

EVALUASI PROGRAM INTERVENSI DALAM RANGKA STABILISASI NILAI TUKAR

*Rasmo Samiun *)*

Tujuan dari paper ini mengevaluasi kegiatan intervensi yang dilakukan Bank Indonesia selama satu tahun. Ada 3 (tiga) masalah pokok yang dibahas dalam paper ini, yaitu efektivitas intervensi, konsistensi kebijakan nilai tukar serta kendala-kendala pelaksanaan intervensi. Hasil evaluasi menyimpulkan bahwa efektivitas suatu operasi intervensi sangat ditentukan oleh beberapa faktor seperti kemampuan menilai titik keseimbangan sejati nilai tukar yang mencerminkan kondisi fundamental ekonomi. Faktor lain yang cukup besar pengaruhnya adalah kemampuan menilai sentimen pasar (faktor psikologis) yang sedang terjadi diantara pelaku pasar. Pada sisi yang lain, dalam kebijakan operasional yang berkaitan dengan nilai tukar yang tepat, Bank Indonesia harus menghindari adanya kesan penetapan target tertentu kepada peserta pasar. Disadari pula bahwa secara berkala Bank Indonesia perlu melakukan intervensi dalam jumlah kecil untuk menunjukkan bahwa Bank Indonesia selalu ada di pasar dan "care".

Berhasil tidaknya suatu intervensi tergantung pada kondisi eksternal seperti keakuratan informasi, ekspektasi pasar, likuiditas perbankan (GWM), kondisi ekonomi dan non ekonomi serta kondisi internal seperti kecukupan cadangan devisa dan ketepatan dalam pengambilan keputusan serta koordinasi terpadu dengan satuan kerja terkait misalnya Urusan Riset Ekonomi dan Moneter (UREM) disektor kebijakan makro-ekonomi (Perhitungan REER) dan Urusan Operasi Pengendalian Moneter (OUPM) di sektor rupiah.

Untuk memperkuat analisis tersebut, dalam paper ini, evaluasi dilakukan dengan pendekatan kuantitatif dan kualitatif. Analisis kuantitatif menggunakan Classical Linear Regression yang berfungsi untuk melihat korelasi dan sekaligus mengukur efektivitas intervensi. Periode pengamatan yang digunakan adalah periode sebelum krisis dan saat krisis. Hasil analisis menunjukkan bahwa pergerakan nilai tukar tidak lagi ditentukan oleh faktor fundamental seperti suku bunga atau inflasi tapi lebih banyak ditentukan oleh faktor psikologis pasar yang sangat "unpredictable". Selanjutnya hasil penelitian ini juga menguraikan perlunya penyempurnaan program intervensi baik dalam hal strategis maupun sistem dan prosedur intervensi.

*) Rasmo Samiun : Chief Dealer di Dealing Room, Urusan Devisa, Bank Indonesia

Pendahuluan

Stabilitas nilai tukar pada dasarnya merupakan “*interest*” dari semua pelaku ekonomi termasuk masyarakat luas. Sangat sulit untuk membedakan manfaat kestabilan nilai tukar pada masing-masing individu. Oleh karena itu kestabilan nilai tukar analog dengan kestabilan sektor keuangan, yang menurut Andrew Crockett¹, adalah “*public good*” karena konsumen (pengguna jasa-jasa keuangan) tidak dapat menghalangi orang lain untuk memperoleh manfaat dari kestabilan sektor keuangan. Di samping itu, menurut Mayer, gejolak nilai tukar yang berlebihan tidak sesuai dengan sasaran kepentingan jangka panjang karena ketidakstabilan nilai tukar dapat mendistorsi tingkat daya saing ekonomi, mengurangi efisiensi alokasi sumber daya dan meningkatkan ketidakpastian bagi para pelaku ekonomi. Selanjutnya, Mayer mengatakan bahwa :

*“In a world in which the setting up of new production facilities requires large fixed capital commitments, pronounced uncertainty about one of the most important parameters determining the commercial soundness of such investment, namely the country’s real exchange rate level, is bound to substantially increase the uncertainty premium that is necessary to justify the risks incurred. Exchange rate instability and the related uncertainties will therefore have negative impact on the level of investment and economic growth”.*²

Karakteristik Indonesia sebagai “*small and open economy*”, menganut sistem devisa bebas dan ditambah dengan penerapan sistem nilai tukar mengambang (*free floating*) menyebabkan pergerakan nilai tukar di pasar menjadi sangat rentan oleh pengaruh faktor-faktor ekonomi dan non-ekonomi. Untuk mengurangi gejolak nilai tukar yang berlebihan, maka pelaksanaan intervensi menjadi sangat penting terutama untuk menjaga stabilitas nilai tukar agar dapat memberikan kepastian bagi dunia usaha, dan pada gilirannya dapat memberikan kemantapan bagi pengendalian perekonomian secara makro.

Upaya mengendalikan nilai tukar rupiah tidak selalu diartikan hanya menekan laju depresiasi atau memelihara kurs dalam “*range*” yang konstan, namun upaya stabilisasi nilai tukar lebih diartikan menjaga nilai tukar rupiah yang bergerak dengan teratur (*orderly manner*). Oleh karena itu, apabila nilai tukar bergejolak tajam karena faktor “*uncertainty*” dan pasar membutuhkan suatu acuan atau “*guidance*” dari Otoritas Moneter/Bank Sentral sebagai sinyal. Kegiatan intervensi yang dilakukan oleh Otoritas Moneter/Bank Sentral adalah merupakan sinyal kepada peserta pasar bahwa pergerakan nilai tukar sudah terlalu jauh dari fundamental.

1 Andrew Crockett, Why is financial stability a goal of public policy?, Federal Reserve Kansas City Seminar, Kansas, 1997

2 Helmut Mayer, The theory and practice of floating exchange rates and the role of official exchange-market intervention, BIS economic papers No.5, Februari 1982, Basle.

Sesuai dengan pokok-pokok pikiran tersebut di atas, tulisan ini berupaya untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan sebagai berikut :

- √ Mengapa Otoritas Moneter/Bank Sentral perlu melakukan intervensi di pasar valuta asing dalam rangka menjaga kestabilan nilai tukar?
- √ Bagaimana pandangan dari akademisi dan praktisi mengenai aktivitas intervensi Otoritas Moneter/Bank Sentral?
- √ Bagaimana pelaksanaan intervensi oleh Bank Indonesia dalam masa pra dan pasca “*free floating*”?
- √ Penyempurnaan apa yang diperlukan agar efektifitas kegiatan intervensi dapat ditingkatkan?

Pengertian, Tujuan Dan Peranan Intervensi

Pengertian intervensi yang lebih formal dapat dilihat pada perumusan oleh Dominguez yang membagi dalam dua kategori (luas dan sempit). Intervensi dalam arti luas adalah :

“*....any transaction or announcement by an official agent of a government that is intended to influence the value of exchange rate*”.³

Dalam pengertian sempit intervensi diartikan sebagai :

“*....any official sale or purchase of foreign asset against domestic assets in the foreign exchange market*”⁴

Dalam tulisan ini digunakan kedua pengertian intervensi tersebut sesuai dengan konteks pembahasan. Jeff Madura (1988) memaparkan beberapa alasan mengapa Bank Sentral harus melakukan intervensi di pasar valuta asing. Pertama, untuk mengurangi fluktuasi yang tajam (*smoothing exchange rate movement*). Kedua, membuat suatu batas-batas secara implisit seperti menerapkan suatu band atau “*target zone*”. Ketiga, sebagai tindakan pro-aktif terhadap ekspektasi atau sentimen pasar yang berlebihan.

