

# KAJIAN TERHADAP STRUKTUR MIKRO PASAR VALAS ANTAR BANK DOMESTIK

Oleh :

*Aida S. Budiman, Nanang Hendarsah  
M. Noor Nugroho dan Evy Silviani<sup>\*)</sup>*

## **Abstract**

*Price fluctuation on foreign exchange induces a complex consequences on financial market. Understanding micro structure of forex market and their linkage to other market will help central bank to maintain 'targeted' value of Rupiah and to ensure the economy recovery post crisis.*

*We apply business intelligence application namely On-Line Analytical Processing (OLAP) to deal with huge and high frequency data from Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU) during period of January 2003 up to 20 June 2003. Using this tool, we can analyze characteristic of any observable market blocks including market clearance status and their inter-linkage (flow of transactions).*

*The result shows that swap transaction dominates foreign exchange transaction, followed by spot and forward. The swap transaction is mostly used to maintain short term liquidity in inter bank market. From all of the three types of transaction, foreign bank plays important role because they have 'greater' access on Pasar Uang Antar Bank (PUAB), meanwhile national bank face credit line policy hence 90% of foreign exchange placement is directed to foreign bank.*

---

<sup>\*)</sup> Keempat penulis adalah Peneliti Ekonomi di Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia

## I. Pendahuluan

Pasar valuta asing (valas) adalah pasar keuangan tempat terjadinya transaksi valas dalam berbagai bentuk dan mempunyai peran penting dalam perekonomian, terutama dengan terjadinya arus integrasi pasar keuangan global. Keberadaan pasar valas tidak dapat dihindari mengingat perdagangan mata uang yang terjadi adalah turunan dari fungsi uang sebagai *store of value* dan diperlukan untuk memfasilitasi perdagangan barang dan jasa yang terjadi antar negara. Disamping itu, transaksi yang terjadi di pasar valas juga merupakan sarana lalu lintas modal yang berfungsi untuk '*smoothing*' kesenjangan dana tabungan dan investasi yang terjadi dalam suatu perekonomian. Namun, konsep *borderless* dari lalu lintas modal yang bergerak sesuai dengan keuntungan yang didapat juga menyebabkan pergerakan dana menjadi sensitif terhadap persepsi dan ekspektasi pelaku pasar. Kondisi ini menyebabkan diperlukannya pasar valas yang dalam dan efisien sehingga dapat menyerap gejolak yang terjadi.

Meskipun transaksi yang terjadi di pasar valas merupakan interaksi antara permintaan dan penawaran valas, proses tersebut tetap melibatkan mata uang konversi. Sebagai contoh, transaksi valas antara USD dan rupiah (USDIDR) akan memerlukan likuiditas rupiah, sehingga kondisi pasar rupiah akan mempengaruhi pembentukan kurs. Selain itu, transaksi pasar valas juga akan terkait dengan ketersediaan dana valas di pasar antar bank valas baik dalam maupun luar negeri. Lebih lanjut lagi, aliran dana yang terjadi di pasar valas juga dapat bermuara ke pasar modal (saham dan obligasi) atau bentuk penanaman langsung lainnya. Gambaran tersebut menunjukkan eratnya keterkaitan perkembangan pasar valas dengan pasar keuangan lainnya dan pasar modal, dan kompleksitas proses pembentukan kurs yang terjadi.

Disamping itu, pelaku dalam pasar valas juga cukup beragam. Di Indonesia, pelaku terdiri dari sektor perbankan, korporasi (termasuk lembaga keuangan non-bank), serta individu, dan pelaku luar negeri terutama bank. Peranan sektor perbankan dalam pasar valas sangat dominan karena proses pembentukan harga akhir terjadi di pasar antar bank (*interbank market*). Kendati demikian, peranan sektor non-bank juga sangat penting karena aliran dana valas sektor non-bank yang masuk ke dan keluar dari pasar antar bank turut menimbulkan dampak penggandaan (*multiplier*) terhadap volume transaksi di pasar dan pada gilirannya terhadap pembentukan harga.

Kondisi tersebutlah yang melatarbelakangi dilakukannya kajian struktur mikro pasar valas antar bank di Indonesia. Secara makro, harga yang terjadi di pasar valas—nilai tukar rupiah— merupakan salah satu indikator makro penting yang mempengaruhi kestabilan

makro ekonomi (stabilitas moneter dan kesinambungan fiskal) dan pencapaian target inflasi sebagai dampak dari perekonomian terbuka (*direct* dan *indirect pass-through effect*). Sedangkan secara mikro, fluktuasi nilai tukar dapat mempengaruhi stabilitas sistem keuangan dan kondisi dunia usaha.

Kompleksitas permasalahan yang ditimbulkan oleh fluktuasi 'harga' di pasar valas mengharuskan Bank Indonesia sebagai lembaga yang bertanggung jawab terhadap terpeliharanya stabilitas nilai rupiah untuk memahami lebih baik tentang struktur mikro pasar valas dan keterkaitannya dengan pasar lainnya. Hal ini menjadi prioritas mengingat terjadinya perubahan struktur perekonomian khususnya krisis perbankan akibat krisis Asia yang terjadi pada pertengahan tahun 1997. Pemahaman terhadap struktur mikro pasar valas dapat membantu langkah-langkah dan arah kebijakan moneter yang diperlukan untuk menjaga kestabilan proses pemulihan ekonomi yang sedang berlangsung.

Sebagai ilustrasi, perkembangan perekonomian pada tahun 2002/2003 dimana Indonesia dihadapkan dengan meningkatnya aliran dana masuk (*capital inflows*) yang telah turut berperan dalam mendorong penguatan nilai tukar rupiah merupakan salah satu fokus dari kajian struktur mikro pasar valas. Dari pengamatan terhadap data lalu lintas dana eksternal menunjukkan bahwa aliran dana tersebut sebagian besar berupa penanaman dalam instrument pasar uang (*money market*) jangka pendek misalnya pada swap "tom-next" oleh bank-bank luar negeri (*offshore*) untuk memperoleh pendapatan dari 'implied swap rate' yang sangat menarik, dan atau untuk meng-cover transaksi NDF di pasar uang Singapura.

Meskipun di satu sisi aliran masuk dana eksternal berdampak positif terhadap penguatan nilai tukar rupiah, di sisi lain menyimpan potensi permasalahan yang dapat mengganggu kestabilan moneter ke depan terutama dalam kondisi sektor perbankan yang mengalami eksekusi likuiditas rupiah. Dalam pada itu, ditinjau dari sisi eksternal, aliran modal masuk disebabkan oleh trend penurunan tingkat suku bunga di luar negeri dan gejala pelemahan dollar AS secara global.

Faktor-faktor tersebut memberikan indikasi potensi terjadinya 'capital reversal' karena cenderung spekulatif (mencari keuntungan jangka pendek) dan sangat rentan terhadap 'pembalikan' arah sentimen yang mendadak akibat perubahan risiko (*economic and political risk*) domestik dan eksternal yang sangat ekstrim. Potensi kemungkinan pembalikan arus modal tersebut sulit diketahui dari awal apabila kajian terhadap struktur mikro pasar valas tidak dilakukan. Analisa struktur mikro pasar mengindikasikan, penguatan rupiah yang terjadi disebabkan oleh peningkatan penjualan valas oleh bank luar negeri ke bank domestik

(khususnya melalui kelompok bank asing). Terdapat tiga tempat yang menjadi muara penempatan dana valas pelaku asing, yakni pasar valas, pasar uang dan modal termasuk pasar obligasi dan saham.

Kajian struktur mikro akan memberikan gambaran yang lebih rinci tentang aliran transaksi valas antara pelaku pasar, siapa pelaku terbesar dan sangat berpengaruh dalam proses pembentukan harga (kurs), serta dampak transmisinya pada pasar lainnya. Hasil kajian dapat memberikan sumbangan yang berarti dalam perumusan kebijakan guna merespon potensi kemungkinan terjadinya gejolak nilai tukar yang berpotensi mengancam kesetabilan moneter.

### *1.1. Tujuan penelitian*

Penelitian terhadap struktur mikro pasar valas bertujuan untuk **meningkatkan pemahaman terhadap karakteristik transaksi valas antar bank, serta perubahan perilaku pelaku transaksi valas di pasar keuangan domestik, sehingga dapat dipahami implikasinya bagi proses pembentukan harga (nilai tukar) dan diambil kebijakan makro dan mikro yang tepat dan efektif**. Beberapa aspek mikro struktur yang dilihat adalah perkembangan transaksi valas di Indonesia, segmentasi yang terjadi, dan analisa penawaran dan permintaan valas. Kajian juga meliputi indikasi keterkaitan pasar valas dengan pasar uang antar bank (PUAB) baik rupiah maupun valas. *Stylized facts* yang dihasilkan diharapkan dapat memberikan arah rekomendasi kebijakan mikro dan makro yang perlu dilakukan guna menjaga terpeliharanya kestabilan nilai tukar.

### *1.2. Metodologi penelitian*

Penelitian dilakukan dengan menggunakan data transaksi perdagangan valas secara individual yang dilaporkan oleh perbankan domestik ke Bank Indonesia secara 'on-line' melalui Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU). Analisa dilakukan dengan membangun desain model aliran dana antara; pasar antar bank dengan pelaku non-bank dan pelaku luar negeri. Mengingat keterbatasan data, dalam kajian ini kaitan pasar valas dengan pasar modal belum ditelusuri lebih lanjut. Keterbatasan data historis yang dicakup aplikasi pengolahan data menyebabkan periode kajian hanya meliputi Januari 2002 – 20 Juni 2003, dan khusus untuk transaksi spot, baru dimulai sejak Mei 2002.

Mengingat data transaksi tersebut merupakan *high frequency data* dan kompleksitas aliran transaksi yang terjadi di pasar valas, pengolahan dilakukan dengan menggunakan bantuan aplikasi *business intelligence* yaitu *Online Analytical Data Processing* (OLAP).

Aplikasi ini dapat mengolah dan menganalisis data dari berbagai dimensi, melakukan penelusuran data menuju ke arah detail (*drill-down*) dan menuju ke arah global (*drill-up*), serta mengkaitkan data/informasi dari beberapa sumber (*drill-through*).

## II. Gambaran Umum Pasar Valuta Asing

### 2.1. Pelaku Pasar

Sebagaimana halnya dengan transaksi perdagangan mata uang utama dunia di pasar valas global, pertukaran rupiah dengan valas melibatkan berbagai pelaku yang dapat dikelompokkan menjadi; (i) pelaku bank, (ii) lembaga keuangan non-bank dan korporasi, (iii) non-residen (bank dan non-bank), serta (iv) individu.

#### (i) Pelaku Bank

Pelaku bank melakukan transaksi pertukaran rupiah dan valas di pasar antar bank dan merupakan segmen pasar yang sangat menentukan pembentukan harga akhir sekaligus arah atau fluktuasi perkembangan kurs rupiah. Pasar valas antar bank melibatkan kelompok bank asing, bank campuran, bank persero dan bank umum swasta nasional devisa.

Pada masa sebelum krisis khususnya dalam periode *crawling band exchange rate system*, pasar antar bank sangat aktif dengan volume transaksi spot mencapai di atas USD 1 miliar per hari. Hampir seluruh bank devisa memiliki akses ke pasar valas antar bank dengan kekuatan yang relatif seimbang antara kelompok bank asing dan bank campuran, bank persero, serta bank swasta nasional devisa.

Namun, krisis nilai tukar pada tahun 1997/1998 telah mengubah struktur pasar valas antar bank tersebut. Besarnya tekanan depresiasi terhadap rupiah sejak Agustus 1997, telah menyebabkan kesehatan neraca bank-bank nasional memburuk. Terdepresiasinya rupiah mengakibatkan sisi pasiva valas bank (diukur dalam rupiah) membengkak. Sementara itu, tingkat modal sebagian besar perbankan nasional mengalami kemerosotan yang sangat tajam akibat tergerogoti oleh 'negatif spread' seiring dengan melonjaknya tingkat suku bunga hingga mencapai 65%. Sebagai akibatnya hampir seluruh bank-bank nasional papan atas memiliki rasio kecukupan modal (CAR) negatif. Selain itu, akibat kebangkrutan yang melanda dunia usaha mengakibatkan non-performing loan (NPL) melonjak. Kondisi keuangan perbankan nasional yang memburuk tersebut dan memburuknya *country risk* pada gilirannya mengakibatkan hilangnya kepercayaan perbankan internasional terhadap perbankan nasional. Hal ini tereflesikan dari hilangnya 'credit line' transaksi finansial bank-bank nasional dengan bank-bank di luar negeri termasuk dengan kantor cabangnya (bank asing) di dalam negeri.

Akibat terputusnya 'credit line' tersebut, terjadi pendalaman segmentasi (*segmentation deepening*) dalam transaksi valas antar bank. Bank-bank luar negeri (*offshore*) dan kelompok bank asing di dalam negeri cenderung hanya membatasi transaksinya dengan kelompok bank asing. Hilangnya *credit line* bank-bank nasional mengakibatkan akses sebagian besar kelompok bank ini ke pasar valas antar bank menjadi terbatas.

Namun, sejalan dengan kemajuan yang dicapai dalam restrukturisasi perbankan dan membaiknya *country risk*, sejumlah bank kembali memperoleh *credit line* meskipun masih terbatas. Sebagai akibat terjadinya pendalaman segmentasi pasar paska krisis, volume harian transaksi valas penyerahan spot turun drastis dari rata-rata di atas USD 1 miliar per hari menjadi sekitar USD200 juta - USD400 juta per hari, yang disertai dengan pelebaran spread jual beli (*bid-offer spread*). Sementara itu, volume transaksi swap juga mengalami penurunan drastis dan hanya tersedia untuk tenor sangat pendek. Besarnya dominasi kelompok bank asing dalam transaksi valas menjadikan bank-bank asing sempat saat ini berperan sebagai '*price makers*' sedangkan kelompok bank nasional cenderung berperan sebagai '*price takers*'. Beberapa faktor memperkuat posisi kelompok bank asing sebagai price makers, yakni; (i) '*brand image*' menjadikan kelompok bank asing sebagai '*safe haven*' bagi penempatan dana valas masyarakat, (ii) kelompok bank asing berperan sebagai '*channel*' bagi aliran lalu lintas modal asing, (iii) '*bisnis line*' kelompok bank asing lebih berorientasi ke '*corporate banking*', dan (iv) banyak memiliki expertise dalam bidang rekayasa transaksi finansial.

#### (ii) **Pelaku Non-Bank (Lembaga Keuangan Non-Bank dan Korporasi)**

Selain bank, lembaga keuangan non-bank khususnya korporasi merupakan pelaku yang cukup signifikan di pasar valuta asing terutama dalam mempengaruhi kekuatan supply-demand valas sekaligus dalam proses pembentukan harga. Keterlibatan korporasi di pasar valas pada umumnya untuk memenuhi transaksi komersial seperti ekspor-impor, pembayaran utang luar negeri, atau transaksi lindung nilai (*hedging*). Namun, dalam periode '*free float*' tidak sedikit korporasi yang juga masuk ke pasar valuta asing untuk memanfaatkannya fluktuasi nilai tukar dalam rangka melakukan '*enhancing*' portfolio keuangannya. Kendati demikian, tidak seperti bank, korporasi tidak bertransaksi sepanjang hari (*not spot oriented*), namun lebih berorientasi jangka menengah-panjang, dengan frekuensi transaksi yang relatif lebih rendah dibanding transaksi bank.

Pelaku korporasi tidak melakukan transaksi secara langsung diantara mereka namun melakukan akses ke pasar melalui bank-bank komersial. Karena volume transaksi valas yang dilakukan korporasi pada umumnya relatif besar (disebut juga sebagai segmen '*whole sale market*') maka keterlibatan korporasi seringkali menimbulkan efek berantai

(*spill over effect*) dalam proses pembentukan harga dipasar antar bank. Hal ini misalnya terlihat dari terjadinya tekanan depresiasi terhadap rupiah yang cukup kuat pada periode-periode terjadinya peningkatan permintaan valas oleh korporasi dalam rangka pelunasan utang luar negeri. Selain itu, tekanan depresiasi muncul pada periode terjadinya peningkatan impor.

### (iii) Pelaku Non-Residen (Bank dan Non-Bank)

Sistem devisa bebas telah membuka peluang bagi dana-dana asing jangka pendek untuk keluar masuk pasar keuangan domestik, dan telah berperan besar dalam mempengaruhi fluktuasi nilai tukar rupiah. Lalu lintas dana asing jangka pendek tersebut terutama dipengaruhi oleh ekspektasi terhadap perkembangan imbal hasil (*yield*) instrument finansial domestik setelah memperhitungkan berbagai risiko (*risk-adjusted*), relatif terhadap imbal hasil instrument finansial di pasar uang luar negeri. Bank komersial, bank investasi, dan *mutual fund*, merupakan pelaku non-residen yang turut menggerakkan lalu lintas modal jangka pendek. Sementara itu, aliran dana jangka panjang (misalnya dalam bentuk FDI atau pembelian asset domestik) meskipun pada gilirannya dapat mempengaruhi perkembangan nilai tukar namun dalam frekuensi yang lebih rendah. Dampak keterlibatan pelaku non-residen terhadap pembentukan kurs sangat besar karena selain melakukan transaksi dalam volume relatif besar juga secara psikologis aksi pelaku non-residen cenderung menjadi '*benchmark*' bagi kepercayaan atau sentimen internasional terhadap perekonomian Indonesia.

Terdapat beberapa fase di mana dana-dana asing telah turut berperan dalam mempengaruhi supply-demand valas di pasar keuangan domestik;

- (i) Fase pertama, adalah pada masa sebelum krisis, di mana dana-dana asing baik dana jangka pendek maupun panjang telah berperan besar dalam memasok ketersediaan valas di pasar uang dalam negeri. Derasnya aliran masuk dana asing terutama dipicu oleh ekspektasi positif terhadap perekonomian Indonesia dan lebarnya perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri.
- (ii) Fase ke dua adalah pada saat meletupnya krisis 1997/1998, dimana terjadi pembalikan keluar dana asing (*massive capital outflow*) yang mengakibatkan mengeringnya pasokan valas di pasar uang domestik. Meskipun, imbal hasil yang ditawarkan mata uang rupiah sangat tinggi (hingga mencapai 65% p.a.), tingginya *country risk* mengakibatkan '*risk-adjusted yield*' menjadi tidak menarik bagi dana asing tersebut.
- (iii) Fase ke tiga, paska krisis 1999 sampai dengan awal 2001 di mana **secara terbatas** dana asing jangka pendek kembali masuk ke pasar keuangan domestik, namun masih dalam bentuk *hit and run*. Masuknya dana asing jangka pendek tersebut terutama lebih bermotif spekulasi untuk memanfaatkan fluktuasi nilai tukar rupiah yang sangat

tajam dengan memanfaatkan *event-event* ketidakpastian sosial politik serta memanfaatkan berbagai '*loophole*' dalam ketentuan transaksi devisa melalui rekayasa instrument finansial. Peraturan Bank Indonesia akhirnya diterbitkan pada bulan Februari 2001 guna membatasi internasionalisasi rupiah (PBI No.3/3/2001) dan secara efektif telah dapat meredam kegiatan spekulatif oleh pelaku non-residen. Hal ini terlihat dari terjadinya penurunan drastis pada mutasi vostro account (rekening rupiah) non-residen yang dipelihara pada bank-bank asing. Dalam beberapa periode tertentu sepanjang tahun 2001 dan sampai pertengahan tahun 2002 terjadi tekanan depresiasi yang disertai peningkatan fluktuasi kurs terutama sebagai akibat kegiatan spekulasi yang dilakukan oleh pelaku pasar domestik selain karena terbatasnya pasokan valas dari pelaku non-residen.

