

PENGARUH “KEJUTAN” DARI BERITA MAKRO EKONOMI TERHADAP PERGERAKAN NILAI TUKAR RUPIAH

*Untoro*¹

Abstraksi

Salah satu penyebab terjadinya gejolak nilai tukar adalah adanya “kejutan” yang timbul dari perbedaan persepsi dari pelaku pasar dengan pihak otoritas yang bertanggung jawab terhadap data makro ekonomi baik data makro ekonomi Amerika maupun data makro ekonomi Indonesia. “Kejutan” yang terjadi dari setiap pengumuman data makro ekonomi pada dasarnya mencerminkan sentimen pasar atas data makro ekonomi yang dikeluarkan.

Dalam kajian menunjukkan bahwa tidak semua berita makro ekonomi menimbulkan “kejutan” yang berdampak kepada gejolak nilai tukar Rupiah. Gejolak nilai tukar Rupiah secara signifikan terjadi ketika diumumkannya data makro ekonomi Amerika berupa data GDP, trade balance dan consumer confidence, serta ketika diumumkannya data makro ekonomi Indonesia yaitu M1, M2, CPI, WPI dan GDP. Terbatasnya data makro ekonomi Amerika yang mempengaruhi gejolak nilai tukar Rupiah, terjadi karena pelaku pasar sudah melakukan antisipasi terhadap besarnya data makro ekonomi yang diumumkan, dimana waktu pelaksanaan pengumuman data makro ekonomi Amerika mengalami perbedaan waktu dengan waktu beroperasinya pasar valas Jakarta.

Keywords : Nilai tukar, news

JEL Classification : C51, D80, F31

¹ Peneliti Madya di Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia, email: untoro@bi.go.id

I. PENDAHULUAN

I.1 Latar Belakang

Sejak diberlakukannya sistem nilai tukar mengambang bebas pada pertengahan 1997, nilai tukar rupiah sering mengalami fluktuasi yang sangat besar. Fluktuasi nilai tukar rupiah bahkan jauh diatas fluktuasi nilai tukar mata uang negara-negara lain termasuk mata uang utama dunia seperti euro dan yen Jepang yang diperdagangkan secara aktif dan spekulatif dalam skala global.

Untuk mengendalikan gejolak nilai tukar pada tanggal 12 Januari 2001, Bank Indonesia menerbitkan PBI No.3/3/2001 yang mengatur ketentuan pembatasan transaksi rupiah oleh bukan penduduk. Kebijakan ini dilatarbelakangi oleh perilaku bukan penduduk yang cenderung menggunakan rupiah sebagai alat spekulasi sehingga sering menimbulkan gejolak nilai tukar rupiah. Setelah dikeluarkan ketentuan itu, perkembangan nilai tukar USD/Rupiah harian pada periode tahun 2001 hingga akhir tahun 2004 masih menunjukkan perkembangan yang berfluktuasi, meskipun tidak sebesar fluktuasi periode petengahan 1997 hingga akhir tahun 2000.

Gejolak nilai tukar pada tahun 2001 hingga tahun 2004 dipicu oleh sentimen pasar yang terbentuk akibat adanya berbagai perkembangan di dalam negeri dan perkembangan perekonomian dunia, khususnya berbagai berita yang berasal dari Amerika Serikat. Perkembangan tersebut mencakup perkembangan fundamental ekonomi dan non fundamental ekonomi.

Khusus terhadap perkembangan data fundamental ekonomi makro, pelaku pasar akan memberikan reaksi terhadap berbagai berita makroekonomi yang dikeluarkan oleh instansi berwenang dalam arah yang berlain-lainan, tergantung pada dari mana berita itu dikeluarkan apakah dari Amerika Serikat atau dari Indonesia. Pasar bereaksi apabila terjadi "kejutan" yang timbul akibat adanya selisih antara data aktual makro ekonomi yang diumumkan oleh instansi yang berwenang dengan angka perkiraan pasar. Reaksi pasar dapat menyebabkan penguatan atau pelemahan nilai tukar USD/Rupiah tergantung pada jenis berita makro ekonomi yang diumumkan dan perkiraan pasar atas data tersebut. Gejolak nilai tukar akan berhenti setelah tercapai titik keseimbangan baru, selama tidak terjadi gejolak baru seiring dengan akan dikeluarkannya data makro ekonomi lainnya.

Pemahaman terhadap reaksi pasar atas berbagai berita yang dikeluarkan baik oleh otoritas dari Amerika dan otoritas Indonesia perlu diketahui oleh Bank Indonesia selaku otoritas moneter yang bertanggung jawab terhadap stabilitas nilai tukar Rupiah. Hal ini penting dilakukan karena Indonesia yang menganut sistem nilai tukar mengambang dan sistem devisa

bebas memiliki kerentanan terhadap gejolak nilai tukar yang cukup tinggi. Oleh karena itu dengan pemahaman perilaku pasar tersebut, Bank Indonesia dapat memberikan tindakan antisipasi guna lebih mengefektifkan kebijakan yang ditempuh dalam rangka menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah.

Penelitian ini mencoba mengetengahkan pergerakan nilai tukar harian USD/Rupiah sebagai akibat adanya berita-berita makro ekonomi dari Amerika Serikat maupun berita makro ekonomi di Indonesia. Karena banyaknya variabel penyebab pergerakan nilai tukar maka dalam kajian ini dibatasi pada pergerakan nilai tukar karena adanya berita tentang perkembangan makro ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah Indonesia dan Amerika Serikat, dengan batasan waktu pada perkembangan nilai tukar periode tahun 2001 hingga tahun 2004.

I.2 Rumusan Permasalahan Penelitian

Dalam penelitian ini diajukan empat permasalahan penelitian yang akan dikaji dengan pendekatan ekonometrika. Adapun permasalahan dimaksud meliputi

- a. Apakah terdapat pengaruh "kejutan" dari masing-masing berita makroekonomi terhadap gejolak nilai tukar USD/ Rupiah
- b. Apakah terdapat pengaruh dari keberadaan "kejutan" dari masing-masing berita makroekonomi terhadap gejolak nilai tukar USD / Rupiah
- c. Apakah "kejutan" yang bersumber dari berita makro ekonomi Indonesia bersama-sama dengan "kejutan" yang bersumber dari berita makro ekonomi Amerika memberikan pengaruh kepada gejolak nilai tukar USD / Rupiah.
- d. Apakah keberadaan "kejutan" dari berita makro ekonomi pada masing-masing negara yang bersifat positif dan negatif memberikan *magnitude* yang simetris kepada gejolak nilai tukar USD/ Rupiah.

I.3 Maksud dan Tujuan

Penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui dampak "kejutan" yang timbul akibat berita makro ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah Amerika Serikat dan pemerintah Indonesia terhadap volatilitas nilai tukar Rupiah terhadap USDollar. Dengan mengetahui pergerakan nilai tukar tersebut maka diharapkan dapat memberikan masukan kepada otoritas moneter terhadap kebijakan moneter yang akan dikeluarkan.

