

**ANALISIS PENGARUH JUMLAH KUNJUNGAN WISATAWAN
MANCANEGARA, JUMLAH UANG BEREDAR, CADANGAN DEvisa,
DAN OIL VOLATILITY INDEX TERHADAP NILAI TUKAR RUPIAH**

(Skripsi)

Oleh

Eva Annisa



**JURUSAN EKONOMI PEMBANGUNAN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
2026**

**ANALISIS PENGARUH JUMLAH KUNJUNGAN WISATAWAN
MANCANEGARA, JUMLAH UANG BEREDAR, CADANGAN DEVISA,
DAN OIL VOLATILITY INDEX TERHADAP NILAI TUKAR RUPIAH**

**Oleh
EVA ANNISA**

Skripsi

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
SARJANA EKONOMI**

**Pada
Jurusan Ekonomi Pembangunan
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**



**JURUSAN EKONOMI PEMBANGUNAN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
2026**

ABSTRAK

ANALISIS PENGARUH JUMLAH KUNJUNGAN WISATAWAN MANCANEGERA, JUMLAH UANG BEREDAR, CADANGAN DEvisa, DAN OIL VOLATILITY INDEX TERHADAP NILAI TUKAR RUPIAH

Oleh

EVA ANNISA

Penelitian ini menganalisis pengaruh jumlah kunjungan wisatawan mancanegara (WIS), jumlah uang beredar (JUB), cadangan devisa (CADEV), dan *Oil Volatility Index* (OVX) terhadap nilai tukar Rupiah (KURS) di Indonesia periode Januari 2015 hingga Desember 2024 menggunakan metode ARDL-ECM. Hasil penelitian pada taraf signifikansi 5% menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, $D(WIS(-1))$ berpengaruh negatif signifikan (koefisien $-4,60E-07$), $D(JUB)$ berpengaruh positif signifikan (koefisien $1,19E-06$), $D(CADEV)$ berpengaruh negatif signifikan (koefisien $-4,31E-05$), dan $D(OVX)$ berpengaruh positif signifikan (koefisien $0,007453$). Dalam jangka panjang, JUB (koefisien $7,75E-07$) dan CADEV (koefisien $-3,33E-05$) berpengaruh signifikan, sedangkan WIS dan OVX tidak. Nilai ECT sebesar $-0,314825$ menunjukkan kecepatan penyesuaian $31,48\%$ per bulan dengan waktu kembali ke keseimbangan sekitar 3 bulan, dan model mampu menjelaskan $61,23\%$ variasi perubahan nilai tukar. Secara simultan, keempat variabel berpengaruh signifikan.

Kata Kunci: nilai tukar Rupiah, kunjungan wisatawan, jumlah uang beredar, cadangan devisa, OVX, ARDL.

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE EFFECT OF FOREIGN TOURIST ARRIVALS, MONEY SUPPLY, FOREIGN EXCHANGE RESERVES, AND OIL VOLATILITY INDEX ON THE RUPIAH EXCHANGE RATE

By

EVA ANNISA

This study analyzes the influence of foreign tourist arrivals (WIS), money supply (JUB), foreign exchange reserves (CADEV), and the Oil Volatility Index (OVX) on the Rupiah exchange rate (KURS) in Indonesia from January 2015 to December 2024 using the ARDL-ECM method. At the 5% significance level, the results show that in the short run, $D(WIS(-1))$ has a significant negative effect (coefficient $-4.60E-07$), $D(JUB)$ has a significant positive effect (coefficient $1.19E-06$), $D(CADEV)$ has a significant negative effect (coefficient $-4.31E-05$), and $D(OVX)$ has a significant positive effect (coefficient 0.007453). In the long run, JUB (coefficient $7.75E-07$) and CADEV (coefficient $-3.33E-05$) have significant effects, while WIS and OVX do not. The ECT coefficient of -0.314825 indicates an adjustment speed of 31.48% per month, requiring approximately 3 months to return to equilibrium, and the model explains 61.23% of the variation in exchange rate changes. Simultaneously, all four variables have significant effects.

Keywords: *Rupiah exchange rate, foreign tourist arrivals, money supply, foreign exchange reserves, OVX, ARDL.*

Judul Skripsi

: **ANALISIS PENGARUH JUMLAH
KUNJUNGAN WISATAWAN
MANCANEGARA, JUMLAH UANG
BEREDAR, CADANGAN DEvisa, DAN
OIL VOLATILITY INDEX TERHADAP
NILAI TUKAR RUPIAH**

Nama Mahasiswa

: **Eva Annisa**

Nomor Induk Mahasiswa

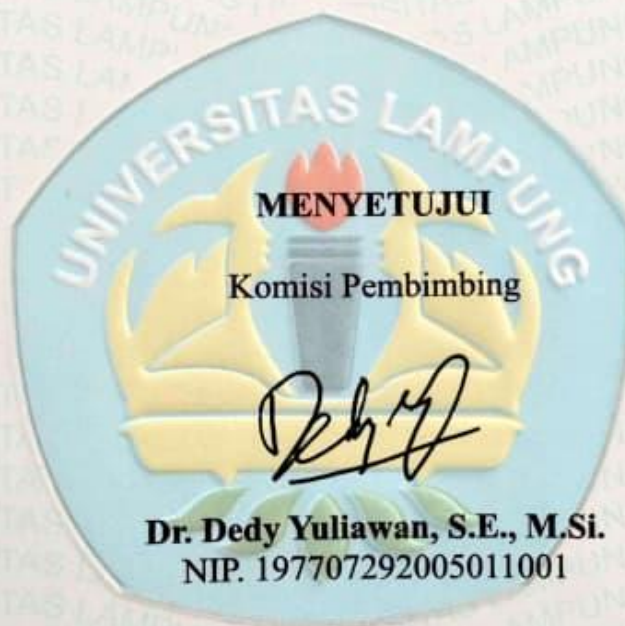
: **2211021115**

Program Studi

: **Ekonomi Pembangunan**

Fakultas

: **Ekonomi dan Bisnis**



MENGETAHUI

Ketua Jurusan Ekonomi Pembangunan

Dr. Arivina Ratih Y.T., S.E., M.M.
NIP. 198007052006042002

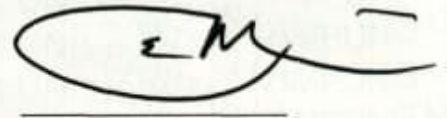
MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

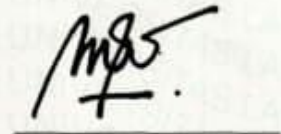
Ketua : **Dr. Dedy Yuliawan, S.E., M.Si.**



Penguji I : **Prof. Dr. Marselina, S.E., M.P.M.**



Penguji II : **Nurbetty Herlina Sitorus, S.E., M.Si.**



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.

NIP:196606211990031003



Tanggal Lulus Ujian Skripsi :09 Juni 2026

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Nama Mahasiswa : Eva Annisa
Nomor Induk Mahasiswa : 2211021115
Program Studi : Ekonomi Pembangunan
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Jumlah Kunjungan Wisatawan Mancanegara, Jumlah Uang Beredar, Cadangan Devisa, dan Oil Volatility Index Terhadap Nilai Tukar Rupiah.

Dengan ini menyatakan bahwa skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian dari orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau symbol yang menunjukkan gagasan atau pemikiran dari peneliti lain tanpa pengakuan peneliti aslinya. Apabila kemudian hari terbukti pernyataan ini tidak benar, maka saya sebagai penulis bertanggung jawab penuh jika terdapat pelanggaran tersebut.

Bandar Lampung, 16 Juni 2026
Penulis



Eva Annisa

RIWAYAT HIDUP



Penulis bernama Eva Annisa lahir di Way Kanan pada tanggal 18 Oktober 2002. Penulis merupakan anak pertama dari tiga bersaudara dari pasangan Bapak Eka Bayu Hernanto dan Ibu Murliana. Penulis memulai pendidikannya pada tahun 2009 di SDN Tiuh Balak Pasar, kemudian pada tahun 2015 penulis melanjutkan pendidikan di SMP Negeri 1 Baradatu dan lulus pada tahun 2018, pada tahun yang sama penulis melanjutkan pendidikan di SMA Negeri 1 Baradatu, dan dinyatakan lulus pada tahun 2021. Pada tahun 2022 penulis terdaftar sebagai mahasiswa di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung Jurusan Ekonomi Pembangunan melalui jalur Seleksi Bersama Masuk Perguruan Tinggi Negeri (SBMPTN). Penulis merupakan mahasiswa penerima bantuan beasiswa Kip-Kuliah. Selama masa perkuliahan penulis aktif mengikuti organisasi. Organisasi PILAR Fakultas Ekonomi dan Bisnis penulis aktif menulis berita dan menjadi reporter pada tahun 2022, penulis pernah mengikuti seminar nasional stabel yang diadakan oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung sebagai peneliti dan presenter. Penulis juga telah melakukan kegiatan Kuliah Kerja Nyata (KKN) selama 40 hari di Desa Papan Asri, Kecamatan Abung Semuli, Kabupaten Lampung Utara, Provinsi Lampung. Dalam kegiatan tersebut penulis bertanggung jawab melaksanakan program sosialisasi dan pendampingan UMKM, berfokus pada edukasi penggunaan QR code serta fasilitasi pembuatan QRIS untuk mendukung digitalisasi pelaku usaha.

MOTTO

“Sukses itu tidak ada yang santai”

(Raim Laode)

“Jika bukan karena Allah yang memampukan,
aku mungkin sudah lama menyerah”

(Q.S Al-Insyirah: 5-6)

“it will pass”

(Rachel venny)

“Hidup Kita ini Milik Tuhan ”

(Sherly Tjoanda)

PERSEMBAHAN



Alhamdulillahirobbilalamin, segala puji dan rasa syukur saya ucapkan kepada Allah SWT atas limpahan rahmat dan karunia-Nya. Dengan segala ketulusan dan kerendahan hati kupersembahkan skripsi ini kepada :

Kedua orang tua saya Bapak Eka Bayu Hernanto (Papi), sosok teladan dan alasan terbesar dalam hidup saya untuk terus berjuang, yang senantiasa memberikan kasih sayang serta dukungan yang luar biasa Papi selalu hadir di hidup saya dan berhasil membuat saya bangkit dari kata menyerah.

Engkaulah cinta pertama saya, terima kasih sudah mengantarkan saya berada di tempat ini. Ibu Murliana adalah sosok ibu terbaik dalam hidupku. Terima kasih mama sudah selalu mendoakan anak pertama ini tanpa henti. Semangat dan kasih sayang yang mama berikan kepada saya, membuat saya bertahan hingga sekarang.

Teruntuk kedua adikku tersayang, Sintia Suryani dan Aisyah Suci Rahmadani

Terima kasih karena selalu ada memberikan semangat dan dukungan, kalian berdua juga adalah sumber kekuatan dan alasan mengapa saya harus berjuang.

Serta,

Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung, Jurusan Ekonomi Pembangunan yang telah memberikan ilmu, nasihat, dan pengetahuannya kepada saya selama menjalankan masa perkuliahan dan almamater tercinta.

SANWACANA

Segala puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat, karunia, dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Analisis Pengaruh Jumlah Kunjungan Wisatawan Mancanegara, Jumlah Uang Beredar, Cadangan Devisa, dan Oil Volatility Index terhadap Nilai Tukar Rupiah”** sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Dalam proses penyusunan skripsi ini, penulis memperoleh bimbingan, arahan, dukungan, serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis dengan segala kerendahan hati ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
2. Ibu Dr. Arivina Ratih Y.T, S.E., M.M. selaku Ketua Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Zulfa Emalia, S.E., M.Sc. selaku Sekretaris Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Bapak Dr. Deddy Yuliawan, S.E., M.Si. selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktu, masukan, arahan, serta ilmu yang sangat bermanfaat bagi penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
5. Dosen Penguji Ibu Prof. Dr. Marselina.S.E., M.P.M. dan ibu Nurbetty Herlina Sitorus, S.E., M.Si. yang telah meluangkan waktu, tenaga serta pikiran dan juga memberikan saran dan masukan, serta ilmu pengetahuan yang sangat bermanfaat kepada penulis.

6. Bapak Dr. Heru Wahyudi, S.E., M.Si. selaku Dosen Pembimbing Akademik yang selalu memberikan bimbingan dan nasihat kepada penulis selama masa perkuliahan.
7. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan ilmu dan wawasan yang bermanfaat selama masa perkuliahan dan Seluruh Karyawan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah membantu penulis selama masa perkuliahan.
8. Teruntuk ayah saya Eka Bayu Hernanto, Terimakasih atas segala doa dan dukungan nya. Ayah merupakan alasan terbesar mengapa saya tetap tegar dalam menghadapi segala cobaan yang dihadapi selama kuliah.
9. Ibu Murliana, yang penulis hormati sebagai pintu surga, terima kasih sebesar-besarnya atas segala doa, kesabaran, dan kebesaran hati dalam mendidik serta mendukung penulis. Terima kasih telah menjadi penguat struktural dan tempat terbaik bagi penulis untuk bersandar. Adikku terkasih, Sintia Suryani dan Aisyah Suci Rahmadani yang telah memberikan dukungan secara moral sehingga penulis dapat menyelesaikan studi ini. Terima kasih sudah selalu menuruti keinginanku.
10. Mamang Ahmad Yudi dan Tante Ade Soraya Soliha yang telah menjaga dan mengurus penulis selama berkuliah di Universitas Lampung
11. Andri yang berada di Jepang, selalu memberikan dukungan materiil maupun immateriil, selalu menemani penulis dalam suka duka, menghibur di kala sedih, memberi dukungan dan kebahagiaan.
12. Sahabat-sahabat seperjuangan dan tersayang, dari lenjeh entertainment Iman Jaya Gea, Dhiwa Abiyyu, Anggun Merlyana, Ratu Aulia Jasmine, dan Anika Cahya yang telah menemani di setiap masa suka maupun duka mewarnai hidupku terutama pada masa perkuliahan, selalu menjadi tempat bercerita dan selalu memberikan keceriaan dan dukungan semangat untuk penulis.
13. Sahabat ku yang paling cantik dan baik hati Anggun Merlyana, merupakan sosok yang memiliki hati yang baik dan tulus. Terimakasih sudah menemani mendukung penulis dalam senang maupun sedih.

14. Teman-teman satu bimbingan “Pak Dedy” Wulan, Rico, Anika, Naura, Saskia, Yahya, Intan, Martha, Gitara. yang telah memberikan bantuan dan dukungan selama proses pengerjaan skripsi.

15. Teman-teman Ekonomi Pembangunan Angkatan 2022 yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah berjuang bersama-sama di Ekonomi Pembangunan dari awal perkuliahan hingga saat ini.

16. Dan untuk diri sendiri, Eva Annisa terima kasih atas kesabaran, kerja keras, dan semangat yang tidak pernah padam dalam menghadapi berbagai tantangan yang muncul selama proses penyusunan skripsi ini. Tidak jarang penulis merasa lelah dan ragu, namun dengan tekad yang kuat, penulis mampu menghadapinya dan tetap melanjutkan perjalanan ini. Terima kasih selalu percaya bahwa segala niat baik dan harapan akan selalu diberi kemudahan. Skripsi ini merupakan bukti dari perjalanan panjang dan usaha yang penulis lakukan. Semoga penulis dapat terus belajar dan berkembang untuk meraih tujuan-tujuan yang lebih besar di masa depan. Kuat-kuat diriku semoga tetap rendah hati, ini baru permulaan hidup tetap semangat kamu pasti bisa.