Dalam pada itu, kebijakan intervensi secara konkrit dimaksudkan untuk :

- √ menjaga fleksibilitas dari level nilai tukar itu sendiri yang dapat mendorong kegiatan perekonomian,
- √ menjaga equilibrium yang rasional dengan didasarkan pada kondisi fundamental ekonomi, dan

3 K.M. Dominguez, Does Central Bank Intervention increase the volatility of foreign exchange rate?, NBER working paper #4532, November 1993.

4 Ibid

√ menjaga stabilitas jangka menengah dan panjang dengan lebih memantapkan kebijaksanaan fiskal dan moneter.

Dalam konteks yang lebih sederhana, tujuan intervensi dapat diartikan sebagai upaya mencegah adanya *“overshooting”* terhadap mata uang tertentu dan juga memberikan suatu keseimbangan baik di sisi *“demand”* maupun di sisi *“supply”*.⁵ Atas dasar pemikiran di atas, dapat dipahami mengapa otoritas moneter harus melakukan intervensi di pasar valuta asing. Sistem nilai tukar apakah *“fixed”* atau *“floating”* mempunyai kondisi yang sama dengan sistem keuangan, yang menurut Crockett :

“...subject to market failure, and that the consequences of such failure justify public policy intervention”.⁶

Disamping dasar dan tujuan intervensi seperti yang dikemukakan di atas, peranan intervensi yang dilakukan oleh Bank Sentral tidak lepas dari beberapa hal sebagai berikut:

- (a) *mengurangi volatilitas yang berlebihan dalam jangka pendek, mencegah spekulasi dari pelaku pasar dan langsung di sterilisasi untuk mengurangi dampak “spill-over” dari luar negeri ke pasar valas domestik.*
- (b) *mendorong kebijakan ekonomi makro jangka menengah terutama berkaitan dengan target “output” dan keseimbangan “harga”* ⁷.

Warjiyo (1998) menyatakan bahwa peranan intervensi dapat dilihat dari berbagai sisi yaitu antara lain sebagai instrumen moneter dalam rangka mengurangi jumlah uang beredar, men-sterilisasi ekspansi pengeluaran anggaran negara dan mengurangi dampak *“imported inflation”*.

Beberapa Pandangan Mengenai Kegiatan Intervensi

Dari penjelasan diatas dinyatakan bahwa tujuan dan motif intervensi mempunyai misi atau sasaran yang sangat luas sifatnya sehingga sulit untuk menilai apakah intervensi dapat dijadikan suatu instrumen kebijakan moneter yang efektif dan dapat membawa hasil sesuai dengan yang diharapkan. Seperti yang telah dikemukakan sebelumnya, banyak faktor yang dalam waktu bersamaan mempengaruhi tingkat keseimbangan nilai tukar. Faktor-faktor tersebut yaitu konsep keseimbangan nilai tukar, perbedaan tingkat inflasi relatif, perbedaan tingkat bunga relatif, perbedaan tingkat bunga riil, perbedaan

5 Ken Jones, Some thought on intervention, briefing paper, 1997

6 Crockett, op.cit., p.15

7 Scott Roger, Management on Foreign Exchange Reserve, Bank For International Settlement, Economic papers, 1993, Basle.

pendapatan secara relatif, perubahan ekspektasi, kebijakan makro ekonomi yang buruk dan interaksi dari berbagai faktor. Meskipun demikian, berdasarkan pengalaman Reserve Bank of Australia, suatu kegiatan intervensi yang dilakukan secara hati-hati dan dengan analisa yang cukup mendalam, dapat membawa hasil yang sesuai harapan, seperti yang tercermin dalam pernyataan sebagai berikut :

*“For our part, we believe we can point to a number occasions when it has been effective, and there is no doubt that market participants believe that intervention has an effect”*⁸

Ada beberapa *school of thought* mengenai kebijakan intervensi oleh Bank Sentral. Pertama adalah kelompok akademisi yang beranggapan bahwa intervensi oleh Bank Sentral tidak diperlukan karena alasan-alasan sebagai berikut :

- √ Ada pandangan bahwa pasar dapat menentukan harga yang benar (*get it right*) tanpa bantuan intervensi dari Bank Sentral.
- √ Bank Sentral selalu rugi dalam kegiatan intervensi dan kegiatannya malah menimbulkan ketidak-stabilan di pasar valuta asing (*destabilising effect*).

Pandangan ini didasarkan pada *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Tesis ini berpendapat bahwa harga asset di pasar selalu ditentukan oleh keseimbangan unik karena informasi-informasi yang tersedia baik fundamental maupun non-fundamental akan mengoreksi nilai tukar ke arah yang benar. Tesis ini terbukti tidak valid terutama dalam menerangkan kejadian kenaikan nilai dollar sebesar 20% pada kurun waktu delapan bulan menjelang Februari 1985. Nilai dollar menguat secara drastis meskipun tidak sesuai dengan keadaan fundamental pada waktu itu. Kejadian ini dan beberapa kejadian lain, menyebabkan kelompok ini harus melihat ke model yang lebih kompleks dalam menerangkan perilaku pasar.

Sejak tahun 1980 lahir kelompok kedua, yang banyak melakukan studi pada persoalan *bubbles*, *overshooting*, ekspektasi pasar, dan *speculative attack*. Studi-studi ini lebih mengarah untuk menerangkan *market behavior* yang dikenal sebagai sentimen pasar atau *psychological factors*. Sebagai hasil perubahan pandangan ini, timbul beberapa penilaian yang secara gradual melihat perlunya Bank Sentral melakukan intervensi di pasar valas untuk menenangkan pasar. Beberapa studi yang dilakukan Catte, Galli dan Rebecchini (1992), Dominguez dan Frankel (1993a, 1993b) dan Edison (1993), menemukan beberapa *evidence* mengenai efektifitas kegiatan intervensi.