II. TINJAUAN TEORITIS DAN EMPIRIS

II.1 Tinjauan Teoritis

Kegiatan transaksi dalam pasar valuta asing meliputi trading, hedging, arbitrage dan spekulasi. Kegiatan transaksi tersebut dapat atau tidaknya mempengaruhi pergerakan nilai tukar sangat tergantung pada kekuatan permintaan dan penawaran valuta di pasar. Namun demikian transaksi yang bersifat spekulatif di pasar valas yaitu transaksi untuk mendapatkan keuntungan dari ekspektasi pergerakan nilai tukar ke depan yang berbeda dari premi forward yang terjadi di pasar sering secara dominan menimbulkan gejolak nilai tukar.

Terdapat beberapa pendekatan yang berkembang selama ini dalam memahami pergerakan nilai tukar dalam periode jangka pendek. Pendekatan pertama didasarkan pada pendekatan teknikal yang mengacu pada grafik pergerakan nilai tukar dan tidak didasarkan pada perkembangan fundamental makro ekonomi. Pendekatan ini pada dasarnya lebih didasarkan pada behavior dari pelaku pasar (Allen dan Taylor 1990, Cheung dan Chinn 1999). Pendekatan lainnya adalah sebagaimana yang dilakukan oleh Evans dan Lyons (2002), dimana dinyatakan pergerakan nilai tukar didorong oleh adanya permintaan untuk melakukan pembelian atau adanya permintaan untuk melakukan penjualan sebagai akibat adanya informasi pasar. Informasi pasar tersebut tidak harus berkaitan dengan informasi mengenai fundamental makro ekonomi.

Chartist mengsumsikan bahwa pergerakan nilai tukar dipengaruhi oleh trennya. Pelaku pasar yang didasarkan pada chart akan melakukan pembelian valuta ketika nilai tukar mulai bergerak naik dan melakukan penjualan valuta ketika nilai tukar kembali mengalami penurunan. Sedangkan fundamentalis mengambil posisi membeli valuta ketika mereka menganggap nilai valuta telah berada pada posisi "*underprice*" dibanding dengan fundamental valuenya, dan melakukan penjualan valuta bila nilai tukar telah mengalami *overprice*. Permasalahan timbul ketika adanya *heterogeneous expectation* dari para fundamentalis, hal ini akan menyebabkan volatilitas dalam jangka pendek dan strategi dari *chartist* akan menimbulkan volatilitas jangka panjang (Helinä Laakkonen, 2004)

Beberapa pendekatan lain yaitu dengan menggunakan dasar data fundamental makro ekonomi. Pendekatan ekonometri untuk model makro ekonomi dengan baik dapat menjelaskan pergerakan nilai tukar dalam jangka panjang, namun pendekatan ekonometri ternyata memiliki beberapa kelemahan dalam menjelaskan pergerakan nilai tukar dalam jangka pendek dan jangka menengah. Hal ini terjadi karena gejolak nilai tukar terjadi tidak hanya karena pengaruh fundamental namun adanya *irrationality of market participant, bubble dan herd behaviour* dan sebagainya, dimana faktor-faktor tersebut sulit untuk ditangkap dalam model ekonometri.

Hingga saat ini pembahasan mengenai pergerakan nilai tukar pada dasarnya telah menimbulkan konflik diantara para ahli ekonomi, diantaranya antara Friedman dan McKinnon. Friedman (1953) menyatakan bahwa dalam flexible rate regim, pergerakan nilai tukar relative stabil. Sedangkan McKinnon (1976) menyatakan volatilitas nilai tukar terjadi karena tindakan spekulasi yang "insufficient" dari para speculator. Para spekulan telah menciptakan efek destabilisasi akibat dari keterbatasan informasi yang dimiliki dan tindakan yang irrational mereka. Dengan keterbatasan informasi yang mereka miliki, para spekulan melakukan prediksi *return* yang akan diperoleh. Atas dasar itu mereka melakukan keputusan membeli atau menjual suatu mata uang.

Pada tahun 1970, Eugene Fama mengembangkan pendekatan *Efficient Market Hypothesis (EMH)*. Dalam pendekatan ini penentuan nilai tukar dikaitkan dengan kemampuan pasar dalam memasukkan seluruh informasi yang tersedia (*information efficiency*). Pendekatan ini untuk menjawab pertanyaan "Are forward exchange rates unbiased predictor for future exchange rate?" (Eugene Fama, 1970).

Terdapat tiga jenis EMH menurut Fama, yaitu *pertama, weak form efficiency*, yaitu pasar dikatakan efisien jika telah mempertimbangkan semua informasi dimasa lalu dalam penentuan nilai tukar, *kedua, semi strong form efficiency*, yaitu pasar dikatakan efisien jika telah mempertimbangkan semua informasi yang tersedia kepada public dalam penentuan nilai tukar, *ketiga, strong form efficiency*, yaitu pasar dikatakan efisien jika telah mempertimbangkan semua informasi, baik informasi public maupun informasi khusus, dalam penentuan nilai tukar.

Hallwood and MacDonald (2002, hal 255) melakukan pendekatan hubungan antara forward rate dan expected spot rate yang diukur dengan pendekatan standar ekonometri. Pasar dikatakan sebagai *informational efficiency* jika nilai tukar selalu mencerminkan keseluruhan informasi yang ada. Atas dasar itu, dengan asumsi kondisi ekuilibrium, maka kita dapat menghubungkan antara pasar spot dan pasar forward dalam persamaan sebagai berikut (Hallwood and MacDonald , 2002, hal 257):

$$f_t^{t+k} = s_{t+k}^e + \lambda_t \tag{II.1}$$

Dimana f_t^{t+k} dinyatakan sebagai forward rate contract pada periode t dengan *maturity* $t+k$; s_{t+k}^e merupakan *expected spot rate* untuk periode $t+k$ dan λ_t risk premium, $\lambda_t = \mu + \gamma_t$; μ sebagai constant risk premium dan γ_t sebagai *time-varying component of the risk premium*.

Selanjutnya besarnya *forward premium* (dinyatakan dalam log) adalah :

$$fp_t = \Delta s_{t+k}^e + \lambda_t \tag{II.2}$$

Dimana $\Delta s_{t+k}^e = s_{t+k}^e - s_t$. Sehingga bila nilai tukar dikaitkan dengan informasi diperoleh persamaan :

$$\Delta s_{t+1} = \gamma z_{t+1} + \varphi_{t+1} \quad (II.3)$$

Dimana vektor Z_t meliputi berbagai variable yang relevan dengan penentuan nilai tukar, φ_t merupakan *serial uncorrelated error*. Bila *forward exchange rate* merupakan unbiased predictor maka

$$\Delta s_{t+1} = \alpha_0 + \beta_0 f p_t + \mu_{t+1} \quad (II.4)$$

Bila pelaku pasar bersifat *risk neutral* dan bertindak rasional, maka $\alpha_0 = 0$ dan $\beta_0 = 0$

Bila pelaku pasar memperkirakan terjadi perubahan nilai tukar dari t ke $t+1$ maka

$$\Delta s_{t+1}^e = \gamma z_{t+1}^e \quad (II.5)$$

Sehingga

$$\Delta s_{t+1} - \Delta s_{t+1}^e = \gamma(z_{t+1} - z_{t+1}^e) + \varphi_{t+1} \quad (II.6)$$

Dengan demikian forecast error dalam nilai tukar ditentukan oleh informasi yang baru dari data fundamentalnya dan ditentukan pula dengan *random error term*-nya. Dengan demikian bila dikaitkan dengan forward premium termnya, maka

$$\Delta s_{t+1} = fp_t + \gamma(z_{t+1} - z_{t+1}^e) - \lambda_t + \varphi_{t+1} \quad (II.7)$$

Dalam kenyataannya banyak data fundamental yang mempengaruhi nilai tukar sehingga mengakibatkan perubahan nilai tukar spot tidak sama dengan forward premiumnya.

