

**OPTIMALISASI *HEDGING* DALAM MEMINIMALKAN RISIKO
VALUTA ASING
(Studi Kasus Proyek X di Industri EPC)**

TESIS

MARISA TEDJO

0606161621



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
APRIL 2009**

**PERPUSTAKAAN PUSAT
UNIVERSITAS INDONESIA**

**OPTIMALISASI *HEDGING* DALAM MEMINIMALKAN RISIKO
VALUTA ASING
(Studi Kasus Proyek X di Industri EPC)**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen

MARISA TEDJO

0606161621



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
APRIL 2009**

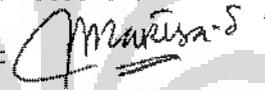
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar

Nama : Marisa Tedjo

NPM : 0606161621

Tanda Tangan :



Tanggal : 7 April 2009

HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :
Nama : **Marisa Tedjo**
NPM : 0606161621
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**
Judul Karya Akhir : **Optimalisasi Hedging Dalam Meminimalkan Risiko Valuta Asing (Studi Kasus Proyek X Di Industri EPC).**

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Edward Tanudjaya, MSc

()

Penguji : Dr. Sylvia Veronica NPS.

()

Penguji : Dr. Muhammad Muslich

()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 07 April 2009

KATA PENGANTAR

Puji Syukur kepada Tuhan Yesus karena penulis dapat menyelesaikan penulisan karya akhir ini dalam rangka memenuhi persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.

Adapun obyek pembahasan yang penulis teliti pada karya akhir ini adalah studi kasus mengenai alternatif yang dapat diambil untuk meminimalisasi eksposur transaksi pada salah satu proyek dalam industri *Engineering Procurement and Construction (EPC)*.

Pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah memberikan bimbingan, dukungan, dan bantuan dalam bentuk apapun kepada penulis selama penyusunan karya akhir ini:

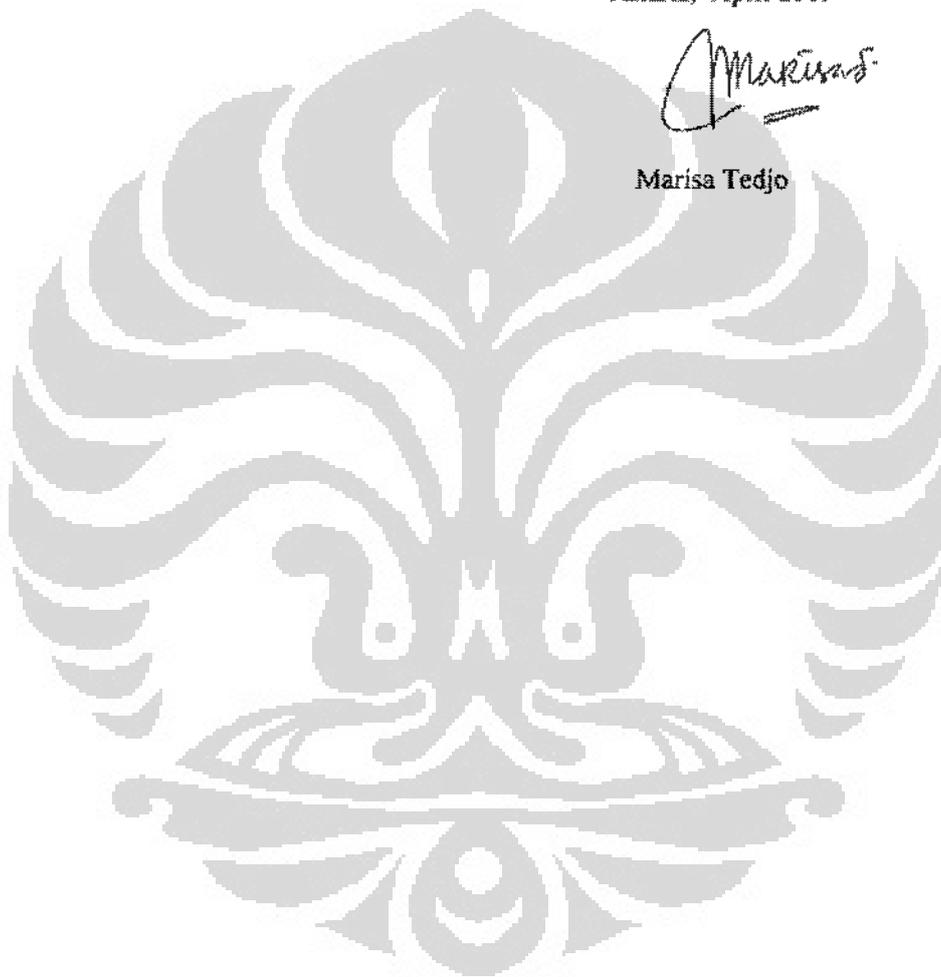
1. Rhenald Kasali, Ph.D selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Edward Tanujaya SE Ak, MSc selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dan pengarahan selama penyusunan karya akhir ini.
3. Para narasumber yang telah membantu penulis selama penelitian karya akhir ini.
4. Kedua orang tua tercinta dan kakak terkasih atas doa dan dukungannya dari awal kuliah hingga proses penyusunan karya akhir ini.
5. Teman-teman MMUI baik di kelas F064, G064, dan KS064 yang telah membantu dan memberikan sumbangan pikiran dalam penyusunan karya akhir.
6. Segenap team dosen, staff perpustakaan dan staff administrasi MMUI.
7. Seluruh pihak yang telah memberikan kontribusi selama penyusunan karya akhir ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu.

Karya akhir ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu penulis dengan tulus mengharapkan kritik dan saran yang membangun dari para pembaca. Akhir kata, Penulis berharap karya akhir ini dapat memberikan sumbangan pemikiran yang bermanfaat bagi pihak terkait dan para pembaca.

Jakarta, April 2009



Marisa Tedjo



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Marisa Tedjo
NPM : 0606161621
Program Studi : Magister Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**OPTIMALISASI *HEDGING* DALAM MEMINIMALKAN RISIKO
VALUTA ASING (STUDI KASUS PROYEK X DI INDUSTRI EPC)**

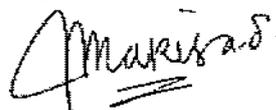
berserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikianlah pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 7 April 2009

Yang menyatakan



(Marisa Tedjo)

ABSTRAK

Nama : Marisa Tedjo
Program Studi : Magister Management
Judul : Optimalisasi *Hedging* dalam Meminimalkan Risiko Valuta Asing (Studi Kasus pada Proyek X dalam Industri EPC)

Adalah umum bagi proyek-proyek di industri rancang bangun pabrik (EPC) bekerja secara global untuk mengatasi masalah teknologi, mendapatkan sumber daya manusia ataupun material dengan harga kompetitif. Oleh sebab itu, risiko valuta asing menjadi salah satu risiko yang tidak bisa dihindarkan apabila terdapat transaksi sedikitnya dengan dua jenis mata uang berbeda. Tesis ini merupakan studi kasus pada Proyek X dalam industri EPC yang mengalami eksposur transaksi. Tujuan tesis ini adalah menganalisis secara fundamental dan teknikal kecenderungan nilai tukar valuta asing yang digunakan proyek X dalam transaksinya, menganalisa kelebihan dan kekurangan alternatif *hedging*, *money market*, serta *no hedging* yang dapat digunakan proyek X untuk meminimalkan potensi kerugian akibat pergerakan valuta asing. Analisis sensitivitas pada skenario kurs Rupiah terhadap dolar AS digunakan untuk mengkalkulasi alternatif yang paling optimal bagi proyek X untuk meminimalkan risiko transaksi valuta asingnya. Secara perhitungan, 100% forward adalah alternatif dengan potensi kerugian terkecil. Namun untuk memilih alternatif optimal, tetap ada beberapa hal yang harus dipertimbangkan oleh manajemen proyek X, yaitu perilaku manajemen menghadapi risiko, toleransi penurunan profit, dan kesiapan manajemen proyek X terhadap *opportunity loss*.

Kata kunci:

Hedging, analisis fundamental, analisis teknikal, analisis sensitivitas, eksposur transaksi, risiko valuta asing.

ABSTRACT

Name : Marisa Tedjo
Study Program : Magister Management
Title : Hedging Optimalization in Minimizing Foreign Exchange Risk (Case Study Project X in EPC industry)

Engineering, Procurement and Construction (EPC) is an industry whose project works globally in order to solve demand in technology, human resource, as well as material in competitive price. Therefore, foreign exchange risk cannot be avoided if a transaction involves at least two different currencies. Subject of this thesis is exposure transaction of Project X in EPC industry. The objectives are to predict trend of foreign exchange used by Project X by using fundamental and technical analysis, as well as to analyze advantages and disadvantages of alternatives that can be used by Project X to minimize profit decreasing caused by volatility in foreign exchange (i.e. hedging, money market and no hedging). Sensitivity analysis is used to calculate the most favorable alternative for Project X to minimize their foreign exchange risk. Calculation result shows that 100% forward would be the best alternatif for having the lowest loss. However, management behavior, allowance for profit decrease, and probability for *opportunity loss* should be considered in choosing the optimal alternatif.

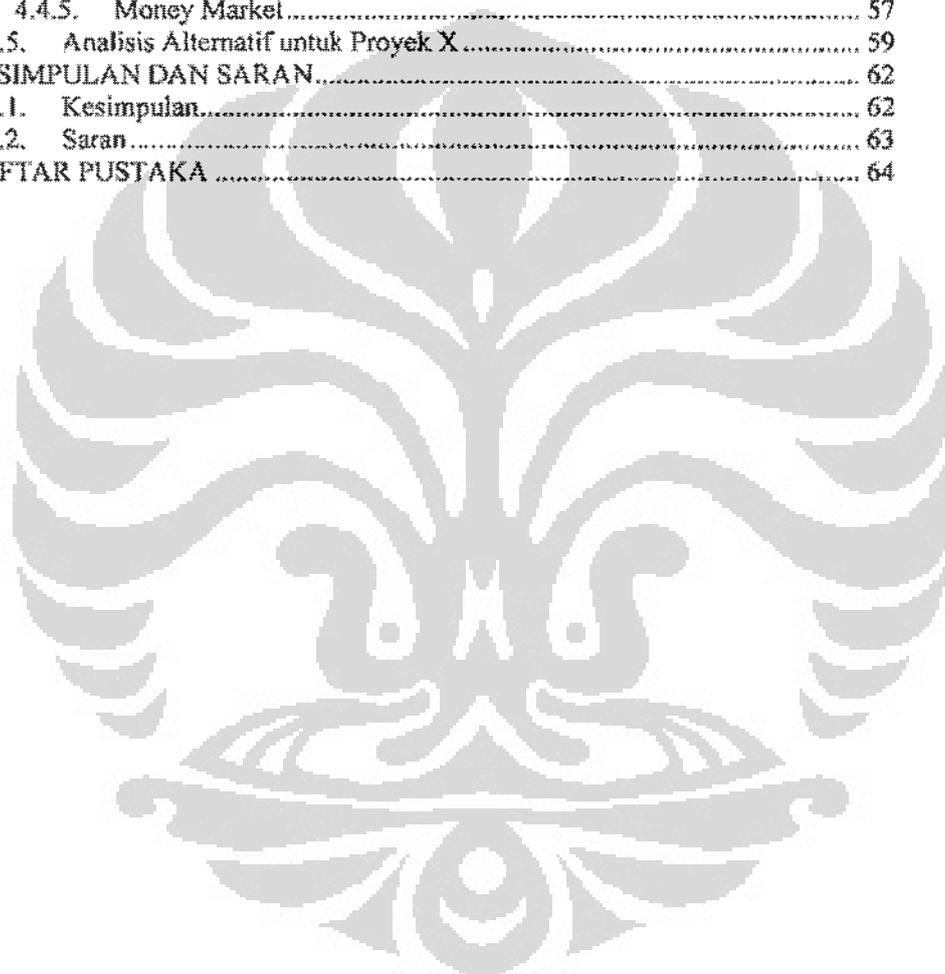
Keywords:

Hedging, fundamental analysis, technical analysis, sensitivity analysis, transaction exposure, foreign exchange risk.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xii
PENDAHULUAN.....	1
1. 1. Latar Belakang Masalah.....	1
1. 2. Perumusan Masalah.....	2
1. 3. Tujuan Penelitian.....	2
1. 4. Ruang Lingkup Penelitian.....	3
1. 5. Metode Penelitian.....	3
1. 6. Sistematika Penulisan.....	3
TELAHAH KEPUSTAKAAN.....	5
2.1. Eksposur Risiko Valuta Asing pada Perusahaan.....	5
2.1.1. Eksposur Transaksi (<i>transaction exposure</i>).....	5
2.1.2. Eksposur Ekonomi (<i>operating exposure</i>).....	7
2.1.3. Eksposur Akuntansi (<i>translation exposure</i>).....	7
2.1.4. Eksposur Pajak (<i>tax exposure</i>).....	7
2.2. Sistem Nilai Tukar Mata Uang.....	8
2.3. Metode Prediksi Kecenderungan Nilai Tukar Valuta Asing.....	9
2.3.1. Metode Fundamental.....	9
2.3.2. Metode Teknikal.....	12
2.4. Usaha Mengantisipasi Risiko Valuta Asing.....	14
2.4.1. Hedging.....	14
2.4.2. Instrumen <i>Hedging</i>	16
TINJAUAN UMUM PROYEK X.....	21
3.1. Tinjauan Umum PT. ABC sebagai Perusahaan <i>Engineering Procurement and Construction (EPC)</i> di Indonesia.....	21
3.2. Karakteristik Proyek EPC.....	22
3.3. Tinjauan Proyek X.....	27
3.4. Alternatif Hedging untuk Meminimalkan Risiko Valuta Asing pada Proyek X.....	31
ANALISA PEMBAHASAN.....	32
4.1. Kondisi Ekonomi Global 2009.....	32
4.2. Analisis Pergerakan Nilai Tukar Dolar AS terhadap Rupiah.....	36
4.2.1. Analisis Fundamental Indonesia.....	36
4.2.1.1. Faktor Politik.....	37

4.2.1.2. Faktor Ekonomi.....	38
4.2.1.3. Faktor Eksternal.....	43
4.2.2. Analisis Teknikal.....	46
4.3. Eksposur transaksi yang dihadapi proyek X.....	48
4.4. Alternatif dalam Meminimalkan Eksposur Transaksi.....	51
4.4.1. Forward.....	52
4.4.2. No Hedge.....	53
4.4.3. Kombinasi <i>Forward</i> dan <i>No hedge</i>	54
4.4.4. <i>Option</i>	57
4.4.5. Money Market.....	57
4.5. Analisis Alternatif untuk Proyek X.....	59
KESIMPULAN DAN SARAN.....	62
5.1. Kesimpulan.....	62
5.2. Saran.....	63
DAFTAR PUSTAKA.....	64



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2. 1 Tahapan Eksposur Transaksi. Sumber: Eiteman, 2007.....	6
Gambar 2. 2. Dampak Hedging terhadap Aliran Kas Perusahaan.....	15
Gambar 2. 3 Potensi Keuntungan dan Kerugian pada Pembeli dan Penjual <i>Call Option</i> dan <i>Put Option</i> . Sumber: Kester,et. al. , 2005.....	20
Gambar 3. 1 <i>Value Chain</i> PT. ABC.....	21
Gambar 3. 2 Kompromi antara Kualitas (<i>quality</i>), Biaya (<i>cost</i>) dan Waktu (<i>time</i>) pada Proyek EPC.....	22
Gambar 3. 3 Potensi Pengurangan Biaya vs. Tahapan Proyek.....	23
Gambar 3. 4 Kebutuhan Sumber Daya Manusia (<i>manpower</i>) dan Tahapan Waktu antara Fase <i>engineering</i> dan Konstruksi.....	24
Gambar 3. 5. Susunan Organisasi Proyek EPC.....	26
Gambar 4. 1 PDB Amerika Serikat. Sumber: Bank Indonesia, 2008.....	32
Gambar 4. 2 Pertumbuhan GDP untuk Negara Ekonomi Berkembang, Dunia, dan Negara Ekonomi Maju. Sumber: Moodys, 2009.....	33
Gambar 4. 3 Pergerakan Harga Komoditas dan Pergerakan inflasi. Sumber: Moodys, 2009.....	35
Gambar 4. 4 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS.....	36
Gambar 4. 5 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS Sepanjang tahun 2004. Sumber: Bank Indonesia.....	37
Gambar 4. 6 Perkembangan Inflasi di Indonesia.....	38
Gambar 4. 7 Indeks Pergerakan Mata Uang Regional terhadap Dolar AS (Rupiah Indonesia, Won Korea, Dolar Singapura, Baht Thailand, Peso Filipina, Yuan Cina, Ringgit Malaysia, Dong Vietnam). Sumber: Bank Indonesia, 2009.....	44
Gambar 4. 8 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS 2007 – 2009....	47
Gambar 4. 9 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap dolar AS 2004.....	47
Gambar 4. 10 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS 2008 – 2009. Sumber: Bank Indonesia, 2009.....	49
Gambar 4. 11 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS Tiap Kuartal Tahun 2004 Sumber: Bank Indonesia.....	51

DAFTAR TABEL

Tabel 4. 1 Prediksi Pertumbuhan Dunia oleh Dana Moneter Internasional (IMF) dalam persen. Sumber: Moodys, 2009	34
Tabel 4. 2 Pemurunan Suku Bunga Bank Sentral Beberapa Negara	35
Tabel 4. 3 Perkembangan Suku Bunga Bank Indonesia	39
Tabel 4. 4 Neraca Pembayaran Indonesia pada Triwulan ketiga tahun 2008. Sumber: Bank Indonesia, 2008.	40
Tabel 4. 5 Indeks Harga Konsumen Tahun 2004 – 2009.....	42
Tabel 4. 6 Skenario Ekspektasi Nilai Tukar Rupiah terhadap dolar AS Juli 2009.....	49
Tabel 4. 7 Data <i>Market Instrument Treasury</i> Perbankan.....	52
Tabel 4. 8 Potensi <i>Opportunity Loss</i> dengan 100% <i>Forward</i>	53
Tabel 4. 9 Prediksi Total Pengeluaran dengan 100% <i>No Hedge</i>	54
Tabel 4. 10 Skenario Analisis Sensitivitas.....	55
Tabel 4. 11 Kombinasi <i>Forward</i> dan <i>No Hedge</i>	56
Tabel 4. 12. Analisis Sensitivitas untuk Kombinasi <i>Forward</i> dan <i>No Hedge</i>	57
Tabel 4. 13 Prediksi Total Pengeluaran dengan <i>Money Market</i>	58
Tabel 4. 14 Analisis Sensitivitas untuk <i>Money Market</i>	58
Tabel 4. 15 Rekapitulasi dari Tiap Alternatif.....	59

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan yang berkecimpung dalam bidang EPC (*Engineering Procurement Construction*) adalah perusahaan yang bergerak dalam proyek industri rancang bangun sarana produksi perusahaan, baik itu pembangunan pabrik baru, fasilitas utilitas baru, ataupun perbaikan fasilitas yang dimiliki perusahaan klien.

