

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Landasan Teoritis

2.1.1 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. Nilai tukar suatu mata uang dapat didefinisikan sebagai harga relatif dari mata uang terhadap mata uang negara lainnya. Pergerakan nilai tukar di pasar dapat dipengaruhi oleh faktor fundamental dan non fundamental. Faktor fundamental tercermin dari variabel-variabel ekonomi makro, seperti pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, perkembangan ekspor dan impor.

Teori penentuan nilai tukar dapat dijelaskan melalui sisi keseimbangan makro dan keseimbangan mikro. Dalam keseimbangan makro nilai tukar mencerminkan keseimbangan internal dan keseimbangan eksternal. Dengan menggunakan model persamaan identitas pendapatan nasional dapat dijelaskan penentuan nilai tukar dari sisi keseimbangan ekonomi makro. Jika internal balance dinyatakan dalam: $Y = Y(A, Q)$, dimana A adalah domestic absorption ($C+I+G$) dan Q adalah nilai tukar riil ($S.P^*/P$) maka $Y = C + I + G + (X - M)$. Kurva internal balance berslope negatif yang menunjukkan bahwa kenaikan pada domestik absorption akan diikuti oleh apresiasi pada Q sebagai pengalihan pengeluaran dari barang domestik. Bagian kiri dari kurva internal balance menunjukkan kelebihan permintaan dan bagian kanan adalah kelebihan penawaran. Proses penyesuaian dalam internal balance dapat dilakukan melalui inflasi, apresiasi nilai tukar nominal atau lewat kebijakan fiskal dan moneter.

Sementara itu dalam external balance dapat dinyatakan dalam:

$$TB = TB(A, Q) = X(Y^*, Q) - M(Y, Q) \quad (2.1)$$

Kurva external balance berslope positif yang menunjukkan bahwa kenaikan pada A akan mengurangi net ekspor, maka G mengalami depresiasi untuk mengalihkan pengeluaran terhadap barang domestik. Penyesuaian terhadap external balance dapat

dilakukan melalui pengurangan dalam *capital inflow*, pengurangan tarif impor dan kuota.

Dari sisi ekonomi mikro, nilai tukar mencerminkan keseimbangan produksi dan konsumsi dari barang trade dan non trade. Jika konsumsi barang trade dan non trade dinyatakan dalam C_T/C_N , dengan kurva konsumsi berslope negatif maka depresiasi yang terjadi pada Q akan menaikkan harga barang trade terhadap barang non trade (P_T/P_N), akibatnya akan terjadi pengurangan pada konsumsi barang trade terhadap non trade (C_T/C_N). Sedangkan untuk rasio produksi barang trade dan non trade dinyatakan dalam F_T/F_N , dengan kurva produksi yang berslope positif maka depresiasi pada Q akan menaikkan harga barang trade terhadap barang non trade (P_T/P_N) akibatnya akan terjadi kenaikan pada produksi trade terhadap non trade F_T/F_N . Besarnya share produksi dan konsumsi barang trade terhadap perubahan Q lebih ditentukan oleh keseimbangan dari sisi ekonomi makro.

Ketika kita membicarakan perilaku nilai tukar pada jangka panjang, maka konsep ini berkaitan dengan konsep *law of one price* dan *theory purchasing power parity*. *Law of One Price* berarti jika kedua negara memproduksi barang yang identik, dengan *transportation cost* dan *trade barriers* yang sangat rendah, maka harga barang tersebut harus sama, tanpa melihat tempat dimana produk tersebut diproduksi. Sedangkan *theory purchasing power parity* merupakan teori yang menyatakan bahwa nilai tukar antara kedua mata uang akan mencerminkan perubahan tingkat harga di kedua negara tersebut. Dengan asumsi barang-barang yang diproduksi identik di kedua negara, dengan *transportation cost* dan *trade barriers* yang amat rendah.

Terdapat empat faktor yang mempengaruhi perilaku nilai tukar pada jangka panjang yaitu *relative price levels*, *trade barriers*, *preferences for domestic vs foreign goods*, dan produktifitas. Ketika tingkat harga suatu negara meningkat (relatif pada tingkat harga luar negeri luar negeri) maka mata uang negara tersebut akan terdepresiasi pada jangka panjang. Ketika *trade barriers* meningkat, maka mata uang di negara tersebut akan terappresiasi pada jangka panjang. Kenaikan permintaan ekspor akan menyebabkan mata uang terappresiasi pada jangka panjang, sebaliknya kenaikan permintaan impor akan menyebabkan mata uang terdepresiasi pada jangka panjang. Dan

ketika produktifitas suatu negara meningkat, maka mata uang negara tersebut akan terappresiasi.

Untuk menjelaskan pengaruh nilai tukar terhadap tingkat harga digunakan teori *absolute power parity* (PPP) yang diperkenalkan oleh Gustav Cassel (1921,1922). Karakteristik utama dari teori ini adalah: (i) barang trade yang homogen dan harga barang non trade yang fleksibel, (ii) tidak terdapat hambatan dalam oerdagangan internasional, (iii) biaya transpotasi yang kecil, dan (iv) pengukuran inflasi yang sebanding. Dengan karakteristik tersebut maka teori absolute PPP dapat dinyatakan dengan: $P = S.P^*$

Dimana tingkat harga domestik (P) sama dengan tingkat harga internasional yang dikonversi dalam harga domestik (S.P*). Untuk mengekspresikan keberadaan nilai tukar, maka persamaan diatas ditransformasi menjadi: $S = P/P^*$. Persamaan ini dapat menunjukkan bagaimana hubungan antara nilai tukar dan tingkat harga domestik. Hal ini dapat mengimplikasikan bahwa semakin tinggi tingkat harga domestik relatif terhadap harga internasional, maka semakin tinggi pula nilai tukarnya dalam rangka memelihara purchasing power parity tetap konstan.

Dalam realitasnya asumsi yang dibuat dalam teori absolut PPP sangat sukar untuk ditemui. Meskipun untuk barang homogen, terdapat biaya transaksi, tarif dan pajak tidak langsung. Oleh karena itu perbedaaan harga antar negara yang satu dengan yang lainnya dimungkinkan, ditambah dengan banyaknya barang dan jasa yang berbentuk non traded. Maka modifikasi teori absolut PP menjadi: $S = \theta . P / P^*$. Dimana θ menunjukkan nilai konstan pada biaya, tarif, dan pajak.

Dengan fokus pada perubahan nilai tukar, maka teori relatif PPP dapat dibuat sebagai berikut: $\pi = \pi^* + \Delta S$. Dalam teori PPP terdapat dua intrepretasi utama, yakni pandangan tradisional dan pandangan modern. Menurut pandangan tradisional teori PPP didasarkan pada pendekatan perdagangan internasional yang diwujudkan dalam harga barang traded, yang diukur dalam indeks harga seperti WPI. Proses adjustment dalam pandangan tradisional dilakukan oleh arbitrase dalam perdagangan internasional. Dalam hal ini jika $P > S.P^*$, maka proses adjustment melalui penurunan harga barang domestik jika rejim nilai tukarnya adalah tetap (*fixed exchange rate*), atau melalui depresiasi nilai tukar jika rejim nilai tukarnya fleksibel.

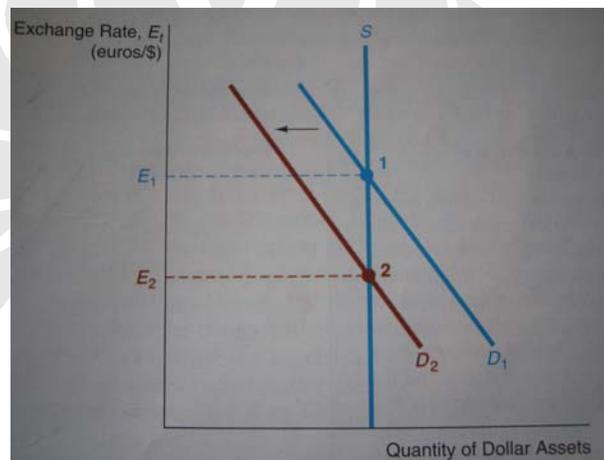
Sementara itu menurut pandangan modern teori PPP didasarkan pada pendekatan capital account, dimana nilai tukar adalah asset. Oleh karena itu, indeks harga tidak penting bagi barang trade namun indeks harga yang lebih besar seperti GNP deflator atau CPI. Bagi pendukung sistem nilai tukar fleksibel percaya bahwa negara akan memilih tingkat inflasi sesuai dengan preferensi yang diinginkan untuk itu dalam nilai tukar yang fleksibel akan secara pasif mengimbangi perbedaan inflasi. Sebagai alternatif, banyak negara mengadopsi sistem nilai tukar tetap yang bersesuaian dengan tingkat inflasi yang rendah. Teori umum PPP menjelaskan bahwa nilai tukar dan tingkat harga akan bergerak dalam satu arah. Fenomena ini hanya dapat berlangsung dalam jangka panjang, sedangkan dalam jangka pendek akan terjadi deviasi yang disebabkan oleh tingkat inflasi yang tinggi dan besarnya volatilitas nilai tukar khususnya pada rejim nilai tukar fleksibel.

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.