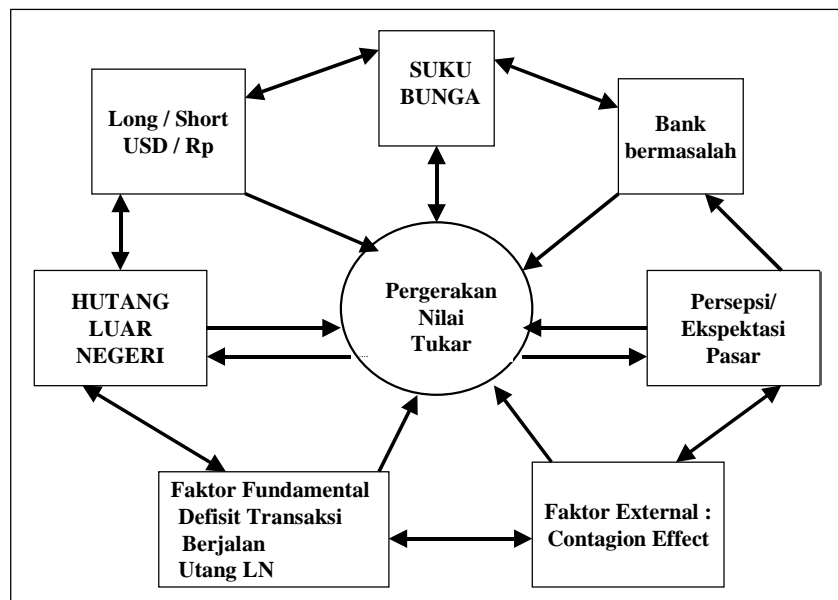
Di samping itu, ada suatu kepercayaan bahwa Bank Sentral akan mengalami kerugian melalui kegiatan intervensi dan peserta pasar memperoleh keuntungan. Ini

⁸ Bob Rankin, Exchange rate policy in Australia, Reserve Bank of Australia, September 1998.

mungkin benar dalam kasus sistim nilai tukar tetap (*fixed exchange rate*) namun sulit terjadi dalam kasus *free floating*. Dalam *free floating*, Bank Sentral tidak dalam posisi untuk melawan pasar. Sebagai contoh, suatu kebijakan domestik yang keliru dan berdampak negatif terhadap keseimbangan nilai tukar seyogyanya tidak boleh diatasi dengan melakukan intervensi. Koreksi terhadap distorsi atau inefisiensi tersebut akan dilakukan pasar melalui mekanisme nilai tukar. Oleh karena itu, intervensi hanya dilakukan kalau proses penyesuaian tersebut sudah mengarah ke zona ketidakpastian.

Disadari bahwa berhasil tidaknya intervensi yang dilakukan sangat mempengaruhi kredibilitas Otoritas Moneter. Oleh sebab itu, intervensi yang dilakukan oleh Otoritas Moneter harus mempunyai strategi yang tepat serta mempertimbangan beberapa faktor yang mempengaruhi intervensi tersebut. Ada beberapa alternatif strategi intervensi yang dapat dipergunakan dalam upaya menstabilkan kurs. Strategi pertama yaitu dengan menggunakan "*cap*" pada level tertentu, dimana apabila level tersebut tercapai maka Otoritas Moneter wajib untuk "*step in*" untuk memberitahukan pasar bahwa level tersebut sudah dianggap berlebihan. Strategi kedua yaitu dengan membuat semacam *imaginary band* dimana Otoritas Moneter akan melakukan intervensi apabila salah satu dari band atas atau band bawah terlampaui oleh pasar. Strategi ketiga yaitu dengan menggiring pasar untuk mencapai level tertentu sesuai dengan persepsi Otoritas Moneter. Namun perlu dicatat apapun strategi yang akan dipilih harus konsisten dengan kebijakan-kebijakan yang telah diambil dan diputuskan secara baik (*good policies*).

Flow Chart 1. Interaksi Organik Dari Berbagai Faktor



Kegiatan Intervensi Bank Indonesia

Bank Indonesia telah melakukan intervensi secara aktif baik pada periode pra maupun pasca free floating. Pembagian periode waktu pra dan pasca krisis dengan mengambil tanggal pelepasan pita intervensi (*intervention band*). Sebelum melakukan analisis kegiatan intervensi secara rinci, perlu kiranya untuk melihat latar belakang keputusan pemerintah dalam memberlakukan kebijakan *free floating*.

Penghapusan *band* intervensi yang dilakukan oleh Bank Indonesia pada 14 Agustus 1997 antara lain dilatarbelakangi oleh adanya keraguan sistim *managed floating* dapat bertahan di bawah bayang-bayang hutang swasta yang pada saat itu diperkirakan sebesar USD 50 milyar. Dengan cadangan devisa gross sekitar USD 25 milyar pada saat itu, diperkirakan jumlah tersebut tidak akan cukup apabila semua pelaku pasar membeli dollar dalam jumlah besar. Sementara itu, kewajiban pemerintah untuk membayar cicilan pokok dan bunga rata-rata sebesar USD 7 milyar per tahun. Ditambah lagi, setelah Thailand dan Korea mengambil keputusan untuk mengambang mata uangnya sehingga satu-satunya yang bertahan dengan sistim *managed floating* adalah Indonesia. Posisi ini sangat tidak menguntungkan dan dikhawatirkan akan menjadi sasaran serangan para spekulan. Atas dasar pertimbangan tersebut maka pita intervensi dilepas dan rupiah memasuki era *free floating*.

Sejak dilepaskannya pita intervensi, rupiah bergejolak tajam dan mengalami tekanan yang lebih besar dibandingkan valuta-valuta lainnya dikawasan Asia. Nilai rupiah terus melemah terhadap dollar yaitu terdepresiasi sekitar 70 persen, dari Rp2.530,00 menjadi Rp8.500,00 pada akhir Maret 1998. Rupiah bahkan sempat terpuruk hingga titik terendah yaitu Rp16.000,00 di pasar Jakarta (Rp17.000,00 di pasar Singapura) pada tanggal 22 Januari 1998, terakhir pada level Rp11.000,00/Rp12.000,00 pada pertengahan September 1998 (lihat gambar 1 s/d 4 Perkembangan nilai tukar rupiah).

Kegiatan Intervensi pra-free floating

Setelah hampir selama 11 tahun (1986 s.d pertengahan 1997) rupiah boleh dikatakan sebagai valuta yang relatif stabil di kawasan Asia, meskipun sebelumnya telah terjadi beberapa kali devaluasi yaitu pada tahun 1971, 1978, 1983 dan 1986. Bahkan, *volatility* rupiah lebih kecil dibandingkan dengan valuta-valuta utama seperti *dollar*, *Jerman mark* dan *Japanese yen*. Rupiah bergejolak tajam setelah *Thai Bath* (THB) diambangkan oleh Bank Sentral Thailand pada tanggal 2 Juli 1997. Kebijakan ini telah menyebabkan nilai THB melemah terhadap dollar dari sekitar THB 24,70 per dollar pada tanggal 1 Juli 1997 menjadi THB 28,55 per dollar setelah diambangkan yaitu sebesar $\pm 15,59\%$. Gejolak kurs di Thailand akhirnya menular ke mata uang Asia lainnya seperti Ringgit Malaysia (MYR), Dollar Singapura (SGD),

Peso Phillipina (PHP) dan Rupiah. *Issue competitiveness* mulai marak, menyebabkan para *dealer* dan spekulasi mulai meramalkan bahwa rupiah tidak akan terlepas dari imbas krisis mata uang Bath. Pada tanggal 11 Juli 1997, Bank Indonesia melakukan pelebaran spread pita intervensi dari 8% (Rp192,00) menjadi 12% (Rp304,00), sebagai langkah *pre-emptive* atas krisis mata uang THB dan PHP. Sebagian kalangan pasar menganggap tindakan tersebut cukup rasional, namun sebagian lain menganggap bahwa tindakan tersebut di pandang sebagai upaya menghindarkan diri dari serangan spekulasi dan Bank Indonesia (BI) dinilai kurang yakin (*confidence*) dalam mengendalikan atau mempertahankan nilai rupiah.