(iv) Fase ke-empat, pada periode pemulihan ekonomi. Sejalan dengan dengan membaiknya *country risk* Indonesia dan terjadinya trend penurunan suku bunga internasional, sejak pertengahan tahun 2002 pasar keuangan domestik kembali menjadi pusat perhatian dana-dana asing. Di tengah kondisi risiko ekonomi global yang memburuk dan sebaliknya risiko domestik yang cenderung membaik dan stabil, perbedaan perolehan pendapatan yang signifikan antara penanaman dana dalam rupiah dan valuta asing (paritas suku bunga) telah memainkan peran penting dalam meningkatkan aliran masuk dana eksternal. Derasnya aliran masuk dana eksternal tersebut telah turut menopang apresiasi rupiah yang sangat tajam.

(iv) Pelaku Individual

Pelaku individual melakukan transaksi dalam **nilai volume transaksi yang relatif kecil** namun dapat memberikan dampak terhadap pembentukan kurs secara tidak langsung apabila transaksi oleh masyarakat individu dilakukan secara serempak (*rush*). Individu melakukan transaksi melalui 'money changer' atau langsung ke bank, namun tidak dapat memiliki akses langsung ke pasar antar bank.

### 2.2.3. *Jenis Transaksi Valas*

Berkembangnya pasar valas tidak hanya meningkatkan jumlah pelaku dan volume transaksi saja, namun juga memunculkan variasi jenis transaksi atau produk valas yang diperdagangkan. Beberapa jenis transaksi yang paling umum ditransaksikan di pasar valas adalah transaksi spot dan transaksi derivative terutama forward, swap, dan option. Selain itu terdapat berbagai turunan dan kombinasi dari jenis transaksi derivative tersebut diatas yang disesuaikan dengan kebutuhan atau tujuan pelaku pasar atau investor. Namun, di pasar valas-rupiah pasar transaksi selain spot, forward, dan swap belum berkembang cukup dalam.



**(i) Transaksi spot**

yaitu transaksi jual-beli valas dengan kewajiban bagi penjual untuk menyerahkan valas dan pihak pembeli harus melakukan pembayaran (mata uang domestik) pada 2 hari kerja setelah terjadinya kontrak. Transaksi spot juga memungkinkan untuk diselesaikan (*settle*) pada hari yang sama, atau lebih dikenal dengan *today settlement*, atau diselesaikan pada keesokan harinya, atau dikenal dengan *tomorrow settlement*.

**(ii) Transaksi forward**

yaitu transaksi jual-beli valas dengan *settlement* (penjual menyerahkan valas dan pihak pembeli harus melakukan pembayaran) pada waktu tertentu (lebih dari 2 hari kerja) sesuai kontrak yang diperjanjikan dengan harga/kurs forward sebesar kurs spot ditambah premi forward (dengan asumsi mata uang domestik akan terdepresiasi pada saat kontrak forward jatuh tempo).

**(i) Transaksi swap**

yaitu gabungan antara transaksi spot dan forward namun dengan arah transaksi yang saling berlawanan. Transaksi swap jual adalah transaksi membeli valas secara spot disertai dengan transaksi forward jual valas. Sebaliknya, transaksi swap beli adalah transaksi spot jual valas yang diikuti oleh transaksi forward beli valas. Transaksi swap umumnya digunakan sebagai fasilitas lindung nilai aset dari risiko fluktuasi kurs.

Disamping jenis transaksi yang bervariasi, mata uang asing yang diperdagangkan juga bermacam-macam. Namun, mata uang asing yang paling banyak diperdagangkan di pasar valas adalah hard currencies seperti US dollar dan euro.

**III. Kerangka Analisis****3.1. Penentuan Pasar Valas sebagai Obyek Penelitian**

Pengertian pasar valas pada dasarnya sangat luas yaitu setiap terjadinya penawaran dan permintaan valas yang diikuti dengan transaksi jual-beli atau pertukaran. Dengan mengacu pada hal tersebut, maka pasar valas dapat mencakup transaksi jual beli valas antar individu dengan individu lainnya, individu dengan pedagang valas (*money changer*), korporasi dengan bank, dan bank dengan bank -baik antar bank domestik maupun antar bank domestik dengan bank luar negeri. Sementara itu, ditinjau dari komoditi yang ditransaksikan, yaitu valas, maka transaksi-transaksi yang melibatkan pertukaran antara valas dan mata uang domestik yang termasuk dalam cakupan kajian ini adalah transaksi spot, forward dan transaksi swap.

### 3.2. Rancangan Model (Model Design)

Dalam melakukan kajian struktur mikro pasar valas diperlukan suatu rancangan model yang menggambarkan aliran transaksi yang terjadi di pasar valas dan keterkaitannya dengan pasar rupiah. Model ini diperlukan untuk mempermudah analisa dalam melihat perilaku transaksi serta melihat keterkaitan antar pasar. Untuk itu, terlebih dahulu harus diidentifikasi aliran transaksi dan pelaku transaksi di pasar valas dan rupiah tersebut.

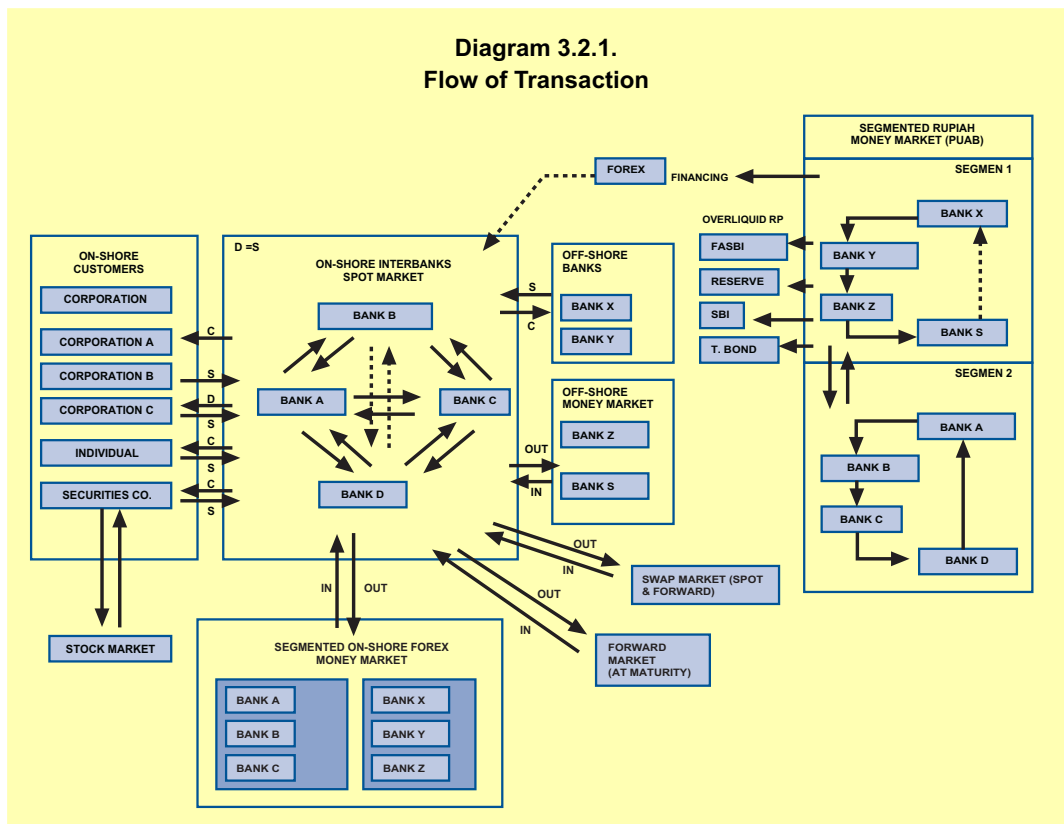
Mengingat data transaksi yang tercatat pada Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU) — sebagai objek penelitian— merupakan data transaksi frekuensi tinggi, kurang terstruktur, dan kurang terstandar dengan baik, serta adanya kompleksitas dalam aliran transaksi antara pelaku pasar, maka diperlukan suatu perangkat yang dapat membantu dalam mengolah sekaligus memetakan (*mapping*) sehingga dapat dihasilkan informasi yang dapat menghasilkan nilai-nilai strategis mengenai struktur pasar valas. Berhubung jumlah datanya yang besar dan kurang terstruktur, pengolahan data tidak memungkinkan menggunakan aplikasi spreadsheet yang umum seperti Microsoft Excell. Oleh karena itu, untuk mempermudah pengolahan data, digunakan perangkat aplikasi *“business intelligence”* yaitu *On-line Analytical Processing (OLAP)* yang memiliki daya analisis yang sangat pintar dan dinamis..

Identifikasi terhadap pelaku dan aliran transaksi menghasilkan blok-blok pasar yang terkait satu sama lainnya sehingga menggambarkan alur transaksi di pasar valas dan rupiah seperti diagram 3.2.1.

#### Keterangan diagram:

- **Blok pasar antar bank** : Blok ini menggambarkan transaksi valas antar bank dan merupakan blok yang sangat penting mengingat transaksi antar bank ini merupakan muara akhir terbentuknya kurs. Dengan bantuan aplikasi OLAP, identifikasi supply-demand terhadap blok transaksi antar bank domestik lebih mudah dilakukan karena laporan yang dihasilkan akan memperlihatkan counterpart (pihak lawan) dari masing-masing pelaku transaksi, baik itu jual maupun beli.
- **Blok Transaksi Swap** : Transaksi swap merupakan kombinasi antara transaksi spot dan forward. Karena transaksi swap dilakukan secara bilateral, maka transaksi ini tidak mempengaruhi kurs secara langsung. Transaksi akan mempengaruhi kurs melalui posisi likuiditas bank yang terpengaruh pada saat penyerahan (*delivery*) valas pada “spot date” dilakukan dan pada saat penyerahan valas pada “forward date” dilakukan.

**Diagram 3.2.1.**  
**Flow of Transaction**



- **Blok Pasar Forward** : Seperti halnya transaksi swap, transaksi forward tidak secara langsung mempengaruhi kurs, namun akan mempengaruhi kurs secara tidak langsung melalui perubahan posisi exposure likuiditas valas bank pada saat delivery valas pada “forward date”.
- **Blok nasabah bank (onshore customers)** : Nasabah domestik merupakan lawan transaksi dari perbankan domestik yang terdiri dari dua kelompok besar, yaitu individu/perorangan dan korporasi. Nasabah yang melakukan pembelian valas ke blok pasar antar bank domestik, diidentifikasi sebagai pelaku yang menimbulkan demand valas (D). Sebaliknya, nasabah yang melakukan penjualan valas ke blok pasar antar bank domestik diidentifikasi pelaku yang menimbulkan supply valas (S).
- **Blok bank luar negeri (off-shore banks)** : Kelompok bank ini merupakan lawan transaksi perbankan domestik dari sisi luar negeri. Bank luar negeri yang membeli valas ke blok pasar antar bank domestik, diidentifikasi sebagai demand valas (D). Sebaliknya, bank luar negeri yang melakukan penjualan valas ke blok pasar antar bank domestik diidentifikasi sebagai supply valas (S)

- **Blok on-shore / off-shore money market** : Penempatan dana valas oleh blok antar bank domestik ke blok pasar uang antar bank domestik (on-shore money market) diidentifikasi sebagai penempatan dalam negeri (DN) atau terjadinya “shifting” yang dapat mencerminkan diversifikasi portfolio sebagai akibat dari inflow maupun hanya pergeseran portfolio saja. Sedangkan penempatan dana valas blok antar bank domestik ke blok pasar uang antar bank luar negeri (off-shore money market) diidentifikasi sebagai penempatan luar negeri (LN) atau terjadinya “outflow” (konsep cross-border). Terjadinya outflow penempatan valas di pasar uang luar negeri tidak secara langsung mempengaruhi proses pembentukan harga (kurs) namun dapat memberikan dampak tidak langsung karena pasar uang antar bank (PUAB) valas di dalam negeri menjadi dangkal dan tidak berkembang. Sedangkan pendalaman pasar uang valas antar bank (*market deepening*) di dalam negeri sangat penting karena dapat meningkatkan penyebaran likuiditas valas ke seluruh bank secara merata. Dengan demikian, bank yang suatu saat mengalami kekurangan (*shortage*) posisi valas tidak harus melakukan pembelian di pasar valas (yang akan menimbulkan tekanan depresiasi terhadap rupiah) tetapi dapat meminjam ke bank lain di PUAB valas dalam negeri.  
Sebaliknya, penempatan dana valas blok bank offshore ke blok antar bank domestik diidentifikasi sebagai penempatan dalam negeri (DN) atau terjadinya “inflow”. Posisi likuiditas valas bank juga dipengaruhi oleh penempatan atau penarikan dana pihak ketiga dalam deposito valas, namun tidak tercakup dalam PIPU. Transaksi penempatan dana valas oleh bank domestik di pasar uang luar negeri tidak akan mempengaruhi posisi devisa netto (PDN) bank apabila sumber dana tersebut berasal dari penempatan dana valas bank lain atau simpanan individu (DPK valas). Hal ini karena peningkatan dalam liabilities bank akan teroff-set dengan peningkatan dalam asset berupa penyertaan di pasar uang.
- **Blok pasar uang rupiah (PUAB Rupiah)** : transaksi valas di pasar antar bank sangat dipengaruhi oleh kondisi likuiditas rupiah bank . Pada saat bank-bank mengalami kelebihan likuiditas rupiah diluar kebutuhan normalnya, pembelian valas merupakan salah satu outlet penempatan dana, selain beberapa outlet penempatan lainnya terutama Fasilitas Bank Indonesia (Fasbi), SBI, obligasi. Sebaliknya, transaksi bank di pasar valas dapat menimbulkan peningkatan kebutuhan rupiah yang dapat diperoleh dengan meminjam di pasar antar bank rupiah. Sebagai contoh, suatu bank yang melakukan pembelian valas dengan penyerahan spot atau melakukan transaksi swap-jual, dapat mendorong bank meminjam rupiah di pasar uang sehingga bank tersebut berada dalam posisi sebagai “net-borrower” di pasar uang pada dua hari kerja berikutnya.

Dengan melihat aliran transaksi dan keterkaitan antar blok pada diagram diatas, maka akan didapatkan hasil analisa yang berupa:

1. Struktur mikro pasar, yang menggambarkan bagaimana karakteristik dari masing-masing pasar dan perilaku dari pihak-pihak yang melakukan transaksi;
2. Segmentasi dari pasar, yang menggambarkan karakteristik dari pelaku di pasar valas dan rupiah.
3. Supply dan demand yang terjadi di pasar valas.
4. Keterkaitan antar pasar rupiah dan valas.

Berkaitan dengan analisa supply dan demand di pasar valas, analisis ini diarahkan untuk memetakan sisi permintaan dan penawaran valas, serta bank-bank atau kelompok bank apa yang berperan sebagai pemasok valas dan penyerap valas. Analisis ini ditujukan untuk mengetahui bagaimana pengaruh oversupply ataupun overdemand terhadap pergerakan kurs serta mendeteksi terjadinya capital flow, baik itu berupa inflow maupun outflow.

Sementara itu, untuk menentukan aliran valas yang menjadi permintaan dan penawaran, maka aliran valas masuk ke pasar valas antar bank domestik (*onshore foreign exchange interbank market*) merupakan sisi penawaran, dan sebaliknya aliran valas keluar dari pasar antara bank tersebut diasosiasikan sebagai permintaan valas. Berdasarkan hal ini dan dengan mempertimbangkan pembatasan pasar (pasar valas yang melibatkan bank dan jenis transaksi valas: spot, forward dan swap), maka pengelompokan transaksi valas yang dikategorikan sebagai sisi penawaran dan sisi permintaan adalah sebagai berikut.

- Sisi Penawaran:
  - o Transaksi spot beli oleh bank;
  - o Transaksi forward beli oleh bank yang sudah jatuh waktu;
  - o Kaki spot (beli valas) dari transaksi swap jual oleh bank; dan
  - o Kaki forward (beli valas) dari transaksi swap beli oleh bank yang sudah jatuh waktu.
- Sisi Permintaan:
  - o Transaksi spot jual oleh bank;
  - o Transaksi forward jual oleh bank yang sudah jatuh waktu;
  - o Kaki spot (jual valas) dari transaksi swap beli oleh bank; dan
  - o Kaki forward (jual valas) dari transaksi swap jual oleh bank yang sudah jatuh waktu.

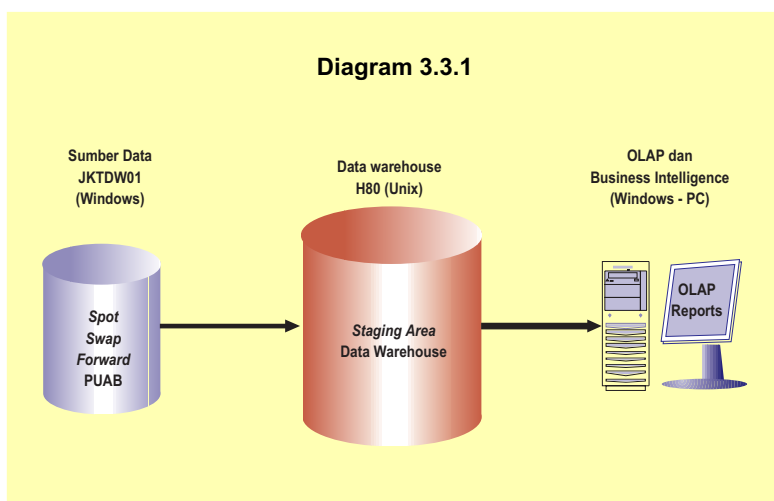
Dalam kajian ini, pengamatan terhadap permintaan dan penawaran valas akan dibatasi hanya pada transaksi spot saja dengan pertimbangan (1) volume transaksi forward relatif sangat kecil dibandingkan volume transaksi spot dan swap; (2) transaksi swap pada saat ini lebih ditujukan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas jangka pendek dan permintaan

atau penawaran valas yang tercipta dari transaksi swap bersifat temporer – saat spot terjadi permintaan valas dan pada saat forward terjadi penawaran valas, atau (3) masih terbatasnya eksplorasi sistem alat bantu, terutama untuk mengeksplorasi data berdasarkan jatuh tempo transaksi.

### 3.3. *Perangkat Analisis*

Seperti telah dikemukakan sebelumnya, kondisi data PIPU yang tidak terstruktur, tidak standar, dan jumlah data yang sangat besar (frekuensi tinggi) membutuhkan perangkat bantu guna dapat diolah menjadi lebih informatif dan mudah dianalisa. Dalam melakukan analisa struktur mikro ini, alat bantu pengolahan data yang digunakan adalah salah satu aplikasi business intelligence yaitu On-Line Analytical Processing (OLAP) yang memiliki kemampuan untuk mengolah data besar dengan cepat, fleksibel, dan multidimensional sehingga dapat mengoptimalkan informasi yang didapat serta mempermudah analisis yang dilakukan.

Dengan menggunakan aplikasi OLAP, maka data transaksi perdagangan valas dan rupiah yang berasal dari PIPU dapat dilihat dari berbagai dimensi sehingga analisis yang dilakukan lebih komprehensif dan lengkap. Untuk mempermudah pengolahan data, semua data yang diperoleh dari database PIPU disimpan dalam suatu data warehouse untuk kemudian diolah dengan menggunakan suatu aplikasi Business Intelligence – dalam hal ini berupa Impromptu Administrator, Transformer dan Powerplay – sehingga menghasilkan data yang siap dianalisis.



