

Determinan *Exchange Market Pressure* Negara *Inflation Targeting* di ASEAN

Lisa Gusmanita^{1*}, Nury Effendi², Rudi Kurniawan³

^{1,2,3}Universitas Padjadjaran, Indonesia

¹lisa18002@mail.unpad.ac.id, ²nury.effendi@unpad.ac.id, ³rudi.kurniawan@unpad.ac.id, *corresponding author

Abstrak

Gejolak perekonomian global terhadap perekonomian domestik terlihat pada krisis 1997/1998 yang menyebabkan Thailand, Filipina dan Indonesia menerapkan *Inflation Targeting* (IT). Secara empiris, IT mampu menurunkan tekanan pasar valas akan tetapi krisis kembali terjadi di 2008 dan tekanan pasar valas yang besar di 2018. Penelitian ini menggunakan *Exchange Market Pressure* (EMP) untuk melihat seberapa besar tekanan terhadap pasar valas negara IT di ASEAN. Menurut Panday (2015), EMP adalah persentase perubahan nilai tukar, perubahan cadangan devisa, perubahan suku bunga dan atau kombinasinya. Penelitian ini bertujuan ingin mengetahui faktor-faktor apa saja yang memengaruhi EMP sehingga dapat dijadikan masukan bagi otoritas moneter dalam mengendalikan tekanan terhadap pasar valas. Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel periode 2010.Q1-2018.Q4. Penelitian menunjukkan kredit domestik signifikan negatif memengaruhi EMP. Hal ini tidak sesuai teori yang mengindikasikan bahwa pertumbuhan kredit domestik sejalan dengan peningkatan *net capital flows*. Transaksi neraca berjalan dan inflasi AS berpengaruh signifikan negatif sedangkan PDB riil tidak berpengaruh signifikan terhadap EMP.

Kata kunci: exchange market pressure, EMP, nilai tukar, kebijakan moneter

Determinant of Exchange Market Pressure in ASEAN Inflation Targeting Countries

Abstract

The global economic turmoil on domestic economy was seen in 1997/1998 crisis which led to Thailand, Philippines and Indonesia implementing Inflation Targeting (IT). Empirically, IT was able to reduce foreign exchange market pressure but crisis occurred again in 2008 and large foreign exchange market pressure in 2018. This study uses Exchange Market Pressure (EMP) to examines foreign exchange market pressure in ASEAN IT countries. According to Panday (2015), EMP is percentage change in exchange rate, foreign exchange reserve, interest rate or combinations. This study aims to find determinant of EMP which can be used by monetary authority controlling pressure on foreign exchange market. Panel data analysis during 2010.Q1-2018.Q4 shows that domestic credit has significant negatively effect to EMP which indicates that domestic credit growth is in line with increasing net capital flows. Current account and US inflation have significant negatively effect while real GDP does not have significant.

Keywords: exchange market pressure, EMP, exchange rate, monetary policy

PENDAHULUAN

Pada krisis ekonomi 1997/1998, terjadi tekanan yang besar pada pasar valuta asing secara global termasuk kawasan ASEAN sehingga banyak negara yang mengalami depresiasi yang sangat tajam dan cadangan devisa terus terkuras. Pengalaman krisis tersebut tidak hanya berdampak negatif terhadap stabilitas perekonomian tetapi juga membawa perubahan besar pada kerangka kebijakan moneter di ASEAN.

Beberapa negara di ASEAN menerapkan *Inflation Targeting* (IT) pada kerangka kebijakan moneter yang digunakan yaitu Thailand, Filipina dan Indonesia. Kerangka IT

adalah kerangka kebijakan moneter dengan memfokuskan inflasi sebagai target utama. Pengelolaan nilai tukar menjadi sangat penting karena nilai tukar menggambarkan tekanan luar negeri terhadap inflasi domestik. Nilai tukar memiliki dampak yang sangat signifikan terhadap inflasi di negara berkembang (Ozcebi, 2019). Negara yang menerapkan kebijakan penerapan inflasi (IT) berupaya mengurangi fluktuasi nilai tukar dan mencapai target inflasi. Oleh sebab itu, stabilitas nilai tukar mata uang domestik tidak hanya diarahkan untuk pencegahan krisis ekonomi tetapi juga pencapaian target inflasi yang ditetapkan.

Selama periode 2005-2018 nilai tukar ketiga negara tersebut sangat berfluktuatif. Pada awal penerapan IT, nilai tukar Rupiah cenderung stabil hingga pada tahun 2008 mengalami guncangan depresiasi yang cukup besar sehingga krisis ekonomi kembali terjadi. Krisis ini juga berdampak pada perekonomian Filipina dan Thailand sebagai negara yang menerapkan IT. Krisis ekonomi 2008 yang juga dikenal dengan *suprime mortgage crisis* berawal dari krisis di Amerika Serikat yang menjalar di pasar global termasuk Asia Pasifik. Setelah krisis ekonomi 2008, nilai tukar di ketiga negara tersebut mulai stabil di tahun 2010 hingga pertengahan tahun 2013. Kemudian, nilai tukar terus mendapatkan tekanan depresiasi hingga di tahun 2018 mata uang ketiga negara IT mendapatkan tekanan depresiasi yang cukup besar dan signifikan dibandingkan tahun-tahun sebelumnya.

Ketidakpastian global yang tinggi pada tahun 2018 memengaruhi dinamika nilai tukar mata uang Indonesia dan beberapa negara berkembang lainnya (Bank Indonesia, 2018). Ketidakpastian ini menyebabkan aliran masuk modal asing ke negara berkembang berkurang. Di Indonesia, tekanan nilai tukar Rupiah juga dipengaruhi oleh kinerja ekspor neto yang menurun akibat kenaikan impor nonmigas. Respon kebijakan yang ditempuh oleh Indonesia salah satunya melalui *interest rate differential* sehingga aliran modal masuk pada triwulan IV tahun 2018 kembali meningkat. Inflasi Indonesia juga tetap terjaga melalui strategi *Inflation Targeting*. Strategi yang dilakukan Indonesia untuk menjaga stabilitas nilai tukar adalah dengan melakukan intervensi dan menjaga likuiditas di pasar valuta asing.

Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) merespon tekanan pada pasar valuta asing pada tahun 2018 dengan cara melepaskan Dolar dan menaikkan tingkat suku bunga untuk mengatasi defisit neraca transaksi berjalan dan inflasi yang terus meningkat bahkan di atas target yang telah ditetapkan. BSP melakukan lima kali kenaikan suku bunga sepanjang tahun 2018 untuk membatasi volatilitas Peso.