Keseimbangan nilai tukar dalam jangka pendek tergantung dari interaksi *supply* dan *demand* di pasar valuta asing. Analisa ini dipermudah dengan mengasumsikan jumlah asset tetap, sehingga kurva supply berbentuk vertikal. Sedangkan permintaan dari aset domestik tergantung dari relative expected return dari aset domestik, $i^D - i^F + (E_{t+1}^e - E_t)/E_t$. Hal-hal yang mempengaruhi kurva demand dari aset domestik menurut Mishkin (2007) adalah: (1) tingkat suku bunga domestik. Kenaikan tingkat suku bunga domestik akan menaikkan *expected return* dari aset domestik, sehingga permintaan akan aset domestik meningkat/shift ke kanan, sehingga mata uang terappresiasi. Akan tetapi apabila kenaikan tingkat suku bunga nominal disebabkan oleh kenaikan ekspektasi inflasi, maka hal ini akan membuat mata uang terdepresiasi karena demand permintaan

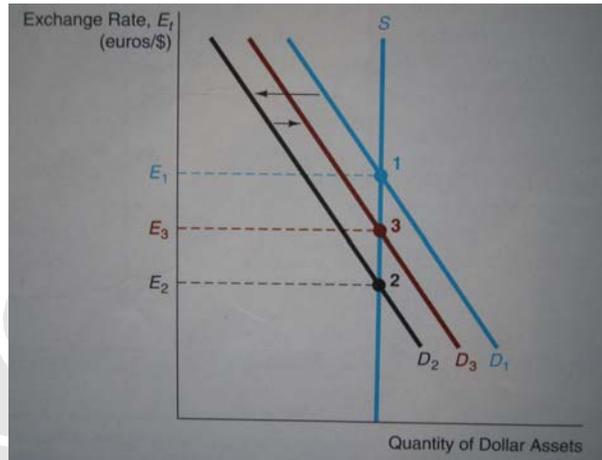
aset domestik menurun; (2) tingkat suku bunga luar negeri. Kenaikan tingkat suku bunga luar negeri akan menaikkan *expected return* dari aset luar negeri, sehingga permintaan akan aset domestik menurun/shift ke kiri, sehingga mata uang terdepresiasi; (3) *expected future exchange rate*. Kenaikan ekspektasi nilai tukar masa depan menyebabkan kenaikan *relatif expected return* aset domestik di masa depan, sehingga permintaan akan aset domestik akan meningkat/shift ke kanan, dan menyebabkan mata uang domestik terapresiasi.

Gambar 2.1 Exchange Rate in The Short Run



Selain itu, empat faktor yang mempengaruhi nilai tukar pada jangka panjang dapat mempengaruhi *relative expected return* pada aset domestik dan nilai tukar yang berlaku saat itu. Berikut ini hal-hal yang menyebabkan kenaikan permintaan aset domestik relatif pada aset luar negeri, yang akan menaikkan *expected future exchange rate*, seperti: (4) ekspektasi penurunan tingkat harga domestik relatif pada tingkat harga luar negeri; (5) ekspektasi trade barriers domestik yang semakin tinggi relatif pada *foreign trade barriers*; (6) ekspektasi permintaan impor dalam negeri yang menurun; (7) kenaikan ekspektasi permintaan ekspor dalam negeri; (8) dan kenaikan ekspektasi produktifitas domestik.

Gambar 2.2 Exchange Rate in The Long Run



Ketika money supply berubah, misalnya terdapat kenaikan *money supply* akibat usaha pengurangan *unemployment*. Maka kenaikan *money supply* akan menyebabkan menyebabkan tingkat harga domestik meningkat dalam jangka panjang, yang akan menurunkan *expected future exchange rate*. Selain itu, peningkatan *money supply* akan menyebabkan penurunan tingkat suku bunga domestik. Kedua hal ini menyebabkan permintaan aset domestik menurun/shift ke kiri. Walaupun dalam jangka panjang, tingkat suku bunga kembali meningkat sehingga membuat permintaan aset domestik meningkat kembali dalam jangka panjang. Akan tetapi tidak kembali pada tingkat nilai tukar sebelumnya. Fenomena ini disebut dengan *exchange rate overshooting*, yaitu ketika nilai tukar menurun pada jangka pendek lebih besar daripada jangka panjang.

2.1.2 Inflation Targeting Framework

Selama dua decade terakhir, adanya deregulasi dan liberalisasi keuangan menyebabkan adanya pengembangan substitusi uang dan perubahan pada struktur sistem keuangan. Dengan terus meningkatnya permintaan uang yang tidak stabil, walaupun permintaan uang berkorelasi tinggi dengan inflasi pada jangka panjang, tapi hal tersebut tidak berlaku pada jangka pendek. Hal inilah yang membuat bank sentral di

berbagai Negara perlu meninjau ulang pendekatan kebijakan moneter yang diambil, sehingga konsep *inflation targeting framework* pun muncul.

Inflation Targeting (IT) merupakan pemikiran baru dalam mainstream makroekonomi saat ini. Tak hanya negara maju, para negara berkembang juga berlomba-lomba menerapkan kerangka kebijakan ini. Diawali oleh New Zealand pada tahun 1990, para bank sentral yang menerapkan kerangka kebijakan IT ini menyatakan bahwa menjaga kestabilan harga dengan tingkat inflasi yang paling rendah merupakan satu-satunya mandat. Hal ini dilakukan karna kestabilan harga merupakan *pre-condition* untuk pertumbuhan yang berkelanjutan, baik output maupun tenaga kerja. Sedangkan tingkat inflasi yang tinggi hanya akan merusak perekonomian pada jangka panjang.

Saat ini terdapat kurang lebih 42 negara, baik negara maju maupun berkembang yang telah menerapkan rezim kebijakan moneter dengan *Inflation targeting*. Dimana *Inflation targeting* merupakan kerangka kerja kebijakan moneter yang secara transparan dan konsisten diarahkan untuk mencapai sasaran inflasi beberapa tahun ke depan yang secara eksplisit ditetapkan dan diumumkan. Secara luas, kerangka kebijakan IT ini melibatkan pengumuman target inflasi kepada publik, dengan komitmen otoritas moneter bersama pemerintah yang kredibel dan akuntabilitas dalam pencapaian target inflasi tersebut (Setterfield, 2006: 653).

Inflation Targeting merupakan suatu kebijakan moneter yang mana dalam pelaksanaannya bank sentral menentukan sasaran tingkat inflasi yang ingin dicapai dan mengumumkannya kepada masyarakat luas. Jadi pada dasarnya, kebijakan penargetan inflasi bertujuan untuk mendapat sasaran akhir kebijakan moneter agar dapat mencapai dan memelihara laju inflasi yang rendah dan stabil. Dalam pelaksanaan kebijakan penargetan inflasi, terdapat empat prinsip pokok yang penting untuk diketahui. Pertama, memiliki sasaran utama, yaitu sasaran inflasi. Dimana telah disebutkan bahwa dengan penargetan inflasi, bank sentral menentukan sasaran inflasi yang dituju dan kemudian mengumumkannya pada publik. Keputusan yang diambil tentunya dengan melalui pertimbangan berbagai faktor, seperti pertumbuhan ekonomi negara yang bersangkutan. Disini inflasi merupakan prioritas pencapaian (*overriding objective*) dan acuan (*nominal anchor*) kebijakan moneter. Kedua, penargetan inflasi bersifat antisipatif dan *forward looking*. Dalam artian, perumusan kebijakan moneter yang dilakukan bertujuan untuk

mencapai sasaran inflasi dalam jangka waktu beberapa tahun ke depan. Adanya tenggat waktu (*lag*) dalam pelaksanaan kebijakan moneter, membuat kebijakan bersifat antisipatif. Jadi, penetapan sasaran inflasi yang dibuat bukan merupakan langkah reaktif atas hal yang terjadi melainkan berupa perumusan yang menyangkut perkiraan kondisi ekonomi kedepannya. Ketiga, penargetan inflasi berdasarkan analisis, prakiraan, dan kaidah kebijakan dalam menetapkan *constrained discretion*. Penetapan kebijakan merupakan hasil dari analisa dan perkiraan akan kondisi ekonomi ke depannya. Terakhir, sesuai dengan prinsip-prinsip *good governance*. Kebijakan yang dituju harus memiliki tujuan yang jelas, konsisten, transparan, dan berakuntabilitas.

Penerapan IT sepenuhnya (*full fledged inflation targeting*) dilakukan oleh Bank Indonesia sejak Juli 2005. *Full fledged inflation targeting* itu sendiri terdiri dari lima komponen: tidak adanya *nominal anchor* yang lain, seperti nilai tukar atau nominal GDP; komitmen pencapaian kestabilan harga; tidak adanya dominansi fiskal; instrumen kebijakan yang independen; serta akuntabilitas dan transparansi kebijakan (Mishkin dan Schmidt-Hebbel, 2001, p.3; Bernanke *et. Al* 1999). Oleh karena itu, Indonesia dapat dikatakan telah menganut kebijakan IT sejak tahun 2000. Hal ini dikarenakan berdasarkan UU no.22/1999 tentang BI, hanya komponen pertama yang belum dapat dicapai karena masih terdapat *base money* sebagai *nominal anchor*. Sedangkan keempat komponen lainnya, Bank Indonesia berusaha memenuhinya sejak tahun 2000

Kita tidak bisa menyamakan keadaan antara negara-negara berkembang dengan negara-negara maju. Apabila negara-negara maju dapat dengan sukses menerapkan *inflation targeting*, maka terdapat lebih banyak pertimbangan yang harus dipikirkan sebelum berharap *inflation targeting* dapat diaplikasikan dengan hasil yang sama seperti di negara maju. Hal ini dikarenakan keadaan makroekonomi negara berkembang yang berbeda dengan negara maju. Calvo dan Mishkin (2003) menyebutkan bahwa terdapat lima perbedaan fundamental yang institusional di negara berkembang, seperti: lemahnya institusi fiskal, lemahnya institusi keuangan, termasuk pengawasan dan peraturan dari pemerintah; rendahnya kredibilitas dari institusi moneter; *currency substitution* dan *liability dollarization*; dan kemungkinan mudahnya diserang *sudden stops* dari *capital inflows*. Lemahnya institusi fiskal, keuangan, dan moneter membuat negara berkembang

sangat rentan pada inflasi yang tinggi dan krisis mata uang. Sehingga, negara berkembang menghadapi masalah *currency substitution* (Calvo dan Vegh, 1996).

