

## MANAJEMEN NILAI TUKAR DI INDONESIA DAN PERMASALAHANNYA

Miranda S. Goeltom dan Doddy Zulverdi \*)

### Pendahuluan

Nilai tukar rupiah yang relatif stabil dan bahkan cenderung mengalami apresiasi sebelum Juli 1997 telah mendorong *capital inflow* yang cukup besar ke Indonesia. Fenomena tersebut merupakan hal yang logis bagi suatu negara yang menganut sistem devisa bebas dan perekonomiannya terbuka karena arus modal akan selalu mengikuti return investasi yang terbesar dan resiko seminimal mungkin. Namun sejak *currency turmoil* melanda Thailand dan menyebar ke negara-negara ASEAN lainnya pada pertengahan Juli 1997, *capital inflow* tersebut telah menjadi bumerang karena telah berubah menjadi arus balik yang membahayakan baik terhadap nilai tukar rupiah maupun terhadap perekonomian nasional. Nilai tukar rupiah secara simultan mendapat tekanan yang cukup berat karena besarnya *capital outflow* akibat hilangnya kepercayaan investor asing terhadap prospek perekonomian Indonesia. Tekanan terhadap nilai tukar rupiah tersebut diperberat lagi dengan semakin maraknya kegiatan *speculative bubble*, sehingga sejak krisis berlangsung nilai tukar rupiah mengalami depresiasi hingga mencapai 75%.

Krisis nilai tukar yang telah berkembang menjadi krisis ekonomi hingga saat ini belum menunjukkan tanda-tanda akan berakhir sehingga telah mempengaruhi kinerja perekonomian nasional. Laju pertumbuhan ekonomi mengalami perlambatan dan bahkan telah memasuki masa resesi yang cukup dalam, inflasi meningkat pesat baik karena gangguan produksi maupun karena *imported inflation*, tingkat pengangguran semakin meningkat dan penduduk yang hidup di bawah garis kemiskinan semakin banyak, serta permasalahan-permasalahan lainnya.

Disadari bahwa fluktuasi nilai tukar rupiah hanya merupakan muara dari akumulasi permasalahan ekonomi yang selama ini terpendam baik yang dialami di sektor moneter, perbankan dan sektor riil. Dengan demikian usaha menstabilkan nilai tukar rupiah tidak akan bermanfaat jika tidak didukung dengan usaha-usaha pembenahan seluruh kelemahan aspek perekonomian nasional baik berupa sistem, perangkat dan peraturan. Sehubungan dengan hal tersebut pembenahan di sektor mikro bersamaan dengan kebijakan makro untuk

---

\*) Miranda S. Goeltom : Direktur Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Operasi Pengendalian Moneter, dan Devisa, Bank Indonesia.  
Doddy Zulverdi : Peneliti Ekonomi Junior, Bagian Analisis dan Perencanaan Kebijakan, UREM, BI

menstabilkan nilai tukar rupiah merupakan langkah yang ideal untuk dilakukan agar Indonesia dapat segera keluar dari krisis.

Dengan memperhatikan kondisi tersebut serta permasalahan dan karakteristik perekonomian nasional, permasalahan selanjutnya adalah bagaimana mempercepat stabilitas nilai tukar rupiah guna mempercepat usaha pemulihan ekonomi nasional. Sehubungan dengan hal tersebut maka mendiskusikan manajemen moneter yang ideal untuk menstabilkan nilai tukar rupiah merupakan suatu topik yang menarik untuk dikaji pada kesempatan ini. Berbagai pendapat masih diperdebatkan mengenai manajemen nilai tukar yang tepat untuk diterapkan di Indonesia. Termasuk apakah sistem nilai tukar flexible cukup memadai untuk perekonomian Indonesia, dan apakah langkah untuk mengisolasi nilai tukar suatu negara dari perekonomian global misalnya melalui *capital control* seperti yang dilakukan oleh Malaysia, cukup memungkinkan untuk diterapkan di Indonesia.

Kesemua hal tersebut akan dibahas dalam paper ini, yang pembahasannya dibagi atas tujuh bagian. Bagian kedua akan membahas secara singkat aspek teoritis dari sistem nilai tukar dikaitkan dengan sistem devisa yang dianut suatu negara. Bagian ketiga akan mendiskusikan perkembangan manajemen nilai tukar di Indonesia. Bagian keempat akan membahas perkembangan sistem devisa di Indonesia. Bagian lima akan membahas permasalahan-permasalahan yang saat ini sedang dihadapi oleh Indonesia dalam era nilai tukar mengambang (*floating exchange rate*). Bagian keenam akan mendiskusikan arah kebijakan nilai tukar dan sistem devisa di masa yang akan datang. Sementara bagian terakhir akan menyajikan kesimpulan dari tulisan ini.

## Sistem Nilai Tukar dan Sistem Devisa: Tinjauan Teoritis

### Sistem Nilai Tukar dan Kaitannya dengan Sistem Devisa

Model Mundell (1968) - Fleming (1962) merupakan alat analisis yang paling populer dalam menjelaskan mekanisme transmisi moneter dalam suatu perekonomian terbuka yang menerapkan salah satu dari dua pilihan ekstrim sistem nilai tukar, yaitu sistem nilai tukar tetap (*fixed exchange rate*) dan sistem nilai tukar mengambang (*floating exchange rate*). Model tersebut mengasumsikan suatu negara yang menganut sistem devisa bebas dengan skala ekonomi yang relatif kecil. Hal ini mengandung implikasi bahwa, bagi negara tersebut, suku bunga internasional, tingkat harga internasional, dan tingkat pendapatan internasional merupakan variabel-variabel eksogen. Implikasi lain adalah suku bunga domestik akan selalu bergerak searah dengan pergerakan suku bunga internasional.

Berdasarkan kerangka model tersebut, di suatu negara yang menerapkan sistem nilai tukar tetap, otoritas moneter tidak memiliki keleluasaan dalam mengendalikan kondisi

moneter domestik. Suatu kebijakan ekspansi moneter melalui pembelian surat berharga pasar uang, misalnya, hanya akan mendorong perubahan portofolio bank sentral dari devisa menjadi surat berharga pasar uang domestik tanpa mengubah jumlah uang beredar. Mekanisme ini dapat dijelaskan sebagai berikut. Akibat kebijakan ekspansi moneter, suku bunga domestik akan mengalami tekanan ke bawah. Karena surat-surat berharga di pasar domestik merupakan substitusi sempurna dari surat-surat berharga di pasar internasional maka tekanan penurunan suku bunga domestik akan mendorong para pemilik dana untuk membeli surat-surat berharga luar negeri yang selanjutnya akan menimbulkan tekanan depresiasi mata uang domestik. Bank sentral, dalam upayanya mempertahankan nilai tukar, akan terpaksa melakukan intervensi di pasar valas dan mengurangi jumlah cadangan devisa yang berarti akan mengurangi jumlah uang beredar dan mendorong kenaikan suku bunga domestik, masing-masing kembali mendekati tingkat semula

Implikasi kebijakan dari sistem nilai tukar tetap adalah:

- Bank sentral tidak dapat mengendalikan jumlah uang beredar (endogen).
- Bank sentral harus memelihara cadangan devisa dalam jumlah yang memadai.
- Untuk mempertahankan kredibilitas kebijakan nilai tukar tetap dan menghindari terkurasnya cadangan devisa, otoritas moneter dan otoritas fiskal harus menghindarkan diri dari kebijakan yang bersifat inflasioner.
- Apabila terjadi tekanan inflasi domestik yang bersifat eksogen baik yang bersumber dari dalam negeri (seperti gangguan pasokan pangan) maupun dari luar negeri (seperti kenaikan harga-harga internasional), alternatif kebijakan devaluasi adalah pilihan yang berat namun harus diambil selama kondisi cadangan devisa tidak memadai untuk mendukung nilai tukar.

Bagi suatu negara yang sangat rentan terhadap gangguan eksternal (misalnya karena memiliki ketergantungan yang tinggi terhadap sektor luar negeri) maupun gangguan internal (misalnya karena sering mengalami gangguan alam), kebijakan nilai tukar tetap merupakan kebijakan yang mengandung resiko tinggi. Resiko devaluasi akan selalu menghantui para pelaku ekonomi domestik dan investor asing sehingga menghambat pertumbuhan ekonomi dan menyuburkan perilaku spekulasi.

Sementara itu, bagi suatu negara yang menganut sistem nilai tukar mengambang, otoritas moneter memiliki keleluasaan untuk mengendalikan jumlah uang beredar karena ia tidak memiliki kewajiban untuk mempertahankan nilai tukar pada level tertentu. Apabila tingkat harga-harga domestik bersifat rigid, suatu kebijakan ekspansi moneter akan mendorong depresiasi nilai tukar dan meningkatkan daya saing produk dalam negeri sehingga produksi nasional akan terdorong naik.

