

BAB 2

TINJAUAN LITERATUR

2.1 Aliran Modal Portfolio

Dalam sistem keuangan internasional yang semakin terbuka ini, adanya mobilitas modal yang tinggi antar negara merupakan suatu hal yang tidak dapat dihindari. Pada dasarnya, terdapat tiga bentuk modal asing yang bergerak dalam lintas modal internasional, yaitu investasi langsung (*foreign direct investment*), investasi portfolio (*portfolio investment*), dan aliran modal bentuk lain (*other types of flows*), (Edwards, 1999). Ketiga bentuk aliran modal tersebut memiliki sifat yang berbeda dan memberi pengaruh yang berlainan pula pada perekonomian suatu negara. Dari ketiga jenis aliran modal tersebut, investasi portfolio merupakan salah satu jenis investasi yang belakangan ini menarik perhatian investor dunia.

Investasi portfolio (*portfolio investment*) disebut juga dengan penanaman modal asing tidak langsung atau penanaman modal jangka pendek. Investasi jenis ini merupakan jenis investasi yang lebih bebas bergerak dan bersifat jangka pendek. Menurut World Bank (1996), aliran modal portfolio mempengaruhi keadaan pasar uang dan pasar modal suatu negara dalam bentuk ;

1. Surat utang (*bonds*)

Salah satu bentuk investasi portfolio yang paling konvensional adalah surat hutang. Surat hutang pada umumnya memiliki tanggal jatuh tempo yang tetap, dan apabila merupakan surat hutang negara, memiliki tingkat resiko yang juga rendah. Pada periode tingkat suku bunga tinggi, surat hutang dengan waktu jatuh tempo yang lebih pendek akan banyak menarik minat investor.

2. Saham (*stocks*)

Sebagian dari aliran modal portfolio merupakan bentuk ri investasi ekuitas. Masuknya dana asing dalam jumlah besar dalam bentuk ek as akan berpengaruh terhadap pasar saham domestik. Hal tersebut dapat berd ak pada terjadinya volatilitas dalam pasar saham.

3. Instrumen lain

Di samping kedua bentuk investasi portfolio di atas, i ovasi baru dalam pasar keuangan internasional telah menambah pilihan investor dalam menempatkan modalnya. Instrumen lain ini dapat berbentuk suatu pak t proyek keuangan yang merupakan kombinasi dari ekuitas dan hutang.

Terdapat dua faktor penting yang telah mendorong pertumbuhan investasi portfolio di pasar keuangan internasional. Dari sisi negara pene ima, pemerintah dan perusahaan baik swasta maupun publik, membutuhkan dana tambahan. ringkali, dana dalam jumlah besar lebih banyak tersedia di pasar uang internasional ketimbang di pasar uang domestik. Pertumbuhan tinggi yang berkesinambungan di negara berkembang telah meningkatkan kepercayaan atas pemerintah dan banyak perusahaan bahw mereka layak untuk menerima modal asing. Sedangkan di sisi negara sumber dana, minat terhadap investasi portfolio di negara berkembang semakin tinggi akibat pengurangan pengawasan pada penempatan modal asing di dalam negeri dan keinginan investor dari institusi besar untuk melakukan diversifikasi portfolio yang dapat memberi keuntungan yang lebih besar. Selain itu, adanya penurunan tingkat suku bunga relatif di negara-negara industri membuat adanya insentif bagi investor untuk menempatkan modalnya di negara berkembang yang memiliki tingkat suku bunga yang lebih besar (World Bank, 1996). Adapun motif utama investor asing dalam menanamkan modalnya adalah didorong oleh beberap alasan, yaitu :

1. Melakukan diversifikasi portfolio di antara berbagai p dan lokasi
2. Untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi

3. Menghindari risiko politik (*political risks*)
4. Berspekulasi di pasar valuta asing.

Di samping itu seringkali dilakukan untuk menghindari risiko yang terlalu besar di suatu negara, atau untuk mendukung kegiatan bisnis di suatu negara yang sarana infrastrukturnya belum memadai².

Keadaan aliran modal internasional di suatu negara dapat diketahui dengan melihat catatan neraca pembayaran (*balance of payment*) negara yang bersangkutan, khususnya dalam transaksi neraca modal (*capital account*). Transaksi neraca modal itu sendiri merupakan jumlah dari tiga jenis aliran modal asing (investasi langsung, investasi portfolio, dan investasi bentuk lain) yang masuk ke negara tersebut. Bila transaksi neraca modal mengalami surplus, berarti terjadi aliran modal bersih yang masuk (net capital inflow) ke negara tersebut. Hal ini menunjukkan terjadinya pembelian aset finansial ke luar negeri yang lebih besar dari pada pembelian aset finansial dari luar negeri. Aliran modal masuk ini berdampak terhadap peningkatan aliran cadangan internasional, yang selanjutnya dapat memperbaiki kinerja neraca pembayaran yang dibarengi dengan terapresiasinya nilai tukar mata uang domestik.

Sebaliknya, transaksi neraca modal yang mengalami defisit menunjukkan terjadinya aliran modal bersih ke luar negeri, atau dapat dikatakan bahwa negara tersebut secara keseluruhan membeli aset finansial dari luar negeri. Bila hal ini terjadi, berarti aliran cadangan internasional ke luar negeri meningkat, yang pada gilirannya akan memperburuk neraca pembayaran, disertai dengan terdepresiasinya nilai tukar mata uang domestik³.

² Moh. Ikhsan Mahyuddin, *Pelarian Modal dari Indonesia: Estimasi dan Masalahnya*, Ekonomi dan Keuangan Indonesia, vol. 37, no. 1, 1989

³ Indra Suhendra, "Pengaruh Faktor Fundamental, Faktor Risiko, dan Ekspektasi Nilai Tukar Terhadap Nilai Tukar Rupiah (Terhadap Dollar) Pasca Penerapan Sistem Kurs Mengambang Bebas Pada Tanggal 14 Agustus 1997," *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol. 6, No. 1, Jakarta: Bank Indonesia, 2003.

Masuknya investasi portfolio ke dalam perekonomian suatu negara memiliki keuntungan dan kerugiannya tersendiri bagi negara penerima modal. Dengan masuknya aliran modal portfolio, maka likuiditas untuk memenuhi kebutuhan keuangan domestik akan bertambah dan pasar modal domestik akan semakin b . Namun, adapun hal yang mesti diwaspadai dari masuknya investasi portfolio dalam ekonomi. Besarnya arus modal masuk dalam rezim ekonomi nilai tukar bebas akan menyebabkan apresiasi mata uang, hal ini akan berdampak terhadap harga aset-aset domestik, meningkatnya tingkat volatilitas dalam pasar keuangan dan valuta asing, juga semakin tingginya biaya sterilisasi dalam ekonomi domestik⁴.

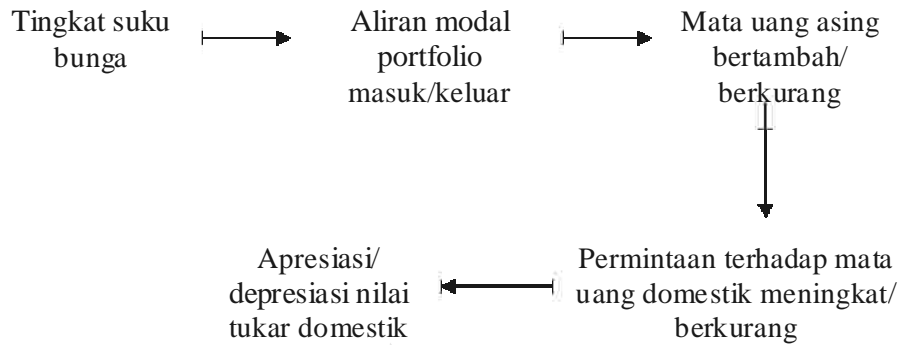
Selama periode meningkatnya aliran modal masuk (*capital inflow*) telah mengakibatkan apresiasi nilai tukar riil. Hal ini merupakan dampak yang terkandung di dalam aliran modal masuk yang terlampau deras, terutama jenis aliran modal berjangka pendek. Secara teoritis, suatu perekonomian terbuka dengan arus lalu lintas modal yang bebas, nilai tukar mata uangnya cenderung mengalami apresiasi karena adanya *capital inflow* yang didukung oleh perbedaan suku bunga (*interest differential*) yang positif. Hal serupa pun akan terjadi jika surplus neraca pembayaran yang berkelanjutan sebagai hasil dari aliran dana masuk ke dalam negeri menjadikan posisi nilai tukar rupiah cenderung menguat. Selanjutnya, di tengah krisis, faktor risiko, baik politik, keuangan maupun ekonomi (faktor fundamental ekonomi) merupakan pendorong utama terjadinya depresiasi nilai tukar yang tidak terkendali⁵.

Dalam kaitannya dengan pengaruh aliran modal portfolio terhadap pergerakan nilai tukar, penjelasan dari alur kejadian tertera dari gambar di bawah ini:

⁴ World Bank, *Managing Capital Flows in East Asia*, 1998, hal. 11.

⁵ *Loc Cit.*

Gambar 2.1 Kerangka Pengaruh Nilai Tukar



Berawal dari perbedaan antara tingkat suku bunga di dalam dan luar negeri, aliran modal portfolio akan masuk ke negara dengan tingkat suku bunga yang lebih tinggi. Masuknya aliran dana asing tersebut menyebabkan peningkatan jumlah mata uang asing si negara tersebut, sehingga permintaan terhadap mata uang domestik pun mengalami peningkatan. Hal tersebut kemudian menyebabkan terjadinya apresiasi terhadap nilai tukar mata uang domestik. Hal sebaliknya akan terjadi jika aliran modal keluar.

2.2 Teori Paritas Suku Bunga

Pada dasarnya, dalam melakukan investasi internasional, terdapat pilihan untuk melakukan investasi antara di dalam negeri maupun di luar negeri, dengan pertimbangan tingkat pengembalian yang tercermin dari perbedaan tingkat suku bunga masing-masing negara. Investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar tentu memberi insentif tersendiri bagi para investor. Penilaian ters dapat dilihat dari persamaan *covered interest differential* sebagai berikut;

$$CD = R^* - R \tag{2.1}$$

$$= \frac{F}{e}(1 + i^*) - (1 - i) \tag{2.2}$$

Dimana:

R^* = tingkat pengembalian investasi luar negeri

R = tingkat penembalian investasi domestik

i = suku bunga tabungan domestik (dalam mata uang domestik)

i^* = suku bunga tabungan luar negeri (dalam mata uang asing)

F = nilai tukar di masa mendatang

e = nilai tukar spot.

Nilai positif pada CD menunjukkan bahwa insentif untuk berinvestasi lebih besar dilakukan di luar negeri. Sebaliknya, jika bernilai negatif, insentif untuk berinvestasi lebih besar di dalam negeri.