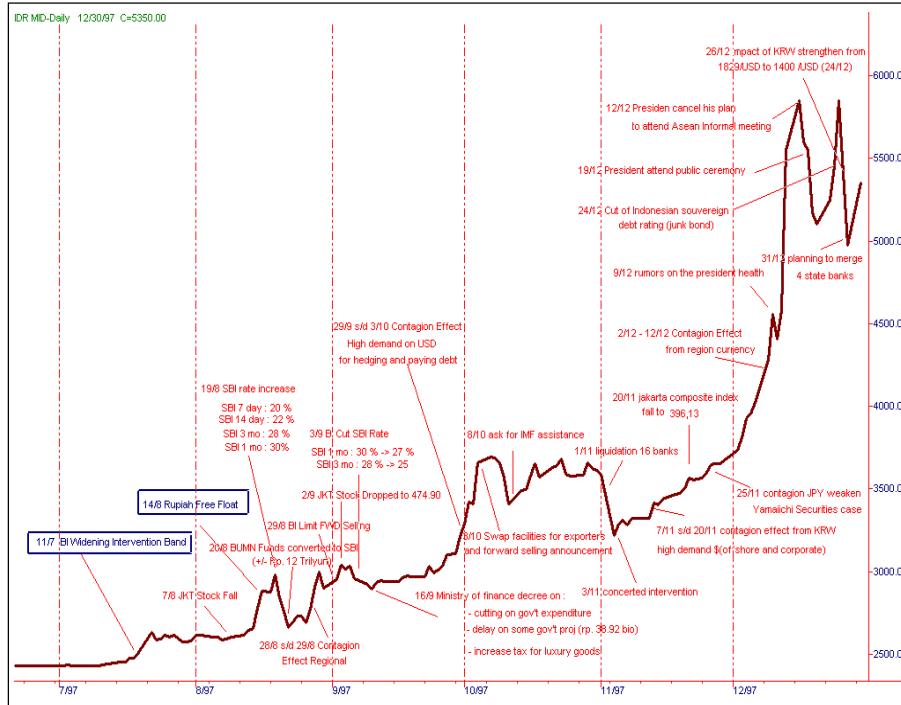
Pelebaran *band intervensi* telah menimbulkan gejolak pasar dan rupiah terus tertekan serta mendekati *upper band* pada level Rp2.650,00. Pada tanggal 21 Juli 1997, BI memutuskan untuk melakukan intervensi dalam rangka mengurangi tekanan terhadap rupiah. Keputusan intervensi agak berbau *split decision*. Sebagian berpendapat bahwa intervensi *spot* dapat efektif menstabilkan kurs karena langsung menyedot rupiah. Sementara yang lainnya, berpendapat lebih baik melakukan transaksi *forward*, karena intervensi *forward* lebih bersifat menenangkan pasar karena memberikan persepsi kepada pasar bahwa BI mempunyai komitmen untuk mempertahankan nilai tukar yang stabil dalam jangka panjang. Intervensi dilakukan selama tiga hari berturut-turut yaitu pada tanggal 21, 22, 23 Juli 1997 dalam jumlah yang cukup besar.

Intervensi *forward* tampaknya berhasil menahan untuk sementara nilai rupiah pada level Rp2.600,00/2.700,00 sampai menjelang bulan Agustus, namun tidak ada tanda-tanda perubahan sentimen pasar atau *reversible effect* dari tindakan intervensi Bank Indonesia. Intervensi pada tanggal 23 Juli agak kurang menguntungkan karena menguatnya nilai rupiah terhadap dollar tertahan di level Rp2.535,00 dari level Rp2.570,00 yang disebabkan oleh melemahnya nilai Baht di pasar uang Asia dari level THB 30,00 menjadi THB 32,00 sehingga peserta pasar *offshore* kembali melakukan pembelian USD terhadap Rupiah (*spill over effect*).

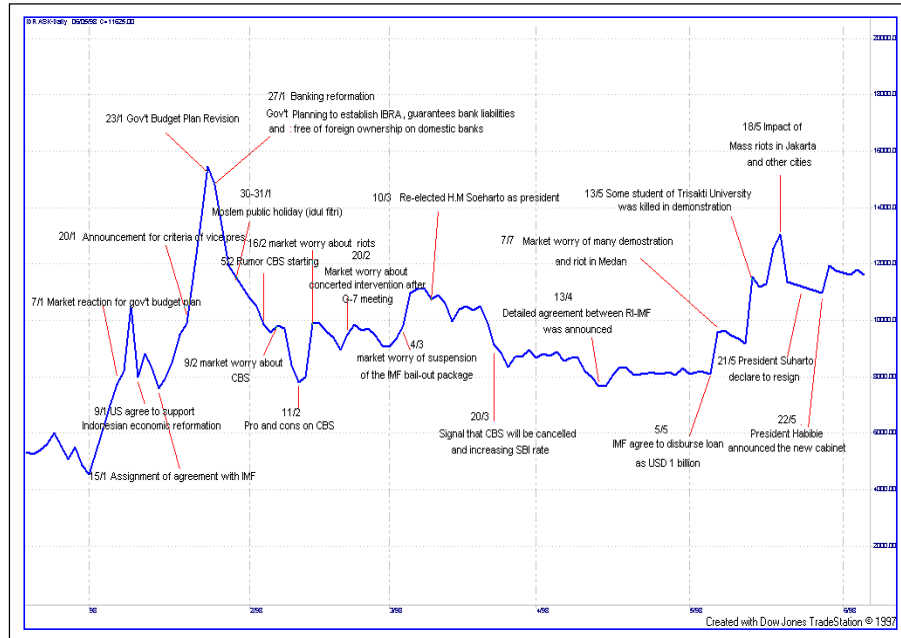
Pada tanggal 7 Agustus 1997, indeks BEJ mulai goyang, rupiah yang sempat stabil, kembali melemah dan mendekati batas atas pita intervensi. Pada tanggal 11 dan 13 Agustus 1997 BI melakukan intervensi *spot*. Intervensi ini hanya bertahan dalam jangka waktu pendek (*short lived*). Sementara itu, perdebatan mengenai intervensi berlanjut, mulai dari pandangan filosofis sampai kepada hal-hal teknis seperti efektifitas, jumlah, *timing* dan *level*. Secara *gradual* keputusan-keputusan BI mulai diangkat ke tingkat Dewan Moneter.

Mengingat keterbatasan cadangan devisa dan adanya kecenderungan sentimen pasar yang semakin *bearish* terhadap rupiah maka dipandang perlu untuk melaporkan hal tersebut kepada Presiden mengenai kemungkinan pelebaran pita intervensi dari 12% menjadi 20%.

