

# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang

Krisis ekonomi global yang berawal di Thailand pada bulan Juli 1997 telah membawa negara-negara di Asia (Indonesia, Malaysia, Philipina, Korea) ke dalam situasi ‘gawat’. Kemajuan yang sangat mengesankan selama tiga dasawarsa, di mana pendapatan perkapita telah meningkat, kesehatan membaik, kemiskinan telah berkurang, secara amat dramatis hancur dalam sesaat. Namun, bibit malapetaka sebenarnya telah ditanamkan. Awal dasawarsa 90an, negeri- negeri di Asia telah meliberalisasikan pasar keuangan dan pasar modal mereka, bukan karena mereka memerlukan tambahan dana, tetapi karena tekanan internasional, termasuk tekanan dari Departemen Keuangan Amerika Serikat. Perubahan ini telah merangsang masuknya modal berjangka pendek—jenis modal yang mencari keuntungan sebesar-besarnya pada hari, minggu, atau bulan berikutnya (setelah kedatangan mereka), dan bukannya investasi berjangka panjang seperti membangun pabrik-pabrik.

*Washington Consensus* (Kesepakatan Wahington)—sebutan bagi lembaga seperti Bank Dunia, IMF, Departemen Keuangan AS, yang bermarkas di Washington—sangat terkontaminasi berbagai kepentingan. *Washington Consensus* menyatakan bahwa kinerja perekonomian yang baik membutuhkan perdagangan bebas, stabilitas makro serta penerapan kebijakan harga yang tepat. Tak dapat disangkal bahwa butir-butir *Washington Consensus* merupakan syarat bagi berfungsinya mekanisme pasar. Hanya saja, harus diingat bahwa kebijakan- kebijakan yang direkomendasikannya tidaklah lengkap, bahkan kadangkala salah arah. Mekanisme pasar agar berfungsi dengan baik membutuhkan lebih sekadar tingkat inflasi yang rendah, pasar membutuhkan pula regulasi yang tepat di sektor finansial, kebijakan persaingan usaha, serta kebijakan yang memfasilitasi alih teknologi dan mendorong transparansi. Hal-hal fundamental inilah yang diabaikan dan tidak tercakup dalam *Washington Consensus*. Dogma liberalisasi, seperti diajukan oleh *Washington Consensus* seringkali

berubah menjadi tujuan dan bukan lagi berfungsi sebagai alat untuk mewujudkan sistem finansial yang lebih baik.

Untuk dapat lebih memahami paradigma Washington Consensus dapat dilihat pada tabel 1.1 berikut ini :

**Tabel 1.1. Deklarasi Kebijakan Washington Consensus (1989)**

No.	Item	Deskripsi
1	Disiplin Fiskal	Definisi anggaran yang diukur dengan tepat untuk mencakup pemerintah daerah, perusahaan negara, dan bank sentral harus cukup kecil untuk dibiayai tanpa bantuan dari pajak inflasi
2	Penentuan Ulang Prioritas Belanja Publik	Pengeluaran publik harus beralih dari proyek-proyek yang populer secara politis namun tidak beralasan secara ekonomi (birokrasi yang membengkak, subsidi tanpa pandang bulu, gajah putih) dan beralih ke bidang-bidang yang terabaikan dengan keuntungan ekonomi yang tinggi dan berpotensi untuk meningkatkan distribusi pendapatan (kesehatan dan pendidikan dasar, infrastruktur)
3	Reformasi Pajak	Untuk meningkatkan insentif dan pemerataan horizontal, basis pajak harus luas dan tarif pajak marginal yang moderat. Menganakan pajak bunga atas aset yang disimpan di luar negeri (modal pelarian) harus menjadi prioritas dalam jangka menengah.
4	Suku Bunga Riil Positif	Pada akhirnya, suku bunga harus ditentukan oleh pasar. Karena hal ini dapat mengganggu kestabilan dalam lingkungan dengan tingkat kepercayaan yang lemah, kebijakan harus memiliki tujuan yang lebih sederhana untuk transisi, terutama untuk menghapuskan suku bunga preferensial bagi peminjam yang memiliki hak istimewa dan mencapai tingkat suku bunga riil yang cukup positif.
5	Nilai Tukar yang Kompetitif	Negara-negara membutuhkan nilai tukar terpadu (setidaknya untuk transaksi perdagangan) yang ditetapkan pada tingkat yang cukup kompetitif untuk mendorong pertumbuhan yang cepat dalam ekspor non-tradisional, dan dikelola sedemikian rupa sehingga dapat meyakinkan para eksportir bahwa daya saing ini akan dipertahankan di masa depan
6	Liberalisasi Perdagangan	Pembatasan perdagangan kuantitatif harus digantikan oleh tarif, dan ini harus dikurangi secara progresif sampai tarif rendah yang seragam di kisaran 10 persen tercapai.
7	Penanaman Modal Asing	Hambatan-hambatan yang menghalangi investasi asing dan masuknya perusahaan asing harus dihapuskan; perusahaan asing dan domestik harus diizinkan untuk bersaing dengan persyaratan yang sama.
8	Privatisasi	Perusahaan-perusahaan negara harus diprivatisasi.
9	Deregulasi	Pemerintah harus menghapuskan peraturan yang menghambat masuknya perusahaan-perusahaan baru atau membatasi persaingan, dan memastikan bahwa semua peraturan dibenarkan oleh kriteria seperti keselamatan, perlindungan lingkungan, atau pengawasan kehati-hatian terhadap lembaga keuangan.
10	Hak Milik	Sistem hukum harus menyediakan hak milik yang aman tanpa biaya yang berlebihan, dan menyediakannya untuk sektor informal.

Sumber : Stiglitz (2002)

Pada awal abad ke-18, dunia menyaksikan pergeseran besar dalam sejarah manusia dengan munculnya Revolusi Industri. Inggris memimpin perubahan ini dengan mengintroduksi mesin dan inovasi baru yang menciptakan landasan bagi era industrialisasi yang akan datang. Namun, keberhasilan Inggris diikuti oleh cobaan berat selama Perang Dunia I dan II, yang meruntuhkan ekonominya. Setelah perang, dunia mencari landasan baru untuk merestrukturisasi ekonomi global yang hancur. Inilah konteks di mana Konferensi Bretton Woods diadakan pada tahun 1944 di Amerika

Serikat. Konferensi ini menghasilkan kesepakatan untuk menggunakan dolar Amerika sebagai mata uang cadangan utama, dengan 44 negara setuju untuk mengadopsinya.

Tidak jauh sebelum sistem Bretton Woods diterapkan, resesi perekonomian global yang disebut *Great Depression* pada tahun 1929-1930an telah mewarnai persoalan ekonomi global. Resesi ini berdampak pada tingginya persentase perlindungan perdagangan berupa bea masuk dan kuota serta munculnya hambatan lainnya. Amerika Serikat ditandai sebagai pihak yang menerapkan hambatan perdagangan secara massif melalui apa yang disebut *the Smoot-hawley Tariff Act* pada tahun 1930 (Fathurrahman, 2019). Dalam rangka menanggapi persoalan tersebut, diberlakukan konsesi moneter internasional dengan lahirnya Sistem Bretton Woods yang memiliki tujuan antara lain untuk meningkatkan jumlah cadangan negara yang memungkinkan negara tersebut mengatasi depresi tanpa melakukan kebijakan deflasi, devaluasi, dan pembatasan impor. Baik devaluasi dan pembatasan impor akan menimbulkan lingkaran setan yang akan membantu suatu negara yang bersifat sementara dan akan memperburuk keadaan dalam jangka panjang. Kedua, untuk memperbaiki posisi ketidakseimbangan dalam posisi neraca pembayaran. Hasil penelitian yang ada menunjukkan bahwa upaya suatu negara dalam menanggulangi ketidakseimbangan neraca pembayaran adalah melakukan devaluasi. Keynes melemparkan ide untuk mendirikan bank sentral yang dapat memberikan kredit dengan skala dunia, seperti yang dilakukan bank-bank sentral di tiap negara.

