

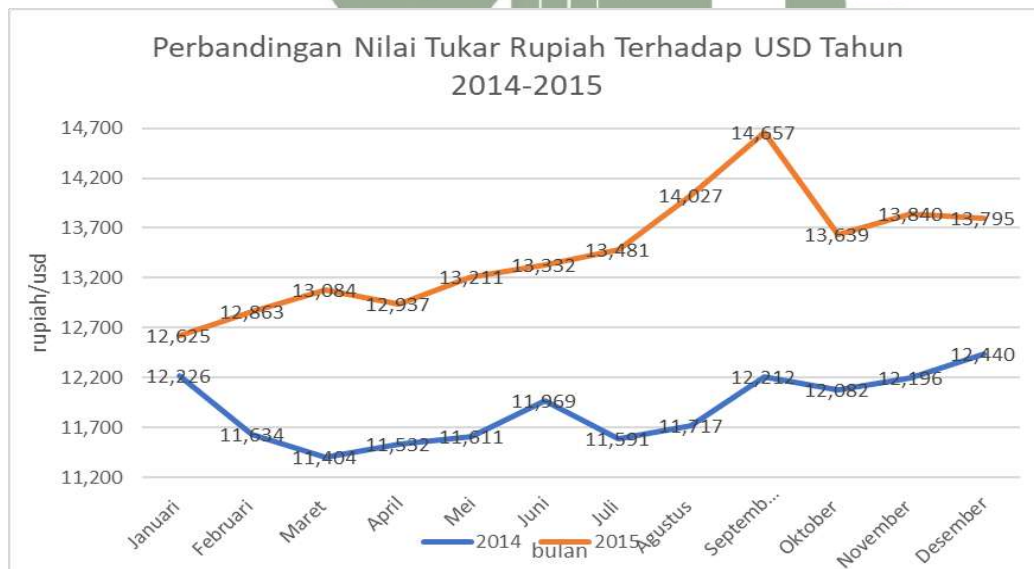
BAB IV

TEMUAN PENELITIAN

A. Gambaran Umum Pergerakan Nilai Tukar Rupiah

Nilai tukar mata uang adalah harga dari nilai mata uang suatu negara terhadap negara lain. Mata uang suatu negara dapat mengalami perubahan secara substansial karena perubahan kondisi ekonomi maupun sosial politik. Perubahan tersebut bisa mengalami apresiasi jika mata uang domestik terhadap mata uang luar mengalami kenaikan dan mengalami depresiasi ketika mata uang domestik terhadap mata uang asing mengalami penurunan.

Nilai tukar Rupiah mengalami fluktuasi dari waktu ke waktu dan cenderung mengalami pelemahan. Nilai tukar Rupiah terhadap USD sepanjang 2015 apabila dibandingkan dengan tahun 2014 mengalami pelemahan paling parah. Berdasarkan data yang diperoleh dari Bank Indonesia berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai tukar Rupiah di tahun 2015 dibandingkan dengan 2014.



Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Gambar 4.1: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2014-2015

Apabila diperhatikan secara seksama pada gambar 4.1 , pelemahan nilai tukar Rupiah terhadap USD sudah mulai berlangsung di bulan September 2014. Kondisi pelemahan nilai tukar ini disebabkan oleh faktor internal dan eksternal (Kuncoro, 2014). Penyebab utama dari faktor internal adalah struktur ekonomi Indonesia yang sejak lama tidak dalam kondisi sehat yaitu defisit neraca perdagangan dan transaksi berjalan yang masih berlanjut. Selama beberapa tahun terakhir hampir semua produk dan sektor Indonesia mengalami penurunan kinerja dari surplus menjadi defisit perdagangan. Jika tadinya defisit perdagangan hanya dialami sektor migas, mulai triwulan II-2013 neraca perdagangan defisit USD 0,6 miliar akibat penurunan kinerja ekspor nonmigas dan neraca perdagangan migas terus defisit. Defisit ini pertama kali terjadi selama tiga dasawarsa terakhir. Penyebabnya adalah menurunnya *lifting* minyak dan iklim investasi sektor migas yang kurang mendorong eksplorasi ladang minyak baru. Menurunnya ekspor nonmigas disebabkan oleh banyaknya perusahaan yang menutup usahanya akibat krisis global ataupun kalah bersaing dengan negara-negara pengekspor produk yang sama. Selain itu, harga dan permintaan komoditas ekspor di pasar internasional masih cenderung menurun akibat perlambatan ekonomi di negara mitra dagang utama Indonesia. Solusi yang dibuat pemerintah tidak menyelesaikan permasalahan tersebut secara tepat. Dibutuhkan kebijakan makro dan sektoral yang mendasar agar ancaman krisis di pasar modal dan valas tidak merambat ke semua sektor.

Sementara dari sisi eksternal, pelemahan Rupiah dipengaruhi oleh sentimen negatif terkait dengan meningkatnya ketidakpastian global akibat pertumbuhan ekonomi dunia yang cenderung turun. Banyak investor asing yang menarik investasi mereka di Asia seiring dengan rencana Bank Sentral AS (The Fed) mengurangi kebijakan *quantitative easing* (QE).

Quantitative Easing (QE) adalah kebijakan moneter yang diterapkan The Fed untuk mendorong perekonomian karena kebijakan moneter yang standar menjadi tak efektif dan suku bunga sudah amat rendah mendekati nol. Cara yang dilakukan adalah The Fed membeli sejumlah aset finansial (obligasi jangka panjang dan US Treasury Notes) di bank komersial ataupun Lembaga keuangan lain. The Fed melakukan QE

yang pertama (QE1) pada 25 November 2008 hingga akhir Maret 2010 sejumlah USD 600 Miliar dan terus bertambah hingga USD 1,75 triliun. Pada tahap kedua (QE2) The Fed membeli USD 600 Miliar selama November 2010-Juni 2011. Pada 12 September 2012, The Fed mengumumkan akan membeli surat berharga jangka panjang USD 40 miliar per bulan. Kebijakan The Fed ini memberi pengaruh kepada keputusan investor untuk membeli aset-aset berisiko terutama yang dimiliki negara berkembang termasuk Indonesia.