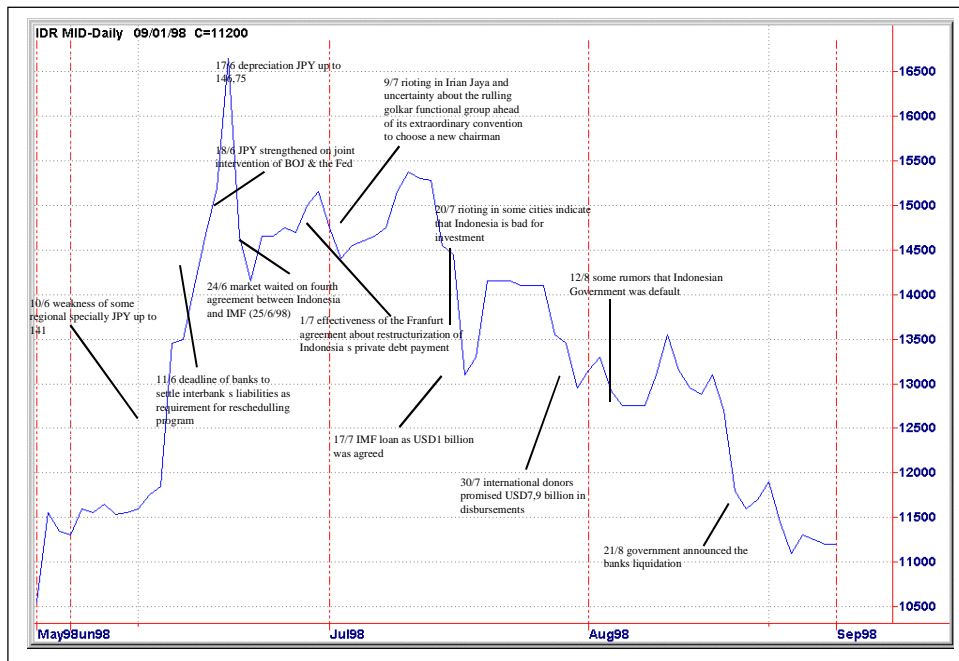
Gambar 1. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah Juli - Desember 1997



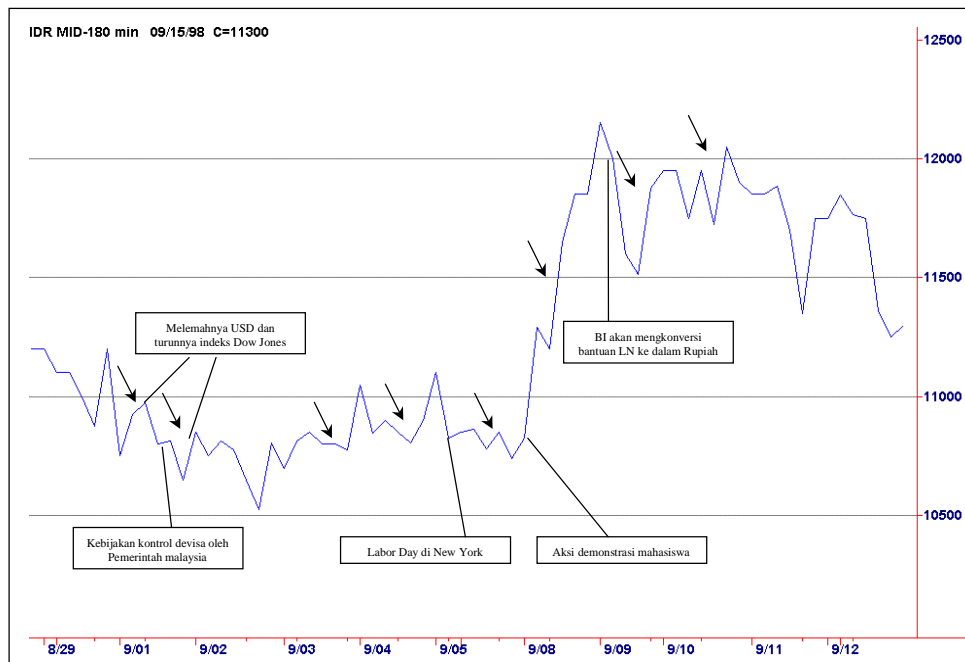
Gambar 2. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah Januari - Mei 1998



Gambar 3. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah Juni - August 1998



Gambar 4. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah September 1998



Namun hasil pertemuan antara Dewan Moneter dan Presiden menghasilkan keputusan bahwa rupiah diambangkan dan sistim nilai tukar memasuki era *free floating* pada tanggal 14 Agustus 1997.

Kegiatan intervensi pasca-free floating

Pergerakan rupiah yang bersifat *free float* ternyata ditanggapi oleh pasar dengan berbagai persepsi. Meskipun konsep *free float* sudah disosialisasi selama hampir 5 tahun yaitu dengan pelebaran pita intervensi yang semakin sering, namun pasar merasakan keputusan BI sebagai suatu "*shock*". Apalagi disertai dengan rumor bahwa sebagian besar *corporate debt* tidak melakukan *hedge* terhadap hutang-hutang luar negeri yang dilakukan langsung dengan kreditor yang bersangkutan di luar negeri. Peserta pasar kembali melakukan pembelian dollar dan rupiah terus tertekan dan mulai melakukan *testing* pada level Rp3.000,00. Pada tanggal 19 Agustus, BI memutuskan kenaikan suku bunga SBI untuk berbagai tenor. SBI untuk 7 hari, 14 hari, 1 bulan, 3 bulan masing-masing menjadi 20%, 22%, 30% dan 28% dan tanggal 20 Agustus Departemen Keuangan memerintahkan semua dana BUMN yang disimpan di bank-bank umum untuk dikonversikan ke SBI. Likuiditas rupiah di pasar menjadi sangat ketat, suku bunga *interbank overnight* naik mencapai 50% s.d 60%. Kenaikan SBI dan konversi dana BUMN menjadi SBI mampu membawa rupiah menguat dari level Rp3.000,00 menjadi Rp2.600,00, namun melemahnya mata uang regional kembali menekan rupiah, terlebih lagi sebagian peserta pasar melakukan *synthetic swap* untuk memanfaatkan suku bunga rupiah yang tinggi.

Pada tanggal 29 Agustus, BI melakukan pembatasan *forward selling* oleh bank-bank nasional kepada non residen, dalam rangka mencegah peserta pasar melakukan *arbitrage* suku bunga dengan menggunakan instrumen *swap*. Intervensi di pasar valuta asing sementara diberhentikan karena kekhawatiran cadangan devisa akan habis. Dari Thailand diperoleh informasi bahwa cadangan devisa Bank of Thailand hampir mendekati nol karena intervensi *forward* yang sangat agresif. Di samping adanya berbagai pendapat yang kontroversial mengenai efektifitas intervensi. Pendapat seperti ini juga dikemukakan oleh Waluyo dan Siswanto (1998) yang mengatakan bahwa peranan intervensi otoritas moneter masih sangat diperlukan selama sistim *band* tidak lagi digunakan, sementara di sisi lain mengatakan intervensi relatif hanya akan membuang devisa tanpa hasil maksimal. Dipersoalkan pula masalah *timing*, sifat intervensi dan volume pasar dari persepsi teori namun tidak memberikan solusi bagaimana implementasinya secara teknis dan kendala yang ada di lapangan⁹.

⁹ Hasil survey terhadap 26 manajer snior peserta Sespibi memperlihatkan bahwa pendapat mengenai intervensi yang kontroversial masih berlanjut (lihat lampiran 5.1 s/d 5.3)

Evaluasi Kegiatan Intervensi Bank Indonesia.

Setelah melihat latar belakang kebijakan *free floating* dan aktivitas intervensi dalam kurun waktu satu tahun, ada beberapa pertanyaan yang perlu ditindaklanjuti yaitu sebagai berikut :

- √ mengapa intervensi yang dilakukan Bank Indonesia tampak kurang efektif bila dibandingkan dengan jumlah yang telah digunakan?
- √ apakah intervensi yang dilakukan Bank Indonesia didukung dengan konsistensi kebijakan di bidang moneter dan di sektor-sektor lain?
- √ kendala-kendala apa saja yang dijumpai di lapangan pada saat pelaksanaan intervensi?

Untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan tersebut, dapat dilihat dari dua pendekatan yaitu pendekatan kuantitatif dan pendekatan kualitatif. Pendekatan analisis kuantitatif yaitu untuk melihat faktor-faktor apa saja yang sangat mempengaruhi pergerakan nilai tukar sedangkan pendekatan analisis kualitatif untuk melihat variabel-variabel lain yang sukar diukur secara kuantitatif namun dirasakan mempunyai pengaruh secara tidak langsung terhadap pergerakan nilai tukar.

Pendekatan analisis kuantitatif

Pendekatan kuantitatif dalam rangka menerangkan sebab-sebab gejolak nilai tukar cukup banyak dilakukan oleh para peneliti/ekonom. Dominguez (1993) meneliti kegiatan intervensi yang dilakukan oleh *Bundes Bank* dan *Federal Reserve* pada \$/DM dan \$/yen dari tahun 1985 sampai dengan tahun 1991 untuk menjawab apakah intervensi yang dilakukan Otoritas Moneter dapat menenangkan pasar (*calm disorderly market*). Di samping Dominguez, banyak peneliti lainnya yang meneliti kegiatan intervensi Otoritas Moneter/Bank Sentral seperti Mussa (1981), Henderson (1983, 1984), Humpage (1989), Lewis dan Kaminsky (1993), Klein dan Lewis (1991), Loopesko (1984) dan Obstfeld (1990).

Sebagaimana dengan model-model di atas yang dibuat dalam rangka memprediksi "*future values*" dari nilai tukar maka metode yang akan digunakan oleh makalah ini sebagai model adalah metode yang sangat sederhana yaitu CLR (Classical Linear Regression). Fungsinya adalah untuk melihat korelasi dan sekaligus mengukur efektifitas intervensi. Periode observasi yang digunakan dalam model ini ada 2 tahap yaitu periode pertama (I) mulai dari tanggal 3 Oktober 1997 sampai dengan tanggal 16 Februari 1998 dan periode kedua (II) dari tanggal 17 Februari 1998 sampai dengan 30 Juni 1998.

Dari pengamatan selama hampir 2 (dua) periode tampak bahwa faktor ekspektasi yang terbentuk oleh sentimen pasar (*news*), sangat besar bobotnya dalam menentukan

pergerakan nilai tukar. Selama masa kurun waktu tersebut nilai tukar digerakan oleh “*political and social (unrest) news*”. Apabila sepenuhnya diserahkan kepada mekanisme pasar maka bukan “*correct price*” yang diperoleh, melainkan hasil dari “*market failure*”. Dari regresi sederhana terlihat pergerakan nilai tukar tidak lagi ditentukan oleh faktor fundamental seperti suku bunga atau inflasi, tapi lebih banyak ditentukan oleh faktor psikologis pasar yang sangat “*unpredictable*”. Hasil observasi ini tampaknya sesuai dengan pendapat RBA bahwa :

“The exchange rate partly a function of objective factors and partly a result of the accidental accumulation of information, impression and expectations. Sometimes the expectation can be extrapolative and overshooting will occur; at times expectations may reflect an over-reaction to a piece of genuine news that is difficult to interpret. In this third category, the diagnosis and policy response is more difficult, but the need for action may be just as strong”¹⁰.

Pendekatan analisis kualitatif

Pengamatan-pengamatan tersebut di atas dapat pula dilihat secara kualitatif. Pertama, dari sisi kebijakan moneter dan fiskal. Kedua, dari sisi institusi pasar dan ketiga, dari sisi internal yaitu organisasi pelaksanaan intervensi.

- (a) **Pertama**, apabila kita lihat dari sisi kebijakan moneter dan fiskal maka cukup banyak yang telah dilakukan dalam rangka stabilisasi nilai tukar seperti menaikkan suku bunga SBI, meingkatkan independensi BI dalam kebijakan moneter, mengkonversikan dana BUMN menjadi SBI, menunda proyek-proyek vital pemerintah dan BUMN, memberikan fasilitas diskonto wesel ekspor untuk pre-shipment guna menunjang ekspor, menurunkan Giro Wajib Minimum (GWM) dari 5% ke 3% serta melakukan intervensi di pasar valas.

Upaya mempertahankan nilai rupiah dengan cara menaikkan suku bunga, terpaksa diturunkan karena tekanan dari berbagai pihak. Tindakan tersebut memberikan sinyal yang berlawanan dengan kebijakan yang telah diambil dan membingungkan peserta pasar. Dana BUMN yang telah dikonversikan menjadi SBI dikembalikan lagi kepada bank-bank. Proyek-proyek yang telah ditunda sebagian lagi diupayakan untuk dilanjutkan. Fasilitas diskonto wesel ekspor *preshipment* hanya dapat dimanfaatkan oleh kelompok-kelompok kecil tertentu karena regulasi yang bersifat limitatif.

Fasilitas *swap* bagi eksportir dan *forwad buying* untuk importir tidak pernah dimanfaatkan oleh bank dan nasabah bank. Bank merasa pemanfaatan fasilitas tersebut oleh nasabah akan merugikan bank karena transaksi dollar yang menjadi lahan bisnis bank-bank langsung disetor ke BI, sementara bank-bank hanya mendapat margin

¹⁰ Ibid, p. 6

prosentase yang relatif kecil. Intervensi yang dianggap sebagai ujung tombak instrument moneter menjalankan misi yang mustahil (*mission impossible*). Dengan satu instrumen diharapkan tercapai dua sasaran yaitu stabilitas harga domestik melalui kontraksi rupiah dan stabilitas nilai tukar untuk mencegah adanya *imported inflation* (Perry Warjiyo, Manajemen Moneter di Indonesia, 1998). Intervensi ini dijalankan di tengah-tengah situasi dimana terjadi inkonsistensi kebijakan-kebijakan pemerintah dan sentimen pasar yang negatif, sehingga mengakibatkan intervensi menjadi kurang efektif.