Pada saat gejolak ekonomi global tahun 2018, Thailand tetap mampu menjaga stabilitas harga ditengah melemahnya nilai tukar Bath terhadap Dolar Amerika Serikat. Meskipun demikian, perekonomian Thailand tetap mengalami dampak negatif dari gejolak ekonomi global tersebut. Salah satu dampak ekonomi global pada tahun 2018 terhadap perekonomian Thailand adalah melemahnya neraca transaksi berjalan yang sebagian besar disebabkan oleh pertumbuhan ekspor barang yang turun dari 9,8 persen pada tahun 2017 menjadi 7,2 persen pada tahun 2018 (World Bank, 2019).

Tekanan yang besar terhadap nilai tukar tidak hanya menimbulkan permasalahan pada sektor moneter akan tetapi juga berdampak pada sektor riil. Nilai tukar yang sering mendapatkan tekanan pasar menyebabkan ketidakpastian bagi para investor untuk berinvestasi di dalam negeri. Selain itu nilai tukar juga memiliki peranan penting dalam perencanaan pembangunan sebagai salah satu asumsi dasar ekonomi makro dalam penyusunan perencanaan anggaran suatu negara. Oleh sebab itu, otoritas moneter harus menjaga kestabilan nilai tukar dan menentukan tingkat intervensi serta kebijakan moneter yang tepat sehingga perekonomian tetap stabil.

Indikator yang dapat digunakan untuk melihat seberapa besar tekanan terhadap pasar valuta asing adalah *Exchange Market Pressure* (EMP). Melalui indikator ini, dapat dilihat seberapa besar tekanan terhadap nilai tukar suatu negara dan seberapa besar intervensi yang dapat dilakukan oleh otoritas moneter untuk menyerap tekanan nilai tukar tersebut. EMP dikembangkan oleh Girton dan Roper pada tahun 1977 dengan menggunakan kombinasi perubahan nilai tukar dan perubahan cadangan devisa. Indikator ini telah banyak dilakukan oleh berbagai peneliti baik dengan menggunakan model dasar Girton Roper maupun model pengembangan.

Akram dan Byrne (2015) meneliti hubungan antara kontrol modal (*capital control*) dan EMP di 40 negara (maju dan berkembang) dengan memasukkan variabel *dummy* penerapan IT. Penelitian ini menunjukkan bahwa penerapan IT signifikan memengaruhi penurunan EMP hanya di negara berkembang. Kemudian Soe (2017) meneliti EMP di 101 negara berkembang yang terdiri atas 16 negara yang menggunakan IT dan 85 negara tidak menggunakan IT. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penerapan IT membantu menstabilkan tekanan nilai tukar valuta asing dan mengurangi volatilitas cadangan devisa. Dengan demikian, IT meningkatkan kredibilitas kebijakan moneter dan otoritas moneter tidak harus melakukan intervensi yang besar terhadap pasar valuta asing dibawah rezim tersebut.

Studi empiris menunjukkan bahwa negara yang menerapkan IT mampu mengurangi tekanan pasar valuta asing akan tetapi fenomena yang ada menunjukkan negara IT di ASEAN masih mengalami tekanan di pasar valuta asing yang cukup besar dan berdampak negatif terhadap perekonomian domestik. Ozcelebi (2019) menjelaskan bahwa penurunan tekanan pasar valuta asing (mengurangi EMP) sejalan dengan tujuan bank sentral untuk mencapai stabilitas perekonomian yaitu untuk menghindari potensi krisis ekonomi dan menstabilkan tingkat inflasi domestik. Interaksi EMP dan variabel makroekonomi sangat diperlukan untuk merumuskan kebijakan yang optimal.

Panday (2015) menjelaskan bahwa banyak negara terutama yang tidak menggunakan sistem nilai tukar mengambang mengalami tekanan terhadap mata uang domestik. Beberapa negara mampu menghadapi tekanan mata uang dengan menetapkan kebijakan moneter yang tepat sehingga dapat dilakukan usaha korektif untuk mencegah dan mengurangi tekanan terhadap mata uang domestik serta mencegah terjadinya krisis ekonomi. Model EMP berdasarkan model moneter dapat digunakan untuk melihat dampak suatu kebijakan terhadap tekanan pada mata uang domestik.

Tanner (2001) meneliti EMP di negara Asia dan Amerika Latin yaitu Brazil, Chili, Meksiko, Indonesia, Korea dan Thailand dengan menggunakan *Vector Autoregression* (VAR). Tujuan penelitian ini adalah ingin melihat pengaruh kebijakan moneter terhadap EMP di Negara Brazil dan Negara Asia dengan menggunakan model EMP persentase perubahan nilai tukar dan persentase perubahan cadangan devisa. Pada penelitian secara individu, terlihat bahwa kejutan (*shock*) pada kredit domestik sangat penting dalam menjelaskan EMP. Kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap EMP. Dilihat dari IRF, kredit domestik memberikan pengaruh negatif terhadap EMP. *Shock* pada suku bunga juga berpengaruh terhadap EMP tetapi pengaruhnya lebih kecil dibandingkan dengan kredit domestik. Analisis *Pooled* menunjukkan respon yang sama dimana *shock* domestik kredit berpengaruh positif terhadap EMP. *Shock* suku bunga memberikan hasil yang berbeda dimana variabel tersebut tidak signifikan mempengaruhi EMP.

Hegerty (2014) meneliti pengaruh harga komoditas, variabel makroekonomi dan faktor eksternal terhadap EMP. Penelitian dilakukan di empat negara Amerika Latin (Chili, Peru, Meksiko dan Brazil) periode 1992:M2-2010:M11 dengan metode VAR. Model EMP yang digunakan adalah kombinasi dari persentase perubahan nilai tukar, perubahan selisih suku bunga dan persentase perubahan cadangan devisa. Penelitian menunjukkan inflasi adalah determinan terpenting yang memengaruhi EMP. Pertumbuhan kredit domestik hanya signifikan di Brazil, *trade balance* hanya signifikan di Chili dan PDB riil domestik hanya signifikan di Peru. Kenaikan harga kelompok komoditi (kopi, minyak bumi dan tembaga) memberikan tekanan pasar valuta asing di Chili dan Peru. Penelitian ini menyimpulkan bahwa negara yang memiliki mata uang komoditi sangat rentan terhadap guncangan ekonomi global.