Di dalam data warehouse, data-data tersebut dikelompokkan berdasarkan kebutuhan untuk analisa data –disebut data mart— dan memiliki beberapa dimensi, antara lain seperti yang tercantum dalam architecture dibawah ini:

Data Mart	DIM_TGL_TRANSAKSI	DIM_TGL_VALUTA	DIM_PELAPOR	DIM_PENJUAL	DIM_PEMBELI	DIM_Pemberi	DIM_PEMINJAM	DIM_MATA_UANG	DIM_JANGKA_WAKTU	DIM_JENIS_PUAB
SPOT	X		X	X	X			X	X	
SWAP	X	X	X	X	X			X	X	
FORWARD	X	X	X	X	X			X	X	
PUAB	X	X	X			X	X		X	X
SUMMARY	X		X					X		

Sementara itu, dalam aplikasi business intelligence terdapat tiga perangkat untuk mengolah data, yaitu **impromptu**, **transformer** dan **powerplay**. Impromptu merupakan reporting tools yang memiliki kemampuan yang baik dalam berinteraksi dengan database. Impromptu ini dapat digunakan untuk melakukan query data dari database serta menghasilkan report yang atraktif dan fleksibel. Pada impromptu ini, data yang berasal dari data warehouse dibentuk menjadi suatu katalog yang berupa report, untuk selanjutnya data dari report tersebut akan digunakan oleh transformer dalam membangun suatu model yang terdiri dari berbagai dimensi. Selanjutnya, pada tahap akhir, PowerPlay akan mengeksplorasi data dan membuat suatu report berdasarkan model yang dibangun oleh transformer. Semua tools tersebut diatas merupakan suatu fungsi dari aplikasi OLAP yang digunakan dalam penelitian ini.

Report yang dihasilkan oleh OLAP ini akan mempermudah dalam melakukan analisa dimana tools tersebut memungkinkan pengguna untuk melakukan penelusuran sampai detail transaksi (*drill-down* dan *drill-up*). Sementara itu, untuk melihat keterkaitan antar pasar, digunakan fungsi *drill-through*, yaitu menelusuri detail transaksi yang terdapat pada report yang berbeda, sehingga dapat dilihat gambaran menyeluruh antara pasar valas dan rupiah. Dalam kaitannya dengan analisis struktur mikro pasar valas, aplikasi OLAP akan menghasilkan report dari pasar spot, swap, forward serta transaksi PUAB valas dan rupiah yang lebih sistematis dan informative untuk selanjutnya dilakukan analisa yang menyeluruh.

### 3.4. Struktur Data : Data Transaksi Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU)

Sumber data yang akan digunakan dalam analisis ini adalah data PIPU yang merupakan bentuk pelaporan bank kepada Bank Indonesia secara online mengenai transaksi valas dan transaksi *lending-borrowing* di PUAB yang dilakukan bank pelapor. Secara umum, data yang dianalisa meliputi periode pengamatan Januari 2002 – 20 Juni 2003, namun khusus untuk transaksi spot data yang tersedia dimulai sejak Mei 2002. Dengan demikian, cakupan data PIPU yang akan digunakan dalam kajian ini adalah sebagai berikut:

- Data transaksi valas, yang meliputi transaksi spot, forward dan swap.
- Data transaksi pasar uang antar bank yang terbagi atas PUAB rupiah pagi dan sore, serta PUAB valas dalam negeri dan luar negeri.

## IV. Analisis Struktur Mikro Pasar Valuta Asing

Sebagaimana proses terbentuknya harga di pasar barang, harga pertukaran suatu mata uang dengan mata uang lainnya dalam pasar valuta asing tergantung pada kekuatan penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) terhadap mata uang yang dijadikan mata uang utama (*hard currency*). Supply-demand dalam pasar valuta asing merupakan muara akhir dari berbagai faktor yang mempengaruhi pelaku pasar yang direpresentasikan dalam aksi jual-beli valas. Selain kekuatan supply-demand, proses pembentukan kurs di pasar valuta asing sangat ditentukan oleh kondisi struktur mikro perbankan, mengingat pasar valas antar bank (*interbank market*) merupakan segmen utama pembentuk pasar. Secara teoritis, dalam pasar valuta asing dengan struktur perbankan yang sehat (*sound banking system*) dan tidak tersegmentasi, proses pembentukan harga (kurs) akan lebih efisien dan tidak mudah terjadi gejolak karena kekuatan pelaku di pasar antar bank menjadi lebih berimbang.

Dengan latar belakang hal tersebut di atas dan terjadinya perubahan dalam struktur perbankan serta kondisi ekonomi dan pasar keuangan di Indonesia paska krisis, bab ini menguraikan perkembangan pasar valuta asing terkini, segmentasi di pasar valuta asing, serta analisis terhadap supply-demand valuta asing yang turut berperan dalam mempengaruhi arah perkembangan kurs rupiah. Sebagaimana di sampaikan di depan, analisa terhadap supply-demand di pasar valuta asing dimungkinkan dengan terlebih dahulu merancang suatu model supply-demand data transaksi, dan selanjutnya diolah dengan Analytical Data Processing (OLAP) System. Berdasarkan data transaksi yang tersedia, cakupan analisa terbatas pada transaksi yang dilakukan pelaku dalam negeri yaitu bank dan non-bank, serta pelaku luar negeri yang melakukan transaksi dengan bank di dalam negeri. Sementara itu, jenis transaksi meliputi transaksi spot, swap, dan forward.

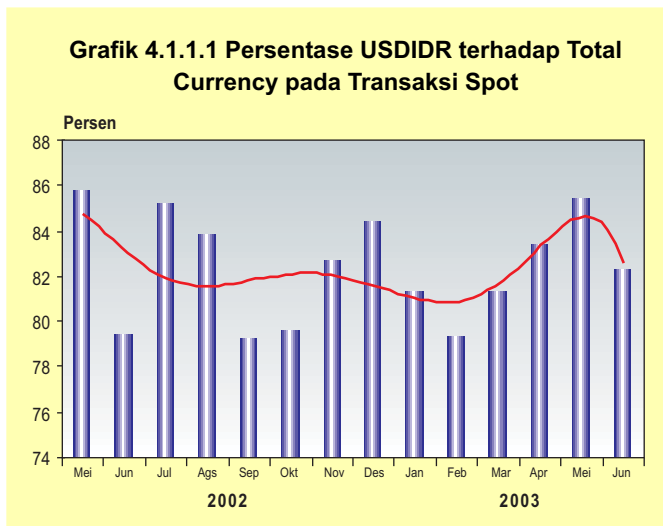


#### 4.1. Perkembangan Pasar Valuta Asing 2002/2003

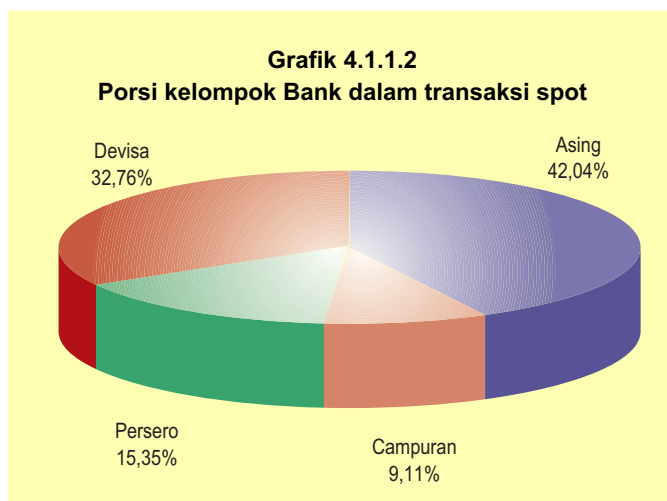
Hasil analisis menunjukkan terjadinya peningkatan volume transaksi spot dan swap terutama sejak awal tahun 2003. Peningkatan tersebut sejalan dengan meningkatnya aliran masuk dana asing. Ekspektasi terhadap kondisi ekonomi Indonesia yang cenderung membaik, paritas suku bunga dalam dan luar negeri yang menarik, membaiknya premi-resiko di dalam negeri, serta trend melemahnya mata uang dollar AS terhadap mata uang dunia (*major currencies*) lainnya telah menjadi faktor penarik (*pull factors*) dan pendorong (*push factors*) terjadinya peningkatan aliran masuk dana asing tersebut. Meningkatnya aliran masuk dana asing terefleksikan dalam bentuk peningkatan jenis transaksi spot dan swap.

##### 4.1.1. Pasar Spot

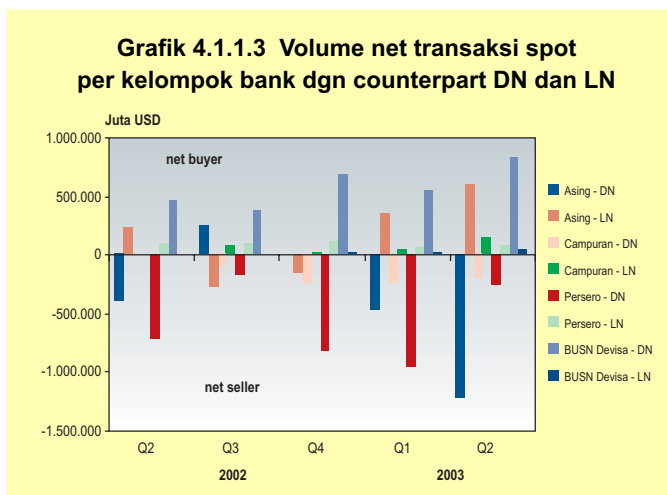
Pasar Spot merupakan jenis transaksi valas teraktif dengan rata-rata frekuensi transaksi bulanan berkisar antara 19.000 – 20.000 transaksi. Total akumulasi volume transaksi setiap bulannya berkisar antara USD 19 miliar – USD 38 miliar, dimana 83% diantaranya merupakan transaksi mata uang USD-IDR (**Grafik 4.1.1.1**). Dalam periode Jan – Jun 2003 volume transaksi spot harian mencapai sekitar USD 1 miliar, suatu tingkat volume transaksi tertinggi sejak Indonesia mengalami krisis ekonomi. Perkembangan tersebut memberikan indikasi bahwa peningkatan volume transaksi valas dan terjadinya proses pendalaman pasar (*market deepening*) akan sejalan dengan perkembangan ukuran ekonomi suatu negara. Semakin besar dan semakin cepat pertumbuhan suatu ekonomi, serta semakin terbuka sistem ekonomi negara tersebut maka akan diiringi dengan terjadinya peningkatan volume transaksi valas.



Kelompok bank asing merupakan pelaku yang paling aktif (*significant player*) dengan pangsa pasar yang cukup besar, yaitu sekitar 42.04% dari total transaksi spot, yang kemudian disusul oleh kelompok bank devisa sebesar 32.76% dan bank persero sebesar 15.35% (Grafik 4.1.1.2). Rata-rata bulanan transaksi spot bank asing mencapai USD 8 miliar dibandingkan bank devisa hanya USD 6 miliar ataupun bank persero sebesar USD 3 miliar.

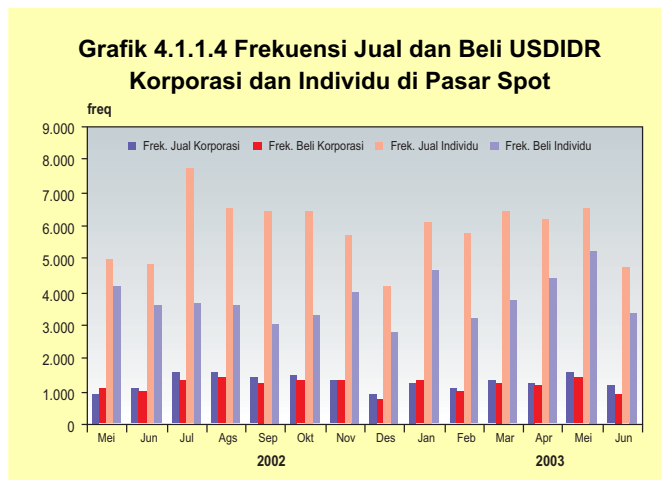


Dari net volume transaksi yang dilakukan oleh masing-masing kelompok bank, pada periode terjadinya capital inflows bank asing cenderung sebagai *net seller* apabila bertransaksi dengan *counterpart* dalam negeri, dan sebaliknya sebagai *net buyer* apabila bertransaksi dengan *counterpart* luar negeri. Hal ini menunjukkan bank asing banyak berperan sebagai penghubung antara pelaku *offshore* dengan pelaku domestik, dimana



dana aliran dana valas yang masuk ke kelompok bank asing pada gilirannya masuk ke bank-bank nasional. Selain kelompok bank asing, kelompok bank campuran dan bank persero mempunyai posisi yang sama dengan kelompok bank asing (*net-buyer*), mengingat tiga kelompok bank inilah yang mempunyai akses yang lebih besar terhadap pelaku *offshore* (**grafik 4.1.1.3**).

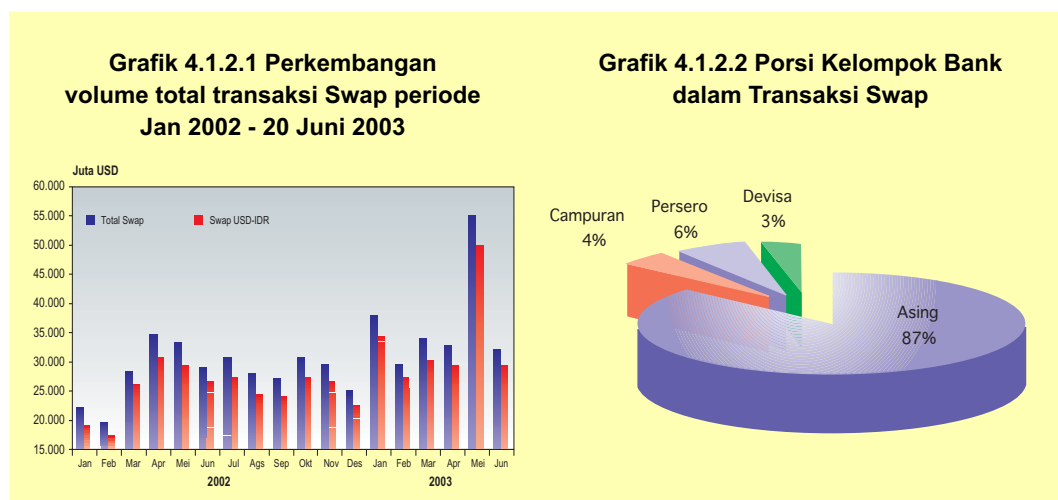
Ditinjau dari kelompok non-bank, kelompok individu lebih sering melakukan transaksi jual maupun beli USD dibandingkan korporasi, dengan rata-rata frekuensi per bulan sebesar 5.800 transaksi untuk menjual USD dan 3.700 transaksi untuk beli USD, dibandingkan dengan transaksi jual beli USD yang dilakukan oleh korporasi masing-masing sebesar 1200 dan 1100 transaksi (**Grafik 4.1.1.4**). Meskipun frekuensi transaksi korporasi lebih kecil dibanding korporasi, namun dampak transaksi korporasi terhadap pembentukan harga sangat besar karena dilakukan dalam nominal yang lebih besar.



#### 4.1.2. Pasar Swap

Frekuensi transaksi di pasar swap lebih rendah dibandingkan pasar spot, dimana rata-rata frekuensi bulanan transaksi swap hanya mencapai 1900 transaksi. Namun demikian, volume yang diperdagangkan di pasar swap cukup besar, dengan rata-rata volume bulanan mencapai USD 31 miliar, dibandingkan dengan rata-rata transaksi bulanan spot yang mencapai USD 28 miliar. Hal ini dapat terjadi karena total volume transaksi di pasar swap merupakan akumulasi dari transaksi swap jangka pendek yang terus di *roll-over* sehingga menciptakan volume yang cukup besar.

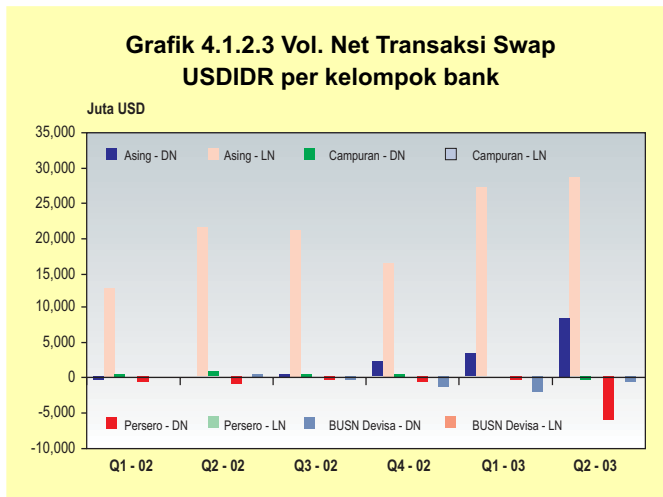
Dengan membandingkan periode 2002 dan 2003, rata-rata bulanan volume transaksi swap mengalami peningkatan di tahun 2003. Bahkan pada bulan Mei 2003, volume transaksi swap di pasar valas mencapai USD 54.8 miliar, yang merupakan angka tertinggi di sepanjang periode pengamatan (**grafik 4.1.2.1**). Seperti halnya pasar spot, transaksi swap juga didominasi oleh mata uang USDIDR (89%) dengan pelaku utama kelompok bank asing. Pangsa bank asing mencapai 87%, sementara bank campuran dan bank persero hanya memiliki pangsa masing-masing sebesar 4% dan 6%. (**Grafik 4.1.2.2**)



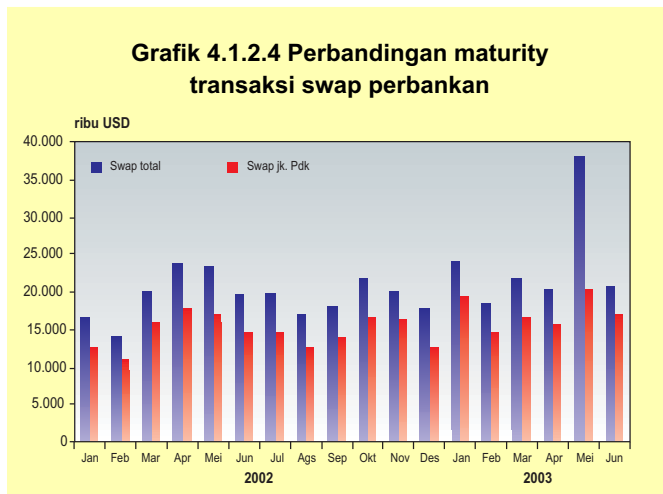
Dilihat dari volume *net transaksi*, kelompok bank asing lebih memosisikan sebagai *net buyer* dengan porsi terbesar terhadap counterpart asing (**Grafik 4.1.2.3**). Karakteristik bank asing yang lebih memosisikan sebagai *net-buyer* tersebut antara lain merupakan implikasi dari berlakunya Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 3/3/2001<sup>2</sup> sejak Februari 2001, yang melarang perbankan domestik melakukan transaksi forward jual (kaki ke dua dari transaksi swap) di atas USD 3 juta terkecuali merupakan *underlying transaction* (untuk kepentingan transaksi ekonomi riil).

Sementara itu, berdasarkan tenor atau jangka waktu transaksi, sekitar 75% transaksi swap antar bank merupakan swap berjangka waktu pendek dengan maturity 1-7 hari (**grafik 4.1.2.4**). Besarnya porsi transaksi swap jangka pendek disebabkan beberapa hal antara lain (i) memiliki fleksibilitas yang tinggi di mana pelaku transaksi tidak terikat (*lock up*) dalam kontrak jangka panjang, dan dapat melikuidasi posisi swap apabila pelaku

2 Peraturan PBI No.3/3/2001 diberlakukan sehubungan dengan tingginya fluktuasi kurs karena penggunaan rupiah oleh pelaku offshore melalui rekayasa transaksi derivative seperti *synthetic swap*

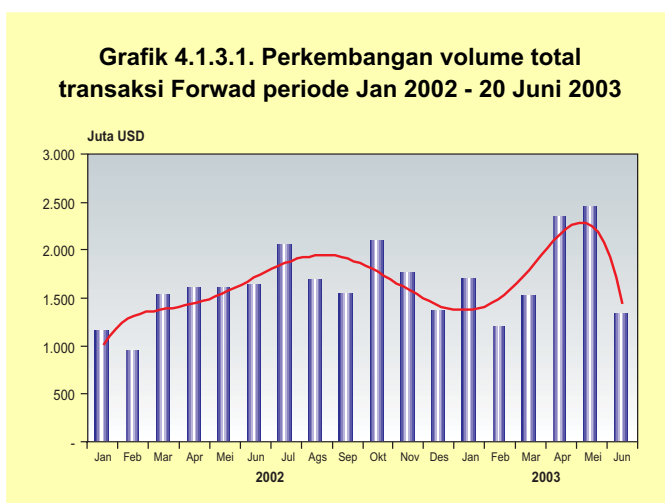


transaksi tidak merasa yakin dengan trend kurs rupiah, (ii) pelaku bank membutuhkan transaksi swap lebih untuk memenuhi kebutuhan likuiditas jangka pendek ketimbang *hedging*, dan (iii) banyak pelaku bank luar negeri yang melakukan swap jual dalam jangka pendek karena untuk menutup posisi NDF (*Non-delivery forward*) di pasar offshore dan fleksibilitas (mudah ditarik atau inflow- outflow). Faktor pendorong transaksi swap jangka pendek lainnya adalah terpeliharanya *rate of return* dengan melakukan *roll-over* secara berkesinambungan sepanjang pelaku luar negeri tersebut memiliki ekspektasi positif terhadap rupiah dan tertarik dengan tingginya premi swap (tergantung paritas suku bunga dalam dan luar negeri).