Bandar Lampung, 25 Mei 2026

Penulis

Eva Annisa

DAFTAR ISI

	Halaman
DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	iv
DAFTAR GAMBAR	v
DAFTAR LAMPIRAN	vi
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian.....	12
1.4 Manfaat Penelitian.....	12
II. TINJAUAN PUSTAKA	14
2.1 Landasan Teori	14
2.1.1 Teori Permintaan dan Penawaran Valuta Asing.....	14
2.1.2 Teori Balance of Payment	15
2.1.3 Monetary Approach to Exchange Rate.....	17
2.1.4 Portfolio Balance Approach	19
2.1.5 Financial Channel Theory	20
2.2 Keterkaitan Antar Variabel Penelitian	22
2.2.1 Pengaruh Kunjungan Wisatawan Mancanegara (WIS) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)	22

2.2.2 Pengaruh Jumlah Uang Beredar (JUB) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)	23
2.2.3 Pengaruh Cadangan Devisa (CADEV) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)	23
2.2.4 Pengaruh Oil Volatility Index (OVX) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)	24
2.3 Kerangka Pemikiran	28
2.4 Hipotesis Penelitian	29
III. METODOLOGI PENELITIAN	30
3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian	30
3.2 Data dan Sumber Data	30
3.3 Definisi operasional	30
3.4 Teknik Analisis Data	33
a) Uji Stasioneritas Data	37
b) Penentuan Panjang Lag Optimum dan Uji Kointegrasi <i>Bound Test</i>	38
c) Estimasi Model ARDL	40
d) Estimasi Jangka Pendek (ARDL-ECM)	41
e) Estimasi Jangka Panjang	41
f) Uji Hipotesis	42
1. Uji Signifikansi Simultan (Uji F atau Uji Wald)	42
2. Uji Signifikansi Parsial (Uji t)	42
IV. PEMBAHASAN	44
4.1 Hasil Analisis Data	44

4.1.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif	44
4.1.2 Hasil Uji Stasioneritas (<i>Unit Root Test</i>)	46
4.1.3 Hasil Uji Bound test	47
4.1.5 Hasil Uji ARDL.....	48
4.2 Uji Stabilitas Model	51
1) Uji F	51
2) Uji Pengaruh Parsial (Uji T)	52
4.3 Pembahasan Hasil Penelitian	56
4.3.1 Pengaruh Jumlah Kunjungan Wisatawan (WIS) terhadap Nilai Tukar Rupiah	56
4.3.2 Pengaruh Jumlah Uang Beredar (JUB) terhadap Nilai Tukar Rupiah ..	59
4.3.3 Pengaruh Cadangan Devisa (CADEV) terhadap Nilai Tukar Rupiah..	62
4.3.4 Pengaruh Oil Volatility Index (OVX) terhadap Nilai Tukar Rupiah....	65
V. SIMPULAN DAN SARAN.....	69
5.1 Simpulan.....	69
5.2 Saran.....	70
DAFTAR PUSTAKA.....	72

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2. 1 Tinjauan Empiris	25
Tabel 3. 1 Data dan sumber data	30
Tabel 3. 2 Kriteria Pengambilan Keputusan <i>Bound Test</i>	40
Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	44
Tabel 4. 2 Hasil Uji Stasioneritas Tingkat Level	46
Tabel 4. 3 Hasil Uji <i>Bound Test</i>	47
Tabel 4. 4 Hasil Uji ARDL Jangka Pendek	48
Tabel 4. 5 Hasil Uji ARDL Jangka Panjang	50
Tabel 4. 6 Uji T Jangka Pendek	53
Tabel 4. 7 Uji T jangka Panjang	55

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1. 1 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS	3
Gambar 1. 2 Kunjungan Wisatawan Mancanegara ke Indonesia	5
Gambar 1. 3 Perkembangan Jumlah Uang Beredar (M2).....	6
Gambar 1. 4 Perkembangan Cadangan Devisa Indonesia (2015–2024)	8
Gambar 1. 5 Perkembangan Oil Volatility Index (OVX)	10
Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran.....	28

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Data Kurs, Jumlah Kunjungan wisatawan mancanegara, jumlah uang beredar, cadangan devisa, dan ovx indeks.....	71
Lampiran 2. Hasil Analisis Statistik Deskriptif.....	74
Lampiran 3. Hasil Uji Stasioner ADF test KURS Pada Level.....	74
Lampiran 4. Hasil Uji Stasioner ADF test KURS Pada <i>First Difference</i>	74
Lampiran 5. Hasil Uji Stasioner ADF test WIS Pada Level.....	75
Lampiran 6. Hasil Uji Stasioner ADF test WIS Pada <i>First Difference</i>	75
Lampiran 7. Hasil Uji Stasioner ADF test JUB Pada Level.....	75
Lampiran 8. Hasil Uji Stasioner ADF test JUB Pada <i>First Difference</i>	76
Lampiran 9. Hasil Uji Stasioner ADF test CADEV Pada Level.....	76
Lampiran 10. Hasil Uji Stasioner ADF test CADEV Pada <i>First Difference</i>	76
Lampiran 11. Hasil Uji Stasioner ADF test OVX Pada Level.....	77
Lampiran 12. Hasil Uji Stasioner ADF test OVX <i>First Difference</i>	77
Lampiran 13. Hasil Uji Bound test.....	77
Lampiran 14. Hasil Uji Lag optimum.....	78
Lampiran 15. Hasil Uji ARDL ECM jangka pendek.....	79
Lampiran 16. Hasil Uji ARDL Jangka panjang.....	79
Lampiran 17. Hasil Uji Normalitas.....	80

Lampiran 18. Hasil Uji Autokorelasi	80
Lampiran 19. Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	80
Lampiran 20. Hasil Uji Cusum.....	80
Lampiran 21. Hasil Uji Cusum Of Squares.....	80

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

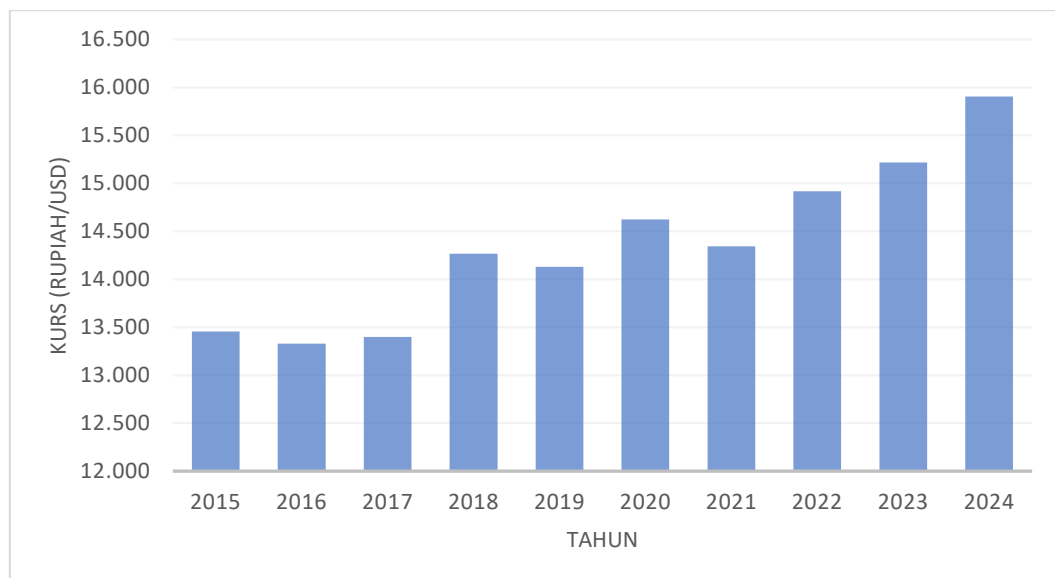
Nilai tukar merupakan salah satu variabel makroekonomi paling sentral dalam perekonomian terbuka. Nilai tukar bukan sekadar angka perbandingan antara dua mata uang, melainkan cermin dari kesehatan fundamental suatu negara: daya saing ekspor, tekanan inflasi, arus modal, hingga kredibilitas kebijakan moneter semuanya terangkum dalam satu indikator ini. Ketika nilai tukar bergejolak, dampaknya merambat ke hampir seluruh sendi perekonomian mulai dari kenaikan biaya impor bahan baku industri, tekanan harga konsumen melalui mekanisme *imported inflation*, hingga peningkatan beban cicilan utang luar negeri (Narayan et al., 2019). Bagi Indonesia, stabilitas nilai tukar Rupiah merupakan prasyarat penting bagi keberlanjutan pertumbuhan ekonomi.

Dalam perspektif teori ekonomi internasional, upaya memetakan determinan nilai tukar telah melahirkan sejumlah kerangka pemikiran besar yang berevolusi berdasarkan karakteristik zaman. Teori *Purchasing Power Parity* (PPP) yang dipopulerkan oleh (Cassel, 1918) menegaskan bahwa dalam jangka panjang, nilai tukar akan menyesuaikan diri secara proporsional terhadap perbedaan tingkat harga atau inflasi antarnegara. Logika PPP menyatakan bahwa mata uang negara dengan tingkat inflasi lebih tinggi cenderung mengalami depresiasi guna mempertahankan paritas daya beli riilnya. Namun, dalam realitas empiris, teori PPP kerap kali kurang mampu menjelaskan volatilitas dan deviasi nilai tukar yang terjadi dalam jangka pendek. Hal ini disebabkan oleh adanya rigiditas harga di pasar barang (*price stickiness*), hambatan perdagangan, serta tingginya biaya transaksi yang menghalangi bekerjanya hukum satu harga (*law of one price*) secara instan. Merespons kelemahan struktural teori PPP dalam memprediksi gejolak jangka

pendek, para ekonom mengembangkan pendekatan yang berfokus pada sektor keuangan dan moneter. (Frenkel & Dornbusch, 1976) mempelopori *Monetary Approach to Exchange Rate* (MAER), yang menempatkan jumlah uang beredar sebagai penentu utama nilai tukar melalui jalur keseimbangan pasar uang domestik relatif terhadap luar negeri. Dalam model MAER, (Dornbusch, 1976) memperkenalkan fenomena *overshooting*, sebuah kondisi di mana pasar valuta asing yang bersifat likuid bereaksi secara berlebihan (*overshoot*) dalam jangka pendek terhadap ekspansi moneter sebelum akhirnya bergerak menyesuaikan diri secara gradual menuju titik keseimbangan jangka panjang seiring Bergeraknya pasar barang. Melengkapi pandangan moneter tersebut, *Portfolio Balance Approach* yang dikembangkan oleh (Tobin & Branson, 1983) memperluas cakupan dengan menyatakan bahwa investor mengalokasikan kekayaannya ke dalam diversifikasi portofolio aset domestik dan asing. Pendekatan portofolio ini menempatkan akumulasi cadangan devisa sebagai instrumen krusial yang digunakan otoritas moneter untuk memengaruhi preferensi risiko investor serta menstabilkan nilai tukar melalui mekanisme intervensi langsung maupun jalur sinyal kredibilitas (*signaling channel*).

Meskipun ketiga kerangka besar tersebut PPP, MAER, dan *Portfolio Balance Approach* memiliki fokus penekanan yang berbeda, pada dasarnya ketiganya bermuara pada satu logika ekonomi yang sama, yaitu nilai tukar terbentuk dari interaksi penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) valuta asing di pasar valas. Dalam konteks negara berkembang (*emerging markets*) seperti Indonesia, Analisis nilai tukar melalui pendekatan sisi penawaran (*supply-side approach*) menjadi sangat krusial bagi Indonesia. Sebagai perekonomian berkembang (*emerging market*) yang mata uangnya tergolong *non-reserve currency*, Indonesia memiliki ketergantungan yang tinggi terhadap kapasitas penawaran likuiditas valas eksogen untuk menjaga stabilitas nilai tukarnya (Aizenman & Lee, 2007; Rey, 2015). Konsekuensinya, kapasitas penawaran likuiditas domestik cenderung rentan terhadap guncangan struktural yang agresif. Kerentanan ini dipengaruhi secara simultan oleh kinerja sektor riil penyuplai devisa seperti kunjungan wisatawan mancanegara (Ding & Timmer, 2023), reputasi intervensi moneter melalui akumulasi cadangan devisa (Tobin & Branson, 1983; Pratiwik & Prajanti, 2023),

serta risiko pelarian modal (*capital outflow*) akibat volatilitas harga energi global yang diproksikan oleh *Oil Volatility Index* (Korley & Giouvris, 2022). Di sisi lain, instrumen moneter internal seperti jumlah uang beredar (JUB) turut bertindak sebagai determinan yang memengaruhi penawaran relatif mata uang domestik di pasar uang (Frenkel & Dornbusch, 1976). Oleh karena itu, mengintegrasikan variabel-variabel penyuplai likuiditas beserta faktor pengguncangnya dalam satu bingkai analisis penawaran menjadi sangat relevan demi menjaga stabilitas makroekonomi eksternal. Oleh karena itu, mengintegrasikan keempat variabel tersebut ke dalam satu pemodelan *supply-side* yang komprehensif menjadi krusial, sebab fluktuasi pada komponen-komponen penyusun dan pengguncang pasokan devisa tersebut secara teoretis akan langsung menggeser kurva penawaran valas dan mendikte arah pergerakan nilai tukar Rupiah (Dornbusch & Fischer, 1980). Fakta empiris perjalanan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS sepanjang satu dekade terakhir (2015–2024) merekam dengan jelas bagaimana sensitivitas sisi penawaran valas Indonesia berinteraksi dengan berbagai guncangan. Berdasarkan data resmi Bank Indonesia (2024), Rupiah menunjukkan kecenderungan yang dinamis dengan beberapa episode depresiasi yang sangat tajam pada kurun waktu tertentu, seperti yang disajikan pada Gambar 1.1 berikut.

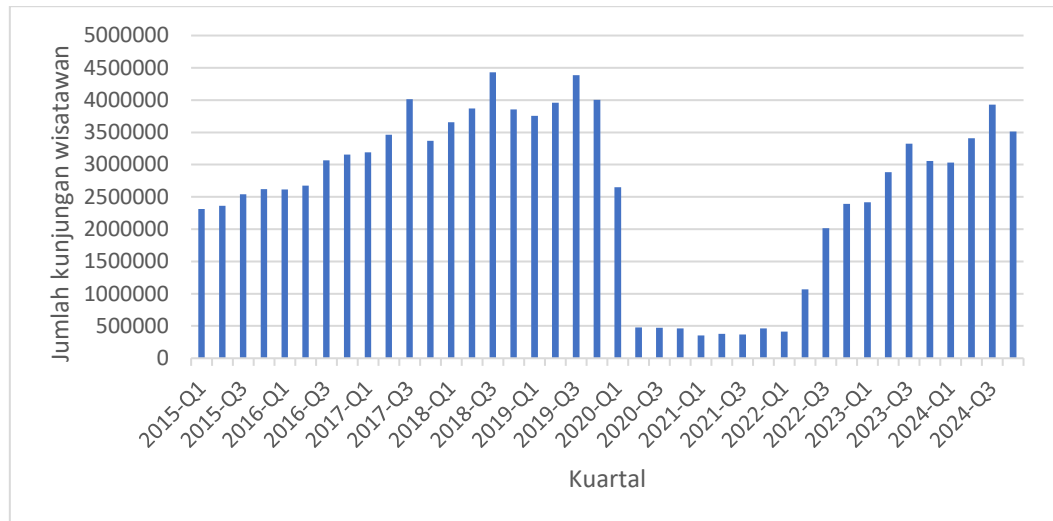


Gambar 1. 1 Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS
Sumber: Bank Indonesia, diolah penulis (2026)

Dari Gambar 1.1 terbaca dengan jelas tiga periode tekanan yang paling menonjol. Pertama, pada 2018, kenaikan suku bunga Fed secara agresif memicu arus keluar modal dari negara-negara berkembang, mendorong Rupiah melemah ke kisaran Rp14.237 per Dolar AS. Kedua, Tekanan terbesar terjadi pada Maret 2020, ketika pandemi COVID-19 melanda secara global dan investor melakukan penarikan dana secara masif ke aset *safe haven*, menyebabkan Rupiah terkoreksi hingga level terlemahnya di Rp16.367 per Dolar AS. Ketiga, pasca-pandemi pun tidak serta merta membawa ketenangan, normalisasi kebijakan moneter AS pada 2022–2023 kembali memberikan tekanan terhadap Rupiah, akibatnya Rupiah berfluktuasi di atas Rp15.000 per Dolar AS hingga akhir periode penelitian. Pola ini menunjukkan bahwa pelemahan Rupiah dipengaruhi oleh faktor domestik dan eksternal secara simultan (BPS, 2024; Bank Indonesia, 2024).

Di antara berbagai sumber devisa Indonesia, sektor pariwisata menempati posisi yang strategis dalam struktur penerimaan negara, meskipun sering kali mendapatkan perhatian yang lebih sedikit dibandingkan sektor komoditas utama. Setiap wisatawan mancanegara yang menginjakkan kaki di Indonesia pada dasarnya membawa serta valuta asing dolar, euro, ringgit, atau yen yang kemudian dikonversi menjadi Rupiah untuk membiayai akomodasi, transportasi, kuliner, dan cinderamata. Proses konversi ini secara langsung menambah pasokan valuta asing di pasar domestik. Dalam kerangka Neraca Pembayaran (*Balance of Payments*), penerimaan dari pengeluaran wisatawan mancanegara dicatat pada komponen jasa perjalanan (*travel services*) dalam transaksi berjalan (*current account*), sehingga peningkatan kunjungan wisatawan akan meningkatkan penerimaan devisa negara. Oleh karena itu, dalam kerangka permintaan dan penawaran valas, lonjakan kunjungan wisatawan berarti pergeseran kurva penawaran valas ke kanan mendorong apresiasi Rupiah (Dornbusch & Fischer, 1980). (Santana-Gallego et al, 2016) secara empiris mengonfirmasi bahwa sektor pariwisata memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai tukar melalui mekanisme penerimaan devisa jasa. Dalam konteks Indonesia, (Alfira & Panorama, 2022) menemukan bahwa kunjungan wisatawan mancanegara berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar Rupiah. Sementara itu, (Fadilah, 2021) menggunakan metode SVAR membuktikan bahwa penurunan jumlah wisatawan berdampak pada pelemahan nilai tukar melalui

penurunan cadangan devisa, sekalipun dampak negatif tersebut hanya berupa guncangan jangka pendek yang akan mengalami penyesuaian kembali menuju titik keseimbangan (*equilibrium*).