Proyek EPC sendiri biasanya dilakukan dalam dua sampai tiga tahun dan umumnya diperoleh dengan cara tender. Pembayaran oleh klien kepada perusahaan EPC umumnya dilakukan dengan cara pembayaran terjadwal (*scheduled payment*), yaitu pembayaran dilakukan jika tahap-tahap tertentu dalam proyek tersebut sudah tercapai. Penentuan nilai proyek antara klien dan perusahaan EPC bisa ditetapkan dengan tiga cara, yaitu dengan nilai proyek tetap (*lumpsum*), nilai proyek dengan biaya ditambah honor untuk kontraktor EPC (*cost plus fee*), dan nilai proyek dengan konsep yang disesuaikan dengan perkembangan harga (*remburs*).

Bekerja secara global sudah menjadi suatu hal yang umum pada proyek-proyek EPC. Hal ini untuk mengatasi masalah transfer teknologi dan memperoleh bahan baku serta sumber daya manusia dengan harga kompetitif. Oleh karena itu, sangat mungkin terjadi transaksi pemasukan dan pembiayaan proyek dilakukan dalam mata uang yang belum tentu sama. Apabila proyek EPC tersebut tidak menerapkan konsep pemasukan dan pengeluaran dengan mata uang yang sama (*matching cost and revenue*), risiko valuta asing adalah risiko keuangan yang harus diperhitungkan dalam mengeksekusi proyek.

Penggunaan valuta asing dalam transaksi bagai pisau bermata dua, yaitu memiliki risiko di samping memiliki peluang yang menguntungkan. Selain dengan bersikap pasrah pada apapun yang terjadi di masa depan, salah satu cara yang umum dilakukan untuk meminimalisasi risiko transaksi valuta asing adalah dengan melakukan aktivitas lindung nilai (*hedging*).

Hedging adalah usaha untuk melakukan tutup nilai valuta asing di masa yang akan datang sesuai kurs saat ini. Instrument *Hedging* yang dikenal umum adalah kontrak *Forward*, *Option* (opsi). Namun demikian, perlu diingat bahwa keberhasilan *Hedging* dalam meminimalkan risiko bergantung dari kemampuan pihak pengambil keputusan untuk menganalisis keadaan ekonomi masa mendatang yang dapat mempengaruhi kurs nilai tukar valuta asing.

Penulis akan menggunakan salah satu Proyek EPC sebagai studi kasus meminimalisasi risiko transaksi valuta asing. Proyek X adalah proyek pembangunan pembangkit listrik di salah satu daerah di Jawa Barat yang dilakukan oleh konsorsium perusahaan EPC lokal Indonesia dan salah satu EPC asal Cina. Proyek berjalan dari tahun 2007 sampai 2009. Transaksi dalam proyek tersebut dilakukan dengan mata uang dolar AS (USD) dan Rupiah (IDR).

1. 2. Perumusan Masalah

Perumusan masalah yang akan diangkat pada karya akhir ini adalah:

1. Dengan analisis prediksi kondisi eksternal proyek X, apakah *hedging* menjadi alternatif yang bisa digunakan untuk meminimalkan risiko transaksi valuta asing di Proyek X?
2. Apa saja bentuk strategi *hedging* yang direkomendasikan untuk proyek X?

1. 3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai Penulis adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis secara fundamental dan teknikal kecenderungan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS.
2. Menganalisis kelebihan dan kekurangan alternatif *hedging*, *money market* (pasar uang), dan *no hedging* bagi proyek X.
3. Merekomendasikan alternatif yang optimal bagi manajemen proyek X untuk meminimalkan eksposur transaksi.

1. 4. Ruang Lingkup Penelitian

Pembahasan pada karya akhir ini akan dibatasi pada hal-hal sebagai berikut:

1. Transaksi valuta asing yang dibahas adalah pada tahun 2008 dan 2009 karena menempati porsi terbesar dalam transaksi yang dilakukan di proyek X dalam mata uang asing.
2. Informasi-informasi mengenai instrumen lindung nilai (*hedging*) yang ada menggunakan informasi dari Bank Mandiri sebagai bank resmi yang ditunjuk untuk Proyek X.
3. Waktu yang digunakan untuk pembahasan adalah sampai Juli 2009, sesuai dengan waktu jatuh tempo pembayaran utang proyek X dalam dolar AS.

1. 5. Metode Penelitian

Metode penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian kepustakaan (*study literature*)
Melalui wawancara dan observasi langsung dengan pihak terkait dalam proyek X serta pengumpulan data sekunder yang meliputi penyusunan budget, rencana pendanaan dan jadwal eksekusi proyek X.
2. Penelitian lapangan (*field research*)
Melalui telaah kepustakaan dari buku, artikel maupun jurnal yang berhubungan dengan masalah yang akan dibahas dalam penulisan karya akhir ini.

1. 6. Sistematika Penulisan

Bab I. Pendahuluan

Bab ini menguraikan latar belakang, perumusan masalah, tujuan penulisan karya akhir, ruang lingkup penelitian, metodologi penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II. Landasan Teori

Bab ini menguraikan teori yang menjadi dasar dalam melakukan pembahasan atas masalah-masalah yang ada dalam topik karya akhir ini.

Bab III. Tinjauan Umum Perusahaan dan Proyek

Bab ini memberikan bahasan tentang profil proyek X serta uraian permasalahan ekposur valuta asing yang dihadapi oleh proyek X.

Bab IV. Pembahasan Masalah

Bab ini akan membahas mengenai analisis kondisi makro untuk memprediksi kecenderungan nilai tukar valuta asing yang digunakan, analisis pendanaan untuk Proyek X, analisis alternatif strategi keuangan yang bisa digunakan, yaitu : *Forward, option, money market*, dan tidak melakukan *Hedging*.

Bab V. Kesimpulan dan Saran

Bab terakhir ini akan berisikan kesimpulan dari hasil perhitungan dan analisis, serta rekomendasi yang bermanfaat bagi Proyek X dan Pembaca.

BAB 2 TELAAH KEPUSTAKAAN

2.1. Eksposur Risiko Valuta Asing pada Perusahaan

Di dalam bisnis yang menggunakan valuta asing sebagai media transaksi pembayaran akan menghadapi suatu risiko, yaitu risiko valuta asing. Risiko valuta asing ini terjadi karena perusahaan memiliki probabilitas untuk mengalami kerugian ataupun keuntungan apabila terjadi pergerakan kurs valuta asing.

Risiko valuta asing yang dihadapi perusahaan bergantung dari seberapa jauh eksposur perubahan kurs valuta asing akan berakibat pada kinerja perusahaan. Ada beberapa jenis eksposur valuta asing (*foreign exchange exposure*), yaitu:

2.1.1. Eksposur Transaksi (*transaction exposure*)

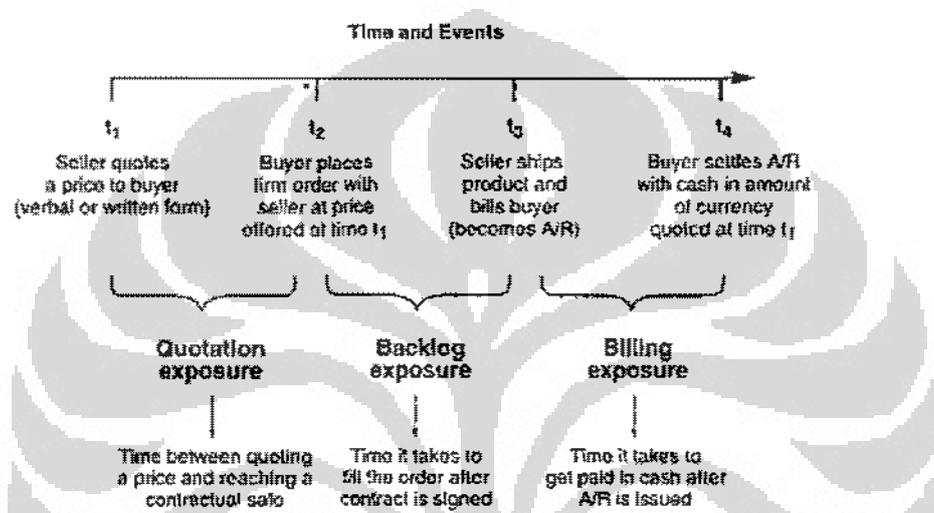
Pada eksposur transaksi, fluktuasi kurs valuta asing akan mempengaruhi aliran kas masa depan dari pembayaran ataupun penerimaan dari kontrak transaksi yang dilakukan perusahaan. Eksposur transaksi dapat terjadi karena hal-hal sebagai berikut (Eiteman, 2007):

1. Pembelian atau penjualan barang atau jasa dalam kredit, dimana harga transaksi dinyatakan dalam valuta asing.
2. Peminjaman atau memberikan pinjaman, dimana transaksi pembayaran dinyatakan dalam valuta asing.
3. Menjadi pihak yang melakukan kontrak forward namun belum memiliki persediaan valuta asing tersebut.
4. Mengakuisisi aset atau kewajiban yang didominasi dalam valuta asing.

Eksposur transaksi terbentuk melalui tahapan yang terjadi selama suatu transaksi terjadi, secara sistematis dapat dilihat pada Gambar 2.1. Tahapan terjadinya eksposur transaksi dapat dibagi menjadi tiga eksposur (Eiteman, 2007), yaitu :

1. *Quotation exposure*, yaitu eksposur yang muncul pertama kali, antara waktu penawaran (*quotation*) sampai tercapainya kontrak penjualan.

2. *Backlog exposure*, yaitu eksposur yang muncul setelah *quotation exposure*, antara waktu pengadaan order setelah kontrak dibuat sampai barang dikirim dan menjadi piutang.
3. *Billing exposure*, yaitu eksposur yang terjadi pada waktu yang dibutuhkan untuk mendapatkan pembayaran secara tunai dari pembeli.



Gambar 2. 1 Tahapan Eksposur Transaksi. Sumber: Eiteman, 2007.

Usaha untuk meminimumkan eksposur transaksi dapat dilakukan melalui berbagai cara sesuai *bargainning power* dan kebijakan perusahaan (Madura, 2003), yaitu:

1. *Unhedged position*: tidak menggunakan instrumen keuangan apapun untuk meminimumkan risiko fluktuasi valuta asing.
2. *Risk shifting*: memindahkan risiko valuta asing ke rekanan transaksi dengan melakukan transaksi dalam mata uang yang diinginkan
3. *Pricing decisions*: menyepakati keputusan harga sesuai kurs mata uang yang diperkirakan pada masa yang akan datang.
4. *Exposure netting*: membentuk korelasi positif antara mata uang yang ada dalam perusahaan. Namun apabila pergerakan mata uang dalam perusahaan berkorelasi negatif, perusahaan dapat melakukan pembelian atau penjualan mata uang tersebut untuk menutupi potensi kerugian.

5. *Currency risk sharing*: kontrak yang dibuat kedua belah pihak dengan menyepakati kurs transaksi. Apabila kurs mata uang berada di luar rentang tersebut, keuntungan dan kerugian yang terjadi akan ditanggung kedua pihak.
6. *Hedging*: menggunakan instrumen keuangan yang ada untuk meminimumkan risiko valuta asing, yaitu *forward*, *option*, ataupun *money market*.

2.1.2. Eksposur Ekonomi (*operating exposure*)

Eksposur ekonomi umumnya terjadi pada perusahaan multinasional, dimana perubahan kurs valuta asing diprediksi mempengaruhi aliran pemasukan dan pengeluaran kas perusahaan di masa depan (Eiteman,2007).

Penentuan eksposur ekonomi ini memerlukan perspektif jangka panjang dari manajemen perusahaan. Langkah yang dapat dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk mengantisipasi eksposur ekonomi adalah dengan mengeluarkan kebijakan perusahaan antara lain: *matching currency*, *risk sharing agreements*, *back to back or parallel loans*, *currency swaps* (Madura,2003).

2.1.3. Eksposur Akuntansi (*translation exposure*)

Eksposur akuntansi terjadi jika pergerakan kurs valuta asing mempengaruhi laporan keuangan konsolidasi dan neraca perusahaan, misalnya pada saat laporan keuangan perusahaan cabang dikonsolidasikan pada suatu mata uang yang kursnya berbeda dengan kurs pada saat terjadinya transaksi (Eiteman, 2007).

2.1.4. Eksposur Pajak (*tax exposure*)

Pengaruh eksposur valuta asing pada perusahaan berbeda di tiap negara. Secara umum, kerugian atau keuntungan pada valuta asing yang terjadi pada aliran kas perusahaan akan mempengaruhi pendapatan kena pajak perusahaan (Eiteman,2007).

2.2. Sistem Nilai Tukar Mata Uang

Penetapan kurs valuta asing berbeda-beda di tiap negara. Tiga sistem penetapan kurs valuta asing yang dikenal adalah sebagai berikut (Umar, 1998):

1. Sistem kurs tetap (*fixed exchange rate*)

Sistem kurs tetap memiliki tujuan untuk menjamin kepastian nilai tukar mata uang pada kegiatan perdagangan, investasi atau bisnis lainnya dalam skala internasional. Sistem ini menyatakan bahwa setiap mata uang anggota IMF harus dikaitkan dan dapat ditukar dengan emas dengan nilai tertentu. Sebagai contoh: $US\$ 1 = (28,3496)/35$ gram emas atau 1 troy emas = US\$ 35.

Sistem ini tidak berlaku lagi sejak tahun 1971 setelah dua kejadian penting, yaitu inflasi di US yang menyebabkan kecenderungan AS memilih langkah untuk mencetak uang daripada menaikkan pajak. Selanjutnya inflasi yang menyebabkan depresiasi tajam US Dollar berefek pada negara lain, sehingga beberapa negara terutama Jerman Barat, Jepang dan Switserland menolak untuk menerapkan sistem ini.

2. Sistem kurs mengambang (*floating exchange rate*)

Sistem kurs ini menyatakan bahwa nilai tukar suatu mata uang ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran di pasar valuta asing. Apabila nilai tukar ini terjadi tanpa campur tangan pemerintah, maka sistem ini disebut *clean float* atau *freely float* atau sistem kurs mengambang murni. Jika sebaliknya, yaitu pemerintah turut campur tangan, sistem ini disebut *dirty float* atau *managed float* atau sistem kurs mengambang terkendali. Sistem kurs ini dipakai oleh negara – negara antara lain Amerika Serikat, Jepang, Australia, dan Indonesia.

3. Sistem kurs tetap dipatok terhadap mata uang negara tertentu (*pegged exchange rate*)

Sistem nilai tukar ini dilakukan dengan mengaitkan (mematok) nilai mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain atau sejumlah mata uang tertentu. Sistem kurs ini dipakai oleh negara-negara antara lain Venezuela, Qatar, dan Arab Saudi.

2.3. Metode Prediksi Kecenderungan Nilai Tukar Valuta Asing

Saat ini ada ratusan mata uang yang digunakan di puluhan negara di dunia. Dari sekian banyak mata uang, ada beberapa mata uang utama yang umum digunakan dalam transaksi bisnis maupun perdagangan valuta asing di dunia, antara lain Dollar Amerika Serikat (USD), Euro (EUR), Poundsterling Inggris (GBP), Yen Jepang (JPY), dan Franc Swiss (CHF) (Umar, 1998).

Jika ada pihak yang ingin menggunakan valuta asing untuk tujuan spekulasi, ataupun untuk mengantisipasi risiko, maka prediksi kecenderungan nilai tukar valuta asing sangat bermanfaat.

Ada dua metode yang dapat digunakan untuk menganalisis kecenderungan nilai tukar valuta asing, yaitu metode fundamental dan metode teknikal.

2.3.1. Metode Fundamental

Pada prinsipnya, faktor-faktor fundamental yang berpengaruh terhadap perubahan harga mata uang dikategorikan menjadi 3, yaitu: faktor politik, faktor ekonomi, dan faktor eksternal.

2.3.1.1. Faktor Politik

Fluktuasi nilai tukar mata uang sebagai dampak suatu peristiwa politik sangat sulit untuk diketahui waktu tepat terjadinya. Tetapi perkembangan politik suatu negara dalam jangka waktu tertentu tercermin pada pergerakan nilai tukar mata uangnya. Peristiwa-peristiwa politik pada umumnya dapat menyebabkan munculnya masalah yang kompleks bersama peristiwa-peristiwa ekonomi.

2.3.1.2. Faktor Ekonomi

Fundamental suatu negara tidak dapat dipisahkan dari faktor perekonomian yang merupakan tolak ukur keberhasilan pembangunan negara tersebut. Apabila kita kaitkan dengan nilai tukar mata uang, kuat tidaknya perekonomian suatu negara akan berpengaruh terhadap nilai tukar mata uang negara tersebut.

Beberapa indikator ekonomi yang dipakai untuk menganalisa fundamental yaitu (Hidayat,2005):

1. Balance of Payment (BOP)

Balance of Payment (BOP) adalah neraca yang mencatat keseluruhan aktivitas perekonomian suatu negara yang meliputi:

- penerimaan dari ekspor serta pembayaran untuk impor barang dan jasa
- aliran masuk penanaman modal asing dan pembayaran penanaman modal ke luar negeri
- aliran masuk dan keluar modal jangka pendek

Dalam BOP, terdapat dua neraca penting ,yaitu neraca perdagangan dan neraca keseluruhan. Neraca perdagangan menunjukkan aliran ekspor dan impor negara tersebut, sedangkan neraca keseluruhan menunjukkan keseluruhan aliran pembayaran keluar negeri serta aliran pembayaran dari luar negeri.

BOP dapat digunakan sebagai tolak ukur prestasi kegiatan ekonomi suatu negara. Investor menggunakan BOP untuk mencermati hal-hal berikut :

- Defisit dalam BOP sebagai akibat aliran dana keluar negeri lebih besar daripada aliran yang masuk ke dalam negeri dapat mengakibatkan peningkatan harga valuta asing yang selanjutnya mempengaruhi kestabilan perekonomian negara tersebut.
- Kondisi surplus dalam BOP suatu negara mengindikasikan peningkatan cadangan valuta asing negara tersebut, sehingga nilai mata uang negara tersebut cenderung menguat terhadap valuta asing lainnya.

2. Inflasi

Inflasi adalah peningkatan harga secara terus menerus dalam suatu kurun waktu tertentu. Pada inflasi disebabkan oleh dua faktor, yaitu kelebihan permintaan, atau peningkatan biaya faktor input.

Inflasi dapat menyebabkan harga barang impor menjadi lebih murah daripada barang yang dihasilkan dalam negeri, sehingga impor lebih cepat berkembang daripada ekspor. Hal ini mengakibatkan aliran modal keluar negeri lebih besar dibandingkan aliran modal di dalam negeri. Selanjutnya, hal ini akan berefek pada merosotnya nilai tukar mata uang.

Inflasi dalam tingkat tertentu merupakan stimulator pertumbuhan ekonomi. Namun ketika laju kenaikan harga menjadi tidak terkendali, maka hal ini akan menimbulkan masalah yang kompleks dalam perekonomian.