Selama era Bretton Wood, interaksi ekonomi internasional, walaupun dibatasi namun tumbuh dengan signifikan. Di awal-awal tahun Bretton Woods diterapkan, beberapa negara sedang memulihkan stabilitas perekonomian nasional setelah dilanda kehancuran (*divastation*) sebagai dampak dari meletusnya perang. Pasca perang Dunia II, pertumbuhan ekonomi sangat luar biasa. Periode pasca perang hingga pertengahan tahun 1970-an disebut sebagai “Zaman Keemasan Kapitalisme” (*capitalist Golden Age*) yang ditandai dengan berkembangnya negara-negara kesejahteraan. Pelayanan sosial dan kolektif meluas, subsidi terhadap pendidikan, kebudayaan, perumahan, dan kesehatan mendapat perhatian tinggi. Tingkat pengangguran menurun drastis.

Di samping itu, konvergensi pendapatan perkapita menawarkan beberapa penjelasan untuk perilaku perdagangan pada periode pasca perang. Setelah Perang Dunia Kedua, pendapatan perkapita berkembang pesat dan cenderung untuk berkumpul di seluruh ekonomi industry. Beberapa ekonom berpendapat bahwa konvergensi pendapatan meningkatkan perdagangan. Karena pola permintaan sebagian ditentukan oleh pendapatan, negara-negara dengan tingkat pendapatan yang sama cenderung untuk berdagang lebih banyak dengan satu sama lain. Berdasarkan teori representative demand menunjukkan bahwa volume perdagangan internasional di bawah rezim sistem Bretton woods terus meningkat. Dengan demikian, perdagangan dunia berkorelasi positif dengan kesamaan dalam pendapatan perkapita.

Bretton Woods juga bertujuan untuk menghindari peristiwa krisis selama periode *floating system* dengan memungkinkan fleksibilitas untuk memperbaiki ketidakseimbangan. Dalam Sistem Nilai Tukar Tetap (Fixed Exchange Rate) nilai tukar mata uang dibuat konstan ataupun hanya diperbolehkan berfluktuasi dalam kisaran yang sempit. Bordo (1993) menyajikan bukti-bukti pada stabilitas Sistem Bretton Woods dengan menggunakan data nilai tukar resmi. Bordo membandingkan tren nilai tukar standar emas dan setelah keruntuhan Bretton Woods pada 1970 an. Tingkat rata-rata terendah dari perubahan untuk nilai tukar nominal terjadi selama periode konversi Bretton Woods dan selama periode standar emas.

Amerika Serikat, dengan dolarnya yang kuat, muncul sebagai pemimpin ekonomi dunia. Selain itu, Amerika mendirikan tiga institusi penting yang memainkan peran besar dalam perdagangan internasional: Perserikatan Bangsa-Bangsa (PBB), Organisasi Perdagangan Dunia (WTO), dan Dana Moneter Internasional (IMF), serta Bank Dunia. Namun, pada tahun 1971, Amerika Serikat menghadapi dilema ekonomi yang signifikan. Presiden Richard Nixon dihadapkan pada situasi di mana Amerika terus mencetak dollar untuk membiayai perang Vietnam, sementara cadangan emas negara itu menurun. Untuk menjaga kekuatan dolar sebagai alat perdagangan global, Amerika mencari solusi baru. Pada titik ini, terjadi pertemuan krusial antara Amerika Serikat dan Arab Saudi. Kesepakatan yang dihasilkan dari pertemuan ini dikenal sebagai perjanjian petrodollar. Esensinya adalah bahwa Arab Saudi dan negara-negara

produsen minyak lainnya setuju untuk menjual minyak mereka hanya dalam mata uang dollar Amerika. Dalam pertukaran ini, Amerika memberikan dukungan keamanan dan teknologi militer kepada Arab Saudi.

Dengan adanya perjanjian petrodollar, dollar Amerika memperoleh posisi yang sangat kuat di pasar internasional. Seluruh perdagangan minyak dunia dilakukan dalam dollar, menciptakan permintaan yang besar terhadap mata uang tersebut. Ini memberikan AS keuntungan besar, memungkinkan mereka untuk mencetak lebih banyak uang tanpa khawatir tentang inflasi yang merusak nilai dollar. Keuntungan lain dari perjanjian petrodollar adalah bahwa Amerika Serikat mendapatkan kontrol atas likuiditas global. Negara-negara yang membutuhkan minyak harus membelinya dalam dollar, menciptakan permintaan yang stabil terhadap mata uang tersebut. Ini memberikan Amerika kekuatan finansial yang signifikan dan memastikan bahwa dollar tetap dominan di pasar dunia.

Namun, sementara perjanjian petrodollar memberikan keuntungan besar bagi Amerika Serikat, dampaknya juga melibatkan ketergantungan yang besar. Amerika harus terus menjaga stabilitas ekonomi dan politik di wilayah Timur Tengah untuk memastikan kelangsungan perjanjian ini. Hal ini menyebabkan AS terlibat dalam berbagai konflik di wilayah tersebut, termasuk intervensi militer di Irak, Afganistan, dan negara-negara lain, untuk membiayai perang-perang ini dan mempertahankan dominasinya. Amerika Serikat mencetak lebih banyak uang dan berhutang kepada banyak negara. Akibatnya, utang nasional Amerika meningkat secara signifikan, menciptakan ketidakstabilan ekonomi dan kekhawatiran tentang berbagai masalah keuangan global.

Meskipun demikian, hegemoni dollar tetap tidak tergoyahkan. Dollar Amerika terus menjadi mata uang cadangan utama di dunia, dan kebijakan moneter global masih sangat dipengaruhi oleh keputusan yang diambil di Amerika Serikat. Institusi-institusi seperti IMF dan World Bank, yang didirikan pada era Bretton Woods, tetap menjadi pemain kunci dalam memengaruhi kebijakan ekonomi global, sementara beberapa

negara telah mencoba untuk mengurangi ketergantungan mereka pada dollar dengan menciptakan aliansi dan kesepakatan perdagangan alternatif, hingga saat ini, dominasi dollar tetap tak tertandingi. Bagaimanapun juga, dampak dari perjanjian petrodollar pada ekonomi global dan hubungan geopolitik masih menjadi topik perdebatan dan analisis yang mendalam.

Dalam menghadapi tantangan masa depan, baik Amerika Serikat maupun negara-negara lain di seluruh dunia harus mempertimbangkan dampak dari dinamika hegemoni dollar ini. Dinamika hegemoni dollar, terutama melalui perjanjian petrodollar, memiliki implikasi signifikan terhadap negara-negara di seluruh dunia, termasuk Indonesia. Meskipun Indonesia tidak secara langsung terlibat dalam perjanjian tersebut, dampaknya dapat dirasakan melalui perubahan dalam ekonomi global dan geopolitik. Pertama, sebagai negara berkembang dengan ekonomi yang tergantung pada perdagangan internasional, Indonesia terpengaruh oleh dominasi dollar dalam perdagangan minyak dunia. Fluktuasi nilai tukar dollar dapat mempengaruhi daya beli dan stabilitas ekonomi Indonesia, terutama dalam hal impor minyak. Oleh karena itu, kebijakan moneter dan fiskal Indonesia harus mempertimbangkan dampak dari pergerakan nilai dollar terhadap keseimbangan perdagangan dan inflasi domestik. Kedua, ketergantungan global pada dollar dapat menyebabkan ketidakstabilan ekonomi yang berpotensi merugikan negara-negara berkembang seperti Indonesia. Perubahan suku bunga dan kebijakan moneter di Amerika Serikat dapat memicu arus modal yang volatile, mempengaruhi nilai tukar dan stabilitas keuangan di Indonesia. Oleh karena itu, Indonesia perlu mengambil langkah-langkah preventif dan kebijakan fleksibel untuk menghadapi potensi gangguan dari perubahan kondisi ekonomi global. Ketiga, dinamika hegemoni dollar juga dapat mempengaruhi hubungan geopolitik Indonesia dengan negara-negara lain. Keterlibatan Amerika Serikat dalam konflik di Timur Tengah, yang sebagian besar didorong oleh kepentingan ekonomi dan keamanan terkait perjanjian petrodollar, dapat menciptakan ketegangan atau mempengaruhi dinamika diplomasi global Indonesia. Oleh karena itu, pemerintah Indonesia perlu melakukan analisis yang cermat dan mengambil langkah-langkah yang bijaksana dalam merespon

perkembangan geopolitik yang terkait dengan hegemoni dollar. Keempat, Indonesia dapat mempertimbangkan diversifikasi mata uang cadangan dan strategi perdagangan untuk mengurangi ketergantungan pada dollar. Menciptakan kesepakatan perdagangan dengan berbagai mitra internasional dan memperkuat kerja sama ekonomi regional dapat menjadi langkah-langkah strategis untuk mengatasi dampak negatif dari dominasi dollar.