Dornbusch (1976) memperkenalkan pengembangan dari model Mundell-Fleming untuk sistem nilai tukar mengambang dengan memasukkan konsep dinamik dan *rational expectations*. Pengembangan tersebut memungkinkan adanya penyesuaian harga, suku bunga, dan ekspektasi secara bertahap di pasar asset sehingga kebijakan moneter hanya akan memiliki dampak sementara (*transitory*) terhadap tingkat produksi. Dengan perkataan lain, dalam jangka panjang ketika tingkat harga sudah sepenuhnya menyesuaikan diri dengan perubahan nilai tukar, kebijakan moneter akan bersifat netral terhadap tingkat produksi.

Implikasi kebijakan dari sistem nilai tukar mengambang adalah:

- Dalam jangka pendek, bank sentral memiliki keleluasaan dalam mengendalikan jumlah uang beredar (eksogen).
- Bank sentral tidak perlu memelihara cadangan devisa dalam jumlah besar.
- Meskipun kebijakan ekspansioner akan mampu meningkatkan tingkat produksi namun tetap harus memperhatikan daya dukung perekonomian domestik (kapasitas produksi nasional). Jika tidak, kebijakan ekspansioner tersebut pada akhirnya akan mendorong kenaikan laju inflasi.

Di antara dua kutub sistem nilai tukar, terdapat banyak varian sistem nilai tukar yang merupakan kompromi dari kedua sistem tersebut. Perbedaan mendasar di antara berbagai varian tersebut terletak pada tingkat intensitas intervensi yang dilakukan oleh otoritas moneter di pasar valas. Salah satu sistem yang banyak dianut adalah sistem mengambang terkendali (*managed floating*). Dalam sistem ini, target nilai tukar yang ditetapkan oleh otoritas moneter seringkali tidak diumumkan kepada publik dan bersifat fleksibel. Sasaran akhir dari sistem ini biasanya adalah mempertahankan nilai tukar riil pada level yang mampu menjaga daya saing produk dalam negeri. Sistem ini cukup kredibel apabila laju inflasi dapat dikendalikan pada level yang cukup rendah dan pemerintah menjalankan kebijakan ekonomi makro yang berhati-hati. Meskipun tidak sebesar yang dibutuhkan untuk mempertahankan kebijakan nilai tukar tetap, sistem mengambang terkendali masih membutuhkan tersedianya cadangan devisa.

#### Jenis Sistem Devisa

Pada umumnya sistem devisa dapat dibagi dua, yaitu sistem devisa kontrol dan sistem devisa bebas. Dalam sistem devisa kontrol, kegiatan transaksi devisa baik residen maupun nonresiden dibatasi oleh Pemerintah. Derajat tingkat pembatasan berbeda-beda pada masing-masing negara tergantung pada *ultimate target* dari kebijakan tersebut. Sementara pada sistem devisa bebas tidak ada pembatasan dalam melakukan transaksi devisa baik yang dilakukan oleh residen maupun non residen.

Kebijakan devisa suatu negara berkaitan erat dengan kebijakan nilai tukarnya. Kebijakan devisa bebas biasanya diikuti dengan kebijakan nilai tukar yang lebih fleksibel baik *managed floating* maupun *flexible exchange rate*. Negara-negara yang menerapkan sistem nilai tukar tetap umumnya menerapkan kebijakan devisa yang terkontrol, misalnya Cina, Chili dan terakhir adalah Malaysia. Kontrol devisa dilakukan dalam rangka mempertahankan nilai tukar dari tekanan-tekanan. Dengan kontrol devisa maka permintaan devisa akan dapat dikendalikan, sementara penawaran devisa dapat ditingkatkan khususnya yang berasal dari penerimaan ekspor. Kontrol devisa ini juga bermanfaat untuk mengisolasi mata uang suatu negara dari kegiatan *speculative bubble*. Namun, di sisi lain kontrol devisa mempunyai implikasi negatif, seperti menciptakan *black market*, nilai tukar yang *overvalued*, dan meningkatkan distorsi ekonomi dalam jangka pendek, serta dalam hal birokrasi suatu negara tidak bersih maka dapat meningkatkan korupsi.

#### Fungsi Nilai Tukar

Penentuan sistem nilai tukar merupakan suatu hal penting bagi perekonomian suatu negara karena hal tersebut merupakan satu alat yang dapat digunakan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan mengisolasi perekonomian suatu negara dari gejolak perekonomian global. Pada dasarnya kebijakan nilai tukar yang ditetapkan suatu negara mempunyai beberapa fungsi utama. Pertama, berfungsi untuk mempertahankan keseimbangan neraca pembayaran, dengan sasaran akhir menjaga kecukupan cadangan devisa. Oleh karena itu, dalam menetapkan arah kebijakan nilai tukar tersebut diutamakan untuk mendorong dan menjaga daya saing ekspor dalam upaya untuk memperkecil defisit *current account* atau memperbesar surplus *current account*. Fungsi kedua adalah untuk menjaga kestabilan pasar domestik. Fungsi ini untuk menjaga agar nilai tukar tidak dijadikan sebagai alat untuk spekulasi, dalam arti bahwa dalam hal nilai tukar suatu negara mengalami *overvalued* maka masyarakat akan terdorong membeli valuta asing, dan sebaliknya apabila *undervalued* maka masyarakat akan terdorong menjual valuta asing. Ketidakstabilan pasar domestik yang demikian dapat menimbulkan kegiatan spekulatif seperti perkembangan akhir-akhir ini, yang pada gilirannya dapat mengganggu kestabilan makro. Fungsi ketiga sebagai instrumen moneter khususnya bagi negara yang menerapkan suku bunga dan nilai tukar sebagai sasaran operasional kebijakan moneter. Dalam fungsi ini depresiasi dan apresiasi nilai tukar digunakan sebagai alat untuk sterilisasi dan ekspansi jumlah uang beredar. Fungsi keempat adalah sebagai *nominal anchor* dalam pengendalian inflasi. Nilai tukar banyak digunakan oleh negara-negara yang mengalami *chronic inflation* sebagai *nominal anchor* baik melalui pengendalian depresiasi nilai tukar maupun dengan *mem-peg-kan* nilai tukar suatu negara dengan satu mata uang asing. Sebagai gambaran pada akhir tahun 1970an, *orthodox programs* dilaksanakan di Argentina, Chili dan Uruguay dan pada

pertengahan tahun 1980an, heterodox programs dilaksanakan di Argentina, Brazil, Israel dan Mexico, selain itu juga pada tahun 1991 convertibility plan diterapkan di Argentina.

#### Dasar Pertimbangan Penetapan Nilai Tukar

Pemilihan rezim nilai tukar pada umumnya didasarkan atas beberapa pertimbangan, seperti tingkat keterbukaan perekonomian suatu negara terhadap perekonomian global, tingkat kemandirian suatu negara dalam melaksanakan kebijaksanaan ekonomi di dalam negeri, dan aktivitas perekonomian suatu negara.<sup>1</sup> Pertimbangan pertama adalah preferensi suatu negara terhadap keterbukaan ekonominya, apakah suatu negara lebih cenderung menerapkan kebijakan ekonomi yang terbuka atau tertutup. Dalam hal suatu negara lebih cenderung menganut ekonomi yang lebih tertutup dan ingin mengisolasi gejalak keuangan dari negara lain (contagion effect) maka fixed exchange rate merupakan prioritas utama. Sementara apabila suatu negara lebih condong terbuka maka pilihan nilai tukar yang lebih fleksibel merupakan pilihan utama karena dengan sistem ini capital inflow dapat disterilisasi melalui sistem tersebut.

Dari aspek kemandirian dalam melaksanakan kebijakan ekonomi, misalnya dalam hal melaksanakan kebijakan moneter yang independen, maka sistem nilai tukar fleksibel merupakan pilihan utama. Sementara apabila dilihat dari aspek aktivitas ekonomi maka semakin besar skala ekonomi suatu negara berarti semakin besar kegiatan volume transaksi ekonomi sehingga permintaan akan uang juga semakin meningkat. Dalam hal ini, sistem yang tepat digunakan adalah sistem nilai tukar fleksibel karena jika negara tersebut memiliki sistem nilai tukar tetap maka dibutuhkan cadangan devisa yang sangat besar untuk menjaga kredibilitas sistem nilai tukar tersebut.

Sementara itu, dasar pertimbangan pemilihan nilai tukar dalam konteks terjadinya underlying shock pada pasar uang dan pasar barang (IM dan IS) dikemukakan oleh Garber dan Svenson (1994). Dalam hal gejalak yang terjadi di pasar uang (IM) relatif lebih besar dari gejalak yang terjadi di pasar barang (IS) maka pilihan yang lebih baik adalah floating exchange rate. Bila kasus sebaliknya, gejalak di pasar barang (IS) relatif lebih besar dari gejalak di pasar uang (IM) maka pilihan yang lebih baik adalah fixed exchange rate. Dalam hal keduanya tidak ada yang dominan maka kebijakan yang terbaik adalah managed floating.

---

1 Untuk diskusi yang lebih mendalam mengenai pertimbangan pemilihan sistem nilai tukar dapat dilihat pada Manuel Guitian, *The Choice of an Exchange Rate Regime* dalam *Approaches to Exchange Rate Policy*, Washington, D.C., International Monetary Fund.