3. Consumer Price Index (CPI) dan Producer Price Index (PPI)

Tingkat inflasi dapat dihitung dengan menggunakan dua indikator, yaitu *Consumer Price Index (CPI)* dan *Producer Price Index (PPI)*. *Consumer Price Index (CPI)* adalah indeks harga barang yang selalu digunakan oleh konsumen, sedangkan *Producer Price Index (PPI)* adalah indeks dari rata-rata perubahan harga yang diterima oleh produsen domestik untuk setiap produk yang dihasilkan dalam setiap tingkat proses produksi. Indeks ini diperoleh dari sektor-sektor domestik terutama dalam industri manufaktur, pertambangan dan pertanian.

4. Produk Domestik Bruto/PDB (*Gross Domestic Product /GDP*)

Produk Domestik Bruto (PDB) adalah penjumlahan seluruh barang dan jasa yang diproduksi baik oleh perusahaan dalam negeri maupun perusahaan asing yang beroperasi di dalam suatu negara. Fungsi penting dari PDB adalah sebagai alat untuk mengukur aktivitas perekonomian. PDB mencerminkan kesehatan dan pertumbuhan perekonomian suatu negara.

Pada prinsipnya, jumlah barang dan jasa yang diproduksi mengacu pada keseimbangan antara penawaran dan permintaan. Banyaknya jumlah barang dan jasa yang diproduksi mencerminkan kehidupan perekonomian suatu negara yang meliputi pendapatan, penggunaan tenaga kerja, investasi, dan lain sebagainya.

5. Suku bunga bank (*interest rate*)

Tingkat suku bunga nominal suatu negara yang melebihi negara lain akan membuat investor tertarik untuk menginvestasikan dananya pada mata uang negara tersebut. Investor umumnya menggunakan tingkat bunga efektif, yaitu tingkat bunga nominal dikurangi laju inflasi untuk memastikan apakah besarnya kenaikan suku bunga tersebut melebihi laju inflasi negara tersebut.

2.3.1.3. Faktor Eksternal

Kondisi ekonomi yang terjadi dalam suatu negara dapat membawa dampak bagi perekonomian negara-negara lainnya. Sementara itu, di era globalisasi saat ini, modal dapat berpindah dengan cepat dari satu negara ke negara lain. Sehingga bilamana iklim perekonomian suatu negara dianggap tidak kondusif, maka investor dengan cepat dapat memindahkan dananya ke negara lain yang dianggap lebih menguntungkan. Oleh karena itu, adalah penting bagi seorang investor untuk mencermati perkembangan perekonomian global.

2.3.2. Metode Teknikal

Analisis teknikal merupakan suatu metode pendekatan yang didasarkan pada grafik pergerakan harga untuk memprediksi kenaikan ataupun penurunan harga. Data-data mengenai pergerakan harga dari waktu ke waktu kemudian dicatat dan dituangkan dalam grafik, yang selanjutnya membentuk pola tertentu (Sitanggang,2006).

Pola pergerakan inilah yang oleh para analis teknikal dijadikan bahan analisis untuk memprediksi pergerakan harga yang akan terjadi karena mereka percaya bahwa pergerakan harga cenderung mengulangi pola di masa lalu (Sitanggang,2006).

Ada tiga prinsip yang digunakan sebagai dasar untuk menganalisis teknikal, yaitu (Hidayat,2005):

1. *Market price discount everything*

Segala kejadian yang mengakibatkan gejolak pada bursa secara keseluruhan (misal kejadian ekonomi, politik, peperangan, bencana alam) akan tercermin pada harga di pasar uang.

2. *Price moves in trend*

Harga suatu mata uang akan tetap bergerak dalam suatu kecenderungan (*trend*). Harga bergerak ke satu arah, yaitu naik atau turun. Kecenderungan ini akan berkelanjutan sampai pergerakan harga melambat dan memberikan sinyal sebelum berbalik dan bergerak ke arah yang berlawanan.

3. *History repeat itself*

Analisis teknikal menggambarkan pula faktor psikologis para pelaku pasar. Sejarah pergerakan dapat dijadikan sebagai acuan untuk memprediksi pergerakan harga yang akan terjadi.

2.3.2.1. Moving Average (MA)

Salah satu indikator yang tertua dan terpopuler untuk analisis teknikal adalah *Moving Average* (MA). MA digunakan untuk mengidentifikasi tren dan memberikan sinyal beli dan jual. Metode MA yang aplikatif dan sering digunakan adalah *Single Moving Average* (SMA) dan *Weighted Moving Average* (WMA) (Hidayat, 2005).

- **Single Moving Average (SMA)**

SMA dihitung dengan menjumlahkan harga penutup selama jangka waktu tertentu dan kemudian membaginya dengan total jangka waktu tersebut.

$$\bar{P} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{closing price}_i}{n}$$

Keterangan:

n = jumlah periode yang digunakan

i = hari ke - i

- **Weighted Moving Average (WMA)**

WMA dihitung dengan cara mengalikan setiap data dari hari sebelumnya pada suatu periode (sebagai contoh periode setiap lima hari) dengan suatu komposisi berat. Semakin terkini data, semakin besar komposisi berat yang dikalikan.

$$WMA_m = \sum P_n * (n/n_{wt})$$

Keterangan:

n : hari ke-n

P : price

m : periode m (1 periode = n_{wt} hari)

2.3.2.2. Kecenderungan (*trend*) Pergerakan Harga

Ditinjau dari rentang waktu, analisa kecenderungan pergerakan harga dapat dibagi menjadi jangka panjang (lebih dari 6 bulan), jangka menengah (3 minggu sampai dengan 6 bulan) dan jangka pendek (kurang dari 3 minggu) (Hidayat,2005).

Sedangkan ditinjau dari arah pergerakan harga, secara garis besar ada tiga macam kecenderungan, yaitu (Hidayat,2005):

- *Up trend*; yaitu pergerakan harga dalam jangka waktu tertentu cenderung mengalami kenaikan
- *Down trend*; yaitu pergerakan harga dalam jangka waktu tertentu cenderung mengalami penurunan
- *Sideways*; yaitu pergerakan harga berada dalam kisaran yang sempit sehingga selisih harga tertinggi dan terendah relatif sempit, serta harga berfluktuatif dalam jangka waktu tertentu.

2.4. Usaha Mengantisipasi Risiko Valuta Asing

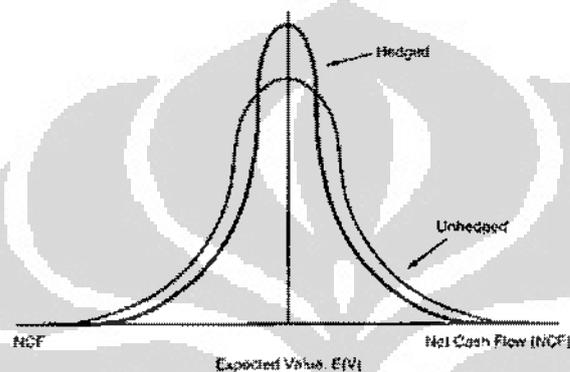
2.4.1. Hedging

Salah satu usaha untuk mengantisipasi risiko valuta asing adalah melalui *Hedging*. *Hedging* adalah pengambilan posisi tutup nilai saat ini pada aliran kas, aset, ataupun kontrak (termasuk kontrak *forward*) yang nilainya dapat bergerak fluktuatif.

Hedging bertujuan untuk memproteksi aset perusahaan dari kerugian di masa depan karena nilainya turun. Namun bagaimanapun, *hedging* juga mengeliminasi keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan dari kemungkinan nilai aset perusahaan naik di masa depan.

Ilustrasi dampak *hedging* bagi aliran kas perusahaan dapat dilihat pada Gambar 2.2 berikut. *Hedging* dapat mempersempit distribusi aliran kas perusahaan mendekati nilai distribusi rata-rata yang diinginkan. Sementara itu,

nilai perusahaan akan meningkat apabila *hedging* dapat menggeser distribusi rata-rata ke arah kanan. Namun apabila perusahaan harus mengeluarkan biaya untuk melakukan *hedging*, peningkatan nilai perusahaan akan terjadi hanya jika penggeseran distribusi rata-rata ke arah kanan dapat mengkompensasi biaya yang dikeluarkan (Eiteman,2007).



Gambar 2. 2. Dampak Hedging terhadap Aliran Kas Perusahaan.

Sumber: Eiteman, 2007.

Beberapa faktor yang mendorong manajemen perusahaan untuk tidak melakukan *hedging* adalah sebagai berikut (Eiteman,2007):

1. Pemegang saham perusahaan sudah memiliki kapabilitas lebih untuk mendiversifikasi risiko valuta asing dibanding manajemen perusahaan. Mereka dapat mendiversifikasi individual portfolio mereka sendiri untuk mengatur risiko valuta asing dan toleransi risiko yang diambil.
2. Manajemen risiko valuta asing tidak meningkatkan aliran kas sesuai harapan perusahaan. Umumnya manajemen risiko valuta asing membutuhkan sumber daya dari perusahaan dan justru menurunkan aliran kas perusahaan.
3. *Hedging* meminimumkan probabilitas resiko sekaligus keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan. Ini kurang sesuai juga tujuan manajemen untuk memaksimalkan *shareholder's value*.
4. Jika keadaan *market* ada dalam kesetimbangan (*equilibrium*) seperti kondisi *parity*, *hedging* menghasilkan $NPV = 0$.

5. Motivasi manajemen perusahaan terkadang digerakkan oleh alasan akuntansi. Perusahaan cenderung memilih untuk memasukkan biaya yang diperlukan untuk mencegah *foreign exchange loss* dalam biaya operasi ataupun biaya bunga dibanding memunculkan *foreign exchange loss* yang besar dalam laporan laba rugi.
6. Investor sudah memperhitungkan efek risiko valuta asing dalam valuasi perusahaan tersebut.

Di samping itu, beberapa faktor yang mendorong manajemen perusahaan untuk melakukan *hedging* adalah (Eiteman, 2007):

1. Reduksi risiko valuta asing dalam aliran kas masa depan perusahaan sangat berarti untuk kemudahan perusahaan sendiri untuk merencanakan strategi perusahaan di masa depan.
2. *Hedging* dapat mereduksi probabilitas aliran kas perusahaan untuk berada di bawah prediksi aliran kas minimum perusahaan di masa depan.
3. Manajemen memiliki *comparative advantage* untuk mengetahui kondisi aktual dari dampak risiko valuta asing.
4. Manajemen perusahaan memiliki akses yang lebih luas untuk mengenali kondisi ketidaksetimbangan (*disequilibrium*) di *market* dan pada kondisi tersebut dapat mengambil kesempatan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan melakukan *hedging* yang selektif.

2.4.2. Instrumen *Hedging*

Instrumen keuangan derivatif (*financial derivatives*) adalah instrumen keuangan yang nilainya didasarkan pada nilai suatu aset (contoh: saham, valuta asing, barang komoditas). Instrumen keuangan derivatif banyak digunakan manajemen perusahaan baik untuk tujuan – tujuan sebagai berikut (Eiteman, 2007):

1. mendapatkan profit yang lebih tinggi, dimana derivatif adalah satu-satunya cara dengan biaya terendah
2. mengantisipasi risiko

3. mereduksi volatilitas harga, pendapatan, tingkat pengembalian (*return*), bahkan hutang pajak
4. motivasi tertentu dari manajemen (*agency theory*)

Ada beberapa instrumen derivatif yang umum digunakan untuk mengantisipasi risiko valas, yaitu:

1. Kontrak forward dan futures

Kontrak *forward* merupakan kontrak yang berisi kewajiban untuk memperdagangkan valuta asing dengan tingkat kurs yang telah ditentukan sebelumnya untuk dipakai pada saat jatuh tempo di masa datang. Dalam kontrak ini, pihak yang berkewajiban membeli valuta asing disebut sebagai posisi *long*. Sedangkan pihak yang berkewajiban untuk menjual valuta asing disebut sebagai posisi *short* (Umar, 1998).

Jika nilai valuta asing pada kontrak forward cenderung meningkat maka disebut *forward premium*, sedangkan jika nilai valuta asing tersebut cenderung menurun, maka disebut *forward discount*.

Spekulasi pada kontrak *forward* muncul apabila spekulator meyakini bahwa *spot price* pada tanggal jatuh tempo di masa datang tersebut akan berbeda dengan *forward price* yang tertera pada kontrak *forward* saat ini.

Kontrak *futures* serupa dengan kontrak *forward*, namun ada perbedaan mendasar, yaitu kontrak *forward* dilakukan hanya oleh dua pihak dan tidak dapat diperdagangkan, sementara kontrak *futures* telah distandarisasi dan diperdagangkan di pasar bursa yang terorganisasi dengan baik (Eiteman, 2007).

Perbandingan karakteristik antara kontrak *futures* dan kontrak *forward* lebih lanjut dapat dilihat pada Tabel 2.1 berikut:

Karakteristik	<i>Kontrak futures</i>	<i>Kontrak forward</i>
Nilai kontrak	Terstandarisasi	Tidak terstandarisasi
Umur kontrak	Bersifat tetap, umumnya paling lama satu tahun	Bersifat fleksibel

Perdagangan	Diperdagangkan secara terorganisir (<i>organized exchange</i>)	Diperdagangkan antara dua pihak baik bank ataupun perusahaan
Penentuan harga	Melalui proses terbuka di <i>exchange floor</i>	Didasarkan pada penawaran dan permintaan (<i>bid and ask quotes</i>)
Margin	Didasarkan pada margin yang diperhitungkan dari basis harian di <i>market</i> .	Tidak terlihat secara eksplisit, hanya berdasarkan standar pihak-pihak yang terlibat tersebut.
Settlement	Karena dapat diperdagangkan, umumnya pemegang <i>futures</i> tidak meng- <i>exercise</i> sampai waktu jatuh tempo, dengan cara melakukan transaksi posisi berlawanan	Karena tidak dapat diperdagangkan, pemegang <i>forward</i> melakukan <i>exercise</i> saat tanggal jatuh tempo
Komisi	Komisi sudah mencakup komisi untuk pihak penjual dan pembeli	Tidak terlihat secara eksplisit. Umumnya bank sudah memasukkan komisi dalam <i>bid-ask spread</i>
Waktu perdagangan	Umumnya diperdagangkan pada jam kerja <i>exchange hours</i>	Dapat dinegosiasikan kapan saja selama 24 jam sehari melalui telepon ataupun internet jaringan bank
Counterparties	Pihak penjual dan pembeli tidak saling mengenal	Pihak penjual dan pembeli membuat kontrak secara langsung untuk menetapkan spesifikasi kontrak

Likuiditas	Bersifat likuid, namun relatif kecil untuk total volume penjualan dan nilai	Bersifat likuid dan relatif besar untuk volume penjualan dibandingkan dengan kontrak <i>futures</i>
------------	---	---

Tabel 2.1. Perbandingan Karakteristik Kontrak *Futures* dan *Forward*.

Sumber: Eiteman, 2007.

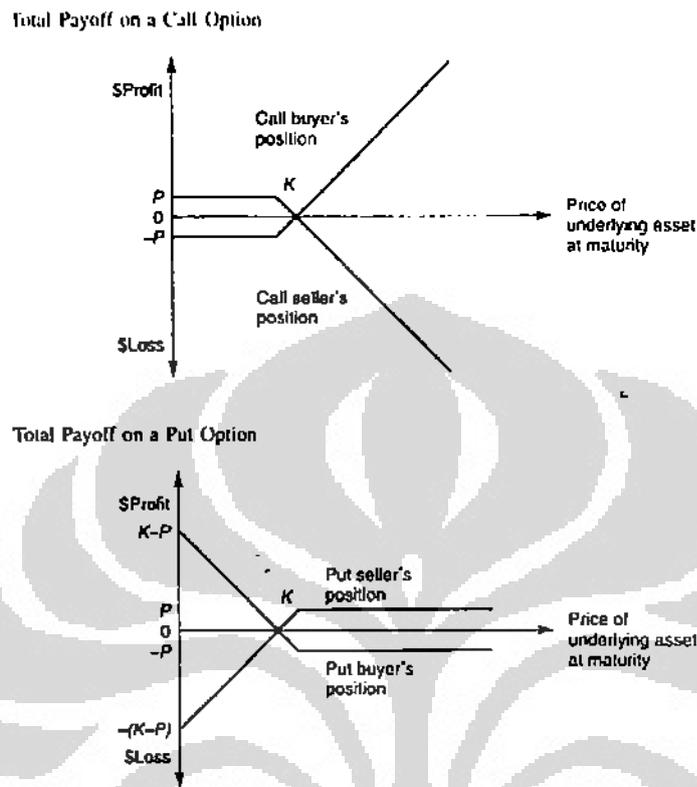
2. Kontrak *option*

Option memberi hak pemegang nya untuk membeli (*call*) ataupun menjual (*put*) suatu valuta asing pada harga yang konstan per unit untuk suatu periode tertentu sampai jatuh temponya. Pemegang option harus mengeluarkan sejumlah biaya terlebih dahulu berupa harga premi (*option price*) (Umar, 1998).

Ada dua jenis *option* pada saat eksekusi, yaitu *American style*, dimana eksekusi dapat dilakukan pada sepanjang periode, dan *European style*, dimana eksekusi hanya dapat dilakukan pada saat jatuh tempo.

Kondisi "*in the money*" terjadi jika harga eksekusi (*exercise price*) suatu *option* lebih rendah dari *spot price* dari *underlying asset*. Sedangkan jika terjadi sebaliknya, maka disebut "*out the money*". Kondisi "*at the money*" terjadi jika *exercise price* sama dengan *spot price* dari *underlying asset* (Kester, et. al., 2005).

Seperti pada Gambar 2.3 berikut, bagi pembeli *call option* dan *put option* potensi kerugian terbatas sedangkan potensi keuntungan tidak terbatas. Sementara itu sebaliknya bagi penjual *call option* dan *put option* (*call option / put option writer*), potensi keuntungan terbatas sementara potensi kerugian tidak terbatas (Kester, et.al., 2005).



Gambar 2. 3 Potensi Keuntungan dan Kerugian pada Pembeli dan Penjual *Call Option* dan *Put Option*. Sumber: Kester, et. al. , 2005.

3. Money market

Cara lain untuk melakukan *hedge* adalah dengan melakukan aktivitas pinjaman dan kemudian menukar pinjaman pokok tersebut dengan mata uang lain melalui pasar uang (*money market*).

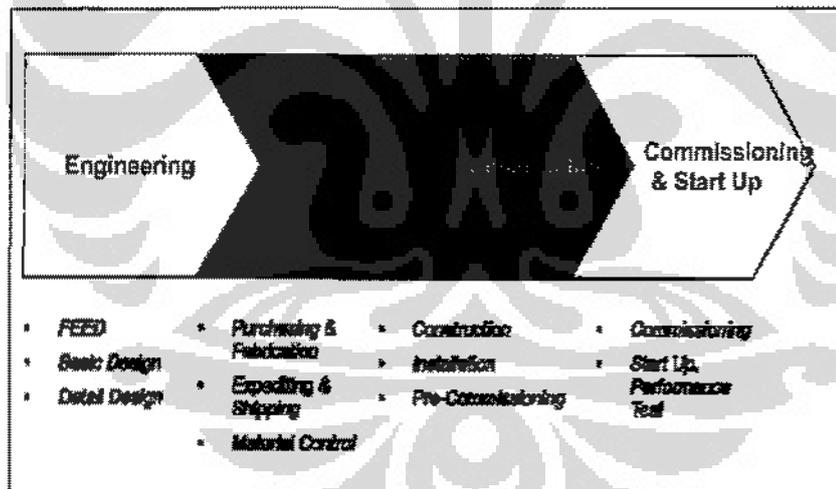
Risiko yang dihadapi melalui cara menggunakan *money market* ini adalah sama dengan risiko perbedaan tingkat suku bunga antar mata uang yang dipertukarkan. Apabila perbedaan suku bunga antar keduanya semakin fluktuatif maka semakin besar pula risiko yang harus dihadapi.