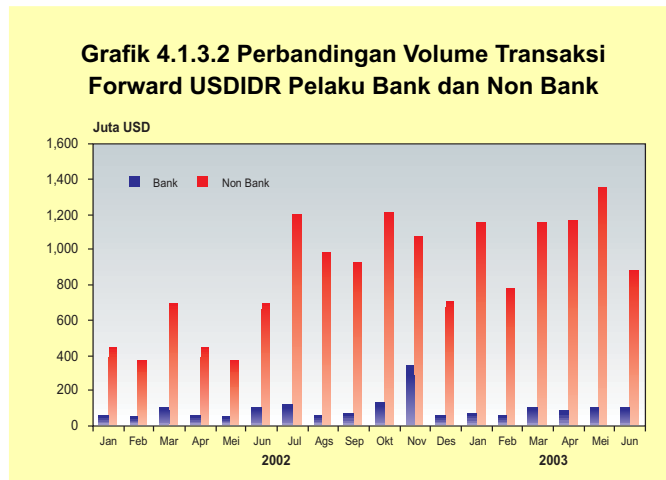
### **4.1.3. Pasar Forward**

Perkembangan pasar forward menunjukkan trend yang meningkat sejak awal tahun 2003 dengan rata-rata volume transaksi mencapai USD 1,75 miliar per bulan dibandingkan dengan rata-rata volume transaksi di tahun 2002 yang hanya mencapai USD 1.58 miliar per bulan. Seperti halnya pasar spot dan swap, pangsa terbesar dari transaksi forward juga dilakukan oleh kelompok bank asing, walaupun dengan pangsa yang lebih kecil yaitu sebesar 76% dibandingkan pangsa pada pasar spot dan swap. Namun demikian, sebagian besar transaksi forward bank asing dilakukan dengan counterpart dalam negeri (bank dan nasabah domestik).

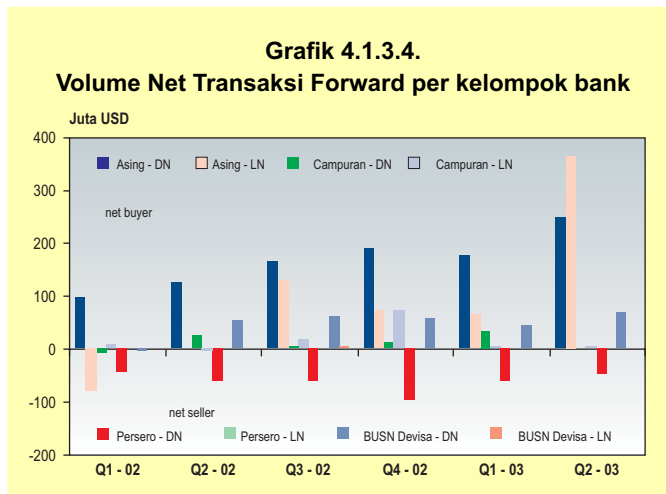


Berbeda dengan karakteristik pasar spot dan swap, pasar forward didominasi oleh transaksi antara non-bank (khususnya korporasi) dan bank. Total volume transaksi yang dilakukan oleh kelompok non bank mencapai rata-rata 90% dari seluruh total transaksi USDIDR. Besarnya transaksi tersebut terkait dengan *nature* dari korporasi di pasar forward, yang sebagian besar melakukan transaksi forward dengan motif *hedging* guna keperluan yang relatif lebih jangka menengah-panjang.

Sementara itu, apabila dilihat dari volume net transaksi forward maka terlihat kelompok bank asing mempunyai posisi sebagai *net buyer*, baik itu dengan counterpart domestik maupun offshore. Posisi ini juga dimiliki oleh kelompok bank campuran dan bank devisa. Sebaliknya, kelompok bank persero memiliki posisi *net seller*, baik itu dengan counterpart domestik maupun offshore. Dari 90% pangsa transaksi antara non-bank dengan bank, sebesar 58% dilakukan oleh korporasi. Melihat struktur jangka waktunya yang relatif lebih

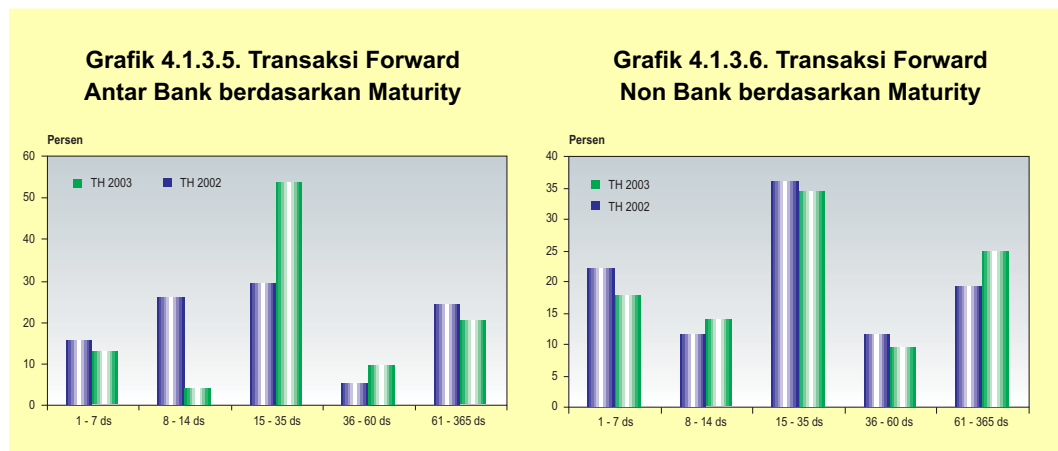


panjang dibandingkan swap, ditengarai motif transaksi forward oleh korporasi lebih ditujukan guna melakukan lindung nilai (*hedging*) dalam rangka transaksi komersial seperti ekspor/ impor, pelunasan utang luar negeri dalam valas, atau memperoleh pinjaman luar negeri baru dalam valas, kegiatan investasi, dan lain-lain.



Berkenaan dengan hal tersebut di atas, tenor transaksi forward sebagian besar didominasi oleh transaksi yang berjangka waktu lebih panjang, yaitu lebih dari 14 hari. Untuk transaksi forward antar bank di tahun 2002, transaksi forward dengan jangka waktu 15-35 hari mempunyai pangsa terbesar, yaitu sebesar 29,47% dari seluruh total transaksi perbankan dan bahkan di tahun 2003, pangasanya meningkat menjadi 53,48%. Sementara

untuk kelompok non bank, transaksi forward swap yang berjangka waktu 15-30 hari di tahun 2002 mencapai 35,78% dan mengalami sedikit penurunan di tahun 2003 menjadi 34,25% (**grafik 4.1.3.5**).



## 4.2. Segmentasi Dalam Pasar Valuta Asing dan Profil Pelaku Pasar Terbesar

Proses pembentukan harga (kurs) di pasar valas tidak dapat terlepas dari terjadinya proses pendalaman segmentasi pasar di pasar antar bank. Sebagaimana dikemukakan di depan, krisis perbankan yang dipicu oleh krisis nilai tukar pada tahun 1997/1998 telah mengakibatkan kondisi keuangan bank-bank nasional memburuk sehingga kehilangan 'credit line' dalam bertransaksi valas dengan perbankan internasional termasuk dengan cabang bank-bank besar dunia (kelompok bank asing) yang beroperasi di Indonesia. Kekuatan pasar menjadi tidak berimbang di mana kelompok bank asing yang hanya terdiri dari 10 bank mendominasi transaksi valas di pasar antar bank, sehingga cenderung berperan sebagai '*price makers*', sedangkan kelompok bank nasional yang berjumlah 81 bank cenderung berperan sebagai '*price takers*'.

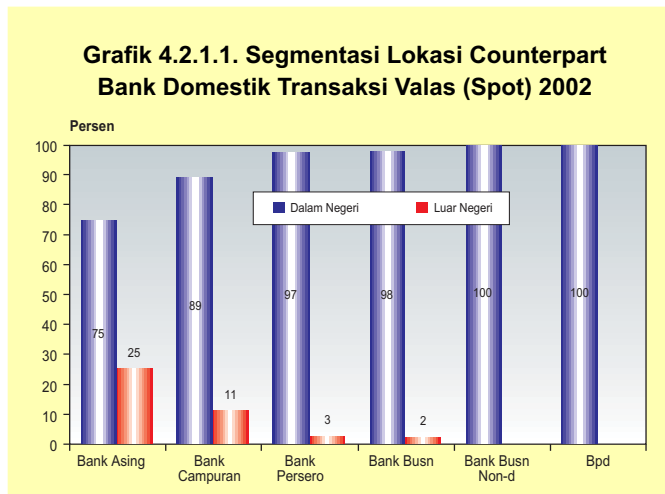
### 4.2.1. Segmentasi Berdasarkan Lokasi Counterparts

Kemampuan dalam mempengaruhi pembentukan harga di pasar valuta asing antar bank turut dipengaruhi oleh seberapa besar kemampuan suatu bank dalam memiliki akses ke pasar valas internasional. Pada transaksi valas di pasar spot (termasuk valas/Rp), pada tahun 2002 secara keseluruhan sebesar 88,8% merupakan transaksi antara bank dalam negeri dengan counterpart-nya (bank dan non-bank) di dalam negeri, sedangkan sebesar 11,2% merupakan transaksi antara bank dalam negeri dengan counterpart-nya di luar negeri.



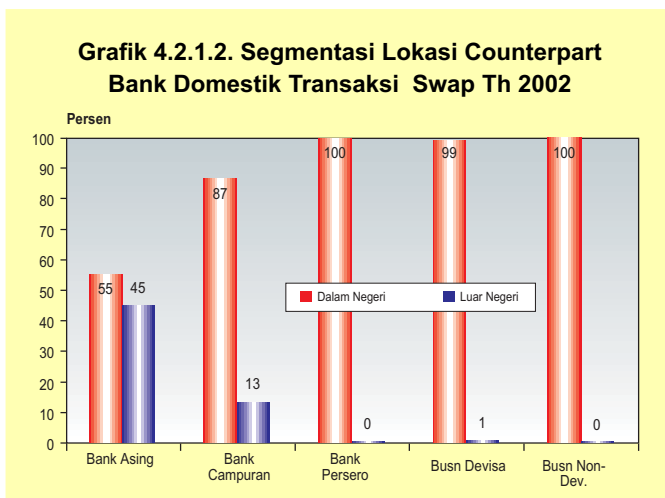
Pada tahun 2003 komposisi tersebut tidak mengalami perubahan yang signifikan namun pangsa transaksi dengan luar negeri menunjukkan peningkatan menjadi 13,3%.

Berdasarkan kelompok bank, pada tahun 2002 kelompok Bank Asing memiliki pangsa transaksi spot sebesar 25,2% dengan counterpart-nya di luar negeri, sedangkan pangsa kelompok bank Campuran, Persero dan BUSN Devisa dengan counterpart-nya di luar negeri masing-masing hanya mencapai 11,1%, 2,6%, dan 2,0% (**Grafik 4.2.1.1**). Besarnya pangsa transaksi Kelompok Bank Asing dan Campuran dengan counterpart luar negeri menunjukkan daya akses yang kuat yang pada gilirannya dapat memiliki pengaruh besar dalam proses pembentukan harga (kurs), relatif dibandingkan dengan kelompok bank Persero dan bank BUSN Devisa. Pada tahun 2003, pangsa transaksi dengan luar negeri meningkat untuk ke tiga kelompok bank, yakni bank Asing (27,2%), Bank Persero (3,0%), dan bank BUSN Devisa (2,7%). Hal ini sejalan dengan kecenderungan meningkatnya aliran dana asing ke sistem perbankan domestik dalam periode Jan – Juni 2003.

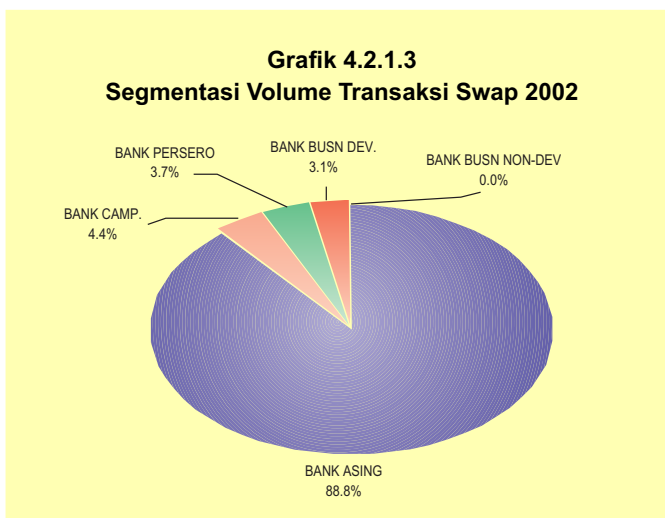


Sementara itu, pada transaksi swap, segmentasi lokasi counterparts cenderung seimbang antara lokasi dalam dan luar negeri terutama terjadi pada kelompok bank asing (**Grafik 4.2.1.2**). Pada tahun 2002, dari keseluruhan total volume transaksi swap, transaksi bank domestik dengan counterparts dalam negeri mencapai 59,5%, sedangkan pangsa transaksi dengan counterparts luar negeri mencapai 40,5%. Pangsa transaksi swap dengan luar negeri tersebut mengalami peningkatan pada tahun 2003 yang mencapai 46,6%. Pangsa transaksi swap dengan luar negeri terutama terjadi pada kelompok bank asing yaitu sebesar 44,9% pada tahun 2002 dan meningkat menjadi 53,9% pada tahun 2003. Terjadinya peningkatan tersebut sejalan dengan meningkatnya penanaman dana asing pada transaksi

swap guna memperoleh 'implied yield' yang sangat menarik karena lebarnya perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri serta keyakinan terhadap trend menguatnya mata uang rupiah.



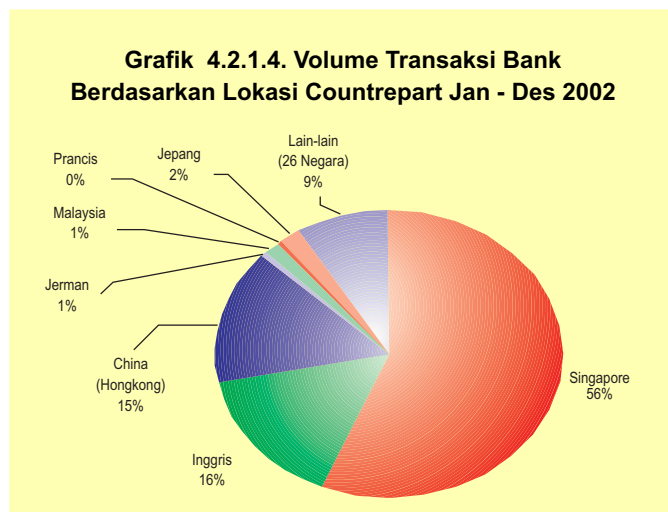
Secara keseluruhan, pada tahun 2002 kelompok bank asing menguasai 35,9% transaksi spot antara bank domestik dengan counterpart-nya di dalam dan luar negeri, serta menunjukkan peningkatan menjadi 40,5% pada tahun 2003. Besarnya pangsa transaksi dengan counterpart luar negeri tersebut menunjukkan bahwa bank-bank tersebut merupakan pintu utama atau 'channel' bagi lalu lintas dana asing yang masuk dan keluar sistem keuangan Indonesia.



Pada pasar swap, kelompok bank asing menguasai 88,8% volume transaksi swap antar bank domestik dengan counterpart-nya baik di dalam dan luar negeri (**Grafik 4.2.1.3**). Transaksi swap dengan counterpart luar negeri tersebut sebagian besar merupakan transaksi swap beli jangka pendek (sebagian besar tom-next swap) dengan offshore banks atau offshore banks melakukan swap jual guna memperoleh premi (*implied swap premium*) yang sangat menarik.

Pada pasar forward, di tahun 2002, 83,1% transaksi terjadi antar bank domestik dengan counterpartnya di dalam negeri, sedangkan 16,9% terjadi antara bank domestik dengan counterpartnya di luar negeri. Sebagaimana pada pasar Spot dan Forward, kelompok bank Asing merupakan pemain terbesar dengan menguasai 76,1% dari total volume transaksi forward pada tahun 2002.

Lokasi luar negeri pada umumnya merupakan pusat (kota) keuangan internasional yang merupakan lokasi bank-bank yang melakukan transaksi dengan bank-bank domestik. Pada tahun 2003, pangsa volume transaksi spot bank-bank domestik dengan bank-bank di Singapura mencapai sekitar 50% dari keseruhan transaksi dengan luar negeri, diikuti dengan Inggris (14,0%), dan Hong Kong/China (12,8%). Besarnya volume transaksi dengan ketiga lokasi luar negeri lebih terkait dengan 'trading time zone' pusat-pusat keuangan tersebut yang hampir sama atau *overlap* dengan lokasi dalam negeri (**Grafik 4.2.1.4**).



#### **4.2.2. Segmentasi Antar Kelompok Bank Domestik**

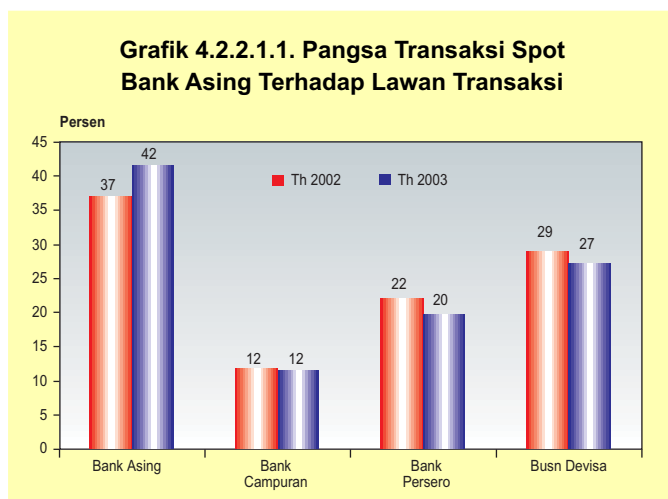
Pada tahun 2002 kelompok bank asing yang berjumlah 10 bank menguasai 70,4% dari total volume transaksi valas antar bank domestik, dan sedikit menurun dalam periode Januari

– Juni 2003 menjadi 65,7%. Diurutan kedua, pangsa kelompok BUSN Devisa yang berjumlah 36 bank hanya sebesar 14,6% (2002) disusul kelompok bank Persero yang berjumlah 5 bank mencapai 8,4%. Dengan demikian, secara individu kekuatan penguasaan pasar bank BUSN jauh lebih lemah apabila dibandingkan dengan kelompok bank asing dan Persero.

Penguasaan kelompok bank asing pada pasar antar bank domestik paling dominan terlihat pada transaksi Swap (88,8%) dan forward (75,2%), sedangkan pada pasar spot mencapai 33,7%. Tingginya kepemilikan likuiditas valas, akses ke perbankan internasional yang lebih besar, penguasaan yang lebih baik terhadap berbagai teknik rekayasa finansial, konsentrasi pada ‘corporate banking’, serta dukungan ‘*brand image*’ telah memperkuat dominasi kelompok bank asing terutama dalam transaksi swap, forward, dan spot.