Panday (2015) menganalisis pengaruh kebijakan moneter terhadap EMP di Negara Nepal periode 1975-2009. Penelitian ini menggunakan nilai tukar mata uang Nepal terhadap mata uang India (NPR terhadap INR). Metode penelitian yang digunakan adalah metode OLS dan *Impulse Indicator Saturation* (IIS). Model EMP yang digunakan adalah kombinasi perubahan nilai tukar dan cadangan devisa dan kombinasi perubahan nilai tukar, perubahan selisih suku bunga dan perubahan cadangan devisa. Hasil penelitian yang dibahas dalam jurnal adalah model EMP dua kombinasi dan diperoleh hasil bahwa kebijakan moneter ekspansif (yang ditunjukkan oleh variabel kredit domestik) dan pengganda uang (*money multiplier*) signifikan dan bertanda positif. Pertumbuhan PDB Nepal berpengaruh negatif terhadap EMP sedangkan inflasi India tidak signifikan berpengaruh terhadap EMP.

Hasil penelitian Akram and Byrne (2015) menunjukkan bahwa secara umum keterbukaan neraca modal memiliki hubungan yang lemah dengan EMP. Variabel-variabel yang signifikan memengaruhi EMP adalah jumlah uang beredar (M2), nilai tukar riil, rezim nilai tukar yang digunakan, rasio impor terhadap cadangan devisa (WDI) dan PDB riil domestik. Melalui metode 2SLS diperoleh bahwa keterbukaan neraca modal memengaruhi EMP di negara maju. Variabel neraca transaksi berjalan signifikan pada model Girton dan Roper (1977) untuk negara maju dan negara berkembang.

Dou (2017) meneliti EMP di negara Cina dengan menggunakan model moneter Girton-Roper. Penelitian ini menunjukkan kredit domestik, inflasi Amerika Serikat dan PDB Cina signifikan di dalam model dan memiliki tanda sesuai dengan teori. Variabel sensitivitas juga signifikan yang menunjukkan bahwa tekanan pasar di Cina diserap melalui cadangan devisa dan nilai tukar secara bersamaan.

Ozcebe (2019) menganalisis pengaruh asimetris faktor ekonomi internal (domestik) dan eksternal (luar negeri) terhadap EMP di Republik Ceko, Islandia, Polandia dan Rusia dengan menggunakan *Structural Vector Autoregression* (SVAR). Model EMP yang digunakan adalah kombinasi dari perubahan nilai tukar dan perubahan cadangan devisa. Penelitian menunjukkan perbaikan neraca transaksi berjalan akan menurunkan EMP terjadi pada Republik Ceko dan Polandia sedangkan menurunnya neraca transaksi berjalan meningkatkan EMP di Islandia dan Polandia akibat serangan spekulatif yang sangat besar yang berimbas pada tingginya rasio hutang terhadap PDB. Inflasi secara signifikan berpengaruh asimetris terhadap EMP, hal ini ditunjukkan oleh peningkatan inflasi sangat berpengaruh besar pada peningkatan EMP akan tetapi penurunan inflasi tidak memengaruhi penurunan EMP di Islandia dan Rusia. Peningkatan suku bunga relatif berpengaruh pada peningkatan nilai EMP. Pada jangka panjang peningkatan suku bunga akan meningkatkan *capital outflow* sehingga terjadi depresiasi dan EMP meningkat. Penurunan suku bunga relatif tidak signifikan memengaruhi EMP yang menunjukkan adanya pengaruh asimetris. Suku bunga TED tidak berpengaruh besar terhadap EMP akan tetapi memberikan pengaruh yang asimetris di keempat negara tersebut.

Berdasarkan pendahuluan diatas maka penelitian ini bertujuan untuk menganalisis EMP dan faktor-faktor yang memengaruhinya setelah penerapan IT di Thailand, Filipina dan Indonesia. Hipotesis dalam penelitian ini adalah diduga bahwa kredit domestik berpengaruh positif, PDB riil domestik berpengaruh negatif, inflasi Amerika Serikat berpengaruh negatif dan neraca transaksi berjalan domestik berpengaruh negatif terhadap EMP. Melalui interkasi EMP dan variabel-variabel makroekonomi tersebut diharapkan otoritas moneter dan pemerintah dapat mengambil kebijakan yang tepat sasaran dalam menjaga stabilitas mata uang domestik dalam hal ini negara IT di ASEAN.

METODE

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berasal dari *International Monetary Fund* (IMF), Bank Indonesia, Badan Pusat Statistik, Banko Sentral ng Philipinas dan Bank of Thailand. Data yang digunakan berupa data triwulanan dengan periode data 2010:Q1-2018:Q4.

Dengan merujuk penelitian Panday (2015), model EMP yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$EMP_{it} = DKURS_{it} + DSELISIH_BUNGA_{it} - DDEVISA_{it} \quad (1)$$

Keterangan:

$DKURS_{it}$: Persentase pertumbuhan nilai tukar nominal negara i periode ke-t

$RSELISIH_BUNGA_{it}$: Perubahan selisih suku bunga negara i terhadap suku bunga AS periode ke-t

$DDEVISA_{it}$: Persentase pertumbuhan cadangan devisa atas basis moneter (M0) negara i periode ke-t

Panday (2015) menggunakan model EMP tiga kombinasi yaitu persentase perubahan nilai tukar, persentase perubahan cadangan devisa atas basis moneter, dan perubahan suku bunga relatif. Nilai EMP yang bertanda positif menunjukkan bahwa mata uang domestik mengalami depresiasi, dan atau penyusutan cadangan devisa, dan atau kenaikan perubahan suku bunga relatif. Sebaliknya, jika nilai EMP bertanda negatif menunjukkan bahwa terjadi tekanan apresiasi pada mata uang domestik, dan atau peningkatan cadangan devisa dan atau penurunan perubahan suku bunga relatif. Hegerty (2018) juga menambahkan bahwa EMP yang bertanda positif menunjukkan tekanan depresiasi pada pasar valuta asing dan EMP yang bertanda negatif menunjukkan tekanan apresiasi pada pasar valuta asing.