II.2 Tinjauan Empiris

Penelitian mengenai pergerakan nilai tukar akibat berita makro ekonomi telah dilakukan oleh Galati dan Ho (2001) untuk analisa mata uang **USD/EURO** dan penelitian oleh Ehrmann dan Frantzschler (2004) untuk mata uang **USD/DEM**. Pendekatan yang dipergunakan yaitu dengan mengkaitkan antara fundamental makro ekonomi dengan pergerakan nilai tukar, dengan menggunakan studi kasus pergerakan mata uang Euro terhadap USDollar (USD). *Fundamental based macro model* untuk pergerakan nilai tukar yang dikembangkan mendasarkan pada keyakinan bahwa terjadi suatu perbedaan antara pengukuran besarnya data fundamental ekonomi yang dilakukan oleh pelaku pasar yang dipakai sebagai dasar melakukan transaksi valas dengan data aktual yang diumumkan oleh pihak yang berwenang. Oleh karena itu dalam model ini menggunakan data real time yang terjadi pada saat diumumkannya data

fundamental makro ekonomi oleh pihak yang berwenang, dalam hal ini data dari Amerika Serikat maupun dari pihak berwenang di kawasan Eropa.

Penelitian yang dilakukan oleh Galati dan Ho mengambil sampel 1 Januari 1999 hingga 31 Desember 2000, dengan data makro ekonomi yang dipergunakan meliputi : a) data makro ekonomi Amerika Serikat yaitu non-Farm Payrolls, unemployment rate, employment cost index, durable goods orders, NAPM manufacturing, Advance retail sales, industrial production, dan consumer price index, b) data dari Euro area yaitu ifo index, unemployment rate (Germany), industrial production (Germany), consumer price index (Germany), producer price index (EU 11) dan INSEE industrial trends. Dalam metodologi yang digunakan, informasi baru didefinisikan sebagai "surprise" atau "kejutan" , yang diukur atas dasar selisih antara nilai actual variable makro ekonomi dan nilai dari *market forecast*.

Berdasarkan pemikiran bahwa jika pasar efisien, ekspektasi tentang data makro ekonomi yang akan diumumkan tentunya sudah diantisipasi dalam penetapan nilai tukar oleh para pelaku pasar. Konsekuensinya komponen yang belum diantisipasi (informasi baru atau "kejutan") dari pengumuman data makro ekonomi tersebut akan menyebabkan pergerakan nilai tukar. Atas dasar pemikiran tersebut, Galati dan Ho membentuk persamaan dasar nilai tukar sebagai berikut :

$$\Delta \ln S_t = \alpha + z_t + \sum_{k=1}^K \sum_{j=0}^5 \beta_{k,t-j} x_{k,t-j} + \varepsilon_t \quad (11.8)$$

Dimana S_t sebagai nilai tukar, $x_{k,t}$ sebagai "kejutan" pada k dimana makro ekonomi diumumkan. Untuk menangkap efek mingguan (senin dan jumat) maka digunakan dummy variabel. Dalam pengembangan kajian untuk melihat dampak keberadaan "kejutan" terhadap pergerakan nilai tukar maka data "kejutan" akan diganti dengan data dummy variabel. Sehingga bila terdapat "kejutan" maka dummy 1 dan bila tidak terdapat "kejutan" maka diberi dummy 0 (nol).

Penelitian yang dilakukan oleh Ehrmann dan Fratzscher mengambil sampel periode 1 Januari 1993 hingga 14 Pebruari 2003 dengan data yang dianalisa meliputi: a) data makro ekonomi Amerika yaitu real GDP, consumer confidence, CPI M/M, housing starts, industrial production, NAPM, non farm payrolls, PPI M/M, retail sales, trade balance, unemployment rate, b) data makro ekonomi dari Germany yaitu GDP, ifo business climate index, business confidence balance, PPI M/M, retail sales, trade balance, M3, unemployment, CPI, industrial production dan manufacturing orders. Sedangkan bentuk dasar model ekonometri yang dipergunakan adalah sebagai berikut:

$$\Delta(\ln e_t) = \alpha + \sum_{i=1}^{11} \gamma_i \Delta(\ln e_{t-i}) + \sum_{i=1}^4 \beta_i^{EA} S_{t,i}^{EA} + \sum_{j=1}^4 \beta_j^{US} S_{t,j}^{US} + \delta^M Mon + \delta^F Fri + \varepsilon \quad (11.9)$$

Dimana e_t merupakan spot rate harian USD/EURO, S_t *news surprises* dari masing-masing pasar, *Mon* dan *Fri* merupakan hari dimana timbul *week effect* dalam pasar valas.

Dari persamaan dasar yang dikembangkan oleh Ehrmann dan Fratzscher, maka dapat dikaji dampak setiap "kejutan" terhadap gejolak nilai tukar. Sedangkan untuk kajian mengenai dampak keberadaan "kejutan" itu sendiri dan kajian mengenai dampak gabungan dari "kejutan" terhadap gejolak nilai tukar dilakukan dengan menggantikan setiap "kejutan" dengan dummy variabel.

II.3 Pengertian "Kejutan" dan Alternatif Pengukurannya

Dalam penelitian ini yang dimaksud "kejutan" ialah adanya perbedaan besaran data makro ekonomi yang diumumkan oleh instansi terkait dengan besaran data makro ekonomi tersebut menurut perkiraan pelaku pasar. Dengan demikian "kejutan" diukur atas dasar selisih antara nilai aktual dari variable makro ekonomi dengan ekspektasi pasar. Ekspektasi atau perkiraan pasar merupakan rata-rata perkiraan pasar atas dasar survei yang dilakukan oleh Bloomberg. Apabila tidak tersedia data hasil survei maka dilakukan pendekatan matematik sederhana untuk memperoleh data proyeksi yang diharapkan dapat mewakili ekspektasi pasar dimaksud. Dengan demikian apabila terjadi "kejutan" dari pengumuman data makro ekonomi, maka akan menimbulkan reaksi pasar. Adapun reaksi pasar berupa pembelian atau penjualan valuta tergantung dari "kejutan" itu sendiri. Kalau "kejutan" tersebut merupakan berita yang positif maka pasar akan melakukan aksi pembelian demikian juga sebaliknya apabila berita tersebut negatif, maka pelaku pasar akan bereaksi sebaliknya yaitu menjual valuta. Gejolak yang ditimbulkan oleh pelaku pasar akan berhenti pada titik keseimbangan nilai tukar yang baru, atau timbul gejolak yang baru bila diikuti "kejutan" baru lainnya. Apabila tidak terdapat "kejutan" pada waktu data aktual makro ekonomi diumumkan atau dengan kata lain apabila selisih antara data aktual dengan ekspektasi pasar adalah "nol", maka diperkirakan tidak terjadi aksi pembelian atau penjualan valuta sebagai reaksi dari pengumuman data aktual makro ekonomi dimaksud.