BAB 3 TINJAUAN UMUM PROYEK X

3.1. Tinjauan Umum PT. ABC sebagai Perusahaan *Engineering Procurement and Construction (EPC)* di Indonesia

PT.ABC telah berdiri sejak 26 tahun yang lalu. PT. ABC merupakan salah satu perusahaan kontraktor terkemuka di bidangnya di Indonesia yang telah mengembangkan kemampuan nasional ke tingkat dunia di dalam bidang rancang bangun, pengadaan, konstruksi dan uji-coba operasi.

Value chain PT. ABC melingkupi *Engineering Procurement, Construction and Commissioning (EPC)* untuk pabrik-pabrik industri besar di Indonesia (Gambar 3.1). Ada pun bidang usaha yang dilingkupi meliputi pabrik-pabrik pada industri gas, panas bumi, kilang, petrokimia, mineral, pengelolaan lingkungan, dan infrastruktur.

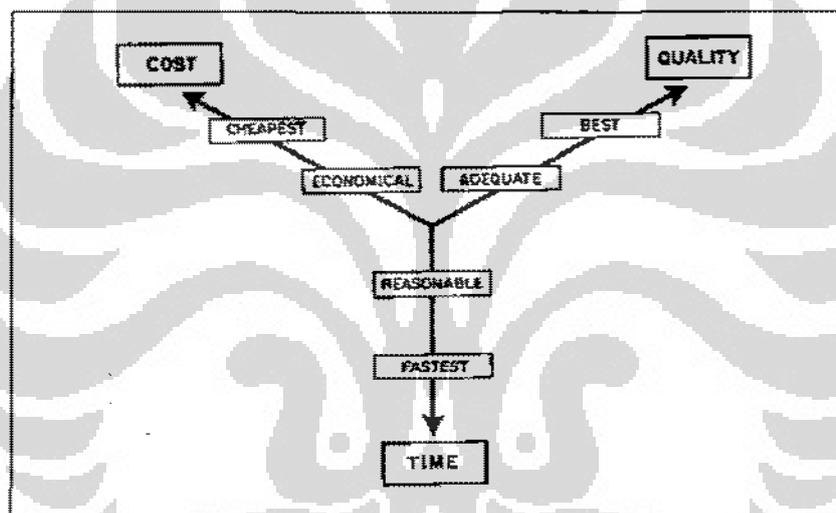


Gambar 3. 1 *Value Chain* PT. ABC

3.2. Karakteristik Proyek EPC

3.2.1. Tahapan Proyek EPC

Penunjukan kontraktor untuk pengerjaan proyek EPC umumnya dilakukan dalam mekanisme tender (*open bid*). Aspek yang diperhatikan dalam pemilihan kontraktor ini adalah kompromi antara kualitas terbaik (*quality*), biaya yang paling ekonomis (*cost*) dan waktu yang sesuai rencana (*time*) seperti pada Gambar 3.2. Oleh karena itu, umumnya tender dibagi dalam dua tahap, yaitu tender *engineering* untuk mengevaluasi kualitas dan waktu pada tahap pertama dan tender komersial untuk mengevaluasi biaya pada tahap kedua.



Gambar 3. 2 Kompromi antara Kualitas (*quality*), Biaya (*cost*) dan Waktu (*time*) pada Proyek EPC

Penentuan nilai proyek antara klien dan perusahaan EPC bisa ditetapkan dengan tiga cara, yaitu:

1. kesepakatan *unit rate* antara klien dan kontraktor
2. kontraktor mengajukan nilai proyek yang tetap pada awal proyek (*lumpsum*)
3. nilai proyek dengan konsep prinsip *cost plus fee*.

Proyek EPC umumnya dieksekusi dalam jangka waktu dua sampai tiga tahun. Untuk memperlancar koordinasi antara kontraktor dan klien, prosedur dan jadwal dibuat di awal proyek dan disetujui bersama antara klien dan kontraktor yang

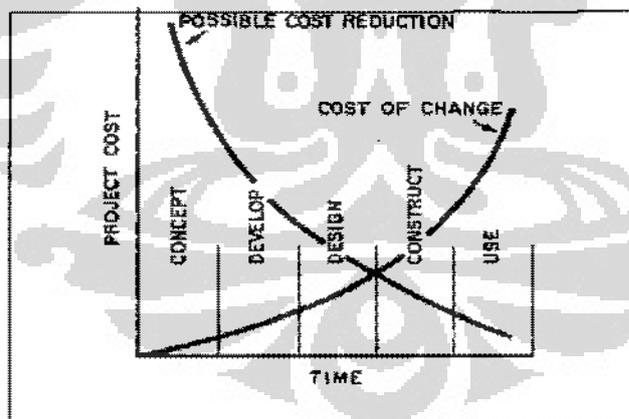
ditunjuk. Setelah ada persetujuan tersebut, diadakanlah *kick of meeting* yang menandai mulainya tahapan eksekusi proyek.

Tahapan eksekusi proyek terbagi menjadi:

1. Rancang pabrik (*Engineering*)

Tahapan *engineering* adalah tahapan awal yang sangat menentukan kualitas dari industri yang akan dibangun. Pada tahap ini ditentukan desain pabrik dan spesifikasi dari setiap peralatan. Jenis-jenis *engineering* yang terlibat dalam suatu proyek EPC adalah *process engineering*, *instrument engineering*, *mechanical engineering*, *piping engineering*, dan *civil engineering*. *Process engineering* selalu menempati urutan pertama jadwal pengerjaan, sementara itu *civil engineering* menempati urutan terakhir jadwal pengerjaan desain.

Desain suatu proyek sangat berpengaruh pada biaya (*cost*). Adanya perubahan desain akan menyebabkan perbandingan terbalik antara waktu dan perubahan besarnya biaya. Di mana semakin cepat perubahan dilakukan pada tahapan awal proyek, dampak pengurangan biaya semakin besar dan potensi penambahan biaya akan semakin kecil, sehingga semakin menguntungkan (Gambar 3.3).



Gambar 3. 3 Potensi Pengurangan Biaya vs. Tahapan Proyek

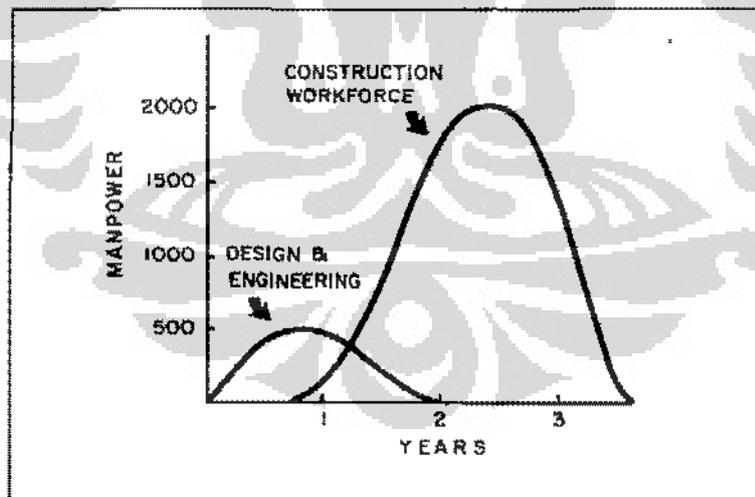
2. Pengadaan barang dan jasa (*Procurement*)

Tahap ini terdiri dari empat kegiatan pengadaan, yaitu:

- *purchasing & subcontracting*, merupakan kegiatan pembelian dan melaksanakan pemilihan *subcontracting*);
- *expediting*, merupakan kegiatan *monitoring* untuk mencegah keterlambatan atas pengiriman barang;
- *shipping & traffic*, merupakan kegiatan *monitoring* pengangkutan dari *vendor site* menuju *site*, dan
- *logistic* merupakan kegiatan memonitor pembongkaran barang dari pelabuhan sampai ke *warehouse site*.

3. Konstruksi (*Construction*)

Kegiatan konstruksi dapat dilakukan secara simultan dengan tahapan *engineering* (Gambar 3.4). Pada tahap ini, kontraktor utama EPC umumnya hanya melakukan supervisi terhadap pekerjaan subkontraktor nya di lapangan. Biaya yang terbesar dari tahapan konstruksi berasal dari kebutuhan tenaga kerja (*manpower*).



Gambar 3. 4 Kebutuhan Sumber Daya Manusia (*manpower*) dan Tahapan Waktu antara Fase *engineering* dan Konstruksi

Tahapan konstruksi mencakup juga tahap *precommissioning*, yaitu tahap persiapan menuju *start-up*, meliputi pembersihan semua peralatan / perpipaan dan uji coba peralatan secara individu. Setelah selesai tahap konstruksi, umumnya perusahaan EPC turut pula ikut serta dalam tahap *start up & commissioning*, yaitu tahap dimana proyek / pabrik mulai dioperasikan hingga diperoleh kondisi pabrik (*performance*) yang sesuai dengan desainnya.

3.2.2. Karakteristik Manajemen Proyek EPC

Manajemen proyek untuk mengelola proyek dan kompetensi pengelolanya adalah kunci keberhasilan dari proyek. Susunan personel yang bertanggung jawab dalam pelaksanaan suatu proyek bervariasi sesuai dengan kebutuhan dan kompleksitas proyek tersebut. Secara umum, susunan dari organisasi dari suatu proyek adalah seperti terlihat pada Gambar 3.5.

Project Manager bertanggung jawab penuh atas keseluruhan tahap eksekusi proyek, terutama pada tiga hal, yaitu memastikan jadwal sesuai atau lebih dari ekspektasi target, memastikan proyek sesuai atau lebih dari ekspektasi *budget* semula, dan memastikan klien merasa puas dengan hasil kerja kontraktor.

Project Manager sendiri membawahi posisi-posisi kunci untuk keberhasilan proyek tersebut, yaitu *project control manager*, *project finance manager*, *project QC manager*, *project engineering manager*, *project procurement manager*, *construction and site manager*, *commissioning manager*.

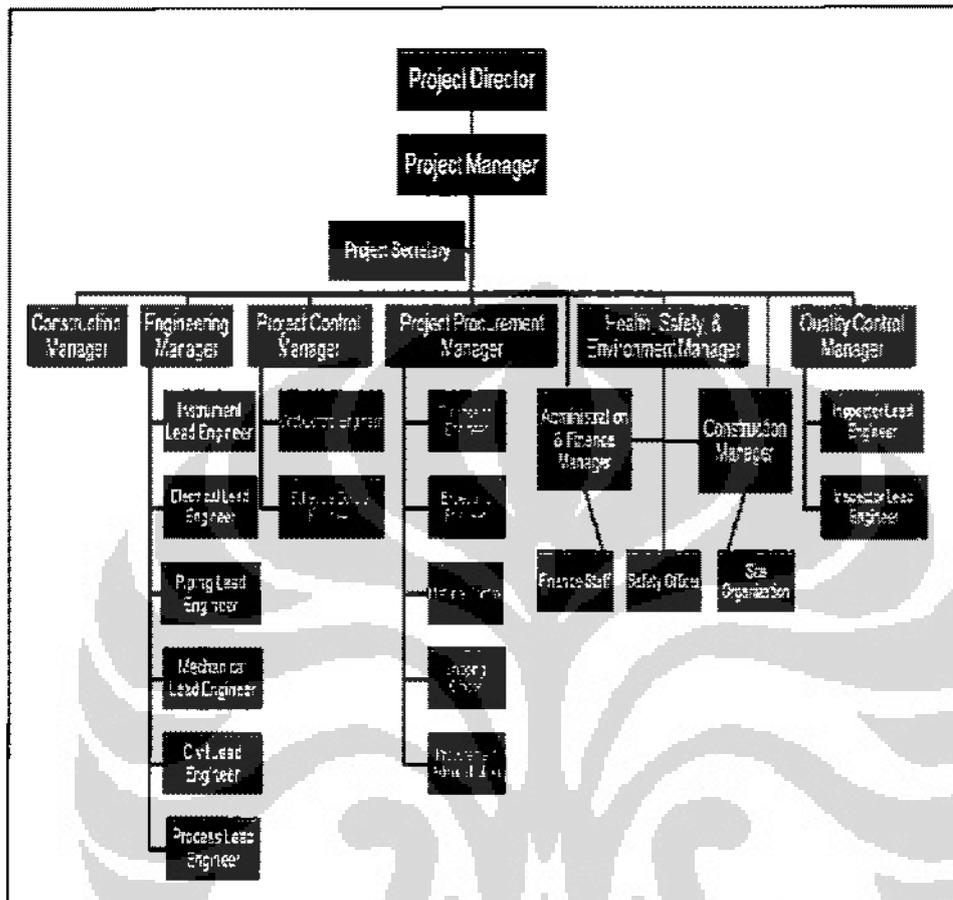
Dalam proyek EPC, ada dua hal yang harus dikontrol secara ketat, yaitu:

1. Jadwal (schedule control)

Ada ribuan bahkan puluhan ribu jenis aktivitas yang saling terkait dalam proyek EPC. *Schedule control* bertujuan untuk memonitor kemajuan setiap aktivitas yang terdapat dalam *control schedule* serta mengevaluasi penyimpangannya.

2. Biaya (cost control)

Cost control meliputi berapa biaya yang sudah dikeluarkan untuk setiap aktivitas, kemajuan aktivitas tersebut, prediksi biaya sampai selesai, dan perbandingan prediksi biaya tersebut dengan anggaran (*budget*).



Gambar 3. 5. Susunan Organisasi Proyek EPC

Pembayaran proyek umumnya dilakukan dengan cara pembayaran terjadwal (*scheduled payment*), dimana pembayaran akan dilakukan jika tahap-tahap tertentu dalam proyek tersebut sudah tercapai. Oleh karena itu risiko pengadaan modal kerja dan risiko likuiditas menjadi pertimbangan utama bagi manajemen proyek-proyek tersebut.

Risiko likuiditas (*negative cashflow*) pada suatu proyek disebabkan oleh keterlambatan proyek, metode pembayaran dari klien ke kontraktor yang memberatkan kontraktor, dan keterlambatan penagihan ke klien.

3.3. Tinjauan Proyek X

Proyek X adalah salah satu proyek Pembangkit Listrik berkapasitas 600 MW di daerah Banten. Proyek ini digarap secara konsorsium oleh PT. ABC dan salah satu kontraktor EPC asal Cina. Lingkup pekerjaan PT. ABC meliputi *civil engineering*, pengadaan barang dan jasa untuk *civil work*, dan konstruksi, sedangkan selebihnya adalah lingkup pekerjaan dari rekanan konsorsium asal Cina tersebut. Oleh karena *civil engineering* sangat tergantung pada output *design engineering* lainnya, maka pekerjaan PT. ABC sangat tergantung pada *output design engineering* dari rekanan konsorsiumnya.

Metode pembayaran proyek X adalah secara *lumpsum*, yaitu nilai proyek yang tetap disepakati pada awal proyek. Sementara itu yang menjadi lingkup pekerjaan PT. ABC adalah sebesar Rp. 715.000.000.000,00 dengan pembayaran terjadwal sesuai kemajuan pekerjaan. Karena pengadaan barang untuk *civil work* dapat diperoleh dari dalam negeri dan keseluruhan pengerjaan *man power* menggunakan subkontraktor lokal, maka pengeluaran *civil work* adalah dalam mata uang Rupiah. Oleh karena itu selanjutnya, PT. ABC memperoleh pendapatan dalam Rupiah.

Proyek X dieksekusi selama sekitar dua tahun, yaitu Maret 2007-Juni 2009. Tahap *engineering* oleh rekanan konsorsium asal Cina direncanakan berlangsung selama Maret 2007-Januari 2008. Pengerjaan desain *civil work* oleh PT. ABC dijadwalkan mulai Januari 2008. Tahapan pembelian material untuk *civil work* dijadwalkan bulan Maret 2008, paralel dengan pengerjaan desain *civil work*.

Seperti telah diuraikan sebelumnya, hal yang sangat penting untuk dimonitor dalam proyek EPC adalah jadwal dan biaya. Karena keterlambatan tahap tertentu akan merambat ke tahapan di belakangnya. Ternyata pengerjaan *engineering* oleh rekanan konsorsium Cina mengalami keterlambatan karena adanya perubahan desain. Hal ini mengakibatkan PT. ABC juga terlambat menerima desain sebagai dasar pengerjaan desain *civil work*.

Sementara itu pada awal tahun 2008, harga material-material untuk *civil work* seperti salah satunya *steel structure* menunjukkan tren naik mengikuti harga minyak bumi yang meningkat tajam. Kecenderungan ini mendorong manajemen proyek melakukan pembelian secepatnya. Namun karena keterlambatan data

desain, maka estimasi pembelian material tidak bisa dilakukan sesuai jadwal. Pada bulan Mei 2008, PT. ABC baru bisa mengestimasi kebutuhan material yang diperlukan, dimana salah satunya adalah *steel structure*, yaitu 6.000 ton.

Manajemen proyek berusaha untuk mencari harga termurah untuk pembelian *steel structure*. Penawaran datang dari salah satu pemasok asal Cina. Kebutuhan 6000 ton *steel structure* ditawarkan dengan harga total USD12.000.000 sudah termasuk pengiriman sampai ke *site*. Dengan kurs yang stabil saat itu yaitu Rp 9.200/USD, maka harga persatuannya menjadi Rp. 18.400 per kg. Sementara itu harga di dalam negeri sebesar Rp. 21.000 per kg.

Dengan potensi penghematan yang besar tersebut, maka manajemen proyek X dari PT. ABC memutuskan untuk melakukan pembelian *steel structure* dari negara Cina dengan harga tersebut. Semenjak saat itu, pembelian *steel structure* ini terkena eksposur transaksi valuta asing. Sementara itu, pembelian material lain selain *steel structure* tetap dibeli di dalam negeri walaupun mengalami kenaikan yang cukup signifikan.

Pengiriman untuk material dari Cina tersebut adalah pengiriman langsung ke *site* sebanyak empat kali, yaitu pada Juli 2008, September 2008, November 2008 dan Januari 2009. Pembayaran dilakukan setelah material tersebut sampai dan sesuai spesifikasi.

Pada akhir kuartal ketiga, nilai tukar USD terhadap IDR mulai menguat tajam (Tabel 3.1) sebagai efek dari penarikan investasi di Indonesia secara besar-besaran oleh investor luar negeri. Fenomena ini terjadi sebagai akibat dari krisis di Amerika Serikat yang diawali oleh *subprime mortgage*. Sebaliknya, harga material cenderung menurun seiring dengan penurunan minyak bumi yang signifikan.