## Perkembangan Kebijakan Nilai Tukar di Indonesia

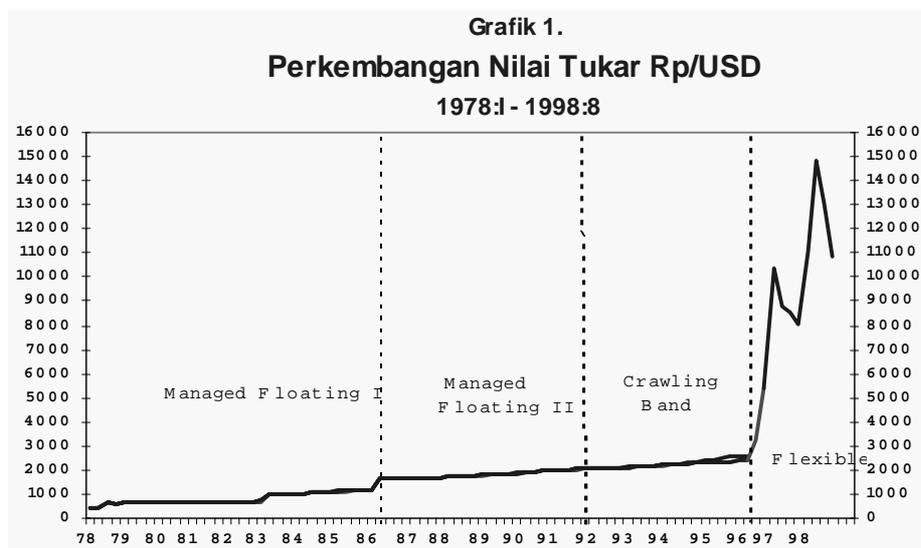
Sesuai dengan Undang-undang No. 13 tahun 1968 tentang Bank Sentral, salah satu tugas Bank Indonesia adalah mengatur, menjaga dan memelihara kestabilan nilai tukar rupiah. Secara garis besar, sejak tahun 1970 Indonesia telah menerapkan tiga sistem nilai tukar, yaitu:

### a. Sistem Nilai Tukar Tetap (1970-1978)

- ◆ Sesuai dengan Undang-undang No. 32 tahun 1964, Indonesia menganut sistem nilai tukar tetap dengan kurs resmi Rp250 per 1 USD (sebelumnya Rp45 per 1 USD), sementara kurs mata uang lainnya dihitung berdasarkan nilai tukar rupiah terhadap USD di bursa valuta asing Jakarta dan di pasar internasional.
- ◆ Dalam periode ini, Indonesia menganut sistem kontrol devisa yang relatif ketat. Para eksportir diwajibkan menjual hasil devisanya kepada bank devisa untuk selanjutnya dijual kepada pemerintah, dalam hal ini Bank Indonesia. Namun demikian, dalam rezim ini tidak ada pembatasan dalam hal kepemilikan, penjualan maupun pembelian valuta asing. Sebagai konsekuensi kewajiban penjualan devisa tersebut maka Bank Indonesia harus dapat memenuhi seluruh kebutuhan valuta asing bank komersial untuk memenuhi permintaan para importir maupun masyarakat yang membutuhkan valuta asing. Pada masa tersebut, pemerintah mem-peg-kan Rupiah terhadap US dollar, dimana penentuan nilai tukar mutlak dilakukan oleh pemerintah atas dasar kurs nilai tukar riil. Dengan sistem nilai tukar tetap ini, Bank Indonesia memiliki wewenang penuh dalam mengawasi transaksi devisa. Sementara untuk menjaga kestabilan nilai tukar pada tingkat yang telah ditetapkan, Bank Indonesia melakukan intervensi aktif di pasar valuta asing.
- ◆ Sistem nilai tukar tetap dengan sistem kontrol devisa pada awal tahun 1970-an masih dimungkinkan karena lembaga keuangan belum berkembang, volume transaksi devisa masih relatif kecil dan belum ada pasar valuta asing serta mata uang rupiah belum menjadi tradable good dan kegiatan spekulasi valas belum ada. Di samping itu, pemerintah masih melakukan pembatasan-pembatasan dalam hal melakukan pinjaman luar negeri, penanaman modal asing, dan portfolio investment, sehingga intervensi langsung yang dilakukan oleh pemerintah dapat bekerja efektif.
- ◆ Disadari bahwa nilai tukar yang overvalued dapat mengurangi daya saing produk-produk ekspor di pasar internasional. Oleh karena itu, pada periode ini pemerintah melakukan devaluasi sebanyak 3 kali, masing-masing pada 17 April 1970 dengan kurs sebesar Rp378 per 1 USD, tanggal 23 Agustus 1971 dengan kurs sebesar Rp415 per 1 USD dan pada tanggal 15 November 1978 dengan kurs sebesar Rp625 per 1 USD.

## b. Sistem nilai tukar mengambang terkendali (1978-Juli 1997)

- ◆ Pada sistem ini nilai tukar rupiah diibandingkan terhadap sekeranjang mata uang (*basket of currencies*) negara-negara mitra dagang utama Indonesia. Kebijakan ini diimplementasikan bersamaan dengan dilakukannya devaluasi Rupiah pada tahun 1978 sebesar 33,6%. Dengan sistem tersebut, pemerintah menetapkan kurs indikasi dan membiarkan kurs bergerak di pasar dengan *spread* tertentu. Untuk menjaga kestabilan nilai tukar rupiah, pemerintah melakukan intervensi bila kurs bergejolak melebihi batas atas atau batas bawah dari *spread*.
- ◆ Perkembangan nilai tukar rupiah selama periode *managed floating* dapat dilihat dalam grafik 1. Dalam pelaksanaannya, sistem ini mempunyai esensi yang berbeda-beda sesuai dengan karakteristik perekonomian pada saat tersebut. Karakteristik tersebut berhubungan erat dengan seberapa besar Bank Indonesia mengendalikan nilai tukar tersebut dengan melakukan penekanan pada unsur *management* atau *floating*-nya.



- ◆ Sesuai dengan karakteristiknya maka sistem nilai tukar mengambang terkendali pada periode tersebut dapat dibagi kedalam tiga kelompok, yaitu *managed floating I*, *managed floating II*, dan *crawling band*. Periode 1978 - 1986 dapat dianggap sebagai periode *managed floating I* di mana unsur manajemen lebih besar dari *floating*. Kondisi tersebut terlihat dari pergerakan nilai tukar nominal yang relatif tetap dan perubahan relatif baru terjadi pada tahun-tahun tertentu, yaitu pada saat Bank Indonesia melakukan devaluasi rupiah. Cukup kuatnya unsur manajemen pada periode tersebut tidak terlepas dari kondisi perekonomian yang relatif belum berkembang seperti saat ini, sehingga Bank Indonesia

tidak mengalami kesulitan dalam menyesuaikan nilai tukar sesuai dengan target yang diinginkan dalam rangka mengendalikan inflasi dan menjaga daya saing produk-produk ekspor.

- ◆ Perkembangan selanjutnya dengan semakin terbukanya perekonomian nasional terhadap perekonomian dunia yang ditandai dengan semakin besarnya *capital inflow* ke Indonesia, serta semakin pesatnya perkembangan sektor keuangan dan dunia usaha maka kebijakan nilai tukar *managed floating*, lebih ditekankan pada unsur *floating*nya sementara unsur pengendaliannya (*managed*) semakin mengecil (*periode managed floating II /1987-1992*). Dalam periode ini, kekuatan pasar semakin besar sehingga unsur *floating* semakin dirasakan perlu mengingat manajemen yang terlalu dominan dapat berakibat *misalignment* pada nilai tukar riil. Dalam grafik 1 terlihat bahwa perubahan nilai tukar terjadi setiap saat, dan ini merupakan gambaran dari upaya Bank Indonesia untuk menyesuaikan nilai tukar rupiah dengan kondisi pasar atau daya saing perekonomian.
- ◆ Fleksibilitas nilai tukar rupiah semakin ditingkatkan melalui penerapan kebijakan nilai tukar *crawling band* sejak tahun 1992 hingga Agustus 1997. Peningkatan fleksibilitas nilai tukar tersebut telah mendorong perkembangan pasar valuta asing dalam negeri, yang tercermin dari semakin berkurangnya ketergantungan bank-bank kepada Bank Indonesia dalam melakukan transaksi valuta. Kegiatan transaksi valuta yang sebelumnya dilakukan bank dengan Bank Indonesia hampir seluruhnya telah bergeser ke pasar valuta antarbank. Di samping itu, jumlah pelaku transaksi juga semakin meningkat dan produk pasar valuta asing semakin bervariasi. Hal ini terlihat dari transaksi *swap* Bank Indonesia yang menurun tajam dari sebesar USD 13 miliar pada tahun 1991 menjadi sebesar USD 1 miliar tahun 1994. Sebaliknya transaksi *swap* antarbank meningkat dari USD 29 miliar pada tahun 1991 menjadi sebesar USD 596 miliar pada tahun 1997. Pada sisi lain, peningkatan fleksibilitas melalui pelebaran rentang intervensi juga telah memberikan keleluasaan kepada Bank Indonesia dalam melaksanakan kebijakan moneter sehingga dapat mempermudah perencanaan pelaksanaan operasi pasar terbuka.