#### 4.2.2.1. Segmentasi Pada Pasar Spot

Dominasi kelompok bank asing dalam transaksi spot tercermin dari besarnya kecenderungan transaksi masing-masing kelompok bank untuk bertransaksi dengan kelompok bank asing. **Grafik 4.2.2.1.1.** menunjukkan suatu dimensi di mana kelompok bank asing cenderung melakukan transaksi dengan kelompoknya sendiri yang mencapai pangsa sebesar 37% (2002) dan 42% (2003) dari total transaksi kelompok bank asing dengan seluruh kelompok bank. Pada tahun 2002 transaksi dengan kelompok bank BUSN Devisa dan kelompok bank Persero masing-masing mencapai 27% dan 22%, dan pada tahun 2003 menurun masing-masing menjadi 27% dan 20%. Perkembangan tersebut menunjukkan bahwa ‘*credit line*’ bank-bank asing terhadap bank-bank nasional belum menunjukkan peningkatan yang cukup berarti.

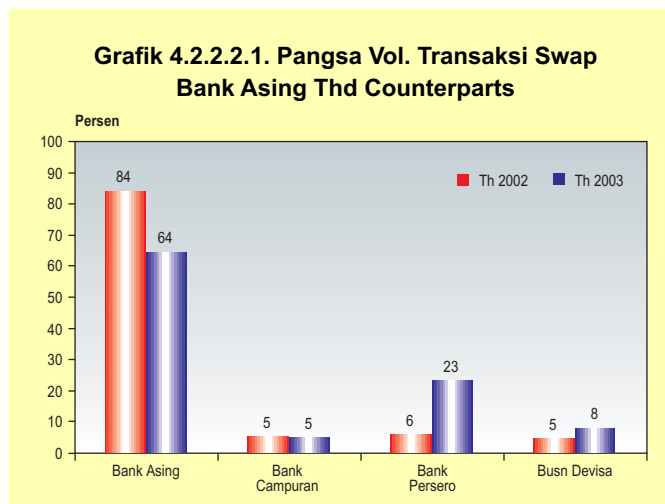


Sementara itu, dari dimensi lain, kelompok bank lain (kecuali BPD) juga menunjukkan kecenderungan bertransaksi dengan kelompok bank asing. Pada tahun 2002 masing-masing kelompok bank memiliki transaksi valas yang sangat besar dengan kelompok Bank Asing yaitu Bank Campuran (42%), Bank Persero (44%), bank BUSN Devisa (36%), dan pada tahun 2003 belum menunjukkan perubahan yang signifikan. Sedangkan BPD cenderung melakukan transaksi yang paling besar dengan bank BUSN Devisa.

Besarnya pangsa transaksi masing-masing kelompok non-bank Asing dengan bank Asing mengindikasikan '*spill over effect*' aliran modal asing terhadap kurs pada mulanya mengalir melalui bank Asing sebagai pintu pertama. Selanjutnya, dampaknya terhadap kurs akan tertransmisi (merambat) pada sistem perbankan secara keseluruhan melalui transaksi antar bank Asing dan non-bank Asing terutama bank Persero dan BUSN Devisa.

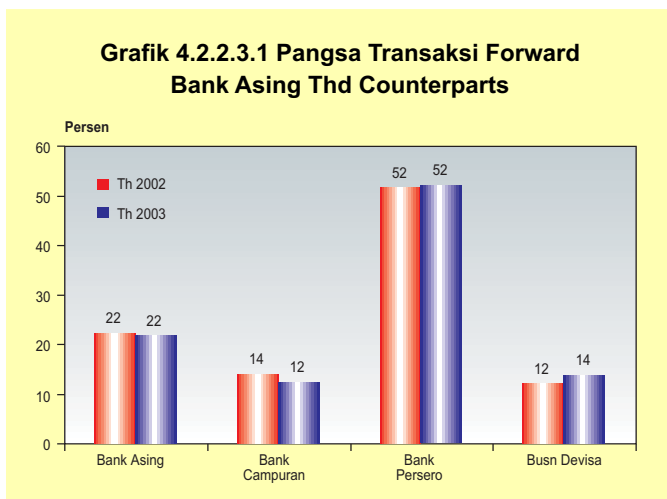
#### 4.2.2.2. Segmentasi Pada Pasar Swap

Segmentasi pada pasar Swap antar bank lebih dalam dibandingkan dengan pasar Spot. Hal ini tercermin dari besarnya pangsa transaksi swap antara bank asing dalam kelompoknya yang pada tahun 2002 mencapai 84,1% (**Grafik 4.2.2.2.1**) meskipun menurun menjadi 64,5%. Menurunnya pangsa transaksi antara kelompok bank asing pada tahun 2003 sehubungan dengan terjadinya peningkatan pangsa transaksi antar kelompok bank asing dengan kelompok bank Persero, yang meningkat dari hanya 6,0% (2002) menjadi 23,0% (2003). Peningkatan pangsa transaksi bank asing dengan bank Persero merupakan cermin membaiknya *credit line* kelompok bank Asing terhadap kelompok Bank Persero.



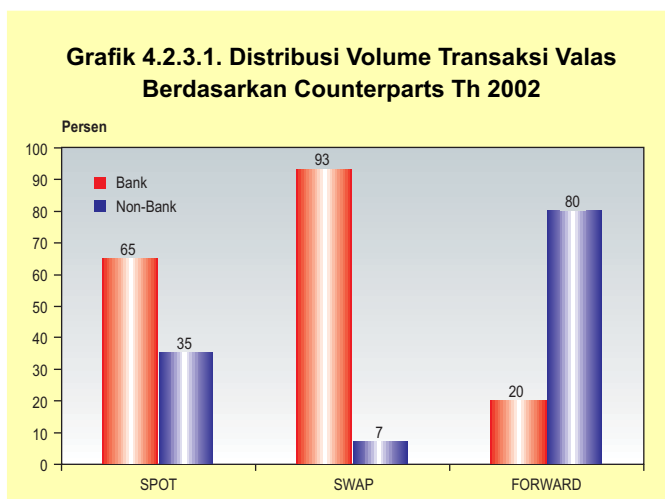
#### 4.2.2.3. Segmentasi Pada Pasar Forward

Meskipun pada tahun 2002 kelompok bank Asing menguasai 50,5% dari volume transaksi swap antar bank domestik, namun kelompok bank ini lebih banyak melakukan transaksi forward dengan kelompok Persero dengan pangsa sebesar 51,7% (**Grafik 4.2.2.3.1**).



#### 4.2.3. Segmentasi Transaksi Bank dan Non-Bank

Dalam konteks transaksi antara bank dengan non-bank, masing-masing jenis transaksi yaitu Spot, Swap, dan Forward memiliki struktur yang berbeda (**Grafik 4.2.3.1**). Pada tahun 2002, 93% volume transaksi swap adalah merupakan transaksi antar bank (*interbank*



*markets*). Sedangkan, pada transaksi forward 80% merupakan transaksi antar bank dan non-bank. Non-bank terdiri dari korporasi (termasuk lembaga keuangan non-bank) dan nasabah individu.

Hampir pada seluruh kelompok bank, transaksi spot antar bank (*interbank markets*) menunjukkan pangsa yang seimbang dengan transaksi antara bank dan non-bank. Meskipun demikian, volume transaksi antar bank sangat berperan besar dalam proses pembentukan kurs atau sangat menentukan arah/trend perkembangan kurs, dimana karakteristik pasar spot pada *interbank market* lebih memungkinkan bank melakukan transaksi dengan motif memperoleh 'exchange rate gain' dalam frekuensi yang tinggi dan transaksi dua arah (*two way trading*). Namun, tidak berarti transaksi antara bank dan non-bank tidak berperan dalam pembentukan harga karena seringkali transaksi yang dilakukan non-bank menjadi salah satu pemicu (*triggering factor*) sehingga menimbulkan dampak *multiplier* terhadap volume transaksi valas antar bank dan pada gilirannya pada proses pembentukan harga. Hal ini kerana bank cenderung memelihara posisi neutral, atau maksimum sebesar *net-open position* (NOP) sesuai ketentuan yang ditetapkan. Sehingga, dalam kondisi pasar yang tipis volume beli yang dilakukan oleh beberapa korporasi besar dapat menimbulkan lonjakan kurs (*large swing*) yang sangat besar.

Dalam kelompok non-bank, korporasi dan nasabah individu (*retail*) memiliki preferensi yang berbeda dalam bertransaksi dengan kelompok bank. Pada tahun 2002 korporasi tampak cenderung bertransaksi dengan kelompok Bank Asing (46,9%) dan kelompok Bank Persero (32,2%). Kecenderungan tersebut lebih terkait dengan kemampuan atau kapasitas bank Asing dalam menyerap volume transaksi korporasi dalam jumlah besar. *Business line* kelompok bank Asing umumnya bergerak dalam *corporate banking*. Sementara itu, nasabah individu (transaksi *retail*) cenderung bertransaksi dengan kelompok bank BUSN Devisa (67,0%). Besarnya volume transaksi nasabah individu dengan bank BUSN Devisa terutama karena luasnya penyebaran (jaringan) lokasi bank-bank BUSN secara keseluruhan., selain juga karena untuk beberapa BUSN terdapat keterkaitan bisnis antara bank dimaksud dan Money Changer.

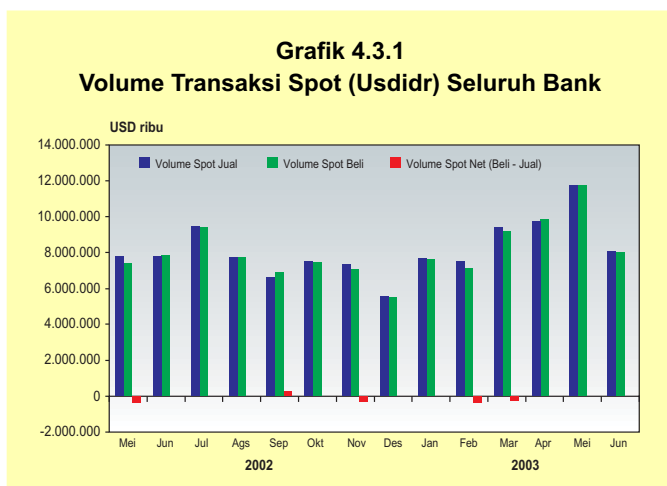
Dominasi pasar antar bank dalam transaksi swap (90,5% - 100%) lebih merupakan kebutuhan untuk memperoleh 'yield' jangka pendek dari premi swap atau kebutuhan pemenuhan likuiditas jangka pendek. Hal ini tercermin dari dominasi swap berjangka sangat pendek pada struktur *maturity* pasar swap antar bank domestik. Berlainan dengan transaksi Spot dan Swap, transaksi pada pasar forward lebih didominasi transaksi antara bank dan non-bank. Pada tahun 2002, 80,0% dari volume total transaksi Forward antar pelaku dalam negeri merupakan transaksi antar bank dan non-bank. Besarnya

dominasi non-bank pada transaksi Forward karena jenis transaksi ini lebih banyak digunakan untuk memenuhi kebutuhan transaksi lindung nilai (hedging) untuk transaksi komersial seperti ekspor/impor, pelunasan utang luar negeri, dan lain-lain.

### 4.3. Analisis Permintaan dan Penawaran Pasar Valas

Permintaan valas – yang tercermin pada transaksi spot jual yang dilakukan oleh perbankan domestik – sepanjang periode pengamatan menunjukkan perkembangan yang cukup berfluktuasi (**Grafik 4.3.1**). Dalam periode Mei – Desember 2002, permintaan valas mencapai rata-rata \$7,46 miliar per bulan dengan kisaran antara \$5,5 miliar sampai dengan \$9,4 miliar. Dalam paruh pertama tahun 2003, permintaan valas mengalami peningkatan cukup pesat dengan kisaran volume permintaan antara \$7,5 miliar sampai \$11,7 miliar, sehingga secara rata-rata menjadi \$9,0 miliar per bulan atau meningkat 21%. Permintaan valas tertinggi terjadi pada bulan Mei 2003 yang besarnya mencapai \$11,7 miliar. Dengan perkembangan tersebut maka secara keseluruhan volume permintaan valas yang dihadapi oleh bank rata-rata mencapai \$8,12 miliar per bulan.

Penawaran valas – yang tercermin pada transaksi spot beli oleh bank – menunjukkan pola pergerakan yang searah dengan perkembangan volume permintaan valas. Namun, dalam hal volume rata-rata bulanan, volume penawaran valas lebih rendah dibandingkan volume permintaan valas, yaitu sebesar \$8,04 miliar. Dengan demikian, secara umum pasar valas domestik mengalami ekses permintaan rata-rata sebesar \$89,3 juta per bulan. Walaupun secara umum mengalami ekses permintaan, pada beberapa bulan tertentu pasar valas juga pernah mengalami ekses penawaran, yaitu pada bulan Juni, Agustus, dan September 2002, serta April 2003.



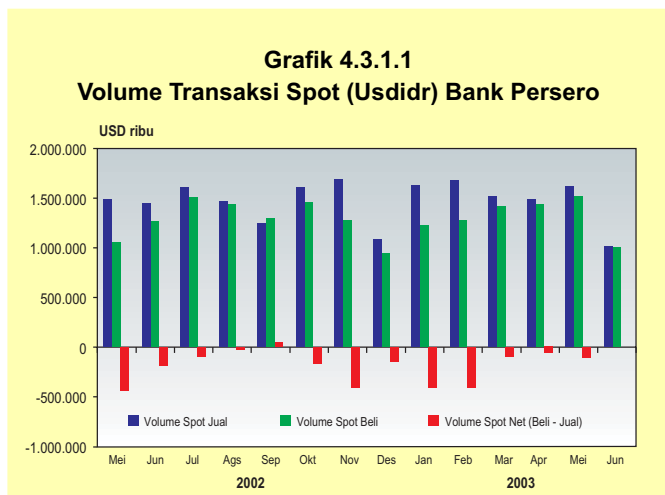


#### 4.3.1. Permintaan dan Penawaran Valas: Kelompok Bank

Meskipun pasar valas secara keseluruhan mengalami eksekusi permintaan, namun jika ditinjau per kelompok bank terlihat bahwa tidak seluruh kelompok bank mengalami eksekusi permintaan. Kelompok bank yang mengalami eksekusi permintaan adalah kelompok Bank Persero, Bank Asing, Bank Campuran dan kelompok BUSN Non-devisa. Sementara kelompok bank yang tidak mengalami eksekusi permintaan adalah kelompok BUSN Devisa dan BPD.

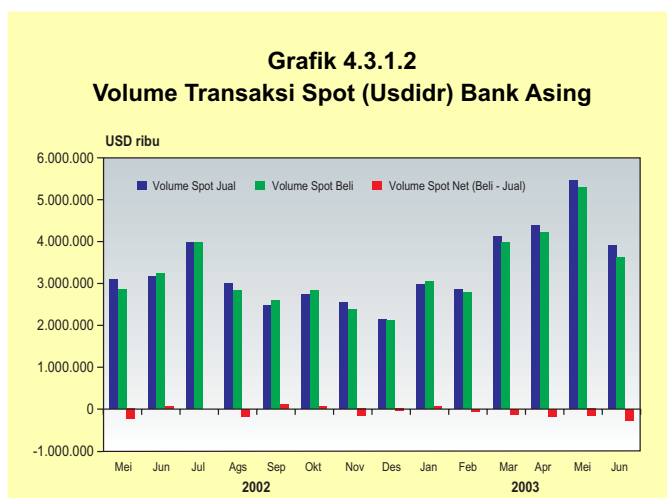
Dari transaksi spot jual, kelompok **Bank Persero** secara umum menghadapi **permintaan valas** yang besarnya rata-rata mencapai **\$1,47 miliar** per bulan (18% dari total penawaran valas). Sementara dari transaksi spot beli, kelompok ini menyerap **penawaran valas** dengan volume sebesar **\$1,29 miliar** (16% dari total penawaran valas). Dengan jumlah permintaan dan penawaran tersebut, Bank Persero mencatat **eksekusi permintaan valas** sebesar **\$177,94 juta** setiap bulannya. Hal itu menjadikan kelompok bank ini sebagai *net seller* valas terbesar dibandingkan kelompok bank lainnya. Sepanjang periode pengamatan, volume *net selling* tertinggi pada kelompok bank ini terjadi pada bulan Mei 2002 dengan volume net jual spot mencapai \$435,96 juta. Meskipun berperan sebagai *net seller*, namun kelompok bank ini juga pernah mengalami eksekusi penawaran, yaitu pada bulan September 2002, dengan jumlah sebesar \$50,38 juta.

**Bank Asing** – yang merupakan pelaku pasar yang paling dominan di pasar spot – menghadapi **permintaan valas** dengan volume jual spot mencapai **\$3,35 miliar** atau sebesar 41,2% dari rata-rata bulanan seluruh permintaan valas. Di lain pihak, rata-rata volume **penawaran valas** yang diserap oleh Bank Asing mencapai **\$3,27 miliar** atau sebesar 40,7%



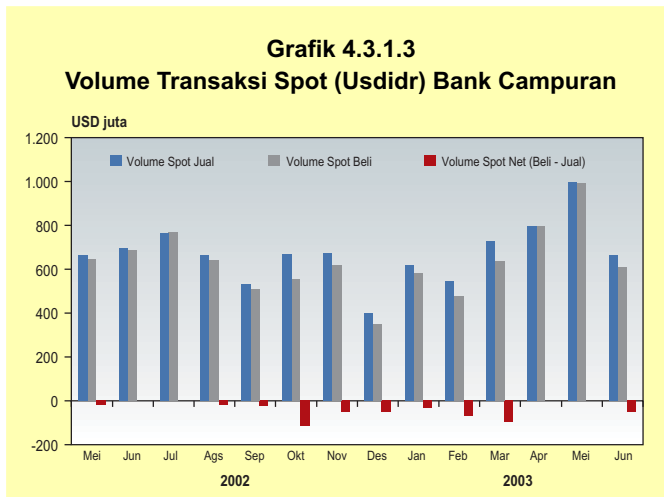
dari total penawaran valas. Dengan demikian Bank Asing mengalami **ekses permintaan** dan memasok valas dengan rata-rata pasokan bersih sebesar **\$80,46 juta** per bulan.

Sebagaimana Bank Persero, kelompok Bank Asing yang cenderung mengalami ekse permintaan juga pernah mengalami kondisi ekse penawaran, bahkan dengan frekuensi yang lebih sering. Kelompok Bank Asing tercatat mengalami ekse penawaran pada bulan Juni, September dan Oktober 2002, serta Januari 2003. Ekse penawaran tertinggi terjadi pada bulan September 2002 dengan volume net beli mencapai \$114,26 juta. Dalam perkembangannya, ekse permintaan valas atau *net selling* yang dilakukan oleh Bank Asing menunjukkan kecenderungan peningkatan sejak awal tahun 2003, dan mencapai puncaknya pada bulan Juni 2003 dengan volume net jual sebesar \$281,76 juta (**Grafik 4.3.1.2**).