Dalam hal kebijakan fiskal, pemerintah Indonesia harus memastikan bahwa anggaran negara dikelola secara bijaksana untuk menghadapi fluktuasi ekonomi global. Stimulus fiskal yang tepat dapat menjadi instrumen untuk mengatasi tantangan ekonomi yang muncul akibat perubahan dalam dominasi dollar. Selain itu, kebijakan fiskal yang mendukung pertumbuhan ekonomi yang inklusif dan berkelanjutan harus menjadi fokus utama.

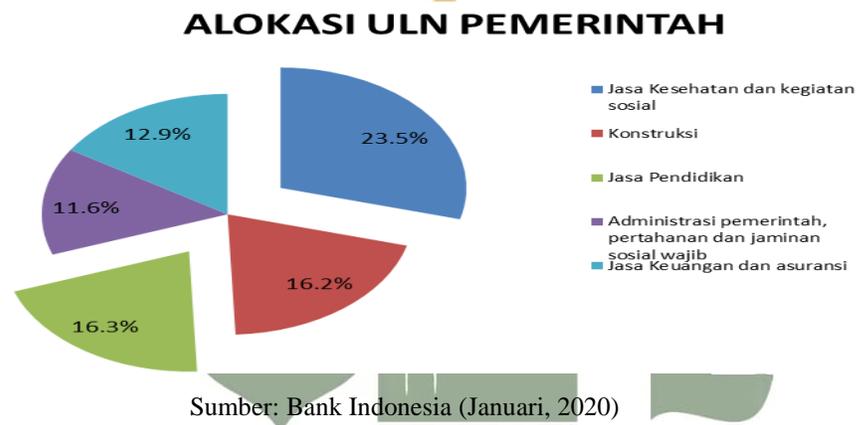
Di sisi moneter, Bank Indonesia perlu menjaga kestabilan mata uang dan suku bunga untuk mengurangi risiko volatilitas pasar keuangan. Kebijakan moneter yang bijaksana dan responsif terhadap perubahan kondisi global dapat membantu menjaga stabilitas ekonomi dan keuangan di Indonesia. Selain itu, kerja sama regional dalam hal kebijakan moneter dapat memperkuat ketahanan ekonomi Indonesia terhadap perubahan eksternal.

Dengan demikian, peran fiskal dan moneter sangat penting dalam menghadapi dampak dinamika hegemoni dollar terhadap Indonesia. Kebijakan yang seimbang dan proaktif dalam dua bidang ini dapat membantu menjaga stabilitas ekonomi, melindungi nilai tukar, dan meminimalkan risiko yang mungkin timbul akibat perubahan dalam sistem keuangan global. Indonesia, dengan kebijakan yang tepat, dapat mengelola tantangan ini dengan cerdas dan mewujudkan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dalam konteks dinamika geopolitik yang kompleks.

Indonesia sebagai negara berkembang tentunya berupaya untuk mengejar ketertinggalannya terutama di bidang ekonomi. Segala upaya dilakukan agar dapat mewujudkan pembangunan ekonomi yang dalam pelaksanaannya pastinya diperlukan

dana yang besar. Dana ini tidak sepenuhnya dapat disediakan oleh negara yang pada akhirnya menjadi alasan kenapa timbulnya utang luar negeri (Harjanto, 2015).

Pengelolaan utang luar negeri pemerintah diprioritaskan untuk membiayai pembangunan, dengan porsi terbesar pada beberapa sektor produktif yang mendukung pertumbuhan ekonomi dan peningkatan kesejahteraan masyarakat. Adapun besaran alokasinya adalah untuk sektor jasa kesehatan dan kegiatan sosial 23,5% dari total ULN pemerintah, sektor konstruksi sebesar 16,2%, sektor jasa pendidikan sebesar 16,3%, sektor administrasi pemerintah, pertahanan dan jaminan sosial wajib sebesar 11,6% serta sektor jasa keuangan dan asuransi sebesar 12,9% (Departemen Komunikasi Bank Indonesia, 2020). Berikut ini dapat dilihat grafik dari alokasi utang pemerintah tersebut:



**Gambar 1.1 : Alokasi Utang Luar Negeri Pemerintah**

Utang luar negeri juga dilakukan oleh swasta. Secara sektoral, ULN swasta didominasi oleh sektor jasa keuangan dan asuransi, sektor pengadaan listrik, gas, uap atau air panas dan udara (LGA), sektor industri pengolahan, dan sektor pertambangan dan penggalian. Pangsa ULN di keempat sektor tersebut terhadap ULN swasta mencapai 77,3%.

Hingga saat ini, total ULN Indonesia sudah mencapai US\$ 396,3 miliar (per Agustus 2023)(Departemen Komunikasi Bank Indonesia, 2023). Sebagaimana yang telah dipaparkan sebelumnya, ULN Indonesia pada dasarnya tidak semata merupakan utang pemerintah, tetapi juga termasuk didalamnya utang swasta. Utang pemerintah dan bank sentral mencapai 48% dari keseluruhan/ total ULN, sedangkan swasta mencapai

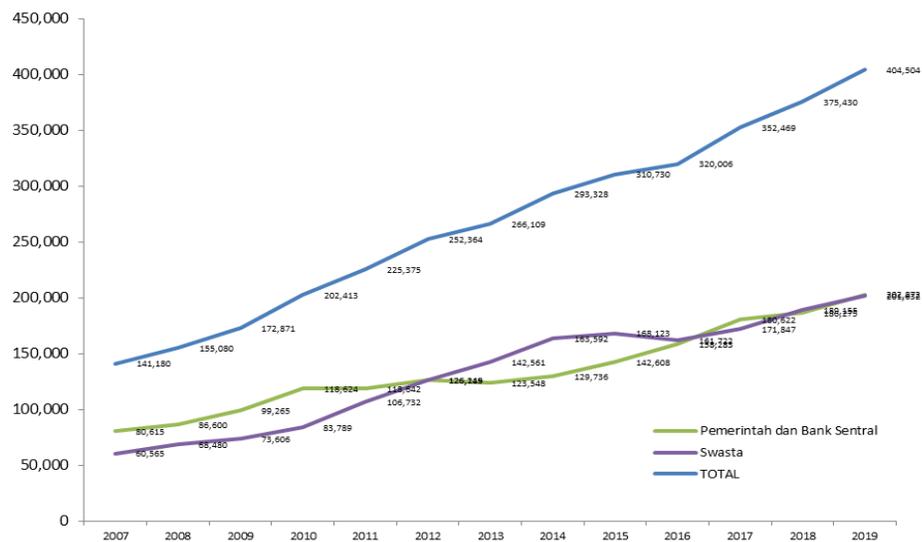
52%. Berikut ini dapat dilihat posisi Utang Luar Negeri menurut kelompok peminjam yang diperoleh dari data Statistik Utang Luar Negeri Indonesia (2020).