Persamaan *covered interest differential* di atas, dapat digunakan untuk melihat keseimbangan pasar uang internasional. Perlu diingat bahwa selama *covered interest differential* tidak sama dengan nol, terdapat perbedaan, akan tercipta ruang bagi terjadinya pergerakan dana dari satu negara ke negara lainnya, karena masih terdapatnya keuntungan lebih. Pencapaian keseimbangan, didefinisikan sebagai suatu situasi dimana tidak ada lagi keuntungan yang bisa didapatkan dengan memindahkan dana ke negara lain. Hal ini menunjukkan bahwa pada kondisi keseimbangan *covered interest differential* adalah nol, sehingga persamaan di atas dapat ditulis menjadi⁶;

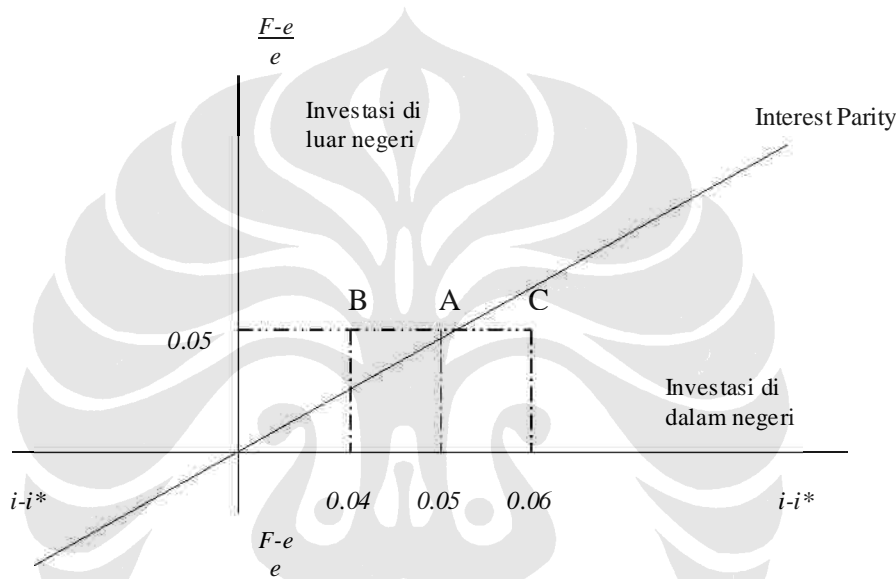
$$f = \frac{F - e}{e} = i - i^* \quad (2.3)$$

Bagian kiri pada persamaan (2.3.) menunjukkan keuntungan atau kerugian yang diperoleh bila menyimpan aset dalam mata uang domestik. Suku bunga domestik lebih besar dari suku bunga luar negeri ($i > i^*$), berarti ada keuntungan yang akan diperoleh bila menyimpan aset domestik, demikian pula sebaliknya. Sedangkan bagian kanan persamaan

⁶ Francesco L Rivera-Batiz and Luis A. Rivera-Batiz. *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, New York : Macmillan Publishing Company, 2nd Edition, 1995, hal. 105-107.

menunjukkan adanya resiko yang akan ditanggung ataupun keuntungan yang akan diperoleh bila terjadi perubahan nilai tukar. Selanjutnya jika $(i > i^*) > (F > e)$, maka akan lebih menguntungkan bila menyimpan aset domestik, demikian pula sebaliknya. Kondisi keseimbangan tersebut dapat pula digambarkan dalam gra bawah ini.

Grafik 2.1 Covered Interest Parity Line



Grafik 2.1. di atas menunjukkan keberadaan garis parita pada suku bunga. Garis *interest parity* tersebut menggambarkan kondisi dimana *forward premium* sama dengan perbedaan tingkat suku bunga. Sebagai contoh, titik A ang merupakan salah satu titik keseimbangan memiliki arti bahwa 5 persen *forward premium* mata uang asing harus sama dengan 5 persen perbedaan tingkat suku bunga atas mata uang domestik. Namun jika *forward premium* mata uang asing lebih besar dari perbedaan suku bunga ata mata uang

domestik, seperti yang terjadi pada titik B, maka hal ini menandakan bahwa keuntungan dapat diperoleh dengan berinvestasi pada aset luar negeri, dan sebaliknya pada titik C⁷.

Bisa dikatakan, kondisi paritas suku bunga merupakan suatu pernyataan *law of one price*. Namun dalam pasar uang internasional, analogi dari *law of one price* adalah bahwa semua sekuritas dan aset memiliki tingkat pengembalian yang sama dalam kondisi keseimbangan.

2.3 Teori Pendekatan Keseimbangan Portfolio

Teori pendekatan keseimbangan portfolio (*portfolio balance approach*) ini awalnya dikembangkan oleh Mckinnon dan Oates (1966), Mckinnon (1969a), dan Branson (1968,1975a). Suatu aspek penting yang perlu diingat dalam teori ini adalah adanya asumsi bahwa surat hutang bersifat tidak substitusi sempurna hingga ada kemungkinan untuk investor melakukan diversifikasi portfolio⁸.

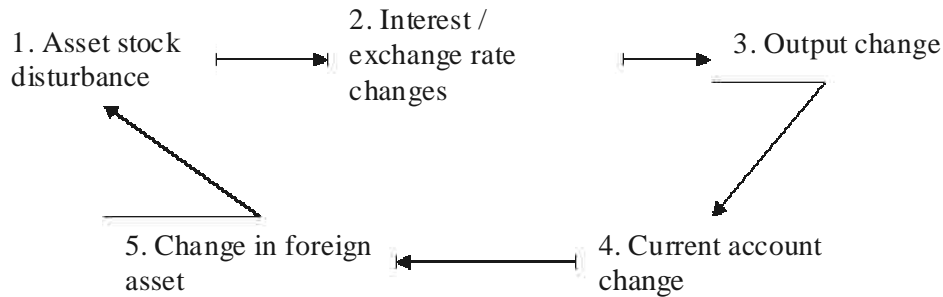
Secara garis besar, teori keseimbangan portfolio berasumsi bahwa harga dan output domestik bersifat tetap seiring dengan adanya perubahan kebijakan. Hal ini menunjukkan bahwa fokus analisa terdapat pada akumulasi dan deakumulasi aktiva luar negeri yang disebabkan oleh ketidakseimbangan neraca berjalan (*current account*) diikuti operasi kebijakan untuk mempengaruhi nilai tukar. Suatu surplus neraca berjalan menunjukkan peningkatan pada surat hutang luar negeri yang dimiliki suatu negara, sedangkan defisit neraca pembayaran berhubungan dengan turunnya kepemilikan surat hutang luar negeri. Operasi kebijakan dari teori pendekatan keseimbangan portfolio dapat dilihat lebih jelas pada gambar 2.2.⁹

⁷ *Ibid*, hal. 108-109

⁸ C. Paul Halwood and Ronald MacDonald, *International Money and Finance 3rd Edition*, United States of America: Blackwell Publisher, 2002, hal. 226-227.

⁹ Keith Pilbeam, *International Finance 3rd Edition*, New York: Macmillan, 2006, hal. 183.

Gambar 2.2 Model Keseimbangan Portfolio



Menurut teori keseimbangan portfolio, terdapat tiga jenis aktiva yang digunakan dalam transaksi keuangan, yaitu: uang domestik (M), surat berharga domestik (B), dan surat berharga asing (F). Dari asumsi ini, maka dapat dibentuk persamaan;

$$W = M + B_p + SF_p \quad (2.4)$$

Berdasarkan persamaan (2.4) di atas, dapat diartikan bahwa total kekayaan (W) merupakan gabungan dari jumlah uang domestik, surat berharga domestik, dan surat berharga asing. Dari persamaan tersebut, perlu diketahui bahwa nilai mata uang domestik dari surat berharga luar negeri merupakan hasil perkalian antara nilai dari surat berharga luar negeri dengan nilai tukar. Hal ini menunjukkan bahwa jika terjadi kelebihan permintaan pada surat berharga luar negeri, maka depresiasi dari uang domestik akan meningkatkan nilai dari surat berharga luar negeri.

Persamaan (2.5) menunjukkan bahwa permintaan untuk memegang uang dari sektor swasta memiliki hubungan terbalik dengan suku bunga domestik dan ekspektasi tingkat pengembalian surat hutang luar negeri, sedangkan berhubungan positif dengan tingkat pendapatan domestik dan kekayaan.

$$M = m(r, E_s, Y, W) \quad m_r < 0, m_s < 0, m_y > 0, m_w > 0 \quad (2.5)$$

Dimana ; r = suku bunga nominal domestik

E_s = ekspektasi depresiasi mata uang domestik

Y = pendapatan nominal domestik

m_r, m_s, m_y, m_w = turunan parsial

Permintaan untuk memegang surat berharga domestik sebagai bagian dari kekayaan swasta berhubungan positif dengan suku bunga domestik dan kekayaan. Namun memiliki hubungan yang negatif dengan ekspektasi tingkat pengembalian surat hutang luar negeri dan tingkat pendapatan domestik, seperti yang terlihat pada persamaan (2.3.3), dimana b_r, b_s, b_y, b_w merupakan turunan parsial.

$$B_p = b(r, E_s, Y, W) \quad b_r > 0, b_s < 0, b_y < 0, b_w > 0 \quad (2.6)$$

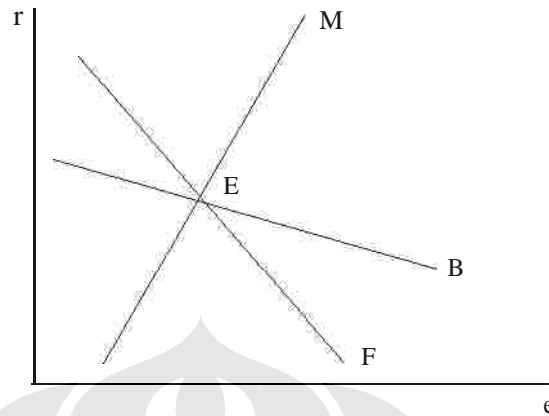
Permintaan untuk memegang surat berharga luar negeri memiliki hubungan negatif dengan suku bunga domestik tingkat pendapatan domestik. Sedangkan ekspektasi tingkat pengembalian surat hutang luar negeri dan kekayaan berkorelasi secara positif sebagaimana terlihat pada persamaan (2.7).

$$SF_p = f(r, E_s, Y, W) \quad f_r < 0, f_s > 0, f_y < 0, f_w > 0 \quad (2.7)$$

Keseimbangan pada model ini berada pada titik E, dapat dilihat di grafik 2.2, dimana keseimbangan terjadi pada saat ketiga pasar aset (pasar uang, pasar obligasi domestik, dan pasar valuta asing) berada pada titik yang sama. Suatu perubahan dalam satu aktiva akan mendorong perubahan pada aktiva lain. Misal, jika terjadi apresiasi mata uang domestik (valuta asing menguat), maka kekayaan dalam negeri (W) akan bertambah. Peningkatan pada kekayaan, akan menyebabkan kenaikan permintaan masyarakat terhadap seluruh kekayaan finansial, termasuk uang dan obligasi dalam negeri. Peningkatan jumlah permintaan tersebut akan dibarengi dengan kenaikan suku bunga domestik. Di sini dapat dilihat bahwa adanya perubahan dalam nilai tukar mata uang akan berdampak pada perubahan suku bunga¹⁰.

¹⁰ *Ibid.* hal. 184-185.