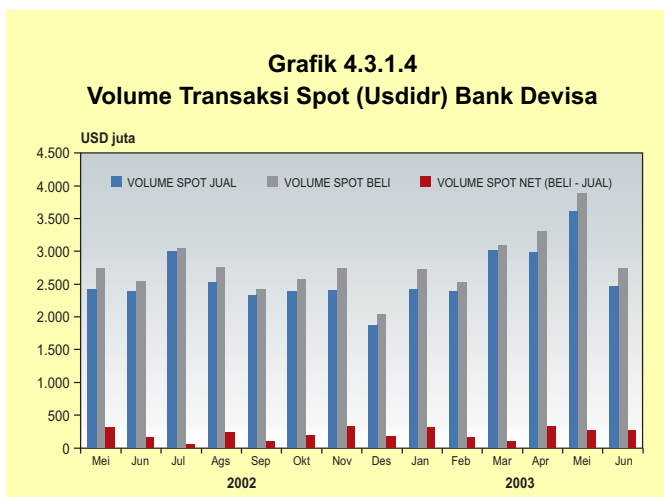
Kelompok **Bank Campuran** menghadapi **permintaan valas** dengan volume rata-rata mencapai **\$671,78 juta** per bulan, sementara **penawaran valas** yang diserap mencapai **\$632,70 juta**, sehingga rata-rata terjadi **ekses permintaan** sebesar **\$39,08 juta** per bulan. Kelompok bank ini juga pernah mengalami ekse penawaran pada bulan Juli 2002 dengan volume *net buying* sebesar \$2,5 juta. Volume ekse permintaan tertinggi yang dialami kelompok bank ini adalah pada bulan Oktober 2002 dengan nilai sebesar \$117,13 juta (**Grafik 4.3.1.3**).

Di lain pihak, kelompok BUSN Devisa dan BPD secara umum mengalami ekse penawaran atau lebih berperan sebagai penyerap valas. Sepanjang periode pengamatan, kelompok **BUSN Devisa** selalu mengalami ekse penawaran dengan volume rata-rata **penawaran valas** yang diserap sebesar **\$2,79 miliar** per bulan. Sementara itu, jumlah



**permintaan valas** yang dihadapi oleh kelompok bank ini sebesar **\$2,58 miliar**. Dengan demikian, **ekses penawaran** atau *net buying* valas yang dilakukan BUSN Devisa jumlahnya mencapai rata-rata **\$209,28 juta** per bulan.

Perkembangan tersebut di atas menunjukkan kecenderungan terjadinya aliran valas menuju kelompok BUSN Devisa dari hampir seluruh kelompok bank lainnya. Grafik di bawah menunjukkan bahwa kelompok BUSN Devisa selalu mengalami eksek penawaran – volume spot net (volume spot beli dikurangi spot jual) bernilai positif – sepanjang periode pengamatan. Dengan demikian, pola aliran valas ke kelompok bank ini selama 2002/2003 dapat dikatakan bersifat persisten.



Tabel 4.3.1.1. menggambarkan secara rinci jumlah permintaan dan penawaran valas yang terjadi pada setiap kelompok bank, serta posisi ekse permintaan dan ekse penawaran yang terjadi pada setiap kelompok bank tersebut.

(dalam USD ribu)

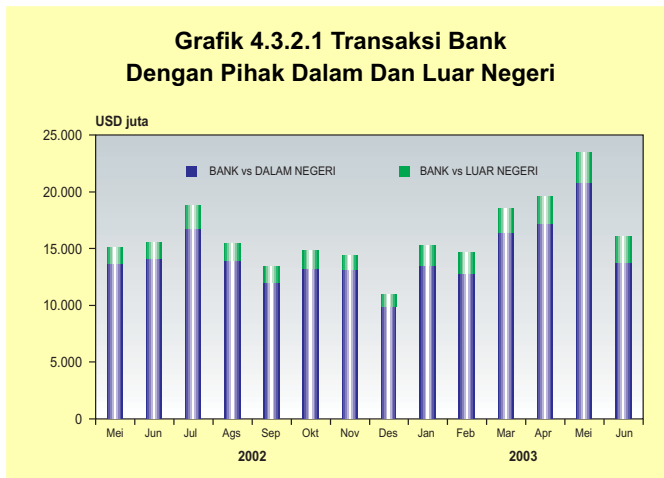
Tabel 4.3.1.1 Rata-rata Bulanan Volume Transaksi Spot Per Kelompok Bank Mei 2002 – Juni 2003 <sup>3</sup>				
KELOMPOK BANK	SPOT JUAL	SPOT BELI	NET	TOTAL
SELURUH BANK	8.124.960	8.035.634	(89.326)	16.169.398
BANK ASING	3.349.444	3.268.984	(80.460)	6.620.856
BUSN DEvisa	2.580.382	2.789.665	209.283	5.373.136
BANK PERSERO	1.469.622	1.291.681	(177.941)	2.762.625
BANK CAMPURAN	671.782	632.700	(39.081)	1.306.446
BUSN NON-DEvisa	53.238	52.083	(1.155)	105.320
BPD	493	521	29	1.014

#### 4.3.2. *Permintaan dan Penawaran Valas: Dalam dan Luar Negeri*

Permintaan dan penawaran di pasar valas juga dapat dianalisis berdasarkan lokasi pelaku lawan transaksi bank atau *counterpart*. Berdasarkan lokasinya, pelaku pasar dapat dikelompokkan ke dalam 2 kelompok, yaitu *counterpart* dalam negeri dan *counterpart* luar negeri. Dengan membagi lokasi *counterpart*, selain dapat diketahui permintaan dan penawaran dari luar negeri dan dalam negeri, juga dapat diketahui terjadinya aliran dana masuk ke dalam negeri (inflows) dan aliran dana ke luar negeri (outflows).

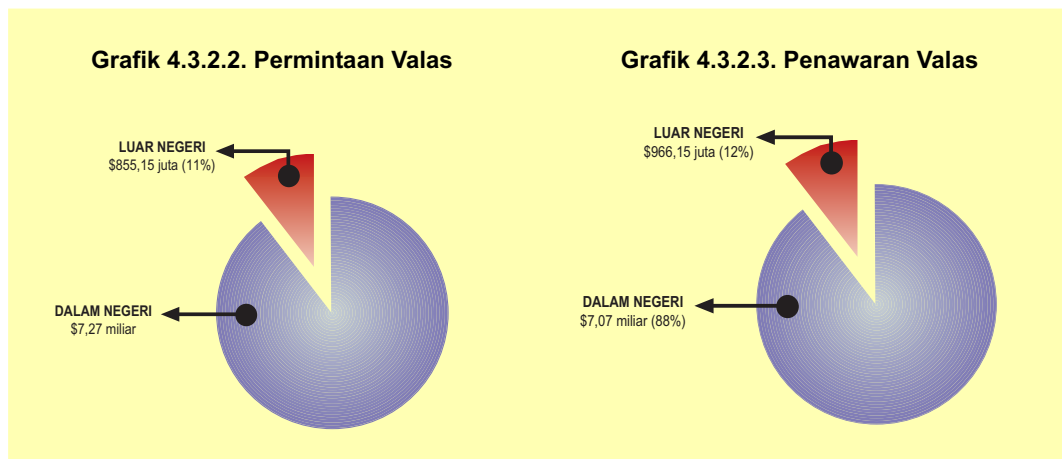
Transaksi spot yang dilakukan perbankan dengan pihak dalam negeri rata-rata mencapai \$14,34 miliar per bulan, atau 88,7% dari total transaksi spot. Sementara itu, transaksi dengan pihak luar negeri sebesar \$1,82 miliar atau 11,3% dari total transaksi spot. Dengan demikian, rata-rata total transaksi spot yang dilakukan bank, baik dengan pihak dalam negeri maupun luar negeri mencapai \$16,16 miliar per bulan. **Grafik 4.3.2.1.** menggambarkan perkembangan transaksi spot perbankan domestik dengan *counterpart* dalam negeri dan luar negeri. Dalam grafik tersebut terlihat walaupun volume transaksi spot cukup berfluktuasi, namun proporsi transaksi antara bank dengan *counterpart* dalam negeri dibandingkan dengan *counterpart* luar negeri relatif stabil.

3 Untuk kepentingan publikasi ke luar Bank Indonesia, data individu bank tidak ditampilkan.

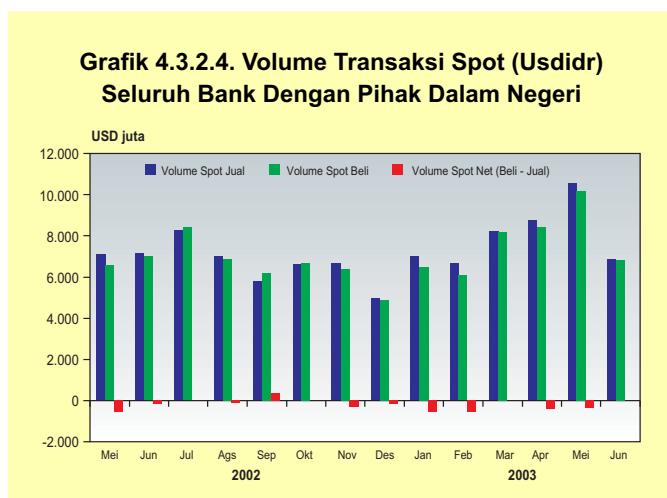


Satu hal yang menarik perhatian adalah meningkatnya volume transaksi spot antara bank dengan *counterpart* luar negeri. Sejak bulan Februari 2003 volume transaksi spot bank dengan *counterpart* luar negeri selalu berada di atas rata-rata volume transaksinya yang mencapai \$1,82 miliar. Bahkan pada bulan Mei 2003 volume transaksinya mencatat volume tertinggi, yaitu sebesar \$2,74 miliar. Volume transaksi pada bulan Juni 2003 lebih rendah dibandingkan bulan Mei yang disebabkan oleh *cut off* data yang hanya sampai tanggal 20 Juni 2003.

Jika ditinjau dari sisi permintaan dan penawaran, sebagian besar permintaan dan penawaran valas bersumber dari *counterpart* dalam negeri. Pangsa permintaan valas dari *counterpart* dalam negeri mencapai 89% dari total permintaan valas, dan pangsa penawaran valas dari *counterpart* dalam negeri mencapai 88%. Sementara dengan *counterpart* luar negeri tercatat pangsa permintaan dan penawaran valas masing-masing sebesar 11% dan 12%.



Dengan rata-rata volume **permintaan** sebesar **\$7,27 miliar** per bulan dan volume **penawaran** sebesar **\$7,07 miliar**, transaksi dengan *counterpart* dalam negeri mengalami **ekses permintaan rata-rata sebesar \$200 juta per bulan**. Berdasarkan hal tersebut, perbankan secara umum lebih sering menjadi *net seller* atau menghadapi kondisi ekse permintaan dalam melakukan transaksinya dengan *counterpart* dalam negeri. Meskipun cenderung sebagai *net seller*, bank juga pernah menjadi *net buyer* dengan *counterpart* dalam negeri, yaitu pada bulan Juli, September, dan Oktober 2002. **Grafik Grafik 4.3.2.4** menunjukkan perkembangan transaksi valas antara bank dan *counterpart* dalam negeri.

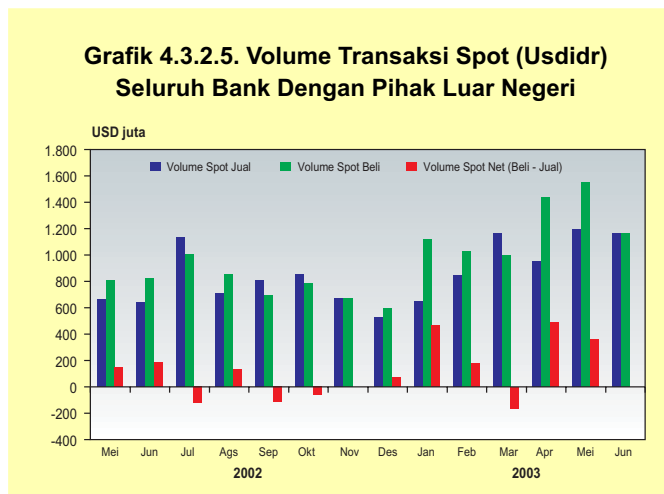


Satu hal yang menarik pada grafik di atas, semenjak awal tahun 2003, baik permintaan maupun penawaran valas cenderung meningkat dan mencapai puncaknya pada bulan Mei 2003 – juga merupakan yang tertinggi sepanjang periode pengamatan – dengan volume masing-masing mencapai \$10,55 miliar dan \$10,19 miliar. Namun, peningkatan tersebut tidak diikuti oleh volume *net selling* yang justru menurun pada bulan April – Juni 2003. Posisi *net selling* tertinggi terjadi pada bulan Februari 2003 dengan volume sebesar \$560,3 juta.

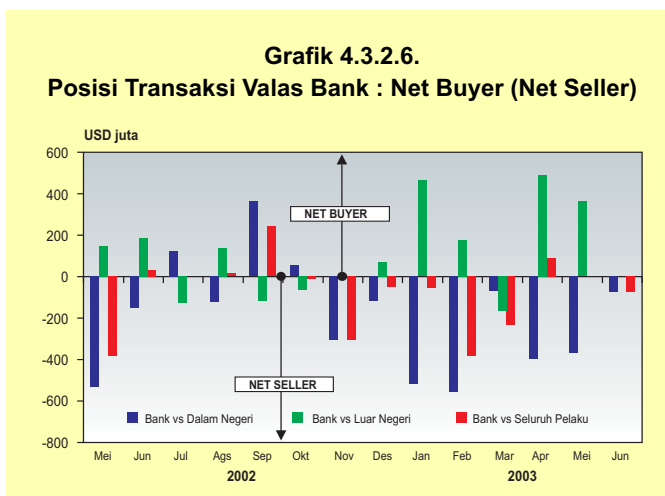
Berkaitan dengan *share counterpart* dalam negeri jauh lebih besar dibandingkan dengan *counterpart* luar negeri, perlu diperhatikan bahwa sebagian besar transaksi dengan *counterpart* dalam negeri didominasi oleh transaksi antar bank, dimana pada akhirnya antara permintaan dan penawaran valas akan saling meng-offset sehingga tidak terjadi ekse permintaan atau penawaran. Dengan demikian, ekse permintaan atau ekse penawaran dengan *counterpart* dalam negeri akan tercermin secara langsung pada transaksi neto antara bank dengan *counterpart* dalam negeri non bank.

Deskripsi berikut ini dapat mendukung analisis di atas. Besarnya **permintaan** dari **counterpart dalam negeri non-bank** rata-rata mencapai **\$2,6 miliar** per bulan, atau sekitar 32% dari total permintaan – jauh lebih kecil dibandingkan *pangsa* permintaan total dalam negeri yang mencapai 89%. Sementara itu, volume **penawarannya** rata-rata sebesar **\$2,4 miliar** per bulan atau sekitar 30% dari total penawaran. Dengan mengurangi volume penawaran dengan volume permintaan valas tersebut diperoleh **ekses permintaan** yang besarnya rata-rata **\$200 juta** per bulan. Dengan demikian, **ekses permintaan counterpart dalam negeri** sama dengan **ekses permintaan counterpart dalam negeri non bank**.

Di lain pihak, transaksi valas antara bank dengan **counterpart luar negeri** mengalami hal yang sebaliknya, yaitu bank dalam negeri cenderung menjadi **net buyer**. **Penawaran** valas yang diserap oleh bank dalam negeri dari **counterpart** luar negeri rata-rata mencapai **\$966,15 juta** per bulan. Sebaliknya, **permintaan** valas **counterpart** luar negeri yang dipasok oleh bank mencapai **\$855,15 juta**. Dengan demikian, rata-rata volume net beli valas atau **ekses penawaran** dari **counterpart** luar negeri rata-rata tercatat sebesar **\$111 juta** per bulan. Posisi net beli terbesar terjadi pada bulan April 2003 dimana volumenya mencapai \$489,3 juta. Walaupun cenderung sebagai **net buyer**, bank-bank dalam negeri juga pernah mengalami net jual pada bulan Juli, September, dan Oktober 2002, serta bulan Maret 2003, dengan posisi net jual tertinggi mencapai \$166 juta yang terjadi pada bulan Maret 2003 (**Grafik 4.3.2.5**).



Sementara itu perkembangan ekses permintaan atau ekses penawaran yang terjadi antara perbankan dengan *counterpart* dalam negeri dan *counterpart* luar negeri tercermin pada grafik 4.3.2.6.



Sebagaimana deskripsi di atas, maka terlihat bahwa perbankan domestik lebih banyak menjadi *net seller* valas kepada *counterpart* dalam negeri. Sementara terhadap *counterpart* luar negeri, bank lebih berperan sebagai *net buyer*. Secara rata-rata *net selling* bank-bank domestik terhadap *counterpart* dalam negeri mencapai \$200 juta per bulan. Sebagian besar ekses permintaan valas (*net selling*) dari *counterpart* dalam negeri tersebut di-cover oleh suplai dari luar negeri, yang rata-rata mencapai sebesar \$111 juta per bulan, sementara sebagian lainnya – sebesar 89,3 juta – dipenuhi oleh bank.

**Meskipun ekses penawaran dari luar negeri lebih kecil relatif terhadap ekses permintaan dalam negeri, namun ekses penawaran yang merepresentasikan capital inflow tersebut memberikan dampak yang sangat besar terhadap terjadinya apresiasi rupiah selama 2002 dan 2003.** Hal ini karena selain termotivasi untuk memperoleh *yield (risk adjusted)* yang lebih tinggi, aliran masuk tersebut secara psikologis memberikan sinyal mengenai ekspektasi positif terhadap perekonomian Indonesia mengingat pelaku luar negeri masih menjadi *benchmark* bagi pelaku domestik.

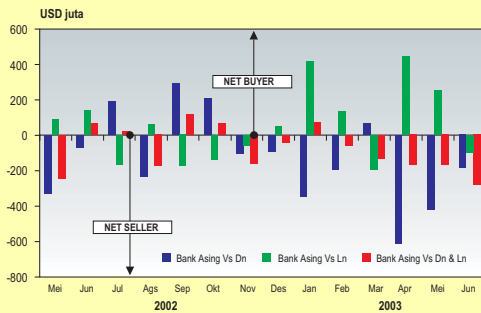


### 4.3.3. Analisis Permintaan dan Penawaran Valas Dalam dan Luar Negeri: Per Kelompok Bank

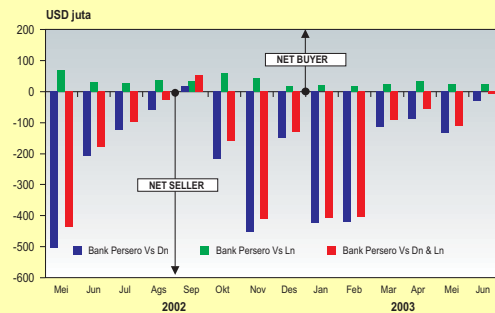
Pola transaksi bank dengan *counterpart* dalam dan luar negeri, dimana terjadi eksekusi permintaan dengan *counterpart* dalam negeri dan eksekusi penawaran dengan *counterpart* luar negeri, juga terjadi pada hampir seluruh kelompok bank. Satu-satunya kelompok bank dengan pola yang berbeda adalah kelompok BUSN Devisa. Kelompok BUSN Devisa mengalami eksekusi penawaran baik terhadap *counterpart* luar negeri maupun terhadap *counterpart* dalam negeri. Grafik-grafik berikut ini menunjukkan perkembangan posisi *net selling* (eksekusi permintaan) dan *net buying* (eksekusi penawaran) kelompok Bank Asing, Bank Persero, dan Bank Campuran dengan *counterpart* dalam dan luar negeri.