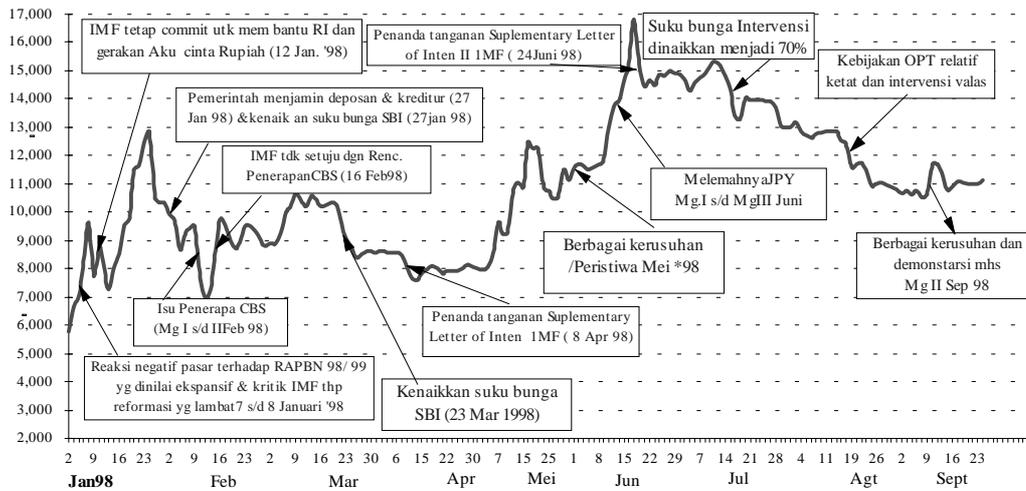
c. Sistem nilai tukar mengambang bebas (sejak 14 Agustus 1997)

- ◆ Sejak pertengahan Juli 1997, nilai tukar rupiah mengalami tekanan-tekanan yang menyebabkan semakin melemahnya nilai tukar rupiah terhadap USD. Tekanan tersebut berawal dari *currency turmoil* yang melanda Thailand yang dengan segera menyebar ke Indonesia dan negara ASEAN sehubungan dengan karakteristik perekonomian yang mempunyai kemiripan. Langkah-langkah yang dilakukan Bank Indonesia antara lain dengan melakukan intervensi baik secara *spot* maupun *forward* untuk sementara memang dapat menstabilkan nilai tukar rupiah.

- ◆ Namun tekanan depresiatif tersebut semakin meningkat khususnya lagi sejak awal Agustus 1997, di mana rupiah telah menembus Rp2.650 per 1 USD. Sehubungan dengan itu dan dalam rangka mengamankan cadangan devisa yang terus berkurang maka pada tanggal 14 Agustus, pemerintah memutuskan untuk menghapus rentang intervensi dan menganut sistem nilai tukar mengambang bebas (*flexible exchange rate*)
- ◆ Penghapusan rentang intervensi ini juga dimaksudkan untuk mengurangi dampak negatif dari kegiatan spekulatif terhadap rupiah dan memantapkan pelaksanaan kebijakan moneter dalam negeri. Walaupun Indonesia telah menganut *flexible exchange rate*, namun kegiatan intervensi valas masih tetap dilakukan. Hal ini dimaksudkan untuk menghilangkan distorsi-distorsi di pasar valuta asing mengingat pasar ini belum sempurna dan kurang rasional.
- ◆ Dalam perkembangannya pergerakan nilai tukar rupiah pada era *floating* tersebut mengalami fluktuasi yang cukup tinggi. Fluktuasi tersebut tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental ekonomi, tetapi juga oleh faktor-faktor non ekonomis yang umumnya dimanfaatkan oleh para spekulator valas (lihat grafik 2). Beberapa faktor pendorong yang mengakibatkan terus bergejolaknya nilai tukar rupiah tersebut sebenarnya berasal dari banyaknya kelemahan faktor fundamental mikroekonomi, sedangkan efek menular (*contagion effect*) dari krisis nilai tukar Thailand hanya merupakan pemicu saja. Beberapa kelemahan faktor fundamental mikroekonomi tersebut adalah: Pertama, besarnya ketergantungan swasta terhadap sektor luar negeri, sehingga dalam lima tahun terakhir utang luar negeri swasta meningkat rata-rata sebesar 28,6% dibandingkan dengan utang luar negeri pemerintah yang naik hanya sebesar 0,4% per tahun. Dengan demikian pangsa utang luar negeri swasta meningkat dari sebesar 29% pada tahun 1993 menjadi sebesar 57% pada akhir tahun 1997. Kondisi tersebut diperburuk lagi dengan banyaknya dana tersebut diinvestasikan pada sektor usaha konsumtif, seperti properti, dan sektor usaha lainnya yang rendah tingkat efisiensinya, disamping dana tersebut tidak dilindungi nilai (*unhedged*); Kedua, pertumbuhan ekspor yang melambat pada tahun terakhir sebagai akibat rendahnya efisiensi sektor dunia usaha; Ketiga; kerapuhan (*fragility*) sektor keuangan khususnya sektor perbankan sebagai akibat pengelolaan usaha yang lemah dan kurang transparan serta pemberian kredit yang terkait dengan bank, sehingga meningkatkan non performing loan dan resiko usaha bank. Kesemua hal tersebut telah menyebabkan *capital outflow* akibat berkurangnya kepercayaan investor asing terhadap perekonomian Indonesia.
- ◆ Melihat kecenderungan perkembangan akhir-akhir ini nilai tukar rupiah telah mengalami, *turning point* sejak tanggal 10 Juli 1998. Kecenderungan penguatan rupiah tersebut terlihat

Grafik 2

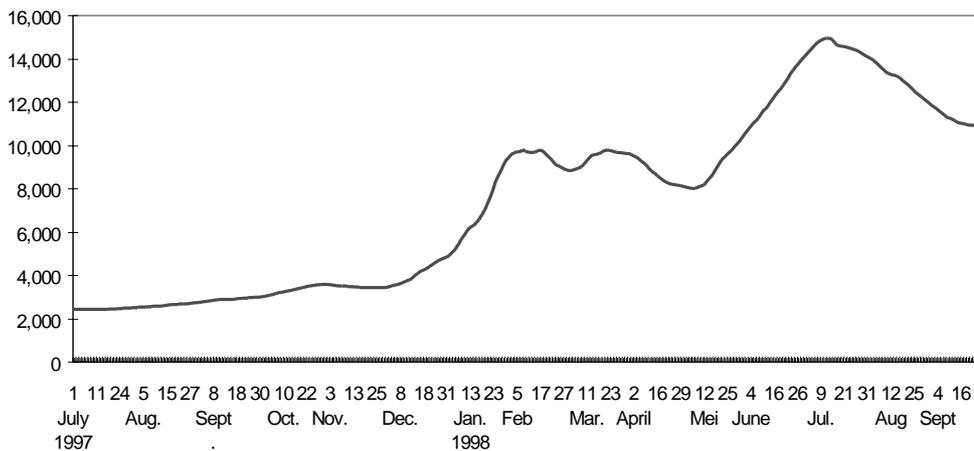
Perkembangan Kurs Rp/USD Jan. 1998 s.d. September 1998



jelas apabila kita mengurangi disturbances pada series nilai tukar Rupiah/USD, dengan menggunakan metode moving average 20 hari (Grafik 3). Kebijakan moneter yang ketat dan intervensi valuta asing yang tepat waktu merupakan faktor pendorong penguatan nilai tukar rupiah tersebut.

Grafik 3

Perkembangan Kurs Tengah Antar Bank (Moving 20 days)



## Perkembangan Kebijakan Devisa di Indonesia

### a. Sistem Devisa Kontrol

- ◆ Hingga tahun 1967, Indonesia menerapkan sistem devisa kontrol yang cukup ketat, di mana sesuai dengan Undang-Undang No. 32/1964 tentang Peraturan Lalu Lintas Devisa ditetapkan bahwa devisa yang berasal dari kekayaan alam dan usaha Indonesia dikuasai oleh negara. Eksportir wajib menjual devisa hasil ekspor kepada bank devisa yang selanjutnya dijual kembali kepada Bank Indonesia. Di samping itu, warga negara Indonesia atau badan hukum Indonesia juga wajib mendaftarkan dan menyimpan surat berharga dalam valuta asing yang dimilikinya pada bank devisa pemerintah.
- ◆ Kebijakan ini cukup berhasil dalam mengisolasikan perekonomian nasional terhadap pengaruh eksternal, namun di sisi lain kebijakan ini telah menciptakan pasar gelap valuta asing. Nilai tukar rupiah di pasar valuta asing jauh di atas harga yang ditetapkan oleh pemerintah.