Grafik 2.2 Portfolio Balanced Model



Teori keseimbangan portfolio banyak memberi kontribusi penting kepada studi nilai tukar, di antaranya adalah;

1. Turut memperhitungkan peran dari perubahan resiko pada aset sebagai suatu faktor penentu nilai tukar.
2. Adanya peran besar dari neraca berjalan yang turut menentukan pergerakan nilai tukar seiring dengan waktu.
3. Membolehkan adanya diskusi mengenai peran dari kebijakan fiskal sebagai salah satu faktor penentu nilai tukar.
4. Diketahui adanya implikasi kebijakan yang signifikan, yaitu pada perubahan jumlah uang ketika melakukan pembelian aset asing (*foreign exchange operation*) dibandingkan dengan pembelian aset domestik (*open market operation*).
5. Dengan model ini diketahui bahwa ketika surat berharga domestik dan asing merupakan substitusi tidak sempurna, maka kebijakan sterilisasi valuta asing, berpotensi untuk berdampak pada nilai tukar¹¹.

Dari penjelasan teori ini, maka dapat disimpulkan bahwa surat berharga domestik dan asing tidak memiliki sifat substitusi sempurna, sehingga perubahan tingkat suku bunga

¹¹ *Ibid*, hal. 174-175.

dan ekspektasi pengembalian dari surat berharga di suatu negara mampu mempengaruhi keputusan investor untuk meletakkan modalnya. Hal ini selanjutnya berpengaruh terhadap pergerakan nilai tukar.

2.4 Teori Pendekatan Moneter

Pendekatan moneter pada dasarnya menjelaskan bahwa ketidakseimbangan pada neraca pembayaran menggambarkan ketidakseimbangan yang terjadi pada pasar uang. Sehingga dibutuhkan analisis yang berfokus pada penawaran dan permintaan uang untuk menganalisa neraca pembayaran. Untuk melihat bagaimana nilai tukar ditentukan dalam teori pendekatan moneter ini, dimulai dengan melihat persamaan permintaan uang yang dapat dituliskan sebagai berikut;

$$Md = kPy \quad (2.8)$$

$$Md^* = k^* P^* y^* \quad (2.9)$$

Dimana Md = jumlah uang nominal yang diminta di dalam negeri

Md^* = jumlah uang nominal yang diminta di luar negeri

k = elastisitas pendapatan nominal terhadap permintaan akan uang dalam negeri

k^* = elastisitas pendapatan nominal terhadap permintaan akan uang luar negeri

P = tingkat harga domestik

P^* = tingkat harga luar negeri

y = output riil dalam negeri

y^* = output riil luar negeri

Adanya asumsi bahwa nilai tukar ditentukan oleh paritas daya beli (*Purchasing Power Parity*), maka didapat;

$$S = \frac{P}{P^*} \quad (2.10)$$

Untuk menentukan nilai tukar, maka dibutuhkan kondisi dalam pasar uang. Pada kondisi keseimbangan, permintaan akan uang sama dengan jumlah uang beredar, dimana;

$$Md = Ms \text{ dan } Md^* = Ms^* \quad (2.11)$$

Dari persamaan di atas, maka bisa didapatkan fungsi relatif penawaran uang dengan saling mensubstitusi Md dan Ms .

$$\frac{Ms}{Ms^*} = \frac{kPy}{k^*P^*y^*} \quad (2.12)$$

Berlakunya asumsi paritas daya beli, maka persamaan diatas dapat di tulis sebagai berikut:

$$\frac{Ms}{Ms^*} = \frac{kSy}{k^*y^*} \quad (2.13)$$

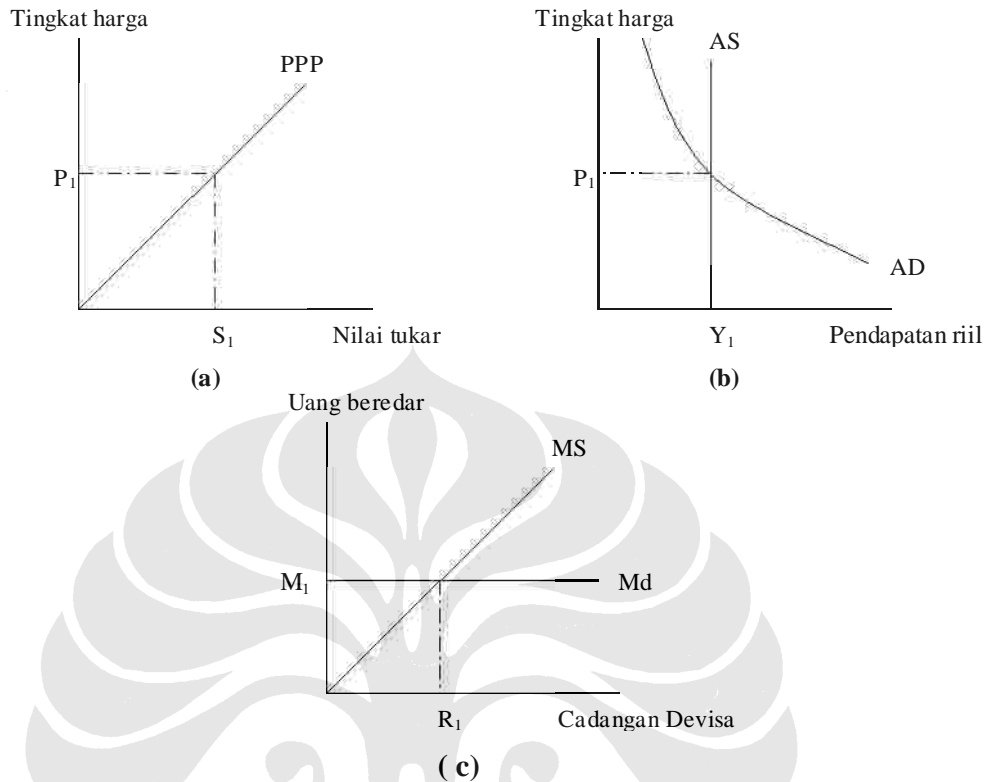
Sehingga pada akhirnya fungsi nilai tukar di dapat.

$$S = \frac{Ms/Ms^*}{ky/k^*y^*} \quad (2.14)$$

Persamaan (2.14) menunjukkan bahwa nilai tukar ditentukan oleh penawaran dan permintaan relatif akan uang. Peningkatan jumlah uang domestik relatif terhadap mata uang asing akan mengakibatkan depresiasi (peningkatan) nilai tukar mata uang domestik. Sedangkan peningkatan pendapatan domestik relatif terhadap pendapatan asing akan menyebabkan terjadinya apresiasi (turunnya) nilai tukar mata uang domestik. Hal ini dikarenakan peningkatan pendapatan domestik akan mendorong naiknya permintaan transaksi akan mata uang domestik¹².

¹² *Ibid*, hal. 106-108.

Grafik 2.3 Keseimbangan Model Pendekatan Moneter



Grafik 2.3 menggambarkan kondisi keseimbangan dalam model pendekatan moneter. Keseluruhan keseimbangan terjadi baik pada pasar barang (2.3.b), pasar uang (2.3.c), maupun tingkat harga yang sesuai dengan paritas daya beli (2.3.a). Perubahan pada permintaan maupun penawaran uang beredar akan menyebabkan pergerakan nilai tukar seperti yang telah dijelaskan pada persamaan model sebelumnya. Dalam sistem nilai tukar yang mengambang, perubahan permintaan maupun penawaran akan uang akan mempengaruhi penggunaan uang untuk transaksi sehingga keseimbangan pasar barang, baik dari jumlah output maupun harga, dan pada akhirnya berpengaruh terhadap nilai tukar.

2.5 Nilai Tukar

Nilai tukar atau kurs, merupakan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain (Pilbeam, 2006). Sedangkan Krugman (2000) mengartikan nilai tukar adalah harga sebuah mata uang dari suatu negara yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang yang lain. Sebagai contoh, nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika adalah harga satu dolar Amerika (USD) dalam Rupiah (Rp), atau dapat juga sebaliknya diartikan harga satu Rupiah terhadap satu USD.

Nilai tukar Rupiah dalam valuta asing yang dihitung dengan formulasi IDR per USD dapat didefinisikan bahwa apabila nilai tukar meningkat maka Rupiah mengalami depresiasi. Apabila nilai tukar menurun, maka Rupiah mengalami apresiasi. Sementara negara yang menggunakan sistem nilai tukar tetap, perubahan nilai tukar dilakukan secara resmi oleh pemerintah. Kebijakan untuk menaikkan nilai mata uangnya disebut dengan revaluasi, sebaliknya kebijakan untuk menurunkan nilai mata uangnya disebut dengan devaluasi.

Nilai tukar yang dikenal dalam pengertian sehari-hari adalah pengertian nilai tukar nominal. Dalam menganalisis nilai tukar, dapat juga dilihat dari nilai tukar riil. Nilai tukar riil merupakan nilai tukar nominal yang sudah dikoreksi dengan harga relatif, yaitu harga di dalam negeri dibandingkan dengan harga di luar negeri. Nilai tukar riil dapat digunakan dalam menghitung nilai tukar bilateral antara dua negara, yang dapat dirumuskan sebagai berikut;

$$Q = S \times \frac{P}{P^*} \quad (2.15)$$

Dimana: Q = nilai tukar riil

S = nilai tukar nominal

P = tingkat harga di dalam negeri

P* = tingkat harga di luar negeri

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

Dilihat faktor-faktor yang mempengaruhinya, terdapat tiga faktor utama yang mempengaruhi permintaan valuta asing. Pertama, faktor pembayaran impor. Semakin tinggi impor barang dan jasa, maka semakin besar permintaan terhadap valuta asing sehingga nilai tukar akan cenderung melemah. Kedua, faktor aliran modal keluar (*capital outflow*). Besarnya aliran modal keluar, maka akan memperbesar permintaan valuta asing dan akibatnya akan memperlemah nilai tukar. Aliran modal keluar meliputi pembayaran hutang penduduk Indonesia (baik swasta dan pemerintah) kepada pihak asing dan penempatan dana penduduk Indonesia ke luar negeri. Ketiga, kegiatan spekulasi. Semakin banyak kegiatan spekulasi yang dilakukan oleh spekulan maka semakin besar pula permintaan terhadap valuta asing.

Adapun dua faktor utama yang mempengaruhi penawaran valuta asing. Pertama, faktor penerimaan hasil ekspor. Volume penerimaan ekspor barang dan jasa yang semakin tinggi akan menyebabkan semakin besarnya jumlah valuta asing yang dimiliki suatu negara dan pada akhirnya memperkuat nilai tukar terhadap mata uang asing. Kedua, faktor aliran modal masuk (*capital inflow*). Besarnya aliran modal asing yang masuk akan memperkuat nilai tukar. Aliran modal masuk tersebut dapat berupa penerimaan hutang luar negeri,

penempatan dana jangka pendek oleh pihak asing (*portfolio investment*) dan investasi langsung pihak asing (*foreign direct investment*)¹³.

Pada umumnya, kebijakan nilai tukar suatu negara diarahkan untuk mendukung neraca pembayaran dan membantu efektifitas kebijakan moneter. Dalam kaitannya dengan kebijakan moneter, depresiasi nilai tukar yang berlebihan dapat mengakibatkan tingginya laju inflasi sehingga mengganggu tujuan akhir kebijakan moneter untuk memelihara stabilitas harga. Sehubungan dengan itu, maka kebijakan nilai tukar yang tepat merupakan faktor penting dalam perkenomian suatu negara. Dalam perkembangannya di dunia, terdapat beberapa jenis sistem nilai tukar yang dapat digunakan sesuai dengan kebijakan masing-masing. Secara garis besar, suatu negara dapat menggunakan sistem nilai tukar tetap atau sistem nilai tukar mengambang.

