang dipandang lebih tidak berisiko. Namun demikian, kebijakan pemerintah untuk mengamankan implementasi APBN 2008 berhasil meredam timbulnya tekanan yang lebih kuat bahkan mendorong kembali masuknya aliran portofolio asing. Seiring dengan itu nilai tukar rupiah cenderung stabil pada triwulan II-2008. Sejak akhir triwulan III-2008, krisis pasar keuangan global semakin dalam dipicu terjadinya default lembaga keuangan besar di AS. Kecemasan investor terhadap kondisi keuangan dan prospek ekonomi dunia pada gilirannya memicu meluasnya pelepasan aset di pasar keuangan global. Persepsi risiko pun melonjak naik sehingga memicu investor asing untuk mengalihkan dananya dari emerging market. Sementara itu, neraca transaksi berjalan juga mengalami tekanan akibat jatuhnya harga komoditas dan merosotnya pertumbuhan ekonomi di negara mitra dagang. Perkembangan tersebut menyebabkan rupiah tertekan hingga mencapai level tertinggi Rp12.150 per dolar AS pada November 2008.

Tekanan terhadap nilai tukar rupiah meningkat mulai akhir triwulan III-2008 seiring dengan defisit neraca pembayaran baik pada transaksi berjalan maupun neraca transaksi finansial dan modal (Grafik 5). Memasuki triwulan III-2008, perlambatan

ekonomi global dan penurunan harga komoditas berdampak pada turunnya pertumbuhan ekspor yang cukup signifikan. Kondisi default sejumlah lembaga keuangan di AS turut berkontribusi pada tumbuhnya sentimen negatif di pasar keuangan. Dengan pertumbuhan impor yang masih tinggi, tekanan terhadap NPI juga bersumber dari neraca TMF terutama terkait dengan pembalikan arus modal portofolio asing. Berlanjutnya perlambatan ekspor pada triwulan IV-2008 dan besarnya arus keluar dana asing menyebabkan tekanan depresiasi yang kuat pada triwulan IV-2008. Terkait dengan itu, Bank Indonesia dan Pemerintah mengeluarkan beberapa kebijakan untuk meredam tingginya tekanan depresiasi dan volatilitas nilai tukar rupiah yang berlebihan sekaligus meredam potensi terjadinya ketidakstabilan ekonomi makro.

Perkembangan nilai tukar sepanjang tahun 2008 juga dipengaruhi oleh faktor risiko investasi di Indonesia. Persepsi risiko investasi di negara berkembang juga ikut terimbas buruk seiring dengan semakin dalamnya krisis keuangan global dan perlambatan pertumbuhan ekonomi negara maju. Memburuknya kondisi neraca pembayaran bahkan memaksa beberapa negara di kawasan Eropa Timur serta di Asia mengajukan bantuan dana kepada IMF. Hal itu semakin memperburuk persepsi risiko berinvestasi di negara berkembang dan mendorong investor untuk menjual aset yang dimilikinya baik dalam kondisi rugi (*cut loss*) ataupun untung (*profit taking*) dan memilih untuk menempatkan investasi di aset yang lebih aman (*flight to quality*). Perkembangan ini mempengaruhi persepsi investor terhadap risiko investasi di Indonesia. Seiring dengan meningkatnya defisit NPI, persepsi investor terhadap risiko investasi di Indonesia cenderung memburuk.





**Grafik I.5 : Perkembangan NPI dan Kurs**

Selain ketidakpastian situasi sosial politik, fluktuasi nilai tukar rupiah dipengaruhi oleh masih rendahnya kepercayaan publik terhadap kondisi fundamental ekonomi baik dalam skala makro maupun mikro. Rendahnya kepercayaan publik tersebut terutama sebagai akibat dari penanganan beberapa program restrukturisasi ekonomi yang masih menghadapi sejumlah kendala. Hal ini selain karena kompleksitas permasalahan ekonomi yang semakin berat, juga karena lemahnya dukungan sistem kelembagaan, jaminan kepastian hukum, serta keamanan berusaha.