### b. Sistem Devisa Bebas

- ◆ Sejak tahun 1967 secara berangsur-angsur kontrol devisa mulai dilepas dan sistem devisa Indonesia mulai mengarah ke sistem devisa bebas khususnya lagi sejak dikeluarkannya Undang-Undang No. 1 tahun 1967 tentang Penanaman Modal Asing. Undang-undang ini bertujuan untuk menarik masuknya modal asing dalam rangka pembiayaan investasi di dalam negeri. Dalam perkembangannya ternyata masih ada keraguan investor asing bahwa mereka tidak akan dapat mengirinkan keuntungan usaha ke negaranya (*profit transfer*). Sehubungan dengan hal tersebut Pemerintah telah mengeluarkan Peraturan Pemerintah No. 16 tahun 1970 tentang penyempurnaan pelaksanaan ekspor, impor dan lalu lintas devisa. Dalam ketentuan tersebut ditetapkan bahwa setiap orang dapat dengan bebas memperoleh dan menggunakan devisa umum.
- ◆ Indonesia memasuki sistem devisa bebas murni sejak tahun 1982 dengan dikeluarkannya Peraturan Pemerintah No. 1 tahun 1982 tentang penghapusan kewajiban penjualan devisa hasil ekspor kepada Bank Indonesia. Penerapan sistem devisa bebas telah memberikan implikasi positif dalam mendorong aliran modal masuk ke Indonesia, baik dalam bentuk penanaman modal asing, pinjaman, dan investasi portfolio di pasar modal. Aliran modal masuk tersebut sangat diperlukan untuk membiayai berbagai kegiatan pembangunan yang belum sepenuhnya dapat dipenuhi dari dalam negeri sekaligus menutup kesenjangan antara investasi dan tabungan (*saving-investment gap*) yang selama 3 dasa warsa terakhir mencapai sekitar 3% dari GDP. Arus modal tersebut telah memberikan kontribusi yang cukup besar dalam mendorong tingginya pertumbuhan ekonomi pada masa-masa tersebut.

- ◆ Di sisi lain sistem devisa bebas juga mempunyai implikasi negatif karena dapat menimbulkan kerawanan pada perekonomian nasional apabila tidak diikuti dengan sikap kehati-hatian para pelaku ekonomi. Besarnya arus modal masuk khususnya dana-dana yang berjangka pendek yang ditanamkan dalam bentuk *portfolio investment*, dapat membahayakan perekonomian nasional apabila arus dana tersebut seketika berbalik menjadi arus modal keluar. Krisis yang dialami negara Amerika Latin seperti Meksiko pada tahun 1994, dan krisis ekonomi terakhir yang terjadi di Thailand, Indonesia dan negara ASEAN lainnya merupakan bukti dari berbahayanya *hot capital inflows* tersebut.

#### Permasalahan yang Dihadapi Indonesia Saat Ini

Sistem nilai tukar mengambang terkendali yang berlaku di Indonesia sejak tahun 1978 s.d. 14 Agustus 1997 telah memberikan kontribusi yang positif terhadap perkembangan ekonomi. Terlepas dari itu, dalam perkembangannya muncul berbagai permasalahan yang telah memaksa Indonesia untuk secara bertahap menyesuaikan kebijakan nilai tukar hingga akhirnya beralih ke sistem nilai tukar mengambang.

Terdapat beberapa permasalahan yang dihadapi Indonesia dalam era nilai tukar mengambang penuh (*free floating rate*), yaitu:

- ◆ Hilangnya kepercayaan dalam dan luar negeri terhadap sistem perbankan dan prospek ekonomi dalam negeri telah mendorong derasnya arus modal ke luar. Dalam kondisi ini, *built-in automatic adjustment* yang seharusnya bekerja melalui pengaruh kenaikan suku bunga domestik terhadap arus balik modal asing sehingga nilai tukar kembali stabil ternyata tidak bekerja efektif karena tidak adanya faktor kepercayaan tersebut.
- ◆ Faktor rendahnya kepercayaan telah membuat harga dari instrumen-instrumen keuangan yang lazim digunakan untuk melindungi nilai ekonomi dari pengaruh fluktuasi nilai tukar (*hedging*) meningkat sedemikian tingginya sehingga secara ekonomis menjadi tidak layak untuk digunakan.
- ◆ Kegiatan ekspor yang seharusnya meningkat tajam akibat depresiasi nilai tukar riil yang sangat tajam (hampir 300% hingga bulan Agustus 1998), ternyata menunjukkan kinerja yang tidak sesuai dengan harapan. Sebaliknya, depresiasi nilai tukar riil telah menurunkan impor secara drastis sehingga semakin memperburuk kinerja sektor produksi dan mengurangi pasokan barang di dalam negeri sehingga semakin menambah tekanan inflasi.
- ◆ Jumlah hutang luar negeri yang sangat besar semakin menambah tekanan permintaan terhadap valuta asing.

**INDONESIA'S BALANCE OF PAYMENT**  
*in million of US\$*

Items	1996/97				1997/98			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>NON OIL/GAS (net)</b>	<b>-3724</b>	<b>-3068</b>	<b>-2430</b>	<b>-3384</b>	<b>-1634</b>	<b>-1779</b>	<b>-599</b>	<b>795</b>
Exports, fob	9771	9965	10073	9458	11980	11782	11356	10806
Imports, fob	-10795	-10410	-9822	-10099	-10168	-11157	-10023	-7271
Services, net	-2700	-2623	-2681	-2743	-3446	-2404	-1932	-2740
<b>OIL(net)</b>	<b>489</b>	<b>286</b>	<b>368</b>	<b>116</b>	<b>82</b>	<b>48</b>	<b>-86</b>	<b>-113</b>
Exports, fob	1687	1709	2147	1970	1650	1527	1624	1053
Imports, fob	-756	-995	-1313	-1359	-1019	-963	-1164	-668
Services, net	-442	-428	-466	-495	-549	-516	-546	-498
<b>GAS(net)</b>	<b>647</b>	<b>656</b>	<b>1009</b>	<b>966</b>	<b>450</b>	<b>336</b>	<b>483</b>	<b>318</b>
Exports, fob	1070	1142	1512	1534	1107	1055	1254	968
Imports, fob	-67	-68	-68	-67	-68	-68	-68	-67
Services, net	-356	-418	-435	-501	-589	-651	-703	-583
<b>CURRENT ACCOUNT</b>	<b>-2588</b>	<b>-2126</b>	<b>-1053</b>	<b>-2302</b>	<b>-1102</b>	<b>-1395</b>	<b>-202</b>	<b>1000</b>
<b>Exports, fob</b>	<b>12528</b>	<b>12816</b>	<b>13732</b>	<b>12962</b>	<b>14737</b>	<b>14364</b>	<b>14234</b>	<b>12827</b>
<b>Imports, fob</b>	<b>-11618</b>	<b>-11473</b>	<b>-11203</b>	<b>-11525</b>	<b>-11255</b>	<b>-12188</b>	<b>-11255</b>	<b>-8006</b>
<b>Services, net</b>	<b>-3498</b>	<b>-3469</b>	<b>-3582</b>	<b>-3739</b>	<b>-4584</b>	<b>-3571</b>	<b>-3181</b>	<b>-3821</b>
OFFICIAL CAPITAL	-434	7	56	-449	362	-191	3158	870
PRIVATE CAPITAL (net)	2427	2832	3812	4417	1864	1981	-8600	-7072
<b>CAPITAL ACCOUNT</b>	<b>1993</b>	<b>2839</b>	<b>3868</b>	<b>3968</b>	<b>2226</b>	<b>1790</b>	<b>-5442</b>	<b>-6202</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-595</b>	<b>713</b>	<b>2815</b>	<b>1666</b>	<b>1124</b>	<b>395</b>	<b>-5644</b>	<b>-5202</b>
ERROR & OMISSIONS	1103	-781	-105	-918	1119	-1691	-496	374
<b>MONETARY MOVEMENTS</b>	<b>-508</b>	<b>68</b>	<b>-2710</b>	<b>-748</b>	<b>-2243</b>	<b>1296</b>	<b>6140</b>	<b>4828</b>
<b>MEMORANDUM ITEMS</b>								
Official Reserves	16483	16415	19125	19873	-	-	-	-
Gross Foreign Assets Outstanding	-	-	-	-	28854	27559	21418	16590

Sumber : Bank Indonesia

- ◆ Pada awalnya, anjloknya nilai tukar rupiah lebih banyak berdampak negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan-perusahaan yang memiliki beban hutang, khususnya hutang luar negeri, yang besar. Namun, seiring dengan kontraksi permintaan domestik yang sangat tajam, kinerja perusahaan-perusahaan lain juga ikut memburuk.
- ◆ Cukup cepatnya proses pass-through perubahan nilai tukar terhadap harga-harga di dalam negeri telah memicu lonjakan laju inflasi di dalam negeri. Hasil penelitian Bank Indonesia (1998) menunjukkan bahwa suatu tekanan depresiasi nilai tukar akan segera meningkatkan laju inflasi dalam periode 1 - 2 bulan sejak terjadinya tekanan tersebut. Pengaruhnya baru akan benar-benar hilang setelah 9 - 10 bulan sejak awal terjadinya tekanan depresiasi.