2.5.1 Nilai Tukar Tetap

Pada sistem nilai tukar tetap, mata uang ditetapkan secara tetap oleh otoritas moneter dengan suatu mata uang tertentu. Dengan penetapan nilai tukar secara tetap, terdapat kemungkinan nilai tukar yang ditetapkan tersebut terlalu tinggi (*over-value*) atau terlalu rendah (*under-value*) dari nilai sebenarnya. Peningkatan nilai mata uang terhadap mata uang asing yang dilakukan oleh otoritas moneter disebut revaluasi, sebaliknya kebijakan untuk menurunkan nilai mata uang disebut devaluasi.

Terdapat dua pertimbangan mengapa banyak negara yang meninggalkan sistem nilai tukar tetap. Pertama, adanya kemungkinan mengganggu neraca perdagangan, karena nilai tukar mata uang domestik akan lebih mahal dibandingkan dengan nilai sebenarnya. Kedua, butuh cadangan devisa yang cukup untuk mempertahankan sistem ini¹⁴.

¹³ Iskandar Sumangkir dan Suseno, "Sistem dan Kebijakan Nilai Tukar," Seri Kebanksentralan No. 12, Bank Indonesia, hal. 4-7.

¹⁴ *Ibid*, hal. 18-19.

2.5.2 Nilai Tukar Mengambang

Saat ini, penggunaan sistem nilai tukar mengambang lebih banyak digunakan ketimbang sistem nilai tukar tetap. Pada prakteknya, suatu negara dapat memilih untuk menggunakan sistem nilai tukar mengambang terkendali (*managed floating exchange rates*) atau sistem nilai tukar mengambang bebas (*free floating exchange rates*). Dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali, nilai tukar dilepas untuk mengikuti nilai pasar, namun bank sentral tetap memberi batasan tertentu pada pergerakan nilai tukar agar tidak mengganggu target bank sentral.

Dalam sistem nilai tukar mengambang bebas, bank sentra membiarkan nilai tukar menyesuaikan diri untuk menyamakan nilainya di pasar secara penuh. Dengan kata lain, nilai tukar tercipta melalui mekanisme pasar secara murni, yaitu, sama halnya dengan harga komoditi apapun, dimana nilai tukar terbentuk melalui pertemuan antara kekuatan-kekuatan penawaran dan permintaan di pasar. Dengan semakin besarnya keleluasaan kekuatan pasar dalam penentuan nilai tukar, maka perilaku pasar menjadi lebih sulit untuk diprediksi secara langsung.

Pada jangka pendek, nilai tukar cenderung mengalami volatilitas yang lebih tinggi. Hal ini terkait dengan ekspektasi pelaku pasar terhadap harapan-harapan dan resiko pelaku pasar tersebut banyak dipengaruhi dengan ketidakstabilan situasi sosial politik yang dapat mengganggu kelangsungan ekonomi secara keseluruhan (Ban Indonesia, 2002).

Dalam skenario makro, faktor fundamental (seperti memburuknya k nerja neraca pembayaran Indonesia, inflasi, atau pertumbuhan ekonomi) yang terjadi dapat mempengaruhi nilai tukar secara signifikan. Demikian halnya kondisi fundamental yang terlihat dari tingginya permintaan untuk pembayaran hutang dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar. Pada jangka panjang, faktor hu ang luar negeri swasta masih cukup tinggi dan tetap menjadi sumber utama tekanan permintaan valuta asing di pasar.

Sedangkan sumber pasokan valuta asing berasal dari aliran modal masuk dalam bentuk investasi asing dan hutang (Bank Indonesia, 2002).

Suhendra (2003) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang berhubungan dengan pergerakan mata uang Rupiah selama diterapkannya sistem nilai tukar mengambang bebas. Dari hasil penelitiannya, ditemukan bahwa perbedaan suku bunga, tingkat harga relatif, aset luar negeri bersih, investasi langsung, investasi dana jangka pendek, pertumbuhan hutang luar negeri, pembayaran hutang swasta, ekspor, indeks resiko negara, dan ekspektasi nilai tukar, memiliki korelasi dengan nilai tukar Rupiah untuk jangka pendek dan jangka panjang. Sedangkan PDB riil, jumlah uang beredar, dan impor hanya memiliki korelasi dalam jangka panjang saja.

Terdapat dua alasan mengapa banyak negara yang cenderung menggunakan sistem nilai tukar mengambang. Pertama, sistem ini memungkinkan suatu negara memperoleh independensi kebijakan ekonomi makronya dari dampak eksternal luar negeri. Kedua, sistem ini tidak memerlukan cadangan devisa yang besar karena tidak ada kewajiban untuk mempertahankan nilai tukar¹⁵.

2.6 Penelitian-Penelitian Sebelumnya

2.6.1 Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls

Edwards (2000), melalui penelitiannya berjudul *Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls*, menyatakan bahwa aliran modal asing memiliki peran penting dalam menjelaskan perubahan pada indeks nilai tukar riil. Penelitiannya membahas pengalaman negara-negara Amerika Latin terhadap aliran modal asing, melihat hubungan yang terdapat antara aliran modal asing tersebut dengan nilai tukar riil dan daya saing

¹⁵ *Ibid*, hal.20.

internasional, juga membahas sedikit lebih jauh mengenai peran *capital controls* dalam melindungi negara berkembang terhadap volatilitas pasar keuangan internasional.

Penelitian ini di latar belakang oleh pengalaman negara-negara Amerika Latin pada tahun 1990an, dimana aliran modal asing masuk secara besar-besaran dan menyebabkan apresiasi pada mata uang. Lalu ketika terjadi krisis di tahun 1994, mata uang negara Amerika Latin terpukul jatuh bersamaan dengan keluarnya sebagian besar aliran modal asing.

Adapun hasil penelitian Edwards terkait dengan penelitian penulis, antara lain:

- Dalam tingginya mobilitas modal, otoritas nasional suatu negara dapat kehilangan kontrol akan kebijakan moneter dan lebih terbukanya ekonomi terhadap guncangan eksternal.
- Aliran modal masuk (*capital flows*) memiliki hubungan yang negatif dengan nilai tukar riil.
- Di bawah sistem nilai tukar mengambang, aliran modal asing masuk yang besar akan mendorong apresiasi nilai tukar, baik nominal maupun riil.
- Apresiasi pada nilai tukar riil yang diikuti dengan masuknya aliran modal asing merupakan kejadian menuju keseimbangan yang didorong oleh faktor fundamental.

Edwards (2000) dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa aliran modal asing memang memiliki peran yang penting dalam menjelaskan perubahan pada indeks nilai tukar riil. Edwards juga mengatakan bahwa kondisi aliran modal telah berubah menjadi sedikit tidak berfuktuasi. Namun, rentannya perekonomian dalam negeri yang semakin terbuka terhadap perekonomian dunia perlu untuk diperhatikan.

2.6.2 Pengaruh Aliran Modal Swasta Jangka Pendek Terhadap Perubahan Nilai Tukar Rupiah dan Laju Inflasi di Indonesia

Penelitian yang dilakukan oleh Hamdani (2003) berjudul *Pengaruh Aliran Modal Swasta Jangka Pendek Terhadap Perubahan Nilai Tukar Ru iah dan Laju Inflasi di Indonesia Periode: 1990:I – 2000:IV*, menganalisis keterkaitan antara aliran modal swasta jangka pendek dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar dan laju inflasi menggunakan pendekatan moneter. Penelitian tersebut di latar belakang oleh derasnya aliran modal masuk (*capital inflow*) ke Indonesia, khususnya modal swasta penanaman modal jangka pendek hingga pertengahan 1997. Adanya krisis ekonomi yang berasal dari Thailand turut menghancurkan perekonomian Indonesia de an terjadi aliran modal keluar pada saat itu, dimana nilai tukar dan tingkat inflasi merupakan indikator makroekonomi yang sangat terpengaruh.

Dari penelitian Hamdani tersebut, didapat hasil bahwa:

- Selama periode penelitian, aliran modal swasta jangka pendek sangat dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar yang fluktuatif.
- Nilai tukar rupiah sendiri dipengaruhi secara signifikan oleh aliran modal swasta jangka pendek, laju inflasi, dan impor ditambah defisit neraca jasa.
- Laju inflasi secara signifikan dipengaruhi oleh aliran modal swasta jangka pendek, perubahan nilai tukar, dan tingkat suku bunga sertifikat Bank Indonesia. Sedangkan perubahan produk domestik bruto riil walaupun mempengaruhi inflasi secara signifikan, tetapi memiliki arah yang berlawanan dengan teori yang ada.

Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini ialah adanya hubungan timbal balik antara aliran modal swasta jangka pendek dengan perubahan nilai tukar.

BAB 3

PERKEMBANGAN ALIRAN MODAL DAN NILAI TUKAR

INDONESIA

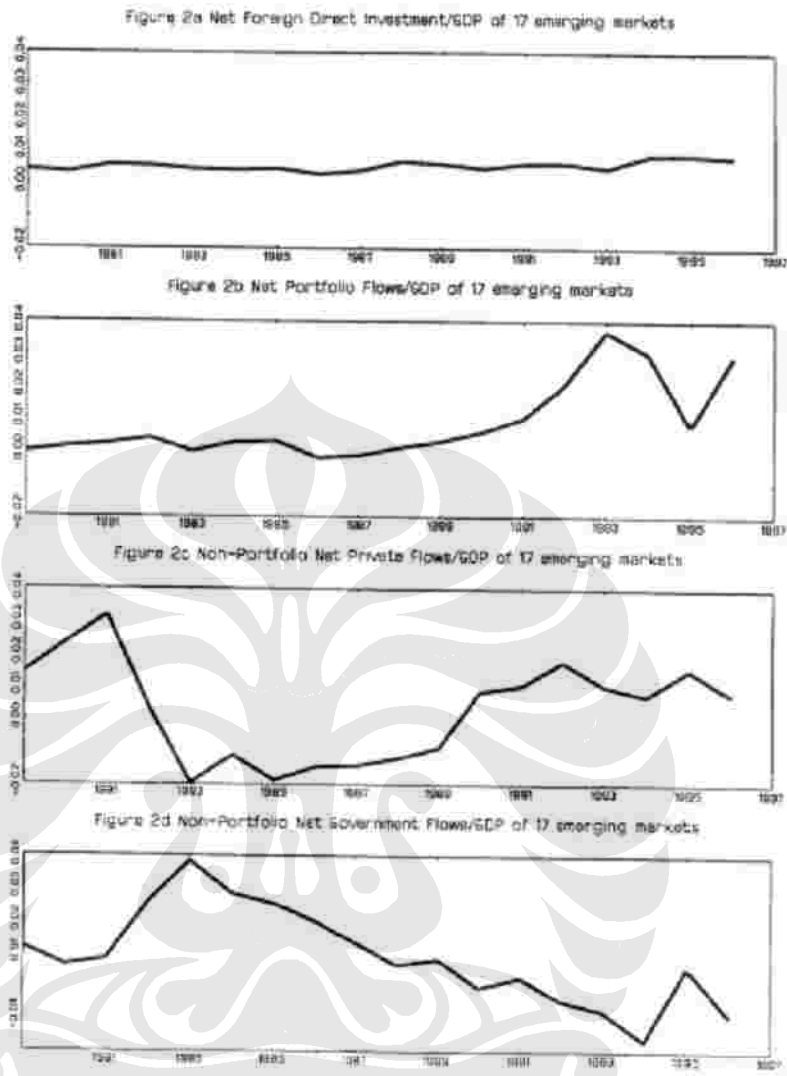
3.1 Liberalisasi Aliran Modal

Aliran modal asing ke kelompok negara *emerging market* mulai berkembang pesat pada tahun 1990-an. Sebelumnya, pada akhir 1970-an, aliran dana asing mayoritas yang ditempatkan di negara berkembang berbentuk pinjaman bank komersil untuk pemenuhan, perusahaan, dan bank swasta. Seiring dengan liberalisasi keuangan, pada tahun 1990-an, aliran modal portfolio dan investasi langsung (FDI) menjadi sumber aliran modal asing yang menjadi lebih dominan. Pemerintah di negara-negara berkembang juga menjadi lebih bergantung dari penerbitan surat hutang negara daripada melakukan pinjaman ke asing.