Currency substitution tidak hanya disebabkan oleh tingkat inflasi masa lalu, adanya mata uang seperti U.S. dollar yang dipakai sebagai alat transaksi internasional. Fenomena ini membuat otoritas moneter membolehkan bank untuk menawarkan *foreign exchange deposit*. Adanya *foreign exchange deposit* ini membuat bank menawarkan pinjaman dengan denominasi dollar, yang disebut dengan *liability dollarization*. Hal ini yang membedakan negara berkembang dengan negara maju. Apabila terjadi depresiasi besar-besaran, maka nilai hutang dalam mata uang local meningkat, sehingga *net worth* baik dari perusahaan ataupun individu menurun. Diambah lagi dengan meningkatnya *asymmetric information* di pasar kredit maka terjadi penurunan besar-besaran penawaran uang, sehingga ekonomi kontraksi. *Liability dollarization* inilah yang dapat membuat para negara berkembang mengalami krisis mata uang (Mishkin, 1996; dan Calvo, 2001). Selain itu, negara berkembang juga rentan dengan penarikan modal besar-besaran atau *sudden stop*. Hal ini dapat terjadi dikarenakan lemahnya institusi fiskal dan keuangan pada negara berkembang (Calvo dan Reinhart, 2000)

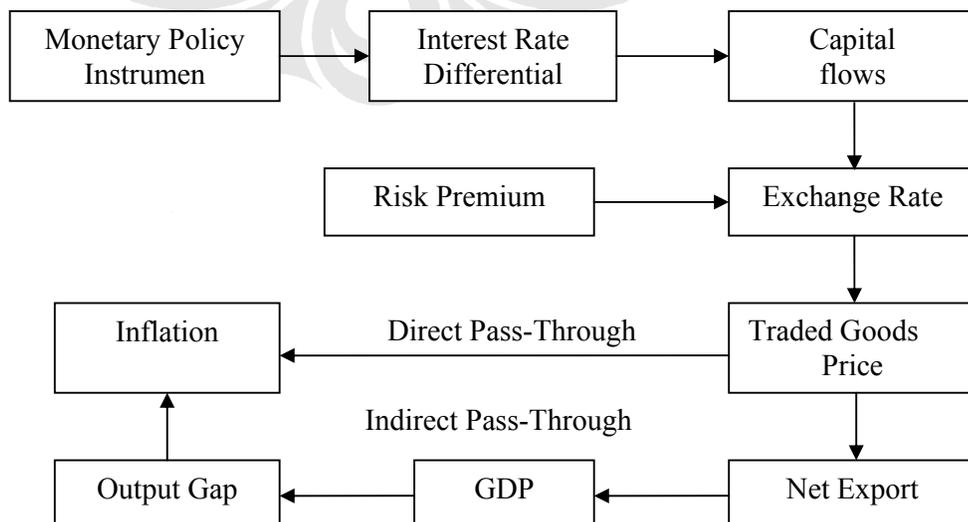
2.1.3 Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Inflasi

Terdapat empat jalur transmisi utama yang menunjukkan bagaimana kebijakan moneter dapat mempengaruhi perekonomian (Mishkin, 1995), yaitu: jalur suku bunga, jalur nilai tukar, jalur harga asset, dan jalur kredit. Dalam prakteknya transmisi kebijakan moneter masing-masing negara berbeda antara satu dengan yang lainnya, yang didasarkan pada perbedaan struktur perekonomian, perkembangan pasar keuangan, dan sistem nilai tukar yang dianut. Mekanisme transmisi kebijakan moneter di Indonesia sangat dipengaruhi perubahan struktural dan kebijakan keuangan. Hal ini dapat dilihat dari kebijakan yang diambil oleh pemerintah sebelum dan sesudah krisis ekonomi tahun 1997 (Warjiyo dan Agung, 2002). Pada periode sebelum krisis, penggunaan jalur suku bunga bekerja cukup baik dalam mentransmisikan pengaruh kebijakan moneter pada perubahan suku bunga simpanan dan pinjaman. Hal ini terjadi karena perekonomian Indonesia dalam periode tersebut mengalami peningkatan aliran modal dari luar negeri yang sangat tinggi. Sementara itu, jalur nilai tukar tidak begitu kuat

peranannya mengingagt pada periode sebelum krisis Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang terkendali. Dalam kondisi ini pergerakan nilai tukar tidak cukup signifikan mempengaruhi perkembangan output riil dan harga.

Dalam transmisi kebijakan moneter, nilai tukar merupakan salah satu jalur yang dapat menjelaskan perubahan tingkat harga pada suatu periode selain pertumbuhan jumlah uang yang beredar. Pergerakan nilai tukar dapat mempengaruhi penawaran dan permintaan agregat, yang selanjutnya berdampak pada output dan harga. Besar kecilnya pengaruh pergerakan nilai tukar terhadap tingkat harga sangat ditentukan oleh sistem nilai tukar yang dianut suatu negara. Dalam sistem nilai tukar mengambang, kebijakan moneter ekspansif oleh bank sentral akan mendorong depresiasi mata uang domestik dan meningkatkan harga barang impor, yang selanjutnya akan mendorong kenaikan harga barang domestik, walaupun tidak terdapat ekspansi di sisi permintaan agregat. Hal ini yang disebut sebagai dampak langsung dari pergerakan nilai tukar (*direct pass through*) dan jika pengaruh perubahan nilai tukar melalui perubahan permintaan agregat disebut sebagai dampak tidak langsung (*indirect pass-through*). Sementara itu, dalam sistem nilai tukar mengambang terkendali, pengaruh kebijakan moneter terhadap perkembangan output riil dan inflasi menjadi semakin lemah, terutama apabila terdapat substitusi yang tidak sempurna antara aset domestik dan aset luar negeri.

Gambar 2.3
Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Melalui Jalur Nilai Tukar



Universitas Indonesia

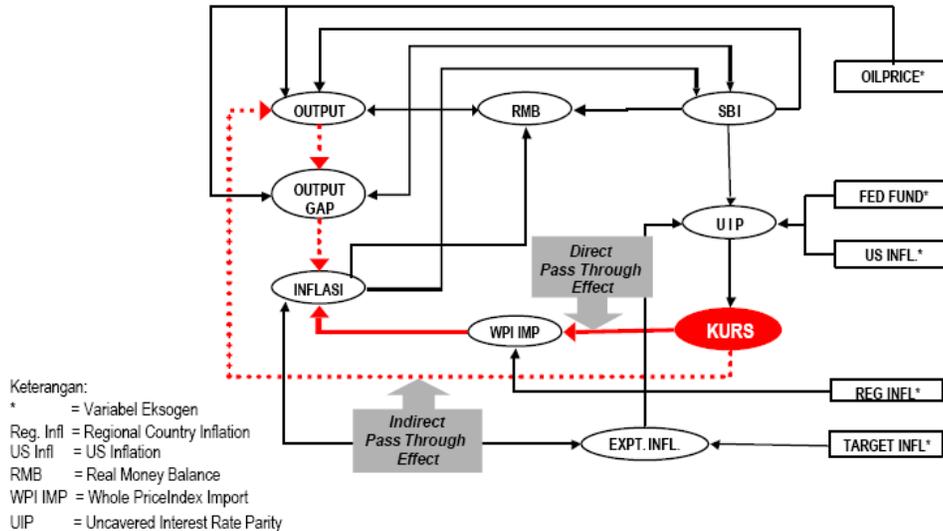
Dari diagram tersebut dapat dijelaskan bahwa kebijakan moneter berpengaruh terhadap nilai tukar melalui interest rate differential dan capital flow serta risk premium. Mundell (1962) menjelaskan bahwa kebijakan moneter mempengaruhi nilai tukar dan selanjutnya berpengaruh terhadap output dan inflasi. Mundell menunjukkan bahwa perfect capital mobility akan menimbulkan hubungan interest parity relationship antar tingkat suku bunga jangka pendek dengan nilai tukar, yang menunjukkan bahwa perbedaan tingkat suku bunga antara dua negara sama dengan perubahan ekspektasi nilai tukarnya.

Dalam konsep *interest rate parity* dijelaskan bahwa perubahan tingkat suku bunga jangka pendek akan mempengaruhi nilai tukar nominal. Dalam kondisi ini, jika bank sentral menaikkan tingkat suku bunga maka nilai tukar akan mengalami apresiasi, yang menunjukkan hubungan yang positif antara perubahan tingkat suku bunga dan nilai tukar. Meskipun demikian, hubungan tersebut, ditentukan oleh pemilihan sistem nilai tukar. Dalam sistem nilai tukar mengambang, semakin tinggi tingkat substitusi antara aset domestik dan aset luar negeri, semakin tinggi pula respon nilai tukar terhadap suku bunga dalam mempengaruhinya. Disisi lain, dalam sisten nilai tukar tetap, jika aset domestik dan aset luar negeri adalah substitusi sempurna, maka perubahan kebijakan mmoneter akan diimbangi melalui *capital flow*, sebagai akibat dari tidak berubahnya kondisi moneter.

2.1.3.1 Exchange Rate Pass Through

Secara umum, jalur transmisi inflasi yang berasal faktor eksternal ada dua, yaitu jalur langsung (*direct pass through*) lewat harga barang impor ke dalam IHK, dan jalur tidak langsung (*indirect pass through*) melalui dampaknya terhadap peningkatan daya beli atau permintaan masyarakat karena adanya *windfall incomes* dari luar negeri.

Gambar 2.4
**Mekanisme Transmisi Nilai Tukar
 Dalam *Small Scale Economic Model***



- ***Indirect Pass Through Effect***

Berdasarkan konsepnya transmisi jalur tidak langsung ini adalah melalui *demand pull*, dimana kenaikan harga luar negeri ataupun kenaikan mata uang asing terhadap rupiah mengakibatkan peningkatan penghasilan produsen eksportir dalam negeri sehingga permintaan mereka akan barang dan jasa di dalam negeri ikut meningkat, yang akhirnya mendorong kenaikan harga dalam negeri. Namun berdasarkan model (*small scale economic model*) yang dikembangkan di Bagian Studi Sektor Riil, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia, depresiasi rupiah berdampak pada menurunnya permintaan.