**Tabel 1.2 : Posisi Utang Luar Negeri Menurut Kelompok Peminjam  
(Juta USD /Million of USD)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020			
														Jan*	Feb*	Mar*	Apr**
<b>1. Pemerintah dan Bank Sentral/ Government</b>	80,615	86,600	99,265	118,624	118,642	126,119	123,548	129,736	142,608	158,283	180,622	186,275	202,872	207,764	202,828	183,755	192,437
1.1 Pemerintah / Government	76,920	85,136	90,853	106,860	112,427	116,187	114,294	123,806	137,396	154,875	177,318	183,197	199,876	204,945	200,111	180,953	189,715
1.2 Bank Sentral / Central Bank	3,695	1,465	8,412	11,764	6,215	9,932	9,255	5,930	5,212	3,408	3,304	3,078	2,996	2,819	2,717	2,802	2,721
<b>2. Swasta / Private</b>	60,565	68,480	73,606	83,789	106,732	126,245	142,561	163,592	168,123	161,722	171,847	189,155	201,632	203,533	204,518	205,929	207,762
2.1 Lembaga Keuangan / Financial Corporatio	12,049	15,475	12,597	17,957	24,570	30,730	32,378	41,822	42,997	40,062	40,563	44,953	46,456	46,763	46,998	47,399	47,800
2.1.1 Bank / Bank	9,934	11,583	9,530	14,382	18,466	23,018	24,431	31,673	31,920	30,247	30,300	34,367	35,213	35,417	35,503	35,819	36,090
2.1.1. LKBB / Nonbank Financial Corporati	2,114	3,891	3,066	3,575	6,103	7,713	7,947	10,149	11,077	9,815	10,263	10,586	11,243	11,346	11,495	11,580	11,710
2.2 Bukan Lembaga Keuangan / Nonfinancial Corp	48,517	53,005	61,009	65,833	82,162	95,515	110,183	121,771	125,125	121,661	131,284	144,202	155,176	156,770	157,520	158,530	159,962
<b>TOTAL (1+2)</b>	<b>141,180</b>	<b>155,080</b>	<b>172,871</b>	<b>202,413</b>	<b>225,375</b>	<b>252,364</b>	<b>266,109</b>	<b>293,328</b>	<b>310,730</b>	<b>320,006</b>	<b>352,469</b>	<b>375,430</b>	<b>404,504</b>	<b>411,297</b>	<b>407,346</b>	<b>389,684</b>	<b>400,199</b>

Sumber : SULNI, Kemenkeu (2023)

Tabel 1.2 diatas menunjukkan adanya peningkatan utang swasta dibandingkan utang pemerintah semenjak tahun 2013 hingga sekarang. Namun dengan adanya upaya pemerintah untuk meredam utang swasta melalui manajemen risiko yang baik menunjukkan hasil yang cukup signifikan yaitu terjadinya perlambatan pertumbuhan utang swasta sejak 2018 sampai Sekarang (Departemen Komunikasi Bank Indonesia, 2020). Hal tersebut bisa dilihat pada grafik berikut ini :



Sumber : SULNI, Kemenkeu (2023)

**Gambar 1.2 : Posisi Utang Luar Negeri Menurut Kelompok Peminjam (Juta USD /Million of USD)**

Sebagaimana dikutip dari publikasi Bank Indonesia, utang swasta hingga April 2020 menunjukkan perlambatan. Perkembangan ini disebabkan oleh makin dalam kontraksi pertumbuhan ULN lembaga keuangan di tengah stabilnya pertumbuhan ULN perusahaan bukan lembaga keuangan. Pada akhir April 2020, ULN lembaga keuangan terkontraksi 4,8% (*year on year/yoy*), lebih dalam dibandingkan dengan kontraksi bulan sebelumnya 2,4% (*yoy*). Sementara itu, ULN perusahaan bukan lembaga keuangan sedikit meningkat dari 7,0% (*yoy*) pada Maret 2020 menjadi 7,3% (*yoy*) pada April 2020. Beberapa sektor dengan pangsa ULN terbesar, yakni mencapai 77,4% dari ULN swasta adalah sektor jasa keuangan dan asuransi, sektor pengadaan listrik, gas, uap/air panas dan udara dingin (LGA), sektor pertambangan dan penggalan, serta sektor industri pengolahan.

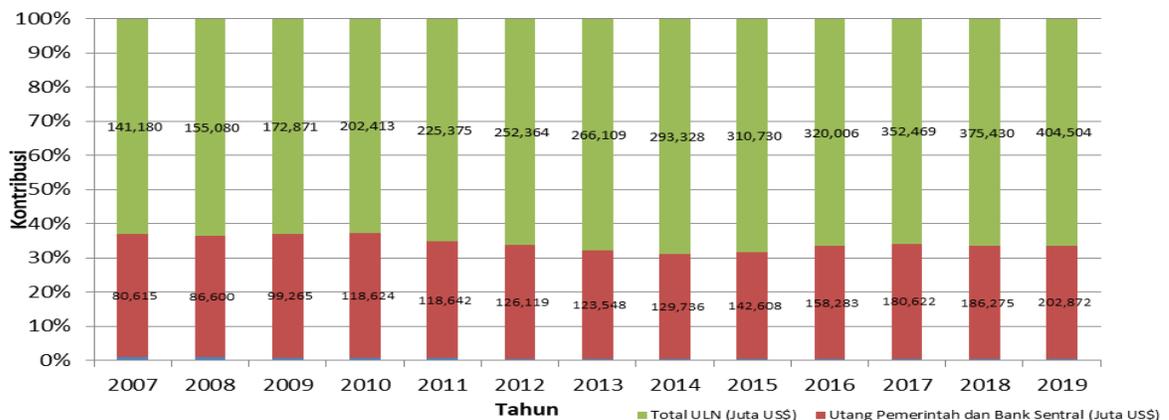
Pada tabel 1.2 di atas juga dapat dilihat bahwa ULN mengalami kenaikan dari tahun ke tahun. Untuk mengetahui pergerakan perkembangan ULN Pemerintah dan Bank Sentral serta swasta (baik lembaga keuangan maupun bukan lembaga keuangan) maka berikut ini akan dipaparkan *volatilitasnya* secara tabel maupun grafik.

**Tabel 1.3 : Perkembangan Utang Pemerintah dan Bank Sentral Terhadap ULN**

Tahun	Utang Pemerintah dan Bank Sentral (Juta US\$)	Total ULN (Juta US\$)	Kontribusi (%)	Volatilitas (%)
2007	80,615	141,180	57.10	
2008	86,600	155,080	55.84	(1.26)
2009	99,265	172,871	57.42	1.58
2010	118,624	202,413	58.60	1.18
2011	118,642	225,375	52.64	(5.96)
2012	126,119	252,364	49.97	(2.67)
2013	123,548	266,109	46.43	(3.55)
2014	129,736	293,328	44.23	(2.20)
2015	142,608	310,730	45.89	1.67
2016	158,283	320,006	49.46	3.57
2017	180,622	352,469	51.24	1.78
2018	186,275	375,430	49.62	(1.63)
2019	202,872	404,504	50.15	0.54

Sumber: Bank Indonesia, 2020 (diolah)

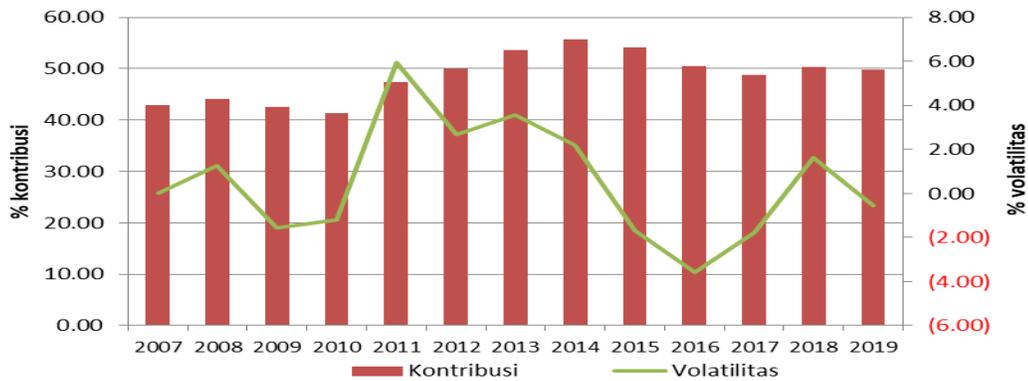
Tabel 1.3 menunjukkan bahwa kontribusi Utang Pemerintah dan Bank Sentral terhadap ULN dari tahun 2007 hingga 2019 mengalami penurunan yang cukup signifikan dari tahun ke tahun. Hal ini dapat dengan jelas terlihat pada grafik dibawah ini.



Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

**Gambar 1.3 : Kontribusi Utang Pemerintah dan Bank Sentral Terhadap ULN**

Untuk melihat lebih jelas persentase kontribusi dan *volatilitas* Utang Pemerintah dan Bank Sentral terhadap ULN, bisa dilihat pada grafik berikut :



Sumber : Data diolah (2023)

**Gambar 1.4 : Persentase Kontribusi dan Volatilitas Perkembangan Utang Pemerintah dan Bank Sentral Terhadap ULN**

Pada gambar 1.4. terlihat dengan jelas perkembangan besaran persentase kontribusi dan volatilitas Utang Pemerintah dan Bank Sentral terhadap ULN yaitu menunjukkan angka yang terus menurun walaupun diantara tahun 2015 sampai dengan 2017 mengalami peningkatan. Namun dapat disimpulkan bahwasanya sepanjang tahun 2007 sampai dengan 2019 dapat dikatakan Utang Pemerintah dan Bank Sentral tidak mengalami peningkatan yang berarti.

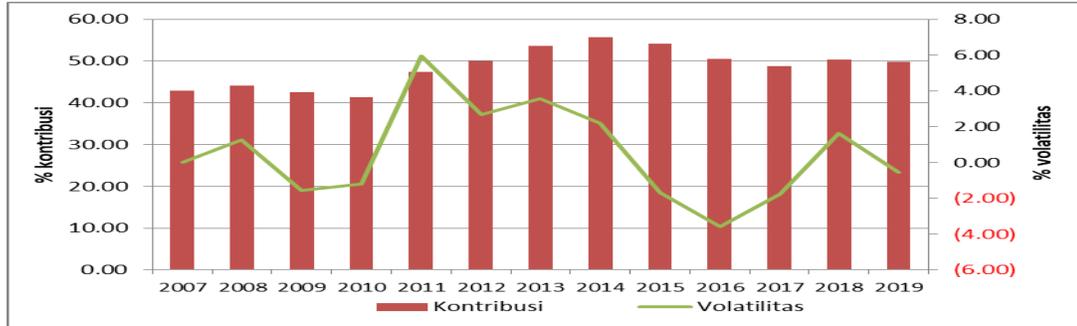
Sementara itu untuk melihat perkembangan ULN swasta, berikut ini ditampilkan data beserta grafiknya.

**Tabel 1.4 : Perkembangan Utang Swasta Terhadap ULN**

Tahun	Utang Swasta (Juta US\$)	Total ULN (Juta US\$)	Kontribusi (%)	Volatilitas (%)
2007	60,565	141,180	42.90	
2008	68,480	155,080	44.16	1.26
2009	73,606	172,871	42.58	(1.58)
2010	83,789	202,413	41.40	(1.18)
2011	106,732	225,375	47.36	5.96
2012	126,245	252,364	50.03	2.67
2013	142,561	266,109	53.57	3.55
2014	163,592	293,328	55.77	2.20
2015	168,123	310,730	54.11	(1.67)
2016	161,722	320,006	50.54	(3.57)
2017	171,847	352,469	48.76	(1.78)
2018	189,155	375,430	50.38	1.63
2019	201,632	404,504	49.85	(0.54)

Sumber: Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Tabel 1.4 menunjukkan bahwa kontribusi Utang Swasta terhadap ULN dari tahun 2007 hingga 2019 mengalami peningkatan yang cukup signifikan dari tahun ke tahun. Hal ini dapat dengan jelas terlihat pada grafik dibawah ini.



Sumber: Bank Indonesia, 2023 (diolah)

**Gambar 1.5 : Persentase Kontribusi dan Volatilitas Perkembangan Utang Swasta Terhadap ULN**

Pada gambar 1.5. terlihat dengan jelas perkembangan besaran persentase kontribusi dan volatilitas Utang Swasta terhadap ULN yaitu menunjukkan angka yang terus meningkat walaupun diantara tahun 2015 sampai dengan 2017 mengalami perlambatan. Namun dapat disimpulkan bahwasanya sepanjang tahun 2007 sampai dengan 2019 dapat dikatakan Utang Swasta menunjukkan kecenderungan mengalami peningkatan.

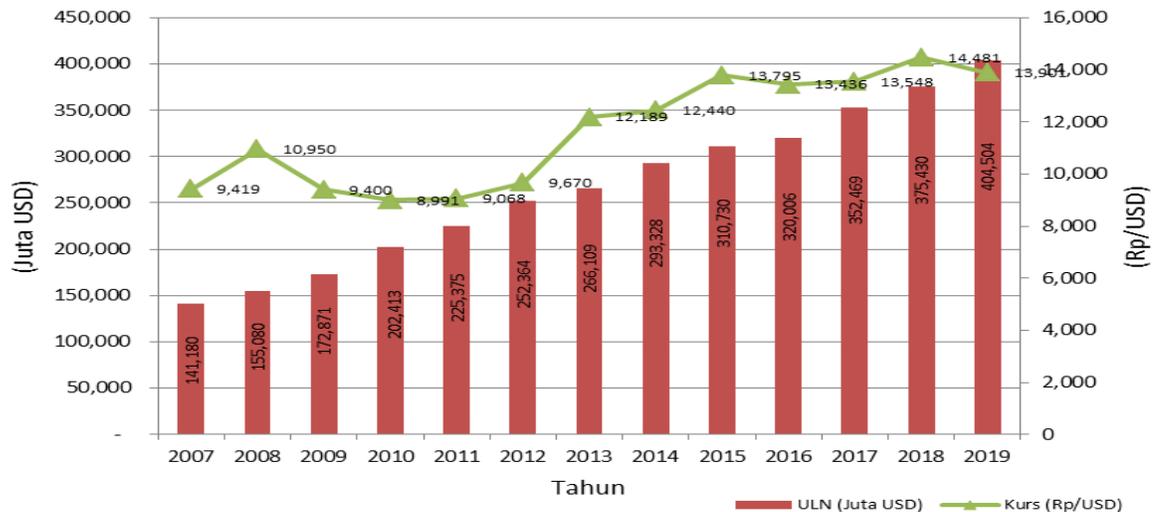
Seiring dengan meningkatnya pertambahan jumlah utang, pelemahan mata uang rupiah disinyalir menyebabkan terjadinya peningkatan jumlah dan nilai ULN Indonesia. Hal ini bisa dengan jelas dilihat pada tabel dan gambar berikut ini :

**Tabel 1.5. Perkembangan ULN dan Pergerakan Kurs Rupiah Terhadap Dollar (2007-2019)**

TAHUN	ULN (Juta USD)	Kurs (Rp/USD)
2007	141,180	9,419
2008	155,080	10,950
2009	172,871	9,400
2010	202,413	8,991
2011	225,375	9,068
2012	252,364	9,670
2013	266,109	12,189
2014	293,328	12,440
2015	310,730	13,795
2016	320,006	13,436
2017	352,469	13,548
2018	375,430	14,481
2019	404,504	13,901

Sumber: Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Tabel. 1.5 memberikan fenomena bahwa di saat ULN semakin meningkat jumlahnya, maka kecenderungan yang terjadi adalah semakin melemahnya nilai tukar (kurs) Rupiah terhadap Dollar. Lebih jelas bisa dilihat pada gambar 1.6 berikut ini:



Sumber : Bank Indonesia, 2023 (Diolah)

**Gambar 1.6. Perkembangan ULN dan Pergerakan Kurs Rupiah Terhadap Dollar (2007-2019)**

Fenomena yang dapat dilihat pada gambar 1.6. tersebut adalah pada saat kurs Rupiah terhadap Dollar terus menurun (Rupiah melemah) maka nilai ULN cenderung mengalami peningkatan, walaupun pada gambar tersebut juga terlihat terjadinya penguatan Rupiah di tahun 2009 sampai 2012 yang tetap berdampak pada meningkatnya nilai ULN namun dalam pergerakan yang lebih lambat. Jadi dapat diambil kesimpulan dengan adanya fluktuasi kurs Rupiah terhadap Dollar akan memberikan dampak pada meningkatnya nilai ULN.