Perkembangan aliran modal asing ke kelompok negara berkembang dapat dilihat dengan mengukur pertumbuhannya sebagai persentasi terhadap PDB. Aliran modal jenis investasi langsung mengalami peningkatan dari tahun 1980-an sebesar 0,5% PDB menjadi hampir 4% PDB di tahun 1996. Sama halnya dengan aliran modal jenis portfolio. Pada pertengahan 1980-an, porsi investasi portfolio hampir nol, namun naik menjadi 4% PDB di tahun 1993. Aliran modal dalam bentuk selain portfolio dan FDI, dapat dibedakan menjadi dua, yaitu *non-portfolio net private flows* dan *non-portfolio net government flows*. Namun pertumbuhan keduanya tidak mengalami peningkatan yang berarti setelah berlangsungnya liberalisasi, bahkan *non-portfolio net government flows* justru mengalami penurunan tren semenjak 1980-an¹⁶. Grafik 3.1 di bawah ini menggambarkan perkembangan empat komponen aliran modal asing seiring dengan berjalannya liberalisasi aliran modal.

¹⁶ Philippe Bacchetta dan Eric Van Wincoop, "Capital Flows to Emerging Market: Liberalization, Overshooting, and Volatility," NBER Working Paper, 1998, hal. 1-4.

Grafik 3.1 Perkembangan Komponen Aliran Modal Asing

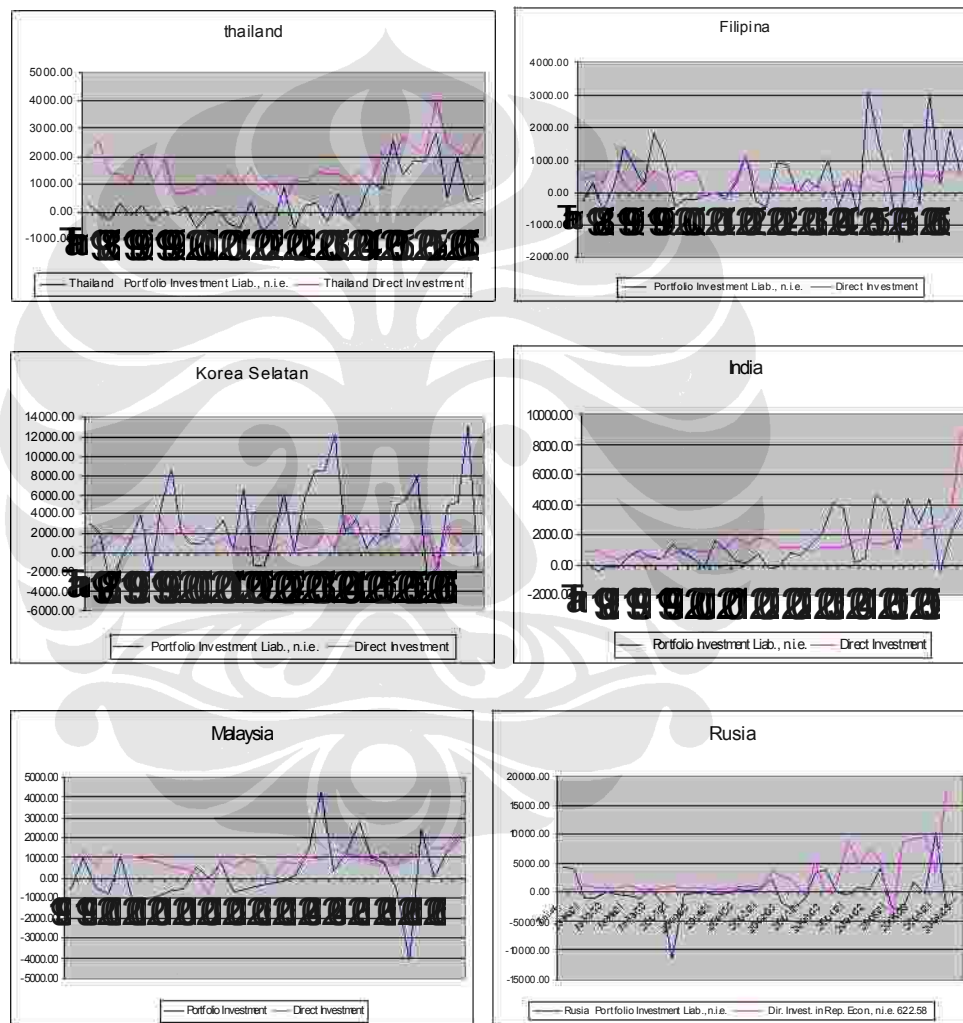


Sumber: Jurnal NBER

Liberalisasi keuangan dan reformasi struktural memang merupakan suatu faktor dasar yang mendorong peningkatan aliran modal asing ke negara-negara *emerging market*. Perubahan-perubahan yang dilakukan pada kelompok negara tersebut meliputi penghapusan *capital control*, liberalisasi sistem keuangan domestik, liberalisasi perdagangan, stabilitas makroekonomi, dan privatisasi. Hal tersebut ditambah dengan adanya deregulasi keuangan domestik dan internasional kuti dengan inovasi keuangan

juga perkembangan teknologi pada komunikasi dan komputer, membuka peluang besar pada peningkatan aliran ekuitas dan obligasi antar negara. Faktor pendukung tersebut menyebabkan aliran modal portfolio ke kelompok negara *emerging market* tumbuh dengan cepat.

Grafik 3.2 Aliran Modal di 6 Emerging Markets



Sumber: International Financial Statistics

Pada grafik 3.2 di atas dapat dilihat perkembangan aliran modal FDI dan portfolio di beberapa negara *emerging markets* pada akhir tahun 1990-an hingga kini. Seiring

berjalannya waktu, investasi portfolio mengalami peningkatan jumlah, hal ini diikuti dengan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan investasi langsung. Peningkatan aliran modal asing portfolio di Thailand, India, dan Rusia terlihat signifikan pada sekitar tahun 2002, dengan jumlah yang menyerupai aliran modal langsung. Sedangkan aliran modal di Filipina, Malaysia, dan Korea Selatan menunjukkan jumlah yang sudah lebih tinggi ketimbang jumlah investasi langsung, namun volatilitas aliran modal portfolio di ketiga negara tersebut juga terlihat tinggi.

Berdasarkan *East Asia Pacific Update 2007*, masuknya aliran modal asing menyebabkan terjadinya percepatan apresiasi pada pertengahan 2005 di Filipina dan Thailand. Di Thailand sendiri, nilai tukar Thailand terhadap Dollar meningkat sekitar 20% antara pertengahan 2005 hingga Maret 2007. Sedangkan nilai tukar Won Korea terapresiasi terhadap Dollar sebesar 27% antara akhir 2001 hingga pertengahan 2005. Menurut Athukorala dan Rajapatirana (2003), peningkatan aliran modal masuk ke negara-negara berkembang di Asia tersebut menyebabkan terjadinya apresiasi terhadap nilai tukar riil, walau dampaknya masih lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara Amerika Latin. Hal tersebut mungkin dikarenakan komposisi aliran modal portfolio yang lebih banyak masuk ke negara Amerika Latin.

3.2 Liberalisasi Aliran Modal di Indonesia

Dalam beberapa dekade terakhir, perekonomian Indonesia telah melalui berbagai rangkaian reformasi struktural yang kemudian banyak merubah karakter ekonomi Indonesia. Indonesia yang sebelumnya memiliki perekonomian yang tertutup dan besar akan intervensi pemerintah, berubah menjadi suatu perekonomian yang terbuka dan sistem ekonomi pasar menjadi lebih dominan. Keterbukaan ekonomi ditunjukkan dengan diizinkan bank asing melakukan kerjasama usaha (*joint venture*) dengan bank lokal

serta pelaksanaan program privatisasi yang melibatkan pihak asing melalui pembelian saham-saham bank swasta hasil rekapitalisasi serta liberalisasi kepemilikan saham. Keterbukaan ekonomi Indonesia juga terlihat dari aturan-aturan yang memungkinkan terjadinya pergerakan aliran modal dari dan ke luar Indonesia.

Sejalan dengan reformasi ekonomi, proses liberalisasi aliran modal di Indonesia dapat dibagi menjadi tiga tahap¹⁷. Tahap pertama yang dilalui Indonesia ditandai dengan dilonggarkannya secara bertahap *capital control* di akhir 1960-an. Sebelum tahun 1967, Indonesia memberlakukan pengawasan yang ketat pada transaksi mata uang asing dengan berlakunya *Foreign Exchange Act No.32 / 1964*. Pengawasan transaksi mata uang asing yang lebih longgar berlaku pada akhir 1960an. Periode 1966 hingga 1969 menandai dimulainya proses liberalisasi aliran modal di Indonesia. Serangkaian deregulasi yang ditempuh Pemerintah diarahkan untuk mempercepat program perbaikan ekonomi. Hal ini mencakup berbagai aspek sebagai berikut;

1. Pelonggaran mekanisme transaksi valuta asing dan dibolehkannya agen ekonomi untuk turut berpartisipasi dalam pasar valuta asing.
2. Pemberian izin kepada eksportir untuk menyimpan persentase tertentu dari pendapatan valas mereka yang selanjutnya digunakan kembali untuk membiayai impor.
3. Cabang bank asing diperbolehkan beroperasi di dalam negeri untuk meningkatkan partisipasi pada pasar valuta asing sesuai dengan Undang-undang perbankan tahun 1967.
4. Investor asing diizinkan untuk melakukan investasi dengan durasi selama 30 tahun sesuai dengan Undang-undang Investasi Asing tahun 1967. Untuk mendorong

¹⁷ Working Committee on ASEAN Capital Account Liberalization, *ASEAN Capital Account Policies*, Bank Indonesia, 2006, Hal. 77.

investasi asing, Pemerintah juga memberikan insentif dalam bentuk keringan pajak (*tax holiday*) dan pembebasan tarif impor.

Pada periode selanjutnya, yaitu tahun 1970 hingga 1981 sistem devisa yang lebih bebas berlaku di Indonesia dengan dikeluarkannya PP No.16/197 Peraturan tersebut mencakup beberapa hal sebagai berikut;

1. Bebasnya transaksi penjualan dan pembelian mata uang asing.
2. Kewajiban eksportir untuk menyerahkan devisa hasil ekspor kepada bank devisa dikompensasi dengan dibolehkannya membeli devisa dengan mata uang yang tidak dibatasi.
3. Bebas memegang devisa hasil ekspor jasa.
4. Kewajiban bank devisa untuk menjual seluruh valuta asing yang diwajibkan ke Bank Indonesia.