Mei 2008	Rp. 9.279 / USD	Oktober 2008	Rp. 10.020 / USD
Juni 2008	Rp. 9.283 / USD	November 2008	Rp. 12.211 / USD
Juli 2008	Rp. 9.157 / USD	Desember 2008	Rp. 11.825 / USD
Agustus 2008	Rp. 9.156 / USD	Januari 2009	Rp. 11.335 / USD
September 2008	Rp. 9.362 / USD	Februari 2009	Rp. 11.853 / USD

Tabel 3. 1 Rata-rata Nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS

Masalah yang dihadapi serta akibatnya dapat diringkas sebagai berikut:

- Keterlambatan penyerahan desain oleh rekanan konsorsium asal Cina menyebabkan kemunduran jadwal proyek awal dari Juni 2009 menjadi November 2009.
- Peningkatan harga material lain selain *steel structure* pada bulan Mei 2008 dan penguatan dolar AS yang signifikan membuat perhitungan biaya yang dikeluarkan aktual jauh melebihi anggaran awal menyebabkan terjadinya penurunan profit yang signifikan seperti pada Tabel 3.2 berikut.

	<i>Original Budget</i>	<i>Estimate at completion</i>
<i>Project Services</i>	5.31%	2.64%
<i>Engineering services civil work</i>	2.80%	1.47%
<i>Engineering services of Consortium partner</i>	0.33%	0.05%
<i>Procurement</i>	15.24%	16.25%
<i>Construction civil work + subcontract</i>	75.64%	79.25%
<i>Community Development</i>	0.68%	0.35%
Total cost (Rp)	628,790,009,189	674,028,307,754

Tabel 3. 2 *Project Cost Summary per December 2008*

Pada Tabel 3.2 tersebut diuraikan total biaya menurut proposal awal (*original cost*) dan estimasi total biaya sampai proyek selesai (*estimate to completion*). Pembelian material *steel structure* dalam dolar AS termasuk dalam biaya *procurement*. Karena pembayarannya masih ditunda, maka pembelian tersebut masih tercatat dengan kurs konversi Rp. 9.200/USD 1. Bisa dilihat bahwa dengan kurs tersebut, total estimasi biaya dari proyek X sudah meningkat sampai mendekati Rp. 50 milyar. Oleh karena itu pelemahan Rupiah terhadap dolar AS secara terus-menerus sangat mempengaruhi profit dari proyek X tersebut.

Untuk selanjutnya, fokus dalam penulisan karya tulis ini adalah pada masalah eksposur transaksi pada pembayaran *steel structure* tersebut agar tidak menggerus profit.

Terjadinya penguatan Dolar AS terhadap Rupiah mengakibatkan ketidakstabilan harga Rupiah menyebabkan manajemen proyek mengambil keputusan membuat kesepakatan dengan pemasok dari Cina untuk menunda pembayaran. Pembayaran pertama yang sudah ditunasi adalah sebesar USD3.000.000, sedangkan pembayaran untuk pengiriman kedua sampai keempat sejumlah USD9.000.000 ditunda sampai batas waktu Juli 2009 walaupun saat ini pengiriman material tersebut sudah sampai di tempat tujuan.

Namun tidak ada yang dapat menjamin nilai tukar dolar AS terhadap Rupiah akan terus menguat atau justru melemah saat waktu jatuh tempo pembayaran, sehingga hal ini terus mengancam tergerusnya laba bersih dari proyek X.

Setelah Penulis berdiskusi dengan manajemen proyek X, ada beberapa alternatif yang dapat ditempuh oleh manajemen proyek X untuk mengatasi hal ini, yaitu:

1. melakukan klaim kepada rekanan kontraktor asal Cina tersebut karena melakukan perubahan desain yang tidak sesuai dengan kesepakatan awal, sehingga berefek pada *civil work*. Saat ini manajemen proyek X berhasil mencapai kesepakatan dengan rekanan asal Cina tersebut untuk klaim sebesar Rp. 66.000.000.000,00. Manajemen mengalokasikan sekitar 30% dari klaim tersebut untuk meminimalisasi risiko valuta asing.
2. melakukan perampingan biaya pada sektor-sektor yang dapat memungkinkan untuk ditekan, misalnya biaya tenaga kerja.
3. melakukan optimasi lindung nilai (*hedging*) untuk meminimalkan risiko penguatan nilai tukar dolar AS terhadap Rupiah saat waktu jatuh tempo pembayaran.

3.4. Alternatif Hedging untuk Meminimalkan Risiko Valuta Asing pada Proyek X

Salah satu alternatif meminimalkan risiko valuta asing untuk pembayaran *steel structure* sebesar USD 9.000.000 jatuh tempo pada Juli 2009 adalah dengan melakukan *hedging* (aktivitas lindung nilai). *Hedging* yang digunakan dalam kasus ini adalah untuk keperluan jangka menengah, dengan asumsi cukup tersedia *cashflow* untuk memfasilitasi *hedging* ini.

Adapun alternatif *hedging* yang dapat digunakan adalah dengan menggunakan *forward*, *option*. Alternatif lainnya yang dapat dipilih manajemen adalah *money market*, dan *no hedging*. Instrumen *hedging* yang akan dipilih adalah yang memerlukan pengeluaran dalam Rupiah seminimum mungkin.

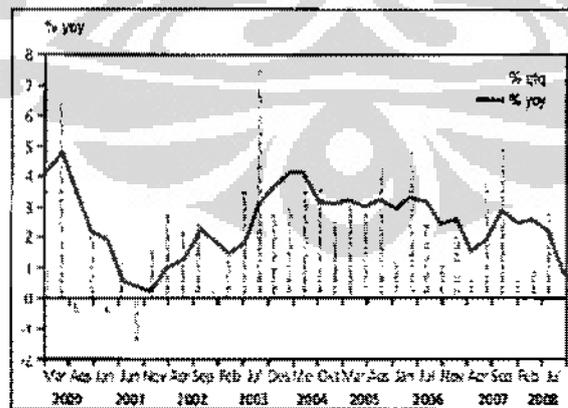
Setiap instrumen memiliki manfaat masing-masing dalam tujuan *hedging* proyek ini. Penggunaan *forward* dapat mempermudah manajemen proyek X memprediksi pengeluaran untuk *steel structure* dan penyimpangannya terhadap *budget* semula. Sementara itu penggunaan *option* dapat menawarkan fleksibilitas bagi proyek X untuk mengeksekusi. Sedangkan *money market* merupakan alternatif yang menawarkan kepada manajemen proyek X untuk memanfaatkan bunga bank.

BAB 4 ANALISA PEMBAHASAN

4.1. Kondisi Ekonomi Global 2009

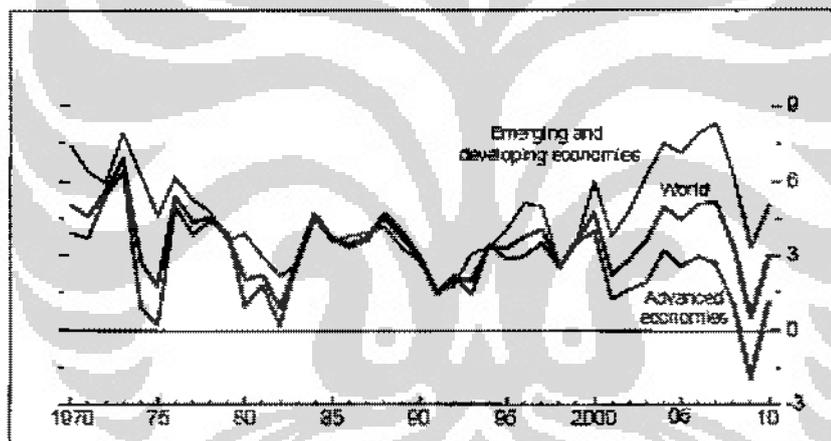
Semenjak permasalahan kredit perumahan (*subprime-mortgage crisis*) yang terjadi di Amerika Serikat muncul ke permukaan mulai tahun 2007, kondisi perekonomian di Amerika Serikat mulai terlihat suram. Keadaan ini berlanjut memasuki babak baru di tahun 2008. Kepercayaan investor dunia terhadap dunia perbankan tumbang sejalan dengan tumbanganya sejumlah institusi keuangan raksasa Amerika Serikat, seperti *Lehman Brothers*. Memburuknya kondisi perbankan Amerika Serikat ditandai dengan kerugian besar institusi keuangan besar seperti *Citigroup*, *Bank of America*, jatuhnya bursa saham Wall Street, serta terbongkarnya investasi fiktif di Amerika Serikat.

Dengan meningkatnya krisis kepercayaan pada institusi keuangan Amerika Serikat, muncullah masalah likuiditas di pasar uang. Efek selanjutnya adalah perlambatan pertumbuhan sektor riil, serta pemutusan hubungan kerja global yang besar-besaran. Perlambatan perekonomian sudah tak terhindarkan lagi oleh Amerika Serikat. Pertumbuhan perekonomian Amerika Serikat pada triwulan ketiga tahun 2008 terus menurun menjadi 0,8% *year-on-year* (*yoy*) dibandingkan dengan 2,1% *yoy* pada triwulan sebelumnya (Gambar 4.1).



Perlambatan pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat menyebabkan menurunnya tingkat konsumsi negara tersebut. Di sisi lain, para investor institusional maupun perseorangan di luar Amerika Serikat ikut mengalami kerugian besar karena terlibat investasi dengan Amerika Serikat. Hal ini menyebabkan semakin besarnya rasa ketidakpercayaan antar institusi keuangan secara global.

Kesemua faktor tersebut menyebabkan efek domino dengan ikut menyeret perekonomian global menuju krisis keuangan global. Pertumbuhan perekonomian dunia baik negara maju maupun berkembang tidak lepas dari imbas krisis global tersebut sehingga sama-sama menunjukkan pola pertumbuhan melambat (Gambar 4.2).



Gambar 4. 2 Pertumbuhan GDP untuk Negara Ekonomi Berkembang, Dunia, dan Negara Ekonomi Maju. Sumber: Moodys, 2009.

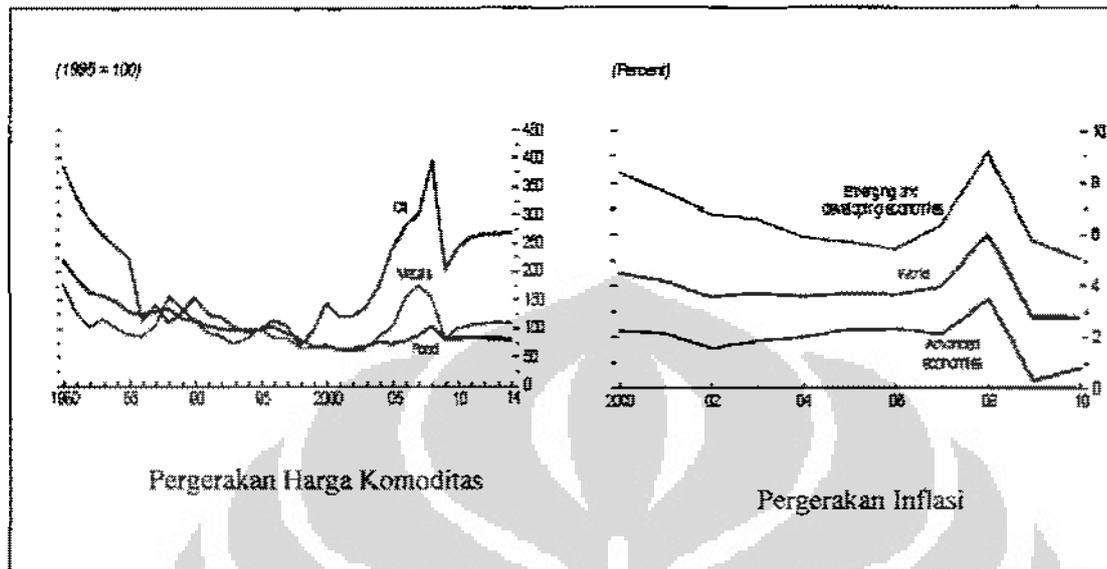
Melihat suramnya perekonomian global, Dana Moneter Internasional (IMF) mengkoreksi prediksinya untuk pertumbuhan dunia di tahun 2009 dari 2,2% (versi November 2008) menjadi hanya 0,5%. Kawasan negara berkembang Asia yang semula diperkirakan relatif aman dari dampak krisis yang berpusat di Amerika Serikat tak luput dari koreksi prediksi pertumbuhan oleh IMF untuk 2009 dari 4,9% menjadi 2,7%. Sementara itu prediksi pertumbuhan untuk Cina

adalah 6,7% dan kawasan negara maju Asia, seperti Hongkong, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, Jepang adalah 5,5% (Tabel 4.1).

	Year over Year			
	2007	2008	Projections	
			2009	2010
World output ¹	5.2	3.4	0.5	3.0
Advanced economies	2.7	1.0	-2.0	1.1
United States	2.0	1.1	-1.6	1.6
Euro area	2.6	1.0	-2.0	0.2
Germany	2.5	1.3	-2.5	0.1
France	2.2	0.8	-1.9	0.7
Italy	1.5	-0.6	-2.1	-0.1
Spain	3.7	1.2	-1.7	-0.1
Japan	2.4	-0.3	-2.6	-0.6
United Kingdom	3.0	0.7	-2.8	0.2
Canada	2.7	0.6	-1.2	1.6
Other advanced economies	4.6	1.9	-2.4	2.2
Newly industrialized Asian economies	5.6	2.1	-3.9	3.1
Emerging and developing economies ²	8.3	6.3	3.3	5.0
Africa	6.2	5.2	3.4	4.9
Sub-Saharan	6.9	5.4	3.5	5.0
Central and eastern Europe	5.4	3.2	-0.4	2.3
Commonwealth of Independent States	8.6	6.0	-0.4	2.2
Russia	8.1	6.2	-0.7	1.3
Excluding Russia	9.7	5.4	0.3	4.4
Developing Asia	10.6	7.8	5.5	6.9
China	13.0	9.0	6.7	8.0
India	9.3	7.3	5.1	6.5
ASEAN-5	6.3	5.4	2.7	4.1
Middle East	6.4	6.1	3.9	4.7
Western Hemisphere	5.7	4.6	1.1	3.0
Brazil	5.7	5.8	1.8	3.5
Mexico	3.2	1.8	-0.3	2.1

Tabel 4.1 Prediksi Pertumbuhan Dunia oleh Dana Moneter Internasional (IMF) dalam persen. Sumber: Moodys, 2009

Perlambatan ekonomi global memicu penurunan konsumsi barang-barang komoditas sehingga harga barang komoditas, seperti minyak mentah dan mineral logam, mengalami penurunan signifikan setelah triwulan kedua tahun 2008. Penurunan harga komoditas dunia tersebut menekan inflasi baik di negara maju, negara berkembang dan di dunia seperti terlihat pada data Dana Moneter Internasional (IMF) pada Gambar 4.3 berikut.



Gambar 4. 3 Pergerakan Harga Komoditas dan Pergerakan inflasi.
Sumber: Moodys, 2009

Perlambatan ekonomi global ini memicu negara-negara di dunia untuk bertindak. Pertama, bank sentral negara cenderung menurunkan suku bunganya agar likuiditas di pasar uang menjadi lebih baik (Tabel 4.2). Bahkan The Fed menurunkan suku bunganya ke level terendahnya menjadi 0,25% per tahun.

Kedua, adanya intervensi negara dalam memberikan jaminan kepada institusi swasta untuk memulihkan kepercayaan investor, terutama di sektor perbankan. Sebagai contoh Singapura bersedia menjamin 100% uang nasabahnya jika menabung di bank-bank di Singapura.

Negara	Sebelum	Sesudah
Amerika Serikat	1%	0,25%
Jepang	0,3%	0,1%
Inggris	5,5%	5,25%
Korea Selatan	2,5%	2%
Australia	4,25%	3,25%

Tabel 4. 2 Penurunan Suku Bunga Bank Sentral Beberapa Negara

Ketiga, diyakini obat perlambatan ekonomi global ini adalah pengeluaran pemerintah yang besar untuk memompa laju konsumsi domestik tiap negara di hampir seluruh dunia. Paket stimulus ini diyakini dapat memacu pertumbuhan ekonomi menjadi lebih dinamis.

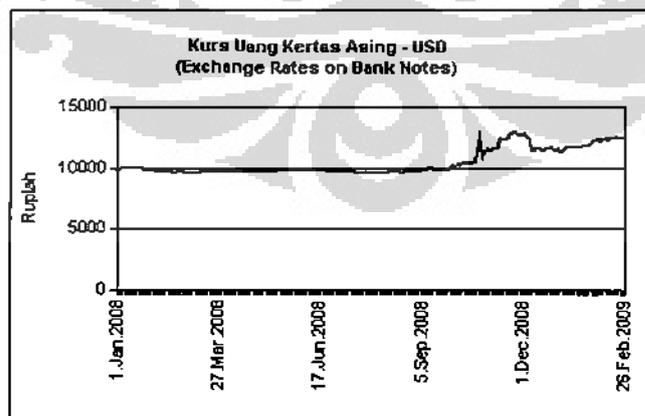
Konsekuensi dari paket stimulus ini adalah defisit anggaran bagi negara dengan cadangan devisa yang tidak cukup kuat. Defisit negara itu akan cenderung ditutup dengan peningkatan penerbitan surat utang negara. Sementara itu, dalam keadaan krisis yang tidak stabil, investor cenderung menempatkan investasinya di pendapatan tetap dan memiliki jaminan. Hal tersebut dapat menimbulkan potensi munculnya gelembung surat utang. Jika tidak dibatasi kemungkinan dapat menimbulkan resiko baru, yaitu krisis surat utang.

Terlepas dari pro dan kontra mengenai rencana paket stimulus ini, negara-negara di dunia telah mengumumkan rencana stimulusnya. Ketika program stimulus ini berhasil memperlihatkan efek positifnya, diperkirakan pada tahun 2010 negara-negara di dunia akan kembali mengalami pertumbuhan positif.

4.2. Analisis Pergerakan Nilai Tukar Dolar AS terhadap Rupiah

4.2.1. Analisis Fundamental Indonesia

Pola pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS sepanjang tahun 2008 sampai pada triwulan pertama tahun 2009 seperti terlihat pada Gambar 4.4 tidak terlepas dari pengaruh faktor fundamental.



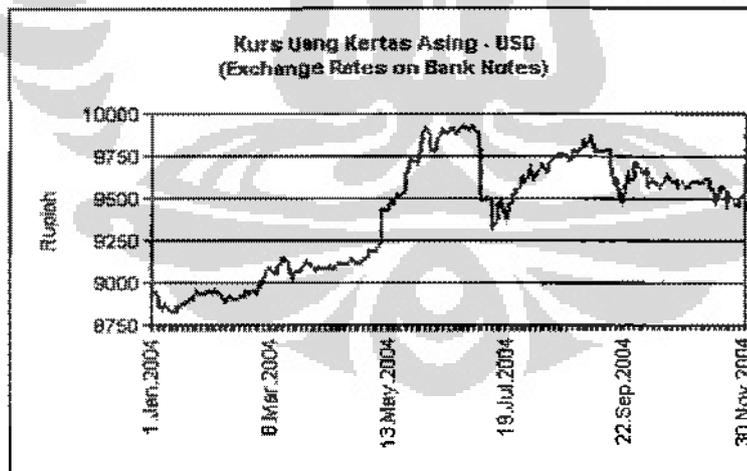
Gambar 4. 4 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS 1 Jan 2008 – 26 Feb 2009. Sumber: Bank Indonesia, 2009

Ada tiga faktor fundamental yang digunakan oleh Penulis untuk menganalisis fundamental Indonesia, yaitu faktor politik (yang dikaitkan dengan kestabilan keamanan Indonesia), faktor ekonomi, dan faktor eksternal.