Meningkatnya nilai ULN di tengah fluktuasi mata uang Rupiah akan menimbulkan risiko nilai tukar. Kondisi ini dapat dilihat pada gambar 1.6 yang menunjukkan *trend* nilai tukar Rupiah terhadap Dolar yang terus mengalami penurunan sejalan dengan meningkatnya nilai ULN. Hal ini menginspirasi Atanta meneliti hubungan sebab akibat ULN dan kurs di Indonesia (Atanta & Rizki, 2018). Hasil penelitiannya menemukan bahwa variabel ULN mempengaruhi kurs secara signifikan, sebaliknya variabel kurs secara statistik tidak mempengaruhi ULN. Hasil uji kausalitas

menunjukkan hanya terdapat hubungan satu arah antara ULN dan kurs di Indonesia pada tahun 2008 hingga 2017. Dari hasil penelitiannya tersebut, Atanta menyarankan dibuatnya kebijakan melakukan ULN harus ditujukan untuk menstabilkan kurs rupiah dan diarahkan untuk kegiatan yang produktif. Temuan Atanta tersebut diperkuat oleh hasil penelitian Yudiarti (2018) yang juga melakukan penelitian untuk melihat pengaruh ULN terhadap nilai tukar (Yudiarti et al., 2018). Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa ULN berpengaruh terhadap kurs Rupiah, suku bunga tidak berpengaruh terhadap kurs Rupiah, neraca transaksi berjalan berpengaruh positif terhadap kurs Rupiah serta ULN, suku bunga dan neraca transaksi berjalan secara bersama-sama berpengaruh sebesar 44,1% terhadap kurs Rupiah periode 1986-2015.

Berbeda dengan hasil yang diperoleh oleh Atanta dan Yudiarti, Nurhasanah mencoba untuk melihat hubungan antara ULN dengan nilai tukar Rupiah. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dalam hubungan jangka pendek, ULN dan neraca transaksi berjalan tidak signifikan dengan kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika, sedangkan suku bunga SBI berpengaruh positif dan signifikan dengan kurs Rupiah terhadap Dolar Amerika. Namun, untuk hubungan jangka panjang, seluruh variabel independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen.

Beberapa negara berkembang di seluruh dunia cenderung mengalami hal yang sama seperti Indonesia yaitu terjadinya peningkatan ULN yang berimbas kepada melemahnya nilai tukar. Masih sama-sama berada di benua Asia, Pakistan yang mayoritas penduduknya juga beragama Islam seperti Indonesia mengalami krisis ekonomi sejak ditinggalkan penguasa militer yang mengundurkan diri dari jabatannya pada Agustus 2008 yang meninggalkan utang bersifat komersil sebesar US\$ 3 miliar dan pinjaman dari IMF serta beberapa negara lain di kisaran US\$ 38 miliar. Akibat krisis ini, sejumlah konflik internal juga sempat terjadi yang berakibat pada merosotnya nilai tukar rupee Pakistan hingga lebih dari 21 persen sementara tingkat inflasi melonjak hingga 25 persen (Deil, 2014). Kondisi ekonomi Pakistan yang semakin memburuk akibat utang luar negeri dan berimbas kepada merosotnya nilai tukar ini dicoba diteliti oleh Fida yang menguji hubungan antara nilai tukar dengan ULN dengan menggunakan data quarterly mulai dari periode 1983:Q1 sampai dengan

2008:Q4 (Fida et al., 2012). Hasil penelitiannya menemukan bahwa terdapat hubungan kointegrasi jangka panjang diantara variabel nilai tukar dengan ULN. Menurut Fida, ULN di negara berkembang seperti Pakistan cenderung memberi efek negatif kepada perekonomian apalagi bila sangat bergantung pada produk impor. Selain Fida, Basit juga melakukan penelitian untuk melihat dampak dari ULN Pakistan terhadap nilai tukar (Basit & Ahmed, 2015). Hasil penelitiannya dinyatakan bahwa *cost of foreign debt* (biaya yang timbul karena ULN) memiliki hubungan yang signifikan dengan nilai tukar begitu pula sebaliknya. *Cost of foreign investment* (biaya yang timbul karena investasi asing) juga memiliki hubungan yang signifikan terhadap nilai tukar Pakistan. Menurutnya, dengan telah ditetapkannya penjadwalan ulang utang (*re-payment of loan*) dapat membantu memprediksi nilai tukar di masa mendatang. Hal ini mengindikasikan diperlukannya suatu perjanjian pembayaran yang mengarah kepada perlunya lindung nilai.

Negara berkembang lainnya yang juga mengalami masalah seperti Indonesia dan Pakistan adalah Kenya yang terletak di benua Afrika. Masalah utang Kenya sebagian besar disebabkan oleh tindakan pemerintah terutama akumulasi ULN untuk proyek pembangunan. Sejak kemerdekaannya, Kenya telah melakukan berbagai proyek pembangunan demi memperkuat perekonomiannya melalui bantuan dana dan utang luar negeri dalam bentuk pinjaman dan konsesi. Proyek-proyek tersebut lebih banyak dirancang untuk meningkatkan infrastruktur domestik daripada berinvestasi dalam proyek yang akan meningkatkan tingkat pengembalian yang tinggi dengan pertimbangan bahwa jika tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) sebagai hasil dari proyek tersebut terus mengalami peningkatan maka akan berimbas juga pada peningkatan ekspor yang pada akhirnya dapat membayar utang-utang tersebut. Melihat kondisi Kenya yang seperti itu, Odera mencoba melakukan pengujian secara empiris efek dari ULN Swasta terhadap volatilitas *Real Effective Exchange Rate* (REER) sepanjang rezim kurs mengambang yang diterapkan di Kenya dari 1993 sampai dengan 2013 menggunakan data triwulanan (Adhiambo & Nairobi, 2015). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ULN Swasta yang tinggi dan berkelanjutan menjadi penyebab tingginya volatilitas REER di Kenya. Odera menyarankan agar otoritas

moneter sebaiknya memastikan indikator tingkat keberlanjutan utang seperti rasio ULN terhadap GDP selalu berada di tingkat yang rendah dan menerapkan strategi yang dapat mengurangi akumulasi ULN swasta yang berlebihan.

Masih di benua Afrika, Nigeria yang juga masih merupakan negara berkembang ternyata juga mengalami permasalahan yang sama seperti Kenya. Nigeria juga memiliki utang luar negeri yang sangat besar dan terus meningkat dalam jumlah yang signifikan. Tahun 2010, utang luar negeri Nigeria berada di angka N689.845,3 juta dan terus mengalami peningkatan hampir mencapai 99.1 persen di tahun 2013 yaitu menjadi N1.373.569,83 juta. Seiring dengan kenaikan jumlah utang luar negeri Nigeria tersebut terjadi fluktuasi nilai tukar yang juga cukup signifikan. Kondisi ini menginspirasi Saheed untuk melakukan penelitian dengan tujuan melihat hubungan antara ULN, *Debt Service Payment*, dan Cadangan Asing terhadap fluktuasi nilai tukar yang pada akhirnya hasil penelitian tersebut menemukan bahwa ketiga variabel tadi berpengaruh signifikan secara statistik (Saheed et al., 2015). Melalui penelitian ini, ia menyarankan kepada pemerintah untuk memastikan agar pihak Swasta yang melakukan pinjaman luar negeri sebaiknya diarahkan kepada kegiatan ekonomi yang produktif sehingga dapat menghasilkan keuntungan untuk membayar utang yang jatuh tempo. Tak hanya Saheed, peneliti lain yaitu Anidiobu juga berusaha untuk menguji respon nilai tukar terhadap ULN disana (Anidiobu & Okolie, 2016). Tujuan yang ingin dicapai adalah untuk memastikan apakah nilai tukar berespon positif terhadap ULN dan untuk menyelidiki apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara nilai tukar terhadap ULN. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki respon positif tidak signifikan terhadap ULN. Oleh karenanya Anidiobu menyarankan untuk dicapainya nilai tukar yang realistis, ULN diarahkan untuk peningkatan produksi di sektor *non-oil* dan pemerintah sebaiknya lebih banyak mengekspor daripada mengimpor.