Tahap kedua dari proses liberalisasi di Indonesia menghasilkan sistem yang lebih bebas untuk mobilitas aliran modal asing dengan digunakan sistem devisa bebas yang mengacu pada PP No.1 tahun 1982. Dengan ini, baik perusahaan maupun individu dapat melakukan transaksi dengan mata uang asing melalui bank devisa. Lebih lanjut, bank tidak lagi berkewajiban untuk menjual pendapatan devisa mereka kepada bank sentral.

Seiring dengan berlakunya sistem devisa bebas, reformasi pada sektor keuangan Indonesia juga terjadi dengan dilakukannya deregulasi perbankan dan pasar modal pada tahun 1983. Hal tersebut merupakan awal dimulainya kerangka kebijakan moneter yang lebih didasarkan pada pasar (*market based monetary policy*). Kebijakan deregulasi diteruskan dengan dikeluarkannya Paket Kebijakan 1988 (Pakto 1988). Kebijakan ini dimaksudkan untuk meningkatkan tingkat monetisasi ekonomi melalui pembukaan bank dan kantor bank baru, mempermudah beroperasinya bank asing melalui *joint venture*

dengan bank lokal, dan mempermudah konversi bank swasta nasional menjadi bank devisa. Sejalan dengan langkah tersebut, berbagai produk perbankan juga berkembang pesat.

Berkaitan dengan kebijakan moneter, Bank Indonesia juga memperkenalkan instrumen pasar uang dalam bentuk Sertifikat Bank Indonesia (SBI) pada tahun 1985 dalam upaya mendukung operasi kebijakan moneter. Sejalan dengan hal tersebut, pasar sekunder untuk SBI juga semakin berkembang dan menjadi pasar SBI cukup likuid. Berkembangnya instrumen ini juga menjadi alternatif yang menarik bagi investor asing dalam menempatkan dananya di SBI.

Di pasar obligasi pemerintah, kebijakan pemerintah untuk menutup defisit APBN melalui penerbitan Surat Hutang Negara (SUN), yang dapat diperdagangkan sejak 2003, serta adanya upaya pemerintah untuk terus mendorong berkembangnya pasar SUN telah menyebabkan pasar ini berkembang pesat. Instrumen ini didukung dengan tingkat resiko yang sangat kecil dan tingkat pengembalian yang lumayan menguntungkan sehingga dalam perkembangannya sangat diminati. Pasar SUN yang likuid juga telah menjadi daya tarik investor asing untuk menanamkan dananya di pasar ini.

Di pasar modal, dalam rangka mendorong perkembangan pasar modal, reformasi di bidang ini dilakukan pada Oktober 1987 dan Desember 1988. Kebijakan ini diarahkan untuk meningkatkan keyakinan investor (*investor confidence*) dan memperbaiki iklim investasi. Dengan reformasi ini, pihak asing diizinkan untuk membeli saham di pasar saham dalam negeri, sementara perusahaan sekuritas asing diizinkan untuk melakukan kerja sama dengan mitra lokal. Untuk memperkuat operasi pasar modal, pada tahun 1995 Undang-Undang Pasar Modal juga diberlakukan. Sejalan dengan undang-undang ini, strategi pengembangan pasar modal Indonesia tertumpu pada dua kebijakan dasar, yaitu pengembangan pasar dan liberalisasi pasar. Pengembangan pasar ditujukan untuk memperkuat infrastruktur pasar, disamping memperbaiki efisiensi pasar tersebut. Sementara

itu kebijakan liberalisasi pasar ditujukan untuk meningkatkan akses Indonesia terhadap sumber dana dan teknologi dari luar negeri.

Tabel 3.1 Tahap Liberalisasi Keuangan Indonesia 1985-1996

	'85	'86	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96
Pengawasan moneter dan sistem keuangan												
Pengembangan pasar modal			x				x	x			x	X
pasar uang dan instrumennya	x		x	X	x	x						
Pengawasan keuangan dan kerangka regulasi				X	x	x	x	X		x	X	
Nilai tukar, perdagangan, dan aliran modal												
Rezim nilai tukar		X2/	x							x4/	x5/	x6/
Pengaturan pasar valuta asing	x			X3/	x		x					
Reformasi perdagangan	X	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x
Liberalisasi investasi portfolio												
inflow					X			x				x
outflow												
Liberalisasi investasi langsung												
inflow	X	x	x	x	x		x	x	x	x		x
outflow								x				
Restriksi aliran modal												
inflow								x				
outflow												
<p>1/ x menunjukkan perubahan minor, dan X menunjukkan perubahan besar pada tahun bersangkutan.</p> <p>2/ Devaluasi Rupiah sebesar 31%</p> <p>3/ Diterimanya perjanjian <i>Article VIII</i>.</p> <p>4/ Pergerakan nilai tukar lebih fleksibel. BI merubah cara mengumumkan kurs, dari pemberitahuan kurs di pagi hari menjadi pemberitahuan kurs jual dan beli di jam 3 sore, melalui perhitungan <i>basket of wieghted currencies</i> dengan <i>spread</i> Rp 15.</p> <p>5/ Pergerakan nilai tukar lebih fleksibel, kurs jual dan beli melalui perhitungan <i>basket of wieghted currencies</i> dengan <i>spread</i> Rp 22.</p> <p>6/ Pergerakan nilai tukar lebih fleksibel dengan adanya intervensi rentang nilai tukar dari Rp 118 di Juni menjadi Rp 192 pada September.</p>												

Sumber: International Monetary Fund

Tabel 3.1 di atas merangkum rangkaian proses liberalisasi keuangan di Indonesia yang terjadi di tahun 1985 hingga 1996. Dapat dilihat bahwa terjadi beberapa kebijakan reformasi besar dalam sektor-sektor tertentu selama periode tersebut berlangsung. Perubahan kebijakan utama terjadi pada pengaturan aliran modal, baik langsung maupun portfolio, reformasi perdagangan, penyesuaian nilai tukar, pasar uang, pasar modal, dan kerangka regulasi keuangan. Rangkaian deregulasi perekonomian nasional yang dilakukan oleh pemerintah sejak awal dasawarsa 1980an telah meningkatkan arus lalu lintas modal ke dan dari Indonesia¹⁸. Hal tersebut didukung dengan adanya perbedaan tingkat suku bunga yang besar, nilai tukar yang stabil, dan pertumbuhan ekonomi yang tinggi, sehingga terus menarik aliran modal asing untuk masuk dari tahun 1992 hingga 1996 dalam bentuk investasi langsung dan investasi portfolio.

Seiring dengan semakin terbukanya perekonomian Indonesia terhadap aliran modal asing, tekanan internasional pun semakin besar. Rentannya sistem keuangan Indonesia pada kejutan eksternal maupun internal, menjatuhkan perekonomian Indonesia pada pertengahan 1997 ketika terjadi krisis yang berawal dari krisis keuangan tersebut berdampak pada pelarian modal asing (*capital outflow*) secara besar-besaran dari dalam negeri dan meninggalkan biaya yang tidak sedikit pada ekonomi.

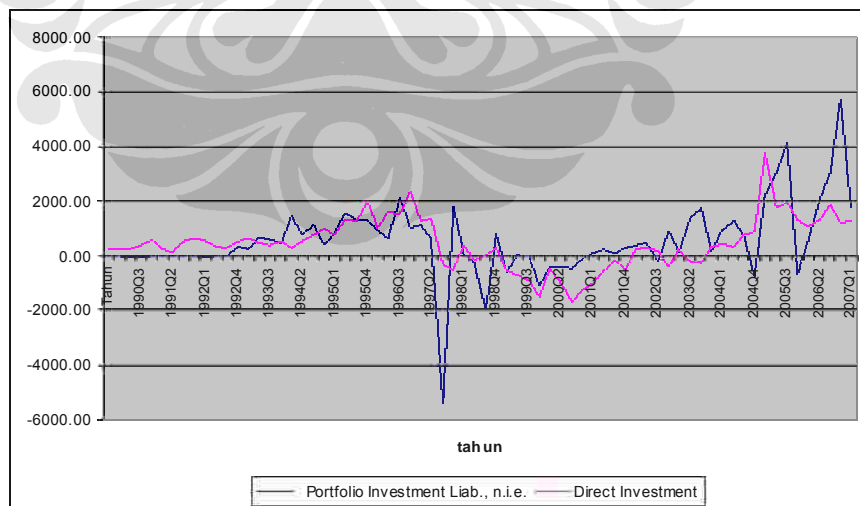
Tahap ketiga dari proses liberalisasi aliran modal di Indonesia terjadi setelah terjadinya krisis keuangan 1997/1998. Hal tersebut ditandai dengan diadopsinya rezim nilai tukar mengambang bebas oleh bank sentral, serta meningkatnya kehati-hatian pada aliran modal asing. Perbaikan manajemen aliran modal, terutama yang bersifat jangka pendek, dan memperkuat sistem perbankan Indonesia menjadi fokus pemerintah dan bank sentral. Hal ini penting dilakukan untuk dapat mencapai stabilitas moneter dan keuangan yang dibutuhkan untuk iklim investasi yang lebih baik.

¹⁸ Anwar Nasution, "Dampak Pemasukan Modal Asing Pada Perekonomian Nasional dalam Era Globalisasi," Makalah Untuk Kongres ke XIII Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia, 1996, Hal.1.

3.3 Perkembangan Pola Aliran Modal di Indonesia

Liberalisasi perekonomian Indonesia pada tahun 1980an mengakibatkan aliran modal asing untuk dapat bebas keluar dan masuk ke Indo Pada dasarnya terdapat tiga bentuk investasi asing yang masuk ke dalam transaksi i ternasional, yaitu investasi langsung (*foreign direct investment*), investasi portfolio (*foreign portfolio investment*), dan aliran modal bentuk lain (*other types of flows*). Investasi langsung dan investasi portfolio dapat bergerak bebas antar negara, tergantung tingkat euntungan yang dapat diperoleh. Sedangkan investasi asing dalam bentuk lain mencakup pinjaman luar negeri oleh pemerintah. Di Indonesia sendiri, pola aliran modal asing yang masuk mengalami perkembangan seiring dengan perubahan regulasi dan kebijakan moneter. Setelah liberalisasi aliran modal, modal asing masuk dengan deras hingga akhirnya Indonesia tertimpa krisis keuangan 1997, dimana aliran modal asi lari keluar. Semenjak krisis tersebut hingga kini, komposisi aliran modal di Indonesia mengalami perubahan.

Grafik 3.3 FDI dan FPI Indonesia 1990-2007



Sumber: International Financial Statistics

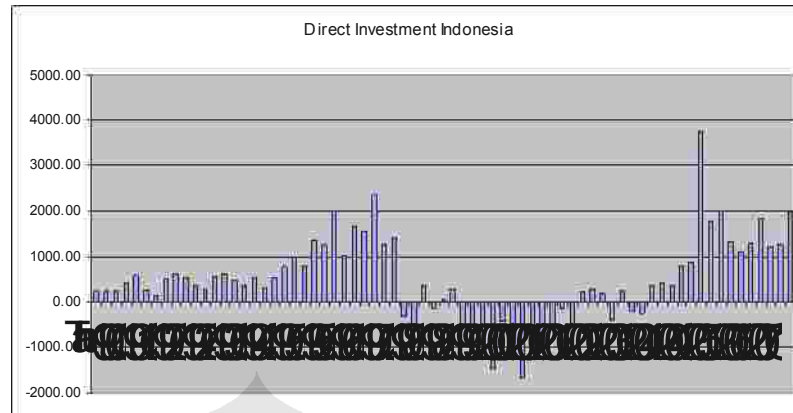
Grafik 3.3 di atas menggambarkan perkembangan aliran modal asing, investasi langsung dan investasi portfolio, yang masuk ke Indonesia dari awal tahun 1990 hingga 2007. Dari grafik tersebut terlihat bahwa volume modal asing, dalam kedua bentuk tersebut, di Indonesia mengalami peningkatan seiring dengan liberalisasi yang terjadi. Pembahasan selanjutnya akan difokuskan terhadap perkembangan komposisi investasi langsung dan investasi portfolio di Indonesia.