Model persamaan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$EMP_{it} = \alpha_i + \beta_1 DKREDIT_{it} + \beta_2 DPDB_{it} + \beta_3 INFLASI_AS_t + \beta_4 RNERACA_BERJALAN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Keterangan:

EMP_{it} : EMP negara i periode ke-t

$DKREDIT_{it}$: Persentase pertumbuhan kredit domestik atas basis moneter (M0) negara i periode ke-t

$DPDB_{it}$: Persentase pertumbuhan PDB riil negara i periode ke-t

$INFLASI_AS_t$: Perubahan Inflasi Produsen Amerika Serikat periode ke-t

$RNERACA_BERJALAN_{it}$: Perubahan rasio neraca transaksi berjalan terhadap PDB negara i periode ke-t

α_i : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi

ε_{it} : *Error term* yang mengikuti asumsi klasik

Jika koefisien variabel DKREDIT signifikan dan positif maka berarti bahwa peningkatan kredit domestik akan meningkatkan EMP (mata uang domestik mengalami depresiasi, dan atau penyusutan cadangan devisa, dan atau kenaikan perubahan suku bunga relatif). Kemudian jika koefisien variabel DPDB, INFLASI_AS dan RNERACA_BERJALAN signifikan dan negatif maka berarti bahwa peningkatan PDB riil domestik, inflasi Amerika Serikat dan rasio neraca berjalan terhadap PDB domestik akan menurunkan EMP (mata uang domestik mengalami apresiasi, dan atau peningkatan cadangan devisa, dan atau penurunan perubahan suku bunga relatif)

Metode analisis yang digunakan adalah analisis deskriptif dan analisis data panel. Analisis deskriptif digunakan untuk melihat perkembangan variabel yang digunakan di dalam model penelitian dan analisis regresi data panel digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen yang digunakan didalam model terhadap variabel dependen yang dalam hal ini adalah EMP. Analisis data panel adalah analisis data yang menggabungkan data *cross section* dan data *time series* (deret waktu). Oleh karena jumlah data *time series* dalam penelitian ini jumlah periodenya sama, maka jenis data panel yang digunakan adalah data panel *balanced*. Pemilihan model dilakukan melalui tiga tahapan, yaitu: 1) Uji chow untuk menentukan model terbaik diantara model *Common Effect* atau model *Fixed Effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. 2) Uji Hausman untuk menentukan model terbaik diantara model *Fixed Effect* atau model *Random Effect* yang

paling tepat dalam mengestimasi data panel. 3) Uji Lagrange Multiplier (LM) untuk menentukan model terbaik diantara model *Random Effect* atau model *Common Effect* yang paling tepat dalam mengestimasi data panel.

Model penelitian yang terbentuk akan harus memenuhi asumsi-asumsi sebagai berikut: 1) Homoskedastisitas adalah salah satu asumsi yang penting dalam model regresi linier dimana nilai varians residual model regresi yang digunakan harus memiliki nilai konstan yang sama untuk setiap variabel independennya (Gujarati and Porter, 2009). Jika asumsi ini terlanggar maka membawa berdampak pada hasil estimasi model penelitian 2) Multikolinearitas adalah adanya hubungan linier antarvariabel independen yang digunakan di dalam model baik hubungan yang sempurna (*perfect*) maupun kurang sempurna (*less than perfect*). Multikolinearitas dapat dideteksi dengan melihat nilai R^2 yang tinggi (lebih besar dari 0,8) tetapi variabel independen yang digunakan banyak yang tidak signifikan, koefisien korelasi antarvariabel (lebih besar dari 0,8) yang tinggi dan signifikansi dari regresi *auxiliary* (Gujarati and Porter, 2009). 3) Autokorelasi terjadi akibat adanya hubungan antara observasi yang diurutkan menurut waktu (*data time series*) atau yang diurutkan menurut data *cross section*. Di dalam suatu regresi maka asumsi autokorelasi akan terpenuhi jika tidak terdapat hubungan residual antarobservasi. Menurut Winarno (2015), jika asumsi nonautokorelasi tidak terpenuhi maka estimator yang dihasilkan juga tidak bersifat *Best* karena tidak memiliki varians yang minimum. (Gujarati and Porter, 2009)

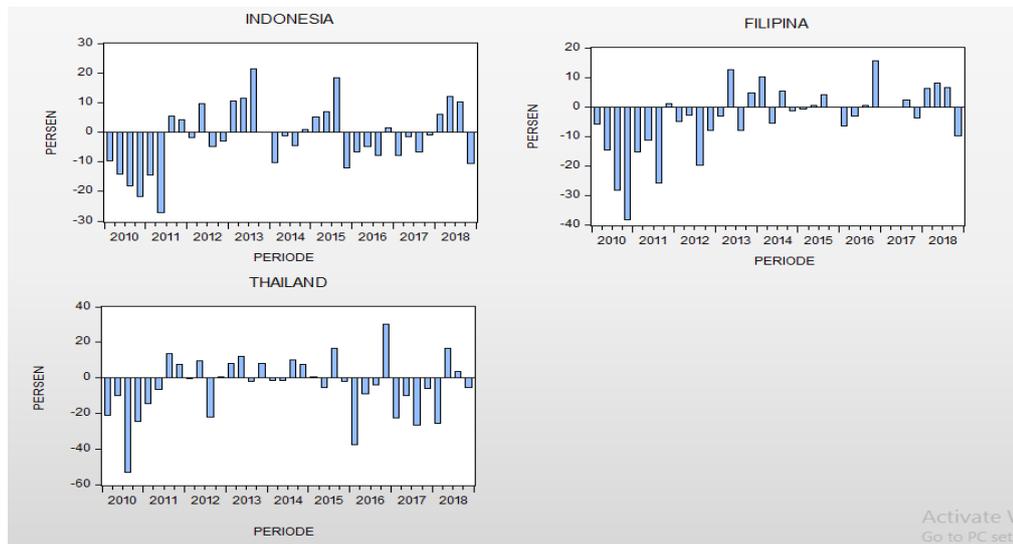
HASIL DAN PEMBAHASAN

Exchange Market Pressure (EMP) adalah indikator yang digunakan untuk melihat tekanan di pasar valuta asing. Tekanan pada mata uang domestik selama ini belum menggambarkan tekanan yang sesungguhnya di pasar valuta asing karena depresiasi/apresiasi pada mata uang domestik, bisa disebabkan oleh adanya intervensi oleh otoritas moneter melalui cadangan devisa dan atau pengaturan tingkat suku bunga. Menurut Falianty dan Andhony (2012), EMP dapat menjelaskan tekanan yang sedang terjadi di pasar valuta asing. EMP menunjukkan bahwa nilai tukar nominal yang sedang mengalami apresiasi/depresiasi tidak menggambarkan kondisi tekanan yang sebenarnya.