Secara matematis pengukuran "kejutan" dari berita makro ekonomi mengacu dari pengukuran yang dilakukan oleh Ehrmann dan Fratzscher (2004), sebagai berikut :

$$(S_{k,t}) = \frac{A_{k,t} - E_{k,t}}{\Omega_k} \quad (II.10)$$

dimana komponen "kejutan" ($S_{k,t}$) dari pengumuman data makro ekonomi k , merupakan perbedaan antara data aktual yang diumumkan ($A_{k,t}$) dengan ekspektasi pasar, ($E_{k,t}$) dan dibagi dengan standar deviasinya (Ω_k). Pembagian dengan standar deviasi dilakukan guna menormalisasi berita dimaksud sehingga dapat memenuhi syarat ekonometrinya.

III. DATA DAN MODEL

III.1 Data Yang Dipergunakan

Data yang dipergunakan dalam kajian ini dibagi dalam dua kelompok yaitu data nilai tukar USD/Rupiah dan data makro ekonomi. Sedangkan data nilai tukar menggunakan pergerakan nilai tukar harian dengan mendasarkan posisi spot rate nilai tukar pada saat New York Closing, dengan periode waktu meliputi awal Januari 2001 hingga akhir Desember 2004. Penggunaan data New York Closing dilakukan dengan pertimbangan bahwa satu hari periode transaksi pasar valas meliputi dari pembukaan pasar valas Sydney hingga pasar valas New York. Hal ini dimaksudkan untuk dapat menangkap dampak semua berita yang bersumber dari Indonesia dan Amerika. Selanjutnya data time series dari nilai tukar tersebut untuk keperluan analisa di log deferent-kan.

Berkaitan dengan data makro ekonomi maka dalam kajian ini dipergunakan data aktual dan data perkiraan dari pelaku pasar. Data aktual makro ekonomi yang dipergunakan khususnya data makro ekonomi Amerika adalah mengacu pada data fundamental ekonomi yang selama ini digunakan oleh beberapa peneliti diantaranya Ehrmann M dan Fratzscher M (2004), Galati G dan Ho C (2001) dan Helinä Laakkonen (2004) dan dengan memperhatikan ketersediaan data yang diperoleh dari Bloomberg. Sedangkan data fundamental ekonomi Indonesia yang dipergunakan merupakan data yang selama ini diumumkan dan secara rutin ditampilkan pula oleh Bloomberg. Untuk menguji kebenaran data yang telah diumumkan tersebut, maka dilakukan cross cek data dengan membandingkan data aktual tersebut dengan data yang sama yang diambil dari sumber data CEIC Data.

Adapun jenis data makroekonomi yang dipergunakan meliputi :

Tabel II.1 Jenis Data Makro Ekonomi			
	Unit	Frekuensi	Diumumkan
Amerika			
Non-farm payrolls	Index	Bulanan	Jumat minggu pertama
Unemployment rate	Prosentase	Bulanan	Jumat minggu pertama
N A P M ==> Chicago Purchasing Manager	Index	Bulanan	Jumat minggu terakhir
Retail sales	Index	Bulanan	Rabu minngu kedua
CPI (Consumer Price Index) (Y-O-Y)	Prosentase	Bulanan	kamis minggu ketiga
PPI (Production Price Index) (Y-O-Y)	Prosentase	Bulanan	rabu minggu ketiga
Fed Fund Interest Rate Prosentase	Bulanan	tidak tentu	
Industrial production	Index	Bulanan	rabu minggu ketiga
GDP (Gross Domestic Product) (Q-O-Q)	Prosentase	Triwulan	Rabu minggu terakhir

Tabel II.1
Jenis Data Makro Ekonomi (Lanjutan)

	Unit	Frekuensi	Diumumkan
Consumer Confidence Index	Bulanan	Selasa minggu kedua	
Housing start	Index	Bulanan	Rabu minggu ketiga
Trade Balance	Level	Bulanan	Selasa minggu kedua
Indonesia			
M1 (M-O-M)	Prosentase	Bulanan	Rabu minggu ketiga
M2 (M-O-M)	Prosentase	Bulanan	Rabu minggu ketiga
CPI (Y-O-Y)	Prosentase	Bulanan	awal bulan
WPI (Y-O-Y)	Prosentase	Bulanan	minggu kedua
GDP (Y-O-Y)	Prosentase	Triwulanan	tgl 15 bulan berikutnya
SBI 1 bulan	Prosentase	1 atau 2 mingguan	Rabu
NIR	Level	Mingguan	Rabu
Ekpor (Y-O-Y)	Prosentase	Bulanan	tgl 15 bulan berikutnya
Impor (Y-O-Y)	Prosentase	Bulanan	tgl 15 bulan berikutnya
Trade balance	Level	Bulanan	tgl 15 bulan berikutnya

Data perkiraan dari para pelaku pasar merupakan rata-rata perkiraan para pelaku pasar atas data makro ekonomi yang akan diumumkan oleh pihak berwenang. Data ini didapat dari hasil survei yang secara rutin dilakukan oleh bloomberg. Data bloomberg survei tersebut untuk data makro ekonomi Amerika sedang data survei perkiraan pelaku pasar untuk data makro ekonomi Indonesia tidak seluruhnya tersedia. Untuk itu dalam kajian ini terhadap data yang tidak dilakukan survei maka untuk memperoleh angka estimasi sebagai pengganti data bloomberg survei dilakukan dengan pendekatan metode perkiraan tertentu sesuai dengan jenis data yang dianalisa.

Dengan periode waktu penelitian meliputi 1 Januari 2001 hingga 31 Desember 2004, maka gambaran data makro ekonominya sebagai berikut :

Tabel II.2
Gambaran Data Makro Ekonomi Periode Pengamatan 1/1/2001 hingga 31/12/2004

	N. Obs	Hub. thd USD/IDR ¹⁾		Data Aktual		Data Survei		"kejutan"	
		Koef.	Signifikan	Mean	St Dev	Mean	St Dev	Mean	St Dev
Amerika									
Non-farm payrolls	48	-2.01	0.007	8.3125 00	155.78 18	42.647 50	109.76 47	-0.015803	0.2240 79
Unemployment rate	48	-903.49	0.000	5.4875 00	0.5988 02	5.5262 50	0.6128 16	-0.012380	0.2195 58

Tabel II.2
Gambaran Data Makro Ekonomi Periode Pengamatan 1/1/2001
hingga 31/12/2004 (Lanjutan)