Berdasarkan Laporan Perekonomian Indonesia tahun 2014 dapat dilihat bahwa nilai tukar Indonesia pada kuartal II hingga IV di tahun 2014 menunjukkan kondisi terdepresiasi (LPI, 2015). Pada tahun 2014, secara rata-rata, Rupiah terdepresiasi 12% ke level Rp 11.812 per USD dari Rp 10.445 per USD pada 2013. Secara *point to point*, Rupiah terdepresiasi sebesar 1,7% mencapai level Rp 11.876 per USD lebih rendah dibandingkan dengan depresiasi pada tahun 2013 yang mencapai 20,8%. Rupiah cenderung melemah hampir pada sepanjang tahun 2014, kecuali pada triwulan I 2014. Berikut ini gambar perkembangan nilai tukar Rupiah tahun 2014 :



Sumber : Bank Indonesia (2022)

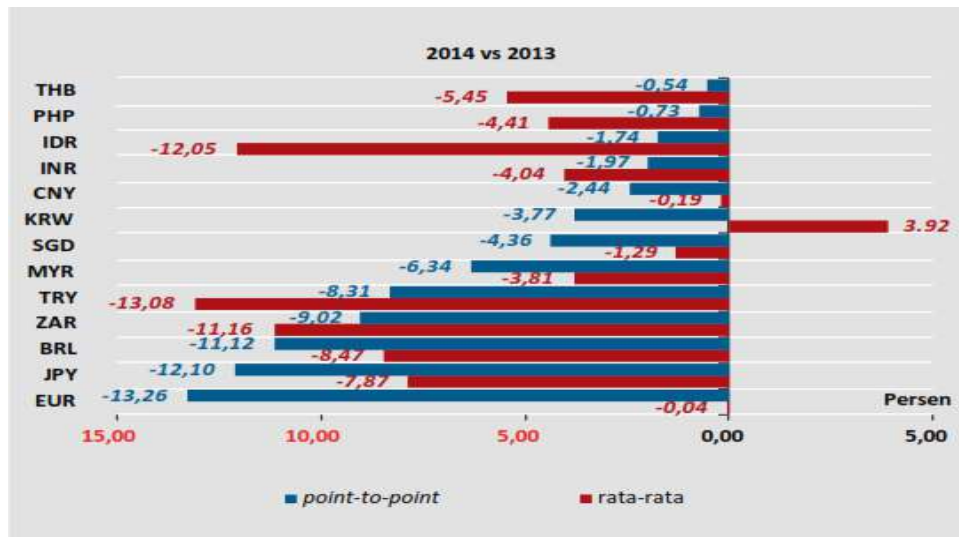
Gambar 4.2: Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap USD 2014

Bila dilihat pada gambar 4.2 diatas terjadinya penguatan Rupiah pada triwulan I 2014 yang dipengaruhi oleh sentimen positif domestik. Secara *point to point* (ptp),

Rupiah menguat 7,13% dibandingkan dengan akhir tahun 2013 dan ditutup pada level Rp 11.360 per USD pada akhir triwulan. Penguatan terutama terjadi pada bulan Februari hingga Maret 2014 ditopang oleh faktor internal berupa perbaikan indikator fundamental ekonomi domestik serta optimisme terhadap pelaksanaan Pemilu. Pada triwulan II dan III tahun 2014, Rupiah kembali melemah dipicu oleh moderasi pertumbuhan ekonomi domestik dan *risk-on risk off* kondisi politik dalam negeri. Sementara, dari sisi eksternal, tekanan rupiah terutama bersumber dari kekhawatiran terhadap dampak normalisasi kebijakan *the Fed* dan perlambatan ekonomi global. Terjadinya peningkatan ketegangan geopolitik di perbatasan Rusia-Ukraina juga menjadi faktor negatif yang mengoreksi *risk appetite* investor terhadap *high yielding asset* seperti negara berkembang Asia yang kemudian menekan nilai tukar. Ekspansi perekonomian Tiongkok pada triwulan I tahun 2014 yang termoderasi ke level 7,4% (yoy) dari 7,7% (yoy) di triwulan IV tahun 2013 turut menekan nilai tukar negara berkembang Asia. Pada triwulan IV tahun 2014, tekanan terhadap Rupiah meningkat dipengaruhi oleh indeks Dollar yang terus menguat. Ekonomi AS yang membaik di tengah pemulihan global yang berjalan lambat mendorong peningkatan permintaan Dollar sebagai *safe haven assets*. Penguatan indeks Dollar tertinggi terjadi pada akhir bulan Desember 2014 mencapai level 90,27 atau terapresiasi sebesar 12,8% (*year to date/yttd*), sehingga menyebabkan tekanan pada nilai tukar Rupiah dan kawasan. Rupiah sempat mencapai Rp 12.725 per USD pada tanggal 16 Desember 2014. Kemungkinan kenaikan suku bunga *the Fed* yang lebih cepat (*early-hike*) menjelang *Federal Open Market Committee* (FOMC)/ Dewan Rapat Kebijakan Bank Sentral Amerika Serikat tanggal 16 Desember sejalan dengan meningkatnya keyakinan pasar terhadap pemulihan sektor tenaga kerja AS turut memberikan tekanan terhadap rupiah.