Gambar 1. menggambarkan tekanan di pasar valuta asing yang ditunjukkan nilai EMP. Terlihat bahwa nilai EMP di ketiga negara IT kawasan ASEAN selama 2010-2018 cukup berfluktuatif. Selama periode tersebut, pada umumnya ketiga negara lebih sering mendapatkan tekanan apresiasi daripada tekanan depresiasi. Kondisi yang harus sangat diperhatikan adalah tekanan depresiasi yang sangat besar karena mengindikasikan tekanan depresiasi terhadap mata uang domestik, dan atau terkurasnya cadangan devisa dan atau meningkatnya respon otoritas moneter dengan menaikkan suku bunga pasar valas.

Indonesia mengalami tekanan depresiasi paling tajam yaitu pada triwulan 3 tahun 2013 dimana nilai EMP Indonesia mencapai 21,41 persen. Pada periode tersebut Indonesia mengalami depresiasi nilai tukar sebesar 16,96 persen dimana cadangan devisa berkurang sebesar 3,57 persen dan perubahan selisih suku bunga relatif sebesar 0,86

persen. Menurut Bank Indonesia (2013), pelemahan Rupiah sejak pertengahan Mei 2013 sampai akhir September 2013 akibat meningkatnya aliran keluar modal asing di pasar keuangan akibat rencana pengurangan stimulus moneter di AS dengan munculnya ekspektasi kenaikan suku bunga AS *Federal Funds Rate* (FFR) dan persepsi negatif investor terhadap fundamental ekonomi Indonesia. Negara yang memiliki pengaturan aliran modal (*capital flow management*) yang mampu menahan tekanan terhadap nilai tukarnya seperti Thailand, Malaysia dan India.



Sumber: IMF dan BI (data diolah)

Gambar 1. Perkembangan *Exchange Market Pressure* (EMP) di Thailand, Filipina dan Indonesia Periode 2010-2018

Tekanan depresiasi tertinggi Filipina dan Thailand terjadi pada triwulan 4 tahun 2016 yaitu sebesar 15,63 persen dan 20,31 persen. Filipina mengalami depresiasi Peso sebesar 3,21 persen, penyusutan cadangan devisa 8,48 persen dan penurunan selisih suku bunga 0,06 persen. Hal yang sama juga terjadi pada Thailand dimana Bath mengalami depresiasi sebesar 3,25 persen, penyusutan cadangan devisa 10,81 persen dan penurunan selisih suku bunga 0,05 persen. Menurut Bank Indonesia (2017) tekanan yang besar terhadap mata uang negara berkembang di tahun 2016 salah satunya disebabkan sentimen positif investor untuk merubah aset nya ke dalam bentuk aset berdenominasi Dolar AS dan kenaikan FFR. Berbeda dengan kedua negara tersebut, Indonesia cenderung lebih mampu menjaga stabilitas nilai tukar dan ketidakpastian perekonomian global melalui penguatan neraca transaksi berjalan.

Pada tahun 2018 nilai EMP Indonesia juga relatif tinggi EMP Indonesia pada triwulan 2 mencapai 12,17 persen dan triwulan 3 sebesar 10,34 persen. Kemudian pada triwulan 4 tekanan telah berkurang dimana EMP Indonesia sebesar -10,64 persen (tekanan apresiasi). Hal yang sama juga terjadi di Filipina dimana tekanan depresiasi terjadi pada triwulan 2 sebesar 7,88 persen dan triwulan 3 sebesar 6,53 persen. Kemudian pada triwulan 4 tekanan juga berkurang dimana EMP Filipina sebesar -9,91 persen (tekanan apresiasi). Tekanan pasar valas di Thailand sedikit berbeda dengan kedua negara IT lainnya. Pada

triwulan 1 tahun 2018, Thailand mengalami tekanan apresiasi yaitu dengan nilai EMP sebesar -17,05 persen, kemudian naik pada triwulan 2 sebesar 12,52 persen. Pada triwulan 3, EMP Thailand relatif lebih kecil yaitu sebesar 1,03 persen dan pada triwulan keempat kembali mengalami tekanan apresiasi dengan EMP sebesar -3,30 persen. Menurut Bank Indonesia (2018), tekanan pada pasar valuta asing pada tahun 2018 secara global disebabkan oleh peningkatan suku bunga FFR.

Tabel 1. Hasil Estimasi Regresi Data Panel (*Common Effect Model*)

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-stat	Prob
DKREDIT	-1,307225	0,4005961	-3,26***	0,001
DPDB	0,251699	0,197777	0,13	0,899
RNERACA_BERJALAN	-0,9737976	0,2484534	-3,92***	0,000
INFLASI_AS	-3,829224	1,69548	-2,26**	0,026
Konstanta	0,1145404	1,515027	0,08	0,940
R ² -adjusted	0,2042			
F-Stat	7,86 dengan (Prob > F) = 0,000***			

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 1\%$ ** signifikan pada $\alpha = 5\%$ * signifikan pada $\alpha = 10\%$

Tabel 1. menunjukkan hasil uji secara simultan (F-stat) sebesar 7,86 dengan (Prob>F) sebesar 0,000. Hal ini berarti H_0 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95 persen variabel DKREDIT, DPDB, RNERACA_BERJALAN dan INFLASI_AS secara bersama-sama atau simultan berpengaruh secara signifikan terhadap EMP. Perhitungan nilai R²-adjusted sebesar 0,2042 menunjukkan bahwa variabel DKREDIT, DPDB, RNERACA_BERJALAN dan INFLASI_AS mampu menjelaskan perubahan atau variasi dari EMP sebesar 20,42 persen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor- faktor lain di luar model tersebut.

Berdasarkan Tabel 1. maka model persamaan regresi data panel yang terbentuk adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \hat{EMP}_{it} = & 0,1145 - 1,3072KREDIT_{it} + 0,2517PDB_{it} - 0,9738NERACA_BERJALAN_{it} \\ & (1,51503) \quad (0,40060) \quad (0,19777) \quad (0,24845) \\ & - 3,8292INFLASI_AS_{it} \\ & (1,69548) \end{aligned} \tag{3}$$