	N. Obs	Hub. thd USD/IDR ¹⁾		Data Aktual		Data Survei		"kejutan"	
		Koef.	Signifikan	Mean	St Dev	Mean	St Dev	Mean	St Dev
N A P M	47	-64.53	0.000	52.189 36	8.5872 31	51.653 19	7.3655 15	0.005833	0.2129 62
Retail sales	40	15.89	0.841	0.3350 00	1.5609 91	0.2418 60	0.9251 08	0.002927	0.1938 34
CPI (Y-O-Y)	48	119.21	0.824	0.1916 67	0.2314 00	0.2062 50	0.1693 62	-0.004841	0.2133 22
PPI (Y-O-Y)	48	-196.63	0.265	0.1708 33	0.7019 60	0.1650 00	0.2700 75	0.000535	0.2121 91
Fed Fund Interest Rate	36	305.19	0.003	2.0972 22	1.3955 00	2.1224 44	1.4361 43	-0.007936	0.1878 62
Industrial production	48	-670.19	0.002	0.0354 17	0.5377 22	0.0750 00	0.3889 43	-0.006668	0.2143 44
GDP (Q-O-Q)	16	-205.23	0.037	2.7437 50	2.3454 83	2.7625 00	2.4007 98	-0.000340	0.1198 97
Consumer Confidence	48	26.44	0,001	94.800 00	14.469 32	95.427 08	13.788 86	-0.005184	0.2134 90
Housing start	47	-2.74	0,000	1758.3 19	158.59 37	1737.9 79	152.07 62	0.012084	0.2171 75
Trade Balance	48	51.53	0,000	- 38.510	8.8405 07	- 38.103	7.7621 96	-0.006574	0.2142 84
Indonesia									
M1 (M-O-M)**	48	-1.51	0.964	1.2785 42	3.7238 12	1.2393 75	1.1451 10	0.000547	0.2121 92
M2 (M-O-M)**	48	183.08	0.048	0.6971 46	1.3142 80	0.6898 47	0.3714 24	0.000257	0.2121 80
CPI (Y-O-Y)	46	167.05	0,000	9.2160 87	3.0136 78	9.1894 20	2.9654 70	0.002045	0.2078 33
WPI (Y-O-Y)	46	91.88	0,000	7.5789 13	7.1383 36	7.2437 32	6.1494 85	0.004216	0.2085 42
GDP (Y-O-Y)	16	-43.55	0.665	1.1652 53	2.4059 23	1.2881 41	2.8149 78	-0.001552	0.1205 11
SBI 1 bulan **	202	19,81	0,000	12.386 63	3.8947 21	12.419 21	3.8991 86	-0.070217	0.4580 49
NIR **	148	-30.57	0,000	143.63 66	17.317 36	144.43 54	17.408 51	-0.051225	0.3958 83
Ekpor (Y-O-Y)	45	-17.75	0.033	2.1435 56	14.722 51	3.5528 52	13.739 03	-0.152895	1.0000 00
Impor (Y-O-Y)	46	-1.38	0.739	10.280 87	30.047 35	12.401 12	28.324 95	-0.010273	0.2130 67
Trade balance	46	-0.54	0.123	2158.7 41	354.19 70	2170.5 27	282.15 85	-0.001381	0.2077 14

Keterangan :

* uji korelasi dengan nilai tukar sebagai dependen variabelnya dan menambahkan lag satu atas dependen variabel sebagai unsur independen variabel.
 ** tidak tersedia data bloomberg survei, sebagai pengganti dilakukan dengan menggunakan pendekatan moving average

Data "kejutan" yang data rata-ratanya menunjukkan angka positif mengindikasikan proyeksi pasar lebih kecil dibandingkan dengan data aktualnya. Demikian pula sebaliknya bila rata-rata "kejutan" menunjukkan angka negatif berarti perkiraan pasar lebih besar dari aktualnya. Dampak yang ditimbulkan pada pergerakan nilai tukar tergantung dari

intuisi ekonomi dari masing-masing data makro ekonomi tersebut mempengaruhi nilai tukar USD/Rupiah.

III.2 Model yang Dipergunakan

Dengan mengacu pada model yang dipergunakan oleh Galati dan Ho (2001), dan model yang dikembangkan oleh Ehrmann dan Fratzscher (2004), maka dalam penelitian ini model yang dibangun adalah sebagai berikut :

Untuk permasalahan penelitian I : *Apakah terdapat pengaruh "kejutan" dari masing-masing berita makroekonomi terhadap gejolak nilai tukar USD/ Rupiah*

Dalam model yang dibangun berdasarkan pada asumsi bahwa pasar merupakan pasar yang efisien, dan ekspektasi pasar mengenai data makro ekonomi yang akan diumumkan merupakan posisi ekspektasi pasar pada saat diumumkan. Sebagai konsekuensinya hal yang menggerakkan nilai tukar adalah bila terjadi "kejutan" berupa adanya berita makro ekonomi yang tidak diantisipasi oleh pasar. Oleh karena itu model yang dipergunakan adalah :

$$\Delta(\ln e_t) = \alpha + \Delta(\ln e_{t-1}) + \beta S_t + \delta^M D_{Mon} + \delta^F D_{Fri} + \varepsilon_t \quad (II.11)$$

dimana e merupakan spot nilai tukar pada *bloomberg closing rate*, S menyatakan surprise atau "kejutan", sedang D sebagai dummy variabel. Karena nilai tukar yang dipakai merupakan nilai tukar harian maka dummy variabel untuk Senin (Monday) dan Jumat (Friday) dinyatakan dalam model dengan maksud untuk menangkap pergerakan efek seasonal mingguan. Adanya penempatan pergerakan nilai tukar $t-1$ pada model dimaksudkan untuk menangkap antisipasi pelaku pasar terhadap pengumuman data makro ekonomi.

Untuk permasalahan penelitian II : *Apakah terdapat dampak dari keberadaan "kejutan" dari masing-masing berita makroekonomi terhadap gejolak nilai tukar USD/ Rupiah.*

Dalam menjawab permasalahan II ini, maka mengacu pada persamaan 1, dimana setiap terjadi kejuatan dari berita makro ekonomi yang diumumkan dinyatakan dengan dummy "1", sedangkan apabila ternyata tidak terjadi "kejutan" akan diberi angka "0". Untuk menghindari "near singular matrix" pada saat penghitungan, maka hari-hari tanpa ada pengumuman berita makro ekonomi akan diberi angka "0" untuk menggantikan ketiadaan data (n/a). Dasar pemikiran dari pendekatan ini adalah keberadaan dari "kejutan" akan mempengaruhi pergerakan nilai tukar, hal ini terlepas dari magnitude dari "kejutan" itu sendiri. Dengan demikian model yang dibangun adalah :

$$\Delta(\ln e_t) = \alpha + \Delta(\ln e_{t-1}) + \beta D_t + \delta^M D_{Mon} + \delta^F D_{Fri} + \varepsilon_t \quad (II.12)$$

Simbol D merupakan dummy "kejutan"

Untuk permasalahan penelitian III : Apakah sumber "kejutan" dari berita makro ekonomi Indonesia bersama-sama dengan sumber "kejutan" dari berita makro ekonomi Amerika memberikan pengaruh kepada gejala nilai tukar USD/ Rupiah.

Dalam permasalahan penelitian ini, dikaji mengenai adanya "kejutan" dari Indonesia dan dari Amerika secara agregat. Dengan kata lain akan dikaji kemungkinan adanya pengaruh secara geografik dari "kejutan" yang ada terhadap pergerakan nilai tukar. Dimana nilai tukar merupakan harga relatif dari dua valuta, maka pada prinsipnya "kejutan" yang bersumber dari kedua wilayah negara tersebut mempunyai pengaruh terhadap pergerakan USD/ Rupiah, meskipun dengan bobot yang berbeda-beda. Untuk mengukur pengaruh "kejutan" secara agregat dan untuk menguji asimetrik geografik, maka dilakukan dengan menggunakan persamaan :

$$\Delta(\ln e_t) = \alpha + \Delta(\ln e_{t-1}) + \beta D_t^{US} + \gamma D_t^{IND} + \delta^M D_{Mon} + \delta^F D_{Fin} + \varepsilon_t \quad (II.13)$$

Dalam penentuan dummy "kejutan" baik yang berasal dari Amerika maupun dari Indonesia, maka ditetapkan nilai "positif satu" sebagai "kejutan" yang bersifat positif (mendorong penguatan mata uang Rupiah terhadap USD), dummy "negatif satu" sebagai "kejutan" yang bersifat negatif (mendorong pelemahan nilai tukar Rupiah terhadap USD) dan dummy "nol" bila tidak terjadi "kejutan".