## Manajemen Nilai Tukar Mendatang

### Kebijakan Nilai Tukar

Sejak diterapkannya kebijakan nilai tukar mengambang penuh (*free floating rate*) tanggal 14 Agustus 1997, nilai tukar rupiah terus mengalami tekanan-tekanan yang berat baik dari faktor ekonomi maupun non-ekonomi serta faktor internal maupun non-eksternal. Semua faktor ini datang dalam waktu yang bersamaan dan semua memberikan tekanan yang kuat pada rupiah untuk terus mengalami depresiasi. Hal ini menyebabkan nilai tukar rupiah berfluktuasi secara tajam sehingga sulit untuk menilai efektivitas sistem nilai tukar mengambang yang telah diterapkan dan sejauh mana kebijakan ini lebih baik dibandingkan dengan kebijakan sebelumnya yaitu sistem nilai tukar mengambang terkendali. Dengan kata lain, timing dalam menerapkan kebijakan nilai tukar mengambang memang tidak menguntungkan meskipun keputusan tersebut kemungkinan merupakan pilihan yang terbaik ketika itu.

Sampai saat ini kita masih menganut kebijakan nilai tukar mengambang karena diyakini bahwa sistem ini masih yang terbaik dalam situasi perekonomian Indonesia yang masih mengalami berbagai permasalahan seperti *capital outflows*, *loss of confidence* dari investor asing, besarnya *corporate foreign debt*, dan menurunnya nilai ekspor. Seluruh masalah tersebut membuat penerapan kebijakan nilai tukar terkendali atau tetap menjadi terlalu riskan, apalagi jumlah cadangan devisa yang dikuasai pemerintah relatif kecil. Sistem ini dikatakan masih terbaik mengingat bahwa bank sentral tidak memiliki kewajiban untuk melakukan intervensi di pasar valuta asing karena tidak terikat pada satu target nilai tukar rupiah.

Di dalam sistem nilai tukar mengambang, penguatan nilai rupiah diharapkan akan secara bertahap terjadi melalui penerapan kebijakan moneter dan fiskal yang berhati-hati, restrukturisasi perbankan, penyelesaian hutang luar negeri, dan perbaikan sektor riil. Dukungan baik dalam bentuk dana maupun keahlian dari berbagai lembaga keuangan internasional dan negara-negara sahabat diharapkan akan lebih menjamin keberhasilan berbagai upaya tersebut. Namun, kenyataannya prospek keberhasilan masih diselimuti kabut akibat:

- (i) Masih adanya keraguan pasar terhadap kestabilan politik Indonesia dan/atau kemampuan Pemerintah menjamin keamanan warganya.
- (ii) Masih adanya keraguan terhadap kemampuan ekonomi Indonesia dalam memikul beban hutang luar negeri di masa-masa yang akan datang. Keraguan tersebut terutama berkaitan dengan ketidakpercayaan pasar akan kecepatan pemulihan ekonomi Indonesia.
- (iii) Keraguan terhadap kecepatan pemulihan kondisi perbankan.

Selama keragu-raguan pasar tersebut masih belum berhasil dihilangkan maka upaya penguatan nilai tukar rupiah akan memakan waktu yang lebih lama daripada yang dapat ditanggung oleh ketahanan sosial ekonomi bangsa ini. Oleh karena itu, sangat beralasan apabila muncul desakan untuk mencari alternatif kebijakan yang dapat mempercepat proses penguatan rupiah. Salah satu alternatif kebijakan yang diusulkan adalah kembali menerapkan sistem rentang intervensi atau *crawling peg* (salah satu varian dari sistem *managed floating*). Rentang intervensi tersebut harus dipertahankan dengan disiplin moneter yang ketat yang mengandung implikasi bahwa apabila jumlah cadangan devisa tidak memadai untuk mempertahankan rentang intervensi maka pilihan kebijakan suku bunga tinggi harus diterapkan.

Kemungkinan timbulnya dampak berupa penerapan kebijakan suku bunga tinggi tentunya akan menimbulkan keberatan dari dunia usaha. Akan tetapi pilihannya bukanlah antara suku bunga tinggi atau rendah melainkan antara:

- (i) keadaan seperti sekarang ini yang serba tidak pasti kapan nilai tukar akan menguat, dan dengan demikian kapan suku bunga dapat mulai turun, dan;
- (ii) keadaan yang lebih pasti mengarah pada penguatan nilai tukar, walaupun dengan resiko suku bunga yang sangat tinggi untuk sementara, dan lebih pasti pula waktunya dapat mengarah pada penurunan suku bunga;

atau pilihan lain antara:

- (i) nilai tukar yang berfluktuasi dan dapat melemah secara tajam apabila terjadi tekanan yang besar terhadap rupiah, dengan suku bunga yang diupayakan tidak terlalu tinggi namun tidak tertutup kemungkinan harus naik pada tingkat yang cukup tinggi, dan;
- (ii) nilai tukar yang relatif tetap dengan resiko suku bunga yang kadang-kadang harus tinggi untuk mempertahankan nilai tukar tersebut.

Pilihan (i) dari dua set pilihan di atas kiranya bukanlah pilihan yang ideal mengingat:

- perubahan nilai tukar berdampak secara langsung pada unit usaha yang di dalam neracanya terkandung resiko kurs; dan perubahan nilai tukar secara tajam dapat dengan seketika menyebabkan bangkrutnya unit usaha tersebut (tidak demikian halnya dengan perubahan suku bunga);
- perubahan nilai tukar secara langsung berdampak pada inflasi melalui kenaikan harga barang-barang impor dan ekspor, dan pelemahan nilai tukar yang besar akan menyebabkan perubahan distribusi pendapatan yang besar pula. Kelompok berpenghasilan tetap akan menderita dampak pemiskinan yang hebat;

- apabila tekanan yang dihadapi cukup berat maka dapat terjadi bahwa, selain nilai tukar yang melemah, suku bunga pun harus dinaikkan, sehingga perekonomian mendapat pukulan dari dua sisi sekaligus; dalam hal ini tujuan sistem nilai tukar mengambang secara bebas dapat dikatakan menjadi tidak tercapai mengingat suku bunga pun pada akhirnya harus mengalami penyesuaian yang cukup besar.

Satu penelitian yang dilakukan oleh para peneliti ekonomi di Bank Indonesia juga memperoleh kesimpulan bahwa – sepanjang sasaran akhir pengendalian moneter adalah kestabilan harga ( *single target* ) – maka pengelolaan sistem nilai tukar mengambang terkendali (*managed floating*) adalah yang paling tepat untuk diterapkan di Indonesia. Kesimpulan ini didasarkan pada kenyataan bahwa struktur industri kita sarat dengan kandungan impor yang tinggi sehingga perubahan nilai tukar sangat berpengaruh terhadap kestabilan tingkat harga, sementara di sisi lain perubahan nilai tukar hanya berdampak terbatas terhadap kinerja ekspor. Dalam perkataan lain, nilai tukar yang terlalu berfluktuatif lebih banyak berdampak negatif terhadap perekonomian domestik.

Perhitungan berdasarkan pendekatan NATREX (Natural Real Exchange Rate) memberikan wawasan bahwa dalam jangka panjang beberapa variabel fundamental (seperti *terms of trade*, produktivitas, rasio tabungan terhadap PDB) secara signifikan mempengaruhi pergerakan nilai tukar riil (lihat persamaan di bawah). Dalam periode tertentu NATREX sebagai pencerminkan faktor fundamental mampu menjelaskan pergerakan nilai tukar riil. Namun, pada periode mengambang (*free floating*) terlihat adanya perbedaan arah antara NATREX dengan nilai tukar riil (REER). Ini secara tidak langsung menyiratkan bahwa dalam kurun waktu tersebut gerakan nilai tukar riil juga dipengaruhi oleh faktor-faktor non-fundamental sehingga sulit untuk mengharapkan mekanisme pasar dapat menstabilkan nilai tukar secara otomatis.

$$\text{LREER} = 4,83 + 1,25 \text{ LTOT} - 0,12 \text{ LPRDVT} - 0,03 \text{ GNS} - 0,02 \text{ RDIFF}$$

(11,5) (9,2) (-2,5) (-5,2) (-2,6)

$$R^2 = 0,81 \quad \text{DW-stats} = 1,52$$

$$R^2 \text{ adjusted} = 0,79 \quad \text{F-stat} = 54,4$$

Angka dalam tanda kurung adalah *t-statistic*.