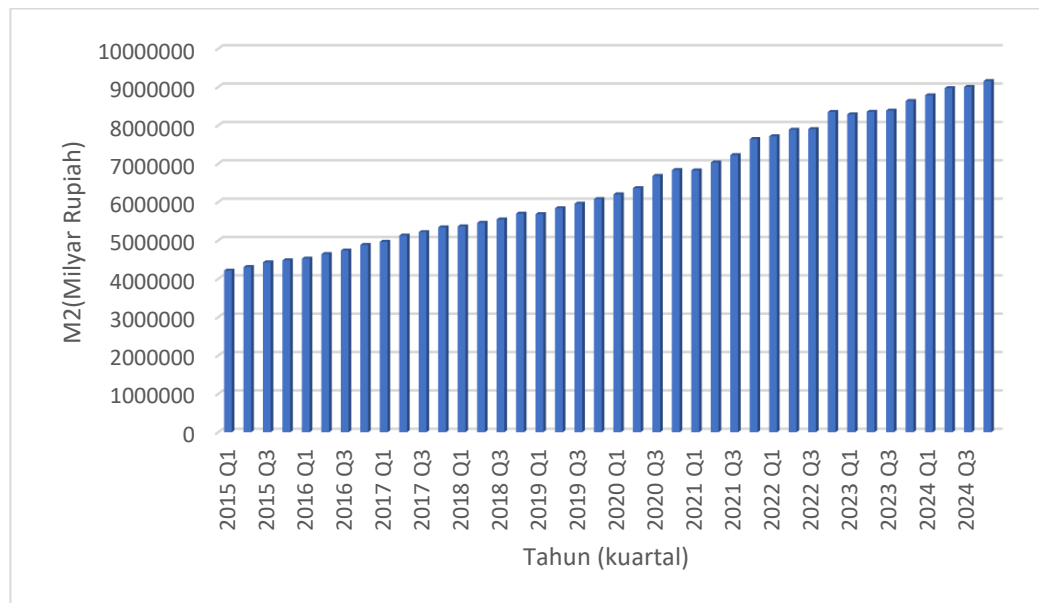
Gambar 1. 2 Kunjungan Wisatawan Mancanegara ke Indonesia

Sumber: Badan Pusat Statistik, diolah penulis (2025)

Dampak pandemi terhadap sektor pariwisata serta implikasinya terhadap neraca devisa jasa Indonesia secara jelas ditunjukkan pada Gambar 1.2. Setelah secara konsisten mencatatkan tren pertumbuhan dari 10,4 juta kunjungan pada tahun 2015 menjadi 16,1 juta kunjungan pada tahun 2019, volume kunjungan wisatawan mancanegara mengalami kontraksi tajam menjadi hanya 1,0 juta kunjungan pada tahun 2020. Angka tersebut merefleksikan penurunan sebesar 93,6 persen dalam kurun waktu satu tahun (BPS, 2021). Tahun-tahun berikutnya mencatat pemulihan bertahap; pada 2023 angka kunjungan kembali menyentuh 11,7 juta dan diperkirakan mendekati 14 juta pada 2024, meski belum sepenuhnya pulih ke level pra-pandemi (BPS, 2024). Kehilangan devisa pariwisata yang berlangsung selama 2020–2021 ini diyakini turut memperbesar tekanan depresiasi Rupiah pada periode yang sama, menjadikan kunjungan wisatawan sebagai variabel yang perlu dikaji secara serius dalam model nilai tukar.

Dari perspektif moneter, jumlah uang beredar (JUB) merupakan variabel yang memiliki keterkaitan mekanis paling langsung dengan nilai tukar. Ketika otoritas moneter menyalurkan likuiditas ke dalam sistem salah satunya melalui pembelian

surat berharga negara atau relaksasi giro wajib minimum dan pertumbuhan likuiditas itu tidak diimbangi oleh kenaikan output riil, ketidakseimbangan antara jumlah uang beredar dan ketersediaan barang. Menyuntikkan terlalu banyak uang ke dalam perekonomian dapat menciptakan tekanan inflasi dan menyebabkan depresiasi mata uang lokal. Oleh karena itu, pengelolaan jumlah uang beredar yang efektif sangat penting untuk mengurangi risiko inflasi dan menjaga stabilitas nilai tukar (Ko & Win, 2024). Inflasi yang lebih tinggi dibanding negara mitra dagang akan menggerus daya saing ekspor dan mendorong depresiasi nilai tukar, konsisten dengan prediksi Monetary Approach (Frenkel, 1976; Dornbusch, 1976). (Maghfiroh dan Jayadi, 2024) dalam studi ARDL lintas negara ASEAN mengonfirmasi bahwa peningkatan money supply berpengaruh positif signifikan terhadap nilai tukar yang artinya melemahkan mata uang domestik. (Syamad & Handoyo, 2023) bahkan menemukan fenomena *overshooting* di Indonesia, di mana Rupiah bereaksi berlebihan dalam jangka pendek terhadap ekspansi moneter sebelum akhirnya kembali ke jalur keseimbangan jangka panjang.



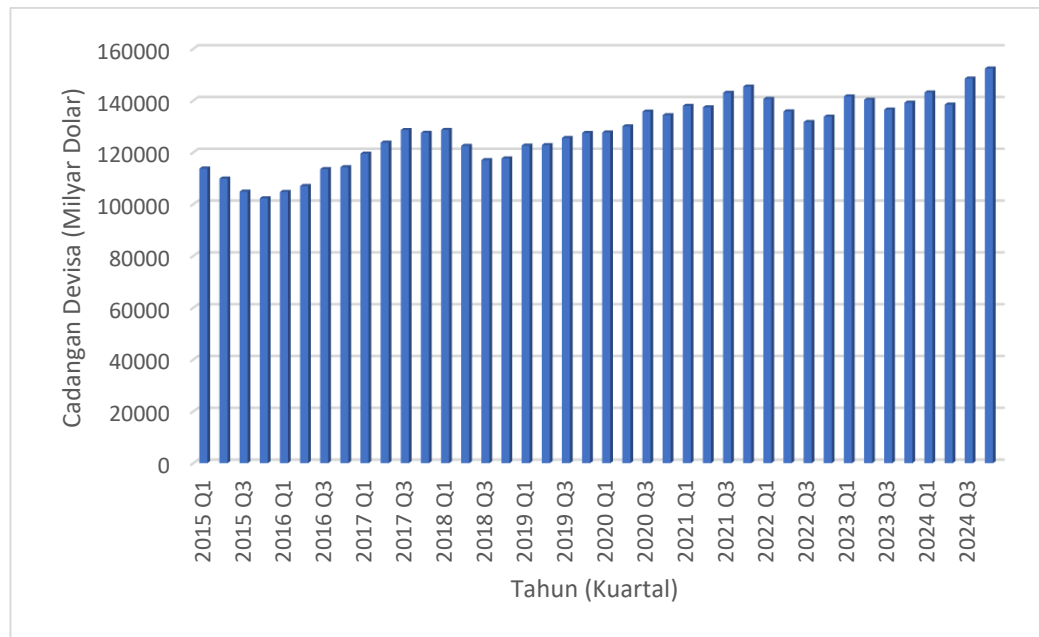
Gambar 1. 3 Perkembangan Jumlah Uang Beredar (M2)

Sumber: Bank Indonesia, diolah penulis (2025)

Gambar 1.3 memperlihatkan ekspansi JUB (M2) yang berlangsung hampir tanpa henti sepanjang dekade 2015–2024, dengan laju pertumbuhan tahunan rata-rata sekitar 7,7 persen. Lonjakan signifikan terjadi pada periode 2020–2021, ketika Bank Indonesia menempuh kebijakan moneter ekspansif untuk menjaga daya tahan

perekonomian di tengah pandemi ekspansi JUB mencapai lebih dari 14 persen dalam dua tahun tersebut (Bank Indonesia, 2021). Ekspansi moneter pada periode tersebut berlangsung bersamaan dengan depresiasi Rupiah yang dalam, memberi gambaran nyata bagaimana tekanan dari sisi JUB dapat bersinergi dengan guncangan eksternal dalam melemahkan nilai tukar.

Di antara berbagai instrumen yang dimiliki Bank Indonesia untuk menjaga stabilitas nilai tukar, cadangan devisa adalah yang paling langsung dan paling kasat mata. Dalam kerangka *Portfolio Balance Approach* (Branson, 1983; Tobin, 1969), Cadangan devisa berfungsi sebagai dana darurat (*Buffer Stock*), sekaligus sinyal kredibilitas. Ketika investor asing melihat cadangan devisa yang memadai, mereka lebih percaya bahwa otoritas moneter mampu mengintervensi pasar dan mempertahankan stabilitas ekonomi. Cadangan devisa merupakan bukti penting kesehatan ekonomi suatu negara dan kinerjanya dalam perdagangan global. Seperti banyak negara lain, Indonesia tidak memiliki cadangan devisa yang diperlukan untuk pembayaran internasional dan stabilisasi nilai tukar, yang menyebabkan neraca pembayaran menjadi pendek dan nilai rupiah menurun" (Sari, 2024,). Selain itu (Aizenman & Lee, 2007) menegaskan bahwa negara berkembang dengan cadangan devisa yang solid memiliki ketahanan lebih tinggi terhadap guncangan eksternal, karena mampu menyediakan likuiditas valas pada saat dibutuhkan tanpa harus mengorbankan kredibilitas kebijakan. (Pratiwik & Prajanti, 2023). Membuktikan secara empiris menggunakan metode ARDL dan VAR bahwa cadangan devisa berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai tukar Rupiah artinya, peningkatan cadangan devisa cenderung mengapresiasi Rupiah atau setidaknya menahan laju pelemahannya.



Gambar 1. 4 Perkembangan Cadangan Devisa Indonesia (2015–2024)

Sumber: Bank Indonesia, diolah penulis (2026)

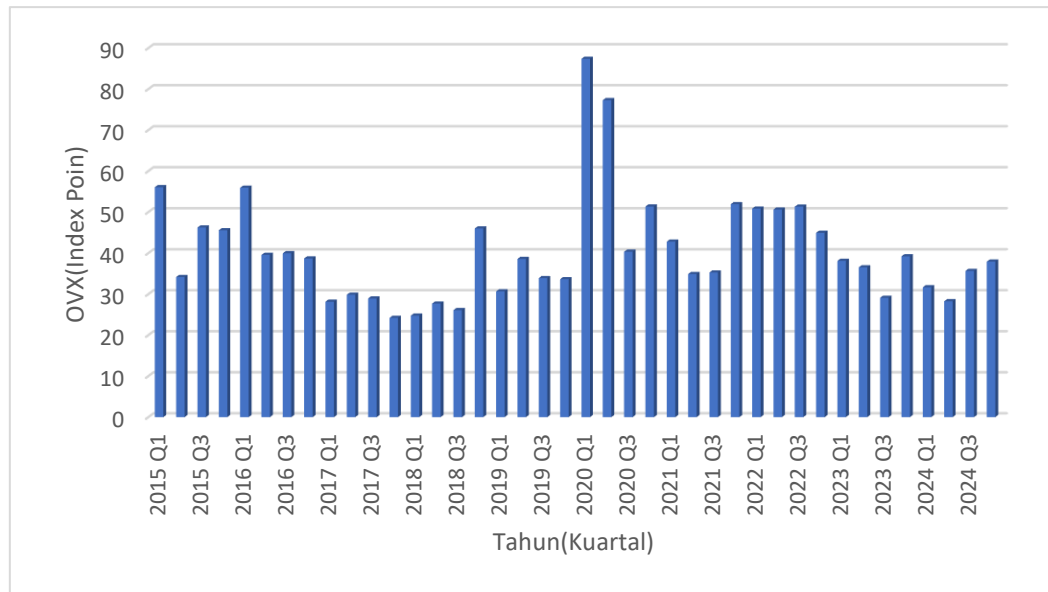
Gambar di atas menampilkan dinamika cadangan devisa Indonesia yang secara konsisten berada di atas ambang kecukupan internasional (setara tiga bulan impor), meskipun fluktuasinya merefleksikan respons terhadap tekanan eksternal. Penurunan cadangan devisa secara signifikan terjadi pada tahun 2018, yaitu dari USD 130,2 miliar menjadi USD 120,7 miliar. Kondisi tersebut merupakan implikasi dari kebijakan intervensi pasar yang dilakukan Bank Indonesia guna memitigasi depresiasi nilai tukar Rupiah akibat pengetatan moneter oleh Federal Reserve. Fenomena serupa dengan eskalasi yang lebih terbatas kembali terjadi pada tahun 2022, saat kenaikan suku bunga acuan The Fed secara agresif memicu kontraksi pada cadangan valuta asing domestik untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Sebaliknya, pada periode 2020–2021 terjadi anomali berupa akumulasi cadangan devisa. Tren peningkatan tersebut didorong oleh arus modal masuk dari pinjaman multilateral serta penerbitan obligasi global (*global bonds*) oleh pemerintah dalam rangka pembiayaan defisit fiskal selama masa pandemi (Bank Indonesia, 2021).

Jika ketiga variabel sebelumnya pariwisata, JUB, dan cadangan devisa mencerminkan kondisi fundamental domestik, variabel *Oil Volatility Index* (OVX) digunakan untuk merepresentasikan dimensi ketidakpastian eksternal. OVX yang diterbitkan oleh Chicago Board Options Exchange (CBOE, 2024) mengukur

ekspektasi volatilitas harga minyak mentah untuk 30 hari ke depan, sehingga bersifat *forward-looking* berbeda dari harga minyak spot yang hanya mencerminkan kondisi pasokan dan permintaan saat ini. Ketika OVX melonjak, pasar sesungguhnya sedang mengirimkan sinyal bahwa ketidakpastian di pasar energi global sedang meningkat tajam. Dalam era integrasi keuangan global yang tinggi seperti saat ini, sinyal ketidakpastian semacam itu tidak tinggal diam di pasar minyak ia menjalar dengan cepat ke pasar valuta asing melalui mekanisme transmisi OVX terhadap depresiasi Rupiah dalam jangka pendek dapat dijelaskan melalui peningkatan aversi risiko (*risk aversion*) investor internasional. (Glebocki dan Saha, 2024). Menggunakan indikator aversi risiko yang berbasis data keuangan frekuensi tinggi (*BEX Risk Aversion*) dan menemukan bahwa peningkatan aversi risiko secara signifikan meningkatkan tekanan pada pasar nilai tukar di berbagai kelompok negara. Kondisi tersebut menyebabkan mata uang di berbagai negara mengalami tekanan yang harus diimbangi melalui depresiasi nilai tukar atau intervensi di pasar valuta asing. Dalam konteks penelitian ini, peningkatan *Oil Volatility Index* (OVX) mencerminkan meningkatnya ketidakpastian di pasar minyak dunia yang mendorong investor global untuk mengurangi eksposur terhadap aset yang dianggap lebih berisiko, termasuk aset berdenominasi Rupiah. Akibatnya, terjadi arus keluar modal (*capital outflow*) yang meningkatkan permintaan terhadap valuta asing dan menekan nilai tukar Rupiah sehingga mengalami depresiasi.

Temuan tersebut sejalan dengan teori siklus keuangan global (*global financial cycle*) yang dikemukakan oleh (Rey, 2015) dan dikembangkan lebih lanjut oleh (Miranda-Agrippino & Rey, 2020). Menurut teori ini, peningkatan ketidakpastian global akan mendorong investor internasional mengurangi eksposur terhadap aset berisiko dan mengalihkan portofolionya ke aset yang dianggap lebih aman (*safe haven*), seperti obligasi pemerintah Amerika Serikat. Dalam konteks penelitian ini, peningkatan *Oil Volatility Index* (OVX) mencerminkan meningkatnya ketidakpastian di pasar minyak dunia yang mendorong investor global menarik modal dari negara berkembang, termasuk Indonesia. Arus keluar modal (*capital outflow*) tersebut meningkatkan permintaan terhadap valuta asing dan mengurangi

permintaan terhadap Rupiah sehingga nilai tukar Rupiah mengalami depresiasi.



Gambar 1. 5 Perkembangan Oil Volatility Index (OVX)

Sumber: Chicago Board Options Exchange (CBOE), diolah penulis (2026)

Gambar 1.5 memperlihatkan bahwa OVX sepanjang periode penelitian menunjukkan volatilitas yang tinggi dengan amplitudo fluktuasi yang cukup besar, dengan puncak tertinggi terjadi pada 2020 ketika rata-rata tahunannya mencapai 71,3 hampir dua kali lipat kondisi normal lonjakan OVX ini berkorelasi langsung dengan depresiasi harga minyak akibat perang dagang Arab Saudi-Rusia dan kemerosotan signifikan pada permintaan energi global selama pandemi. Interaksi kedua fenomena tersebut menciptakan ketidakpastian pasar energi yang belum pernah terjadi pada periode sebelumnya (Zhang et al., 2023). Membuktikan bahwa OVX memiliki kemampuan prediksi yang lebih superior dibandingkan model GARCH dan *Stochastic Volatility* dalam memprediksi volatilitas minyak jangka pendek, justru karena sifatnya yang *forward-looking* ini. (Korley dan Giouvriss, 2022) dalam studi multi-negara Afrika Sub-Sahara mengonfirmasi bahwa kenaikan OVX secara konsisten menyebabkan depresiasi mata uang lokal baik di negara importir maupun eksportir minyak

Mekanisme transmisi OVX terhadap depresiasi Rupiah dalam jangka pendek dapat dijelaskan melalui peningkatan aversi risiko (*risk aversion*) investor internasional. Glebocki dan Saha (2024) menggunakan indikator aversi risiko yang berbasis data keuangan frekuensi tinggi (*BEX Risk Aversion*) dan menemukan bahwa

peningkatan aversi risiko secara signifikan meningkatkan tekanan pada pasar nilai tukar di berbagai kelompok negara. Kondisi tersebut menyebabkan mata uang di berbagai negara mengalami tekanan yang harus diimbangi melalui depresiasi nilai tukar atau intervensi di pasar valuta asing. Dalam konteks penelitian ini, peningkatan Oil Volatility Index (OVX) mencerminkan meningkatnya ketidakpastian di pasar minyak dunia yang mendorong investor global untuk mengurangi eksposur terhadap aset yang dianggap lebih berisiko, termasuk aset berdenominasi Rupiah. Akibatnya, terjadi arus keluar modal (*capital outflow*) yang meningkatkan permintaan terhadap valuta asing dan menekan nilai tukar Rupiah sehingga mengalami depresiasi.