Selain penguatan indeks Dollar, pada triwulan IV tahun 2014, pelemahan Rupiah juga didorong oleh krisis Rusia-Ukraina dan kegagalan program *free float* Rusia dalam mengatasi depresiasi mata uang *Ruble*. Akibatnya, beberapa negara berkembang Asia juga mengalami tekanan nilai tukar. Upaya yang dilakukan Bank Indonesia untuk memitigasi tekanan nilai tukar Rupiah saat itu adalah menerapkan *dual invention* yaitu penjualan valas dan pembelian SBN pada saat yang bersamaan.

Meskipun terdepresiasi cukup tajam mencapai level 4,25% dibandingkan dengan akhir November 2014, namun pelemahan Rupiah masih lebih rendah dibandingkan dengan depresiasi mata uang Brazil, Jepang, dan India. Secara keseluruhan, depresiasi Rupiah pada tahun 2014 relatif sejalan dengan pergerakan mata uang kawasan. Hal tersebut dapat dilihat pada gambar berikut ini.



Sumber : Bank Indonesia (2022)

Gambar 4.3 : Perubahan Nilai Tukar Kawasan

Pelemahan nilai tukar terjadi hampir di semua mata uang, seiring menguatnya indeks Dollar. Meski melemah terhadap USD namun Rupiah cenderung mengalami apresiasi relatif terhadap mata uang utama lainnya termasuk mata uang negara mitra dagang utama seperti JPY dan EUR.

Pelemahan Rupiah tersebut disertai dengan volatilitas yang terus menurun hingga akhir tahun, meski sedikit meningkat dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Volatilitas Rupiah yang lebih tinggi dibandingkan dengan 2013 terkait dengan perkembangan Rupiah yang sempat menguat pada triwulan I 2014 namun kemudian melemah sampai akhir tahun. Secara tahunan, volatilitas Rupiah meningkat menjadi 10,2% dibandingkan dengan tahun 2013 sebesar 9,71%. Peningkatan volatilitas terutama terjadi pada triwulan I 2014 yaitu sebesar 11,5% yang kemudian terus menurun hingga menjadi 8,98% di triwulan IV. Volatilitas yang terus menurun hingga

akhir tahun tersebut sejalan dengan upaya Bank Indonesia untuk mengarahkan nilai tukar sesuai dengan fundamental ekonomi.

Berbeda dengan kondisi pada tahun 2014, pergerakan nilai tukar Rupiah pada tahun 2015 menunjukkan dinamika yang cukup tinggi. Secara rata-rata Rupiah mengalami depresiasi sebesar 11,3% ke level Rp 13.392 per USD dari Rp 11.876 per USD pada 2014. Pelemahan tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan 2014 yang tercatat sebesar 1,7%. Secara umum, Rupiah berada dalam tren depresiasi selama tiga triwulan pertama 2015 dengan tekanan yang semakin meningkat pada triwulan III 2015. Namun pada triwulan IV 2015, Rupiah memasuki fase stabilisasi seiring dengan menurunnya ketidakpastian di pasar keuangan global (LPI, 2016). Aliran dana nonresiden kembali meningkat sejalan dengan lebih menariknya imbal hasil investasi di dalam negeri dan terjaganya persepsi investor terhadap prospek perekonomian domestik setelah rilis paket stabilisasi nilai tukar Rupiah yang ditempuh Bank Indonesia dan rangkaian paket kebijakan struktural oleh pemerintah. Pada triwulan I-II 2015, depresiasi nilai tukar Rupiah relatif lebih terkendali sejalan dengan berimbangannya faktor-faktor yang mempengaruhi. Rupiah membukukan depresiasi secara terbatas sebesar 5,3% (*quarter to quarter/qtq*) pada triwulan I 2015 ke level Rp 13.074 per USD. Pada triwulan II 2015, depresiasi Rupiah semakin tertahan sebesar 1,9 % (*qtq*) ke level Rp 13.333 per USD. Tekanan pada triwulan I-II 2015 terutama berasal dari penguatan USD secara umum terhadap mata uang dunia. Penguatan indeks Dollar tersebut sejalan dengan berlanjutnya perbaikan ekonomi AS yang menguatkan prakondisi dimulainya siklus kebijakan moneter ketat, stimulus tambahan oleh European Central Bank (ECB) dan perkembangan negatif dari proses negosiasi fiskal Yunani yang sempat mengalami *deadlock*. Namun, faktor risiko tersebut kemudian diimbangi oleh beberapa perkembangan positif dari dalam dan luar negeri, sehingga dapat menahan laju depresiasi Rupiah. Dari dalam negeri, perkembangan positif berasal dari peningkatan surplus neraca perdagangan Indonesia serta revisi ke atas *outlook rating* Indonesia oleh *Standard & Poor's* (lembaga pemeringkat kredit di Amerika) dari *stable* menjadi *positive* pada bulan Mei 2015. Sementara dari luar negeri, FOMC Juni 2015 yang lebih *dovish* (melonggarkan kebijakan moneter)

berhasil mengoreksi kekhawatiran atas rencana kenaikan suku bunga oleh *The Fed*. Berikut ini dapat dilihat perkembangan nilai tukar Rupiah tahun 2015 :



Sumber : Bank Indonesia (2022)

