

## **I. PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang dan Masalah**

Harga mata uang suatu negara dalam harga mata uang negara lain disebut kurs atau nilai tukar (Miskhin, 2007:435). Bagi negara berkembang dengan perekonomian yang terbuka seperti Indonesia, peran nilai tukar rupiah terhadap mata uang negara-negara mitra dagang sangat penting artinya, karena nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing berhubungan langsung dengan perdagangan luar negeri (impor dan ekspor), konsumsi, investasi, output dan beban utang luar negeri. Oleh karena itu, kestabilan kurs rupiah terhadap mata uang negara-negara mitra dagang mutlak diperlukan.

Perubahan kurs rupiah dalam mata uang negara lain dengan demikian berpengaruh terhadap perekonomian dan kehidupan kita sehari-sehari, karena ketika, misalnya, rupiah mengalami apresiasi atau menjadi lebih bernilai dibandingkan dengan mata uang suatu negara tertentu, misalnya, dolar AS, maka harga barang yang diproduksi penduduk di AS akan menjadi lebih murah bagi penduduk Indonesia, demikian pula sebaliknya.

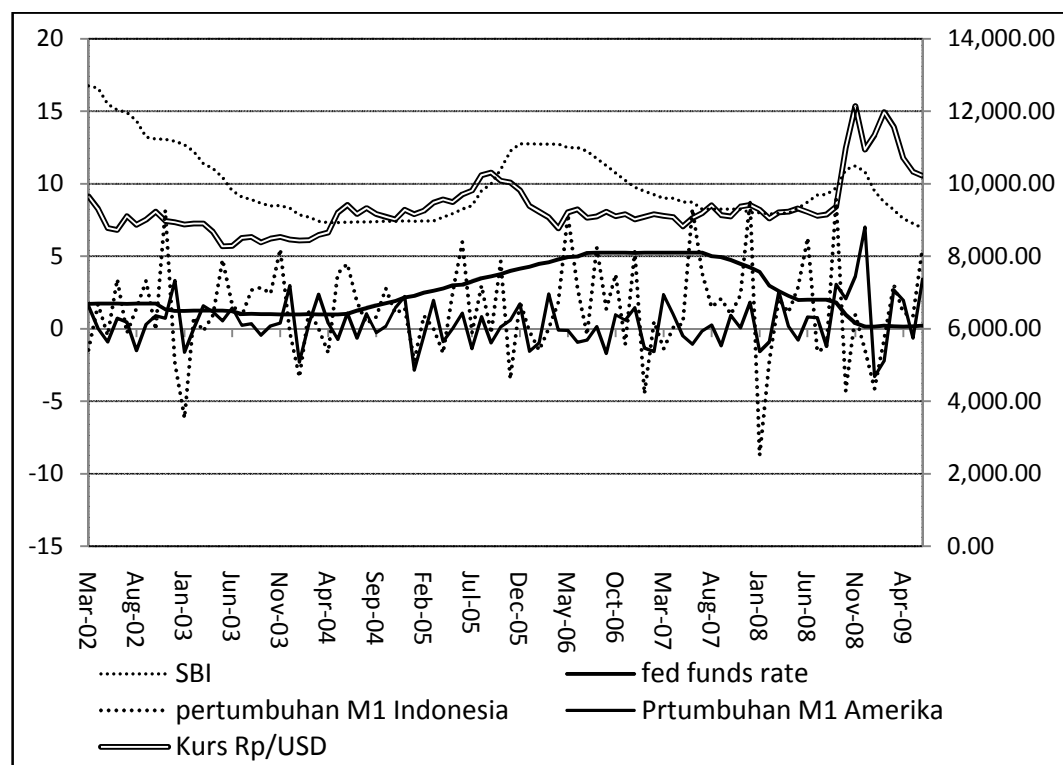
Kestabilan kurs rupiah terhadap dolar AS berkaitan dengan depresiasi dan apresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar AS atau terhadap mata uang negara-negara mitra dagang lainnya, baik secara bilateral, multilateral, maupun