Meskipun literatur mengenai determinan nilai tukar terus berkembang, masih terdapat kesenjangan yang cukup penting. Sebagian besar penelitian terdahulu cenderung mengkaji faktor moneter atau faktor eksternal secara terpisah, tanpa mengintegrasikannya dengan variabel sektor riil seperti pariwisata dalam satu bingkai analisis yang utuh. Penggunaan OVX sebagai indikator ketidakpastian global yang bersifat *forward-looking* dalam konteks Indonesia pun masih sangat terbatas di dalam literatur. Di samping itu, banyak penelitian terdahulu yang masih mengandalkan metode OLS konvensional, yang tidak mampu membedakan secara simultan efek jangka pendek dan jangka panjang, serta tidak mengakomodasi kombinasi variabel yang stasioner pada tingkat level $I(0)$ dan *first difference* $I(1)$. Kesenjangan metodologis dan tematik inilah yang menjadi titik berangkat penelitian ini.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh kunjungan wisatawan mancanegara, jumlah uang beredar (M2), cadangan devisa, dan Oil Volatility Index terhadap nilai tukar Rupiah di Indonesia periode 2015–2024, dengan menggunakan pendekatan Autoregressive Distributed Lag (ARDL). Pendekatan ini dipilih karena kemampuannya menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang secara simultan, serta fleksibilitasnya dalam menangani kombinasi derajat integrasi $I(0)$ dan $I(1)$ tanpa mensyaratkan semua variabel stasioner pada level yang sama (Pesaran et al., 2001). Kebaruan utama penelitian ini terletak pada integrasi empat variabel dari dimensi yang berbeda sektor riil (pariwisata), moneter (JUB dan cadangan devisa), dan global (OVX)

dalam satu model empiris yang komprehensif, serta penggunaan OVX sebagai proksi ketidakpastian global yang belum banyak diaplikasikan dalam konteks Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan tidak hanya memberikan kontribusi empiris bagi pengembangan literatur nilai tukar, tetapi juga menjadi landasan pertimbangan kebijakan yang konkret bagi Bank Indonesia, Kementerian Pariwisata, dan Kementerian Keuangan dalam menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah di tengah tantangan global yang semakin kompleks.

1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh jumlah kunjungan wisatawan mancanegara (WIS) baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
3. Bagaimana pengaruh cadangan devisa (CADEV) terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
4. Bagaimana pengaruh Oil Volatility Index (OVX) terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang?
5. Bagaimana pengaruh WIS, JUB, CADEV, dan OVX secara bersama-sama (simultan) terhadap nilai tukar Rupiah?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Mengetahui pengaruh kunjungan wisatawan mancanegara (WIS) terhadap nilai tukar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
2. Mengetahui pengaruh jumlah uang beredar (JUB/M2) terhadap nilai tukar baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
3. Mengetahui pengaruh cadangan devisa (CADEV) terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
4. Mengetahui pengaruh *Oil Volatility Index* (OVX) terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
5. Mengetahui pengaruh simultan WIS, JUB, CADEV, dan OVX terhadap nilai tukar Rupiah.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoritis

Memperkuat bukti empiris *Portfolio Balance Approach* melalui pengaruh CADEV dan WIS terhadap stabilitas Rupiah, memperkaya *Monetary Approach to Exchange Rate* dengan menekankan peran JUB di Indonesia periode 2015–2024, serta mengonfirmasi *Financial Channel Theory* melalui signifikansi OVX pada nilai tukar negara berkembang. Selain itu, penelitian ini memberikan kontribusi metodologis dengan integrasi empat variabel dalam model ARDL yang mampu membedakan efek jangka pendek dan panjang serta mengisi *research gap* periode pasca-pandemi (2020–2024).

2. Manfaat Praktis

Memberikan rekomendasi bagi Bank Indonesia untuk memantau OVX sebagai peringatan dini, bagi Kementerian Pariwisata untuk mendukung promosi wisatawan (WIS) guna stabilisasi Rupiah, bagi pemerintah dan Kemenkeu agar menjaga CADEV sebagai *buffer* guncangan eksternal, serta bagi investor dan peneliti selanjutnya sebagai acuan proyeksi nilai tukar, *hedging*, dan pengembangan model NARDL atau variabel mediasi seperti *fintech* dan *digital payment*.

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Permintaan dan Penawaran Valuta Asing

Dalam perspektif ekonomi internasional, nilai tukar (*exchange rate*) pada dasarnya ditentukan oleh mekanisme pasar valuta asing (*foreign exchange market*) melalui interaksi antara permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*) terhadap suatu mata uang asing. Permintaan valuta asing muncul dari kebutuhan pelaku ekonomi domestik untuk melakukan pembayaran ke luar negeri, seperti membiayai impor barang dan jasa, membayar utang luar negeri, investasi ke luar negeri, serta aktivitas spekulasi. Sebaliknya, penawaran valuta asing berasal dari penerimaan devisa dari luar negeri yang bersumber dari ekspor barang dan jasa, masuknya investasi asing, pinjaman luar negeri, pengiriman tenaga kerja di luar negeri (*remittance*), serta pendapatan dari sektor pariwisata berupa belanja wisatawan mancanegara di dalam negeri. Kurva permintaan valuta asing memiliki kemiringan negatif (*downward sloping*), mencerminkan bahwa ketika nilai tukar (harga valas dalam satuan mata uang domestik) meningkat atau mata uang domestik terdepresiasi, harga valas menjadi lebih mahal sehingga permintaan terhadap valas cenderung menurun. Sebaliknya, kurva penawaran valuta asing memiliki kemiringan positif (*upward sloping*), yang berarti ketika nilai tukar meningkat (depresiasi mata uang domestik), eksportir dan pemegang valas terdorong untuk menukarkan valasnya ke mata uang domestik karena mendapatkan lebih banyak Rupiah per unit valas, sehingga penawaran valas bertambah. Keseimbangan nilai tukar tercapai pada titik perpotongan antara kurva permintaan dan kurva penawaran valuta asing, di mana jumlah valas yang diminta sama dengan jumlah

valas yang ditawarkan. Dalam konteks penelitian ini, kunjungan wisatawan mancanegara (*foreign tourist arrivals*) secara langsung mempengaruhi sisi penawaran valuta asing. Setiap wisatawan asing yang datang ke Indonesia harus menukarkan mata uang negaranya (misalnya USD, SGD, AUD, EUR, atau CNY) dengan Rupiah untuk membiayai kebutuhan selama berada di Indonesia, seperti transportasi, akomodasi, konsumsi, dan belanja cinderamata. Sebaliknya, penurunan kunjungan wisatawan akan mengurangi pasokan valas dan memberikan tekanan depresiasi (Dornbusch & Fischer, 1980).

Aktivitas ini menciptakan aliran masuk valuta asing yang meningkatkan pasokan valas di pasar domestik. Secara grafis, peningkatan jumlah kunjungan wisatawan mancanegara menggeser kurva penawaran valuta asing ke kanan (*rightward shift*), sementara kurva permintaan valuta asing diasumsikan tetap dalam jangka pendek. Pergeseran ini menyebabkan titik keseimbangan baru bergerak ke posisi di mana harga valuta asing (nilai tukar) turun, yang berarti mata uang Rupiah mengalami apresiasi (menguat) terhadap valuta asing. Sebaliknya, jika kunjungan wisatawan menurun drastis, kurva penawaran bergeser ke kiri (*leftward shift*), menyebabkan nilai tukar Rupiah terdepresiasi. Dengan demikian, secara teoritis sektor pariwisata memiliki peran fundamental sebagai sumber stabilitas eksternal melalui mekanisme penawaran valuta asing, yang menjadi landasan ilmiah bagi hipotesis bahwa *foreign tourist arrivals* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar (apresiasi Rupiah).

2.1.2 Teori Balance of Payment

Teori *Balance of Payments* (BOP) atau Neraca Pembayaran merupakan salah satu kerangka analisis makroekonomi paling fundamental dalam menjelaskan pergerakan nilai tukar suatu negara. Secara definitif, neraca pembayaran adalah catatan sistematis atas seluruh transaksi ekonomi antara penduduk suatu negara dengan penduduk negara lain dalam periode waktu tertentu, umumnya satu tahun. Kerangka ini dikembangkan oleh *International Monetary Fund* (IMF) dan dipublikasikan dalam *Balance of Payments and International Investment Position Manual* Edisi Keenam (BPM6) sebagai standar pencatatan internasional (IMF, 2009). Dalam perspektif historis, pendekatan neraca pembayaran terhadap nilai tukar pertama kali disistematiskan oleh Dornbusch dan Fischer (1980), yang

menegaskan bahwa saldo neraca pembayaran secara langsung menentukan pergerakan nilai tukar melalui mekanisme aliran devisa masuk dan keluar.

Neraca pembayaran terdiri atas tiga komponen utama yang saling berkaitan. Pertama, *Current Account* (Transaksi Berjalan) yang mencakup perdagangan barang (ekspor dan impor komoditas), perdagangan jasa (termasuk pariwisata, transportasi, dan jasa keuangan), pendapatan primer (kompensasi tenaga kerja dan pendapatan investasi), serta pendapatan sekunder (transfer tunai seperti remitansi dan bantuan). Kedua, *Capital Account* (Transaksi Modal) yang mencatat transfer modal dan akuisisi atau pelepasan aset non-produksi dan non-keuangan. Ketiga, *Financial Account* (Transaksi Finansial) yang mencakup investasi langsung asing (*Foreign Direct Investment*/FDI), investasi portofolio, instrumen keuangan derivatif, serta perubahan cadangan devisa resmi (Bank Indonesia, 2024).

Hubungan antara neraca pembayaran dan nilai tukar dapat dijelaskan melalui *balance of payments approach to exchange rate*. Menurut pendekatan ini, ketika suatu negara mengalami surplus neraca pembayaran (penerimaan devisa melebihi pengeluaran devisa), terjadi kelebihan penawaran valuta asing di pasar domestik yang mendorong apresiasi mata uang lokal. Sebaliknya, defisit neraca pembayaran mengindikasikan kelebihan permintaan valuta asing yang menekan nilai tukar ke arah depresiasi. Dalam kerangka ini, setiap komponen neraca pembayaran berkontribusi secara langsung terhadap ketersediaan devisa domestik dan berujung pada pergerakan nilai tukar (Dornbusch & Fischer, 1980). Secara khusus, *current account* merupakan komponen yang paling erat kaitannya dengan variabel-variabel yang dikaji dalam penelitian ini, khususnya komponen jasa perjalanan yang mencatat penerimaan devisa dari pengeluaran wisatawan mancanegara.

Dalam konteks penelitian ini, teori *Balance of Payments* memberikan landasan teoritis yang kuat bagi variabel kunjungan wisatawan mancanegara (WIS). Pengeluaran wisatawan mancanegara selama berkunjung ke Indonesia dicatat sebagai penerimaan pada pos *travel services* dalam komponen *current account* neraca pembayaran. Setiap wisatawan asing yang datang membawa serta valuta asing yang kemudian dikonversikan menjadi Rupiah, sehingga secara langsung menambah pasokan devisa di pasar domestik. Peningkatan jumlah kunjungan

wisatawan mancanegara identik dengan perbaikan pos jasa perjalanan dalam *current account*, yang pada gilirannya mendorong apresiasi nilai tukar Rupiah melalui peningkatan penawaran valuta asing. Santana-Gallego et al. (2016) mengonfirmasi secara empiris bahwa penerimaan devisa dari sektor pariwisata berkontribusi positif terhadap perbaikan neraca pembayaran dan penguatan nilai tukar di negara-negara destinasi wisata.

Lebih lanjut, teori BOP juga memberikan kerangka analisis bagi variabel cadangan devisa (CADEV). Dalam sistem pencatatan neraca pembayaran, perubahan cadangan devisa resmi dicatat pada pos *reserve assets* dalam *financial account*. Akumulasi cadangan devisa yang tinggi mencerminkan posisi BOP yang kuat dan kemampuan otoritas moneter untuk melakukan intervensi di pasar valuta asing guna menstabilkan nilai tukar. Sementara itu, jumlah uang beredar (JUB) memiliki keterkaitan dengan BOP melalui jalur impor: ekspansi moneter yang berlebihan mendorong kenaikan permintaan barang impor, sehingga memperburuk neraca perdagangan dalam *current account* dan meningkatkan tekanan depresiasi nilai tukar. Dengan demikian, kerangka teori *Balance of Payments* menjadi integrator teoritis yang menghubungkan keseluruhan variabel dalam penelitian ini ke dalam satu bingkai analisis yang kohesif: kunjungan wisatawan mancanegara (WIS) sebagai sumber penerimaan devisa jasa, cadangan devisa (CADEV) sebagai buffer dan instrumen stabilisasi, jumlah uang beredar (JUB) sebagai determinan permintaan impor, serta *Oil Volatility Index* (OVX) sebagai proksi guncangan eksternal yang memengaruhi sisi impor migas dalam neraca perdagangan (Dornbusch & Fischer, 1980; IMF, 2009).

2.1.3 Monetary Approach to Exchange Rate

Merupakan pengembangan lebih lanjut dari teori kuantitas uang (*quantity theory of money*) yang diaplikasikan pada konteks ekonomi terbuka. Menurut (Frenkel & Dornbusch, 1976). Nilai tukar pada dasarnya adalah fenomena moneter murni, di mana harga relatif antara dua mata uang mencerminkan perbandingan antara tingkat harga domestik dan luar negeri. Dalam kerangka ini, permintaan uang riil (*real money demand*) dianggap sebagai fungsi yang stabil dari pendapatan riil dan suku bunga, sementara penawaran uang (*money supply*) ditentukan secara eksogen

oleh otoritas moneter. Keseimbangan pasar uang mensyaratkan bahwa penawaran uang nominal sama dengan permintaan uang nominal, yang selanjutnya menentukan tingkat harga domestik. Karena tingkat harga domestik dan luar negeri dihubungkan oleh *purchasing power parity* (PPP), maka nilai tukar akan menyesuaikan secara proporsional terhadap perubahan relatif dalam jumlah uang beredar antara dua negara. Dengan kata lain, jika otoritas moneter suatu negara melakukan ekspansi jumlah uang beredar (*monetary expansion*) yang melampaui pertumbuhan pendapatan riil, maka kelebihan likuiditas tersebut akan mendorong kenaikan harga domestik (inflasi) melalui mekanisme *excess money supply*. Akibatnya, daya beli mata uang domestik terhadap barang dan jasa dalam negeri menurun, yang selanjutnya tercermin dalam depresiasi nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing.

Dalam konteks penelitian ini, variabel jumlah uang beredar (JUB), yang diproksikan dengan M2, menjadi determinan moneter domestik yang krusial dalam menjelaskan pergerakan nilai tukar Rupiah. Peningkatan JUB yang tidak diimbangi oleh pertumbuhan output riil akan menciptakan ketidakseimbangan di pasar uang (*monetary disequilibrium*). Masyarakat yang memegang kelebihan uang tunai akan berusaha membelanjakannya, baik untuk barang domestik maupun impor. Peningkatan belanja impor ini selanjutnya meningkatkan permintaan terhadap valuta asing, yang pada akhirnya mendorong depresiasi Rupiah (KURS meningkat). Sebaliknya, kebijakan moneter kontraktif yang mengurangi JUB akan menekan inflasi dan memperkuat nilai tukar. (Dornbusch, 1976), memperkaya model ini dengan memperkenalkan konsep *overshooting* (kelebihan penyesuaian), di mana nilai tukar bereaksi berlebihan dalam jangka pendek terhadap perubahan kebijakan moneter sebelum akhirnya menuju keseimbangan jangka panjang karena adanya rigiditas harga barang. Temuan empiris (Maghfiroh & Jayadi, 2024) pada negara-negara ASEAN mengkonfirmasi bahwa peningkatan jumlah uang beredar secara signifikan mendorong depresiasi nilai tukar, konsisten dengan prediksi *Monetary Approach*. Dengan demikian, teori ini menjadi landasan yang kuat bahwa JUB berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tukar (depresiasi mata uang domestik) dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga perlu dikelola secara hati-hati terutama pada periode tekanan eksternal.