n = 108

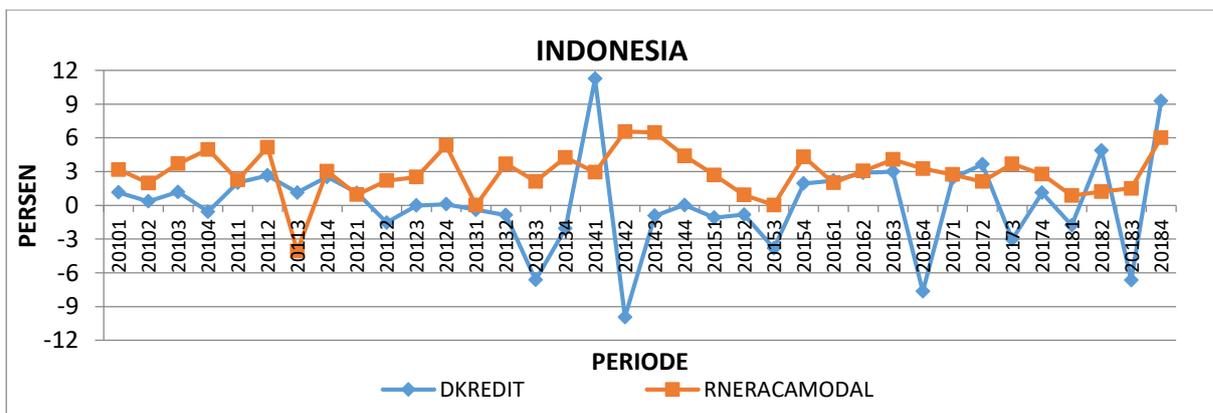
R² = 0,2042

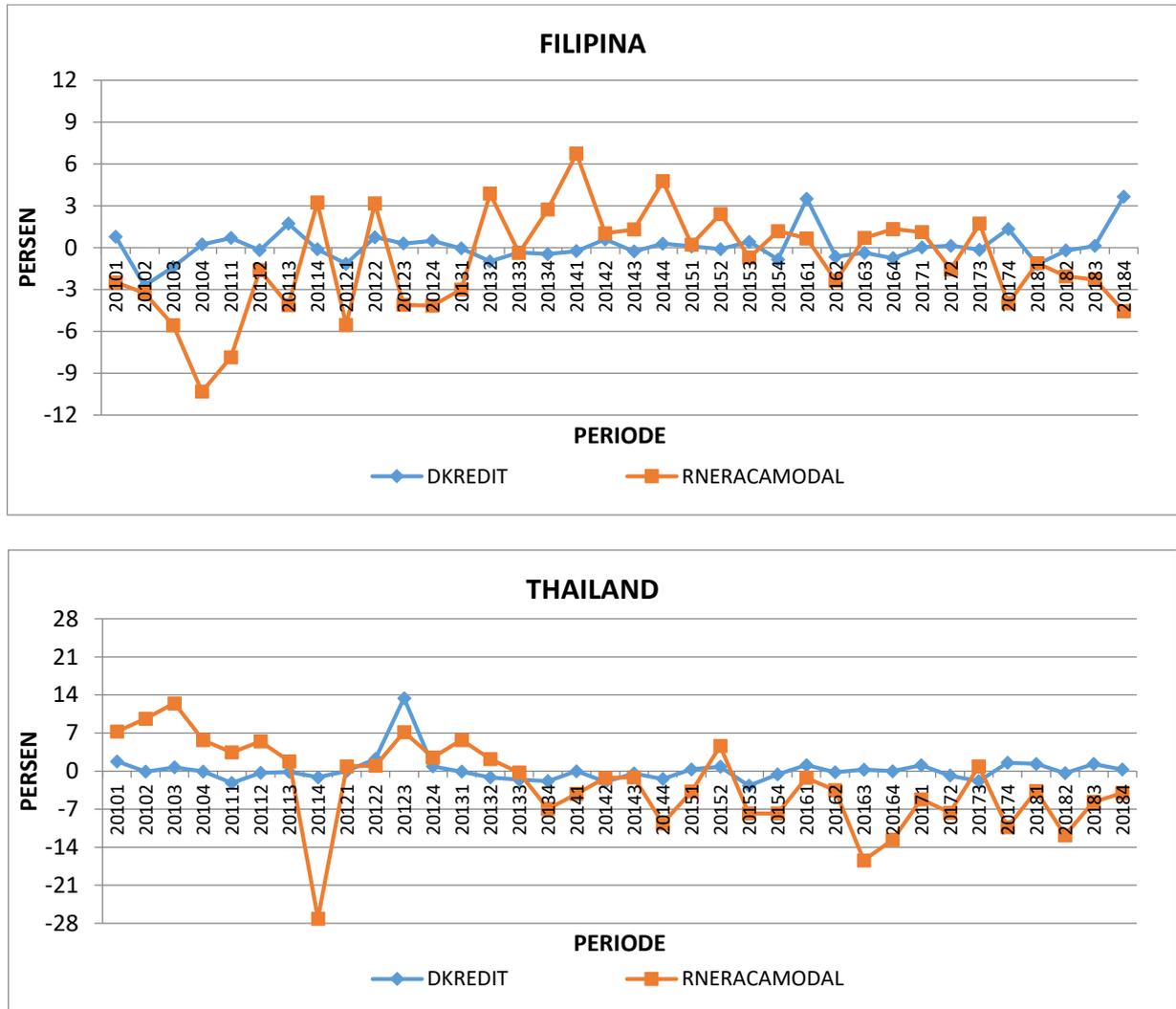
Hasil penelitian menunjukkan bahwa persentase perubahan kredit domestik (DKREDIT) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap EMP negara IT di ASEAN selama tahun 2010-2018. Hal ini terlihat dari | t stat | > 1,98 sehingga hipotesis H_0 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95 persen, persentase perubahan kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap EMP. Nilai koefisien sebesar -1,3072 menunjukkan setiap kenaikan perubahan kredit domestik sebesar 1 persen maka akan menurunkan EMP sebesar 1,3072 persen, *ceteris paribus*. Dengan kata lain, jika terjadi kenaikan perubahan kredit domestik sebesar 1 persen maka mata uang domestik

akan terapresiasi dan atau suku bunga akan mengalami penurunan dan atau cadangan devisa akan meningkat sebesar 1,3072 persen.

Peningkatan pada kredit domestik menurunkan tekanan terhadap pasar valuta asing atau yang berarti jika kredit domestik meningkat maka akan terjadi apresiasi nilai tukar dan atau penurunan cadangan devisa dan atau penyusutan cadangan devisa. Hal ini tidak sesuai dengan teori dan hipotesis penelitian. Penelitian Tanner (2000) menemukan bahwa, koefisien kredit domestik bergerak tidak searah dengan teori. Semakin besar kredit domestik yang disalurkan oleh otoritas moneter maka akan semakin besar pula jumlah mata uang domestik yang beredar. Hal ini tentu saja akan berdampak negatif terhadap stabilitas mata uang domestik terutama jika jumlah domestik kredit yang disalurkan tidak dikendalikan oleh otoritas moneter. Menurut Boediono (2008), jumlah uang yang beredar (JUB) dapat dipengaruhi oleh aktivitas pemerintah dan bank-bank umum. Pengaruh sektor pemerintah terhadap jumlah uang yang beredar melalui pelaksanaan anggaran belanja. Mengingat pemerintah tidak bisa menjual surat utangnya kepada masyarakat, maka pemerintah meminjam dana kepada bank sentral yang secara akuntansi muncul sebagai deposito pemerintah pada sisi pasiva dan sebagai tagihan pada pemerintah di sisi aktiva. Selain itu kredit bank sentral kepada masyarakat yang disalurkan melalui bank-bank umum (kredit likuiditas) juga dapat memengaruhi JUB.