Di negara maju, dampak depresiasi nilai tukar terhadap permintaan dalam negeri adalah positif, sesuai dengan konsep dasarnya. Untuk kasus Indonesia, hal ini tidak terjadi. Karena struktur industri di Indonesia baik yang berbasis ekspor maupun berbasis pada pasar dalam negeri memiliki *import content* yang tinggi pada komponen produksinya. Selain itu, struktur kredit di Indonesia yang pada saat sebelum krisis memiliki kontribusi pinjaman luar negeri sekitar 20% akan mengakibatkan *capital cost* industri di Indonesia sangat elastis terhadap perubahan nilai tukar. Sehingga dengan adanya depresiasi rupiah, biaya produksi mereka meningkat dan penghasilan yang

diterima menjadi berkurang. Pada akhirnya depresiasi tersebut menurunkan tingkat permintaan masyarakat.

- *Direct Pass Through Effect*

Jalur transmisi “dampak langsung” nilai tukar terhadap inflasi adalah melalui barang-barang impor (imported inflation). Barang-barang tersebut dapat berupa barang konsumsi, bahan baku, dan barang modal. Dampak perubahan nilai tukar terhadap inflasi melalui impor barang konsumsi tergolong ke dalam *first direct pass through*, karena harga impornya dapat langsung mempengaruhi harga jual produk tersebut di dalam negeri. Kelompok barang ini memiliki elastisitas yang tinggi terhadap perubahan nilai tukar. Dampak melalui impor bahan baku dan barang modal tergolong ke dalam *second direct pass through*, karena pembentukan harganya melalui proses produksi terlebih dahulu. Kelompok barang ini memiliki elastisitas yang lebih rendah terhadap perubahan nilai tukar dibandingkan kelompok barang konsumsi. Saat ini komposisi terbesar dari barang-barang impor tersebut adalah bahan baku, yaitu sekitar 75% dari total impor. Sehingga walaupun tidak semua hasil produksi yang menggunakan bahan baku impor tersebut dikonsumsi di dalam negeri, terdapat indikasi yang kuat bahwa tekanan inflasi dari pengaruh perubahan nilai tukar sebagian besar disumbang oleh perubahan harga impor bahan baku tersebut.

Berdasarkan jenis komoditi yang termasuk dalam keranjang IHK, dapat dilakukan pemilahan untuk menentukan jenis komoditi apa yang dipengaruhi secara langsung oleh nilai tukar. Jenis komoditi ini digolongkan ke dalam kelompok *traded goods* (barang yang diperdagangkan secara internasional), dan sisanya adalah kelompok *non-traded goods*. Dari 659 komoditi dalam keranjang IHK, 388 diantaranya termasuk ke dalam kelompok *traded goods*. Dan berdasarkan bobotnya kelompok barang ini ternyata sangat dominan, yaitu memiliki bobot sekitar 61% dalam keranjang IHK. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa perubahan nilai tukar akan sangat berpengaruh terhadap laju inflasi.

2.1.3.2 Hubungan antara ekspektasi inflasi dengan nilai tukar

Ekspektasi berkaitan erat dengan pola perilaku pasar dalam menerima suatu informasi. Jenis informasi yang mereka terima akan bervariasi (*asymmetric information*), dan pola perilaku mereka pun berbeda-beda dalam merespon suatu jenis informasi yang sama. Bahkan terkadang akan terdapat perilaku yang irasional dalam merespon suatu informasi. Ekspektasi ini terdapat di pasar barang, pasar uang, dan pasar tenaga kerja, dimana masing-masing mempunyai saling keterkaitan dan mempunyai dampak terhadap perkembangan harga-harga.

Berdasarkan beberapa model inflasi yang pernah dikembangkan, variable ekspektasi – yang menggunakan ekspektasi adaptif (*backward looking*) – memiliki pengaruh yang paling besar terhadap inflasi dibandingkan variabel-variabel lainnya. Hal ini memang wajar, karena pembentukan harga di pasar sangat tergantung pada pola perilaku pelaku pasar dalam merespon informasi yang mereka peroleh. Sebagai contoh: Mereka mengetahui bahwa melemahnya nilai tukar akan menyebabkan kenaikan harga-harga barang. Dan pada saat nilai tukar melemah, mereka (pedagang) cenderung menaikkan harga barangnya untuk mempertahankan tingkat pendapatan riilnya (*cost push*). Padahal barang yang harganya mereka naikkan tersebut tidak ada kaitannya sama sekali dengan nilai tukar. Dari sisi konsumen, mereka cenderung meningkatkan pembelian barang-barang untuk mengantisipasi kenaikan harga akibat melemahnya nilai tukar tersebut, sehingga permintaan masyarakat meningkat (*demand pull*). Dampak dari ekspektasi ini akan berpengaruh terhadap seluruh komponen dalam IHK, tanpa membedakan kelompok *traded goods* ataupun *non-traded goods*.

Analisa mengenai ekspektasi ini akan semakin kompleks lagi berkaitan dengan kebutuhan pasar mengenai informasi perkembangan variabel-variabel ekonomi di masa datang untuk diantisipasi sejak saat ini. Artinya, pasar bereaksi terhadap kejadian yang akan terjadi di masa datang (*forward looking expectation*). Sebagai contoh: Harga-harga mengalami kenaikan seiring dengan perkiraan adanya suhu politik yang akan memanas pada periode mendatang (misalnya menghadapi sidang umum MPR), yang diperkirakan akan melemahkan nilai rupiah atau akan mengganggu distribusi barang. Ekspektasi masyarakat terhadap perkembangan harga-harga di Indonesia diyakini terbentuk dari *backward looking expectation* maupun *forward looking expectation*. Semakin rasional

tingkat perilaku masyarakat dalam berekspektasi, maka ekspektasi mereka akan semakin *forward looking*. Berdasarkan perhitungan sementara, yang menggunakan “target inflasi” (asumsi inflasi dalam APBN) sebagai proksi *forward looking expectation*, porsi *forward looking expectation* dalam ekspektasi inflasi di Indonesia adalah sekitar 60%. Hal ini mengindikasikan tingkat rasionalitas masyarakat kita sudah cukup tinggi. Namun sejauh ini, walaupun diperkirakan memiliki peran yang sangat signifikan, seberapa besar pengaruh nilai tukar dalam pembentukan ekspektasi inflasi tersebut belum dapat diketahui.

2.1.3.3 Dampak nilai tukar terhadap output dan harga

Pada periode *crawling peg/managed floating* perubahan nilai tukar yang terjadi tidaklah terlalu besar, sehingga kenaikan harga bahan baku impor tidak secara langsung berdampak pada kenaikan harga jual produsen. Sementara pada periode *free floating* yang terjadi adalah sebaliknya, depresiasi nilai tukar baik *anticipated* maupun *unanticipated* akan menyebabkan peningkatan inflasi. Depresiasi nilai tukar akan meningkatkan harga produk bahan baku impor pada sisi penawaran yang selanjutnya akan menyebabkan meningkatnya harga konsumen. Hal ini mengindikasikan semakin kuatnya *direct passthrough* pada periode *free floating*.

Anticipated depreciation akan menurunkan output, hal ini memperlihatkan bahwa jalur sisi penawaran lebih kuat daripada jalur sisi permintaan. Hasil ini bertentangan dengan Husman (2005) yang memperlihatkan terpenuhinya *Marshall-Lerner condition* pada perdagangan Indonesia dengan mitra dagang utamanya sehingga depresiasi nilai tukar akan meningkatkan net ekspor Indonesia yang selanjutnya akan meningkatkan output. Di lain pihak, dari sisi penawaran depresiasi nilai tukar meningkatkan biaya bahan baku impor yang dapat menyebabkan penurunan output produksi dan memicu kenaikan harga secara umum. Pada kenyataannya di lapangan yang terlihat bahwa dampak sisi penawaran lebih kuat dibandingkan dampak sisi penawaran terhadap pertumbuhan output sehingga secara netto depresiasi nilai tukar akan berdampak negative terhadap output. Selain itu, akibat adanya depresiasi nilai tukar akan menyebabkan kenaikan harga konsumen, yang selanjutnya menyebabkan turunnya pengeluaran konsumsi sehingga dampak total depresiasi nilai tukar terhadap output menjadi negative.

2.2 TINJAUAN LITERATUR

2.2.1 *Fear of floating*

Penelitian yang dilakukan oleh Guillermo A. Calvo dan Carmen M. Reinhart (2000) pada 39 negara di Africa, Eropa, dan Hemisphere Timur ini bertujuan mengetahui apakah sistem nilai tukar yang berlaku sesuai dengan yang seharusnya. Mereka melihat adanya kejanggalan pada negara-negara yang mengklaim dirinya sebagai *free floaters*. Akan tetapi negara-negara tersebut malah mengumpulkan cadangan devisa dalam jumlah besar. Hal tersebut sebenarnya tidak diperlukan jika mata uang mereka benar-benar *floating*. Fakta di lapangan yang ditemui adalah negara-negara tersebut adalah adanya penerapan system nilai tukar mengambang terkendali dengan adanya intervensi pada sistem nilai tukar itu sendiri. Hal inilah yang disebut dengan *fear of floating*, istilah moneter bagi negara yang cenderung takut untuk melaksanakan sistem nilai tukar mengambang bebas.

Penelitian ini menganalisa perilaku dari nilai tukar, cadangan divisa, besaran uang (*money supply*), suku bunga, dan harga komoditi di berbagai penerapan sistem nilai tukar untuk menguji apakah *official labels* dari masing-masing negara yang diuji sesuai dengan penerapannya. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data bulanan untuk 39 negara untuk periode January 1970 - November 1999.