internasional. Depresiasi rupiah terhadap dolar AS akan menurunkan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, akan tetapi, pada saat yang sama, akan meningkatkan daya saing produk-produk domestik Indonesia relatif terhadap barang-barang produksi AS atau negara-negara mitra dagang lainnya yang menggunakan dolar AS dalam perdagangan internasional mereka, sehingga memudahkan para produsen dan eksportir barang-barang *tradable* domestik untuk meningkatkan produksi ekspor, demikian pula sebaliknya. Sedangkan apresiasi rupiah terhadap mata uang negara mitra dagang akan menjadikan mata uang negara tersebut naik nilainya relatif terhadap rupiah. Apresiasi rupiah tersebut akan mengurangi daya saing produk-produk domestik dan menaikkan daya saing barang-barang di negara mitra dagang, sehingga produk-produk luar negeri menjadi lebih murah.

Terdepresiasi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing terutama dolar AS pada tahun 1997 merupakan awal dari krisis ekonomi yang dialami Indonesia pada tahun 1998. Krisis nilai tukar yang memicu terjadinya krisis moneter dan perbankan dan kemudian berkembang menjadi krisis ekonomi dan politik membuat Bank Indonesia (BI) mengubah sistem nilai tukar *managed floating* yang berlaku dan mengharuskan BI memiliki cadangan devisa yang besar ketika itu, menjadi sistem nilai tukar mengambang bebas (*flexible atau free floating exchange rate*) pada 14 Agustus 1997 (Bank Indonesia, 1999).

Sejak rejim *free-floating exchange rate* diterapkan di Indonesia, maka nilai tukar rupiah tidak lagi ditentukan oleh otoritas moneter (BI), melainkan oleh mekanisme pasar. Akan tetapi, perkembangan selanjutnya ternyata menunjukkan bahwa rejim nilai tukar ini menyebabkan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS mengalami *overshooting*, sehingga terdepresiasi sangat dalam hingga mencapai

lebih-kurang 650 persen (Rp14.900 per USD pada Juni 1998). Krisis keuangan global akibat krisis *subprime mortgage* di AS yang terjadi pada akhir tahun 2008 yang lalu juga berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia, karena nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika terdepresiasi, sehingga berpengaruh kondisi perekonomian Indonesia. Perkembangan nilai rupiah pada tahun 2008 menunjukkan kondisi ke arah yang memburuk; nilai tukar rupiah terhadap US dollar juga menunjukkan adanya penurunan meskipun BI sudah menaikkan suku bunga SBI, dengan mengorbankan sektor riil. Secara teoritis dan empirik ketidakstabilan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS memang berkaitan erat dengan perkembangan suku bunga kebijakan bank sentral, baik di Indonesia maupun di AS (Gambar 1).



Sumber : [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) dan Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia

**Gambar 1. Perkembangan Suku Bunga SBI, The Fed Funds Rate, M1 Indonesia, M1 Amerika dan Kurs Rupiah Terhadap USD**

Pada Gambar 1 di atas tampak bahwa selama triwulan ke tiga dan ke empat tahun 2008, suku bunga SBI cenderung naik, sedangkan *The Fed Funds Rate* cenderung menurun dan pertumbuhan jumlah uang beredar (M1) Indonesia lebih tinggi dibandingkan jumlah uang beredar AS. Dalam model Dornbusch *overshooting*, ketika JUB meningkat maka dalam jangka pendek nilai tukar akan terdepresiasi melebihi nilai keseimbangan jangka panjangnya, sedangkan harga barang dan jasa menyesuaikan diri secara lambat, dan perlahan-lahan nilai tukar menyesuaikan diri secara perlahan terhadap keseimbangan jangka panjang. Atas dasar pandangan Dornbusch tersebut maka dapat dikatakan bahwa nilai tukar rupiah per dolar AS seharusnya terapresiasi, namun pada kenyataannya justru terdepresiasi.