4.2.1.1. Faktor Politik

Indonesia akan menggelar perhelatan politik yang besar pada tahun 2009 ini. Pemilihan umum (Pemilu) akan diadakan dua kali, yaitu pemilihan legislatif pada 9 April 2009, dan pemilihan presiden secara langsung pada 8 Juli 2009.

Berkaca dari pengalaman Pemilu sebelumnya di tahun 2004, Pemilu dilaksanakan dua tahap, yaitu Juli 2004 dan September 2004. Kecenderungan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS cenderung melemah mendekati Pemilu (Gambar 4.5). Investor memiliki sugesti bahwa dengan adanya kampanye-kampanye dan persaingan politik sampai Pemilu, kondisi keamanan di Indonesia cenderung tidak stabil. Sehingga pada periode tersebut investor enggan untuk berinvestasi di Indonesia. Sementara itu, warga negara Indonesia cenderung menempatkan dananya dalam Dolar AS di luar negeri yang dirasa lebih aman.



Gambar 4. 5 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS Sepanjang tahun 2004. Sumber: Bank Indonesia

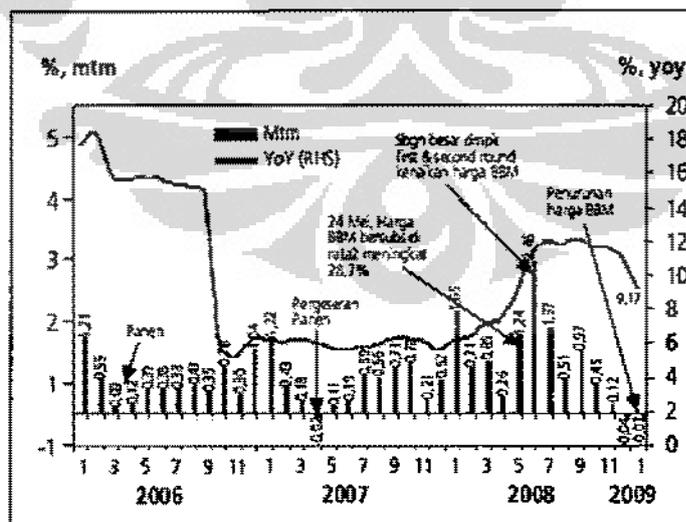
Berdasarkan pengalaman di tahun 2004 tersebut, setelah hasil Pemilu diketahui, yaitu pada triwulan keempat, terjadi pola penguatan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS karena masuknya lagi aliran dana dari luar negeri milik warga negara Indonesia. Sementara itu, investor kembali percaya dengan stabilitas keamanan di Indonesia sehingga mau berinvestasi kembali di Indonesia.

Penulis melihat bahwa besar kemungkinan pola pergerakan Rupiah terhadap Dolar AS selama Pemilu sama dengan pola pada tahun 2004 tersebut, pelemahan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS sampai pada Pemilu berakhir, yaitu akhir semester pertama 2009. Penguatan Rupiah terhadap dolar AS berpotensi terjadi setelah Presiden Republik Indonesia terpilih diumumkan dan mengumumkan rencana kerjanya.

4.2.1.2. Faktor Ekonomi

1. Inflasi

Kecenderungan penurunan inflasi yang berlangsung sejak Oktober 2008 masih terus berlanjut di awal tahun 2009. Pada Januari 2009 tercatat deflasi 0,04% *month-to-month* (mtm) (Gambar 4.6). Deflasi ini terutama disumbangkan oleh kebijakan pemerintah yang menurunkan harga BBM bersubsidi seiring dengan penurunan harga minyak internasional.



Gambar 4. 6 Perkembangan Inflasi di Indonesia. Sumber: Bank Indonesia, 2009

2. Suku Bunga

Pada triwulan kedua tahun 2008, Bank Indonesia cenderung menaikkan suku bunganya untuk mengantisipasi inflasi di Indonesia. Namun suku bunga Bank Indonesia terus mengalami penurunan sejak akhir tahun 2008. Bank Indonesia menurunkan suku bunganya sebesar 25 basis poin dari 9,50% menjadi 9,25% pada Desember 2008. Seiring dengan penurunan inflasi di Indonesia, suku bunga Bank Indonesia diturunkan kembali sebesar 25 basis poin di bulan Januari 2009, 50 basis poin di bulan Februari 2009 dan 50 basis poin lagi di bulan Maret 2009 masing-masing menjadi 8,75%, 8,25%, dan 7,75% (Tabel 4.3).

Bulan	Persen(%)	Bulan	Persen(%)	Bulan	Persen(%)
Jan-08	8.00	Jun-08	8.50	Nov-08	9.50
Feb-08	8.00	Jul-08	8.75	Dec-08	9.25
Mar-08	8.00	Aug-08	9.00	Jan-09	8.75
Apr-08	8.00	Sep-08	9.25	Feb-09	8.25
May-08	8.25	Oct-08	9.50	Mar-09	7.75

Tabel 4. 3 Perkembangan Suku Bunga Bank Indonesia
Sumber : Bank Indonesia, 2009

Penurunan suku bunga Bank Indonesia ini ditujukan agar bank-bank di Indonesia ikut menurunkan suku bunga kreditnya. Selanjutnya diharapkan akan meningkatkan likuiditas perbankan di Indonesia dan mendorong aktivitas sektor-sektor bisnis di Indonesia.

3. Neraca Pembayaran (*Balance of Payment*)

Neraca Pembayaran Indonesia pada triwulan ketiga tahun 2008 mencatat defisit sebesar USD 89 juta (Tabel 4.4). Defisit ini dipengaruhi oleh defisit transaksi berjalan yang besarnya sekitar USD 0,6 miliar, artinya lebih besar daripada surplus transaksi modal dan keuangan yang mencapai sekitar USD 0,5 miliar.

Meskipun mencatat defisit, namun defisit tersebut mengalami penurunan jika dibandingkan dengan triwulan kedua tahun 2008. Perbaikan kinerja yang

terjadi bersumber dari meningkatnya surplus neraca perdagangan migas dan menurunnya defisit transaksi pendapatan. Kenaikan surplus neraca perdagangan migas tersebut dapat mengimbangi penurunan surplus neraca perdagangan non migas.

Sebaliknya transaksi modal dan finansial mencatat penurunan surplus bila dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Penurunan ini terutama disebabkan oleh arus keluar modal portofolio asing dalam bentuk penjualan SBI, SUN, dan saham yang terkait dengan kondisi pasar keuangan global yang memburuk. Sejalan dengan perkembangan tersebut, jumlah cadangan devisa pada akhir periode turun menjadi USD 57,1 miliar.

KOMPONEN	2007	2008	2008	2008
			Tw.I	Tw.II
NERACA PEMBAYARAN INDONESIA (juta USD)				
- Transaksi Berjalan	10,347	2,601	-1,241	-564
- Transaksi Modal & Finansial	3,466	-1,623	2,599	909
- Total	13,814	978	1,358	345
- Net Errors & Omissions	-1,099	54	-35	-34
- Overall balance	12,715	1,032	1,324	311
- Cadangan Devisa	56,920	58,967	59,453	57,100

Tabel 4. 4 Neraca Pembayaran Indonesia pada Triwulan ketiga tahun 2008.
Sumber: Bank Indonesia, 2008.

Sementara itu, untuk berjaga-jaga jika Bank Indonesia harus melakukan intervensi terhadap nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS, pemerintah sampai saat ini memiliki cadangan devisa dalam bentuk pinjaman dengan total sebesar USD 18 miliar yang bisa dipertukarkan di antara dua negara melalui *Bilateral Swap Agreement* (BSA). Adapun negara-negara yang dimaksud adalah Cina, Korea Selatan dan Jepang.

4. Produk Domestik Bruto / PDB (*Gross Domestic Product/ GDP*)

Dari Tabel 4.4, terlihat bahwa PDB Indonesia di tahun 2007 sampai triwulan ketiga tahun 2008 cenderung stabil di sekitar 6% *year on year* (yoy). Ini

menandakan bahwa pertumbuhan perekonomian di Indonesia cenderung stabil. Namun hal ini perlu diwaspadai setelah krisis ekonomi global mengancam.

Menyesuaikan dengan kondisi perekonomian global, pemerintah Indonesia menurunkan pertumbuhan Indonesia di 2009 yang sebelumnya ditargetkan sebesar 5,5% dikoreksi menjadi 4,5%.

5. Indeks Harga Konsumen /IHK (*Consumer Price Index /CPI*)

Secara umum, perubahan IHK per bulan untuk sepanjang tahun 2008 menunjukkan kecenderungan menurun (Tabel 4.5). Bahkan pada akhir tahun 2008 dan awal tahun 2009 menunjukkan perubahan *month to month* (mtm) yang negatif, yaitu 0,7% mtm dan -0,07% yoy pada Januari 2009. Hal ini menunjukkan kecenderungan penurunan harga-harga barang. Penurunan disumbang terutama oleh perubahan IHK untuk BBM.

Dilihat dari indikator ekonomi, yaitu penurunan inflasi yang signifikan, penurunan suku bunga sampai beberapa kali, pertumbuhan Produk Domestik Bruto, cadangan devisa negara sebesar USD 57 miliar ditambah lagi cadangan melalui BSA sebesar USD 18 miliar menunjukkan pemerintah Indonesia mempersiapkan fundamental ekonomi Indonesia untuk menghadapi kondisi krisis yang timbul akibat imbas perekonomian global.

Pemerintah Indonesia sendiri mengakui bahwa semester pertama tahun 2009 akan menghadapi masa kritis sebagai imbas perekonomian global yang memburuk. Pertumbuhan Indonesia yang sebelumnya ditargetkan sebesar 5,5% dikoreksi menjadi 4,5%.

TABLE 4.5: DOMESTIC CONSUMER PRICE INDEX OF 60 CITIES
(1997 = 100)

Index	Perubahan Change (%)	Tahunan, kumulatif, dan Jenis perubahan TREN ANNUAL, CUMULATIVE AND FINANCIAL SERVICES		Index	Seri General			Period
		Index	Perubahan Change (%)		Bulan Month to month	Perubahan Change	Percentage of Change	
126.20	10.72	124.23	1.96	126.86	-	6.40	6.40	2004
128.82	8.75	125.78	11.04	126.80	-	17.11	17.11	2005
147.70	8.13	127.05	11.02	141.87	-	6.05	6.05	2006
160.76	8.83	162.14	1.15	151.10	-	6.59	6.59	2007
169.84	0.10	167.20	-7.74	153.66	-	11.05	11.05	2008
247.85	0.10	167.23	0.10	147.41	1.64	1.04	1.29	2009
248.19	0.71	167.39	0.01	148.12	0.67	1.07	6.10	Jan.
148.31	0.01	167.42	0.03	148.09	0.74	1.70	3.12	Feb.
248.18	-0.01	167.70	0.28	148.41	-0.10	1.74	5.29	Mar.
248.19	0.01	168.00	0.17	148.19	0.20	1.84	5.01	Apr.
148.24	0.05	168.18	0.18	148.71	0.53	1.75	1.77	May
147.31	2.83	168.27	0.09	149.00	0.20	2.02	6.06	Jun.
137.37	7.58	168.11	0.04	133.22	0.25	2.53	6.11	Jul.
160.01	1.70	168.44	0.27	133.77	0.40	4.42	6.69	Aug.
160.14	0.71	170.13	0.87	134.71	0.70	4.74	6.89	Sep.
160.55	0.24	168.78	-0.87	131.81	0.28	5.43	6.71	Oct.
160.74	0.77	169.15	0.27	131.50	1.10	6.97	6.74	Nov.
160.71	0.01	169.15	0.01	130.20	1.77	1.77	1.15	Des.
160.82	0.06	169.19	0.04	129.79	0.41	2.44	7.09	2005
160.97	0.09	165.17	0.11	126.81	0.92	1.41	8.19	2006
261.20	0.53	167.77	-0.18	126.79	0.02	4.02	8.05	2007
165.78	0.17	170.38	1.21	126.65	1.41	1.47	10.68	2008
164.90	0.44	169.53	0.77	126.08	0.48	7.37	11.01	2009
165.82	1.74	169.88	0.35	125.35	0.37	8.81	11.00	2009
169.27	1.95	169.45	-0.18	124.45	0.75	9.40	11.89	2009
168.54	0.63	169.14	0.29	123.25	0.65	10.47	12.81	2009
169.38	0.19	169.82	0.40	123.70	0.45	12.86	13.17	2009
169.66	0.16	169.28	-0.38	123.60	0.12	13.20	13.83	2009
169.84	0.18	169.18	-0.10	123.80	-0.04	13.06	13.06	2009
200.97	8.27	164.15	-1.13	113.79	-0.27	-0.07	0.17	2009

Source: Statistics Indonesia
- The consolidated CPI for the year of 2002 and 2001 (based year of 1996) has been published in April 2004 edition.

Tabel 4. 5 Indeks Harga Konsumen Tahun 2004 – 2009.
Sumber: Bank Indonesia, 2009.

Pada dasarnya ada dua langkah pokok yang ditempuh pemerintah, yaitu pertama menjaga kepercayaan terhadap rupiah dan meningkatkan ketahanan sektor keuangan dengan memberi payung-payung hukum dan jaminan bagi dunia perbankan di Indonesia. Kedua adalah dengan memperkuat permintaan domestik dengan mengalokasikan anggaran belanja dan stimulus untuk mendorong daya beli domestik, pertumbuhan di sektor-sektor seperti perkebunan dan pertambangan.

Hal yang sedikit menjadi hambatan adalah banyaknya korporasi di Indonesia sendiri, baik swasta maupun BUMN, yang melakukan transaksi dan utang dalam dolar AS dibanding Rupiah. Ini menyebabkan Rupiah berpotensi melemah karena dolar AS cenderung diburu. Terlepas dari hambatan tersebut, Bank Indonesia tampaknya siap untuk melakukan intervensi apabila terjadi pelemahan Rupiah secara tajam. Oleh karena itu, Penulis berpendapat bahwa fundamental perekonomian Indonesia dapat dikatakan berada pada posisi moderat dalam menghadapi krisis.

Dengan demikian, walaupun pergerakan Rupiah terhadap dolar AS masih berpotensi melemah sampai akhir semester satu tahun 2009 sejalan dengan krisis global yang mencapai titik tertinggi, setelah itu Rupiah masih berpeluang untuk menguat bersamaan dengan peluang negara berkembang di Asia yang diprediksi bisa lebih dahulu pulih dari krisis, karena negara berkembang di Asia masih dianggap sebagai tempat untuk investasi dengan prospek menjanjikan.

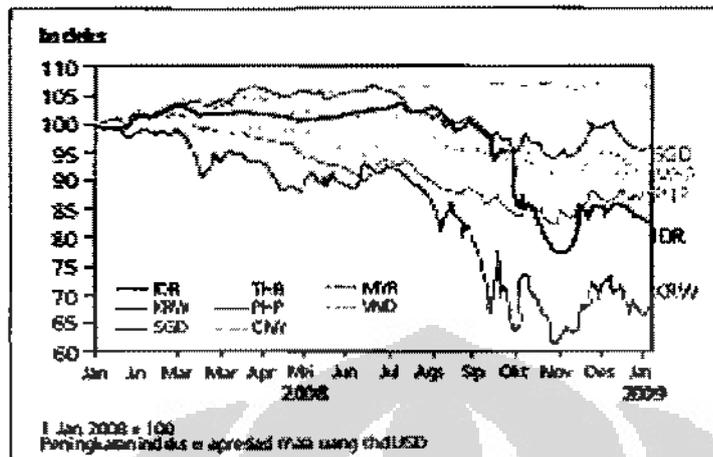
4.2.1.3. Faktor Eksternal

Pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS pada dasarnya sejalan dengan mata uang regional lainnya karena dipengaruhi oleh faktor eksternal, yaitu kondisi perekonomian yang terjadi di negara lain, dalam hal ini adalah Amerika Serikat maupun global. Berikut adalah faktor eksternal yang harus diperhatikan:

1. Pergerakan Rupiah dan mata uang regional tertekan akibat adanya ancaman resesi ekonomi global

Mulai pada awal semester kedua tahun 2008, Rupiah sejalan dengan mata uang regional lainnya cenderung mengalami depresiasi terhadap Dolar AS akibat investor asing cenderung membawa kembali dana investasi ke negara asalnya sebagai efek resesi (Gambar 4.7).

Pesimisme terhadap ekonomi global yang ditunjukkan oleh lembaga-lembaga institusional melalui koreksi prediksi perekonomian global ke depan semakin menambah pesimisme pelaku pasar. Investor cenderung menghindari risiko dan memilih mengalihkan dananya dari negara ekonomi berkembang ke aset yang lebih aman, yaitu *US Treasury*.



Gambar 4. 7 Indeks Pergerakan Mata Uang Regional terhadap Dolar AS (Rupiah Indonesia, Won Korea, Dolar Singapura, Baht Thailand, Peso Filipina, Yuan Cina, Ringgit Malaysia, Dong Vietnam). Sumber: Bank Indonesia, 2009

Di samping itu penurunan harga komoditas internasional dan ekspektasi penurunan profit turut memberi tekanan terhadap bursa saham global dan regional, yang menandai ketidakpastian prospek ekonomi di berbagai kawasan dan bergejolaknya pasar keuangan global. Pada akhirnya hal ini akan memberi tekanan terhadap mata uang regional.

Di awal tahun 2009, Rupiah bersama mata uang regional kembali terdepresiasi terhadap dolar AS akibat kebijakan ekonomi Amerika Serikat. Investor cenderung menarik kembali dolar AS-nya untuk membeli obligasi pemerintah Amerika Serikat karena dianggap sebagai investasi yang lebih aman. Hal ini juga berpengaruh terhadap pasokan dolar AS di dalam negeri Indonesia yang menjadi lebih sedikit, sedangkan kebutuhan dolar AS oleh korporasi di Indonesia juga masih besar karena sebagian transaksi korporasi di Indonesia dilakukan dengan dolar AS. Hal ini menyebabkan nilai tukar Rupiah kembali melemah terhadap dolar AS. Maka, jika Amerika Serikat mengeluarkan kebijakan-kebijakan yang menyebabkan investor menarik dolar AS nya kembali ke Amerika Serikat akan dapat melemahkan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS.

2. Amerika Serikat terus berusaha memompa likuiditas dolar AS di pasar sehingga berpotensi melemahkan nilai tukar dolar AS

Agar keluar dari krisis, dari awal tahun 2009 ini pemerintah Amerika Serikat terus berusaha sekuat tenaga memompa likuiditas dolar AS ke pasar dengan berbagai upaya, antara lain dengan paket stimulus pemerintah sekitar USD 700 miliar, penurunan suku bunga The Fed, bahkan bisa dengan mencetak dolar AS.