Penelitian ini juga mengemukakan alasan dibalik praktek *fear of floating* ini, mengapa negara-negara tersebut takut atau ragu-ragu membiarkan nilai tukar mata uang domestic untuk menyesuaikan sesuai kondisi di pasar. Alasan yang pertama adalah *Original Sin* yang terjadi di banyak negara berkembang. *Original Sin* merupakan ketidakmampuan untuk meminjam dengan menggunakan mata uang domestik ke luar negeri bahkan ke dalam negeri. Hal ini dikarenakan kurang berkembangnya pasar keuangan dan tidak adanya instrumen untuk melakukan *hedging*. Yang kedua adalah rendahnya kredibilitas dari para pembuat kebijakan. Ketika kredibilitas dipertanyakan maka otoritas moneter tidak mempunyai kekuatan otoritas, sehingga ekpektasi lah yang berkuasa.

Alasan ketiga adalah negara-negara berkembang mengalami ketakutan akan deperesiasi yang besar karna adanya fenomena *liability dolarization* yang cukup tinggi di negara-negara berkembang. Selain itu, ke empat yakni adanya *exchange rate pass-*

through yang cukup tinggi, sehingga berdampak pada *current account* negara tersebut secara langsung. Ketiga, negara berkembang identik dengan tingginya *exchange rate pass through*. Kelima, adanya volatilitas nilai tukar yang berlebihan akibat reaksi spekulator. Keenam, akses pada pasar keuangan global untuk negara berkembang dikondisikan pada adanya stabilitas mata uang. Dan yang terakhir, adanya alasan politik. Tingginya fluktuasi pada nilai tukar nominal dan *sticky prices* akan menyebabkan harga relatif *traded goods vs nontraded goods* yang tidak stabil. Hal ini dapat mengakibatkan kekacauan politik dalam suatu negara yang mempunyai porsi baik *traded goods* maupun *nontraded goods* yang besar.

Penelitian pembuktian praktek *fear of floating* telah dilakukan sebelumnya oleh Budiasih dalam disertasinya yang berjudul "Fenomena *Fear of Floating* nilai tukar di Indonesia dalam periode 1998-2006: Identifikasi, alasan, dan implikasinya terhadap kebijakan moneter". Dalam penelitiannya, Budiasih menggunakan pendekatan indeks fleksibilitas nilai tukar dalam mengidentifikasi fenomena *fear of floating* yang diadopsi dari indeks Calvo-Reinhart (2002). Model yang digunakan adalah *General Autoregressive Heteroscedasticity (GARCH)* model dalam mengukur volatilitas dari nilai tukar, tingkat bunga, maupun cadangan devisa.

Selain itu, Budiasih juga menghitung seberapa besar parameter *first-stage passthrough* nilai tukar terhadap harga barang-barang impor, besarnya parameter *second-stage passthrough* terhadap inflasi domestik, besarnya parameter volatilitas nilai tukar terhadap ekspor neto dan *balance sheet* dengan menggunakan *time-varying parameter (TVP) model* dan *error correction mechanism (ECM) model*. Terakhir, Budiasih juga ingin melihat respon moneter tingkat bunga dan cadangan devisa dari otoritas moneter terhadap volatilitas nilai tukar dengan menggunakan *vector autoregressive (VAR) model*.

Erna Zetha Rahman dalam disertasinya "Pemilihan rezim nilai tukar dan pengaruhnya terhadap kinerja perekonomian di Indonesia: 1978-2006" memperlihatkan adanya fenomena *fear of floating* pada nilai tukar di Indonesia dengan adanya intervensi Bank Indonesia terhadap pasar valuta asing sejak triwulan II tahun 2002 dalam membuktikan salah satu tujuan penelitiannya yaitu mengklasifikasikan rezim nilai tukar selama periode yang diteliti.

2.2.2 Penelitian lainnya

Baqueiro dkk (2002) dalam *Fear of floating or fear of inflation? The role of the exchange rate pass-through* menyebutkan bahwa semakin rendah tingkat inflasi akan mengakibatkan tingkat *exchange rate pass through* yang rendah. Hal ini akan melemahkan fenomena *fear of floating* yang dilakukan oleh negara berkembang. Dalam makalah ini juga disebutkan bahwa sebenarnya negara-negara berkembang melakukan *fear of inflation* bukan *fear of floating*, seperti yang dikatakan Calvo dan Reinhart. Tidak adanya kredibilitas, adanya *original sin*, dan tingginya *exchange rate pass-through* merupakan alasan suatu negara melakukan *fear of floating* yang dikemukakan dalam paper ini. Hal ini juga yang disebutkan dalam Eichengreen dan Hausmann (1999).

Dalam paper *The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin*, Mckinnon dan Schnabl (2004) membuktikan dengan menggunakan model OLS bahwa negara-negara berkembang di Asia Timur, termasuk Indonesia, terbukti melakukan *fear of floating*, baik secara *low frequency pegging* maupun *high-frequency pegging*. Hal ini dikarenakan pasar keuangan yang tidak sempurna sehingga munculnya fenomena *original sin*, tingginya *exchange rate pass through* karena tingginya komposisi barang import dalam produk ekspor, kurangnya kredibilitas dari para pembuat kebijakan, tidak adanya *capital control* dan instrument untuk melakukan *hedging*.

Nogueira Jr (2006) dalam *Inflation Targeting, Exchange Rate Pass Through, and Fear of Floating* membuktikan bahwa negara-negara yang diklaim melakukan *fear of floating*, sebenarnya melakukan *fear of inflation*. Nogueira Jr ingin melihat dampak *exchange rate pass through* dan *fear of floating* sebelum dan sesudah mengadopsi *Inflation Targeting* pada negara-negara berkembang dan maju dengan menggunakan model VAR untuk mengestimasi dampak depresiasi pada harga domestik. Kemudian menganalisa reaksi perubahan cadangan devisa dan tingkat suku bunga terhadap perubahan nilai tukar. Hasil dari penelitian ini antara lain adalah level *pass through* pada negara berkembang lebih besar daripada negara maju, dan menjadi semakin menurun setelah mengadopsi IT. Kemudian disebutkan pula bahwa sentral bank berhak untuk berusaha meredakan pergerakan nilai tukar untuk menyesuaikan pada keseimbangan baru, selama tidak mengganggu pencapaian tujuan inflasi dalam *inflation targeting*.

Selain itu, terbukti pula bahwa intervensi dalam *foreign exchange market* lebih sering pada rejim sebelum nilai tukar berubah, hal ini berarti nilai tukar semakin fleksibel.

Untuk kasus Indonesia, penelitian terhadap pengaruh exchange rate pass through terhadap tingkat inflasi telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Agung (2002) mengidentifikasi variabel informasi dalam inflation targetting framework. Dengan menggunakan data bulanan periode 1984-2001 terhadap 29 variabel, dengan menggunakan analisa VAR, diperoleh hasil; bahwa variabel nilai tukar merupakan The best indicators inflasi dan memberikan efek segera terhadap inflasi. Studi yang dilakukan oleh Siswanto (2002) tentang jalur nilai tukar dalam transmisi kebijakan moneter di Indonesia. Dengan menggunakan analisis SVAR, diperoleh hasil bahwa pada periode setelah perubahan rejim nilai tukar, transmisi kebijakan moneter melalui jalur nilai tukar terhadap tingkat inflasi mempunyai pengaruh yang cukup besar jika dibandingkan dengan periode sebelum perubahan rejim nilai tukar. Dalam studi ini pula dianalisis pengaruh langsung (*direct pass through*) dan tidak langsung (*indirect pass through*) dari nilai tukar terhadap tingkat inflasi, diperoleh hasil bahwa *direct pass through* akan terjadi pada periode pertama sedangkan *indirect pass through* terjadi pada periode ke dua.

BAB 3

FEAR FLOATING DI INDONESIA

3.1 Krisis Ekonomi Indonesia 1997

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada tahun 1997 disebabkan oleh banyak faktor. Pertama, buruknya implementasi aturan prudensial industri perbankan. Hal tersebut tercermin dari adanya pelanggaran atas aturan BMPK (Batas Maksimum Pemberian Kredit); pelanggaran oleh bank-bank devisa atas *net open position* dikarenakan masalah *currency mismatch* dan *maturity mismatch*; buruknya kualitas pengawasan industri perbankan nasional.

Tabel 3.1 Pinjaman Luar Negeri Negara Asia Timur 1997

NEGARA	TOTAL PINJAMAN		JANGKA PENDEK *)	PEMBAYARAN BUNGA
	(JUTA USD)	(% gdp)	(% Cad.Dev)	(% EKSPOR)
NEGARA DALAM KRISIS				
THAILAND	98368	58	164	4
INDONESIA	127957	53	181	12
MALAYSIA	40053	38	76	2
PHILIPPINES	56189	62	196	6
KOREA	125152	24	360	4
NEGARA TIDAK KRISIS				
SINGAPORE	-	-	-	-
HONGKONG	-	-	-	-
TAIWAN	45447	15	33	2
JEPANG	-	-	-	-

Sumber : Morgan, Emerging Markets : Economics Indicators, Oktober 1997

*) termasuk amortisasi pembayaran

Tabel 3.2 Hutang Luar Negeri Indonesia (billion US dollars)

Sektor	1994	1995	1996	1997	1998
State	66.4	68.3	62.0	63.8	76.2
Government	58.6	59.6	55.3	53.9	67.3
Non-Banks	5.1	4.8	3.7	4.0	4.2
Banks	2.8	3.9	3.0	5.9	4.8
Private	30.1	39.6	48.1	62.0	69.4
Financial	6.8	8.1	8.5	11.9	8.1
Banks	5.4	6.2	6.1	8.5	6.0

Finance companies	1.4	1.9	2.4	3.4	2.1
Corporate	23.2	31.4	39.7	50.2	61.3
Total	96.5	107.8	110.2	125.8	145.6

Sumber: Bank Indonesia

Pada tahun 1997 rasio hutang luar negeri Indonesia sudah mencapai 53% dari GDP dan 181% dari cadangan devisa. Dimana rasio dari sektor swasta hampir sama besar dengan rasio dari pemerintah. Hal ini mengakibatkan perekonomian semakin rentan terhadap faktor internal maupun eksternal. Hal ini juga disebabkan adanya *Currency* dan *maturity mismatch* yang merupakan sumber permasalahan pada waktu itu. Karena utang luar negeri Indonesia berdenominasi asing dan berjangka pendek, padahal dana dari utang tersebut digunakan untuk investasi jangka panjang dengan *return* dalam rupiah.