Untuk permasalahan penelitian IV : Apakah keberadaan "kejutan" dari masing-masing negara yang bersifat positif dan negatif memberikan magnitude yang simetris kepada gejala nilai tukar USD/ Rupiah.

Dalam permasalahan penelitian ini diasumsikan "kejutan" positif dan negatif akan menyebabkan pergerakan nilai tukar secara simetris, dalam arti pada arah yang berlawanan namun dengan magnitud yang sama. Namun akan menimbulkan dampak yang asimetris antar negara dari mana sumber berita itu berasal. Antar wilayah tersebut akan menimbulkan empat kemungkinan pergerakan asimetris melalui perbandingan "kejutan" positif (baik) dan "kejutan" negatif (buruk) di Indonesia dan Amerika. Dalam hal ini model yang dipergunakan adalah:

$$\Delta(\ln e_t) = \alpha + \Delta(\ln e_{t-1}) + \beta^G D_t^{US,G} + \beta^B D_t^{US,B} + \gamma^G D_t^{IND,G} + \gamma^B D_t^{IND,B} + \delta^M D_{Mon} + \delta^F D_{Fin} + \varepsilon_t \quad (II.14)$$

dimana notasi G menyatakan sebagai "good" (positif) dan B menyatakan sebagai "bad" (negatif).

IV. HASIL PERHITUNGAN DAN ANALISA HASIL

IV.1 Pengaruh “Kejutan” dari Berita Makro Ekonomi Terhadap Nilai Tukar USD/Rupiah

Pada tabel II.3 menjelaskan beberapa hasil yang menarik, yaitu *pertama* tidak ada satupun “kejutan” pengumuman data makro ekonomi Amerika yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Hal ini dapat dipahami karena pasar kemungkinan telah mengantisipasi sebelum pengumuman itu dikeluarkan. Hal ini didukung data dari tabel II.1 yang memperlihatkan mean dari “kejutan” dari pengumuman data makro ekonomi yang rendah dan hanya data NAPM, *retail sales*, PPI, dan *housing start* yang mempunyai “kejutan” positif (data actual lebih besar dari proyeksi pelaku pasar). Hal lain yang timbul adalah pasar valas dalam negeri telah mengantisipasi pengumuman data makro ekonomi. Proyeksi perkiraan data makro ekonomi Amerika makin akurat karena pelaku pasar valas Indonesia terus melakukan penyesuaian atas perkiraan data makro ekonomi yang diumumkan dengan mengacu pada perkiraan data dari pelaku pasar baik dari pasar Singapore, Jepang dan London sebelum pasar valas Indonesia berakhir. Dari tabel II.3 tampak bahwa data trade balance Amerika secara signifikan mempengaruhi pergerakan nilai tukar namun sinyal koefisien dari data tersebut tidak sesuai dengan intuisi secara ekonomi.

Kedua, dengan pendekatan regresi pula dapat diindikasikan bahwa terdapat tiga indikator makro ekonomi dari Indonesia yaitu M2, CPI dan GDP dimana “kejutan” yang ditimbulkannya secara signifikan mampu mempengaruhi pergerakan nilai tukar dalam periode awal tahun 2001 hingga akhir tahun 2004, sesuai dengan pemahaman teori yang ada. Koefisien dari ketiga data tersebut memberikan signal yang sesuai dengan intuisi secara ekonomis pula. Sedangkan data-data WPI, ekspor dan *trade balance* meskipun kajian signifikansinya menunjukkan dapat mempengaruhi nilai tukar namun secara koefisiensinya menunjukkan tidak sesuai dengan intuisi ekonomisnya.

Tabel II.3
Pengaruh “Kejutan” dari Masing-masing Berita Makroekonomi Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/Rupiah. Periode 2001 – 2004

	Koefisien	SD	t-stat	Significant
Amerika				
Non-farm payrolls	-0.000226	0.001139	-0.198018	0.8431
Unemployment rate	0.000231	0.001158	0.199153	0.8422
N A P M ==> Chicago Purchasing Manager	0.001242	0.001187	1.046517	0.2956
Retail sales	-0.000331	0.001303	-0.254363	0.7993

Tabel II.3
Pengaruh "Kejutan" dari Masing-masing Berita Makroekonomi
Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/Rupiah. Periode 2001 – 2004 (Lanjutan)

	Koefisien	SD	t-stat	Significant
CPI (Consumer Price Index) (Y-O-Y)	-0.001120	0.001184	-0.946460	0.3441
PPI (Production Price Index) (Y-O-Y)	-0.000499	0.001190	-0.419683	0.6748
Fed Fund Interest Rate	-0.001674	0.001345	-1.243937	0.2138
Industrial production	0.000406	0.001179	0.344344	0.7307
GDP (Gross Domestic Product) (Q-O-Q)	0.001944	0.002105	0.923185	0.3561
Consumer Confidence	0.001321	0.001183	1.116553	0.2644
Housing start	-0.000116	0.001165	-0.099763	0.9206
Trade Balance	-0.002154	0.001179	-1.827123	0.0680
Indonesia				
M1 (M-O-M)	-0.001485	0.001189	-1.249085	0.2119
M2 (M-O-M)	-0.002702	0.001187	-2.275780	0.0231
CPI (Y-O-Y)	0.002814	0.001217	2.312811	0.0209
WPI (Y-O-Y)	-0.003057	0.001208	-2.529992	0.0116
GDP (Y-O-Y)	-0.004026	0.002093	-1.923771	0.0547
SBI 1 bulan	6.31E-05	0.000556	0.113457	0.9097
NIR	0.000521	0.000642	0.811521	0.4173
Ekpor (Y-O-Y)	0.002922	0.001544	1.892137	0.0657
Impor (Y-O-Y)	-0.000569	0.001186	-0.479869	0.6314
Trade balance	0.002846	0.001215	2.342035	0.0194

IV.2 Pengaruh dari Keberadaan "Kejutan" Berita Makroekonomi Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/ Rupiah

Melalui kajian dengan memberikan perhatian pada keberadaan sumber "kejutan" dari Amerika dan keberadaan sumber "kejutan" dari Indonesia, maka akan diuji mengenai keberadaan *geographical asymmetry* dari pengaruh "kejutan" terhadap pergerakan nilai tukar harian. Hal ini terkait ketika kita menghubungkan nilai tukar dengan *relative price* dari kedua mata uang USD dan Rupiah. Secara prinsip "kejutan" yang berasal dari wilayah Amerika dan wilayah Indonesia akan mempengaruhi pergerakan nilai tukar, meskipun "kejutan" dari masing-masing wilayah tidak memiliki bobot pengaruh yang sama.

Dari kajian *geological asymmetry* dengan mengacu tabel II.4, maka terdapat tiga keberadaan "kejutan" dari Amerika yang secara signifikan dan secara intuisi ekonomi

mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Ketiga data tersebut adalah GDP, trade balance dan consumer confidence. Sedang data CPI walaupun signifikan namun intuisi ekonominya tidak sesuai karena koefisiennya menunjukkan bahwa kenaikan CPI Amerika menyebabkan penguatan nilai tukar USD terhadap Rupiah.