Kepercayaan publik sangat dipengaruhi oleh persepsi terhadap beban keuangan pemerintah yang semakin berat, restrukturisasi utang swasta dan korporasi serta proses privatisasi dan divestasi yang dinilai lamban, proses intermediasi perbankan yang belum sepenuhnya berjalan normal, serta pelaksanaan otonomi

daerah yang memperlihatkan sejumlah permasalahan. Di pihak lain, tingginya kepekaan beberapa permasalahan ekonomi tersebut terhadap gejolak nilai tukar dan suku bunga mengakibatkan lingkaran permasalahan ekonomi masih terus berlangsung, yang pada gilirannya semakin menurunkan kepercayaan publik.

Beban pengeluaran pemerintah terutama pembiayaan subsidi dan bunga obligasi yang sangat besar di dalam negeri dipandang masih sangat berat dan sangat rentan terhadap fluktuasi suku bunga dan nilai tukar. Sementara itu, beban pengeluaran untuk pembayaran utang luar negeri pemerintah sangat tergantung pada keberhasilan negosiasi dengan lembaga donor. Keberhasilan dalam negosiasi utang luar negeri dengan lembaga donor tersebut sangat berpengaruh besar terhadap ekspektasi pasar dan seringkali digunakan sebagai referensi sejumlah lembaga pemeringkat utang internasional dalam menentukan peringkat utang negara (*sovereign credit rating*). Menurunnya kepercayaan publik terhadap kesinambungan fiskal juga sangat dipengaruhi oleh lambannya realisasi privatisasi sejumlah badan usaha milik negara (BUMN) dan proses divestasi aset-aset yang berada di bawah pengelolaan BPPN, yang sedianya diharapkan dapat menjadi salah satu penopang penting bagi penerimaan keuangan pemerintah.

Di samping faktor-faktor sebagaimana dikemukakan di atas, kondisi fundamental ekonomi yang masih lemah pada dasarnya merupakan faktor utama yang mempengaruhi nilai tukar melalui terjadinya ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran di pasar valuta asing. Permintaan valuta asing ditengarai masih tetap tinggi terutama untuk kebutuhan riil (*genuine demand*) perekonomian seperti pembiayaan impor dan pelunasan utang luar negeri. Selain itu, kegiatan spekulasi dan



penyelamatan aset (*flight to safety*) yang sangat dipengaruhi oleh ketidakpastian sosial politik masih tetap menjadi salah satu sumber permintaan valuta asing di pasar. Di pihak lain, pasokan valuta asing ditengarai masih tetap terbatas sehubungan dengan masih terhambatnya aliran masuk devisa swasta akibat situasi di dalam negeri yang belum kondusif dan kondisi eksternal yang tidak menguntungkan.

Dari sisi mikro, menurunnya kepercayaan pasar terhadap rupiah seringkali terefleksikan dalam fluktuasi nilai tukar yang sangat tajam. Hal ini disebabkan oleh kondisi pasar valuta asing di dalam negeri yang tidak likuid dan kurang dalam, terutama sebagai akibat dari berbagai kelemahan mendasar yang melekat pada struktur mikro pasar keuangan di dalam negeri. Struktur mikro pasar, baik pasar valuta asing maupun pasar uang di dalam negeri masih ditandai oleh adanya segmentasi yang terjadi akibat adanya perbedaan risiko keuangan.

Dalam kondisi pasar yang tersegmentasi, beberapa bank yang menguasai pangsa pasar mengalami kelebihan likuiditas valuta asing karena terbatasnya outlet penanaman di dalam negeri yang dipandang cukup aman, baik dalam bentuk penyaluran kredit ke dunia usaha maupun pada PUAB valuta asing di dalam negeri. Hal ini terutama disebabkan oleh belum membaiknya prospek berusaha di dalam negeri dan terbatasnya *credit line* yang dimiliki bank-bank lokal. Keterbatasan *credit line* tersebut disebabkan oleh masih rendahnya kepercayaan terhadap bank-bank lokal yang sebagian besar masih dipandang memiliki struktur neraca yang belum kuat dan sangat rentan terhadap risiko sistemik, meskipun telah didukung oleh program penjaminan pemerintah.

Sebagai akibat dari masih tingginya risiko penempatan dana di dalam negeri tersebut, terdapat kecenderungan peningkatan penempatan portofolio valuta asing bank di pasar uang luar negeri (*offshore money market*) dalam bentuk instrumen keuangan jangka pendek, khususnya dilakukan oleh sejumlah bank besar yang memiliki akses ke pasar *offshore*. Sumber pembiayaan portofolio valuta asing bank-bank tersebut antara lain berasal dari dana rupiah yang dihimpun di dalam negeri, sehingga dapat menimbulkan tekanan terhadap nilai tukar pada saat terjadinya konversi dari rupiah ke valuta asing. Selain itu, konversi dari rupiah ke valuta asing juga terjadi melalui transaksi swap dengan memanfaatkan perbedaan antara tingkat *implied swap premium* dan tingkat suku bunga rupiah.