Gambar 4.4 : Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap USD 2015

Selanjutnya pada gambar 4.4 tersebut dapat dilihat bahwa pada triwulan III 2015, tekanan terhadap Rupiah meningkat dan mendorong Rupiah ke level terendah sepanjang tahun 2015. Tekanan terutama berasal dari faktor eksternal akibat implementasi devaluasi nilai tukar Yuan oleh Otoritas Moneter Tiongkok yang di luar dugaan pasar dan semakin tingginya kekhawatiran atas rencana normalisasi kebijakan moneter di AS. Sementara dari dalam negeri, melambatnya ekspansi perekonomian domestik masih menjadi faktor risiko yang membebani pergerakan nilai tukar. Perkembangan tersebut kemudian menyebabkan koreksi kepemilikan nonresiden pada

aset keuangan domestik dan menekan nilai tukar Rupiah. Pada triwulan III 2015, Rupiah terdepresiasi 9% (*qtq*) ke level Rp 14.650 per USD meningkat dibandingkan depresiasi pada triwulan II 2015 sebesar 1,9% (*qtq*). Selain itu, ekspektasi depresiasi turut meningkat pada triwulan III 2015 sebagaimana terlihat dari rata-rata selisih nilai tukar *Nondeliverable Forward* (NDF) tenor satu bulan dengan nilai tukar *spot* yang naik ke level 168 poin dari 104 poin pada triwulan II 2015 dimana NDF merupakan transaksi *forward* di pasar luar negeri (*offshore*) yang dilakukan tanpa penyerahan *notional amount* pada saat jatuh waktu. NDF dapat menggambarkan persepsi pelaku pasar *offshore* terhadap nilai tukar Rupiah di masa yang akan datang.

Pada triwulan IV 2015, nilai tukar Rupiah memasuki periode stabilisasi yang ditopang oleh meningkatnya aliran masuk dana nonresiden ke aset domestik. Meningkatnya aliran masuk asing terutama pada obligasi negara didorong oleh imbal hasil yang meningkat sehingga lebih kompetitif dibandingkan dengan imbal hasil obligasi negara *peers* (Thailand, Malaysia, Korea, Filipina, India, dan Rusia). Peningkatan aliran masuk asing tersebut juga didorong oleh positifnya tingkat keyakinan investor setelah pengumuman rangkaian kebijakan stabilisasi yang ditempuh Bank Indonesia, Pemerintah dan OJK. Aliran masuk dana nonresiden kembali meningkat pada triwulan IV 2015 menjadi 2,27 miliar USD setelah mengalami *net* jual 1,85 miliar USD pada triwulan III 2015.

Penguatan nilai tukar Rupiah di triwulan IV 2015 selain didorong oleh kondisi internal sebagaimana yang telah disampaikan di atas, dari faktor eksternal yang diawali oleh FOMC September 2015 yang lebih *dovish*. Perkiraan akan adanya kenaikan *Federal Fund Rate*, yaitu suku bunga antarbank sebagai biaya pinjam meminjam cadangan bank */bank reserves* yang ditempatkan oleh perbankan umum pada bank Sentral Amerika dalam durasi satu malam (*overnight*), dari triwulan IV 2015 yang kemudian bergeser menjadi triwulan I 2016 memberi dampak penguatan nilai tukar Rupiah pada Oktober 2015.

Terkait kondisi pelemahan nilai tukar Rupiah terhadap USD di tahun 2015 dibandingkan dengan 2014 maka pada tabel di bawah ini dapat ditampilkan secara *year on year* (YoY) berikut persentase pelemahannya.

Tabel 4.1. Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2014-2015

Bulan	2014	2015	YoY	%
Januari	12,226	12,625	(399)	(3.3)
Februari	11,634	12,863	(1,229)	(10.6)
Maret	11,404	13,084	(1,680)	(14.7)
April	11,532	12,937	(1,405)	(12.2)
Mei	11,611	13,211	(1,600)	(13.8)
Juni	11,969	13,332	(1,363)	(11.4)
Juli	11,591	13,481	(1,890)	(16.3)
Agustus	11,717	14,027	(2,310)	(19.7)
September	12,212	14,657	(2,445)	(20.0)
Oktober	12,082	13,639	(1,557)	(12.9)
November	12,196	13,840	(1,644)	(13.5)
Desember	12,440	13,795	(1,355)	(10.9)

Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Pada tabel 4.1 terlihat bahwa sepanjang tahun 2015 nilai tukar Rupiah terhadap Dollar terus mengalami pelemahan. Pelemahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar paling parah terjadi di bulan September 2015. Apabila dibandingkan dengan nilai tukar Rupiah di bulan September 2014 (*year on year*) maka dapat dilihat bahwa telah terjadi pelemahan nilai tukar Rupiah sebesar 2,445 poin atau 20% pada bulan September 2015. Depresiasi nilai tukar Rupiah pada periode tersebut sebagaimana yang telah disampaikan sebelumnya disebabkan oleh berkurangnya arus modal ke dalam negeri akibat sentimen global, khususnya normalisasi kebijakan moneter Bank Sentral Amerika Serikat dan devaluasi mata uang Yuan, China (Sari, 2015). Kebutuhan valuta asing yang tinggi tersebut tidak diimbangi dengan ketersediaan valas di pasar keuangan yang pada akhirnya membuat nilai tukar rupiah tertekan dalam. Kondisi ini tidak hanya dialami oleh mata uang Rupiah saja, mata uang milik negara-negara tetangga seperti Filipina, Thailand, Singapura dan Malaysia juga mengalami hal yang sama. Namun di Kawasan ASEAN, Rupiah tercatat berkinerja kedua terburuk setelah Ringgit Malaysia yang melemah 22,7 persen (Karuru, 2015). Untuk mengatasi masalah tersebut, Bank Indonesia menggunakan instrumen kebijakan makro prudensial untuk menjaga stabilitas nilai tukar yang berdampak pada menurunnya cadangan devisa Indonesia. Pemerintah meluncurkan delapan (8) paket kebijakan ekonomi yang

mencakup berbagai aspek yang luas, terbit dalam kurun Oktober sampai Desember 2015. Paket kebijakan yang diterapkan adalah intervensi di pasar forward, pengendalian likuiditas rupiah dengan menerbitkan Sertifikat Deposito Bank Indonesia (SDBI) 3 bulan dan *Reverse Repo* SBN dengan tenor 2 minggu, pengelolaan penawaran dan permintaan valuta asing, penerbitan Surat Berharga Bank Indonesia Valas, pengurangan pajak bunga deposito bagi eksportir yang menyimpan Devisa Hasil Ekspor (DHE) di perbankan Indonesia dan penurunan *holding period* SBI dari 1 bulan menjadi 1 minggu (Maulana, 2018).