3.3.1 Investasi Langsung (*Foreign Direct Investment*)

Investasi asing langsung merupakan jenis aliran modal jangka panjang, yang memberikan kontribusi secara langsung terhadap pertumbuhan sektor riil di negara penerima modal. Penerimaan investasi langsung juga mampu mendorong peningkatan tabungan dan investasi nasional. Oleh karena itu, masuknya investasi langsung ke suatu negara diharapkan dapat meningkatkan pertumbuhan.

Rangkaian deregulasi ekonomi Indonesia semenjak tahun 1980an berperan banyak dalam menarik aliran modal asing masuk. Investasi jenis FDI pun sudah mulai berkembang di Indonesia sejak itu. Seperti terlihat pada grafik 3.3 di bawah, pada awal tahun 1990 jumlah investasi langsung berada pada posisi US\$243 juta. Seiring dengan perkembangan regulasi aliran modal, jumlah investasi langsung di Indonesia terus mengalami peningkatan selama tahun 1990an. Hal tersebut dapat terlihat dengan adanya total investasi langsung yang mencapai US\$2342 juta di awal tahun 1997. Namun periode krisis keuangan pada pertengahan tahun 1997 turut mempengaruhi aliran modal asing di Indonesia. Jumlah investasi langsung perlahan mengalami penurunan pada tahun-tahun berikutnya, hingga mencapai angka negatif. Pada akhir 2000, tercatat bahwa investasi langsung yang keluar berjumlah US\$1685,6 juta.

Grafik 3.4 Investasi Langsung Indonesia



Sumber: International Financial Statistics

Krisis keuangan yang melanda Indonesia, juga turut mendorong krisis politik di dalam negeri. Gejolak politik yang berlangsung tersebut memperburuk stabilitas Indonesia hingga iklim investasi pun menjadi tidak kondusif. Hal tersebut menyebabkan jumlah investasi langsung yang bertahan negatif untuk beberapa tahun. Namun, seiring dengan perbaikan kondisi perekonomian Indonesia, aliran modal FDI secara perlahan-lahan mulai meningkat lagi di tahun 2004.

Tabel 3.2 Transaksi Investasi Langsung (Juta \$)

Rincian	2004	2005	2006
FDI (<i>net</i>)	-1.512	5.271	4.096
Ke Luar Negeri	-3.408	-3.065	-3.418
Di Indonesia	1.896	8.336	7.514
Nonmigas	1.923	7.282	5.916
Migas	-27	1.054	2.620

Sumber: Bank Indonesia

Tabel 3.2 menunjukkan bahwa aliran masuk investasi langsung di Indonesia mengalami peningkatan semenjak dari tahun 2004. Peningkatan jumlah yang lebih

signifikan terjadi di tahun 2005, dimana secara keseluruhan investasi langsung sebesar \$5.3 miliar. Namun pada 2006, surplus transaksi investasi a langsung (FDI) secara keseluruhan menunjukkan penurunan dibandingkan tahun s sebelumnya, meskipun terdapat peningkatan aliran masuk FDI ke sektor migas. Aliran modal dalam bentuk FDI selama 2006 mencatat surplus \$4.1 miliar atau turun dari \$5.3 miliar pada 2005. Penurunan tersebut disebabkan terdapatnya peningkatan FDI Indone ke luar negeri dan berkurangnya aliran modal masuk.¹⁹

3.3.2 Investasi Portfolio (*Portfolio Investment*)

Investasi portfolio merupakan bentuk lain aliran modal asing, namun berbeda dengan investasi langsung, investasi portfolio merupakan jenis aliran modal jangka pendek. Investasi portfolio memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap pasar uang dan pasar modal suatu negara dibandingkan dengan perannya pada s or riil. Hal ini dikarenakan investasi portfolio berbentuk surat hutang dan ekuitas.

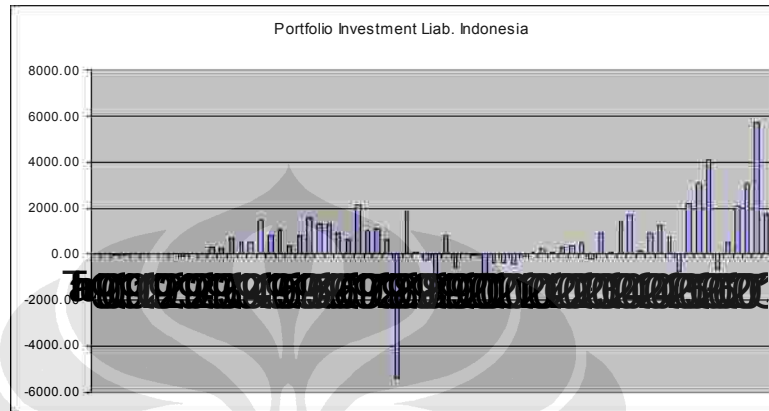
Perkembangan investasi portfolio sendiri menjadi lebih menarik untuk diperhatikan pada beberapa tahun terakhir ini. Seiring dengan semak n berkembangnya pasar uang dan pasar modal baik di Indonesia dan di dunia, instrumen asar uang juga mengalami perkembangan yang cukup pesat. Hal ini turut mendorong peningkatan jumlah investasi portfolio di Indonesia.

Dilatarbelakangi oleh liberalisasi aliran modal yang k mudian mengarah kepada perkembangan pasar uang dan pasar modal di Indonesia, modal portfolio baru mengalami perkembangannya di Indonesia di awal tahun 1993. Berdasarkan data IFS yang tercermin oleh grafik 3.5 di bawah, pada awal tahun 1993 terdapat US\$325 juta investasi portfolio yang masuk. Peningkatan jumlah investasi portfolio terlihat selama periode

¹⁹ Lihat Laporan Keuangan Bank Indonesia 2006, Hal. 141-142.

1990an, namun dari data yang ada, dapat terlihat bahwa perkembangan jumlah investasi portfolio masih berada di bawah perkembangan investasi langsung.

Grafik 3.5 Investasi Portfolio Indonesia



Sumber: International Financial Statistics

Di akhir tahun 1997, yaitu ketika terjadinya krisis ekonomi di Indonesia, investasi portfolio yang bersifat jangka pendek, ditarik besar-besaran secara mendadak oleh para investor asing. Jumlah investasi portfolio di Indonesia pun seketika berubah menjadi minus US\$5390 juta. Hal tersebut merupakan peristiwa yang sangat merugikan perekonomian Indonesia karena menimbulkan gejolak yang besar di pasar uang dan pasar modal Indonesia.

Kondisi aliran modal portfolio di Indonesia perlahan pulih setelah kembali mengalami peningkatan jumlah pada sekitar pertengahan tahun 2001. Setelah itu, pertumbuhan aliran modal portfolio mengalami peningkatan yang sangat pesat. Hal ini dikarenakan integrasi pasar modal dunia yang semakin maju dan perkembangan instrumen di pasar uang yang turut mendukung aktivitas portfolio.

Perkembangan pasar uang dan pasar modal di Indonesia telah banyak menarik minat investor asing untuk menanamkan modalnya. Di Indonesia, aliran modal asing jenis

portfolio dapat di tempatkan dalam tiga bentuk instrumen, yaitu Surat Hutang Negara (SUN), Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan saham perusahaan. Komposisi penempatan modal asing pada ketiga instrumen tersebut menerima porsi yang berbeda-beda.

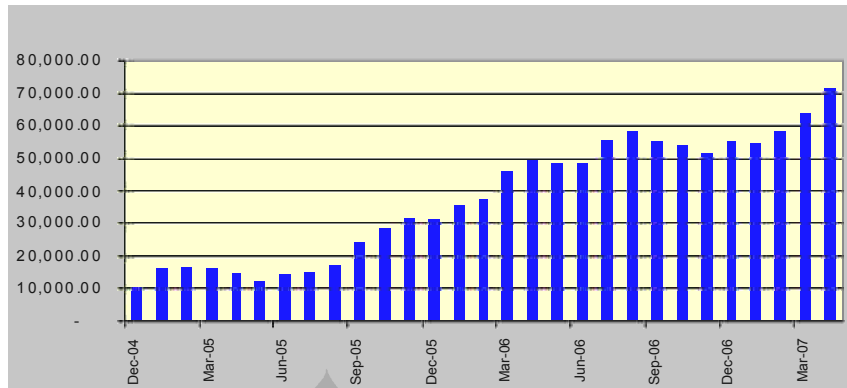
Tabel 3.3 Investasi portfolio sisi *liabilities* (Juta \$)

Rincian	2004	2005	2006
Sektor publik, (<i>net</i>)	2.251	4.826	4.465
Obligasi valas	920	2.095	1.93
SUN	559	2.054	2.193
SBI	772	677	343
Sektor swasta, (<i>net</i>)	1.804	444	1.25
Saham	2.043	-165	1.898
SSB Korporasi	-238	609	-647
Total	4.056	5.270	5.716

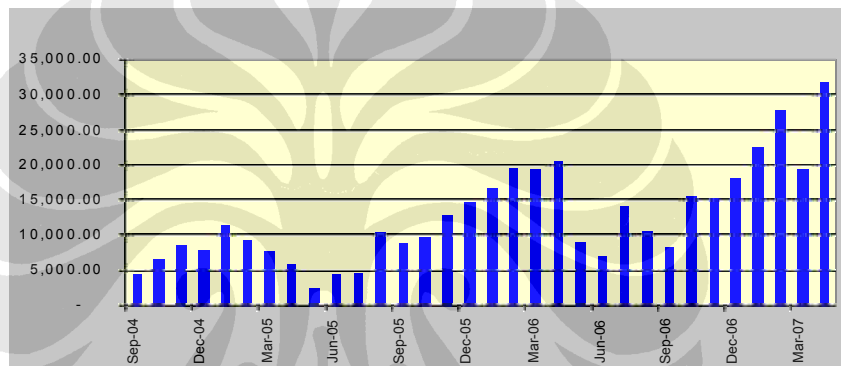
Sumber : Bank Indonesia

Tabel 3.3 di atas menunjukkan data perkembangan aliran modal portfolio sisi *liabilities* Indonesia tahun 2004 hingga 2006, yang juga merinci perkembangan penempatan modal asing pada instrumen Rupiah. Total jumlah investasi portfolio yang masuk mengalami peningkatan selama ketiga tahun terakhir tersebut, dimana sebagian besar masih mendominasi sektor publik dengan penempatan terbanyak pada instrumen surat hutang negara. Perkembangan yang meningkat dari masing-masing instrumen pasar uang di Indonesia tersebut dapat dilihat pada ketiga gambar di bawah ini.