Keterangan:

LREER = log nilai tukar riil efektif

LTOT = log *terms of trade*

LPRDVT = log produktivitas (PDB riil dibagi jumlah tenaga kerja)

GNS = rasio tabungan nasional terhadap PDB

RDIFF = perbedaan suku bunga deposito 3 bulan dengan LIBOR

Pada prinsipnya penelitian tersebut menyimpulkan bahwa target riil semakin sulit dicapai dalam era *free floating* sehingga selama rentang intervensi nilai tukar tidak digunakan maka intervensi otoritas moneter secara berkala ke pasar masih diperlukan, dengan syarat mempertimbangkan ketepatan timing, sifat, dan batas acuan intervensi yang didukung oleh keberadaan suatu Market Intelligence Unit.

Mebiarkan nilai tukar ditentukan sepenuhnya oleh mekanisme pasar tampaknya bukan merupakan solusi yang tepat untuk menstabilkan nilai tukar dan menghindarkan terulangnya krisis nilai tukar di masa datang. Suatu penelitian dengan menggunakan data 26 negara menyimpulkan bahwa, meskipun penyimpangan nilai tukar riil dari nilai ekuilibriumnya (*real exchange rate misalignment*) merupakan komponen penting dalam membentuk ekspektasi nilai tukar di pasar, namun ekspektasi nilai tukar itu sendiri tidak dapat memperkirakan terjadinya krisis. Dengan perkataan lain, sebagian besar krisis nilai tukar adalah peristiwa-peristiwa yang *unpredictable*.<sup>2</sup> Oleh karena itu, penerapan sistem nilai tukar mengambang pun tidak dapat menjamin bahwa – apabila terjadi suatu *exogenous shock* yang menimbulkan *real exchange rate misalignment* – pasar akan segera mengantisipasi kemungkinan timbulnya krisis dan melakukan berbagai penyesuaian sehingga krisis dapat dihindari.

Pengalaman di Filipina sebagai salah satu negara yang terkena dampak krisis nilai tukar di Asia juga menyimpulkan bahwa kebijakan pengendalian nilai tukar merupakan pilihan kebijakan yang tepat.<sup>3</sup> Meskipun penerapan sistem nilai tukar fleksibel adalah sangat penting guna mengembalikan keseimbangan eksternal dan mendorong pertumbuhan sektor ekonomi berorientasi ekspor, namun ketidakseragaman kinerja pencapaian sasaran-sasaran moneter dan tidak simetrisnya reaksi kebijakan terhadap tekanan nilai tukar telah menimbulkan kinerja inflasi yang tidak sesuai dengan yang diharapkan. Karena penerapan jangkar nominal dalam kebijakan moneter akan meningkatkan efektivitas pengendalian inflasi dan menghasilkan prospek pertumbuhan yang ekonomi yang lebih mantap maka penerapan patokan nilai tukar (*exchange rate peg*) – di samping penerapan *rule* dalam pengendalian uang beredar dan sasaran inflasi – menjadi pilihan yang lebih tepat.

Terdapat dua alternatif timing dimulainya penerapan alternatif kebijakan rentang intervensi tersebut, yaitu:

- (i) menunggu sampai nilai tukar mencapai tingkat yang wajar, kemudian baru sistem tersebut diterapkan;

---

2 Ilan Goldfajn dan Rodrigo O. Valdes, *Are Currency Crisis Predictable?*, IMF Working Paper No. 159 tahun 1997.

3 Aerdts Houben, *Exchange Rate Policy and Monetary Strategy Options in the Philippines - the Search for Stability and Sustainability*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, Washington, D.C., 1997.

(ii) mulai menerapkan sistem tersebut sekarang, dimulai dengan nilai tukar yang berlaku untuk kemudian diturunkan sedikit demi sedikit sehingga mencapai target.

Dalam hal alternatif (ii), target akhir nilai tukar tersebut sebaiknya diumumkan untuk mempengaruhi psikologi pasar. Dalam keadaan di mana nilai tukar yang wajar sukar untuk dicapai (karena faktor politik, spekulasi, dsb.) maka pilihan akan cenderung jatuh pada alternatif (ii).

Berikut ini adalah ilustrasi dari penerapan sistem nilai tukar menggunakan rentang intervensi :

Pada waktu diterapkan (misalnya hari ini, ketika kurs tengah di pasar sekitar Rp10.700 per dolar AS).

- Terapkan dan umumkan rentang intervensi nilai tukar, misalnya terendah Rp10.200 dan tertinggi Rp11.200.
- Umumkan bahwa Bank Indonesia akan menurunkan rentang intervensi tersebut sedikit demi sedikit, sehingga dalam waktu 3 bulan menjadi, misalnya, terendah Rp8.200 dan tertinggi Rp9.200. (Pengumuman ini diperkirakan akan membentuk psikologi pasar bahwa nilai tukar akan menguat, sehingga para peserta pasar akan mulai membeli rupiah.) Sudah tentu bahwa para peserta pasar tidak dengan serta merta percaya bahwa Bank Indonesia akan berhasil menurunkan rentang intervensi tersebut, dan pasar pasti akan mencoba kekuatan dan kekukuhan kebijakan Bank Indonesia. Akan tetapi dengan disiplin moneter yang ketat untuk mempertahankan rentang intervensi, diperkirakan pasar akan segera yakin akan kekuatan dan kekukuhan tersebut.
- Pertahankan batas tertinggi rentang intervensi dengan kebijakan (disiplin) moneter yang ketat. Dalam hal ini Bank Indonesia menyediakan devisa (\$) bagi bank-bank yang ingin membeli \$ tersebut pada batas tertinggi rentang intervensi. Bank-bank yang berhak membeli \$ dari Bank Indonesia dapat dibatasi hanya bank-bank yang mempunyai saldo giro positif pada Bank Indonesia.
- Apabila nilai tukar mendekati batas terendah rentang intervensi, Bank Indonesia dapat mempertahankan batas terendah tersebut dengan membeli valuta asing, akan tetapi dapat pula menggeser rentang intervensi ke bawah apabila dipandang sudah waktunya untuk menggeser rentang intervensi tersebut.

Untuk selanjutnya:

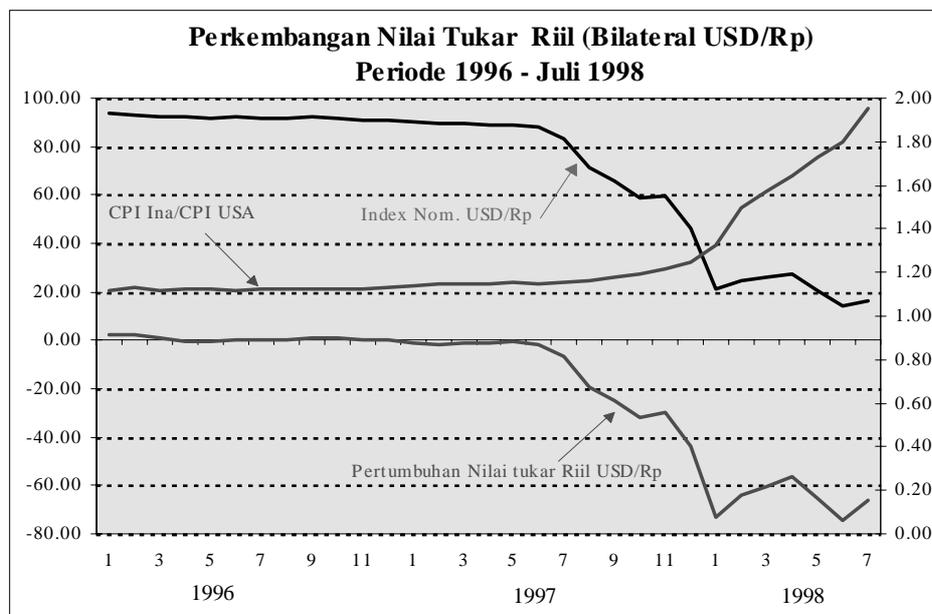
- Rentang intervensi sedikit demi sedikit diturunkan hingga mencapai target yang diumumkan, yaitu Rp8.200 - Rp9.200.

- Apabila rentang intervensi sudah mencapai target yang diumumkan, Bank Indonesia dapat mengumumkan bahwa target selanjutnya yang ingin dicapai adalah rentang intervensi Rp6.200 - Rp7.200, apabila nilai tukar pada tingkat tersebut dipandang sebagai nilai tukar yang wajar, dan akan menurunkan rentang intervensi sedikit demi sedikit sampai mencapai target tersebut misalnya dalam waktu tiga bulan.
- Apabila rentang intervensi sudah mencapai target akhir (misalnya Rp6.200 - Rp7.200) maka rentang intervensi tersebut akan dipertahankan untuk seterusnya. Perubahan hanya akan dilakukan apabila terjadi perubahan mendasar pada faktor-faktor yang melatarbelakanginya (seperti perubahan yang besar pada nilai tukar antara US\$ dan matauang-matauang utama lainnya).