Kelompok Bank Persero, Bank Asing dan Bank Campuran mengalami rata-rata net jual valas atau eksekusi permintaan terhadap *counterpart* dalam negeri, yang besarnya secara berturut-turut mencapai \$209,7 juta, \$134,1 juta dan \$59,1 juta setiap bulannya. Sementara itu, kelompok bank tersebut mengalami eksekusi penawaran dengan *counterpart* luar negeri

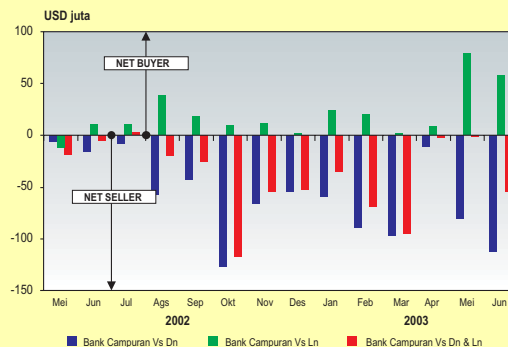
**Grafik 4.3.3.1.**  
**Posisi Net Beli (Net Jual) Bank Asing**



**Grafik 4.3.3.2**  
**Posisi Net Beli (Net Jual) Bank Persero**

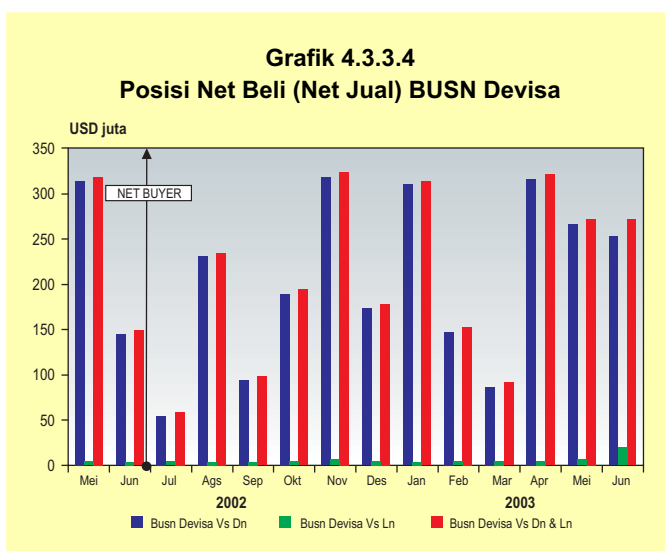


**Grafik 4.3.3.3**  
**Posisi Net Beli (Net Jual) Bank Campuran**



masing-masing sebesar \$31,8 juta, \$53,6 juta dan \$20 juta. Dengan perbandingan tersebut, kelompok Bank Persero secara total mengalami eksek permintaan sebesar \$177,9 juta, kelompok Bank Asing sebesar \$80,4 juta, sementara kelompok Bank Campuran sebesar \$39,1 juta.

Sementara itu, kelompok BUSN Devisa mengalami eksek penawaran atau net beli, baik dengan *counterpart* luar negeri maupun *counterpart* dalam negeri. Eksek penawaran dengan *counterpart* dalam negeri rata-rata mencapai \$203,6 juta per bulan, dan dengan *counterpart* luar negeri sebesar \$5,6 juta. Secara total, eksek penawaran yang diserap BUSN Devisa mencapai \$209,3 juta. Grafik di bawah menunjukkan perkembangan eksek penawaran valas kelompok bank ini.



#### 4.3.4. Analisis Permintaan dan Penawaran: Per Kelompok Counterpart Non-Bank

Lawan transaksi bank dalam melakukan transaksi spot dikelompokkan ke dalam counterpart dalam negeri dan counterpart luar negeri. Kelompok *counterpart* dalam negeri terdiri dari bank, korporasi dan nasabah. Sementara kelompok *counterpart* luar negeri dibedakan menjadi bank dan non-bank. Analisis permintaan dan penawaran pada bagian ini akan melihat lebih dalam pada kelompok-kelompok tersebut.

Pada kelompok *counterpart* bank dalam negeri, transaksi spot beli dan spot jual di pasar valas yang mengindikasikan permintaan dan penawaran valas didominasi oleh Bank

Asing, BUSN Devisa dan Bank Persero. Permintaan valas yang masuk ke kelompok Bank Asing rata-rata mencapai \$1,97 miliar per bulan, sementara volume penawarannya sebesar \$1,81 miliar, sehingga kelompok Bank Asing melakukan *net selling* valas ke seluruh bank sebesar \$132 juta. *Counterpart* utama dari kelompok Bank Asing adalah kelompok Bank Asing sendiri, BUSN Devisa dan Bank Persero.

Berbeda dengan kelompok Bank Asing, kelompok BUSN Devisa mengalami *net buying* yang besarnya rata-rata mencapai \$475 juta per bulan. Sementara itu, kelompok Bank Persero mengalami *net selling* sebesar \$179 juta. Ketiga kelompok bank tersebut yang merupakan *big players* di pasar valas saling bertransaksi di antara mereka. Matrik di bawah ini menunjukkan pola transaksi spot antar kelompok bank dimaksud.

Tabel 4.3.4.1

PELAKU	PERMINTAAN VALAS (SPOT JUAL) MENURUT KELOMPOK BANK						
	COUNTERPART						
	B. PERSERO	B. DEvisa	B. NON DEvisa	BPD	B. CAMPURAN	B. ASING	TOTAL
BANK PERSERO	100.440	346.628	10.626	414	83.324	426.465	967.896
BUSN DEvisa	211.291	463.911	31.648	71	75.432	345.140	1.127.493
BUSN NON DEvisa	15.037	29.915	0	0	686	874	46.512
BPD	118	286	0	0	54	36	493
BANK CAMPURAN	84.521	172.413	1.302	36	63.702	223.585	545.558
BANK ASING	377.500	589.388	1.630	0	190.250	810.418	1.969.186
TOTAL	788.907	1.602.540	45.206	521	413.446	1.806.518	4.657.139
PELAKU	PENAWARAN VALAS (SPOT BELI) MENURUT KELOMPOK BANKPELAKU						
	COUNTERPART						
	B. PERSERO	B. DEvisa	B. NON DEvisa	BPD	B. CAMPURAN	B. ASING	TOTAL
BANK PERSERO	100.440	211.291	15.037	118	84.521	377.500	788.907
BUSN DEvisa	346.628	463.911	29.915	286	172.413	589.388	1.602.540
BUSN NON DEvisa	10.626	31.648	0	0	1.302	1.630	45.206
BPD	414	71	0	0	36	0	521
BANK CAMPURAN	83.324	75.432	686	54	63.702	190.250	413.446
BANK ASING	426.465	345.140	874	36	223.585	810.418	1.806.518
TOTAL	967.896	1.127.493	46.512	493	545.558	1.969.186	4.657.139
PELAKU	EKSES PENAWARAN (PERMINTAAN) VALAS MENURUT KELOMPOK BANK						
	COUNTERPART						
	B. PERSERO	B. DEvisa	B. NON DEvisa	BPD	B. CAMPURAN	B. ASING	TOTAL
BANK PERSERO	0	-135.336	4.411	-296	1.197	-48.965	-178.989
BUSN DEvisa	135.336	0	-1.733	214	96.981	244.248	475.047
BUSN NON DEvisa	-4.411	1.733	0	0	616	756-	1.306
BPD	296	-214	0	0	-18	-36	29
BANK CAMPURAN	-1.197	-96.981	-616	18	0	-33.336	-132.112
BANK ASING	48.965	-244.248	-756	36	33.336	0	-162.668
TOTAL	178.989	-475.047	1.306	-29	132.112	162.668	0

Matrik di atas menunjukkan bahwa transaksi antar kelompok bank menjadikan valas mengalir dari kelompok Bank Persero, Bank Asing, Bank Campuran dan BUSN Non-devisa ke kelompok BUSN Devisa. Aliran valas juga mengalir ke kelompok BPD, namun proporsi dan volumenya sangat kecil.

Pada kelompok *counterpart* non-bank dalam negeri, yang terdiri dari 2 kelompok (korporasi dan nasabah individu) terjadi aliran valas dari bank ke kelompok *counterpart* non-bank dalam negeri. Total aliran dana tersebut – yang mencerminkan eksese permintaan di pasar valas yang bersumber dari kelompok ini – rata-rata mencapai \$200 juta per bulan. Kebutuhan valas kelompok ini sebagian besar dipasok oleh kelompok BUSN Devisa, dan sebagian lainnya dipenuhi oleh kelompok Bank Persero. Pasokan valas tersebut disamping untuk memenuhi kebutuhan, sebagian juga ditempatkan kembali ke bank, yaitu ke kelompok Bank Campuran dan Bank Asing.

Namun, jika dilihat lebih dalam per kelompok Korporasi dan Nasabah, akan terlihat pola yang berbeda. Kelompok Korporasi merupakan *net buyer* valas dari perbankan, sementara kelompok Nasabah berperan sebagai *net seller* valas ke perbankan. Kelompok korporasi secara umum cenderung melakukan transaksi dengan Bank Asing, kemudian diikuti dengan Bank Persero dan Bank Devisa. Walaupun demikian, volume *net buying* kelompok Korporasi yang besarnya rata-rata mencapai \$402 juta per bulan, bersumber dari kelompok Bank Persero (dengan pasokan bersih sebesar \$211,7 juta), BUSN Devisa (\$91,6 juta), Bank Asing (\$89,4 juta) dan Bank Campuran (\$9,8 juta).

Kelompok Nasabah berkebalikan dengan kelompok Korporasi, yaitu berperan sebagai *net seller* valas ke perbankan. Kelompok Nasabah tercatat memasok valas ke perbankan dengan rata-rata volume *net selling* sebesar \$202 juta per bulan. Kelompok ini memiliki kecenderungan melakukan transaksi dengan BUSN Devisa. Proporsi transaksi valas yang dilakukan kelompok ini dengan BUSN Devisa dibandingkan dengan transaksi total dengan seluruh kelompok bank mencapai 65%. Namun dalam transaksinya kelompok ini menjadi *net buyer* valas dari kelompok BUSN Devisa yang jumlahnya rata-rata mencapai \$179,9 juta per bulan. Di lain pihak kelompok ini menjadi pemasok valas ke Bank Persero (net pasokan sebesar \$181 juta), Bank Asing (\$118,1 juta), dan Bank Campuran (\$82,8 juta).

Sementara itu, kelompok *counterpart* luar negeri lebih banyak berperan sebagai pemasok valas ke pasar valas domestik. Secara rata-rata jumlah pasokan valas dari luar negeri tersebut sebesar \$111 juta per bulan. Sebagian besar *counterpart* luar negeri tersebut adalah bank, yang *pangsa*-nya mencapai 97% dari total transaksi dengan *counterpart* luar negeri. Dalam melakukan transaksi dengan perbankan domestik, *counterpart* luar negeri cenderung melakukan transaksi dengan kelompok Bank Asing yang tercermin pada *pangsa*-

Tabel 4.3.4.2.

	PERMINTAAN		PENAWARAN		TOTAL		NET
	VOLUME	SHARE	VOLUME	SHARE	VOLUME	SHARE	VOLUME
<b>... vs NON-BANK</b>							
BANK ASING	558.284	21,37%	586.875	24,33%	1.145.159	22,79%	28.591
BANK CAMPURAN	101.188	3,87%	174.224	7,22%	275.412	5,48%	73.036
BANK PERSERO	498.640	19,09%	467.936	19,40%	966.576	19,24%	-30.704
BUSN DEvisa	1.447.836	55,42%	1.176.429	48,77%	2.624.265	52,22%	-271.406
BUSN NON DEvisa	6.726	0,26%	6.877	0,29%	13.603	0,27%	151
TOTAL	2.612.674	100,00%	2.412.342	100,00%	5.025.016	100,00%	-200.332
<b>... vs NON-BANK : KORPORASI</b>							
BANK ASING	381.486	14,60%	291.999	12,10%	673.485	13,40%	-89.487
BANK CAMPURAN	22.593	0,86%	12.823	0,53%	35.416	0,70%	-9.769
BANK PERSERO	337.394	12,91%	125.663	5,21%	463.057	9,22%	-211.731
BUSN DEvisa	205.475	7,86%	113.919	4,72%	319.394	,36%	-91.556
BUSN NON DEvisa	0	0,00%	71	0,00%	71	0,00%	71
TOTAL	946.948	36,24%	544.476	22,57%	1.491.423	29,68%	-402.472
<b>... vs NON-BANK : NASABAH</b>							
BANK ASING	176.798	6,77%	294.876	12,22%	471.674	9,39%	118.078
BANK CAMPURAN	78.595	3,01%	161.401	6,69%	239.996	4,78%	82.806
BANK PERSERO	161.246	6,17%	342.274	14,19%	503.520	10,02%	181.028
BUSN DEvisa	1.242.361	47,55%	1.062.510	44,04%	2.304.871	45,87%	-179.851
BUSN NON DEvisa	6.726	0,26%	6.806	0,28%	13.532	0,27%	80
TOTAL	1.665.726	63,76%	1.867.867	77,43%	3.533.592	70,32%	202.141
<b>... vs LUAR NEGERI</b>							
BANK ASING	821.974	96,12%	875.591	90,63%	1.697.564	93,21%	53.617
BANK CAMPURAN	25.035	2,93%	45.030	4,66%	70.065	3,85%	19.995
BANK PERSERO	3.086	0,36%	34.837	3,61%	37.923	2,08%	31.751
BUSN DEvisa	5.053	0,59%	10.695	1,11%	15.748	0,86%	5.642
TOTAL	855.148	100,00%	966.153	100,00%	1.821.301	100,00%	111.005
<b>... vs LN BANK</b>							
BANK ASING	788.701	92,23%	849.198	87,89%	1.637.899	89,93%	60.498
BANK CAMPURAN	24.841	2,90%	44.889	4,65%	69.730	3,83%	20.048
BANK PERSERO	3.086	0,36%	34.837	3,61%	37.923	2,08%	31.751
BUSN DEvisa	5.053	0,59%	10.695	1,11%	15.748	0,86%	5.642
TOTAL	821.681	96,09%	939.620	97,25%	1.761.301	96,71%	117.939
<b>... vs LN NON-BANK</b>							
BANK ASING	33.273	3,89%	26.392	2,73%	59.665	3,28%	-6.880
BANK CAMPURAN	194	0,02%	1410.01%	335	0.02%	-53	
BANK PERSERO	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BUSN DEvisa	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
TOTAL	33.467	3,91%	26.533	2,75%	60.000	3,29%	-6.934

nya yang mencapai 93%. Selebihnya (7%) dilakukan dengan kelompok bank lainnya. Tabel-tabel berikut ini menggambarkan permintaan dan penawaran valas dari masing-masing kelompok bank dan *counterpart* secara lebih rinci.

Berdasarkan deskripsi di atas terlihat bahwa *counterpart* dalam negeri merupakan sumber terjadinya ekse permintaan valas di pasar valas perbankan. Jika ditelusuri lebih dalam, ekse permintaan tersebut bersumber dari kelompok Korporasi. Ekse permintaan tersebut dicover oleh ekse penawaran valas dari kelompok nasabah individu dan dari kelompok bank luar negeri, walaupun tidak sepenuhnya tercover sehingga masih terjadi ekse permintaan.

Disamping itu, deskripsi di atas juga menunjukkan pola transaksi antar kelompok bank. Di dalam negeri, kelompok Korporasi lebih banyak melakukan transaksi dengan Bank Asing dan Bank Persero. Sementara kelompok Nasabah cenderung melakukan transaksi valas dengan BUSN Devisa. Dalam kelompok bank, terjadi kecenderungan bahwa kelompok BUSN Devisa selalu menjadi *net buyer* valas dari kelompok bank lainnya. Hal ini disebabkan oleh sebagian besar ekse permintaan valas dari kelompok non-bank dalam negeri masuk ke pasar valas melalui kelompok BUSN Devisa. Sementara itu, kelompok bank lainnya yang menjadi pemasok valas bagi BUSN Devisa, memperoleh valas dari *counterpart* luar negeri. Namun dalam melakukan transaksinya, *counterpart* luar negeri lebih banyak melakukan transaksi dengan kelompok Bank Asing, dimana lebih dari 90% transaksinya, baik jual maupun beli valas, dilakukan dengan Bank Asing. Selebihnya dilakukan dengan kelompok bank Persero, BUSN Devisa dan Bank Campuran. Hal ini mencerminkan bahwa, kecuali kelompok bank asing, bank-bank domestik memiliki akses yang masih sangat terbatas dengan *counterpart* luar negeri. Bank Asing, BUSN Devisa dan Bank Persero merupakan pelaku pasar yang dominan dan merupakan *counterpart* utama antar kelompok bank tersebut.

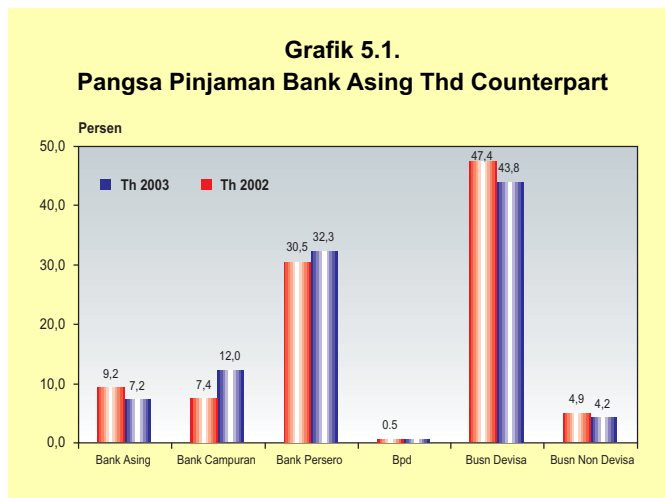
## **V. Keterkaitan pasar Valas, Pasar Uang Rupiah dan Valas**

### **5.1. Pasar Valas dan PUAB Rupiah**

Pada dasarnya proses pembentukan kurs bersumber dari interaksi permintaan dan penawaran valas. Dalam pada itu, transaksi valas melibatkan pertukaran valas dan rupiah. Dengan demikian ketersediaan atau perkembangan pasokan dan permintaan valas di pasar valas serta ketersediaan likuiditas rupiah di pasar uang rupiah akan turut menentukan proses atau trend pembentukan kurs. Berlebihnya pasokan valas dalam kondisi di mana ketersediaan likuiditas rupiah sangat ketat (*tight*), secara teoritis dapat mengakibatkan mata uang rupiah menguat terhadap mata uang negara lain (*valas*). Sebaliknya dalam kondisi

likuiditas di pasar uang rupiah melimpah sedangkan pasokan valas sangat terbatas (net-supply) dapat mengakibatkan tekanan depresiasi terhadap mata uang rupiah.

Dari analisa terhadap struktur mikro pasar valas di muka memperlihatkan bahwa pembentukan harga di pasar valas banyak dipengaruhi oleh transaksi kelompok bank asing karena besarnya pangsa volume transaksi kelompok bank ini relatif terhadap keseluruhan volume transaksi pasar. Sementara itu, analisa terhadap aliran transaksi di pasar PUAB memperlihatkan besarnya jumlah aliran rupiah yang mengalir dari bank nasional ke kelompok bank asing. Aliran tersebut merupakan menjadi salah satu sumber pembiayaan yang penting bagi transaksi valas, selain untuk membiayai penanaman dalam instrument uang lainnya. Prilaku kelompok bank asing yang berperan sebagai *net-borrower* karena karakteristik bank asing sebagai 'defisit unit bank', tidak seperti halnya kelompok bank BUSN atau Persero yang mengandalkan pada sumber perolehan dana pihak ketiga (DPK). Tenor pinjaman bank asing pada transaksi PUAB rupiah pada umumnya berjangka waktu sangat pendek (*overnight*).



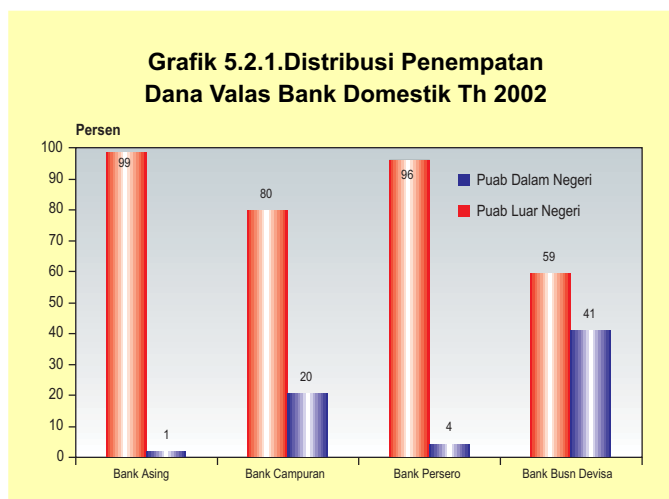
Dalam tahun 2002, dari keseluruhan total pinjaman pada transaksi PUAB sesi pagi pada seluruh kelompok bank, 45,3% pinjaman kelompok bank Asing diperoleh dari kelompok bank BUSN Devisa dan 33,2% diperoleh dari bank Persero. Pada tahun 2003, komposisi kelompok bank yang berperan sebagai sumber pinjaman kelompok bank Asing tersebut tidak mengalami perubahan signifikan di mana 43,1% bersumber dari BUSN Devisa dan 32,7% dari kelompok bank Persero. Sebaliknya volume pinjaman PUAB pagi kelompok Bank BUSN Devisa dari kelompok bank Asing hanya mencapai 2,6% dari keseluruhan total pinjaman bank BUSN Devisa, dan pangsa pinjaman mengalami sedikit penurunan

pinjaman menjadi hanya 2,0% pada tahun 2003. Hal ini menunjukkan bahwa ketersediaan 'credit line' yang sangat minim dari kelompok bank Asing tidak hanya terjadi pada transaksi valas tetapi juga dalam transaksi rupiah (PUAB).