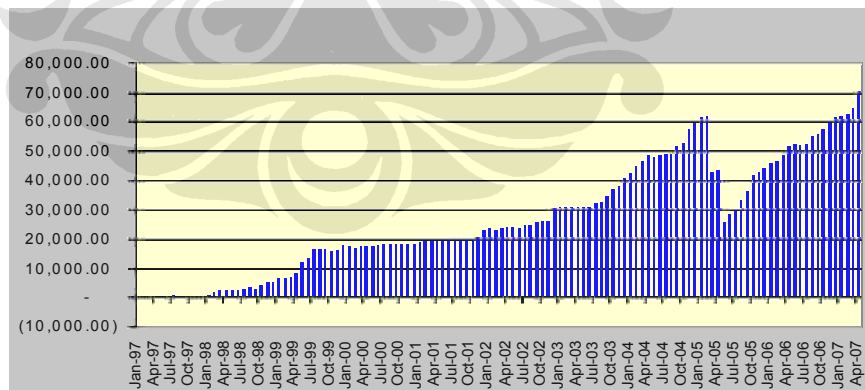
Grafik 3.6 Posisi SUN milik asing (dalam miliar rupiah)



Grafik 3.7 Posisi SBI milik asing (dalam miliar rupiah)



Grafik 3.8 Posisi net beli saham milik asing (dalam miliar rupiah)



Sumber: Bank Indonesia

Peningkatan arus masuk modal asing dalam beberapa tahun terakhir dipengaruhi oleh faktor eksternal juga oleh faktor internal, seperti menurunnya risiko investasi dan

semakin beragamnya pilihan penempatan di pasar keuangan domestik. Di tahun 2004, arus masuk bersih menunjukkan peningkatan menjadi \$2,8 miliar dari \$2,3 miliar di tahun 2003. Peningkatan terutama bersumber dari arus masuk dalam bentuk pembelian saham oleh asing yang mencatat pembelian bersih sekitar \$2,1 miliar sehingga turut mendorong indeks harga saham gabungan di atas 1000. Sementara pembelian bersih dalam bentuk obligasi pemerintah dan SBI oleh asing mencapai sekitar \$1,3 miliar.

Pada tahun 2005, aliran masuk modal asing (*capital inflows*) jangka pendek masih terus berlanjut walau sempat terjadi pembalikan yang cukup signifikan dalam periode Maret hingga Agustus 2005. Posisi kepemilikan asing pada portfolio terus meningkat sepanjang 2005. Sejalan dengan meningkatnya aliran devisa dari pelaku luar negeri, penempatan investor asing pada beberapa instrumen keuangan rupiah meningkat signifikan.

Berdasarkan komponennya, perkembangan investasi portfolio pada sisi *liabilities* selama tahun 2006 meningkat signifikan dibandingkan tahun sebelumnya, sedangkan pada sisi aset relatif tidak banyak berubah. Investasi portfolio pada sisi *liabilities* selama 2006 mengalami surplus \$5,7 miliar dibandingkan tahun sebelumnya sebesar \$5,3 miliar. Di sektor publik, surplus tersebut bersumber dari hasil penerbitan obligasi pemerintah dalam valuta asing di luar negeri sebesar \$1,9 miliar, serta penanaman portfolio asing dalam obligasi pemerintah atau Surat Utang Negara (SUN) dan SBI Bank Indonesia (SBI) masing-masing sebesar \$2,2 miliar dan \$0,3 miliar. Aliran portfolio asing ke pasar saham yang cukup signifikan turut menggairahkan pasar saham.

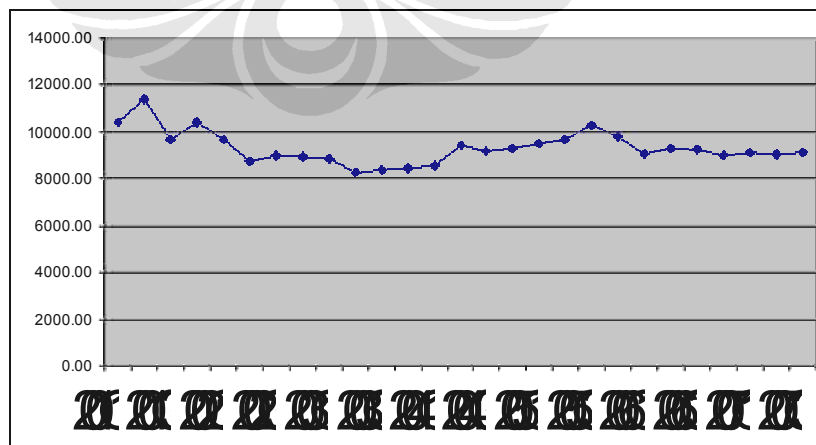
Selama 2006 penempatan modal portfolio asing dapat dirincikan sebagai berikut; dalam SUN mencapai Rp23,8 triliun atau \$2,9 miliar, sehingga dengan penambahan tersebut kepemilikan asing pada SUN meningkat mencapai Rp54,9 triliun atau \$6,1 miliar. Penempatan pada SBI hanya sebesar Rp3,3 triliun atau \$509 juta, sehingga total

kepemilikan asing pada SBI meningkat menjadi Rp18,1 triliun atau \$2,0 miliar. Sementara itu, penempatan investor asing ke saham mendorong indeks harga saham gabungan meningkat 55,3% dari level 1163 menjadi 1806 pada akhir 2006.²⁰

3.4 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah

Sejak diterapkannya sistem nilai tukar mengambang (*floating exchange rate system*) pada Agustus 1997, perkembangan nilai tukar rupiah pada dasarnya ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran terhadap rupiah maupun valuta asing di pasar. Dengan demikian, fenomena apresiasi dan depresiasi mata uang rupiah sangat mewarnai pergerakan rupiah di pasar. Pergerakan nilai tukar rupiah dipengaruhi baik oleh faktor fundamental maupun non-fundamental. Faktor fundamental antara lain perkembangan dan prospek pertumbuhan ekonomi, inflasi, neraca pembayaran. Sementara itu faktor non-fundamental antara lain sentimen pasar, rumor dll. Dengan sistem keuangan Indonesia yang telah terintegrasi ke dalam sistem keuangan global, berbagai perkembangan faktor tersebut akan dengan mudah mempengaruhi pergerakan aliran modal portfolio ke dan dari Indonesia.

Grafik 3.9 Nilai Tukar Rupiah



Sumber: International Financial Statistics

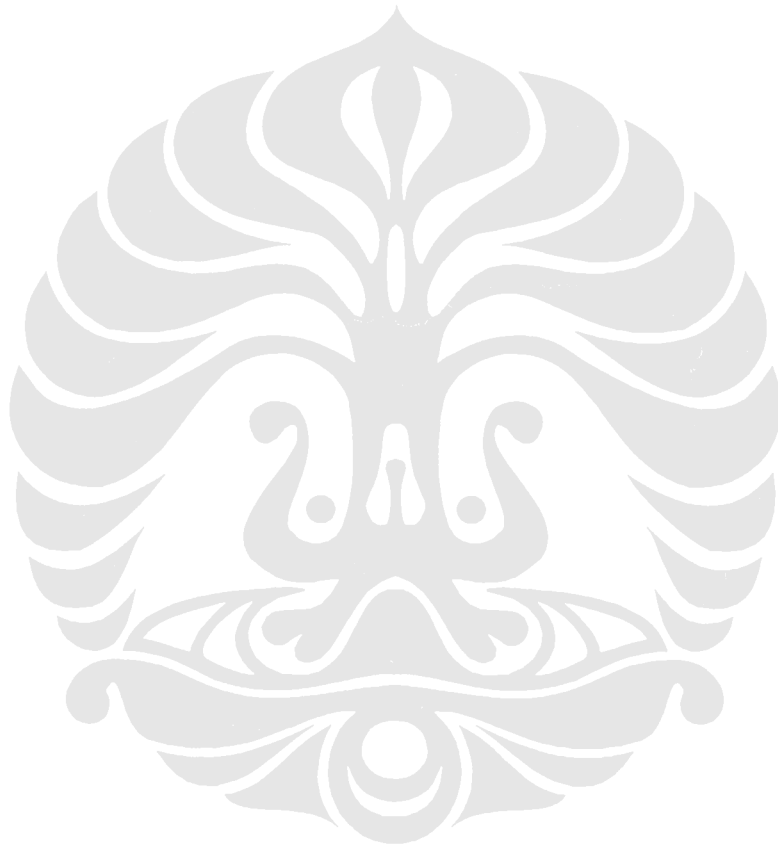
²⁰ *Ibid.*

Penguatan rupiah yang telah berlangsung sejak 2002 terus berlanjut pada 2003. Pergerakan ini juga disertai dengan volatilitas yang menurun. Rupiah menguat sebesar 6,3% dari Rp8.950 menjadi Rp8.420. Apresiasi nilai tukar rupiah disebabkan oleh beberapa faktor. Faktor pertama adalah peningkatan surplus neraca pembayaran yang menyebabkan kenaikan cadangan devisa dari US\$32 miliar menjadi US\$36 miliar pada 2003. Faktor kedua adalah membaiknya risiko (*country risk*) di Indonesia. Berbagai faktor tersebut telah mendorong aliran modal masuk.

Pada paruh pertama 2004, nilai tukar rupiah relatif stabil, meskipun pada akhir triwulan pertama mengalami tekanan. Rupiah secara *point to point* mengalami depresiasi sebesar 9,3% dari Rp8.420 per dolar menjadi Rp9.983 pada akhir 2004. Tekanan depresiasi dipicu oleh faktor eksternal, utamanya dengan merebaknya ekspektasi masuknya ekonomi AS dalam siklus kebijakan moneter ketat, langkah kebijakan Cina dalam rangka memperlambat ekspansi ekonomi, serta melambungnya harga minyak dunia hingga di atas US\$40 per barel. Berbagai perkembangan ini mendorong investor internasional melakukan reposisi penanaman modal portfolio di pasar keuangan sejumlah negara Asia. Hal ini mengakibatkan terjadinya pembalikan aliran modal jangka pendek dari pasar keuangan Asia sehingga menimbulkan depresiasi terhadap mata uang regional, termasuk rupiah.

Pada akhir 2005 nilai tukar rupiah mencapai Rp9.831 per dolar atau mengalami depresiasi sebesar 5,9% dibanding akhir 2004. Depresiasi rupiah berkaitan erat dengan pengaruh negatif dari faktor eksternal dan internal. Faktor eksternal berhubungan dengan meningkatnya harga minyak dunia serta berlanjutnya kebijakan kenaikan suku bunga di AS. Kondisi ini memberikan tekanan kepada rupiah sejalan dengan melemahnya kinerja neraca pembayaran dan memburuknya sentimen pasar. Faktor internal berkaitan erat dengan tingginya impor serta kebutuhan untuk pembayaran kewajiban hutang luar negeri.

Perkembangan nilai tukar Rupiah pada 2006, bergerak dari Rp9.831 per dolar pada akhir 2005 menjadi Rp8.995 per dolar atau menguat sebesar 9,3%. Terpeliharanya kestabilan nilai tukar rupiah juga ditopang oleh kondisi global yang secara umum lebih kondusif serta membaiknya fundamental makroekonomi²¹.



²¹ Lihat Laporan Perekonomian Bank Indonesia tahun 2002,2003,2004,2005, dan 2006.