Peningkatan jumlah kredit domestik ternyata secara statistik menunjukkan hasil yang tidak sejalan dengan teori yang ada. Fenomena yang terjadi ini dapat dijelaskan oleh Furman and Stiglitz (1998). Menurut Furman and Stiglitz (1998), liberalisasi neraca modal dan keuangan di Asia Timur (Malaysia, Filipina, Indonesia, Korea dan Thailand) menyebabkan negara domestik semakin sulit untuk mengatasi tekanan eksternal. Meningkatnya arus modal neto (*net capital flows*) ternyata berpengaruh positif terhadap perekonomian Peningkatan arus modal yang seiring dengan peningkatan kredit domestik yang disalurkan oleh otoritas moneter untuk menambah likuiditas, menyebabkan mata uang domestik mengalami apresiasi. Jika suatu negara menggunakan sistem nilai tukar yang fleksibel, meningkatnya arus modal maka akan meningkatkan tingkat permintaan mata uang domestik dan mata uang domestik akan menguat.





Sumber: BSP, BOT dan BI

Gambar 2. Perkembangan Kredit Domestik dan Neraca Modal Finansial Thailand, Filipina dan Indonesia Periode 2010-2018

Gambar 2. menunjukkan perkembangan kredit domestik (DKREDIT) serta rasio neraca modal dan finansial terhadap PDB (RNERACA_MODAL). Secara umum, kenaikan kredit domestik juga diikuti oleh kenaikan rasio neraca modal dan finansial terhadap PDB. Berdasarkan teori EMP Girton and Roper (1977), jika kredit domestik meningkat maka akan menyebabkan nilai EMP meningkat atau terjadi tekanan depresiasi di pasar valuta asing. Sedangkan berdasarkan model penelitian, jika kredit domestik meningkat maka akan menyebabkan nilai EMP menurun atau terjadi tekanan apresiasi di pasar valuta asing. Gambar 4.5 mengindikasikan bahwa peningkatan/penurunan kredit domestik sejalan dengan peningkatan/penurunan rasio neraca modal dan finansial terhadap PDB (indikator yang menggambarkan *net capital flows*) yang relatif lebih besar sehingga pasar valuta asing akan mengalami tekanan apresiasi/depresiasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa persentase perubahan PDB riil domestik (DPDB) tidak berpengaruh signifikan terhadap EMP negara IT di ASEAN selama tahun 2010–2018. Hal ini terlihat dari $|t\ stat| < 1,98$ H_0 tidak ditolak dan dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95 persen, persentase perubahan PDRB riil domestik

tidak berpengaruh signifikan terhadap EMP. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan pada PDB riil tidak akan memengaruhi ekspektasi pasar untuk menjual atau membeli valuta asing. Variabel PDB riil yang tidak signifikan memengaruhi EMP menunjukkan hasil penelitian ini tidak mendukung teori dan hipotesis penelitian. Hal ini sejalan dengan penelitian Hegerty (2014) dan Akram and Byrne (2015) dimana penelitian ini menemukan bahwa PDB riil tidak signifikan memengaruhi EMP di negara berkembang.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio transaksi neraca berjalan terhadap PDB (RNERACA_BERJALAN) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap EMP negara IT di ASEAN selama tahun 2010–2018. Hal ini terlihat dari $|t\text{ stat}| > 1,98$ sehingga hipotesis H_0 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95 persen, rasio neraca transaksi berjalan terhadap PDB berpengaruh signifikan terhadap EMP. Nilai koefisien sebesar -0,9738 menunjukkan setiap kenaikan rasio neraca transaksi berjalan terhadap PDB sebesar 1 persen maka akan menurunkan EMP sebesar 0,9738 persen, *ceteris paribus*. Dengan kata lain, jika rasio neraca transaksi berjalan terhadap PDB naik 1 persen maka mata uang domestik akan terapresiasi dan atau suku bunga akan mengalami penurunan dan atau cadangan devisa akan meningkat sebesar 0,9738 persen.

Neraca transaksi berjalan merupakan salah satu indikator ekonomi makro yang sangat penting bagi perekonomian. Indikator ini menggambarkan kekuatan ekonomi suatu negara dari sisi perdagangan barang dan jasa, pendapatan atas faktor produksi yang dimiliki dan transfer uang berupa remitansi tenaga kerja dan hibah (Bank Indonesia, 2018). Oleh sebab itu, semakin besar rasio neraca transaksi berjalan terhadap PDB domestik maka menunjukkan perkembangan perekonomian domestik baik perkembangan perdagangan internasional, peningkatan pendapatan dari investasi maupun peningkatan pendapatan tenaga kerja dari luar negeri.

Pengaruh variabel neraca transaksi berjalan terhadap PDB yang signifikan dan negatif berarti bahwa variabel tersebut dapat menurunkan tekanan di pasar valuta asing negara IT di ASEAN. Hal ini sesuai dengan teori dan hipotesis penelitian yang ada serta sejalan dengan penelitian Ozcelebi (2019) dan Akram and Byrne (2015). Menurut Ozcelebi (2019), neraca transaksi berjalan memiliki perananan penting dalam menjelaskan EMP. Perbaikan dalam transaksi neraca berjalan akan menjelaskan fluktuasi EMP, terutama peningkatan ekspor dan tingkat keterbukaan perdagangan yang berpengaruh positif terhadap stabilitas pasar valuta asing.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi Amerika Serikat (INFLASI_AS) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap EMP negara IT di ASEAN selama tahun 2010-2018. Hal ini terlihat dari $|t\text{ stat}| > 1,98$ sehingga hipotesis H_0 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95 persen, inflasi Amerika Serikat berpengaruh signifikan terhadap EMP. Nilai koefisien sebesar -3,8292 menunjukkan setiap kenaikan inflasi Amerika Serikat sebesar 1 persen maka akan menurunkan EMP sebesar 3,8292 persen, *ceteris paribus*. Dengan kata lain, jika inflasi Amerika Serikat naik 1 persen maka mata uang domestik akan terapresiasi dan atau suku bunga akan mengalami penurunan dan atau cadangan devisa akan meningkat sebesar 3,8292 persen.