2.1.4 Portfolio Balance Approach

Portfolio Balance Approach yang dikembangkan oleh (Tobin, 1969), dan (Branson, 1983). Merupakan perluasan dari *monetary approach* dengan menekankan bahwa investor tidak hanya mempertimbangkan uang (*money*) sebagai aset tunggal, melainkan mengalokasikan kekayaannya ke dalam portofolio yang terdiri dari berbagai aset domestik dan asing, termasuk obligasi pemerintah, saham, serta valuta asing. Dalam kerangka ini, nilai tukar tidak semata-mata ditentukan oleh keseimbangan pasar uang, tetapi juga oleh keseimbangan stok aset antar negara yang didorong oleh preferensi risiko, tingkat imbal hasil relatif (*expected return*), serta persepsi kredibilitas suatu perekonomian. Cadangan devisa (*foreign exchange reserves*) dalam pendekatan ini diposisikan sebagai instrumen strategis yang dimiliki otoritas moneter untuk mengintervensi pasar valuta asing secara langsung (*direct intervention*) maupun tidak langsung melalui mekanisme sinyal (*signaling channel*). Peningkatan cadangan devisa mencerminkan kapasitas Bank Indonesia dalam menyediakan likuiditas valas pada saat terjadi tekanan permintaan yang berlebihan, sehingga berfungsi sebagai *buffer stock* atau bantalan terhadap guncangan eksternal seperti *capital reversal*, *currency attack*, atau gejolak harga komoditas global. Selain itu, cadangan devisa yang memadai meningkatkan kepercayaan investor asing karena dianggap sebagai jaminan kemampuan suatu negara untuk memenuhi kewajiban utang luar negerinya dan mempertahankan rezim nilai tukar yang terkelola (*managed float*). Ketika kepercayaan meningkat, aliran modal masuk (*capital inflow*) cenderung mengalir ke dalam negeri, yang selanjutnya menambah pasokan valuta asing dan mendorong apresiasi nilai tukar.

Secara mekanisme transmisi, peningkatan cadangan devisa dapat mempengaruhi nilai tukar melalui dua jalur utama. Pertama, jalur intervensi langsung: ketika Rupiah terdepresiasi melebihi fundamental, Bank Indonesia dapat menjual valuta asing dari cadangan devisa untuk membeli Rupiah di pasar spot, sehingga mengurangi pasokan Rupiah dan meningkatkan pasokan valas, yang pada akhirnya menekan nilai tukar (kurs menurun atau Rupiah menguat). Kedua, jalur portofolio (*indirect channel*): cadangan devisa yang besar dan terus meningkat mengirimkan

sinyal positif kepada pelaku pasar bahwa otoritas moneter memiliki *ammunition* yang cukup untuk mempertahankan stabilitas eksternal, sehingga ekspektasi depresiasi jangka panjang berkurang. Hal ini mendorong investor asing untuk menambah alokasi asetnya pada instrumen keuangan domestik (misalnya SBN, SRBI, atau saham), yang menciptakan *capital inflow* dan meningkatkan penawaran valas. Sebaliknya, jika cadangan devisa terkuras secara cepat, muncul *speculative attack* karena pelaku pasar meragukan kemampuan intervensi otoritas moneter, sehingga nilai tukar terdepresiasi lebih dalam. Temuan empiris (Pratiwik & Prajanti, 2023). mengonfirmasi bahwa cadangan devisa berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar Rupiah, yang berarti setiap peningkatan cadangan devisa cenderung mengapresiasi nilai tukar. Dengan demikian, dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis bahwa CADEV berpengaruh negatif dan signifikan terhadap KURS.

2.1.5 Financial Channel Theory

Teori yang mendasari pengaruh *Oil Volatility Index* (OVX) terhadap nilai tukar adalah *Global Financial Cycle Theory* yang dikemukakan oleh (Rey, 2015) dan diperkuat oleh (Miranda-Agrippino & Rey, 2020). Teori ini menjelaskan bahwa dalam sistem keuangan global yang semakin terintegrasi, pergerakan nilai tukar negara berkembang tidak hanya ditentukan oleh faktor-faktor fundamental domestik, tetapi juga oleh dinamika ketidakpastian global. Dalam kerangka tersebut, indikator ketidakpastian global menjadi faktor penting yang memengaruhi keputusan investasi, arus modal internasional, dan stabilitas pasar keuangan. OVX dipandang sebagai salah satu proksi ketidakpastian global karena mencerminkan ekspektasi pasar terhadap volatilitas harga minyak dunia di masa mendatang. Peningkatan OVX mengindikasikan meningkatnya ketidakpastian dan persepsi risiko di pasar global. Kondisi ini mendorong investor internasional untuk mengurangi eksposur pada aset-aset berisiko di negara berkembang dan mengalihkan investasinya ke aset yang dianggap lebih aman (*safe haven assets*), seperti dolar AS dan obligasi pemerintah Amerika Serikat. Fenomena ini dikenal sebagai *flight to quality* atau *flight to safety*.

Akibatnya, terjadi arus keluar modal (*capital outflow*) dari negara berkembang yang meningkatkan permintaan terhadap dolar AS dan menekan mata uang domestik, termasuk Rupiah. Dengan demikian, melalui mekanisme ketidakpastian global dan pergeseran preferensi risiko investor, peningkatan OVX berpotensi menyebabkan depresiasi nilai tukar Rupiah terhadap dolar AS. Dalam perspektif *Global Financial Cycle*, OVX berfungsi sebagai indikator sentimen dan ketidakpastian global yang memengaruhi pergerakan modal lintas negara serta dinamika nilai tukar di negara berkembang.

OVX yang dikembangkan oleh *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) merupakan indeks yang mengukur ekspektasi volatilitas harga minyak mentah untuk 30 hari ke depan berdasarkan opsi pada *United States Oil Fund* (USO). Tidak seperti harga minyak spot yang hanya mencerminkan kondisi penawaran-permintaan saat ini, OVX bersifat *forward-looking* karena merekam ketidakpastian pelaku pasar mengenai arah pergerakan harga minyak di masa depan. Bagi negara berkembang seperti Indonesia yang merupakan net importir minyak, OVX yang tinggi mengindikasikan bahwa pasar memperkirakan fluktuasi harga minyak global akan semakin tajam, yang berdampak langsung maupun tidak langsung terhadap nilai tukar.

Secara spesifik, mekanisme transmisi dari OVX terhadap nilai tukar Rupiah bekerja melalui tiga jalur utama berdasarkan *Financial Channel Theory*. Pertama, jalur *risk-off channel*: peningkatan OVX menandakan memburuknya *risk sentiment* global, yang memicu investor asing (terutama *non-resident* pemegang portofolio obligasi dan saham Indonesia) untuk melakukan *capital reversal* atau pelarian modal secara serentak. *Capital outflow* ini mengurangi pasokan valuta asing di pasar domestik sekaligus meningkatkan permintaan valas (karena investor sehingga Rupiah terdepresiasi. Kedua, jalur *trade channel*: meskipun tidak langsung, OVX yang tinggi cenderung diikuti oleh peningkatan aktual harga minyak global dalam jangka pendek. Sebagai net importir minyak, Indonesia menghadapi peningkatan tagihan impor migas yang mendorong permintaan valas lebih tinggi dan memperburuk defisit neraca transaksi berjalan (*current account deficit*), yang selanjutnya menekan Rupiah. Ketiga, jalur *policy expectation*

channel: OVX yang tinggi juga mempengaruhi ekspektasi pelaku pasar terhadap kebijakan moneter Bank Indonesia. Ketika volatilitas minyak meningkat, tekanan inflasi dari sisi *cost-push inflation* (kenaikan harga energi) mengancam stabilitas harga, sehingga pasar mengantisipasi respons kebijakan yang mungkin *pro-stability* namun dapat memperlambat pertumbuhan ekonomi. Dalam kondisi ini, pelaku pasar cenderung mengurangi eksposur terhadap aset Rupiah. (Miranda-Agrippino & Rey, 2020) secara empiris membuktikan bahwa *global financial cycle* yang diukur dengan *common factor* dari berbagai aset berisiko (termasuk OVX) mampu menjelaskan hingga 25% variasi nilai tukar di negara berkembang, di luar apa yang dapat dijelaskan oleh fundamental tradisional. Dengan demikian, OVX dalam penelitian ini diposisikan sebagai proksi ketidakpastian eksternal yang berpengaruh positif terhadap KURS (Rupiah terdepresiasi) ketika volatilitas minyak global meningkat. pasar energi global. Peningkatan OVX memicu *risk* aset *emerging market*, sehingga menekan nilai tukar domestik (depresiasi). (Korley & Giouvris, 2022) dan (Atems et al. 2022) mengonfirmasi bahwa kenaikan OVX secara konsisten menyebabkan depresiasi mata uang lokal.

2.2 Keterkaitan Antar Variabel Penelitian

2.2.1 Pengaruh Kunjungan Wisatawan Mancanegara (WIS) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)

Kunjungan wisatawan mancanegara merupakan salah satu sumber utama pemasukan devisa Indonesia melalui sektor jasa. Setiap wisatawan asing yang berkunjung melakukan penukaran mata uang asing (terutama Dolar AS) ke dalam Rupiah, yang secara langsung meningkatkan pasokan valas di pasar domestik. Peningkatan pasokan Dolar AS relatif terhadap permintaannya akan memperkuat nilai tukar Rupiah (apresiasi). Sebaliknya, penurunan jumlah wisatawan mancanegara misalnya akibat pandemi COVID-19 pada tahun 2020 mengurangi pasokan valas dan memberikan tekanan depresiasi pada Rupiah. Mekanisme ini sejalan dengan *Balance of Payments Approach* di mana neraca jasa pariwisata menjadi salah satu komponen penting dalam transaksi berjalan yang memengaruhi pergerakan nilai tukar (Dornbusch & Fischer, 1980). Penelitian empiris di negara-negara *emerging market* dengan ketergantungan pada sektor pariwisata

menunjukkan bahwa fluktuasi kunjungan wisatawan memiliki pengaruh signifikan terhadap stabilitas nilai tukar domestik.

2.2.2 Pengaruh Jumlah Uang Beredar (JUB) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)

Berdasarkan *Monetary Approach to Exchange Rate* yang dikembangkan oleh (Frenkel & Dornbusch, 1976), nilai tukar ditentukan oleh permintaan dan penawaran uang domestik relatif terhadap luar negeri. Peningkatan jumlah uang beredar (M2) yang melampaui pertumbuhan output riil akan menciptakan tekanan inflasi karena terlalu banyak uang mengejar terlalu sedikit barang. Inflasi yang lebih tinggi dibandingkan negara mitra dagang (khususnya AS) akan menurunkan daya beli riil Rupiah, sehingga mendorong depresiasi nilai tukar. (Maghfiroh & Jayadi, 2024) dalam studi ARDL pada negara-negara ASEAN mengonfirmasi bahwa ekspansi *money supply* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai tukar di Indonesia, yang berarti peningkatan JUB melemahkan Rupiah. (Kocoglu et al. 2023) juga menemukan bahwa kebijakan moneter ekspansif berkaitan erat dengan dinamika nilai tukar di kawasan ASEAN. Dalam konteks Indonesia, ekspansi JUB yang sangat agresif selama pandemi COVID-19 (2020–2021) menjadi salah satu faktor yang turut menekan Rupiah di samping guncangan eksternal lainnya.

2.2.3 Pengaruh Cadangan Devisa (CADEV) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)

Cadangan devisa memegang peranan kunci dalam upaya stabilisasi nilai tukar, sebagaimana dijelaskan dalam *Portfolio Balance Approach* (Branson, 1983; Tobin, 1969). Cadangan devisa yang cukup memberikan kemampuan bagi Bank Indonesia untuk melakukan intervensi di pasar valuta asing menjual Dolar AS ketika Rupiah terdepresiasi tajam, atau membeli Dolar ketika Rupiah terlalu kuat sehingga volatilitas nilai tukar dapat dikendalikan. Selain itu, tingkat cadangan devisa yang memadai meningkatkan kredibilitas dan kepercayaan investor asing terhadap kemampuan suatu negara dalam memenuhi kewajiban utang luar negerinya (kemampuan *external buffer*). (Pratiwik & Prajanti, 2023). Dalam penelitiannya menggunakan metode ARDL dan VAR membuktikan bahwa cadangan devisa berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar Rupiah, yang berarti

peningkatan cadangan devisa cenderung mengapresiasi Rupiah (atau setidaknya menahan laju depresiasi). Oleh karena itu, pengelolaan cadangan devisa yang prudent menjadi salah satu instrumen penting dalam kebijakan stabilisasi nilai tukar di Indonesia.

2.2.4 Pengaruh Oil Volatility Index (OVX) terhadap Nilai Tukar Rupiah (KURS)

Financial Channel Theory (Rey, 2015; Miranda-Agrippino & Rey, 2020) menjelaskan bahwa dalam kondisi integrasi keuangan global yang tinggi, nilai tukar negara berkembang lebih banyak dipengaruhi oleh faktor keuangan global dan sentimen risiko daripada fundamental tradisional. *Oil Volatility Index* (OVX) yang diterbitkan oleh CBOE merupakan indeks yang mengukur ekspektasi volatilitas harga minyak mentah selama 30 hari ke depan, sehingga bersifat *forward-looking* (CBOE, 2024). Ketika OVX meningkat, hal ini mencerminkan meningkatnya ketidakpastian di pasar energi global. Peningkatan ketidakpastian tersebut memicu *risk aversion* di kalangan investor global, yang kemudian mendorong *flight-to-safety* yaitu perpindahan modal dari aset-aset *emerging market* (termasuk instrumen berdenominasi Rupiah) menuju aset *safe haven* seperti Dolar AS. Akibatnya, permintaan terhadap Rupiah menurun dan nilai tukar Rupiah terdepresiasi. (Korley & Giouvris, 2022) dalam studi yang dipublikasikan di *Economies* (Scopus) menemukan bahwa kenaikan OVX secara konsisten menyebabkan depresiasi mata uang lokal di semua negara sampelnya, baik negara importir maupun eksportir minyak. (Atems, Kapper, & Lam, 2022) juga mengonfirmasi bahwa OVX memiliki dampak yang lebih signifikan dan persisten terhadap nilai tukar negara berkembang dibandingkan harga minyak fisik. Dalam konteks Indonesia sebagai negara *net oil importer*, peningkatan OVX memperkuat tekanan depresiasi melalui dua kanal sekaligus: (1) kanal sentimen/risiko (*capital outflow*) dan (2) kanal fundamental (ketidakpastian biaya impor energi di masa depan).

2.3 Studi Empiris Terdahulu

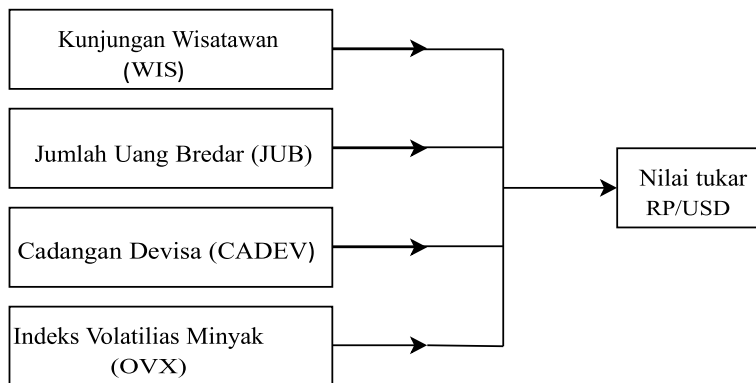
Tabel 2. 1 Tinjauan Empiris

No	Penulis / Judul	Metode / Variabel	Hasil
1.	Zhang, Z., Liu, W., Wang, H., & Zhang, Y. (2023). Volatility Predictability in Crude Oil Futures: Evidence Based on OVX, GARCH and Stochastic Volatility Models.	Model membandingkan tiga pendekatan estimasi volatilitas minyak: OVX, GARCH(1,1), dan Stochastic Volatility (SV), menggunakan data harian WTI periode 2010–2022.	OVX lebih unggul dari GARCH dan SV dalam memprediksi volatilitas minyak jangka pendek karena bersifat <i>forward-looking</i> (mencerminkan ekspektasi pasar), sementara GARCH dan SV hanya <i>backward-looking</i> (data historis). OVX adalah indikator volatilitas minyak paling efisien dan relevan.
2.	Usman Bashir (2025) Evaluating the Impact of Oil Price Volatility and Renewable Energy Adoption on Pakistan's Economic Growth	ARDL (Autoregressive Distributed Lag); Variabel: Oil Price Volatility (OVX), Exchange Rate, Interest Rate, Renewable Energy, GDP Growth.	Volatilitas harga minyak berpengaruh negatif terhadap kinerja ekonomi dan menyebabkan ketidakstabilan makro, termasuk depresiasi nilai tukar. Pengaruhnya muncul dalam jangka panjang dan menunjukkan bahwa shock minyak berdampak pada stabilitas ekonomi dan kurs.
3.	Maud Korley, Evangelos Giouvriss (2022) The Impact of Oil Price and Oil Volatility Index (OVX) on the Exchange Rate in Sub-Saharan Africa: Evidence from Oil Importing/Exporting Countries	- <i>Quantile Regression (QR)</i> - <i>Markov Switching Model</i> (untuk robustnes) - <i>Bounds Testing Cointegration</i> - Nilai Tukar (5 negara: Pantai Gading, Ghana, Mauritania, Nigeria, Angola) - Harga Minyak (Brent) - <i>Oil Volatility Index</i> (OVX/CBOE Crude Oil Volatility Index)	Dampak harga minyak dan OVX terhadap nilai tukar bersifat asimetris: penurunan harga minyak dan kenaikan OVX lebih dominan. Harga minyak hanya signifikan memengaruhi negara importir, sedangkan OVX berdampak negatif signifikan pada semua negara (kenaikan OVX melemahkan mata uang lokal). Pengaruh terkuat terjadi saat pasar bearish (depresiasi tajam), dan lemah/tidak signifikan saat pasar bullish.