Fluktuasi nilai tukar rupiah yang tajam di Indonesia selama ini mungkin dapat dijelaskan secara baik oleh model *overshooting*, karena model ini dianggap model yang paling *powerful* dalam menjelaskan pergerakan nilai tukar yang sangat bervolatilitas. Dalam model *overshooting* ini, ketika JUB meningkat maka dalam jangka pendek nilai tukar akan terdepresiasi melebihi nilai keseimbangan jangka panjangnya sedangkan harga barang dan jasa akan menyesuaikan secara lambat, dan perlahan-lahan nilai tukar akan menyesuaikan terhadap keseimbangan jangka panjang secara perlahan-lahan.

## **B. Rumusan Masalah**

Penerapan sistem nilai tukar mengambang bebas oleh BI pada 14 Agustus 1997 menyebabkan pergerakannya dan volatilitasnya ditentukan oleh kekuatan mekanisme pasar. Dalam teori *exchange rate overshooting* (Dornbusch, 1976) menyatakan bahwa peningkatan dalam jumlah uang beredar dalam jangka pendek

akan mendepresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar AS melebihi keseimbangan jangka panjangnya dan secara perlahan nilai tukar tersebut akan terapresiasi menuju keseimbangan jangka panjangnya. Dalam teori tersebut, nilai tukar diperlakukan sebagai *jump variable* (variable yang dengan cepat langsung menyesuaikan diri) sedangkan harga dan output diperlakukan sebagai *sluggish variable* (variable yang menyesuaikan diri secara bertahap), sehingga kecepatan penyesuaian nilai tukar rupiah terhadap dolar AS lebih cepat dibandingkan penyesuaian harga dan output dalam menuju keseimbangan.

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka masalah yang akan diteliti adalah bagaimana pengaruh jumlah uang beredar, pendapatan riil dan tingkat suku bunga riil terhadap pergerakan nilai tukar rupiah? Apakah fenomena *overshooting* telah terjadi di Indonesia selama periode penelitian?

### **C. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh jumlah uang beredar, pendapatan riil dan tingkat suku bunga riil terhadap pergerakan nilai tukar rupiah serta untuk mengetahui apakah fenomena *overshooting* telah terjadi di Indonesia selama periode penelitian.

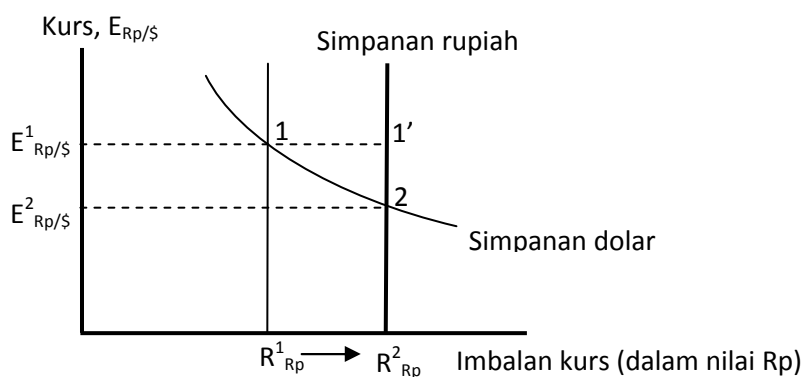
### **D. Kerangka Pemikiran**

Perubahan pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS dipengaruhi oleh beberapa faktor fundamental seperti jumlah uang beredar domestik dan AS, pendapatan riil domestik dan AS, dan tingkat suku bunga riil domestik dan AS. Sebenarnya perubahan pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS

dipengaruhi oleh banyak faktor, namun dalam penelitian ini penulis hanya akan membatasi pada faktor-faktor tersebut saja.