Seiring memasuki tahun 2016, nilai tukar Rupiah cenderung mengalami penguatan. Penguatan nilai tukar Rupiah pada 2016 terjadi di tiga triwulan pertama yang kemudian melemah pada triwulan terakhir 2016. Secara rata-rata, Rupiah menguat dari Rp 13.392 per USD pada tahun 2015 menjadi Rp 13.305 per USD atau menguat 0,7%. Kondisi Rupiah yang menguat ini berbeda jauh dengan perkembangan mata uang negara berkembang lainnya pada 2016 yang cenderung mengalami pelemahan seperti Afrika Selatan (-13,1%), Turki (-9,9%), Malaysia (-5,7%), India (-4,5%), Brasil (-4,2%), Filipina (-4,1%), Thailand (-2,9%), dan Korea (-2,5%) (LPI, 2017).

Pada triwulan I 2016, nilai tukar Rupiah menguat disertai dengan volatilitas yang menurun. Secara rata-rata, nilai tukar Rupiah pada triwulan I 2016 tercatat Rp 13.525 per USD atau menguat sebesar 1,8% (*qta*) dibandingkan dengan level triwulan IV 2015. Volatilitas nilai tukar Rupiah juga menurun tajam dari triwulan IV 2015 yang mencapai 16,7% menjadi 10,3%. Penguatan nilai tukar Rupiah pada triwulan I 2016 cukup menggembirakan mengingat saat bersamaan berbagai risiko dari eksternal belum mereda hal ini dikarenakan adanya persepsi positif investor terhadap prospek perekonomian Indonesia dan penurunan risiko domestik sehingga dapat meminimalkan berbagai risiko dari eksternal. Risiko eksternal sempat meningkat pada Januari 2016 dipicu tekanan di pasar uang dan bursa saham Tiongkok. Hal tersebut bermula dari implementasi '*circuit breaker*' di bursa saham Tiongkok guna mengantisipasi *net* jual berlebihan yang justru berbalik menimbulkan kepanikan di pasar keuangan. Tekanan dari eksternal pada Januari 2016 juga dipengaruhi penurunan

harga minyak dunia ke level di bawah 30 USD/barrel akibat berlimpahnya pasokan. Penurunan harga minyak itu dikhawatirkan akan mempengaruhi prospek negara-negara penghasil komoditas. Pada Februari 2016, tekanan eksternal lebih terkendali seiring dampak positif berbagai kebijakan stabilisasi yang ditempuh otoritas Tiongkok serta arah kebijakan Bank Sentral AS pada bulan Maret 2016 yang lebih *dovish*.

Penguatan nilai tukar Rupiah berlanjut pada triwulan II 2016, meskipun dengan besaran yang lebih terbatas. Secara rata-rata, Rupiah menguat sebesar 1,6% (*qtq*) dan mencapai Rp 13.313/USD. Penguatan nilai tukar Rupiah pada periode ini dipengaruhi persepsi positif investor dan risiko perekonomian yang tetap terkendali. Nilai tukar Rupiah tetap menguat pada triwulan II 2016 ditopang oleh sentiment positif domestik atas pengesahan UU amnesti pajak sehingga meningkatkan optimisme penanaman modal di Indonesia.

Penguatan nilai tukar Rupiah sedikit tertahan pada triwulan II 2016 terutama dipengaruhi pernyataan beberapa pejabat bank sentral AS dan rilis hasil rapat *Federal Open Market Committee* (FOMC) pada April 2016 yang memberikan sinyal kenaikan *Fed Funds Rate* (FFR). Rilis tersebut menyatakan kenaikan FFR pada FOMC Juni 2016 masih dimungkinkan jika data ekonomi AS konsisten dengan penguatan pertumbuhan ekonomi pada triwulan II 2016, perbaikan pasar tenaga kerja masih berlanjut, dan peningkatan inflasi menuju target 2% tetap berlangsung. Dalam perkembangannya ketidakpastian pasar global berkurang setelah muncul pernyataan Gubernur Bank Sentral AS pada akhir Juni 2016 bahwa kenaikan FFR akan dilakukan bertahap dan lebih berhati-hati. Penguatan nilai tukar Rupiah pada triwulan II 2016 yang lebih terbatas juga dipengaruhi kekhawatiran atas hasil referendum di Inggris. Kekhawatiran mulai meningkat saat *polling* terhadap kemungkinan hasil referendum pada 13 Juni 2016 yang mengarah pada keluarnya Inggris dari Uni Eropa (*Brexit*). Kekhawatiran berlanjut setelah pelaksanaan referendum menghasilkan “*leave note*” sebagai pemenang. Hasil referendum tersebut kurang sejalan dengan ekspektasi pelaku pasar memicu kenaikan risiko global.

Penguatan nilai tukar Rupiah masih berlanjut pada triwulan III 2016. Secara rata-rata, Rupiah menguat sebesar 1,4% (*qtq*) dan mencapai level Rp 13.130/USD.