## 5.2. Pasar Valas dan PUAB Valas

Sebagaimana dikemukakan di atas bahwa proses pembentukan kurs salah satunya akan tergantung pada cukupnya ketersediaan valas untuk memenuhi permintaan. Berkembangnya pasar uang antar bank (PUAB) Valas di dalam negeri akan turut memperluas penyebaran likuiditas valas dalam sistem perbankan domestik, sehingga bagi bank-bank yang pada saat tertentu memerlukan dana valas tidak harus selalu melakukan pembelian secara tunai melalui transaksi spot, melainkan dapat meminjam ke bank lain. Dengan demikian pada saat kebutuhan sejumlah bank terhadap dana valas meningkat, maka gejolak berupa tekanan depresiasi terhadap rupiah tidak akan terlalu kuat. Namun, sebagaimana halnya dalam transaksi PUAB rupiah, kepercayaan terhadap bank nasional khususnya terhadap bank BUSN masih sangat rendah yang tercermin dari terbatasnya 'credit line' khususnya dalam transaksi lending dari bank-bank Asing dan bank Persero terhadap bank BUSN.

Sistem pencatatan data transaksi pada Pasar Uang Antar Bank (PUAB) Valas terdiri dari dua segment yaitu PUAB Valas dalam negeri dan Luar Negeri. PUAB Valas Dalam Negeri mencatat seluruh data transaksi (*flow*) pinjam meminjam dana valas antar bank di dalam negeri. Sedangkan PUAB Valas Luar Negeri mencatat seluruh data transaksi (*flow*) pinjam-meminjam dana valas antar bank dalam negeri dan luar negeri.





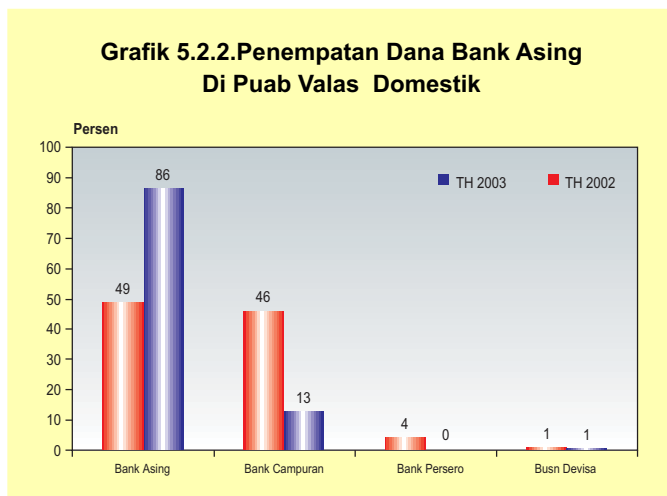
Struktur data PUAB Valas menunjukkan bahwa pangsa PUAB Valas Luar Negeri mendominasi sekitar 90% dari seluruh transaksi PUAB Valas. Pada tahun 2002 dan 2003 dana valas perbankan domestik yang ditempatkan di pasar uang (volume beri) luar negeri masing-masing mencapai 89,9% dan 89,7% dari total volume PUAB Valas. Sedangkan pada tahun 2002 dan 2003, dana valas perbankan domestik yang ditempatkan di PUAB Valas dalam negeri masing-masing hanya mencapai 10,1% dan 10,3%.

Terjadinya segmentasi yang tidak seimbang pada pasar PUAB Valas antara Dalam dan Luar Negeri tersebut menunjukkan bahwa perbankan domestik memiliki preferensi yang lebih besar untuk menanamkan dana valasnya di pasar uang luar negeri. Bank Asing dan Bank Persero merupakan kelompok yang menempatkan dana valasnya terbesar di pasar uang luar negeri.

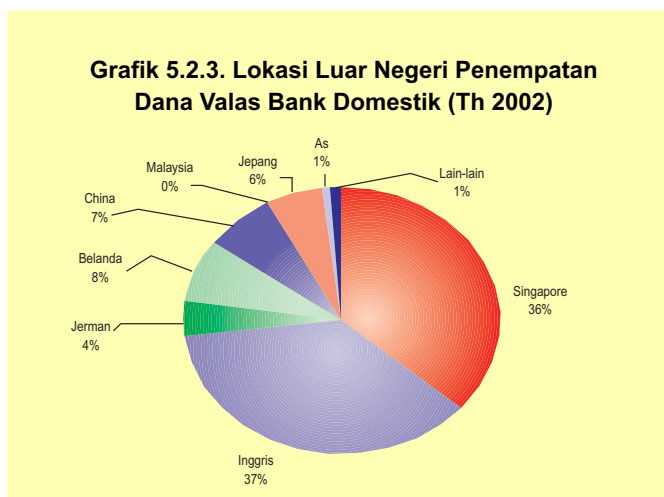
Kecilnya penempatan dana valas bank Asing dan Persero di PUAB Valas Dalam Negeri lebih diakibatkan oleh belum terbukanya 'credit line' penempatan valas dari kedua kelompok bank tersebut terutama ke bank BUSN, sehubungan dengan kondisi neraca bank-bank BUSN yang belum kuat. Sebagai akibatnya kondisi PUAB Valas Dalam Negeri menjadi kurang berkembang dan likuid. **Hal ini dapat berimplikasi kurang menguntungkan terhadap 'penyebaran' likuiditas valas dalam sistem perbankan domestik, di mana bank-bank BUSN yang mengalami 'shortage' dan dalam kondisi membutuhkan valas tidak dapat menutupnya dengan meminjam dana valas ke kelompok Bank Asing dan Persero. Kebutuhan dana valas bank BUSN pada gilirannya harus ditutup dengan membeli pada pasar 'spot' yang dapat berdampak fluktuasi kurs.**

Sebaliknya, mengingat bank-bank BUSN tidak memiliki batasan *credit line* terhadap kelompok bank asing dan Persero, dan tidak dapat memiliki akses secara langsung untuk menempatkan dananya di pasar uang luar negeri (international money market), maka bagi bank-bank BUSN yang mengalami surplus valas cenderung menempatkan dananya di kelompok bank Persero dan Bank Asing. Hal ini mengakibatkan beberapa bank Persero dan bank Asing berperan sebagai 'intermediary' yaitu dengan menerima penempatan dana valas dari bank BUSN yang selanjutnya menempatkan dana tersebut di PUAB Valas Luar Negeri. Sebagai akibatnya bank-bank 'intermediator' tersebut cenderung menekan suku bunga PUAB Valas di dalam negeri lebih rendah dari suku bunga PUAB luar negeri agar dapat memperoleh 'interest margin'. Kondisi tersebut menjadikan level suku bunga valas di PUAB dalam negeri menjadi tidak wajar apabila memperhitungkan 'premi risiko' di pasar keuangan dalam negeri yang lebih tinggi relatif terhadap premi risiko di pasar uang luar negeri.

Pangsa volume penempatan dana valas bank Asing di kelompok bank Asing sendiri (antar bank Asing) mencapai 49,0% pada tahun 2002 bahkan meningkat menjadi 86,2% pada tahun 2003. Dengan kata lain, aktivitas pinjam meminjam dana valas lebih banyak terjadi antar bank Asing. Sedangkan pangsa penempatan di bank Persero dan BUSN masing-masing hanya mencapai 4,0% dan 1,1%. Hal ini menunjukkan bahwa ‘kepercayaan’ bank-bank Asing yang terepresentasikan dalam bentuk ‘credit line’ terhadap bank nasional masih



sangat rendah. Sebaliknya pangsa penempatan valas (lending) bank BUSN di kelompok bank Persero mencapai 60,1% pada tahun 2002 dan 65,1% pada tahun 2003. Sementara itu, penempatan dana valas bank BUSN pada tahun 2002 di bank Asing mencapai 11,3% dan di bank Campuran sebesar 26,3%.



Berdasarkan kelompok bank, kelompok bank Asing yang paling besar menempatkan dana valas di PUAB Valas Luar Negeri, sekitar 47,8% dari total penempatan dana valas bank domestik. Singapura dan Inggris (London) merupakan tujuan utama lokasi luar negeri yang menjadi preferensi penempatan dana valas bank domestik. Hal ini mengingat 'time zone' operasi pasar uang Jakarta mencakup waktu operasi pasar Singapura (sesi pagi) dan London (sesi sore).

## VI. Kesimpulan

**Kajian struktur mikro pasar valas diperlukan untuk memahami perubahan karakteristik dan perilaku pasar, serta implikasinya dalam proses pembentukan harga (nilai tukar) di pasar.** Pemahaman tersebut menjadi penting sebagai bahan dasar analisa lebih lanjut, baik untuk kepentingan analisis makro maupun mikro. Secara makro, informasi strategis yang diperoleh dari analisa tersebut —seperti penjualan/pembelian valas oleh pelaku luar negeri— dapat dikaitkan dengan arah pergerakan nilai tukar rupiah maupun terhadap arus aliran dana masuk/keluar ke/dari perbankan Indonesia, sehingga dapat bermanfaat dalam memberikan masukan terhadap rekomendasi kebijakan yang perlu ditempuh, khususnya kebijakan di bidang lalu lintas modal, nilai tukar, dan suku bunga. Sedangkan secara mikro, informasi strategis dari kajian ini dapat digunakan untuk melihat karakteristik dari masing-masing kelompok bank, segmentasi antara kelompok bank, serta profil masing-masing individu bank<sup>4</sup>. Dengan demikian, informasi yang dihasilkan dapat membantu dalam pelaksanaan pengawasan bank atau monitoring lalu lintas devisa.

Dari pengamatan selama Januari 2002 sampai dengan 20 Juni 2003, **dapat disimpulkan beberapa stylized facts sebagai berikut:**

1. Dari sudut jenis transaksi, pasar valas Indonesia didominasi secara berurutan oleh transaksi swap, transaksi spot dan forward. Dari ketiga transaksi ini, kelompok bank asing menjadi pelaku utama, terutama pada transaksi swap dan forward yang mencapai masing-masing sekitar 87% dan 75% dari total volume transaksi.
2. Perkembangan fundamental ekonomi yang menunjukkan kestabilan, pengaruh melemahnya US dolar dan trend penurunan suku bunga pada pasar global telah menyebabkan arus modal masuk yang cukup kuat di Indonesia, khususnya sejak awal tahun 2003. Hal ini telah mendorong peningkatan volume transaksi spot sehingga menyamai volumenya pada periode sebelum krisis, yakni sekitar USD 1 miliar per hari. Jenis valuta utama yang ditransaksikan adalah antara USD dan rupiah (USDIDR) yang mencapai sekitar 80% dari total volume transaksi.

<sup>4</sup> Informasi profil individu bank tidak dipublikasikan (hanya untuk kepentingan intern Bank Indonesia)

3. Meskipun transaksi swap mendominasi pasar valas Indonesia, perkembangannya pada saat ini masih ditujukan untuk memenuhi kebutuhan likuiditas jangka pendek bank-bank. Hal ini tercermin dari besarnya transaksi swap 1 s.d. 7 hari (75% dari total transaksi swap) dan dominasi transaksi antar bank (84% dari total transaksi). Perkembangan transaksi swap ini juga banyak dipengaruhi oleh besarnya 'implied swap premium' sehingga mendorong penanaman dalam jangka pendek.
4. Dalam pada itu, kebutuhan untuk melakukan lindung nilai (*hedging*) bagi korporasi lebih dipenuhi oleh transaksi forward, yang tercermin dari besarnya transaksi non-bank pada transaksi ini (90%). Namun, perkembangan pasar lindung nilai ini masih memerlukan upaya lebih lanjut mengingat masih besarnya konsentrasi transaksi yang berjangka waktu 15-35 hari (40% dari total transaksi) dan kecilnya pangsa transaksi forward dalam pasar valas (sekitar 0,20%). Sementara transaksi yang berjangka waktu di atas 2 bulan s.d. 1 tahun hanya mencapai sekitar 20% dari total transaksi.
5. Secara umum, kelompok bank asing memegang peran yang penting dalam pasar valas. Di pasar spot, kelompok bank ini merupakan 'pintu' masuk/keluar aliran dana dari/ke bank luar negeri (*offshore banks*) sehingga kelompok bank ini menjadi salah satu pemasok valas bagi kebutuhan dalam negeri, khususnya melalui BUSN devisa. Dominasi kelompok bank ini didorong oleh tingginya kepemilikan likuiditas valas, penguasaan teknik rekayasa finansial yang lebih baik, serta dukungan 'brand image'. Sementara itu, di dalam negeri kelompok bank asing juga berperan sebagai lawan transaksi hampir seluruh kelompok bank, kecuali BPD dan BUSN non devisa. Namun, kelompok bank ini cenderung bertransaksi dengan sesama bank asing, sehingga lawan transaksi dari bank nasional sangat terbatas – mencerminkan belum terjadinya perbaikan pada *credit line* dalam transaksi spot.
6. Dominasi transaksi antar kelompok bank asing juga terjadi pada transaksi swap. Meskipun terbatas untuk bank tertentu, peningkatan transaksi dengan kelompok bank lainnya, khususnya bank persero (Mandiri) menunjukkan peningkatan yang cukup besar atau telah terjadinya perbaikan *credit line*. Sementara untuk transaksi forward, bank asing lebih banyak melakukan transaksi dengan non-bank (korporasi), disamping dengan kelompok bank persero.
7. Dari analisa penawaran dan permintaan valas, dengan menggunakan konsep spot beli dan jual dari sistem perbankan, secara umum ditemukan bahwa dalam periode pengamatan (2002-2003), hampir seluruh kelompok bank mengalamikses permintaan (menjual valas) terhadap pasar dalam negeri. Di lain pihak, secara umum seluruh kelompok bank mengalamikses penawaran (membeli valas) terhadap bank luar negeri. Aliran valas masuk dari bank luar negeri meskipun secara total tidak terlalu besar (15%

dari total transaksi spot), ternyata mampu membantu kestabilan nilai tukar rupiah selama 2002 - 2003. Transaksi bank luar negeri yang umumnya terjadi dalam jumlah yang besar dan juga menggambarkan sentimen eksternal terhadap pasar dalam negeri menyebabkan tingginya peran aliran valas dari bank luar negeri. Hal tersebut juga didukung oleh tersedianya likuiditas yang cukup di pasar rupiah. Mengingat sekitar 90% transaksi tersebut terjadi melalui kelompok bank asing, hal tersebut kembali mendukung besarnya peran bank asing dalam pembentukan harga di pasar valas (*market maker*).

8. Hal lain yang menarik dari analisa penawaran dan permintaan valas adalah lawan transaksi non-bank. Dari data yang tersedia terlihat bahwa korporasi dan nasabah individual mempunyai preferensi yang berbeda terhadap kelompok bank. Korporasi cenderung bertransaksi dengan bank asing dan persero, sementara nasabah individual lebih banyak bertransaksi dengan BUSN devisa. Perbedaan konsentrasi bisnis antara bank asing dan persero dibandingkan BUSN devisa menerangkan preferensi tersebut. BUSN devisa mempunyai jaringan kantor yang menyebar luas dan beberapa mengkaitkan bisnisnya dengan *money changer*, sehingga lebih memenuhi keperluan individual nasabah. Sementara kedua kelompok bank lainnya lebih terkonsentrasi pada sektor korporasi, seperti kredit ekspor/impor.
9. Pentingnya peran kelompok bank asing dalam pasar valas ternyata banyak didukung oleh tingginya akses bank tersebut terhadap PUAB rupiah. Bank asing cenderung menjadi net peminjam, dengan melakukan pinjaman dalam jangka pendek.. Perkembangan terakhir dari posisi net pinjaman kelompok bank asing di PUAB rupiah menunjukkan peningkatan yang cukup drastis, sekaligus menggambarkan semakin besarnya akses likuiditas yang terjadi di perbankan nasional (khususnya BUSN devisa dan persero).
10. Dalam PUAB rupiah terjadi asimetri *credit line* antara bank nasional dan bank asing. Kelompok bank asing mempunyai 'bargaining position' yang tinggi untuk memperoleh sumber pembiayaan keperluan rupiahnya. Namun, bank nasional menghadapi kebijakan 'credit line' dari kantor regional bank asing, sehingga pinjaman bank asing ke BUSN devisa (menyuplai 45% dari kebutuhan bank asing) selama periode pengamatan hanya berkisar 5% dari total pinjaman BUSN devisa. Kondisi ini menggambarkan masih belum membaiknya *credit line* untuk transaksi PUAB rupiah.
11. Permasalahan *credit line* (dan berbagai risiko lainnya) juga mempengaruhi penempatan dana PUAB valas. Dalam periode pengamatan, 90% dari dana valas ditempatkan pada PUAB valas luar negeri oleh berbagai kelompok bank dengan penempatan ke luar negeri terbesar, yaitu bank asing, campuran, persero dan BUSN devisa. Hal ini

berdampak terhadap distribusi ketersediaan valas, sehingga apabila bank nasional memerlukan dana valas yang seharusnya dapat diperoleh dari PUAB valas, terpaksa harus melalui transaksi spot. Tipisnya PUAB valas dalam negeri ini tentunya dapat berdampak terhadap pergerakan nilai tukar rupiah.

12. Selain itu, keterbatasan akses ke pasar luar negeri telah menyebabkan berkembangnya peran bank asing dan persero sebagai intermediasi antara BUSN devisa dengan pasar internasional. Hal ini menyebabkan lebih rendahnya suku bunga PUAB valas di dalam negeri dibandingkan luar negeri.
13. Berdasarkan segmentasi lokasi, transaksi di pasar valas dengan bank luar negeri dan penempatan PUAB valas di luar negeri pada umumnya dilakukan dengan lawan transaksi yang berlokasi di Singapura dan London –sebagai konsekuensi dari *time zone* pasar keuangan dalam negeri yang mencakup sebagian dari pasar uang luar negeri.

Dari gambaran di atas, terlihat kompleksitas isu yang dihadapi oleh pasar valas dan eratnya kaitan dengan perkembangan pasar uang lainnya. Dari sisi pasar valas dan kebijakan nilai tukar, **monitoring pada kelompok bank yang berpengaruh terhadap pembentukan harga (kurs) merupakan hal yang penting untuk dilakukan.** Pergerakan di luar kondisi normal dari bank-bank ini akan membawa pengaruh pada kondisi penawaran dan permintaan valas dan akhirnya kestabilan nilai tukar rupiah. Ke depan, keterkaitan lebih lanjut dengan **pasar modal (saham dan obligasi) merupakan fokus kajian yang dapat didalami.** Disamping itu, *stylized facts* yang diperoleh dari struktur mikro pasar valas juga menunjukkan beberapa hal penting yang harus segera dilakukan, yaitu **pengembangan pasar lindung nilai (forward dan swap) dengan jangka waktu yang lebih panjang dan penanganan eksekusi likuiditas rupiah di perbankan nasional.**

## **VI. Daftar Pustaka**

1. Coyle, Brian, 2000, *Foreign Exchange Market*, Financial World Publishing
2. Frankel, Jeffrey A., Galli, and Giovannini Alberto, 1996, *The Microstructure of Foreign Exchange Market*, National Bureau of Economic Research
3. Luca, Cornelius, 1995, *Trading in the Global Currency Markets* (New Jersey: Prentice Hall)

**halaman ini sengaja dikosongkan**