Kondisi inilah yang menjadi salah satu faktor menyebabkan perekonomian Indonesia rentan terhadap krisis. Sehingga ketika terjadi *capital outflow* yang kemudian mengarah *capital flight* pada pertengahan tahun 1997 akibat *contagion effect* dari invasi Bath Thailand, sehingga mata uang rupiah terdepresiasi. Depresiasi nilai tukar inilah yang mengakibatkan peningkatan harga barang impor yang berdampak langsung pada peningkatan biaya produksi dan penurunan *supply* yang secara simultan menyebabkan kenaikan tingkat inflasi. Adanya gangguan terhadap *eksternal* dan *internal balance* tersebut banyak berdampak terhadap kondisi moneter nasional.

Tabel 3.3 Indonesian-Chinese active stock market users (1997) (companies)

Group	Listed Companies (total)	Onshore listed companies			Offshore Listed Companies
		Non-bank/insurance		Bank and Insurance	
		Non - financial	Financial		
Lippo	21	9	2	3	7
Salim	11	8	0	1	2
Sinar Mas	9	4	1	1	3
Dharmala	9	5	2	2	0

Astra	8	7	0	1	0
Gajah Tunggal	7	4	1	2	0
Panin	7	1	3	3	0
Ometraco	6	5	0	1	0
Kalbe	5	0	0	0	0

Sumber: Annual reports

Tabel 3.4 Top-Tier corporate borrowers in Indonesia

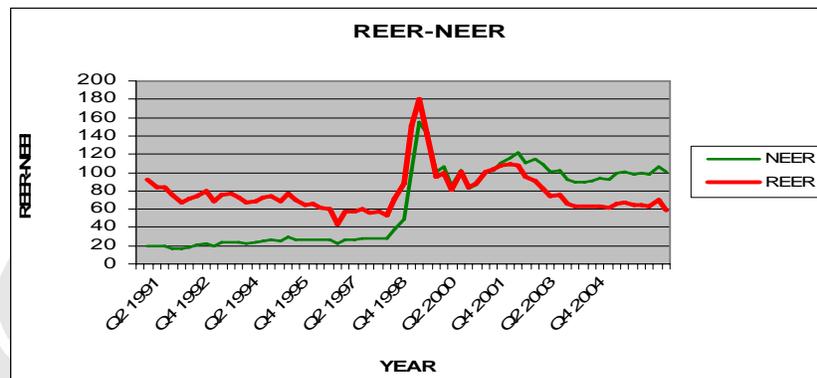
Business Groups	Borrowers
Salim	Indocement, Indofood, Unggul Indah Corp., Darya-Varia Laboratoria
Astra	Astra International, Federal Motor, Astra Sedaya Finance, United Tractors, Sumalindo Lestari Jaya, Astra graphia, Astra Dian Lestari
Sinar Mas	Asia Pulp and Paper, Indah Kiat, Tjiwi Kimia, SMART Corp., Sinar Mas Multi artha, Duta Pertiwi
Gudang Garam	Gudang Garam
Lippo	Lippo Pasific
Gajah Tunggal	Gajah Tunggal, Kabel Metal, GT Petrochem Industries, Gajah Surya Multifinance
Djarum	Djarum
Karbe	Kalbe Frama, Dankos Laboratories, Enseval
Ometraco	Japfa Comfeed, Multibreeder, Ometraco Corp. Charoen Pokphand Indonesia, Central
CP (Indonesia)	Proteinaprima, Surya Hidup Satwa

Sumber: Yasuyuki Matsumoto (2007), *Financial Fragility and Instability in Indonesia*, hal.56

Faktor yang kedua adalah penyalahgunaan deregulasi dan privatisasi pada masa pemerintahan orde baru. Hal ini berupa pemindahan hak monopoli dari negara kepada kroni-kroni penguasa politik. Sebagaimana yang diungkapkan juga oleh Yasuyuki

Matsumoto (2007) dalam *Financial Fragility and Instability in Indonesia*. Dari table 3.2 dan table 3.3, terlihat bahwa pasar saham Indonesia pada saat itu dikuasi oleh kroni penguasa politik.

Grafik 3.1 perkembangan REER-NEER periode 1991-2004



Sumber: Hasil olahan sendiri (Base year=2000)

Selain itu, faktor yang ketiga yang menyebabkan terjadinya krisis adalah adanya *moral hazard* dari sistem nilai tukar tetap dan *over valuation* nilai tukar Rupiah terhadap valuta asing selama masa orde baru. Dengan adanya kurs rupiah yang terlalu kuat tersebut akan mematikan daya saing ekspor di pasar internasional. Sehingga memberikan insentif bagi pengembangan sektor *non-traded* dibandingkan dengan sektor *traded* dan ekspor. Hal ini dapat kita cermati melalui perkembangan REER Indonesia. *Real Effective Exchange Rate* merupakan indeks nilai tukar (*exchange rate*) yang merepresentasikan indeks nilai tukar nominal (*nominal exchange rate*) yang disesuaikan untuk pergerakan relatif dalam harga nasional suatu negara dengan negara-negara yang merupakan mitra dagang dari negara tersebut. *Real Effective Exchange Rate* (REER) dapat digunakan untuk menentukan daya saing (*competitiveness*) suatu negara dibandingkan dengan negara pesaing mitra dagang dari negara tersebut di pasar internasional.

Dimana REER dipengaruhi oleh tiga hal, yaitu nilai tukar, harga asing, dan harga domestik. Nilai tukar berhubungan positif dengan REER artinya ketika nilai tukar berdepresiasi, REER pun akan meningkat. Hal ini berarti daya saing negara tersebut

meningkat. Sedangkan harga komoditas asing berhubungan positif dengan REER dari suatu negara. Kemudian faktor harga domestik memberikan pengaruh negatif bagi daya saing negara, ketika harga domestik turun, REER akan meningkat karena negara-negara mitra dagang menjadi tertarik untuk membeli komoditas yang menjadi relatif lebih murah.

Berdasarkan grafik 3.1 diatas, terlihat bahwa sebelum terjadinya krisis 1997, pergerakan REER relatif stabil. Hal ini dikarenakan pada saat itu, Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang terkendali. Setelah itu, REER bergerak cenderung tidak stabil atau bergejolak karena Indonesia menganut sistem nilai tukar bebas. Akan tetapi, pergerakan REER mulai kembali relatif stabil mulai tahun 2003. Dapat kita lihat melalui grafik tersebut bahwa daya saing Indonesia mulai kembali stabil dan mencapai tingkat yang hampir sama dengan keadaan sebelum krisis terjadi.

3.2 Alasan Indonesia melakukan *FEAR OF FLOATING*

Indonesia melakukan praktek *fear of floating* dikarenakan kondisi perekonomian Indonesia sebagai berikut ini:

- Indonesia tidak bisa mengoperasikan sistem nilai tukar mengambang bebas secara seharusnya karena sistem keuangan Indonesia tidak sama dengan sistem keuangan di negara-negara maju yang dapat meminimalkan *real sector disruption*. Selain itu, negara berkembang dapat meminjam kepada pihak asing dengan menggunakan mata uang domestik mereka. Lain halnya dengan Indonesia, Indonesia tidak bisa meminjam kepada pihak asing dengan menggunakan mata uang domestik, fenomena ini juga yang disebut dengan *original sin*. Oleh karena itu, *liability dollarization* pun terjadi. Ketidakmampuan meminjam kepada pihak asing dengan menggunakan mata uang domestik berhubungan dengan ketidakmampuan mebatasi resiko (*lack of hedging*)
- Terjadinya kemerosotan *balance sheet*. Dengan adanya *liability dollarization*, maka negara berkembang termasuk Indonesia tidak akan membiarkan mata uangnya terdepresiasi jauh karna hal tersebut akan menyebabkan meningkatnya

beban hutang domestik dan aset yang berdenominasi mata uang domestik tidak mengalami kenaikan sehingga *net worth* menurun. Kemerosotan *balance sheet* ini apabila digabungkan dengan meningkatnya *adverse selection* dan *moral hazard* menghasilkan kestabilan keuangan serta penurunan investasi dan aktivitas ekonomi. Hal inilah yang membuat bank sentral membatasi pergerakan fluktuasi nilai tukar.