Penguatan terutama didorong sentiment positif atas program amnesti pajak periode pertama yang berakhir pada September 2016. Sentimen positif atas program amnesti pajak mendorong peningkatan aliran dana masuk ke Indonesia. Aliran dana masuk meningkat cukup besar mencapai 4,8 miliar USD baik pada instrumen SBI, SUN, maupun saham. Sentimen positif atas program amnesti pajak dapat meminimalkan risiko eksternal yang meningkat karena rencana kenaikan FFR dan jelang pemilihan presiden AS.

Pada triwulan IV 2016, Rupiah mendapat tekanan depresiasi akibat faktor eksternal. Rupiah pada triwulan IV 2016 secara rata-rata tercatat di level Rp 13.247/USD atau terdepresiasi 0,9 (*qta*). Faktor eksternal yang memberikan tekanan terhadap Rupiah terutama bersumber dari perkembangan positif ekonomi AS dan hasil pemilihan Presiden AS yang berbeda dengan ekspektasi pasar. Risiko eksternal memberikan tekanan terhadap mata uang secara global, termasuk Rupiah. Penguatan mata uang Dolar secara global tercermin pada penguatan indeks Dolar terhadap mata uang dunia dan Asia yang masih berlanjut pada Desember 2016. Kenaikan FFR yang direalisasikan pada pertengahan Desember 2016 turut memperkuat mata uang Dolar sehingga menambah tekanan terhadap mata uang negara berkembang.

Faktor eksternal yang memberikan tekanan terhadap Rupiah pada triwulan IV 2016 juga dipicu respons kebijakan negara lain yang di luar ekspektasi pasar. Respons negara lain tersebut kemudian memberikan tekanan kepada mata uang Kawasan, termasuk Rupiah. Kebijakan tersebut seperti kebijakan yang diadopsi oleh Bank Sentral Malaysia, Bank Negara Malaysia (BNM), untuk merespons depresiasi Ringgit pasca pemilihan presiden AS. Bank Sentral Malaysia melarang bank untuk melakukan penjualan valas kepada pelaku *offshore* (pasar valas di luar wilayah yang menggunakan mata uang yang ditransaksikan) dan hanya boleh menjual valas kepada *onshore* (pasar valas di dalam wilayah yang menggunakan mata uang yang ditransaksikan) dengan kurs yang lebih rendah atau sama dengan rentang perdagangan penutupan hari sebelumnya. Pembatasan tersebut dianggap pasar sebagai *unofficial capital control* (kebijakan tidak resmi meregulasi aliran dana masuk atau keluar dari

pasar modal suatu negara) sehingga juga memberikan tekanan depresiasi tambahan kepada mata uang negara-negara berkembang termasuk Rupiah.

Dinamika nilai tukar Rupiah pada 2016 secara umum menggambarkan penguatan Rupiah banyak dipengaruhi terjaganya persepsi positif investor terhadap prospek perekonomian Indonesia. Prospek pertumbuhan ekonomi yang membaik, stabilitas ekonomi dan stabilitas sistem keuangan yang tetap terkendali, kebijakan makroekonomi yang tetap dalam koridor sehat, dan sinergi kebijakan yang semakin solid, menjadi faktor-faktor yang mendukung persepsi positif investor terhadap prospek perekonomian Indonesia. Persepsi positif investor yang kemudian mampu menjadi daya tarik aliran masuk modal asing ke Indonesia dan mendukung penguatan Rupiah.

Persepsi positif investor terhadap prospek perekonomian juga dipengaruhi program amnesti pajak yang ditempuh pemerintah. Di satu sisi, penguatan Rupiah dipengaruhi dampak langsung repatriasi (dana yang kembali ke Indonesia dan diinvestasikan di dalam negeri) dana dari luar negeri dalam kaitan dengan program Amnesti Pajak. Di sisi lain, penguatan Rupiah juga dipengaruhi persepsi terhadap ketahanan fiskal jangka menengah. Hal ini karena program amnesti pajak yang berhasil tidak hanya akan meningkatkan penerimaan pajak dalam jangka pendek, tetapi juga akan memperkuat ketahanan fiskal dalam jangka menengah-panjang.

Penguatan nilai tukar Rupiah pada 2016 juga ditopang imbal hasil obligasi Indonesia yang tetap menarik. Pada tahun 2016, imbal hasil obligasi negara Indonesia akan mencapai 15,8%, meningkat dibandingkan dengan kondisi tahun sebelumnya yang tercatat negatif 5,9%. Imbal hasil pada 2016 bahkan tercatat lebih tinggi dari rata-rata imbal hasil tahunan dalam sepuluh tahun terakhir. Penguatan nilai tukar Rupiah tersebut tidak terlepas dari dampak positif implementasi beberapa kebijakan Bank Indonesia. Berbagai kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia berkontribusi positif pada perilaku permintaan terhadap Dolar sehingga menjadi lebih terukur dan terkendali. Kembangangan positif ini pada gilirannya berdampak bagi stabilitas nilai tukar Rupiah pada 2016 yang tetap terjaga.

Kebijakan pertama berkaitan dengan ketentuan tentang kewajiban penggunaan Rupiah di wilayah Negara Kesatuan Republik Indonesia (NKRI). Kewajiban tersebut diatur dalam Peraturan Bank Indonesia (PBI) no. 17/3/PBI/2015 tentang Kewajiban Penggunaan Rupiah di Wilayah NKRI. PBI tersebut menegaskan setiap transaksi yang dilakukan di Wilayah NKRI, baik dilakukan penduduk maupun bukan penduduk, transaksi tunai maupun nontunai, sepanjang dilakukan di Wilayah NKRI wajib menggunakan Rupiah. Penerapan sanksi terhadap pelanggaran atas kewajiban penggunaan Rupiah untuk transaksi nontunai berupa sanksi administratif. Meskipun PBI tersebut diterbitkan pada tahun 2015 implementasi dari PBI terlihat semakin efektif pada 2016 terindikasi dari transaksi valas domestik antar penduduk yang berada dalam tren menurun sejak Juli 2015.