Jika upaya memompa likuiditas dolar AS ke pasar tidak juga membuat Amerika Serikat menunjukkan indikator perbaikan fundamental perekonomiannya sampai semester kedua di tahun 2009 ini, maka hal ini dapat berpotensi melemahkan nilai tukar dolar AS terhadap mata uang lain karena pasokan dolar AS yang terlalu banyak di pasar dan kehilangannya kepercayaan investor terhadap Amerika Serikat.

Maka, jika fundamental perekonomian Amerika Serikat tidak juga menunjukkan perbaikan secepatnya sampai semester kedua tahun 2009 ini, Rupiah berpotensi mengalami penguatan nilai tukar terhadap dolar AS.

Dari ketiga faktor yang digunakan untuk menganalisis fundamental perekonomian Indonesia, dapat diringkas sebagai berikut:

- Dari faktor politik, Pemilu seperti pengalaman tahun 2004 sebelumnya mendukung pelemahan Rupiah karena berkaitan dengan ketidakstabilan keamanan. Selanjutnya Rupiah dapat berpotensi menguat setelah Presiden terpilih dianggap dapat menyediakan kestabilan keamanan dan rencana kerjanya diumumkan karena dapat menarik kembali dana dolar AS masuk ke dalam negeri.
- Dari faktor ekonomi, neraca pembayaran Indonesia di sepanjang 2008 menunjukkan indikasi pertumbuhan yang bagus sebagai efek dari pertumbuhan sedari tahun sebelumnya yaitu 2007. Namun untuk tahun 2009, pertumbuhan ekonomi Indonesia perlu diwaspadai karena adanya ancaman efek krisis global.

Indikator ekonomi, yaitu penurunan inflasi, suku bunga Bank Indonesia, indeks harga konsumen, perekonomian Indonesia berada dalam posisi

cukup baik. Walaupun begitu, tekanan terhadap Rupiah dapat terjadi karena dolar AS lebih cenderung diburu dibandingkan Rupiah untuk transaksi dan utang korporasi di Indonesia. Bank Indonesia selalu berupaya memperkuat cadangan devisanya agar siap melakukan intervensi jika nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS mengalami pelemahan yang terlalu tajam. Secara fundamental, Rupiah berpeluang untuk terapresiasi terhadap dolar AS.

- Dari faktor eksternal, yaitu perekonomian Amerika Serikat sendiri, program-program stimulus yang dikeluarkan Amerika Serikat untuk mengatasi krisis perekonomian sangat berpengaruh terhadap fluktuasi nilai tukar dolar AS terhadap mata uang lain, termasuk Rupiah. Apabila aktivitas ekonomi yang dilakukan bersifat menarik dolar AS di pasaran, maka dolar AS akan terapresiasi terhadap mata uang lain. Hal ini berkaitan dengan supply-demand dolar AS di pasar.

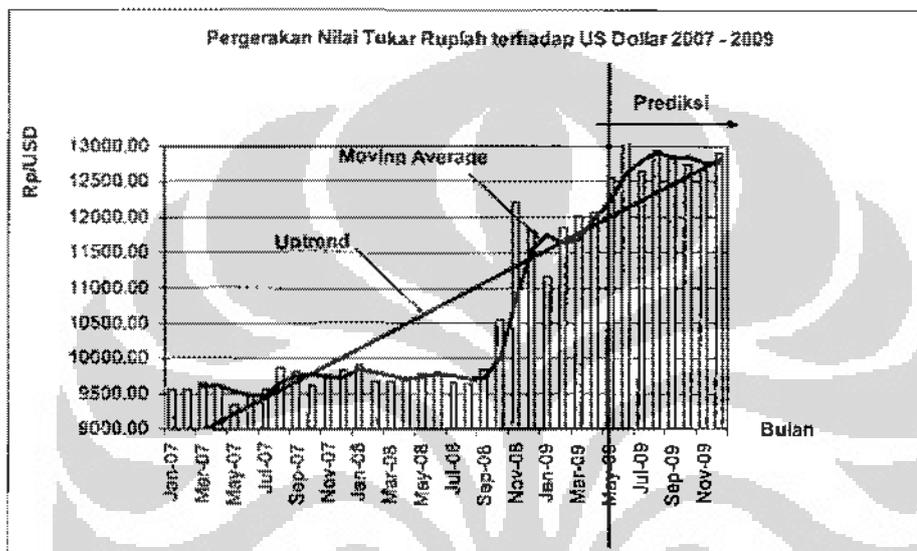
4.2.2. Analisis Teknikal

Pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS dari tahun 2007 sampai kuartal pertama dapat dilihat pada grafik pada Gambar 4.8. Diawali dengan posisi stabil di sekitar Rp 9.000,00/USD, kemudian Rupiah terdepresiasi secara signifikan, dimana Dolar AS berada pada posisi *uptrend* mulai pada kuartal keempat tahun 2008 sampai di kuartal pertama tahun 2009.

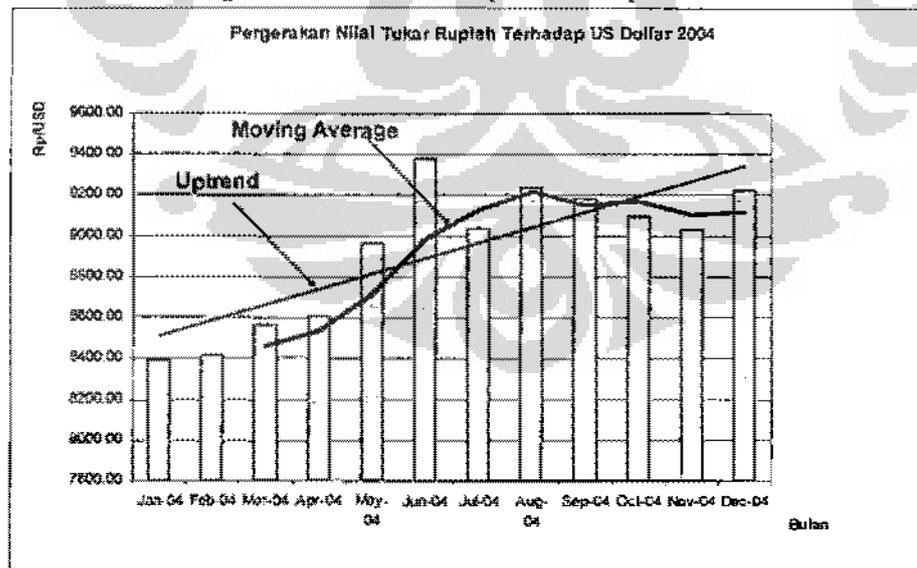
Penulis akan membandingkan pergerakan di tahun 2009 dengan tahun 2004 dimana ada beberapa persamaan indikator ekonomi, yaitu terjadi perhelatan Pemilu, dimana suku bunga Bank Indonesia 7.42%, inflasi rata-rata 6.1%, dan Pertumbuhan Domestik Bruto 4.9%

Melihat dari pengalaman 2004 (Gambar 4.9) , nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS juga cenderung terdepresiasi, karena dolar AS mengalami pola *uptrend*. Dengan mengangsumsikan pola kenaikan per bulan di tahun 2004 akan terjadi pula di tahun 2009 ini, maka pada Gambar 4.8 berikut dapat juga dilihat prediksi dolar AS akan cenderung membentuk pergerakan *uptrend* di tahun 2009 ini.

Kecenderungan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS cenderung terus mengalami terdepresiasi berdasarkan analisis teknikal. Namun analisis teknikal bersifat sangat dinamis, adanya sentimen positif maupun negatif terhadap mata uang Rupiah maupun dolar AS bisa mempengaruhi pergerakan di pasar uang tersebut berbalik arah sewaktu waktu.



Gambar 4. 8 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS 2007 – 2009



Gambar 4. 9 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap dolar AS 2004

4.3. Eksposur transaksi yang dihadapi proyek X

Seperti yang diuraikan pada bab sebelumnya, proyek X adalah proyek yang dieksekusi dengan total pendapatan dalam mata uang Rupiah, yaitu sebesar Rp.715.000.000.000,00. Dalam perencanaan sebelumnya, semua pengeluaran dilakukan dalam mata uang Rupiah yaitu sebesar Rp.628.790.000.000,00.

Dengan ditetapkannya kontrak pembelian *steel structure* antara manajemen Proyek X dengan pemasok asal Cina menggunakan mata uang Dolar AS, saat itu pula Proyek X menghadapi eksposur risiko valuta asing. Adapun manajemen Proyek X sebelumnya menetapkan nilai tukar Rp. 9.200,00 untuk utang sebesar \$9.000.000 yang akan jatuh tempo pada Juli 2009.

Saat ini, manajemen berhasil mencapai kesepakatan dari perundingan dengan rekanan kontraktornya. Rekanan kontraktor asal Cina bersedia untuk menyanggupi klaim karena keterlambatan desain engineering sebelumnya. Total klaim untuk selisih harga karena pergerakan kurs yang disebabkan oleh keterlambatan desain engineering sebelumnya yang berhasil diklaim oleh manajemen adalah sebesar Rp. 66.000.000.000,00. Manajemen Proyek X berencana untuk mengalokasikan 30% dari total klaim tersebut, yaitu Rp.20.000.000.000,00 untuk meminimalkan penurunan profit akibat risiko valuta asing.

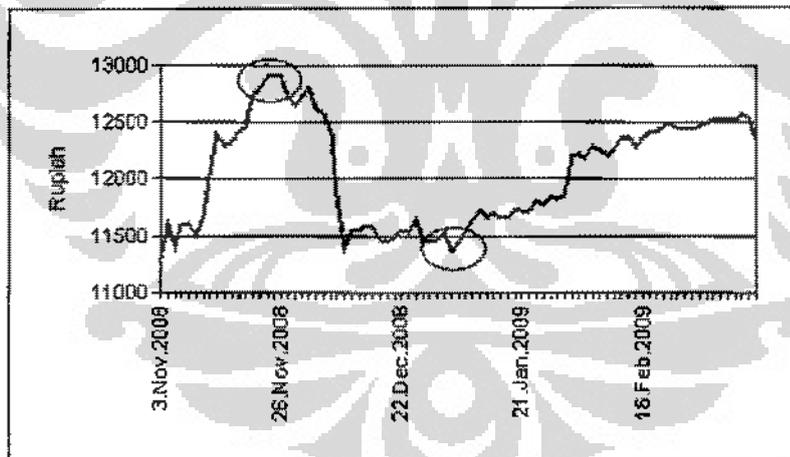
Untuk menjaga *profit margin* proyek tidak melesat jauh dari sebelumnya, yaitu 13.8%, manajemen tetap harus mencari alternatif yang menawarkan potensi penurunan profit sekecil mungkin.

Dari hasil analisis fundamental dan teknikal pada subbab sebelumnya, nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS di tahun 2009 ini bersifat volatil. Probabilitas nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS untuk terapresiasi ataupun terdepresiasi masih terbuka lebar. Saat ini, nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS adalah Rp.11.735,00. Berikut adalah ekspektasi nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS, serta potensi penurunan profit terhadap Proyek X (Tabel 4.6).

Skenario	<i>Worst Case</i>	<i>Normal Case</i>	<i>Best Case</i>
Pengeluaran dalam USD	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Nilai Tukar Rp/USD	12.900	12.341	11.300
Pengeluaran dalam Rupiah	116.100.000.000	111.069.000.000	101.700.000.000
Potensi penurunan profit (Rp)	-33.300.000.000	-28.269.000.000	-18.900.000.000

Tabel 4. 6 Skenario Ekspektasi Nilai Tukar Rupiah terhadap dolar AS Juli 2009

Pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS pada akhir tahun 2008 sampai pada Maret 2009 terlihat seperti pada Gambar 4.10. Dari periode tersebut, Penulis menetapkan skenario *worst case*, *best case*, dan *normal case*. Pertimbangan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS pada tiap skenario adalah:



Gambar 4. 10 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS 2008 – 2009.
Sumber: Bank Indonesia, 2009

Worst case : Nilai tertinggi dari periode tersebut adalah Rp.12.900,00. Penulis mempertimbangkan pula bahwa pergerakan kurs mata uang Rupiah terhadap dolar AS akan diawasi oleh Bank Indonesia agar berada di bawah level psikologis

Rp.13.000,00. Oleh karena itu Rp. 12.900,00 ditetapkan sebagai skenario *worst case*.

Best case : Nilai terendah dari periode tersebut adalah Rp. 11.300,00. Penulis juga mempertimbangkan penetapan kurs Rp.11.000,00 di APBN 2009. Oleh karena itu Penulis menetapkan Rp.11.300,00 sebagai skenario *best case*.

Sementara itu, nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS pada *normal case* berdasarkan pertimbangan sebagai berikut:

1. Aktivitas stimulus fiskal Amerika Serikat

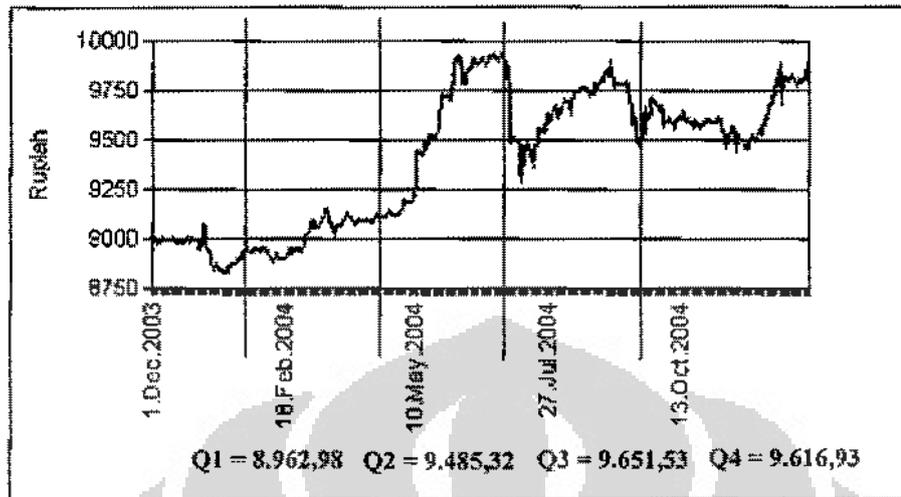
Pemerintah Amerika Serikat menerbitkan obligasi negara sebagai sumber dana untuk program stimulus fiskalnya. Penerbitan obligasi negara tersebut akan diterbitkan setiap semester dengan menyerap 60% Dolar AS dari luar Amerika Serikat. Penerbitan obligasi negara Amerika Serikat di awal tahun 2009, nilai tukar Dolar AS terhadap Rupiah terapresiasi 6,1% *month-to-month* (mtm).

Penulis memprediksi bahwa nilai tukar kuartal kedua tahun 2009 akan sama dengan kuartal pertama. Sedangkan pada kuartal ketiga tahun 2009 (awal semester kedua) diasumsikan pemerintah Amerika Serikat kembali menerbitkan obligasi negara yang menyebabkan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS kembali terdepresiasi 6,1%.

2. Pola menurut Pengalaman Pemilu di Indonesia

Penulis memprediksi dari kecenderungan pergerakan nilai tukar Rp/USD di tahun diselenggarakannya pemilu sebelumnya, yaitu tahun 2004 (Gambar 4.11). Pada tahun 2004, rata-rata kuartal pertama sampai keempat masing-masing adalah Rp.8.962,98/USD, Rp.9.485,32/USD, Rp.9.651,53/ USD, dan Rp.9.616,93/ USD. Dengan kenaikan per kuartal masing-masing 5,8% , 1,8%, dan -0,4%.

Untuk selanjutnya, penulis menggunakan kenaikan rata-rata 6% sebagai skenario untuk rata-rata kenaikan nilai tukar di kuartal ketiga 2009. Oleh karena itu nilai tukar Rp. 12.340,00 digunakan sebagai skenario *normal case*.



Gambar 4. 11 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS Tiap Kuartal Tahun 2004 Sumber: Bank Indonesia

4.4. Alternatif dalam Meminimalkan Eksposur Transaksi

Unsur ketidakpastian nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS tinggi di awal tahun 2009 ini. Sedikit sentimen negatif ataupun positif dari kinerja Amerika Serikat maupun Indonesia (misalnya perubahan suku bunga bank, peluncuran stimulus oleh pemerintah) sama-sama mempengaruhi volatilitas nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS.

Ada beberapa hal yang harus dipertimbangkan manajemen untuk mengambil langkah memperkecil risiko valuta asing, yaitu komitmen terhadap hal-hal berikut:

1. Ekspektasi dan tingkat keyakinan manajemen terhadap nilai tukar Dolar AS terhadap Rupiah di masa depan di saat jatuh tempo pembayaran.
2. Tingkat tolerir manajemen terhadap potensi penurunan profit
3. Manajemen menyadari dan siap akan *opportunity loss* jika sudah memutuskan melakukan salah satu alternatif, terutama jika memanfaatkan produk derivatif.

Alternatif yang dapat ditempuh oleh manajemen Proyek X menggunakan institusi perbankan dengan data sebagai berikut (Tabel 4.7) :

FORWARD

Spot: Rp. 11.735,00

Tenor (month)	Outright (Rp/USD)
1	11,830.00
2	11,930.00
3	12,030.00
6	12,310.00

MONEY MARKET DEPOSITO RUPIAH

Tenor (month)	Placement Rate (% p.a.)
1	6.50
2	6.75
6	7.00
12	7.25

Tabel 4. 7 Data Market Instrument Treasury Perbankan

4.4.1. Forward

Forward menjadi salah satu pilihan instrumen derivatif yang dapat dipilih manajemen. Keuntungan pemilihan instrumen *forward* bagi manajemen adalah memberikan prediksi yang lebih pasti saat ini untuk pengeluaran biaya dan memperkirakan penyimpangannya terhadap *anggaran semula*.

Sedangkan kelemahannya adalah adanya potensi *opportunity loss* yang membayangi manajemen apabila ternyata nilai tukar spot Rupiah terhadap Dolar AS saat jatuh tempo lebih menguntungkan dibanding *forward*.

Apabila manajemen Proyek X memilih melakukan 100% *forward* 3 bulan dengan nilai *forward* Rp. 12.030,00/USD, maka berikut adalah jumlah Rupiah yang harus dikeluarkan saat jatuh tempo:

$$\text{USD } 9.000.000 \times \text{Rp.}12.030,00/\text{USD} = \text{Rp. } 108.270.000.000,00$$

Dalam anggaran manajemen Proyek X, ditetapkan kurs sebesar Rp.9.200,00 / USD, maka potensi penurunan profit dari anggaran awal yang harus ditolerir manajemen adalah sebesar:

$$\text{USD } 9.000.000 \times (\text{Rp.}9.200,00 - \text{Rp.}12.030,00)/\text{USD} = - \text{Rp. } 25.470.000.000,00$$

Potensi *opportunity loss* dibandingkan dengan prediksi skenario kurs Rp/USD saat jatuh tempo yang harus ditolerir manajemen apabila menggunakan 100% *forward* adalah sebagai berikut:

Skenario	Best Case	Normal Case	Worst Case
Kurs <i>Forward</i> 3 bulan (Rp/USD)	12.030	12.030	12.030
Prediksi kurs (Rp./USD)	11.300	12.341	12.900
Potensi <i>opportunity loss</i> (Rp)	-6.570.000.000	-	-

Tabel 4. 8 Potensi *Opportunity Loss* dengan 100% *Forward*

Manajemen tidak harus memilih alternatif 100% *forward*, namun bisa mengkombinasikan menggunakan alternatif instrument *forward* ini dengan alternatif lain yang akan dibahas pada subbab berikutnya.