- Kurangnya kredibilitas dari para pembuat kebijakan. Ketika kredibilitas dipertanyakan maka otoritas moneter tidak mempunyai kekuatan otoritas, sehingga ekspektasi lah yang berkuasa. Masalah rendahnya kredibilitas ini menimbulkan banyak masalah seperti tingkat suku bunga yang berfluktuasi dan *sovereign credit ratings*, semakin tingginya *liability dollarization*, yang pada akhirnya membatasi efektifitas peran bank sentral sebagai *lender of the last resort*.
- Tingginya *exchange rate pass-through* di Indonesia, baik melalui jalur langsung (*direct pass through*) lewat harga barang impor ke dalam IHK, dan jalur tidak langsung (*indirect pass through*) melalui dampaknya terhadap peningkatan daya beli atau permintaan masyarakat karena adanya *windfall incomes* dari luar negeri. Untuk kasus Indonesia *direct pass through* lebih mendominasi daripada *indirect pass through*. Sehingga apabila terjadi depreasiasi seperti yang terjadi pada waktu krisis, dampak net nya adalah negative. Hal ini dikarenakan Jalur transmisi “dampak langsung” nilai tukar terhadap inflasi adalah melalui barang-barang impor (*imported inflation*). Barang-barang tersebut dapat berupa barang konsumsi, bahan baku, dan barang modal. Dampak perubahan nilai tukar terhadap inflasi melalui impor barang konsumsi tergolong ke dalam *first direct pass through*, karena harga impornya dapat langsung mempengaruhi harga jual produk tersebut di dalam negeri. Kelompok barang ini memiliki elastisitas yang tinggi terhadap perubahan nilai tukar. Dampak melalui impor bahan baku dan barang modal tergolong ke dalam *second direct pass through*, karena pembentukan harganya melalui proses produksi terlebih dahulu. Kelompok barang ini memiliki elastisitas yang lebih rendah terhadap perubahan nilai tukar dibandingkan kelompok barang konsumsi. Saat ini komposisi terbesar dari

barang-barang impor tersebut adalah bahan baku, yaitu sekitar 75% dari total impor.

Tabel 3.5 Rata-rata Komposisi Nilai Barang Impor

Periode Sampel	Komposisi Barang Impor		
	Barang Konsumsi	Bahan Baku	Barang Modal
Sebelum krisis: 1987:04 s.d. 1997:06	5.2%	72.3%	22.4%
Setelah krisis: 1997:07 s.d. 2004:05	7.8%	74.7%	17.5%

Sumber: kadin, data telah diolah kembali

3.3 Alasan Bank Indonesia melakukan Intervensi Nilai Tukar

Sejak sistem nilai tukar mengambang bebas (*free floating*) diberlakukan pada 14 Agustus 1997, nilai mata uang rupiah terdepresiasi secara tajam dan terus menerus, penarikan dana jangka pendek besar-besaran, dan sektor keuangan domestik yang rentan secara bersama-sama memotivasi perubahan pada pasar valuta asing. Untuk itu Bank Indonesia mengimplementasikan beberapa kebijakan terkait dengan usaha stabilisasi nilai mata uang, termasuk memonitor pasar valas domestik secara intensif, moral suasion, intervensi valas di pasar mata uang domestic, dan mengontrol secara langsung peraturan-peraturan yang relevant. Intervensi tersebut digunakan terutama sebagai salah satu *liquidity management tool* untuk membiayai pengeluaran pemerintah. Pada waktu yang bersamaan, intervensi tersebut dapat digunakan untuk mempengaruhi nilai tukar. Bank Indonesia tidak mengumumkan informasi mengenai intervensi tersebut kepada pasar, baik volume, strategi, dan waktu.

Intervensi tersebut dapat diklasifikasikan menjadi dua type. Pertama, metode terbuka, yakni intervensi langsung pada pasar tanpa menggunakan perantara. Kedua, metode tertutup, yakni menggunakan perantara, dalam hal ini Bank. Pemilihan kedua tipe ini didasarkan pada pertimbangan berikut ini:

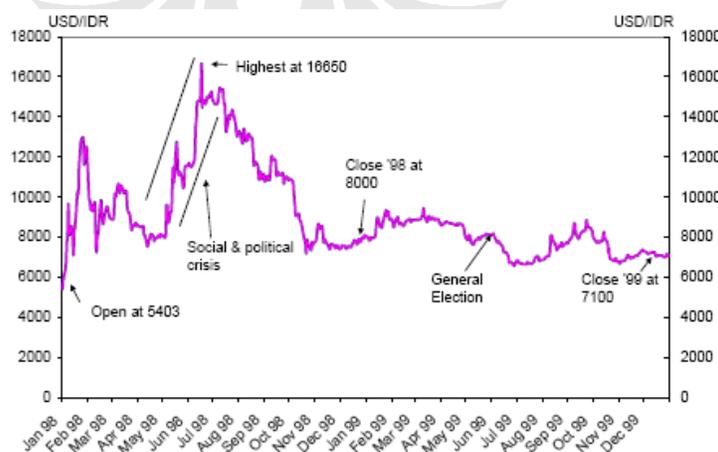
- apakah Bank Indonesia menginginkan pasar mengetahui secara jelas mengenai intervensi tersebut
- perkembangan dari sentimen pasar, yang akan berpengaruh pada efektifitas intervensi
- hasil dari analisa teknis. Intervensi valas ini akan menjadi lebih efektif dalam mempengaruhi ekspektasi pelaku pasar pada trend harga apabila sesuai dengan analisa teknis pelaku pasar
- permintaan dan penawaran valas. Intervensi valas tidak akan efektif ketika penawaran valas terbatas dengan kondisi permintaan valas yang tinggi

3.3.1 Pergerakan nilai tukar rupiah dan bentuk intervensi dari Bank Indonesia

3.3.1.1 Periode 1997-1999: nilai rupiah yang terus melemah dengan volatilitas yang tinggi

Pada periode ini, fluktuasi rupiah sangat tinggi. Hal ini dikarenakan adanya tekanan yang sangat besar berkaitan dengan krisis mata uang Bath Thailand, turunnya kepercayaan dari investor luar negeri yang tercermin besarnya *capital outflows* untuk membiayai hutang luar negeri, dan aksi dari para spekulator. Selain itu, dikarenakan juga buruknya fundamental ekonomi domestik yang disebabkan krisis kepercayaan masyarakat akan sistem perbankan dan inflasi yang terus meningkat.

Grafik 3.2 Pergerakan nilai rupiah 1997-1999



Sumber: Bank Indonesia

Negara-negara ASEAN termasuk Indonesia mendapatkan *Contagion effects* yang berasal dari guncangan nilai tukar Thailand pada July 1997. Pada saat itu, usaha Bank Indonesia melebarkan *managed float's intervention band* dari 8% menjadi 12% dengan batas bawah Rp.2.374 dan batas atas Rp.2.678 per dollar pada 11 July 1997 gagal meredakan guncangan tersebut. *Capital outflows* dan aksi speculator meningkat tajam. Hal tersebut mengakibatkan rupiah terus melemah, dan pada akhirnya pada pertengahan Agustus 1997, nilai tukar rupiah melewati batas atas dari *intervention band*.

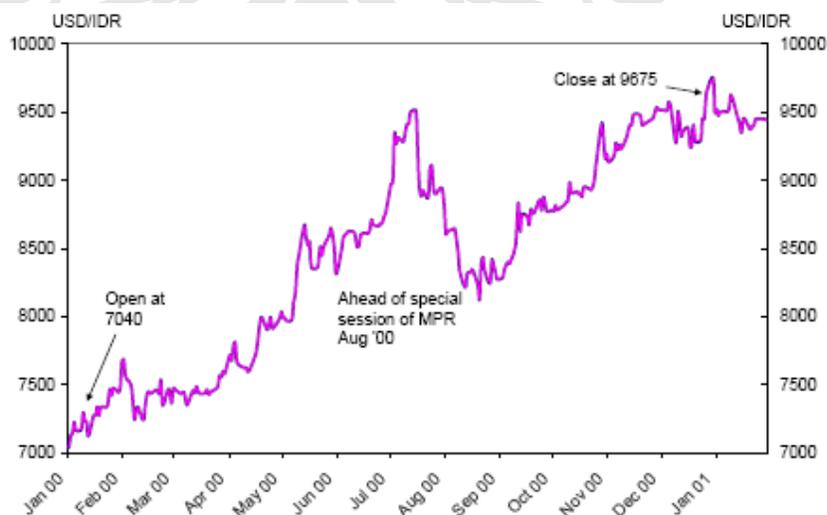
Dalam merespon tekanan rupiah yang sangat besar dan keterbatasan valas, Bank Indonesia memutuskan untuk mengganti system nilai tukar mengambang terkendali menjadi system nilai tukar mengambang bebas. Setelah itu, volatilitas rupiah meningkat, akibat aksi spekulatif dari pelaku pasar. Setelah Oktober 1997, Rupiah kembali terguncang, dan bahkan sempat berada di posos bawah Rp.16.650 per dollar pada pertengahan juni 1998. Untuk mengatasinya, Bank Indonesia menambah supply valas dengan menurunkan simpanan cadangan devisanya, mengikuti yang dilakukan oleh Bank of Japan dan Monetary Authority of Singapore. Usaha tersebut tidak begitu efektif karena kestabilan rupiah ini hanya bersifat jangka pendek saja. Hal ini dapat terjadi dikarenakan parahnya krisis kepercayaan pada kondisi perekonomian Indonesia saat itu dan tingginya permintaan valas akibat aksi spekulator ataupun untuk pembayaran hutang luar negeri.

Selama periode November 1998 sampai Januari 1999, nilai tukar rupiah relatif stabil pada range Rp.7.500 sampai Rp.8.000, dikarenakan fundamental ekonomi Indonesia yang semakin baik. Akan tetapi pada bulan Februari-Maret 1999, rupiah terdepresiasi kembali ke range Rp.8500 sampai Rp.9.260. Depresiasi dari beberapa mata uang Asian (THB, SGD) dan penundaan pembekuan beberapa bank komersial yang bangkrut berdampak negatif pada nilai tukar rupiah. Pada akhir tahun 1999, nilai tukar relatif stabil pada range Rp.8.500 sampai Rp.8.800. kestabilan nilai tukar ini sebagai hasil dari meningkatnya permintaan rupiah berkaitan pembayaran pajak tahun fiskal dan pembayaran hutang dari para kreditor (IMF, ADB, JEXIM). Selain itu, persiapan pemilihan umum yang akan datang saat itu turut berkontribusi pada sentimen positif.