Kebijakan kedua berkaitan dengan ketentuan pengendalian risiko Utang Luar Negeri (ULN) melalui tahapan implementasi Kegiatan Penerapan Prinsip Kehati-hatian (KPPK). Kegiatan Penerapan Prinsip Kehati-hatian (KPPK) adalah kegiatan korporasi nonbank yang dilakukan dalam rangka memitigasi risiko nilai tukar, risiko likuiditas, dan risiko utang yang berlebihan (*overleverage*) terhadap utang luar negeri yang dimiliki. Ketentuan ini mewajibkan korporasi nonbank untuk menghitung asset dan kewajiban valasnya pada periode 0 sampai dengan 3 bulan dan 3 sampai dengan 6 bulan mendatang. Korporasi yang memiliki ULN dalam valas wajib menerapkan KPPK dengan memenuhi rasio lindung nilai minimum, rasio likuiditas minimum dan pemenuhan minimum peringkat utang yang telah ditetapkan oleh Bank Indonesia. Ketentuan terkait KPPK didasari oleh Peraturan Bank Indonesia (PBI) no. 16/21/PBI/2014 tentang Penerapan Prinsip Kehati-hatian Dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi Nonbank. Ketentuan tersebut mengatur tiga hal. Pertama, ketentuan rasio lindung nilai dengan nilai minimum sebesar 25%. Kedua, korporasi yang memiliki ULN wajib memenuhi rasio likuiditas dengan nilai minimum sebesar 70%. Ketiga, korporasi yang akan menerbitkan atau melakukan penarikan ULN baru setelah tanggal 1 Januari 2016 diwajibkan untuk menyampaikan informasi pemenuhan minimum peringkat utang BB-.

Beberapa perkembangan positif dicapai setelah implementasi KPPK. Hal ini antara lain ditunjukkan oleh meningkatnya tingkat pelaporan KPPK dibandingkan dengan laporan tahun sebelumnya. Jumlah korporasi yang wajib melapor KPPK pada triwulan III 2016 sebanyak 2.679 korporasi, meningkat 1,8% (qtq) dibandingkan dengan jumlah korporasi triwulan sebelumnya. Jumlah pelapor tersebut juga telah meningkat sebesar 7,2% dibandingkan dengan posisi triwulan IV 2015. Dari pelapor pada triwulan III 2016, sebanyak 2.532 (94,5%) telah melakukan pelaporan KPPK dengan data yang dapat diolah. Secara nominal, nilai utang korporasi pelapor telah mewakili 84,9% dari total posisi ULN seluruh korporasi pelapor ULN swasta.

Tingkat kepatuhan pelapor KPPK juga meningkat dibandingkan dengan kondisi tahun sebelumnya. Pada triwulan III 2016, tercatat sebanyak 88,6% dari total pelapor yang sudah memenuhi rasio lindung nilai untuk 0-3 bulan, lebih tinggi dari rasio kepatuhan pada triwulan III 2015 yaitu sebesar 83,5%. Sementara itu, sebanyak 93,6% pelapor KPPK telah memenuhi rasio lindung nilai sebesar 3-6 bulan dan sebanyak 86,5% pelapor sudah memenuhi rasio likuiditas. Rasio-rasio tersebut juga lebih tinggi dibandingkan dengan kondisi di periode yang sama tahun 2015.

Beda halnya dengan pergerakan Rupiah di tahun 2015, pada tahun 2016 kondisi Rupiah cenderung menguat dan stabil. Di Januari 2016 Rupiah berada pada posisi Rp 13.846/USD kemudian bergerak menguat hingga pertengahan tahun tepatnya di bulan Juni yaitu Rp 13.180/USD dan ditutup di angka Rp 13.436/USD pada Desember 2016. Berikut ini ditampilkan pergerakan nilai Rupiah/USD sepanjang tahun 2016.

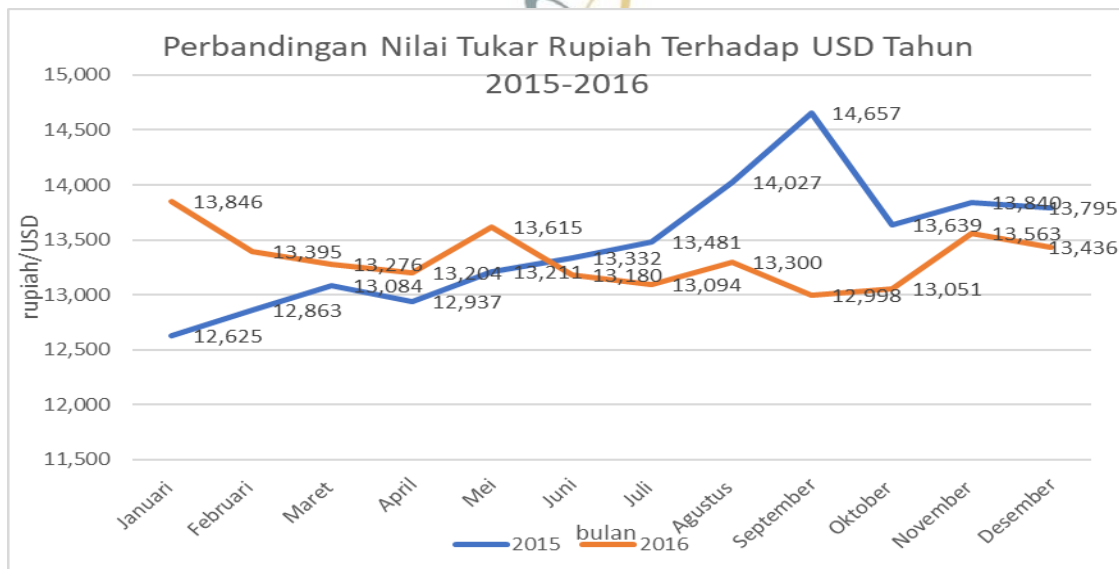
Tabel 4.2. Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2015-2016