No	Penulis / Judul	Metode / Variabel	Hasil
4.	Alfira Nurjannah & Maya Panorama (2022). PENGARUH KUNJUNGAN WISMAN DAN JUMLAH UANG BEREDAR TERHADAP NILAI TUKAR PADA MASA PANDEMI COVID-19 DI INDONESIA	Regresi Linear Berganda, Uji Asumsi Klasik Variabel: Kunjungan Wisatawan Mancanegara (X1), Jumlah Uang Beredar (X2), Nilai Tukar Rupiah/USD (Y)	Secara simultan, kunjungan wisatawan mancanegara dan jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar. Secara parsial, kunjungan wisatawan berpengaruh positif terhadap nilai tukar (meningkatkan penguatan Rupiah), sedangkan jumlah uang beredar berpengaruh negatif (mendorong depresiasi Rupiah).
5.	Fuji Astuty (2023) Determinan Nilai Tukar Rupiah di Indonesia	Regresi Linear Berganda (OLS), <i>Data Time Series</i> 2007–2021 Variabel: Ekspor, Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Cadangan Devisa → Nilai Tukar Rupiah/USD	Secara simultan, ekspor, inflasi, jumlah uang beredar, dan cadangan devisa berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar Rupiah. Secara parsial, ekspor, inflasi, dan jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan terhadap nilai tukar (mendorong depresiasi Rupiah), sedangkan cadangan devisa berpengaruh negatif signifikan (memperkuat Rupiah).
6.	Heru Wahyudi, R. Weddie Andriyanto, dkk. (2023). ANALYSIS OF OIL PRICE AND EXCHANGE RATE IN INDONESIA	<i>Error Correction Model</i> (ECM), Uji Kointegrasi <i>Engle-Granger</i> , ADF <i>Unit Root Test</i> . Nilai Tukar Rupiah/USD, Harga Minyak Dunia, Cadangan Devisa, Jumlah Uang Beredar (relatif), GDP (relatif), Suku Bunga (relatif).	Dalam jangka panjang, harga minyak tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar, sedangkan cadangan devisa, GDP, dan suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai tukar. Dalam jangka pendek, harga minyak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai tukar (kenaikan harga minyak mendorong depresiasi Rupiah). Cadangan devisa berpengaruh negatif, artinya peningkatan memperkuat nilai tukar.

Penulis/Judul	Metode/Variabel	Hasil
7. Hakim & Aji, 2025 Factors Affecting the Exchange Rate of the Indonesian Rupiah Against the United States Dollar.	ARDL Dependen: Nilai Tukar Rupiah (IDR/USD) Variabel Independen: Inflasi, JUB (M2), BI Rate, Harga Minyak Mentah (WTI)	- Inflasi berpengaruh negatif signifikan (apresiasi), menolak teori PPP. - JUB dan BI Rate berpengaruh positif signifikan (depresiasi). - Harga WTI berpengaruh negatif signifikan hanya dalam jangka pendek.
8. Pratiwik & Prajanti, (2023) Rupiah exchange rate: The determinants and impact of shocks on the economy.	ARDL dan VAR Variabel Dependen: Nilai Tukar Rupiah (IDR/USD) Variabel Independen: Inflasi, JUB, Operasi Pasar Terbuka, Cadangan Devisa, Ekspektasi Inflasi, Suku Bunga	- ARDL: Inflasi dan JUB berpengaruh positif (depresiasi); Operasi Pasar Terbuka, Cadangan Devisa, Suku Bunga berpengaruh negatif (apresiasi). - VAR: Guncangan nilai tukar berdampak paling lama pada volume kredit perbankan (15 bulan).
9. Syamad & Handoyo, (2023) The Effects of Money Supply on Exchange Rate: Evidence of Dornbusch Overshooting Model in Indonesia	ARDL Variabel Dependen: Nilai Tukar (REER) Variabel Independen: JUB (M2), Inflasi, Suku Bunga, PDB	- Koefisien JUB jangka pendek (2.46%) lebih besar dari jangka panjang (2.38%), mengindikasikan terjadinya fenomena <i>Overshooting</i> Dornbusch di Indonesia. - Inflasi berpengaruh positif jangka pendek; suku bunga dan PDB berpengaruh positif jangka panjang berpengaruh negatif, artinya peningkatan cadangan devisa dapat memperkuat nilai tukar.
10. Muhamad Rifki Fadilah (2021). DAMPAK PENURUNAN KEDATANGAN WISATAWAN MANCANEGARA TERHADAP CADANGAN DEvisa DAN NILAI TUKAR: BUKTI DARI INDONESIA	Structural Vector Autoregression (SVAR), Impulse Response Function (IRF), Variance Decomposition. Variabel: Kunjungan Wisatawan Mancanegara, Cadangan Devisa, Nilai Tukar Rupiah/USD.	Guncangan penurunan wisatawan mancanegara berdampak pada cadangan devisa dan nilai tukar, namun efeknya bersifat sementara (tidak permanen) dan akan kembali ke keseimbangan dalam jangka waktu sekitar 15–20 bulan. Penurunan wisman juga menurunkan cadangan devisa yang pada akhirnya berkontribusi terhadap pelemahan nilai tukar.

2.3 Kerangka Pemikiran



Gambar 2. 1 Kerangka pemikiran

Penelitian ini mengkaji mekanisme transmisi dari beberapa indikator ekonomi makro dan variabel eksternal terhadap fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat (RP/USD). Dalam kerangka berpikir yang disusun, nilai tukar diposisikan sebagai variabel dependen yang stabilitasnya dipengaruhi oleh dinamika pada sektor pariwisata, kebijakan moneter, ketahanan devisa, serta sentimen pasar energi global. Hubungan antar variabel ini dibangun berdasarkan teori paritas daya beli dan teori neraca pembayaran yang mengasumsikan bahwa pergerakan mata uang merupakan refleksi dari fundamental ekonomi suatu negara.

Secara spesifik, kunjungan wisatawan mancanegara (WIS) dan cadangan devisa (CADEV) berperan sebagai indikator kekuatan cadangan valuta asing. Peningkatan arus wisatawan dan posisi cadangan devisa yang kuat secara teoritis akan memperkuat otot Rupiah melalui aliran masuk modal asing. Di sisi lain, jumlah uang beredar (JUB) mewakili sisi kebijakan moneter domestik, di mana ekspansi likuiditas yang berlebihan berpotensi memberikan tekanan depresiasi terhadap nilai tukar akibat meningkatnya ekspektasi inflasi.

Selain variabel domestik, kerangka pemikiran ini secara komprehensif memasukkan Indeks Volatilitas Minyak (OVX) sebagai proksi ketidakpastian global. Masuknya OVX bertujuan untuk menangkap pengaruh guncangan harga minyak dunia yang seringkali memicu spekulasi di pasar keuangan dan mempengaruhi neraca perdagangan Indonesia. Secara keseluruhan, model ini mengasumsikan bahwa stabilitas nilai tukar di Indonesia tidak hanya ditentukan

oleh performa ekonomi internal, tetapi juga sangat rentan terhadap volatilitas harga komoditas strategis di pasar internasional.

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka berpikir yang telah dibuat serta teori yang mendasarinya, maka hipotesis yang diajukan penulis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Diduga jumlah kunjungan wisatawan mancanegara (WIS) berpengaruh negatif terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
2. Diduga jumlah uang beredar (JUB) berpengaruh positif terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
3. Diduga cadangan devisa (CADEV) berpengaruh negatif terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
4. Diduga *Oil Volatility Index* (OVX) berpengaruh positif terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
5. Diduga WIS, JUB, CADEV, dan OVX secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar Rupiah di Indonesia.

III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode ekonometrika *time series* untuk menganalisis pengaruh jumlah kunjungan wisatawan mancanegara (WIS), jumlah uang beredar (JUB), cadangan devisa (CADEV), dan *Oil Volatility Index* (OVX) terhadap nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat (IDR/USD) di Indonesia. Pembahasan meliputi jenis dan sumber data, definisi operasional variabel, spesifikasi model, serta tahapan analisis data dengan pendekatan *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL).

3.2 Data dan Sumber Data

Variabel	Simbol	Satuan	Sumber Data
Nilai Tukar	KURS	Rupiah/USD	Bank Indonesia
Kunjungan Wisatawan	WIS	Jumlah orang	BPS
Jumlah Uang Beredar	JUB	Miliar Rupiah	Bank Indonesia
Cadangan Devisa	CADEV	Juta USD	Bank Indonesia
Oil Volatility Index	OVX	Indeks	Investing.com

Tabel 3. 1 Data dan sumber data

3.3 Definisi operasional

Untuk memberikan kejelasan mengenai setiap variabel yang digunakan, berikut adalah definisi operasionalnya:

1. Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS (KURS)

Nilai tukar atau kurs adalah harga satu unit mata uang suatu negara yang dinyatakan dalam satuan mata uang negara lain. Dalam penelitian ini, nilai tukar yang digunakan adalah nilai tukar nominal Rupiah Indonesia terhadap Dolar Amerika

Serikat (USD/IDR), yang mencerminkan berapa banyak Rupiah yang dibutuhkan untuk membeli satu Dolar AS. Data yang digunakan adalah kurs tengah (*middle rate*) yang dipublikasikan secara resmi oleh Bank Indonesia (BI) dengan frekuensi bulanan. Kurs tengah diperoleh dari rata-rata kurs jual (*bid rate*) dan kurs beli (*ask rate*) yang berlaku di pasar valuta asing domestik. Satuan pengukuran yang digunakan adalah Rupiah per Dolar AS (IDR/USD) dalam bentuk level nominal, tanpa transformasi logaritma (dalam level). Skala pengukuran variabel ini adalah rasio. Interpretasi arah hubungan: peningkatan nilai KURS mengindikasikan bahwa Rupiah mengalami depresiasi (melemah) terhadap Dolar AS, artinya dibutuhkan lebih banyak Rupiah untuk membeli satu Dolar AS. Sebaliknya, penurunan nilai KURS mengindikasikan bahwa Rupiah mengalami apresiasi (menguat) terhadap Dolar AS. Dalam penelitian ini, variabel KURS berperan sebagai variabel dependen (Y) yang ingin dijelaskan pergerakannya oleh keempat variabel independen.

2. Kunjungan Wisatawan Mancanegara (WIS)

Kunjungan wisatawan mancanegara adalah jumlah kedatangan wisatawan asing yang masuk ke wilayah Indonesia melalui pintu-pintu masuk resmi yang dipantau oleh pemerintah, meliputi bandara internasional (misal: Soekarno-Hatta, Ngurah Rai, Juanda, Kualanamu), pelabuhan laut internasional (misal: Tanjung Priok, Tanjung Perak, Belawan), serta pos lintas batas darat (misal: Entikong, Motaain, Skouw). Data ini dipublikasikan secara bulanan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) dalam publikasi "*Jumlah Kedatangan Wisatawan Mancanegara ke Indonesia*" berdasarkan hasil pencatatan dokumen imigrasi (kartu kedatangan dan paspor). Satuan pengukuran yang digunakan adalah jumlah orang per bulan (*number of arrivals*).

3. Jumlah Uang Beredar (JUB)

Jumlah uang beredar dalam penelitian ini mengacu pada M2 (uang beredar dalam arti luas) sebagaimana didefinisikan oleh Bank Indonesia. M2 mencakup M1 (uang kartal yang dipegang masyarakat di luar bank umum dan Bank Indonesia ditambah uang giral dalam bentuk rekening giro yang dapat ditarik sewaktu-waktu) ditambah dengan uang kuasi (*quasi money*) yang terdiri atas deposito berjangka (*time deposits*), tabungan (*savings deposits*), serta simpanan dalam valuta asing yang

dimiliki oleh penduduk domestik. Data ini dipublikasikan secara bulanan oleh Bank Indonesia dalam Laporan Perekonomian Indonesia dan Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI). Satuan pengukuran yang digunakan adalah miliar Rupiah dalam bentuk nominal pada akhir bulan. Berdasarkan *Monetary Approach to Exchange Rate* (Frenkel, 1976; Dornbusch, 1976), peningkatan jumlah uang beredar yang tidak diimbangi oleh pertumbuhan output riil akan menciptakan kelebihan likuiditas (*excess money supply*), mendorong inflasi, meningkatkan permintaan impor, serta memperbesar kebutuhan akan valuta asing.

4. Cadangan Devisa (CADEV)

Cadangan devisa adalah total aset valuta asing yang dimiliki dan dikelola oleh Bank Indonesia sebagai otoritas moneter, yang dapat digunakan sewaktu-waktu untuk membiayai defisit neraca pembayaran, melakukan intervensi di pasar valuta asing dalam rangka menstabilkan nilai tukar Rupiah, serta memenuhi kewajiban utang luar negeri pemerintah. Komponen cadangan devisa menurut standar Bank Indonesia meliputi: (a) emas moneter (*monetary gold*), (b) mata uang asing (terutama Dolar AS, Euro, Yen, dan Yuan) dalam bentuk *cash* maupun deposito di bank asing, (c) *Special Drawing Rights* (SDR) yang merupakan hak tarik khusus di IMF, serta (d) posisi cadangan (*reserve position*) di IMF. Data ini dipublikasikan secara bulanan oleh Bank Indonesia dalam satuan juta Dolar AS (USD million). Dalam penelitian ini, variabel CADEV digunakan dalam bentuk level (tidak ditransformasikan) karena satuan ukurnya sudah relatif stabil dan interpretasi langsung dalam juta Dolar AS dianggap lebih mudah dipahami oleh pembaca. Skala pengukuran adalah rasio. Arah hubungan yang dihipotesiskan: peningkatan cadangan devisa mencerminkan meningkatnya kapasitas intervensi Bank Indonesia di pasar valas (melalui penjualan valas untuk membeli Rupiah saat terjadi tekanan depresiasi) serta meningkatnya kepercayaan investor asing terhadap kemampuan suatu negara dalam menjaga stabilitas eksternal.

5. Oil Volatility Index (OVX)

Oil Volatility Index (OVX) adalah indeks yang mengukur ekspektasi volatilitas harga minyak mentah untuk 30 hari ke depan (*forward-looking implied volatility*), yang dihitung dan diterbitkan oleh *Chicago Board Options Exchange* (CBOE). OVX dibangun berdasarkan harga opsi (*options*) pada *United States Oil*

Fund (USO), yang merupakan *exchange-traded fund* (ETF) yang melacak pergerakan harga minyak mentah berjangka (WTI *crude oil futures*). Nilai OVX penawaran dari opsi jual dan opsi beli yang tidak berada di dalam uang (*out-of-the-money*) untuk mencerminkan ketidakpastian pasar secara waktu nyata. Indeks ini sering disebut sebagai "pengukur ketakutan" untuk pasar energi, di mana nilai OVX yang tinggi mengindikasikan bahwa pelaku pasar memperkirakan fluktuasi harga minyak global akan semakin besar dalam waktu dekat. Data OVX tersedia secara harian di situs CBOE, kemudian dalam penelitian ini diagregasi menjadi rata-rata bulanan untuk menyelaraskan dengan frekuensi variabel lainnya. Satuan pengukuran OVX adalah angka indeks tanpa satuan (basis nilai tertentu), dengan rentang tipikal antara 20 hingga 100 pada periode normal. Skala pengukuran adalah rasio. Variabel OVX digunakan dalam bentuk level tanpa transformasi logaritma. Berdasarkan *Financial Channel Theory* atau *Global Financial Cycle* (Rey, 2015; Miranda-Agrippino & Rey, 2020), peningkatan OVX (meningkatnya ketidakpastian harga minyak global) memicu perilaku *risk aversion* (*flight to safety*), mendorong investor global menarik modal dari negara berkembang (*capital outflow*), serta meningkatkan permintaan terhadap aset-aset *safe haven* seperti Dolar AS.