Sedangkan kajian keberadaan "kejutan" yang berasal dari Indonesia menunjukkan data makro ekonomi M1, M2 dan WPI mempengaruhi pergerakan nilai tukar, sedang data makro ekonomi CPI, SBI1 bulan dan export meskipun punya pengaruh yang signifikan namun intuisi ekonominya tidak dapat diterima.

Tabel II.4
Pengaruh Keberadaan "Kejutan" dari Masing-masing Berita Makroekonomi Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/RUPIAH. Periode 2001 – 2004

	Koefisien	SD	t-stat	Significant
Amerika				
Non-farm payrolls	5.15E-05	0.001189	0.043300	0.9655
Unemployment rate	0.000616	0.001212	0.508141	0.6115
N A P M ==> Chicago Purchasing Manager	0.000680	0.001190	0.571385	0.5679
Retail sales	-0.000267	0.001421	-0.187728	0.8511
CPI (Consumer Price Index) (Y-O-Y)	0.003336	0.001464	2.278741	0.0229
PPI (Production Price Index) (Y-O-Y)	-0.000196	0.001191	-0.164295	0.8695
Fed Fund Interest Rate	0.001011	0.001987	0.508657	0.6111
Industrial production	0.001317	0.001260	1.045676	0.2960
GDP (Gross Domestic Product) (Q-O-Q)	0.004432	0.002353	1.883708	0.0599
Consumer Confidence	0.001595	0.001178	1.354522	0.1759
Housing start	4.12E-05	0.001195	0.034528	0.9725
Trade Balance	0.001776	0.001177	1.508910	0.1316
Indonesia				
M1 (M-O-M)	-0.002252	0.001176	-1.914940	0.0558
M2 (M-O-M)	-0.001562	0.001178	-1.325604	0.1853
CPI (Y-O-Y)	-0.003747	0.001212	-3.092737	0.0020
WPI (Y-O-Y)	0.001836	0.001203	1.526583	0.1272
GDP (Y-O-Y)	-0.002208	0.002043	-1.081058	0.2799
SBI 1 bulan	0.000869	0.000607	1.432600	0.1523
NIR	0.000506	0.000681	0.743143	0.4576
Ekpor (Y-O-Y)	0.001771	0.001232	1.436670	0.1511
Impor (Y-O-Y)	0.001095	0.001205	0.908742	0.3637
Trade balance	0.001540	0.001207	1.276601	0.2020

IV.3 Pengaruh "Kejutan" Berita Makro Ekonomi dari Amerika dan Indonesia Secara Bersama-sama Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/ Rupiah.

Dengan pendekatan agregate yaitu dengan menggabungkan secara bersama-sama seluruh "kejutan" pengumuman data makro ekonomi pada masing-masing negara, dari uji hipotesa null menunjukkan bahwa tidak ada alasan untuk menolak hipotesa null yang berarti menginformasikan bahwa terdapat pengaruh yang simetris dengan arah yang berlawanan antara "kejutan" yang berasal dari Amerika dan "kejutan" yang berasal dari Indonesia. Di samping itu dari kajian menunjukkan pula bahwa secara gabungan "kejutan" data makro ekonomi dari Amerika secara signifikan mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Kondisi ini berbeda bila sumber "kejutan" dari data makro ekonomi yang bersumber dari Indonesia, yang menunjukkan tidak memberikan dampak signifikan terhadap pergerakan nilai tukar USD/Rupiah.

Tabel II.5
Dampak "Kejutan" Berita Makro Ekonomi dari Amerika dan Indonesia
Secara Bersama-sama Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/ Rupiah Tahun 2001 – 2003

Sumber "Kejutan"	Koefisien	SD	t-stat	Significant
Berita Amerika	0.000954	0.000383	2.494579	0.0128
Berita Indonesia.	0.000132	0.000296	0.444253	0.6570
Wald tests	Null hypothesis		significant	
	$\beta^{US} = -\gamma^{IND}$		0.0966	

Sumber "kejutan" merupakan total dummies "kejutan" pada masing-masing sumber berita, adjusted R2 = 0.014729

IV.4 Pengaruh Berita Positif dan Negatif dari Amerika dan Indonesia Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/Rupiah

Diasumsikan bahwa pasar bereaksi secara simetris terhadap "kejutan" yang berupa berita baik dan berita buruk namun dengan arah dan magnitute yang berbeda. Oleh karena itu dilakukan empat cara menguji hubungan simetri dari hubungan antara "kejutan" data makro ekonomi yang baik dengan "kejutan" data makro ekonomi yang buruk yang bersumber dari kedua negara. Dari uji signifikansi menunjukkan bahwa terjadi pengaruh yang simetris antara berita keberadaan "kejutan" yang baik dari Amerika dengan keberadaan "kejutan" yang baik dari Indonesia dan terdapat pengaruh yang simetris pula antara keberadaan "kejutan" yang buruk dari Amerika dengan keberadaan "kejutan" yang buruk dari Indonesia.

Namun tidak terdapat pengaruh yang simetris antara keberadaan “kejutan” baik dan “kejutan” yang buruk dari Amerika terhadap pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Tidak ada hubungan simetris terjadi pula terhadap “kejutan” yang baik dan “kejutan” yang buruk dari Indonesia.

Tabel II.6
Dampak Berita Positif dan Negatif dari Amerika dan Indonesia
Terhadap Gejolak Nilai Tukar USD/Rupiah Tahun 2001 -2004

Sumber “Kejutan”	Koefisien	SD	t-stat	Significant
Berita Positif Amerika	0.000808	0.000511	1.580435	0.1143
Berita Negatif Amerika	-0.001098	0.000521	-2.107325	0.0353
Berita Positif Indonesia	0.000212	0.000412	0.513664	0.6076
Berita Negatif Indonesia	-0.000111	0.000398	-0.277561	0.7814
Wald tests	Null hypothesis		Significant	
	$\beta^{US,Good} = -\beta^{US,Bad}$		0.6745	
	$\beta^{US,Good} = -\gamma^{IND,Good}$		0.0779	
	$\beta^{US,Bad} = -\gamma^{IND,Bad}$		0.0507	
	$\gamma^{IND,Good} = -\gamma^{IND,Bad}$		0.8544	

Adjusted R2=0.013030

V. KESIMPULAN DAN SARAN

V.1 Kesimpulan

Dalam kerta kerja ini, peneliti mencoba mengkaji pergerakan nilai tukar harian USD/Rupiah yang dipengaruhi oleh adanya “kejutan” atas pengumuman data makro ekonomi dari Amerika dan dari Indonesia selama periode awal tahun 2001 hingga akhir tahun 2004. Kajian meliputi pula terhadap reaksi pelaku pasar pada arah yang berlawanan terhadap “kejutan” yang berasal dari Amerika dan dari Indonesia. Serta kajian terhadap “kejutan” yang baik maupun “kejutan” yang buruk dari kedua Negara. Dari kajian diatas, dapat dikemukakan beberapa hal sebagai berikut :