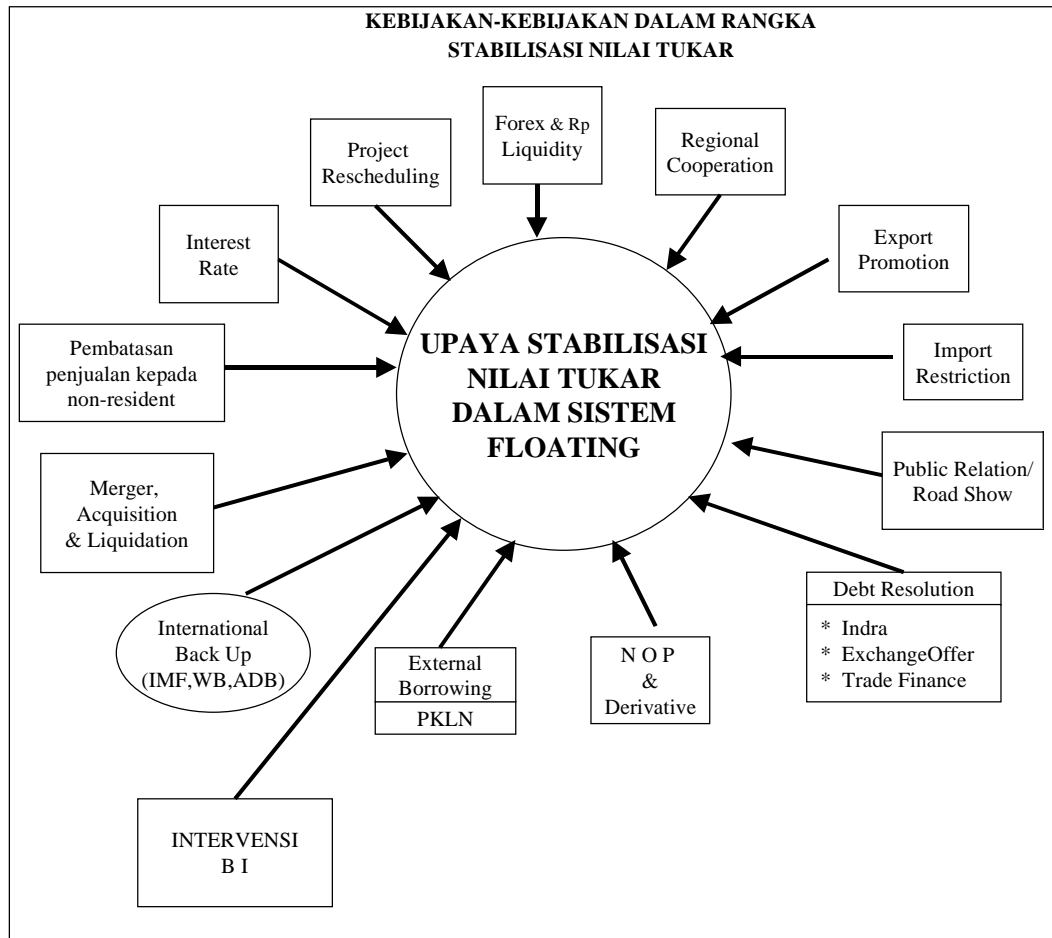
(b) **Kedua** apabila dilihat dari segi institusi pasar dan *prudential* maka telah banyak usaha-usaha yang telah dilakukan dalam rangka meningkatkan kepercayaan pasar seperti merger dan likuidasi bank-bank yang sakit, pencabutan izin usaha bank yang insolvent, pelarangan transaksi forward, memberikan jaminan atas deposit dan kreditur dari semua bank umum yang berbadan hukum, pembentukan BPPN dalam rangka penyelamatan bank, negosiasi hutang swasta dengan para kreditor internasional, memberikan dukungan terhadap jaminan atas L/C Impor serta penghapusan batasan kepemilikan saham oleh investor asing yang selama ini ditetapkan maksimum 49%.

Keberhasilan usaha-usaha tersebut di atas pada dasarnya sangat tergantung kepada efektifitas cara mengeksekusi kebijakan-kebijakan yang berkaitan dengan institusi pasar. Tindakan likuidasi terhadap bank-bank secara kurang transparan dan tidak didasarkan atas kriteria yang jelas dan objektif telah menyebabkan pelaku pasar menafsirkannya sesuai dengan persepsi masing-masing. Kondisi ini berakibat timbulnya kekhawatiran bank-bank di luar negeri yang secara sepihak langsung menghentikan *credit line* dengan bank-bank domestik baik untuk *money market* dan *trade finance*. Hal ini menyebabkan supply dollar semakin berkurang sehingga memperparah likuiditas dollar domestik.

Negosiasi hutang swasta yang seharusnya menjadi fokus perhatian utama karena merupakan isu yang penting menjelang krisis mata uang dimulai, ternyata prioritasnya diletakkan paling akhir sehingga timbul kesan bahwa Otoritas Moneter kurang mampu mengidentifikasi masalah yang sedang dihadapi. Untuk menyikapi hal seperti ini, komentar Jacob Frenkel (1997) dalam suatu seminar di Federal Reserve Bank of Kansas City sangat baik untuk dipahami maknanya yang intinya menyatakan bahwa sistem nilai tukar apapun (*fixed or flexible*) yang dipilih, seyogyanya harus dipersiapkan kebijakan-kebijakan yang baik (*good policies*). Tanpa adanya suatu kebijakan yang baik dan konsisten, sistem atau instrumen apapun yang dipilih tidak akan mencapai sasaran seperti yang diharapkan. (lihat Skema kebijakan-kebijakan dalam rangka stabilisasi nilai tukar).

(c) **Ketiga**, apabila dilihat dari sisi internal maka terlihat bahwa persiapan untuk memasuki era floating belum diikuti dengan persiapan manajemen dan organisasi yang optimal. Oleh karena itu, perlu dilakukan penyempurnaan-penyempurnaan program intervensi, agar pelaksanaan intervensi dapat berjalan lancar dan efektif.

Flow Chart 2. Kebijakan-kebijakan Dalam Rangka Stabilitas Nilai Tukar



Saran Penyempurnaan Program Intervensi

Ada beberapa aspek yang perlu dipertimbangkan dalam rangka mendukung kesuksesan operasi intervensi yaitu menyangkut strategi pelaksanaan intervensi, sistem (termasuk organisasi/struktur) dan prosedur/mekanisme intervensi, serta kecukupan jumlah cadangan devisa.

Strategi pelaksanaan intervensi

Kesuksesan pelaksanaan intervensi sangat tergantung pada strategi intervensi yang menyangkut *timing* dan *time frame (momentum)* yang tepat. Pemilihan *momentum* yang tepat dapat diartikan bahwa Bank Indonesia dalam melakukan intervensi harus didukung oleh kondisi pasar yang positif seperti adanya “*good news*” sebagai contoh, intervensi yang dilakukan pada saat pengumuman pencairan dana IMF, program perbaikan ekonomi

dan sebagainya. Intervensi yang dilakukan harus mempunyai pengaruh (*magnitude*) yang sebesar-besarnya dengan jumlah yang seminimum mungkin. Strategi ini dapat berhasil dalam kondisi pasar yang relatif tipis dan ekspektasi pasar dalam keadaan "mixed".

Sistem dan prosedur intervensi

Di samping strategi intervensi yang tepat, diperlukan adanya suatu sistem dan prosedur yang efektif dalam rangka pelaksanaan intervensi. Untuk itu, dipandang perlu untuk mengatur kembali fungsi delegasi wewenang. Namun demikian, beberapa kendala yang sering timbul dalam pelaksanaan intervensi antaralain terdapat pada proses pengambilan keputusan khususnya mengenai wewenang terhadap jumlah atau besarnya dana yang akan digunakan untuk keperluan intervensi. Keterlambatan dalam proses pengambilan keputusan dapat menyebabkan pasar kehilangan arah dan mendorong nilai tukar berfluktuasi dengan tajam. Untuk mengatasi hal tersebut diperlukan penetapan kewenangan limit intervensi. Dengan adanya kewenangan atas limit tersebut, sikap proaktif dari dealer dapat ditingkatkan dalam menjaga kestabilan nilai tukar sekaligus kestabilan pasar valuta asing.