Pengaruh variabel inflasi AS yang signifikan dan bertanda negatif terhadap EMP negara IT di Kawasan ASEAN berarti bahwa peningkatan harga (inflasi) Amerika Serikat dapat menurunkan tekanan terhadap pasar valuta asing. Hal ini sesuai dengan teori dan hipotesis penelitian serta sejalan dengan penelitian Dou (2017) dimana jika terjadi kenaikan harga AS maka tekanan terhadap pasar valuta asing akan menurun. Semakin terbukanya perekonomian maka akan meningkatkan ketergantungan suatu negara terhadap negara lain. Salah satu bentuk ketergantungan perekonomian adalah melalui kegiatan perdagangan ekspor dan impor. Permintaan terhadap komoditi ekspor dan impor tentu saja akan sangat dipengaruhi oleh tingkat harga. Jika tingkat harga luar negeri meningkat, maka negara domestik cenderung untuk melakukan ekspor daripada impor. Peningkatan nilai ekspor mengindikasikan permintaan mata uang domestik meningkat dan mata uang domestik akan terapresiasi relatif terhadap mata uang luar negeri.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Selama periode 2011-2018, pada umumnya EMP negara IT di kawasan ASEAN lebih sering bertanda negatif yang menunjukkan bahwa negara IT di kawasan ASEAN lebih sering mendapatkan tekanan apresiasi daripada tekanan depresiasi.
2. Faktor-faktor yang signifikan memengaruhi EMP adalah variabel kredit domestik, transaksi neraca berjalan dan inflasi Amerika Serikat. Variabel transaksi neraca berjalan dan inflasi Amerika Serikat mendukung teori yang ada sedangkan variabel kredit domestik tidak sesuai dengan teori yang mengindikasikan bahwa peningkatan kredit domestik juga diikuti oleh peningkatan *net capital flows* terutama di Negara Indonesia dan Thailand. Kemudian variabel PDB riil tidak signifikan memengaruhi EMP yang menunjukkan bahwa PDB riil negara IT di kawasan ASEAN tidak memengaruhi tekanan di pasar valuta asing.

Implikasi Kebijakan dari penelitian ini adalah:

1. Negara IT di ASEAN dapat mengurangi tekanan akibat kebijakan moneter ekspansif (melalui penyaluran kredit domestik) dengan peningkatan arus modal neto (*net capital flows*).
2. Melakukan perbaikan neraca transaksi berjalan seperti dengan meningkatkan ekspor dan mengendalikan impor baik barang maupun jasa. Perbaikan neraca berjalan ini diharapkan dapat mengurangi tekanan pasar valuta asing negara IT di ASEAN.
3. Memperkuat hubungan perdagangan bilateral terutama terhadap Amerika Serikat. Penguatan ini diharapkan dapat mengurangi tekanan pasar valuta asing negara IT di ASEAN.

DAFTAR PUSTAKA

Akram, G.M. & Bryne J.P. (2015). Foreign Exchange Market Pressure and Capital Controls. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2015.04.004>.

- Bank Indonesia. (2008). *Neraca Pembayaran Indonesia dan Posisi Investasi Internasional Indonesia: Konsep, Sumber Data dan Metode*. Jakarta.
- Bank Indonesia. (2008). *Laporan perekonomian Indonesia Tahun 2008*. Jakarta.
- Bank Indonesia. (2013). *Laporan perekonomian Indonesia Tahun 2013*. Jakarta.
- Bank Indonesia. (2017). *Perkembangan Ekonomi Keuangan dan Kerja Sama Internasional, Edisi 1 2017*. Jakarta.
- Bank Indonesia. (2018). *Laporan Perekonomian Indonesia 2018*. Jakarta.
- Dou, X. (2017). *Exchange Market Pressure in China: A Re-Examination Based on Girton-Roper Monetary Model*. *Theoretical Economics Letters*, 7, 1306-1317. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.75089>.
- Falianty, T.A. & Andhony, M. (2012). Exchange Market Pressure dan Intervensi Bank Indonesia. *Finance and Banking Journal*, Vol.14, No.1 Juni 2012.
- Furman, J. & Stiglitz J.E. (1998). Economic Crises: Evidence and Insight from East Asia. *Brooking Paper on Economic Activity*, 2:1998.
- Girton, L. & Roper, D. (1977). A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience. *The American Economic Review*, Vol.67 No.4 September 1977, pp. 537-548.
- Gujarati, D.N and Dawn C.Porter. (2009). *Basic Econometrics. 5th edition*. New York: McGraw-Hill/Irwin companies.
- Hegerty, S.W. (2013). Principal Component Measures of Exchange Market Pressure: Comparisons with Variance-Weighted Measures. *Applied Financial Economics*, 23:18, 1483-1495. Doi: <https://dx.doi.org/10.1080/09603107.2013.829198>.
- Hegerty, S.W. (2014). Exchange Market Pressure, Commodity Prices, and Contagion in Latin America. *The Journal of International Trade Economic Development: An International and Comparative Review*, 23:1, 56-77. Doi: <https://dx.doi.org/10.1080/09638199.2012.679292>.
- Hegerty, S.W. (2018). Exchange Market Pressure, Stock Prices, and Commodity Prices East of the Euro. *Journal of Economics and Management*. Doi: <https://dx.doi.org/10.22367/jem.2018.31.04>.
- Ozcebebi, O. (2019). Assessment of Asymmetric Effects on Exchange Market Pressure: Empirical Evidence from Emerging Countries. *North American Journal of Economics and Finance*. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.03.016>.
- Panday, A. (2015). Impact of Monetary Policy on Exchange Market Pressure: The Case of Nepal. *Journal of Asian Economics*. Doi: <https://dx.doi.org/10.1016/j.asieco.2015.02.001>.

Soe, T. (2017). Inflation Targeting and Exchange Market Pressure in Developing Economies: Some International Evidence. *Finance Research Letters*. Doi: <https://dx.doi.org/10.1016/j.frl.2017.09.015>.

Tanner, E. (2001). Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Asia and Latin America in the 1990s. *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol.47 No.3, pp.311-333.

World Bank. (2019). *Thailand Economic Monitor, Harnessing Fintech for Financial Inclusion*, Juli 2019. World Bank Group.

www.bot.or.th

www.bps.go.id

www.bsp.gov.ph

www.imf.org