3.4 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) yang dikembangkan oleh (Pesaran, Shin, & Smith, 2001). Pemilihan metode ARDL didasarkan pada beberapa keunggulan fundamental dibandingkan metode kointegrasi konvensional seperti *Engle-Granger two-step method* atau *Johansen cointegration test*. Keunggulan pertama dan paling relevan dengan tujuan penelitian ini adalah bahwa ARDL mampu mengakomodasi derajat integrasi variabel yang berbeda-beda, yaitu kombinasi antara *stationary* pada level $I(0)$ dan *stationary* pada *first difference* $I(1)$, selama tidak ada variabel yang terintegrasi pada derajat kedua $I(2)$. Hal ini sangat penting karena dalam data *time series* ekonomi makro, khususnya variabel seperti jumlah uang beredar (JUB), cadangan devisa (CADEV), dan nilai tukar (KURS), seringkali ditemukan perilaku *unit root* yang tidak seragam. Metode konvensional seperti Johansen mensyaratkan semua variabel terintegrasi pada derajat yang sama (umumnya $I(1)$),

sehingga jika dalam penelitian ini terdapat variabel yang stasioner pada level (I(0)) seperti OVX atau WIS, maka metode tersebut menjadi tidak valid.

Keunggulan kedua yang tidak kalah penting adalah kemampuan ARDL dalam menangkap efek kelambanan (*lag effects*) secara simultan antara variabel dependen dan variabel independen, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam dinamika nilai tukar, pengaruh perubahan jumlah uang beredar atau guncangan volatilitas minyak (OVX) tidak terjadi secara instan (kontemporan), melainkan membutuhkan waktu penyesuaian karena adanya *price stickiness*, *information lags*, serta *adjustment cost* di pasar keuangan. Model ARDL secara eksplisit mengakomodasi struktur kelambanan dengan menyertakan nilai *lag* dari variabel dependen ($KURS_{t-1}$, $KURS_{t-2}$, ...) dan *lag* dari masing-masing variabel independen (WIS_{t-1} , JUB_{t-1} , $CADEV_{t-1}$, OVX_{t-1} , ...) dalam spesifikasi ekonometrika. Dengan kata lain, ARDL memungkinkan peneliti untuk mengestimasi berapa periode waktu (*lag length*) yang diperlukan oleh suatu variabel independen untuk memberikan dampak penuh terhadap nilai tukar, serta seberapa cepat nilai tukar kembali menuju keseimbangan jangka panjang setelah terjadi guncangan. Secara teknis, model ARDL memiliki representasi *Error Correction Model* (ECM) yang memisahkan koefisien jangka pendek (*short-run dynamics*) dan koefisien jangka panjang (*long-run multipliers*) dalam satu kerangka estimasi yang simultan. Hal ini dicapai dengan mentransformasi model ARDL(p,q) ke dalam bentuk *conditional error correction model* (CECM) sebagai berikut:

$$\Delta KURS_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p-1} \beta_i \Delta KURS_{t-i} + \sum_{j=0}^{q-1} \gamma_j \Delta X_{t-j} + \delta_1 KURS_{t-1} + \delta_2 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

di mana X adalah vektor yang berisi variabel independen (WIS, JUB, CADEV, OVX). Koefisien δ_1 dan δ_2 merepresentasikan koreksi ketidakseimbangan jangka panjang (*long-run adjustment*), sementara koefisien β_i dan γ_j menangkap efek dinamis jangka pendek termasuk berbagai struktur kelambanan. Dari estimasi ini, dapat dihitung kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) melalui koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang harus bernilai negatif dan signifikan,

serta menginformasikan berapa persen ketidakseimbangan periode sebelumnya yang dikoreksi dalam satu periode ke depan. Dengan demikian, ARDL tidak hanya mampu menjawab *apakah* terdapat hubungan kointegrasi, tetapi juga *berapa lama* waktu yang dibutuhkan untuk mencapai keseimbangan kembali setelah terjadi guncangan eksternal. Kemampuan inilah yang menjadi alasan utama pemilihan ARDL dalam penelitian ini, mengingat pertanyaan penelitian tidak hanya terbatas pada eksistensi hubungan jangka panjang, tetapi juga dinamika penyesuaian jangka pendek dari nilai tukar Rupiah terhadap perubahan keempat variabel independen.

Model jangka pendek menggambarkan respons dinamis nilai tukar terhadap perubahan variabel independen dalam periode singkat, sekaligus menangkap kecepatan penyesuaian kembali menuju keseimbangan jangka panjang ketika terjadi guncangan (*shock*). Representasi *Error Correction Model* (ECM) dari model ARDL adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \Delta KURS_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i \Delta KURS_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1-1} \delta_{1j} \Delta WIS_{t-j} + \sum_{k=0}^{q_2-1} \delta_{2k} \Delta JUB_{t-k} \\ & + \sum_{l=0}^{q_3-1} \delta_{3l} \Delta CADEV_{t-l} + \sum_{m=0}^{q_4-1} \delta_{4m} \Delta OVX_{t-m} + \lambda ECT_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

di mana:

Δ = operator *first difference* (perubahan periode ke periode), yang menunjukkan dinamika jangka pendek

γ_i = koefisien jangka pendek dari kelambanan variabel dependen

$\delta_{1j}, \delta_{2k}, \delta_{3l}, \delta_{4m}$ = koefisien jangka pendek dari masing-masing variabel independen pada berbagai *lag* (kelambanan)

λ = koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang mengukur kecepatan penyesuaian

ECT_{t-1} = *Error Correction Term* pada periode t-1, dihitung sebagai selisih antara nilai aktual KURS pada periode sebelumnya

Setelah mengestimasi model ARDL dan mengkonfirmasi adanya kointegrasi melalui *bounds test*, hubungan keseimbangan jangka panjang antara nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS (KURS) dengan keempat variabel independennya dapat dirumuskan dalam suatu persamaan keseimbangan jangka panjang sebagai berikut:

$$KURS_t = \theta_0 + \theta_1 WIS_t + \theta_2 JUB_t + \theta_3 CADEV_t + \theta_4 OVX_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Koefisien jangka panjang ($\theta_1, \theta_2, \theta_3, \theta_4$) dalam model ARDL dihitung berdasarkan independen dan koefisien *autoregressive* dari variabel dependen. Secara matematis, perhitungan tersebut dinyatakan sebagai berikut:

$$\theta_1 = \frac{\sum_{i=1}^{q_1} \delta_i}{1 - \sum_{i=1}^p \phi_i}, \theta_2 = \frac{\sum_{i=1}^{q_2} \beta_i}{1 - \sum_{i=1}^p \phi_i}, \theta_3 = \frac{\sum_{i=1}^{q_3} \varphi_i}{1 - \sum_{i=1}^p \phi_i}, \theta_4 = \frac{\sum_{i=1}^{q_4} \omega_i}{1 - \sum_{i=1}^p \phi_i} \quad (2)$$

dengan keterangan:

$\theta_1, \theta_2, \theta_3, \theta_4$: koefisien jangka panjang dari masing-masing variabel independen (WIS, JUB, CADEV, OVX)

ϕ_i : koefisien *autoregressive* dari kelambanan variabel dependen KURS ($KURS_{t-i}$)

δ_i : koefisien *distributed lag* dari variabel WIS pada kelambanan ke- i

β_i : koefisien *distributed lag* dari variabel JUB pada kelambanan ke- i

φ_i : koefisien *distributed lag* dari variabel CADEV pada kelambanan ke- i

ω_i : koefisien *distributed lag* dari variabel OVX pada kelambanan ke- i

p : panjang kelambanan (*lag length*) untuk variabel dependen KURS

q_1, q_2, q_3, q_4 : panjang kelambanan masing-masing untuk variabel WIS, JUB, CADEV, dan OVX

Keunggulan ketiga adalah performa estimasi yang baik bahkan pada sampel yang relatif terbatas (*small sample properties*). Dengan periode penelitian 2015–2024 yang mencakup sekitar 120 observasi bulanan, ARDL tetap menghasilkan estimasi yang konsisten dan efisien, berbeda dengan metode kointegrasi lain yang membutuhkan sampel sangat besar (*asymptotic properties*). Keunggulan keempat, ARDL mampu mengatasi masalah *endogeneity* dalam batas tertentu karena dengan pemilihan *lag* yang tepat (berdasarkan kriteria AIC atau SBC), struktur dinamis model dapat mengakomodasi hubungan timbal balik antara variabel. Kelima, ARDL menyediakan uji batas (*bounds test*) untuk mendeteksi keberadaan kointegrasi tanpa memerlukan uji akar unit pre-test yang ketat, sehingga mengurangi bias dari tahap pra-uji.

Berdasarkan seluruh keunggulan tersebut terutama kemampuannya dalam (1) mengakomodasi derajat integrasi campuran $I(0)$ dan $I(1)$, (2) menangkap efek kelambanan (*lag structure*) baik jangka pendek maupun panjang, serta (3) menyediakan *error correction mechanism* yang informatif maka metode ARDL dipilih sebagai pendekatan utama dalam penelitian ini.

a) Uji Stasioneritas Data

Langkah awal dalam analisis ARDL adalah menguji sifat stasioneritas data runtut waktu. Uji stasioneritas dilakukan untuk menghindari terjadinya regresi semu (*spurious regression*) yang dapat menghasilkan kesimpulan menyesatkan. Penelitian ini menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test untuk menguji keberadaan akar unit pada masing-masing variabel. Hipotesis yang digunakan dalam uji ADF adalah:

Hipotesis pengujian stasioner metode ADF :

H_0 , artinya terdapat *unit root*, tidak stasioner.

H_a , artinya tidak terdapat *unit root*, stasioner.

Pengambilan keputusan dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Jika nilai probabilitas (Prob.) $< 0,05$, maka H_0 ditolak, sehingga data stasioner.
2. Jika nilai probabilitas (Prob.) $> 0,05$, maka H_0 diterima, sehingga data tidak stasioner..

Apabila seluruh variabel tidak stasioner pada level tetapi menjadi stasioner pada diferensiasi pertama, maka variabel dikatakan terintegrasi pada orde satu, $I(1)$. Kondisi ini menjadi prasyarat untuk melanjutkan analisis kointegrasi dan estimasi

b) Penentuan Panjang Lag Optimum dan Uji Kointegrasi *Bound Test*

Sebelum model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dapat diestimasi, langkah pertama yang sangat menentukan adalah menetapkan panjang kelambanan (*lag*) yang paling sesuai untuk setiap variabel dalam persamaan. Proses seleksi ini menjadi fondasi utama agar model mampu menangkap dinamika hubungan antarvariabel secara optimal. Pemilihan *lag* yang tepat menghindarkan model dari masalah autokorelasi residual sekaligus menjaga prinsip kesederhanaan (*parsimony*), yaitu model yang ringkas namun tetap mampu menjelaskan informasi penting secara akurat.

Dalam studi ini, panjang *lag* optimum ditentukan dengan memanfaatkan beberapa kriteria informasi yang lazim digunakan dalam analisis deret waktu, di antaranya: *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC) atau *Bayesian Information Criterion* (BIC), serta *Hannan-Quinn Criterion* (HQ). Masing-masing kriteria memiliki mekanisme penalti yang berbeda terhadap tambahan parameter. Secara umum, AIC cenderung memilih *lag* yang lebih panjang sehingga model lebih fleksibel, sementara SC dan HQ lebih menekankan pada kesederhanaan (*parsimonious*). *Lag* yang terpilih adalah yang paling banyak direkomendasikan oleh kriteria-kriteria tersebut, dengan tetap memastikan bahwa model bebas dari autokorelasi residual (diverifikasi melalui uji *Breusch-Godfrey LM*) dan stabil secara statistik (seluruh akar polinomial karakteristik berada di dalam lingkaran unit (*unit circle*)). Pemilihan *lag* yang akurat menjadi prasyarat krusial karena estimasi hubungan jangka panjang melalui *bounds test* sangat sensitif terhadap spesifikasi *lag* yang digunakan.

Setelah panjang *lag* optimum ditetapkan, tahapan selanjutnya adalah menguji apakah terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang (*kointegrasi*) di antara variabel-variabel dalam model. Pengujian ini dilakukan melalui

pendekatan *Bounds Testing* yang diperkenalkan oleh (Pesaran, Shin, & Smith, 2001). Keunggulan utama metode ini dibandingkan uji kointegrasi konvensional (seperti Engle-Granger atau Johansen) adalah fleksibilitasnya terhadap derajat integrasi yang berbeda. Metode ini tetap valid meskipun variabel dalam penelitian merupakan campuran dari $I(0)$ (stasioner pada *level*) dan $I(1)$ (stasioner pada *first difference*), selama tidak ada variabel yang terintegrasi pada derajat dua $I(2)$. Pengujian dilakukan dengan menghitung nilai F-statistik dari estimasi model ARDL dalam bentuk *Conditional Error Correction Model* (CECM). Hipotesis nol (H_0) yang diajukan menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan kointegrasi jangka panjang. Secara matematis, H_0 berarti seluruh koefisien dari variabel independen dalam bentuk *level* pada persamaan CECM secara bersama-sama sama dengan nol. Sebaliknya, hipotesis alternatif (H_1) menyatakan bahwa minimal ada satu koefisien yang tidak sama dengan nol, yang mengindikasikan adanya kointegrasi.

Hipotesis Statistik:

H_0 : Tidak terdapat kointegrasi jangka panjang

(Koefisien dari *level* variabel-variabel independen dalam model CECM secara simultan sama dengan nol)

H_1 : Terdapat kointegrasi jangka panjang

(Minimal satu koefisien dari *level* variabel independen tidak sama dengan nol)

Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan nilai F-statistik hasil estimasi terhadap dua set nilai kritis yang disediakan oleh (Pesaran et al. 2001). Dua set nilai kritis tersebut adalah: nilai batas bawah (*lower bound*) yang mengasumsikan seluruh variabel bersifat stasioner pada *level* $I(0)$, dan nilai batas atas (*upper bound*) yang mengasumsikan seluruh variabel stasioner pada *first difference* $I(1)$. Karena kombinasi derajat integrasi $I(0)$ dan $I(1)$ dalam model tidak diketahui secara pasti sebelum pengujian, kedua batas ini digunakan sebagai rentang acuan.

Kondisi	Keputusan	Interpretasi
F-statistik > Batas Atas $I(1)$	Tolak H_0	Terdapat kointegrasi
F-statistik < Batas Bawah $I(0)$	Gagal Tolak H_0	Tidak terdapat kointegrasi

Batas Bawah $I(0) < F\text{-statistik}$		
$< \text{Batas Atas } I(1)$	Inconclusive	Perlu pengujian tambahan

Tabel 3. 2 Kriteria Pengambilan Keputusan *Bound Test*

Sumber: Pesaran, Shin, dan Smith (2001), diolah.

Apabila H_0 ditolak dan keberadaan kointegrasi terbukti, maka analisis dapat dilanjutkan ke tahapan estimasi model koreksi kesalahan (*Error Correction Model* – ECM). Model ECM berfungsi untuk mengestimasi dinamika hubungan jangka pendek (*short-run dynamics*) sekaligus menghitung kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dari ketidakseimbangan menuju keseimbangan jangka panjang. Kecepatan penyesuaian ini tercermin dari koefisien *Error Correction Term* (ECT), yang secara teoritis harus bernilai negatif dan signifikan secara statistik. Sebaliknya, jika H_0 tidak ditolak atau hasilnya *inconclusive*, maka model ARDL dalam bentuk *level* tidak dapat diinterpretasikan untuk hubungan jangka panjang. Dalam kondisi demikian, penelitian sebaiknya hanya fokus pada estimasi model dalam bentuk *first difference* tanpa melakukan interpretasi kointegrasi.

c) Estimasi Model ARDL

Model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) merupakan pendekatan ekonometrika yang digunakan untuk menganalisis hubungan dinamis antar variabel dalam data deret waktu (*time series*). Pendekatan ini memiliki kemampuan untuk mentransformasi hubungan teoritis yang bersifat statis menjadi model empiris yang lebih dinamis dengan memasukkan unsur kelambanan (*lag*) dari variabel dependen maupun independen. Keunggulan utama metode ARDL terletak pada fleksibilitasnya dalam mengakomodasi variabel penelitian yang memiliki derajat integrasi berbeda, yaitu kombinasi antara variabel yang stasioner pada *level* $I(0)$ dan variabel yang stasioner pada diferensiasi pertama $I(1)$. Lebih lanjut, metode ini mampu mengestimasi secara simultan dua jenis hubungan ekonomi yang berbeda, yaitu hubungan jangka pendek dan hubungan jangka panjang, sehingga memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika pengaruh antar variabel dalam penelitian. Kemampuan ini menjadikan ARDL sebagai metode yang tepat untuk menganalisis fenomena ekonomi yang kompleks seperti perilaku nilai tukar yang dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal dan domestik.

d) Estimasi Jangka Pendek (ARDL-ECM)

Estimasi hubungan jangka pendek dilakukan melalui representasi *Error Correction Model* (ECM) yang diturunkan dari model ARDL. Model ini mampu menangkap respons dinamis variabel dependen terhadap perubahan variabel independen dalam periode singkat, sekaligus mengukur seberapa cepat variabel dependen kembali menuju keseimbangan jangka panjang setelah terjadi guncangan. Dalam model ECM, koefisien dari variabel-variabel dalam bentuk *first difference* menunjukkan efek jangka pendek, yang dapat berbeda tanda maupun besaran dengan efek jangka panjang. Komponen terpenting dalam model ECM adalah koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang harus bernilai negatif dan signifikan secara statistik. Nilai absolut ECT menunjukkan kecepatan penyesuaian; semakin besar nilai absolutnya, semakin cepat proses koreksi menuju keseimbangan. Jika ECT bernilai positif atau tidak signifikan, maka tidak terdapat mekanisme koreksi yang valid, sehingga model tidak dapat dikatakan memiliki hubungan kointegrasi.