Dalam kaitannya dengan delegasi wewenang dan limit, prosedur pelaksanaan intervensi perlu disempurnakan antara lain menyangkut kecepatan dan keakuratan dalam pengumpulan informasi, identifikasi pasar yang dilakukan dengan membuat "Analisis Keputusan Intervensi" (AKI), yang sekaligus juga menyarankan mengenai penggunaan metode intervensi. Dengan berpedoman pada prosedur yang baku, *dealer* dapat melakukan atau mengeksekusi keputusan intervensi secara efisien (dilihat dari segi waktu yang terpakai dan kemungkinan jumlah devisa yang diperlukan).

Jumlah kecukupan cadangan devisa

Salah satu "*key success factor*" dalam kegiatan intervensi adalah tingkat kecukupan cadangan devisa. Identifikasi mengenai karakteristik "*cashflow*" cadangan devisa, perlu diteliti mengingat kegiatan intervensi yang situasional, jangan sampai terganggu oleh ketersediaan cadangan devisa yang siap pakai. Di sisi lain, perlu pula diperhatikan jangan sampai kegiatan intervensi mengganggu efektivitas dan efisiensi pengelolaan cadangan devisa. Berkenaan dengan hal tersebut, perlu dilakukan proyeksi jumlah dan kebutuhan cadangan devisa secara berkala, baik untuk keperluan manajemen cadangan devisa maupun untuk keperluan intervensi yang dapat timbul secara mendadak. Proyeksi jumlah dan kebutuhan cadangan devisa ini, dapat digunakan sebagai bahan untuk memproyeksikan *Net International Reserve*, yang digunakan oleh IMF sebagai "*performance criteria*" dalam rangka membatasi penggunaan devisa oleh Bank Indonesia baik untuk keperluan intervensi maupun untuk kebutuhan lainnya.

Penutup

Dari pembahasan yang telah dilakukan, ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam upaya menopang keberhasilan program intervensi yang antara lain sebagai berikut:

1. Dalam era globalisasi, ekonomi terbuka, devisa bebas dan sistim nilai tukar mengambang, kebijakan moneter sebagai instrumen kebijakan seyogianya harus akomodatif. Kebijakan nilai tukar harus lebih pro-aktif untuk mengkoreksi *market failure (bubbles economy)* yang diakibatkan oleh investor asing yang terlalu *bullish* terhadap prospek perekonomian Indonesia.
2. Pada masa-masa awal penerapan sistim *floating*, nilai tukar mungkin mengalami *overshoot* karena faktor ketidakpastian. Dalam kondisi demikian, Bank Indonesia perlu memberikan arahan kepada pasar mengenai level nilai tukar yang benar (*correct exchange rate*) yang merefleksikan keadaan fundamental. Oleh karena itu, dalam keadaan pasar tipis dan penuh ketidakpastian, sinyal dari Bank sentral (BI) dalam bentuk intervensi perlu dilakukan. Bank Indonesia secara berkala perlu melakukan intervensi dalam jumlah yang kecil, untuk menunjukkan bahwa BI selalu ada di pasar dan “*care*”. Tindakan ini juga untuk menghindarkan kritik bahwa BI melalaikan pasar atau “sedang tidur”. Namun demikian, seyogyanya BI tidak mencoba melawan pergerakan nilai tukar yang sedang dalam proses menyesuaikan dengan kondisi fundamental.
3. Bagian terpenting dari efektifitas suatu operasi intervensi sangat tergantung pada kemampuan untuk menilai :
 - √ letak atau titik keseimbangan sejati nilai tukar atau harga yang mencerminkan keadaan fundamental ekonomi (meskipun ini hanya aproksimasi, atau suatu “*range*”).
 - √ sentimen pasar atau faktor psikologis yang sedang terjadi.
4. Meskipun BI mempunyai ide yang bagus mengenai nilai tukar yang tepat (*right rate*) baik mengenai penilaian keadaan nilai tukar dalam siklus tertentu ataupun dalam perspektif jangka panjang, BI harus menghindarkan adanya kesan penetapan target tertentu kepada peserta pasar. Penetapan target tertentu adalah merupakan penerapan secara “*de facto*” sistim nilai tukar tetap dan ini akan memberikan kesempatan kepada spekulasi untuk mengambil keuntungan.
5. Persyaratan yang sangat essensiil dalam menilai situasi pasar dan menetapkan strategi intervensi yang tepat adalah ketersediaan informasi. Kontak yang intensif dengan *forex dealer* pasar Jakarta, Asia, London dan New York, Bank Sentral, *investment houses* dan *fund manager* merupakan kegiatan penting dalam pengumpulan informasi.

Kesuksesan operasi intervensi merupakan gabungan (*revolve*) dari pengetahuan mengenai posisi pasar, ekspektasi dan aliran transaksi forex saat ini dan yang akan datang di pasar valuta asing/keuangan.

6. Berhasilnya tidaknya suatu intervensi sangat tergantung tidak hanya pada kondisi *eksternal* seperti keakuratan informasi, ekspektasi pasar, likuiditas perbankan (GWM), kondisi ekonomi dan non ekonomi tetapi juga kondisi *internal* seperti kecukupan cadangan devisa dan ketepatan dalam pengambilan keputusan. *Last but not least*, intervensi sebagai suatu instrumen moneter bukanlah segala-galanya. Efektifitas intervensi sangat tergantung dengan dukungan kebijakan di sektor lain yang dijalankan secara konsisten.

Daftar Pustaka

- Jones, Ken, "*Some Thought on Intervention*", *Briefing Paper, Reserve Bank of Australia, 1997*
- Roger, Scott, "*Management on Foreign Exchange Reserve*", *Bank of International Settlement (BIS) Economic Papers, Basle, 1993*
- Mayer, H. and Taguchi, H, "*Official Intervention in The Exchange Rate Markets : Stabilising of Destabilising*", *BIS Economic Papers No. 6, Basle, 1983*
- Dominguez, M. Kathryn, "*Does Central Bank Intervention Increase the Volatility of Foreign Exchange Rate ?*", *Kennedy School of Government, Harvard University, NBER Working Paper # 4532, November 1993*
- Mayer, Helmut, "*The Theory and Practice of Floating Exchange Rates and the Role of Official Exchange-market Intervention*", *Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basle, BIS Economic Papers No. 5, Februari 1982*
- Crockett, Andrew, "*Why is Financial Stability a Goal of Public Policy*", *Federal Reserve Kansas Center Seminar, Kansas, 1997*
- Rankin, Bob, "*Exchange Rate Policy in Australia*", *Reserve Bank of Australia, September 1998*
- Dominguez, Kathryn, 1990, "*Market Response to Coordinated Central Bank Intervention*", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy, Vol. 32*
- Mussa, Michael, 1981, "*The Role of Official Intervention*", *Group of Thirty Occasional Papers, No. 6 New York : Group of Thirty*
- Loopesko, Bonnie, 1984, "*Relationship Among Exchange Rates, Intervention, and Interest Rate : An Empirical Investigation*", *Journal of International Money and Financial 3, 257-277*
- Henderson, Dale, and Stephanie Sampson, 1983, "*Intervention in Foreign Exchange Markets : A Summary of Ten Staff Studies*", *Federal Reserve Bulletin 69, Nov., 830-36*