Berkaitan dengan timing dari penerapan kebijakan nilai tukar mengambang terkendali, Prof. Arnold Harberger mengajukan skenario "Tiga Fase" yang dapat dijelaskan sebagai berikut.<sup>4</sup>

Fase I

Dalam fase ini, otoritas moneter sebaiknya tetap mempertahankan kebijakan nilai tukar mengambang. Tindakan yang perlu dilakukan adalah menerapkan kebijakan yang berhati-hati (kebijakan yang tidak menimbulkan tambahan tekanan inflasioner) tanpa secara



4 Lihat dua tulisan Arnold C. Harberger yang disampaikan pada serangkaian pertemuan yang disponsori USAID di Universitas Indonesia dan di Bank Indonesia. Kedua tulisan tersebut masing-masing berjudul "The Anatomy of Crisis" dan "Notes on the Indonesian Crisis."

kaku menetapkan sasaran inflasi. Biarkan nilai tukar nominal menguat secara perlahan-lahan dan tingkat harga bergerak naik sehingga mendorong penguatan nilai tukar riil. Kebijakan yang bersifat pasif ini sebaiknya dipertahankan hingga nilai tukar riil mendekati satu level sebelum krisis (Harberger mengusulkan untuk mengakhiri penerapan fase I ketika nilai tukar riil mencapai sekitar 1,3 kali level sebelum krisis. Sebagai catatan, saat ini nilai tukar riil rupiah telah melemah sekitar 2 kali level sebelum krisis.)

Terdapat beberapa alasan penguatan nilai tukar secara perlahan meskipun nilai tukar rupiah dibiarkan mengambang, yaitu: (i) arus modal keluar yang dipicu oleh kepanikan para pemilik dana sudah mulai berkurang, (ii) permintaan impor menurun tajam sejalan dengan menurunnya aktivitas ekonomi yang diperkuat lagi dengan adanya efek substitusi barang impor dengan barang lokal, (iii) masuknya dana bantuan dan pinjaman luar negeri menambah jumlah cadangan devisa yang dikuasai oleh pemerintah.

Sementara itu, tingkat harga-harga domestik akan terus bergerak naik karena: (i) efek tidak langsung dari akumulasi depresiasi sejak awal krisis terhadap kenaikan harga-harga belum sepenuhnya berakhir (*incomplete pass-through*), (ii) tingkat keseimbangan upah nominal akan bergerak naik, (iii) keinginan untuk meningkatkan volume kredit ke sektor swasta dan akumulasi tambahan devisa akan mendorong kenaikan jumlah uang beredar.

#### Fase II

Ketika nilai tukar riil telah menguat hingga mencapai level yang diinginkan, otoritas dapat beralih ke fase kedua. Dalam fase ini, otoritas menerapkan kebijakan yang bersifat "adaptif", yaitu berupaya mengendalikan/menyesuaikan nilai tukar nominal secara harian dengan sasaran mempertahankan nilai tukar riil pada level tertentu (*constant real exchange rate targeting*) yang tidak lain merupakan esensi dari kebijakan nilai tukar mengambang terkendali (*managed floating rate*). Kebijakan ini diharapkan akan menimbulkan surplus neraca pembayaran dan menumpuk cadangan devisa. Berdasarkan skenario yang optimistis, kebijakan ini akan mendorong ekspor dan meningkatkan PMA dan arus modal masuk lainnya untuk selanjutnya mendorong kenaikan PDB riil dan penurunan laju inflasi. Apabila sasaran kenaikan cadangan devisa tidak berhasil, kebijakan ini dapat dimodifikasi dengan menaikkan sasaran nilai tukar riil (depresiasi). Sebaliknya, apabila kenaikan cadangan devisa terjadi terlalu cepat atau jumlah cadangan devisa telah mencapai level yang tinggi, sasaran nilai tukar riil dapat diturunkan (apresiasi).

#### Fase III

Ketika jumlah cadangan devisa sudah mencapai level yang diperkirakan dapat meredakan tekanan spekulatif dan PDB telah kembali mencatat pertumbuhan positif yang cukup memadai, prioritas kebijakan dapat dialihkan ke arah penurunan laju inflasi. Untuk itu, otoritas perlu

beralih dari kebijakan "adaptif" menjadi kebijakan yang secara aktif berupaya menurunkan laju depresiasi nilai tukar nominal. Setelah nilai tukar nominal menguat pada level tertentu, pada akhirnya otoritas akan dihadapkan pada tiga pilihan sistem nilai tukar yang lebih bersifat permanen, yaitu sistem mengambang, sistem rentang intervensi, atau sistem nilai tukar tetap.

#### Kebijakan Lalu Lintas Devisa

Pada prinsipnya sistem devisa bebas yang kita terapkan sejak tahun 1982 masih relevan kita pertahankan walaupun perekonomian Indonesia masih menghadapi permasalahan-permasalahan berat seperti tersebut di atas. Beberapa pertimbangan yang mendasari alasan penerapan sistem devisa bebas di Indonesia:

- Indonesia saat ini sangat membutuhkan modal asing. Dalam situasi seperti sekarang, upaya pembatasan lalu lintas devisa hanya akan menghilangkan minat investor asing untuk masuk ke Indonesia.
- Sistem kontrol devisa membutuhkan kelengkapan birokrasi yang bersih dan efisien.
- Sistem kontrol devisa mengandung beberapa kelemahan seperti dapat mendorong perilaku manipulatif di kalangan eksportir dan importir serta menimbulkan misalokasi sumber daya.

Kebijakan devisa bebas memerlukan sistem monitoring lalu lintas devisa yang disiplin, konsisten, dan efektif serta dalam coverage yang memadai agar kebijakan nilai tukar rupiah fleksibel lebih compatible dengan kebijakan devisa bebas. Untuk itu, perlu dilakukan upaya penyempurnaan sistem pelaporan lalu lintas devisa. Saat ini Bank Indonesia tengah melakukan upaya penyusunan sistem pelaporan dalam rangka penyusunan statistik neraca pembayaran cash basis. Sistem pencatatan cash basis ini diharapkan akan mampu menggambarkan flow of fund transaksi luar negeri secara akurat dan terinci dan melengkapi statistik neraca pembayaran khususnya untuk transaksi-transaksi jasa dan modal swasta, sehingga pada akhirnya ikut membantu peningkatan efektivitas kebijakan moneter. Di samping itu, Bank Indonesia juga tengah mengupayakan peningkatan monitoring terhadap rekening vostro milik nonresiden serta monitoring transaksi valas di pasar uang baik secara on line maupun paper based. Melalui upaya ini diharapkan akan diperoleh gambaran mengenai perkembangan internasionalisasi rupiah dan potensi tekanan-tekanan spekulatif terhadap nilai tukar rupiah secara lebih dini.

Untuk menstabilkan nilai tukar rupiah, semua sumber devisa termasuk hasil ekspor harus terus ditingkatkan. Oleh karena itu, Bank Indonesia akan berupaya mengoptimalkan berbagai fasilitas/insentif yang selama ini telah disediakan dan menciptakan fasilitas/insentif baru agar semakin banyak eksportir yang bersedia menyerahkan devisa hasil eksportnya ke Bank Indonesia.

## Kesimpulan

Berdasarkan kondisi objektif saat ini maka alternatif sistem nilai tukar *crawling peg* mungkin dapat dipertimbangkan, tentunya dengan komitmen untuk tetap mengendalikan besaran-besaran moneter secara konsisten.

Di tengah kebutuhan kita akan modal asing dan cadangan devisa, sistem devisa bebas masih merupakan pilihan terbaik. Namun, sistem devisa tersebut memerlukan sistem monitoring lalu lintas devisa yang komprehensif dan akurat.

Sistem devisa bebas yang diarahkan untuk mendukung penerapan sistem *crawling peg* perlu didukung dengan upaya-upaya tambahan untuk meningkatkan cadangan devisa yang berasal dari ekspor. Hal ini dilakukan dengan memberikan fasilitas/insentif kepada para eksportir.

## Daftar Pustaka

Dornbusch, Rudiger, dan F. Leslie C.H. Helmers, eds., *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries*, Oxford University Press, New York, 1995.

Friedman, B.M., dan F.H. Hahn, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Volume 2, North-Holland, Amsterdam, 1993.

Goldfajn, Ilan, dan Rodrigo O. Valdes, *Are Currency Crisis Predictable?*, IMF Working Paper No. 97/159, Washington, D.C., 1997.

Guitian, Manuel, *The Choice of an Exchange Rate Regime, Approaches to Exchange Rate Policy*, IMF, Washington, D.C.

Harberger, Arnold C., *Notes on the Indonesian Crisis, An Aide-memoire on a series of meetings in Jakarta*, UCLA, September 1998.

\_\_\_\_\_, *The Anatomy of Crisis, Keynote Address at a conference on sustaining economic growth in Indonesia*, UCLA, Desember 1997.

Houben, Aerdit C.F.J., *Exchange Rate Policy and Monetary Strategy Options in the Philippines - the Search for Stability and Sustainability*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, Washington, D.C., 1997.

Waluyo, Doddy B., dan Benny Siswanto, *Peranan Kebijakan Nilai Tukar dalam Era Deregulasi dan Globalisasi*, Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, Vol.1, No. 1, Bank Indonesia, Jakarta, 1998.