Kondisi negara berkembang yang selalu diselimuti utang luar negeri juga dialami oleh salah satu negara di benua Eropa yaitu Romania. Pada akhir 2013, Romania mencatatkan ULN sebesar € 76.951,3 juta, menurun sebesar 2,3 persen dari tahun sebelumnya namun tiga kali lebih tinggi daripada tahun 2005. Pemerintah dan penduduk Romania sangat terlilit utang sejak 2008. Pada tahun 2012, jumlah ULN

Romania mencapai level tertinggi € 78.759,6 juta. Perkembangan ini sebagian disebabkan oleh meningkatnya evolusi utang publik sejak 2009. Di akhir 2013 ULN langsung mewakili 43 persen dari total ULN Romania, naik dua persen dari tahun sebelumnya. Seiring dengan bertambahnya ULN Romania, nilai tukarnya pun mengalami pelemahan. Pada tahun 2005 nilai tukar leu terhadap Euro adalah 3,6589 RON/EUR dan terus mengalami pelemahan di tahun 2013 menjadi 4,4633 RON/EUR. Kondisi ini menjadi salah satu alasan dilakukannya penelitian oleh Bunescu (2014) untuk melihat pengaruh ULN terhadap nilai tukar mata uang Romania (Bunescu, 2014). Hasil penelitiannya menemukan bahwa banyak terjadi peristiwa yang sulit diperkirakan munculnya yang mempengaruhi nilai tukar RON. Hal tersebutlah yang menurutnya menjadi alasan kenapa pergerakan nilai kurs RON/EUR tidak dapat diprediksi oleh pergerakan ULN Swasta dan Pemerintah. Bunescu menyarankan bagi peneliti selanjutnya agar menggunakan variabel lain untuk diteliti yang dapat mempengaruhi nilai tukar seperti jumlah penawaran uang atau indikator-indikator keuangan lainnya.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan di negara-negara berkembang diatas dapat disimpulkan secara umum bahwasanya peningkatan ULN dalam jangka panjang memiliki pengaruh negatif yang cukup signifikan terhadap nilai tukarnya masing-masing yang artinya ULN tersebut menyebabkan terjadinya pelemahan nilai tukar (depresiasi). Berbagai dampak dari depresiasi nilai tukar pun menghantui perekonomian negara-negara tersebut. Di Indonesia, depresiasi rupiah berpengaruh secara negatif terhadap perkembangan barang-barang impor baik barang konsumsi, bahan baku dan penolong maupun barang-barang modal (Machmud, 2020). Semakin tinggi tingkat pertumbuhan impor akan cenderung menaikkan risiko terjadinya krisis nilai tukar rupiah (Harahap, 2013).

Untuk mengurangi dampak atau pun memitigasi risiko nilai tukar tersebut perlu dilakukan *hedging*. Hal ini telah diatur dalam Peraturan Bank Indonesia No. 15/8/PBI/2013 tentang Transaksi Lindung Nilai Kepada Bank, PBI No. 20/10/PBI/2018 Tentang Transaksi *Domestic Non-Deliverable Forward*. dan PBI Nomor 21/1/PBI/2019 tentang Utang Luar Negeri Bank dan Kewajiban Bank Lainnya Dalam Valuta Asing. Hedging diyakini dapat memitigasi risiko nilai tukar di India pada perusahaan-

perusahaan multinasional Non Bank (Mitra, 2013). Kebanyakan dari mereka menggunakan *forward contract* meskipun ada juga yang menggunakan *swap* maupun *option*. Meskipun demikian banyak juga yang didapati tidak melakukan *hedging* karena mereka menganggap eksposur nilai tukarnya tidak besar selain juga karena pemahaman terhadap produk derivatif yang kurang dan dianggap berbiaya besar serta berisiko. Upaya hedging ini sebaiknya diawali dengan mendefinisikan dan mengukur risiko yang mungkin dihadapi untuk mengetahui sejauh mana risiko itu terekspos pada tiga jenis eksposur (translasi, transaksi dan operasional) , kemudian mengatur dan mengawasinya melalui laporan keuangan lalu merumuskan strategi dengan melakukan *hedging exposure* untuk memitigasi risiko dapat dilakukan dengan menggunakan *internal* maupun *external hedging* (Tiwari, 2019). *Hedging* diyakini juga sangat diperlukan untuk proteksi imbal hasil (*yields*) dari obligasi denominasi mata uang lokal (Gadanecz et al., 2014).

Pada prakteknya, upaya mitigasi risiko nilai tukar ini tidak hanya menggunakan *hedging* semata, tapi juga dikombinasikan dengan teknik manajemen risiko lainnya (Ito et al., 2016). Untuk itu, pelaksanaannya harus diatur dengan peraturan yang mengikat dan bersifat wajib. Bank Indonesia dalam hal ini telah mengeluarkan Peraturan No. 16/20/PBI/2014 tanggal 28 Oktober 2014 tentang Penerapan Prinsip Kehati-hatian dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi NonBank sebagai langkah untuk memitigasi berbagai risiko seperti risiko nilai tukar (*currency risk*), risiko likuiditas (*liquidity risk*) dan risiko beban utang yang berlebihan (*overleverage risk*), yang ditimbulkan oleh ULN Swasta khususnya korporasi Nonbank. Meskipun telah dibuat peraturan tersebut, masih banyak perusahaan yang belum menerapkan strategi hedging. Hampir 25% korporasi di Indonesia memiliki utang valas namun belum menyiapkan strategi *hedging* (Desmiza, 2015). Harga hedging tidak murah dan belum banyak yang dapat melayani kebutuhan *hedging* perusahaan (B. Ahmad et al., 2017).

Secara syariah, penggunaan *hedging* sendiri masih menjadi perdebatan. Salah satunya adalah dari segi instrumen yang sesuai syariah sebagaimana yang dibahas Mohamad dalam tulisannya mengenai perdebatan penggunaan derivatif di pasar keuangan syariah (Mohamad & Tabatabaei, 2008). Diakui bahwa selama resesi

ekonomi, aset syariah lebih banyak yang bertahan dibandingkan aset konvensional. Oleh karenanya, seiring dengan pertumbuhan investasi-investasi Islam dibutuhkan lindung nilai untuk investasi tersebut serta instrumen-instrumen keuangan Islam yang sebaik bahkan lebih baik dari konvensional. Para cendekiawan Islam memperdebatkan apakah praktik lindung nilai terutama untuk penjualan jangka pendek dapat terhindar dari riba, pembayaran bunga, kemungkinan gharar (ketidakpastian) dan spekulasi yang berlebihan. Sulit untuk memisahkan dana lindung nilai dari spekulasi. Mengingat antusiasme terhadap keuangan syariah, beberapa pemodal tertarik untuk mengembangkan dana yang sesuai syariah dengan meminjam aturan yang awalnya digunakan oleh pedagang untuk menduplikasi efek penjualan jangka pendek (efek *short selling*), yaitu meminjam saham untuk dijual maksud menghasilkan keuntungan dari jatuhnya harga nantinya. Namun cendekiawan syariah, banker dan investor masih mempertanyakan apakah versi Islam dari dana lindung nilai (Hedging Syariah) dapat mengulangi keberhasilan produk lain, mengingat bahwa berdasarkan hukum Islam, spekulasi murni sama dengan perjudian dan dilarang. Kondisi ini sangat mungkin terjadi ketika *hedgers* memasuki pasar dan melakukan bisnis dengan spekulator yang memiliki peran penting dalam pasar derivatif untuk disipasi risiko (*risk sharing*). Selain itu, pasar derivatif memiliki kemungkinan besar untuk dimanfaatkan oleh spekulator dan fakta bahwa volume perdagangan derivatif jauh lebih besar daripada volume aset yang mendasarinya, menandakan sifat pasar yang sangat spekulatif.

Pasar manajemen risiko keuangan Islam masih di tahap dini dan penggunaan instrumen hedgingnya pun masih terbatas. Tidak seperti instrumen derivatif konvensional, instrumen derivatif Islam didasarkan oleh risiko yang muncul secara nyata dan bukan untuk tujuan spekulatif. Selain itu, instrumen derivatif Islam tidak dapat diperdagangkan sebagaimana opsi, *swaps*, *forward* dan *future*. Instrumen hedging syariah murni hanya untuk tujuan lindung nilai dan didasarkan pada transaksi aset yang bebas dari unsur spekulasi. Meskipun derivatif Islam masih menjadi isu kontroversial, tetapi dari penelitian-penelitian yang dilakukan menunjukkan adanya kebutuhan hedging yang terus mengalami peningkatan (Mohamad et al., 2014). Mohamad mencoba membuktikan bagaimana instrumen *hedging syariah* dapat digunakan sebagai

alat manajemen risiko dan diperoleh kesimpulan bahwa *Islamic FX*, *Cross Currency Swap*, dan *Commodity Hedging Instrument* dapat melakukannya. Ditemukan juga dalam penelitian tersebut bahwa beberapa faktor yang mempengaruhi permintaan akan hedging syariah adalah dari sudut tingkat kesadaran produk (*product awareness*), keputusan manajemen, dokumentasi, kepemilikan, ukuran dan reputasi bank dan produknya. Dari keseluruhan faktor tersebut, yang paling dominan adalah faktor kesadaran produk yang diproksikan dengan harganya karena klien akan lebih memilih produk yang berbiaya dan berharga paling murah. Temuan lain dari penelitiannya, Mohamad mengatakan bahwa penggunaan hedging syariah masih terbatas dikarenakan kurangnya kesadaran klien akan keberadaan *hedging syariah* tersebut. Dibutuhkan upaya dari lembaga keuangan terutama Bank Islam untuk membuat strategi yang dapat menarik minat klien akan produk hedging syariah. Selain itu juga perlu memahami kebutuhan, keinginan dan perilaku dari kelompok klien yang menjadi sasaran pengguna agar tetap dapat bersaing.