3.3.1.2 Periode 2000: pelemahan Rupiah dan volatilitas yang meningkat

Pada awal tahun 2000, rupiah menguat dan mempunyai performa yang cukup baik terhadap dollar. Pada akhir tahun 1999, pemerintah yang baru terpilih bersikap optimis akan perbaikan ekonomi dan kestabilan sosial politik, sehingga rupiah saat itu berada di posisi Rp.7.000 per US dollar. Akan tetapi, sejak April 2000, rupiah mulai melemah kembali akibat ketidakpastian politik dan adanya aksi disintegrasi di beberapa bagian di Indonesia. Selain itu, badan rating Standard & Poor menurunkan rating hutang jangka panjang dan jangka pendek Indonesia dari CCC+ dan C menjadi Selective Default/SD. Hal-hal tersebut yang pada akhirnya membuat para pelaku pasar menjual rupiah, sehingga rupiah melemah ke posisi Rp.8.000. Pada bulan Mei-Agustus 2000, nilai rupiah kembali melemah yang diakibatkan oleh turunnya kepercayaan para investor, adanya aksi teroris, menguatnya mata uang dollar, sehingga rupiah dititip di posisi Rp.9.675 pada akhir tahun 2000. Untuk mengatasi hal tersebut, Bank Indonesia mengambil kebijakan moneter ketat seperti menyerap kelebihan likuiditas rupiah melalui OMO, menaikkan suku bunga SBI, menjual US dollar, untuk menambah supply dollar di pasar. Aksi intervensi ini dilakukan untuk mempengaruhi nilai tukar.

Grafik 3.3 Pergerakan nilai rupiah 2000

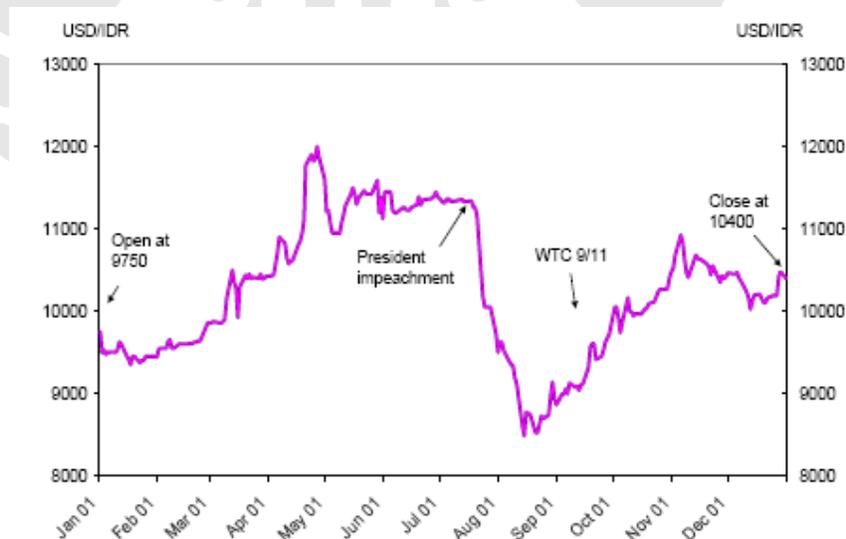


Sumber: Bank Indonesia

3.3.1.3 Periode 2001: depresiasi rupiah yang tajam

Pada periode ini, nilai tukar rupiah terdepresiasi secara tajam. Rupiah ditutup di posisi Rp.10.400 di akhir tahun 2001, 7% lebih rendah dibandingkan dengan posisi akhir tahun 2000 yakni Rp.9.675. pada kuartal pertama tahun ini, rupiah terdepresiasi diakibatkan adanya *panic buying* valas karena meningkatnya ketidakpastian sosial dan politik yang berhubungan kepemimpinan negara pada saat itu. Kemudian pada Juli 2001 nilai tukar relatif stabil di posisi Rp.11.500. selanjutnya, pada Agustus-September 2001, rupiah menguat cukup tajam akibat sentimen positif akan kondisi keamanan, ekonomi, soial, politik yang makin membaik. Rupiah terapresiasi ke level Rp.8.454. akan tetapi, hal ini tidak berlangsung lama, rupiah kembali melemah. Hal ini dikarenakan adanya aksi *profit taking* dari para spekulator, pengurangan investor dan turunnya kepercayaan investor akibat tragedi WTC pada 11 September 2001, sehingga rupiah ditutup di posisi Rp.10.400 di akhir tahun 2001.

Grafik 3.4 Pergerakan nilai rupiah 2001



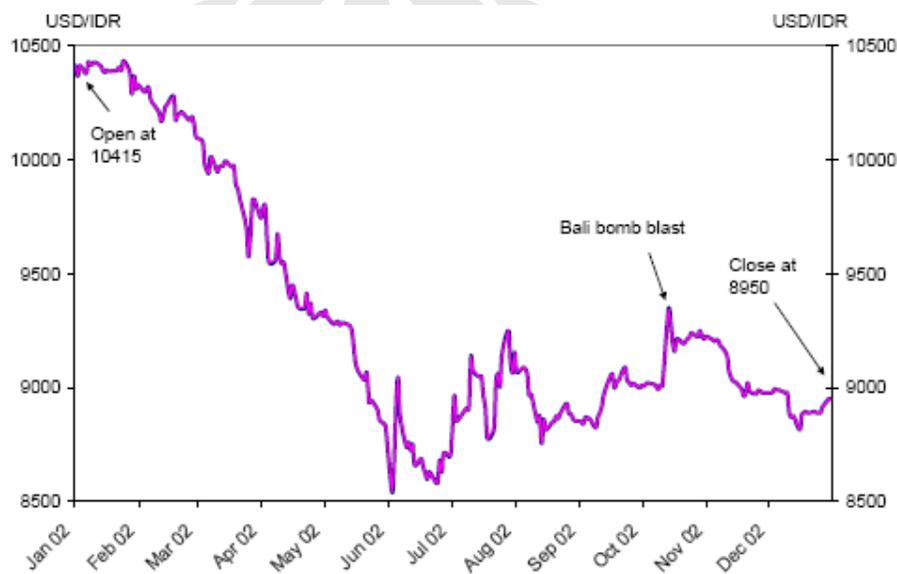
Sumber: Bank Indonesia

3.3.1.4 Periode 2002: rupiah terapresiasi dengan volatilitas yang rendah

Pada periode ini, rupiah terapresiasi secara tajam, ditutup pada level Rp.8.950, meningkat 16.2% dibandingkan pada akhir tahun 2001 (Rp.10.400). Pada 6 bulan

pertama tahun ini, nilai tukar didukung dengan surplus dari *current account*, menyentuh level terkuat di Rp.8.425. akan tetapi, volatilitas nilai tukar kembali terjadi akibat adanya peristiwa Bomb Bami pada Oktober 2002. kejadian ini memacu *panic buying* US dollar dan rupiah terdepresiasi secara cepat ke level Rp.9.425. Dan terapresiasi kembali ke level di bawah Rp.9.000 akibat kepercayaan pasar yang pulih, karena keamanan internal domestik kembali terjaga.

Grafik 3.5 Pergerakan nilai rupiah 2002

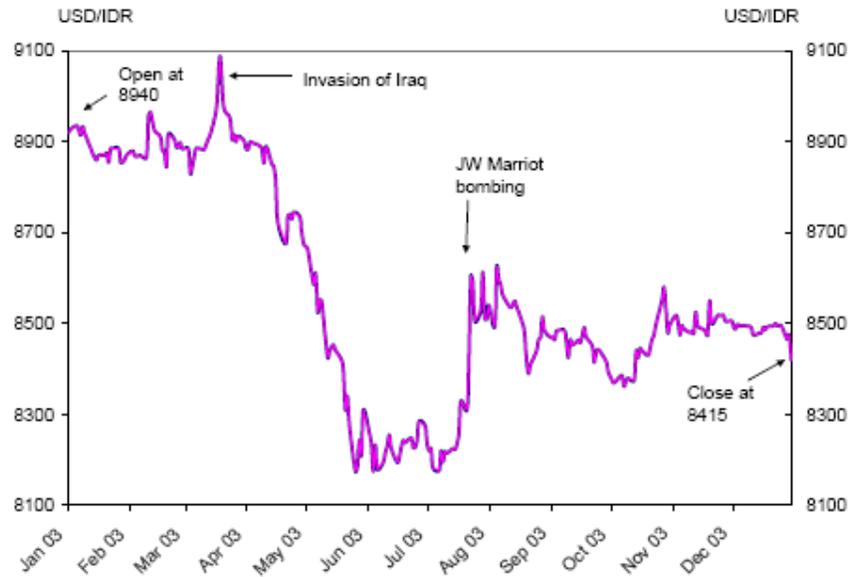


Sumber: Bank Indonesia

3.3.1.5 Periode 2003: Rupiah stabil

Selama periode ini, rupiah cenderung stabil. Rupiah ditutup pada level Rp.8.420, terapresiasi 6.3% jika dibandingkan dengan posisi Desember 2002 (Rp.8.950). Rupiah diperdagangkan dengan kisaran RP.8.175 sampai 9.088.

Grafik 3.6 Pergerakan nilai rupiah 2003



Sumber: Bank Indonesia

Faktor-faktor seperti turunnya resiko, cukupnya supply dari valas di pasar, pengembalian yang tinggi pada instrument rupiah, fundamental ekonomi yang membaik, dan komitmen Bank Indonesia untuk mempertahankan stabilitas nilai tukar memegang peranan penting dalam menciptakan sentimen positif. Walaupun begitu, *capital inflow* tersebut harus terus di monitor karena hampir semua modal diinvestasikan pada prtfolio assets jangka pendek yang dapat di tarik kembali kapan saja. Bank Indonesia secara terus menerus memonitor transaksi valas, baik secara tidak langsung (*off-site supervision*) atau secara langsung (*on-site supervision*). Pada periode ini juga, intervensi pada pasar nilai tukar ditujukan agar mempertahankan kestabilan rupiah terjaga.