e) Estimasi Jangka Panjang

Estimasi hubungan jangka panjang diperoleh melalui transformasi dari koefisien-koefisien model ARDL. Koefisien jangka panjang mencerminkan hubungan keseimbangan antar variabel setelah seluruh proses penyesuaian dinamis terjadi, sehingga tidak lagi dipengaruhi oleh guncangan jangka pendek. Perhitungan koefisien jangka panjang dilakukan dengan membagi akumulasi koefisien *distributed lag* dari masing-masing variabel independen dengan satu dikurangi akumulasi koefisien *autoregressive* dari variabel dependen. Koefisien jangka panjang ini menunjukkan besaran pengaruh suatu variabel independen terhadap variabel dependen dalam kondisi keseimbangan stabil. Interpretasi koefisien ini bergantung pada bentuk transformasi data: jika suatu variabel telah ditransformasi ke dalam bentuk logaritma, maka koefisiennya dibaca sebagai elastisitas; jika tetap dalam bentuk *level*, maka koefisiennya dibaca sebagai perubahan absolut. Signifikansi statistik dari koefisien jangka panjang diuji berdasarkan standar error yang dihitung dengan metode *Delta* atau *Bootstrap*.

f) Uji Hipotesis

1. Uji Signifikansi Simultan (Uji F atau Uji Wald)

Uji F dalam konteks ARDL memiliki peran ganda. Pertama, pada tahap awal (Bounds Test), uji F digunakan untuk menguji keberadaan hubungan jangka panjang atau kointegrasi antar variabel. Hipotesis yang diajukan adalah tidak adanya hubungan jangka panjang (kointegrasi) antar variabel. Jika nilai F-statistik yang dihasilkan melebihi nilai batas atas (*upper bound*) yang dikritik oleh Pesaran, maka hipotesis nol ditolak, yang mengindikasikan adanya kointegrasi. Kedua, dalam model jangka pendek (*Error Correction Model* atau ECM), uji F digunakan untuk menguji signifikansi simultan dari seluruh variabel independen dalam model terhadap variabel dependen. Prosedurnya adalah sebagai berikut:

Merumuskan Hipotesis:

H_0 : Seluruh variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_a : Seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan nilai F-hitung dengan F-tabel pada derajat kepercayaan tertentu ($\alpha = 1\%$, 5% , atau 10%), atau dengan melihat nilai *p-value* ($\text{Prob}(F\text{-statistik})$). Jika nilai *p-value* $< \alpha$, maka H_0 ditolak. Hal ini berarti model yang digunakan layak dan seluruh variabel independen secara simultan mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen. Dalam konteks pembangunan ekonomi, uji ini penting untuk memastikan bahwa kerangka teori yang dibangun, misalnya mengenai pengaruh investasi dan tenaga kerja terhadap pertumbuhan ekonomi, terbukti secara statistik.

2. Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Uji statistik t pada dasarnya digunakan untuk menguji signifikansi koefisien regresi secara parsial. Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Dalam konteks model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL), uji t dilakukan pada dua tahap estimasi, yaitu pada model jangka pendek melalui *Error*

Correction Model (ECM-ARDL) dan pada model jangka panjang yang diturunkan dari persamaan kointegrasi. Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan indikator statistik dengan tingkat kesalahan (α) yang ditentukan (biasanya 5% atau 0,05). Kriteria pengambilan keputusan dalam uji t dapat dilakukan melalui pendekatan t-tabel. Dengan kriteria pengambilan keputusan

1. Jika $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ pada derajat kebebasan ($df = n - k$), maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ pada derajat kebebasan ($df = n - k$), maka H_0 diterima dan H_a ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

V. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis menggunakan metode *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dengan data bulanan periode Januari 2015 hingga Desember 2024, penelitian ini menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut.

Pertama, kunjungan wisatawan mancanegara (WIS) dalam jangka pendek berpengaruh negatif dan signifikan melalui lag satu bulan ($D(WIS(-1))$) dengan koefisien $-4,60E-07$), yang berarti peningkatan kunjungan wisatawan pada periode sebelumnya mengapresiasi Rupiah, namun pada periode berjalan ($D(WIS)$) tidak berpengaruh signifikan. Dalam jangka panjang, WIS tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar Rupiah (koefisien $3,93E-07$ dengan probabilitas 0,0660), kemungkinan akibat fenomena kebocoran impor (*tourism import leakage*) di sektor pariwisata yang menggerus dampak bersih devisa.

Kedua, jumlah uang beredar (JUB) berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek (koefisien $1,19E-06$) maupun jangka panjang (koefisien $7,75E-07$), dengan terdeteksinya fenomena *overshooting* di mana respons depresiasi nilai tukar dalam jangka pendek lebih besar dibandingkan respons keseimbangan dalam jangka panjang.

Ketiga, cadangan devisa (CADEV) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai tukar Rupiah baik dalam jangka pendek (koefisien $-4,31E-05$) maupun jangka panjang (koefisien $-3,33E-05$), yang berarti setiap peningkatan cadangan devisa mengapresiasi Rupiah melalui kanal intervensi langsung di pasar valuta asing dan peningkatan kepercayaan investor.

Keempat, *Oil Volatility Index* (OVX) berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap nilai tukar Rupiah dalam jangka pendek (koefisien 0,007453) yang berarti

meningkatkan depresiasi Rupiah, namun dalam jangka panjang tidak berpengaruh signifikan (koefisien 0,000859 dengan probabilitas 0,8991), sehingga guncangan volatilitas harga minyak global bersifat sementara (*transitory shock*).

Kelima, secara simultan keempat variabel independen (WIS, JUB, CADEV, OVX) beserta struktur kelambanannya berpengaruh sangat signifikan terhadap nilai tukar Rupiah dengan nilai F-hitung sebesar 44,62 yang jauh melampaui F-tabel (2,45). Kemampuan model dalam menjelaskan variasi perubahan nilai tukar ditunjukkan oleh nilai R-squared sebesar 61,23 persen (0,612333). Kecepatan penyesuaian (*Error Correction Term*) sebesar 31,48 persen per bulan (koefisien -0,314825) mengindikasikan bahwa diperlukan waktu sekitar 3 bulan bagi Rupiah untuk kembali ke keseimbangan jangka panjang setelah terjadi guncangan.

5.2 Saran

1. Kebijakan pengembangan sektor pariwisata perlu diarahkan pada penguatan kandungan lokal (*local content*) melalui pemberian insentif bagi hotel, restoran, dan pelaku wisata yang menggunakan produk dalam negeri, serta pengembangan wisata berbasis komunitas agar devisa pariwisata tidak terkikis oleh impor barang dan jasa pendukung. Program promosi wisata sebaiknya diintegrasikan dengan program hilirisasi sektor pendukung pariwisata, sehingga peningkatan kunjungan wisatawan memberikan dampak apresiasi yang lebih berkelanjutan terhadap Rupiah. Selain itu, diperlukan peningkatan kualitas infrastruktur seperti jalan tol menuju destinasi wisata, bandara internasional yang representatif, serta ketersediaan transportasi publik yang terintegrasi. Fasilitas pendukung seperti rumah sakit berstandar internasional, pusat kesehatan, akomodasi yang memadai, serta layanan digital seperti *e-tourism* dan *visa on arrival* yang efisien juga perlu terus dibenahi. Dengan infrastruktur dan fasilitas yang lebih baik, wisatawan mancanegara akan cenderung memperpanjang masa tinggalnya (*length of stay*) dan meningkatkan pengeluaran per kunjungan, sehingga penerimaan devisa per wisatawan meningkat tanpa harus bergantung pada peningkatan volume kunjungan semata. Pada gilirannya, peningkatan *yield* pariwisata ini akan memperkuat dampak apresiasi terhadap nilai tukar Rupiah secara lebih efektif dan

berkelanjutan. Kebijakan moneter ekspansif perlu dilakukan secara terukur, bertahap, dan disertai komunikasi yang transparan (*forward guidance*) kepada pelaku pasar. Mengingat adanya fenomena *overshooting*, penting untuk mengelola ekspektasi pasar agar depresiasi Rupiah dalam jangka pendek tidak berlebihan. Koordinasi kebijakan antara otoritas moneter dan fiskal juga perlu diperkuat agar ekspansi jumlah uang beredar tidak menciptakan tekanan inflasi dan depresiasi yang berlebihan.

2. Akumulasi cadangan devisa perlu dipertahankan di atas standar kecukupan internasional untuk menjaga kepercayaan investor dan menyediakan ruang intervensi yang memadai. Diversifikasi komposisi cadangan devisa ke berbagai mata uang dan instrumen aset juga penting untuk meminimalkan risiko penurunan nilai aset cadangan. Cadangan devisa harus dipandang sebagai investasi strategis berkelanjutan, bukan sekadar respons reaktif terhadap tekanan pasar sesaat.
3. Untuk menghadapi guncangan volatilitas harga minyak, perlu dibangun *buffer stock* energi dan dipercepat transisi energi ke sumber-sumber terbarukan guna mengurangi ketergantungan pada impor minyak. Mekanisme lindung nilai (*hedging*) terhadap risiko harga minyak perlu disiapkan, serta respons kebijakan terhadap guncangan OVX sebaiknya bersifat antisipatif dan taktis dalam jangka pendek, tanpa mengubah fundamental kebijakan jangka panjang secara berlebihan karena dampaknya hanya bersifat sementara.
4. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan variabel dengan memasukkan suku bunga acuan, inflasi, dan aliran modal asing, memperpanjang periode penelitian, serta menggunakan metode alternatif seperti *Nonlinear ARDL* untuk menangkap kemungkinan asimetri pengaruh variabel independen terhadap nilai tukar Rupiah.

DAFTAR PUSTAKA

- Adamy, A., Setiawan, D., & Wahyudi, S. T. (2025). *Money supply, trade balance, and exchange rate in developing economies: A Panel ARDL analysis*. *International Journal of Economics and Finance*, 17(1), 45–61. <https://doi.org/10.5539/ijef.v17n1p45>
- Aizenman, J., & Lee, J. (2007). *International reserves: Precautionary versus mercantilist views, theory and evidence*. *Open Economies Review*, 18(2), 191–214. <https://doi.org/10.1007/s11079-007-9030-z>
- Astuty, F. (2023). Determinan nilai tukar Rupiah di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan* . <https://jurnal.uniraya.ac.id/index.php/JEB/article/view/714>.
- Atems, B., Kapper, C., & Lam, E. (2022). *Do exchange rates respond asymmetrically to shocks in the crude oil market?*. *Energy Economics*, 65, 462–473. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.05.024>
- Badan Pusat Statistik (BPS). (2024). *Data inflasi bulanan Indonesia 2015–2024*. Jakarta: BPS. <https://www.bps.go.id>
- Bank Indonesia. (2024). *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI)*. Jakarta: Bank Indonesia. <https://www.bi.go.id>
- Bashir, U. (2025). Evaluating the impact of oil price volatility and renewable energy adoption on Pakistan's economic growth: A time-series analysis. *Acta Prosperitatis*, 16(1), 4–18. <https://doi.org/10.2478/acpro-2025-0001>
- Branson, W. H. (1983). *Macroeconomic determinants of real exchange risk*. Dalam R. J. Herring (Ed.), *Managing Foreign Exchange Risk* (hlm. 33–62). Cambridge University Press.
- Cassel, G. (1918). *Abnormal deviations in international exchanges*. *The Economic Journal*, 28(112), 413–415.
- Chicago Board Options Exchange (CBOE). (2024). *CBOE Crude Oil ETF Volatility Index (OVX)*. <https://www.cboe.com>
- Ding, D., & Timmer, Y. (2023). Exchange rate elasticities of international tourism and the role of dominant currency pricing. *Journal of International Money and Finance*, 137, 102908. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102908>
- Dornbusch, R. (1976). *Expectations and exchange rate dynamics*. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161–1176. <https://doi.org/10.1086/260506>

- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1980). *Exchange rates and the current account*. *The American Economic Review*, 70(5), 960–971
- Fadilah, M. R. (2021). *Dampak penurunan kedatangan wisatawan mancanegara terhadap cadangan devisa dan nilai tukar: Bukti dari Indonesia*. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 22(2), 180–198. <https://doi.org/10.18196/jesp.v22i2.11234>
- Frankel, J. A. (2006). *On the yuan: The choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate*. *CESifo Economic Studies*, 52(2), 246–275. <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifl004>
- Frenkel, J. A. (1976). *A monetary approach to the exchange rate: Doctrinal aspects and empirical evidence*. *The Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 200–224.
- Glebocki, H., & Saha, S. (2024). Global uncertainty and exchange rate conditions: Assessing the impact of uncertainty shocks in emerging markets and advanced economies. *Journal of International Financial Markets*,
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Hakim, A. R., & Aji, T. S. (2025). *Factors affecting the exchange rate of the Indonesian Rupiah against the United States Dollar*. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, 72(1), 1–18. <https://doi.org/10.47291/jeki.v72i1.1057>
- International Monetary Fund (IMF). (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual* (6th ed., BPM6).
- Ko, H., & Win, W. (2024). Dynamic Relationships Among Money Supply, Inflation and Exchange Rates in ASEAN: A Panel VAR Approach. *International Journal of Science and Social Science Research*, 2 (3), 129–137.
- Kocoglu, M., Yildirim, H., Temizel, F., & Aslan, M. (2023). *The effect of monetary policy on exchange rate: Evidence from ASEAN countries*. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 12(2), 123–145. <https://doi.org/10.2478/jcbtp-2023-0016>
- Korley, M., & Giouvris, E. (2022). *The impact of oil price and oil volatility index (OVX) on the exchange rate in Sub-Saharan Africa*. *Energies*, 15(8), 2828. <https://doi.org/10.3390/en15082828>
- Kuncoro, M. (2016). *Mudah memahami dan menganalisis indikator ekonomi*. UPP STIM YKPN.
- Maghfiroh, S., & Jayadi, R. (2024). *The effects of money supply on exchange rate in ASEAN countries: An ARDL approach*. *Asian Economics Letters*, 5(3), 1–10. <https://doi.org/10.46557/001c.95763>
- Manopimoke, P., Nookhwun, N., & Pattararangrong, J. (2024). Exchange rate in emerging markets: Shock absorber or source of shock? *Journal of*

- International Money and Finance*, 148, 103148. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103148>
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). *U.S. monetary policy and the global financial cycle*. *The Review of Economic Studies*, 87(6), 2754–2776. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa019>
- Narayan, S., Falianty, T., & Tobing, L. (2019). *The influence of oil prices on Indonesia's exchange rate*. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 22(3), 303–322. <https://doi.org/10.21098/bemp.v22i3.1109>
- Nurjannah, A., & Panorama, M. (2022). *Pengaruh kunjungan wisman dan jumlah uang beredar terhadap nilai tukar pada masa pandemi COVID-19 di Indonesia*. *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 4(5), 1451–1465. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v4i5.1071>
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). *Bounds testing approaches to the analysis of level relationships*. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Pratiwik, I., & Prajanti, S. D. W. (2023). *Rupiah exchange rate: The determinants and impact of shocks on the economy*. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 21(1), 45–62. <https://doi.org/10.23917/jep.v21i1.20851>
- Rey, H. (2015). *Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence*. NBER Working Paper No. 21162. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w21162>
- Santana-Gallego, M., Ledesma-Rodríguez, F., & Pérez-Rodríguez, J. V. (2016). *Tourism and trade in OECD countries: A dynamic heterogeneous panel data analysis*. *Empirical Economics*, 51(4), 1717–1737. <https://doi.org/10.1007/s00181-015-1060-z>
- Sari, D. M. (2024). *Analysis of Exports, Inflation, Exchange Rates, Interest Rates on Foreign Exchange Reserves: ARDL Approach*. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 7 (6), 32263234. <https://doi.org/10.47191/jefms/v7-i6-18>
- Syamad, A. N., & Handoyo, R. D. (2023). *The effects of money supply on exchange rate: Evidence of Dornbusch overshooting model in Indonesia*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 26(2), 255–274. <https://doi.org/10.24914/jeb.v26i2.7458>
- Tobin, J. (1969). *A general equilibrium approach to monetary theory*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (2019). *Trade and Development Report 2019: Financing a Global Green New Deal*. United Nations Publications. https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2019_en.pdf

- Wahyudi, H., Andriyanto, R. W., Tresnaningtyas, A., Sumanda, K., & Palupi, W. A. (2023). *Analysis of Oil Price and Exchange Rate in Indonesia*. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(2), 27–33. <https://doi.org/10.32479/ijeeep.13925>
- Zhang, Z., Liu, W., Wang, H., & Zhang, Y. (2023). *Volatility predictability in crude oil futures: Evidence based on OVX, GARCH and stochastic volatility models*. *Finance Research Letters*, 55, 103973. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103973>