- Meskipun terjadi “kejutan” pengumuman data makro ekonomi Amerika, yaitu tercermin dari adanya perbedaan data makro ekonomi yang diumumkan dengan yang diperkirakan pasar, namun “kejutan” tersebut tidak mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Tidak adanya gejolak nilai tukar dapat disebabkan kekuatan kejutan tersebut tidak signifikan, sehingga pada dasarnya pada saat diumumkan, nilai tukar telah berada pada level yang

- mencerminkan posisi pada saat diumumkannya berita makro ekonomi tersebut. Namun demikian terdapat "Kejutannya" tiga makro ekonomi dari sepuluh "kejutan" data makro ekonomi Indonesia yang diuji secara signifikan mampu mempengaruhi pergerakan nilai tukar. Ketiga "kejutan" tersebut masing-masing adalah "kejutan" atas data makro ekonomi M2, CPI dan GDP.
- b. Dari kajian *geographical asymmetry*, yaitu melalui kajian dengan memberikan perhatian pada keberadaan sumber "kejutan" dari Amerika dan keberadaan sumber "kejutan" dari Indonesia, dengan mengabaikan bobot pengaruh dari masing-masing "kejutan", terdapat tiga keberadaan "kejutan" dari Amerika yang secara signifikan dan secara intuisi ekonomi mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Ketiga data tersebut adalah GDP, trade balance dan consumer confidence. Sedangkan kajian keberadaan "kejutan" yang berasal dari Indonesia menunjukkan data makro ekonomi M1, M2 dan WPI mempengaruhi pergerakan nilai tukar.
 - c. Pada dasarnya terdapat pengaruh yang simetris dengan arah yang berlawanan antara gabungan "kejutan" pengumuman data makro ekonomi yang berasal dari Amerika dan gabungan "kejutan" data makro ekonomi yang berasal dari Indonesia. Meskipun hanya gabungan "kejutan" data makro ekonomi dari Amerika saja yang secara signifikan mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah.
 - d. Dengan asumsi bahwa pasar bereaksi secara simetris terhadap "kejutan" yang berupa berita baik dan berita buruk namun dengan arah dan magnitute yang berbeda, dari kajian menunjukkan terjadi pengaruh yang simetris antara berita keberadaan "kejutan" yang baik dari Amerika dengan keberadaan "kejutan" yang baik dari Indonesia dan terdapat pengaruh yang simetris pula antara keberadaan berita yang buruk dari Amerika dengan keberadaan berita yang buruk dari Indonesia.

V.2 Saran

Pihak otoritas baik fiskal maupun moneter dapat menentukan waktu yang tepat dalam mengeluarkan kebijakan yang diharapkan dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Dengan memperhatikan saat yang tepat, yaitu dengan memanfaatkan "kejutan" berita makro ekonomi yang mempunyai pengaruh signifikan, akan meningkatkan kredibilitas kebijakan yang dikeluarkan. Apabila "kejutan" berita makro ekonomi dapat dinyatakan mencerminkan sentimen pasar terhadap keberadaan berita makro ekonomi tersebut maka mengacu pada temuan diatas dimana "kejutan" secara gabungan dari Amerika lebih signifikan mempengaruhi nilai tukar USD/Rupiah dibanding data gabungan dari Indonesia, maka untuk meningkatkan kredibilitas setiap kebijakan yang akan dikeluarkan oleh pihak otoritas, khususnya oleh Bank

Indonesia sebaiknya memperhitungkan waktu yang tepat dengan menyesuaikan berita makro ekonomi yang akan dikeluarkan oleh pihak otoritas Amerika. Lebih spesifik lagi perhatian diprioritaskan pada saat pengumuman data makro ekonomi GDP, *trade balance* dan *consumer confidence*.

Di samping itu secara umum (gabungan) "kejutan" pengumuman data makro ekonomi dari Indonesia tidak memberikan dampak yang berarti kepada pergerakan nilai tukar, namun dari kajian parsial menunjukkan beberapa pengumuman data makro ekonomi yaitu data makro ekonomi M1, M2, WPI, CPI dan GDP, secara signifikan mempengaruhi pergerakan nilai tukar USD/Rupiah. Oleh karena itu pihak otoritas sebaiknya memperhatikan momen pengumuman data makro ekonomi Indonesia tersebut untuk menjaga kredibilitas dan efektifitas berbagai kebijakan moneter maupun fiscal yang dikeluarkan untuk mengendalikan pergerakan nilai tukar USD/Rupiah.

DAFTAR PUSTAKA

- Almeida Alvaro, Goodhart Charles, and Payne Richard, The Effects of Macroeconomic News on High Frequency Exchange Rate Behavior, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 33, No. 3, September 1998
- Andersen Torben G and Tim Bollerslev Deutsche, Mark Dollar Volatility : Intraday Activity Pattern, Macroeconomic Announcements and Longer Run Dependencies, *Journal of Finance*. Vol 53 No 1 (Feb, 1998), p 219 – 265
- Dimson Elroy and Mussavian Massoud, A brief history of market efficiency, Published in *European Financial Management*, Volume 4, Number 1, March 1998, p 91-193
- Eddelb"uttely Dirk and McCurdyz Thomas H, The Impact of News on Foreign Exchange Rates: Evidence from High Frequency Data, Bank of Montreal Version: May 1998
- Ehrmann Michael and Fratzscher Marcel, Exchange Rates and Fundamentals :New Evidence from Real Time Data, European Central Bank, Workin Paper Series No. 365, May 2004
- Fama, Eugene (1970), "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, p 383 – 417
- Galati Gabriele and Ho Corrinne, Macroeconomic news and the euro/dollar exchange rate, BIS Working Papers No 105, Monetary and Economic Department, December 2001
- Hallwood C Paul dan MacDonald Ronald, 2002, *International Money and Finance*, 3rd ed, Blackwell Publishers, Malden Massachusetts, USA.
- Krugman R Paul, Obstfeld Maurice, 2003, *International Economics – Theory and Policy*, Pearson Education international, USA.
- Laakkonen Helinä, The impact of macroeconomic news on exchange rate volatility, BANK OF FINLAND DISCUSSION PAPERS 24, 2004, Research Department, 7.12.2004
- Laidler EW David, 1993, *the Demand for Money – Theories Evidence and Problems*, 4th ed, Harper Collins college Publishers, USA
- Malkiel Burton G., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, Princeton University, CEPS Working Paper No. 91, April 2003
- Mishkin Frederic S., 2000, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6th ed, Addison Wesley.

- Muth, John F. (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements" reprinted in *The new classical macroeconomics*. Volume 1. (1992): 3-23 (International Library of Critical Writings in Economics, vol. 19. Aldershot, U.K.: Elgar.)
- Pilbeam Keith, 1998, *International Finance*, 2nd ed, Palgrave, New York.
- Reitz Stefan, Central Bank Intervention and Exchange Rate Expectations – Evidence from the Daily DM/US-Dollar Exchange Rate, Justus-Liebig-University Giessen, Discussion paper 17/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, June 2002
- Rosenberg R. Michael, 1996, *Currency – A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*, McGraw-Hill.
- Sodersten Bo and Reed Geoffrey, 1994, *International Economics*, 3rd ed, St Martin's Press, New York.
- Walid Ben Omrane,¹ Luc Bauwens² and Pierre Giot³, News announcements, market activity and volatility in the Euro/Dollar foreign exchange market, March, 2003