Kunci untuk memahami perilaku kurs dalam jangka pendek adalah dengan mengetahui bahwa kurs adalah harga dari aset domestik (deposito bank, obligasi, saham, dan instrumen-instrumen keuangan lainnya yang didenominasikan dalam mata uang domestik). Aset-aset domestik ini memiliki tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) yang dinyatakan dalam suku bunga. Kenaikan dalam tingkat bunga riil domestik ( $i^D$ ) menyebabkan nilai tukar terapresiasi karena tingkat bunga riil domestik yang lebih tinggi membuat aset-aset domestik lebih menarik (*expected return* atas aset domestik lebih tinggi dari pada *expected return* atas aset asing) sehingga meningkatkan permintaan atas aset domestik.

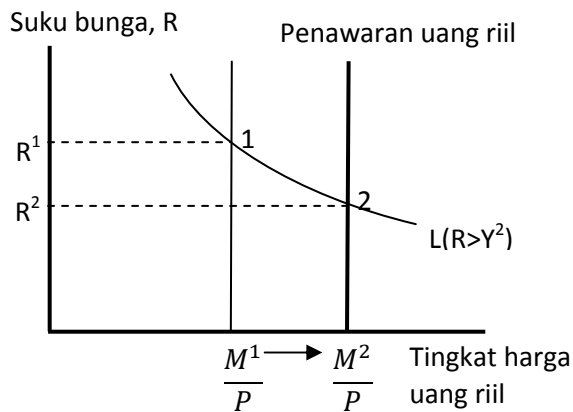
Gambar 2 menunjukkan kenaikan suku bunga rupiah bergeser dari  $R^1_{Rp}$  ke  $R^2_{Rp}$  atau bergerak ke kanan. Pergeseran itu menyebabkan imbalan dari simpanan rupiah juga meningkat dan lebih menarik. Kemudian permintaan rupiah mengalami kenaikan sehingga rupiah mengalami apresiasi ke  $E^2_{Rp/\$}$  (titik 2).



Sumber : Krugman & Obsfeld, 1992 : 71

**Gambar 2. Dampak Perubahan Suku Bunga Terhadap Nilai Tukar**

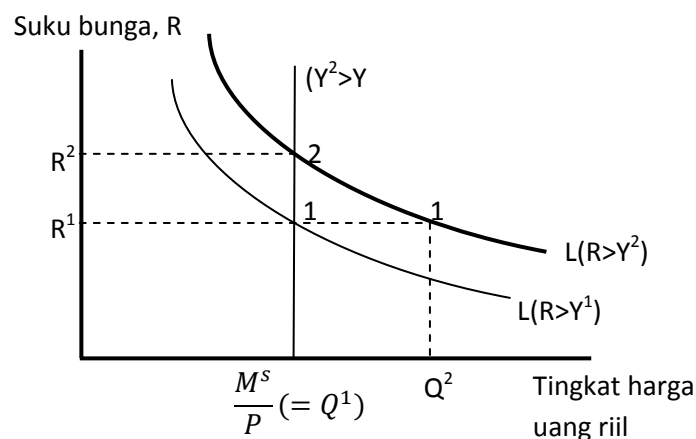
Gambar 3 menunjukkan kenaikan penawaran uang dari  $\frac{M^1}{P}$  ke  $\frac{M^2}{P}$  menyebabkan suku bunga mengalami penurunan yaitu dari  $R^1$  (titik 1) ke  $R^2$  (titik 2).



Sumber : Krugman & Obstfeld, 1992 : 93

**Gambar 3. Pengaruh Penawaran Uang Terhadap Suku Bunga**

Gambar 4 menggambarkan pengaruh kenaikan tingkat output dari  $Y^1$  ke  $Y^2$  terhadap suku bunga, dengan asumsi tingkat harga dan penawaran uang diabaikan. Kenaikan output menyebabkan garis lengkung permintaan uang bergeser ke kanan, sehingga titik keseimbangan bergeser dari titik 1 ke titik 2.



Sumber : Krugman & Obsfteld, 1992 : 94

**Gambar 4. Dampak Peningkatan Pendapatan Riil Terhadap Suku Bunga**

Kini pada keseimbangan suku bunga yang lama, terjadilah kelebihan permintaan uang sebesar  $Q^2 - Q^1$ . Karena tingkat penawaran uang diabaikan (dianggap tetap

atau tidak berpengaruh), suku bunga segera terdorong hingga mencapai keseimbangan baru  $R^2$  (di titik 2). Kenaikan tingkat suku bunga ini akan menyebabkan nilai tukar terapresiasi.