Lemahnya struktur mikro pasar valuta asing di dalam negeri juga ditandai dengan kurang berkembangnya pasar lindung nilai sebagai instrumen yang sangat bermanfaat dalam menghindari risiko fluktuasi nilai tukar. Instrumen lindung nilai seperti transaksi swap dan forward hanya tersedia dalam tenor waktu yang relatif sangat pendek. Sementara itu, pasokan fasilitas lindung nilai untuk transaksi dengan tenor jangka menengah-panjang, yang sesungguhnya sangat diperlukan dalam mendukung kepastian transaksi di sektor riil belum tersedia dalam jumlah yang memadai. Sebagai akibatnya, kebutuhan valuta asing di masa depan pada umumnya direalisasikan melalui pembelian lebih dini di pasar spot.

Meningkatnya permintaan valuta asing melalui pasar spot semakin menimbulkan tekanan depresiasi yang berlebihan terhadap rupiah, terutama pada saat aksi pembelian valuta asing yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan besar (*big players*) sering menimbulkan dampak berantai (*bandwagon effect*) di pasar.



Masuknya perusahaan-perusahaan besar tersebut secara rutin ke pasar sering memicu pembelian valuta asing lebih dini oleh sejumlah bank dan sering diikuti oleh pelaku pasar lainnya (*herd behavior*) termasuk pelaku pasar yang sesungguhnya membutuhkan valuta asing di masa depan. Tekanan depresiasi semakin mudah timbul terutama dalam kondisi terjadinya kelebihan likuiditas rupiah di pasar keuangan sebagai akibat dari proses intermediasi perbankan yang belum sepenuhnya pulih. Dalam kondisi seperti itu, likuiditas rupiah lebih banyak berputar di sektor keuangan dan ditengara lebih dioptimalkan hanya untuk meraih keuntungan jangka pendek di pasar valuta asing dan pasar uang daripada disalurkan ke sektor produktif.

Sehubungan dengan itulah penulis tertarik untuk mengadakan penelitian khususnya beberapa variabel ekonomi yang dianggap berkaitan dengan masalah nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika. Pemilihan mata uang USD, karena sebagaimana diketahui bahwa kiblat perekonomian dunia yang sekarang lebih mengarah ke barat yang telah menimbulkan ketergantungan dunia ketiga (negara sedang berkembang) kepada negara-negara *hard currency*, seperti Amerika Serikat, disamping lebih kurang 80 % kegiatan transaksi valas di perbankan menggunakan USD dan selebihnya menggunakan valas lainnya seperti Euro, Yen, GBP, dan lain-lain (Laporan tahunan tahun 2002 BI).

Beberapa variabel ekonomi yang dijadikan patokan antara lain: suku bunga, tingkat inflasi, permintaan dan penawaran valas, posisi valas di perbankan nasional dan posisi valas di otoritas moneter.

Untuk hal tersebut itulah penulis mencoba menelaahnya melalui tesis ini dengan judul: "Analisis Nilai Tukar Rupiah di Indonesia".

## B. Perumusan Masalah

Dari latar belakang permasalahan yang dikemukakan di atas, di bawah ini dikemukakan rumusan masalah yaitu : Apakah suku bunga, inflasi dan cadangan devisa memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai tukar rupiah?

## C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh suku bunga, inflasi dan cadangan devisa terhadap nilai tukar rupiah.

## D. Kegunaan Penelitian

### 1. Kegunaan Empirik

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan untuk penelitian lebih lanjut serta pengembangan secara baik dan bervariasi ataupun hanya sekedar sumbangan pengetahuan.

### 2. Kegunaan Operasional

Hasil penelitian ini diharapkan bisa memberikan manfaat bagi pemerintah, investor, para pelaku kegiatan ekspor dan impor, serta bagi masyarakat, khususnya bagi individu atau akademisi yang tertarik pada masalah keuangan yang secara khusus kepada persoalan nilai tukar mata uang.