Razif dari University of Malaya Kuala Lumpur Malaysia mencoba membahas dengan meninjau bukti dari Qur'an dan Hadis sehubungan dengan diperbolehkan atau tidaknya penerapan *hedging* dengan mempertimbangkan pandangan ahli hukum klasik dan kontemporer (Razif et al., 2012). Hasil penelitiannya menyatakan bahwa pada dasarnya diperbolehkan sepanjang memenuhi tujuan dari Syariah itu sendiri yaitu melindungi harta. Ahmad dalam penelitiannya juga berusaha untuk membahas konsep umum tentang *hedging* dan konsep *hedging* menurut Islam (A. A. Ahmad & Halim, 2014).

Ramli melakukan penelitian pada Bank Islam Malaysia Berhad (BIMB) untuk melihat penerapan instrumen mekanisme *Islamic Hedging* (Ramli et al., 2016). Hasil penelitiannya berupa evaluasi kerja BIMB sejak didirikan pada Juli 1983, lalu mengidentifikasi jenis-jenis manajemen risiko dan cara mengurangi risiko tersebut dalam perspektif Islam serta memaparkan tujuan penggunaan *Islamic Hedging* sesuai ketentuan Syariah. Berbeda bentuk kajian dengan Ramli tadi, Alam dalam penelitiannya mengupas masalah peraturan dan pengawasan dalam penerapan instrumen hedging yang sesuai ketentuan syariah pada industri perbankan Islam di

Malaysia (Alam et al., 2019). Berdasarkan data ekstensif yang dikumpulkan dari negara-negara anggota *Islamic Financial Services Board* (IFSB), penelitian ini ditujukan untuk menyelidiki praktik-praktik penggunaan *instrument Islamic hedging*, masalah peraturan dan masalah kepatuhan syariah mereka. Dari hasil temuannya didapat bahwa identifikasi dan penilaian risiko berkontribusi terhadap praktek manajemen risiko lembaga keuangan Islam. Profil risiko lembaga keuangan Islam tidak jauh berbeda dengan bank konvensional, dan dengan demikian risiko kredit, risiko likuiditas dan *rate of return risk* (risiko tingkat pengembalian) adalah merupakan risiko utama bagi lembaga-lembaga Islam. Alat yang digunakan mereka untuk *hedging* adalah penyesuaian aset-liabilitas dan *wa'd*. Namun secara umum, lembaga keuangan Islam tersebut tidak menggunakan instrumen *hedging* atau kurang motivasi untuk memanfaatkannya. Hampir setengah dari lembaga keuangan Islam yang disurvei mengetahui secara spesifik peraturan yang berkaitan dengan penggunaan *hedging*, namun karena tidak ada standarisasi aturan untuk lingkup dunia, penerapannya jadi sangat minim. Hasil penelitian Ramli dan Alam tadi diperkuat oleh penelitian Adam et.al. yang menyatakan bahwa keseluruhan tujuan dan konsep *hedge fund* tidak bertentangan dengan prinsip Syariah (Adam, 2019). Upaya untuk sebanyak-banyaknya memitigasi risiko dan berusaha untuk memperoleh *return* pun diperbolehkan. Permasalahan yang muncul pada *conventional hedge funds* adalah instrumen keuangan yang digunakan dalam melakukan *hedging*-nya. *Hedge fund* yang menggunakan instrumen keuangan Syariah memiliki potensi untuk mematuhi Syariah (*Shariah compliant*).

Dari beberapa penelitian diatas tadi dapat disimpulkan bahwasanya meskipun *hedging syariah* diperbolehkan, namun karena belum adanya standarisasi yang bersifat global, masih menimbulkan permasalahan dalam penerapannya terutama juga terkait instrumen yang digunakan. Walau demikian, melihat dari banyaknya penelitian yang mendapati bahwasanya *hedging syariah* mampu menjadi alternatif dari *hedging konvensional* sebagai upaya untuk memitigasi risiko, maka Hal inilah yang melatarbelakangi penulis untuk melakukan penelitian ini dengan judul “ Analisa

Hedging Syariah untuk Utang Luar Negeri Indonesia (Mitigasi Risiko Nilai Tukar Berdasarkan Prinsip Syariah)”.  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
SUMATERA UTARA MEDAN

## **B. Identifikasi Masalah**

1. Jumlah dan nilai ULN Indonesia semakin meningkat dari tahun ke tahun karena penambahan jumlah utang dan pelemahan mata uang rupiah.
2. Peningkatan ULN Indonesia di tengah fluktuasi mata uang rupiah menimbulkan risiko nilai tukar.
3. Hedging dianggap mampu memitigasi risiko nilai tukar.
4. Hedging masih belum banyak digunakan karena banyak perusahaan yang menganggap eksposur nilai tukarnya tidak besar selain juga karena kurangnya pemahaman terhadap produk derivatif dan dianggap berbiaya besar serta berisiko.
5. Hedging syariah masih menjadi perdebatan di kalangan akademisi dilihat dari tidak terlepasnya transaksi dari kegiatan spekulasi, riba, dan gharar.
6. Instrumen hedging syariah masih terlalu sedikit karena produk derivatif yang ada masih banyak yang tidak memenuhi prinsip hukum Islam atau kesesuaian syariah (*sharia compliance*).
7. Meskipun derivatif Islam masih menjadi isu kontroversial, tetapi dari penelitian-penelitian yang dilakukan menunjukkan adanya kebutuhan hedging yang terus mengalami peningkatan.
8. Dibutuhkan upaya memperkenalkan instrumen hedging syariah dan strategi pemasaran oleh Bank Islam agar memenuhi kebutuhan klien dan dapat bersaing dengan produk konvensional.

## **C. Rumusan Masalah**

1. Bagaimana profil utang luar negeri Indonesia dan potensi tekanan terhadap rupiah?
2. Bagaimana *hedging* syariah dapat memitigasi risiko kurs yang ditimbulkan oleh utang luar negeri Indonesia?

3. Bagaimana teknis aplikasi *hedging* syariah untuk memitigasi risiko kurs karena utang luar negeri?
4. Bagaimana tinjauan maqashid syariah dalam penerapan *hedging* syariah sebagai upaya memitigasi risiko kurs?

#### **D. Tujuan Penelitian**

1. Menjelaskan dan menganalisa potensi tekanan nilai tukar rupiah karena semakin meningkatnya jumlah ULN Indonesia
2. Melakukan simulasi transaksi *hedging* syariah atas utang luar negeri Indonesia untuk memitigasi risiko nilai tukar.
3. Melakukan *assessment* terhadap hasil simulasi transaksi *hedging* syariah untuk merekomendasikan batasan, strategi, keputusan untuk melakukan atau tidak melakukan *hedging* syariah.
4. Melakukan tinjauan maqashid syariah dalam penerapan *hedging* syariah sebagai upaya memitigasi risiko kurs.

#### **E. Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis.

##### **1. Secara teoritis**

Penelitian ini dapat digunakan sebagai sumbangan pemikiran untuk mengembangkan kajian ekonomi Syariah khususnya penerapan *hedging* syariah sebagai upaya untuk memitigasi risiko nilai tukar.

##### **2. Secara praktis**

Penelitian ini diharapkan menjadi sumber masukan bagi Pemerintah maupun Swasta dalam melakukan lindung nilai terhadap utang luar negerinya.