Untuk memahami fenomena *overshooting*, maka kita menggunakan kondisi *uncovered interest rate parity* dimana,

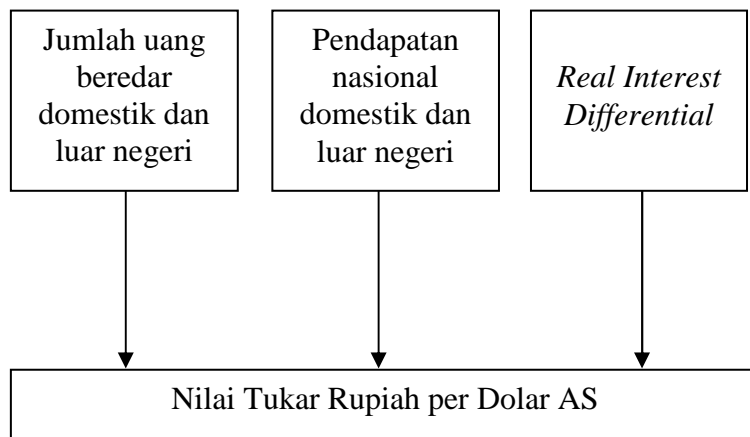
$$i_{t+1} = i^* + E_t(e_{t+1} - e_t)$$

Tingkat suku bunga nominal domestik
Tingkat suku bunga nominal luar negeri
Tingkat ekspektasi nilai tukar domestik

Ketika terjadi kenaikan penawaran uang permanen, maka akan terjadi ketidakseimbangan antara penawaran uang riil dan permintaan uang riil. Permintaan uang di pengaruhi oleh tiga faktor, yaitu tingkat harga, pendapatan riil, dan suku bunga. Diasumsikan tingkat harga *sticky* dalam jangka pendek dan pendapatan merupakan *sluggish variable* sehingga dalam jangka pendek, tingkat harga dan pendapatan riil tidak mempengaruhi permintaan uang riil.. Untuk menyeimbangkan penawaran dan permintaan uang, maka tingkat suku bunga harus turun. Tingkat suku bunga ( $i$ ) domestik dapat jatuh jika, dan hanya jika kurs domestik diekspektasikan terapresiasi. Agar kurs diekspektasikan terapresiasi, maka kurs harus terdepresiasi terlebih dahulu. Tetapi bagaimana mungkin kurs diekspektasikan terapresiasi, bila depresiasi kurs sama dengan dampak jangka panjang dari *shock* JUB? Jawaban Dornbusch adalah depresiasi awal dari kurs harus lebih besar daripada depresiasi jangka panjangnya.

Berdasarkan teori dan pemikiran yang telah dijelaskan di atas maka kerangka pikir dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.





**Gambar 5 . Kerangka Pikir Penelitian**

### **E. Hipotesis**

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Diduga jumlah uang beredar berpengaruh terhadap pergerakan kurs rupiah per dolar US
2. Diduga tingkat pendapatan riil berpengaruh terhadap pergerakan kurs rupiah per dolar US
3. Diduga *real interest differential* berpengaruh terhadap pergerakan kurs rupiah per dolar US
4. Diduga terjadi fenomena *overshooting* di Indonesia selama periode penelitian.

Untuk menguji hipotesis *overshooting*, kita mengacu pada koefisien jumlah uang beredar pada jangka pendek dan jangka panjang. Hipotesis *overshooting* diterima jika koefisien *lag* jumlah uang beredar ( $m$ ) pada jangka pendek adalah positif dan lebih besar dari pada koefisien jangka panjangnya. Artinya depresiasi rupiah dalam jangka pendek lebih besar daripada depresiasi jangka panjangnya.