4.4.2. No Hedge

Alternatif lain yang bisa ditempuh oleh manajemen adalah dengan tidak melakukan apapun dan bergantung pada nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS di waktu jatuh tempo nanti. Kelebihan dan dari alternatif ini adalah manajemen belum mengunci pilihannya terhadap berapa nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS.

Dengan volatilitas nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS yang tinggi, manajemen mengharapkan keadaan pada saat jatuh tempo memberi sentimen positif sehingga mendukung apresiasi Rupiah terhadap dolar AS,

Sedangkan kelemahannya adalah, peluang mendapatkan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS yang dianggap manajemen sebagai *worst case* pun masih terbuka lebar.

Potensi penurunan profit apabila manajemen memilih untuk melakukan 100% *no hedge* dapat dilihat pada Tabel 4.9. Perhitungan untuk skenario *Best Case* adalah:

$$\text{Total} = \text{Rp.}11.300,00 \times \text{USD } 9.000.000 = \text{Rp. } 108.082.135.706,00.$$

$$\text{Potensi penurunan profit} = (\text{Rp.}9.200,00 - \text{Rp.}11.300,00) \times \text{USD } 9.000.000 = \text{Rp. } -18.900.000.000,00$$

Cara perhitungan yang sama digunakan untuk *normal case* dan *worst case*.

Skenario	Best Case	Normal Case	Worst Case
Prediksi kurs (Rp./USD)	11.300	12.341	12.900
Total Rp.	108.082.135.706	111.079.191.276	116.128.533.602
Potensi penurunan profit (Rp)	-18.900.000.000	-28.269.000.000	-33.300.000.000

Tabel 4. 9 Prediksi Total Pengeluaran dengan 100% *No Hedge*

Jika prediksi *best case* tercapai dan manajemen memilih alternatif 100% *no hedge*, maka manajemen justru bisa mendapatkan profit. Pemilihan alternatif 100% *no hedge* ini sangat bergantung pada keyakinan manajemen terhadap pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS, kecenderungan perilaku manajemen menghadapi risiko, serta ketoleriran manajemen terhadap potensi penurunan profit.

4.4.3. Kombinasi *Forward* dan *No hedge*

Manajemen Proyek X dapat melakukan kombinasi antara *Forward* dan *No Hedge* untuk kebutuhannya akan dolar AS di bulan Juli nanti. Melihat indikator pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS sampai saat ini, Tabel 4.10 menggambarkan skenario yang dilengkapi dengan tingkat keyakinan.

Skenario	<i>Worst Case</i>	<i>Normal Case</i>	<i>Best Case</i>
Nilai Tukar Rp/USD	12.900	12.341	11.300
Tingkat Keyakinan	30%	50%	20%

Tabel 4. 10 Skenario Analisis Sensitivitas

Berikut (Tabel 4.11) adalah simulasi potensi penurunan profit sebelum klaim untuk kombinasi *Forward* dan *No Hedge* per kelipatan 25% sesuai dengan skenario yang dibuat sebelumnya untuk kebutuhan USD 9.000.000,00 dan kurs *forward* 3 bulan Rp.12.030,00.

Cara perhitungan yang digunakan adalah sebagai berikut:

Total = [(porsi *forward* x kurs *forward*) + (porsi *no hedge* x kurs ekspektasi)]
x USD 9.000.000

Potensi penurunan profit = [(porsi *forward* x (kurs *forward*-Rp.9200,00/USD)
+ (porsi *no hedge* x (kurs ekspektasi-Rp.9200,00/USD))] x USD 9.000.000

Best Case

Ekspektasi (Rp/USD) 11.300

<i>Forward</i>	<i>No Hedge</i>	Total (Rp.)	Potensi penurunan profit (Rp)
100%	0%	108.270.000.000	-25.470.000.000
75%	25%	109.821.765.921	-23.827.500.000
50%	50%	109.219.173.997	-22.185.000.000
25%	75%	108.670.475.178	-20.542.500.000
0%	100%	108,063,000,000	-18.900.000.000

Normal Case

Ekspektasi (Rp/USD) 12.341

<i>Forward</i>	<i>No Hedge</i>	Total (Rp.)	Potensi penurunan profit (Rp)
100%	0%	108.270.000.000	-25,470,000,000
75%	25%	111.115.763.674	-26,169,750,000
50%	50%	111.793.057.897	-26,869,500,000
25%	75%	112.448.090.697	-27,569,250,000
0%	100%	113.079.191.276	-28,269,000,000

Worst Case

Ekspektasi (Rp/USD) 12.900

<i>Forward</i>	<i>No Hedge</i>	Total (Rp.)	Potensi penurunan profit (Rp)
100%	0%	108.270.000.000	-25.470.000.000
75%	25%	111.859.761.265	-27.427.500.000
50%	50%	113.278.289.789	-29.385.000.000
25%	75%	114.716.988.518	-31.342.500.000
0%	100%	116.128.533.602	-33.300.000.000

Tabel 4. 11 Kombinasi *Forward* dan *No Hedge*

Penulis menggunakan analisis sensitivitas berdasarkan pada tingkat keyakinan dan potensi penurunan profit jika mengambil keputusan *forward*. Kemudian analisis sensitivitas diperoleh dengan mengalikan bobot tingkat keyakinan dengan potensi penurunan profit masing-masing skenario.

<i>Forward</i>	<i>No Hedge</i>	Potensi penurunan profit dari analisis sensitivitas (Rp)
100%	0%	-25.470.000.000
75%	25%	-26.052.750.000

50%	50%	-26.635.500.000
25%	75%	-27.218.250.000
0%	100%	-27.801.000.000

Tabel 4. 12. Analisis Sensitivitas untuk Kombinasi *Forward* dan *No Hedge*

Dengan tingkat keyakinan seperti sebelumnya, pada Tabel 4.10 maka menggunakan *forward* adalah alternatif yang bisa memberikan potensi kerugian terkecil.

4.4.4. Option

Kelebihan option bagi pemegangnya adalah memberi kefleksibelan untuk mengeksekusi, karena option adalah hak untuk menjual atau membeli, berbeda dengan *forward* yang merupakan kewajiban. Pada saat jatuh tempo, manajemen mau tidak mau mengeksekusi option tersebut untuk membeli kebutuhan Dolar AS sehingga manajemen Proyek X sendiri tidak bisa memanfaatkan kefleksibelan terkait dengan sudah adanya batasan waktu. Oleh karena itu, alternatif option tidak terlalu disarankan.

4.4.5. Money Market

Money market, dalam hal ini deposito Rupiah dapat dimanfaatkan apabila manajemen Proyek X bisa memperoleh dana sebelum jatuh tempo. Cara mendapatkan dana ini bisa dengan mempercepat pemasukan kas baik itu dari klien maupun dari sumber lain untuk kemudian didepositokan sampai waktu jatuh tempo.

Kelebihan dari alternatif ini adalah manajemen bisa memanfaatkan bunga bank sebagai pemasukan tambahan. Sedangkan kelemahan dari alternatif ini adalah jika ternyata nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS saat itu sedang bagus, dana yang ada sudah terkunci dalam bentuk deposito.

Berikut (Tabel 4.13) adalah perhitungan alternatif ini dengan asumsi percepatan dana diperoleh satu atau tiga bulan sebelum jatuh tempo.

Skenario	<i>Best Case</i>	<i>Normal Case</i>	<i>Worst Case</i>
Jumlah dalam USD	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Ekspektasi (Rp/USD)	11.300	12.341	12.900
Dana yang dibutuhkan saat jatuh tempo (Rp)	101.700.000.000	111.069.000.000	116.100.000.000
Interest p.a. deposito 1 bulan	6.50%	6.50%	6.50%
Dana yang harus disediakan (Rp)	101.152.092.830	110.470.617.488	115.474.513.054
Potensi penurunan profit (Rp)	-18.352.092.830	-27.670.617.488	-32.674.513.054
Interest p.a. deposito 3 bulan	6.75%	6.75%	6.75%
Dana yang harus disediakan (Rp)	100.012.292.563	109.225.814.382	114.173.325.138
Potensi penurunan profit (Rp)	-17.212.292.563	-26.425.814.382	-31.373.325.138

Tabel 4. 13 Prediksi Total Pengeluaran dengan *Money Market*

Dengan menggunakan analisis sensitivitas dengan porsi best case 20%, normal case 50% dan worst case 30%, potensi penurunan profit pada tiap skenario dapat dilihat pada Tabel 4.14 berikut.

	Potensi Penurunan Profit
Depo 1 bulan	- Rp.27.308.031.226
Depo 3 bulan	- Rp. 26.067.363.245

Tabel 4. 14 Analisis Sensitivitas untuk *Money Market*

4.5. Analisis Alternatif untuk Proyek X

Dari alternatif yang telah dianalisis, berikut adalah urutan alternatif berdasarkan potensi penurunan profit (Tabel 4.15). Alternatif yang memberikan potensi penurunan profit terkecil adalah 100% *forward*.

No.	Alternatif	Potensi Penurunan Profit	
		(Rp)	(%)
1	100% <i>Forward</i> , 0% no hedge	- Rp. 25.470.000.000	4,06%
2	75% <i>Forward</i> , 25% no hedge	- Rp. 26.052.750.000	4,15%
3	Deposito Rupiah 3 bulan	- Rp. 26.067.363.245	4,15%
4	50% <i>Forward</i> , 50% no hedge	- Rp. 26.635.500.000	4,24%
5	25% <i>Forward</i> , 75% no hedge	- Rp. 27.218.250.000	4,33%
6	Deposito Rupiah 1 bulan	- Rp. 27.308.081.226	4,35%
7	0% <i>Forward</i> , 100% no hedge	-Rp. 27.801.000.000	4,43%

Tabel 4. 15 Rekapitulasi dari Tiap Alternatif

Dari subbab sebelumnya telah diuraikan kelebihan dan kelemahan masing-masing alternatif untuk manajemen. Pemilihan alternatif yang paling optimal bagi manajemen bergantung pada beberapa pertimbangan dari manajemen sendiri, yaitu:

1. Perilaku manajemen dalam menghadapi setiap risiko

Ada tiga pilihan perilaku menghadapi risiko, yaitu *risk lover*, *risk neutral*, dan *risk averse*. Perilaku menghadapi risiko manajemen proyek X sangat dipengaruhi oleh perilaku personel-personel dari manajemen itu sendiri, dan lingkungan perusahaan ABC yang menaunginya.

Untuk alternatif kombinasi antara *forward* dan *no hedge*, jika manajemen cenderung berperilaku *risk lover*, maka pilihan semakin besar proporsi *no hedge*, bahkan sampai 100% *no hedge* cocok untuk manajemen. Dengan

begitu, manajemen masih punya peluang untuk mengambil posisi yang kira-kira menguntungkan sampai saat jatuh tempo karena manajemen belum mengunci profitnya pada kurs Rp/USD menurut *forward*.

Sebaliknya, jika kecenderungan perilaku manajemen mengarah ke *risk averse*, maka pilihan semakin besar proporsi *forward*, bahkan sampai 100% *forward* bisa diambil oleh manajemen. Dengan begitu manajemen sudah mengunci profitnya pada nilai tersebut dan menghilangkan risiko fluktuasi nilai mata uang Rp/USD.

Alternatif deposito bisa menjadi langkah manajemen untuk memperbesar dana yang dibutuhkan terlebih dahulu untuk mendukung kecenderungan perilaku *risk lover*-nya. Namun alternatif deposito ini membutuhkan usaha besar dari manajemen untuk mengusahakan pengumpulan dana secepatnya ke dalam kas Proyek X, setidaknya satu sampai tiga bulan sebelum jatuh tempo.

2. Seberapa besar manajemen menolerir potensi penurunan profit

Proyek EPC dengan sistem pembayaran *lump sum* dapat berdampak positif apabila prediksi awal manajemen saat penyusunan proposal dapat mengakomodir sebagian besar biaya yang akan keluar. Dampak positif akan terasa besar ketika manajemen proyek dapat melakukan efisiensi dari desain *engineering*-nya.

Dampak sebaliknya akan terjadi apabila prediksi awal manajemen proyek terhadap biaya proyek meleset jauh lebih rendah terhadap keadaan aktualnya, baik karena keadaan eksternal, seperti kenaikan harga material, maupun keadaan internal, sebagai contoh perubahan desain.

Pergerakan nilai tukar mata uang dapat menjadi pisau bermata dua bagi proyek yang melibatkan sedikitnya dua jenis mata uang. Menguntungkan apabila pendapatannya berada pada sisi mata uang yang terapresiasi, terjadi sebaliknya apabila berada pada sisi yang terdepresiasi.

Profit yang diperoleh proyek X sangat menentukan kinerja manajemen proyek tersebut. Oleh karena itu sebisa mungkin manajemen harus menjaga profit nya

seketat mungkin. Untuk kasus ini, manajemen harus menetapkan standard toleransi penurunan profit berdasarkan peraturan (*policy*) perusahaan.

Proyek X termasuk pada *Mineral Environment and Infrastructure Business Unit*. Divisi tersebut ditargetkan untuk menyumbangkan rata-rata profit margin sebesar 10.5%. Di awal, profit yang ditetapkan untuk proyek X sendiri adalah sebesar 13,8%. Sehingga dalam kondisi terburuk, manajemen proyek X dapat menetapkan allowance sebesar 3,3% sebagai maksimum penurunan profit.

Berdasarkan perhitungan potensi penurunan profit di Tabel 4.15, terlihat bahwa potensi penurunan profit adalah sebesar 4,06% sampai 4,43%. Namun dengan total klaim untuk masalah keterlambatan dan perubahan desain yang mengakibatkan pembelian saat harga-harga material naik yang berhasil dimenangkan oleh manajemen sebesar Rp.66.000.000,00, total potensi penurunan profit proyek X akan dapat ditekan sampai di bawah 3,3%.

3. Keyakinan manajemen akan pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS dan kesiapan manajemen untuk *opportunity loss*

Di tahun 2009 ini, fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS termasuk tinggi. Peluang nilai tukar untuk berbalik arah secara tiba-tiba sangat terbuka lebar. Pergerakan nilai tukar di tahun 2009 sangat dipengaruhi dari sentimen positif maupun negatif aktivitas ekonomi yang dilakukan pemerintah Amerika Serikat maupun aktivitas ekonomi dan politik di Indonesia.

Manajemen perlu menyadari bahwa, apabila manajemen tidak yakin pola nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS di tiga bulan mendatang, memperbesar porsi alternatif *hedging* perlu dilakukan. Sebaliknya, apabila manajemen yakin dengan pola nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS di tiga bulan mendatang, manajemen dapat memperbesar porsi alternatif *no hedging*.

Pelaksanaan Proyek X mencerminkan kinerja manajemen yang nantinya akan dimintai pertanggungjawaban oleh perusahaan. Oleh karena itu dari semua pertimbangan alternatif di atas, manajemen harus terlebih dahulu sadar dan siap akan segala risiko dan *opportunity loss* yang membayangi.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

1. Nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS berada dalam kondisi fluktuatif. Kemungkinan terapresiasi dan terdepresiasi terbuka lebar jika dilihat secara fundamental melalui analisis tiga faktor, yaitu: faktor politik, faktor ekonomi, dan faktor eksternal. Secara teknikal, prediksi nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS menunjukkan pola terus terdepresiasi.
2. Alternatif yang bisa diambil untuk meminimalkan eksposur transaksi proyek X sebesar USD 9.000.000 adalah :
 - *forward*, memberikan lindung nilai untuk kondisi ekonomi bervolatilitas tinggi dan memberi prediksi biaya yang lebih pasti bagi manajemen sehingga memberi kemudahan penyesuaian.
 - *option* (opsi), memberikan kelebihan fleksibilitas namun manajemen proyek X tidak dapat memanfaatkan kelebihan tersebut. Alternatif ini tidak disarankan.
 - *no hedge*, memberikan peluang bagi manajemen untuk mendapatkan kurs Rp/USD yang diharapkan. Alternatif ini memberi risiko yang besar untuk kondisi volatilitas tinggi.
 - *money market* (pasar uang), manajemen dapat mengharapkan bunga deposito bank sebagai pemasukan tambahan sampai jatuh tempo, namun manajemen harus mempercepat pengumpulan dana untuk kas.
3. Alternatif 100% forward adalah alternatif yang memberikan potensi pengurangan profit terkecil berdasarkan skenario analisa sensitivitas. Namun, alternatif yang optimal untuk manajemen bergantung dari karakteristik manajemen sendiri, yaitu perilaku manajemen menghadapi risiko, dan toleransi total penurunan profit untuk Proyek X

5.2. Saran

1. Skenario prediksi nilai tukar dolar AS terhadap Rupiah bersifat subjektif, sehingga sehingga prediksi tiap analis belum tentu sama.
2. Tidak ada yang dapat memprediksi dengan tepat nilai tukar di masa yang akan datang, yang bisa dilakukan adalah memprediksi secara edukatif pergerakan nilai tukar dibanding ketepatan angka nilai tukar tersebut.
3. Nilai tukar dolar AS terhadap Rupiah berfluktuatif di tahun 2009. Aplikasi *hedging* untuk beberapa porsi dari utang tersebut menjadi salah satu alternatif yang disarankan untuk mengurangi risiko fluktuatif valuta asing tersebut.
4. Sebaiknya manajemen mengusahakan pula alternatif lainnya secara bersamaan, seperti melakukan perampingan biaya di sektor operasional.



DAFTAR PUSTAKA

- Berlianta, Heli Charisma (2006). *Mengenal Valuta Asing*. Yogyakarta, Gadjah Mada University Press.
- Dampak Krisis Keuangan Global Terhadap Ekonomi Dunia Triwulan III tahun 2008. (2008). www.bi.go.id
- Eiteman, David K., Arthur I. Stonehill & Michael H. Moffett (2007). *Multinational Business Finance* (11th. ed). Boston, Pearson Education, Inc.
- Hidayat, Taufik (2005). *Learn to Earn Trading Valas Via Internet*. Yogyakarta, Penerbit Andi.
- Kester, W.Car, Richard S. Ruback & Peter Tufano (2007). *Case Problems in Finance* (12th. ed). New York: Mc-Graw Hill.
- Laporan Neraca Pembayaran Indonesia Realisasi Triwulan III Tahun 2008. (2008). www.bi.go.id
- Madura, Jeff (2003). *International Financial Management* (7th. ed). Ohio: Thomson South Western.
- Shapiro, Alan C (1999). *Multinational Financial Management* (6th. ed). New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Sitanggang, Lucius M. & Yulika Indrawati (2006). *Trading Forex*. Yogyakarta, Penerbit Andi.
- Tinjauan Kebijakan Moneter, Ekonomi, Moneter dan Perbankan Februari 2009 (2009). www.bi.go.id
- Umar, Husein (1998). *Manajemen Risiko Bisnis, Pendekatan Finansial dan Nonfinansial*. Jakarta: PT. Gramedia.
- World Economic Outlook Update for January 2009, Global Economic Slump Challenges Policies. (2009). www.moody.com