Bulan	2015	2016	YoY	%
Januari	12,625	13,846	(1,221)	(9.7)
Februari	12,863	13,395	(532)	(4.1)
Maret	13,084	13,276	(192)	(1.5)
April	12,937	13,204	(267)	(2.1)
Mei	13,211	13,615	(404)	(3.1)
Juni	13,332	13,180	152	1.1
Juli	13,481	13,094	387	2.9

Agustus	14,027	13,300	727	5.2
September	14,657	12,998	1,659	11.3
Oktober	13,639	13,051	588	4.3
November	13,840	13,563	277	2.0
Desember	13,795	13,436	359	2.6

Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Pada tabel 4.2 dapat dilihat bahwa perekonomian Indonesia di tahun 2016 cenderung lebih kondusif dibandingkan tahun 2015. Nilai tukar Rupiah berfluktuasi dengan pergerakan yang lebih *smooth*. Sebagaimana yang telah dipaparkan sebelumnya banyak faktor internal maupun eksternal yang menyebabkan kondisi ini terjadi. Untuk lebih dapat melihat lebih jelas perbandingan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar tahun 2015-2016 bisa dilihat pada gambar 4.5 berikut ini.



Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Gambar 4.5: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2015-2016

Bila diamati pada gambar 4.5 nilai tukar Rupiah di awal tahun 2016 berada pada posisi melemah dibandingkan awal tahun 2015 yaitu sebesar 1,221 poin (*yoy*) atau sebesar 9,7% . Kondisi ini cenderung semakin membaik hingga bulan Juni 2016 yang berada di titik terendah kedua sepanjang 2016. Seiring dengan sentimen positif atas program amnesti pajak sebagaimana yang telah dipaparkan sebelumnya menyebabkan kondisi nilai tukar Rupiah cenderung terus mengalami penguatan hingga memasuki triwulan IV. Meskipun pada triwulan IV 2016 Rupiah mendapat tekanan

depresiasi akibat faktor eksternal namun berhasil menguat di akhir tahun sebesar 359 poin (*yoy*) dibandingkan tahun sebelumnya.

Nilai tukar Rupiah pada tahun 2017 secara umum cukup stabil ditopang oleh membaiknya fundamental perekonomian Indonesia, meskipun sempat mengalami tekanan pada triwulan terakhir akibat faktor eksternal. Terjaganya nilai tukar Rupiah tidak terlepas dari kinerja positif Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) yang mencatatkan surplus. Surplus NPI didukung oleh cukup derasnya aliran masuk modal asing dan menurunnya defisit transaksi berjalan. Selain imbal hasil yang menarik perbaikan prospek perekonomian Indonesia mendorong aliran masuk modal asing ke Indonesia. Dari eksternal, dinamika global sepanjang 2017 yang terutama dipengaruhi oleh kebijakan ekonomi dan perkembangan politik AS dan Eropa juga mewarnai pergerakan Rupiah. Secara umum, faktor eksternal cukup kondusif bagi perkembangan nilai tukar Rupiah, meskipun kemudian memberikan pengaruh kurang menguntungkan pada triwulan terakhir 2017. Dinamika nilai tukar menunjukkan Rupiah bergerak stabil hingga menjelang akhir triwulan III 2017 dan kemudian cenderung melemah pada periode selanjutnya hingga akhir 2017 (LPI, 2018).

Perkembangan nilai tukar Rupiah yang cukup stabil pada 2017 menyiratkan peran penting akan perbaikan keyakinan investor global terhadap perekonomian nasional. Peningkatan keyakinan investor global mendorong aliran modal asing tetap masuk ke Indonesia, meskipun terdapat risiko ketidakpastian global yang sempat mengemuka. Peningkatan keyakinan pelaku asing tercermin pada kenaikan peringkat utang Indonesia menjadi layak investasi (*investment grade*) oleh Standard & Poor's (S&P), setelah sebelumnya mendapat pengakuan serupa dari Fitch dan Moody's. Perbaikan peringkat daya saing (*competitiveness*) Indonesia dan kemudahan berusaha (*ease of doing business*) semakin mendorong keyakinan investor global terhadap perekonomian nasional. Keyakinan yang membaik pada gilirannya turut memperbaiki persepsi terhadap risiko perekonomian Indonesia. Kondisi ini terlihat pada *credit default swap* (CDS) Indonesia yang berada dalam arah menurun pada 2017 sebagaimana dapat dilihat pada grafik di bawah ini.

Perkembangan Volatility Index dan Credit Default Swap



Sumber: Bloomberg

Gambar 4.6 : Perkembangan Volatility Index dan Credit Default Swap Indonesia tahun 2017

CDS Indonesia melanjutkan penurunan rata-rata triwulanan dari sebesar 161,8 pada triwulan IV 2016 menjadi sebesar 95,6 pada triwulan IV 2017. Volatilitas CDS Indonesia juga cukup kecil sehingga semakin mengonfirmasi indikasi terjaganya persepsi positif investor. Secara umum, kondisi pasar keuangan tetap kondusif di tengah upaya Bank Indonesia memanfaatkan ruang penurunan suku bunga untuk mendorong pemulihan ekonomi.

Peningkatan keyakinan investor global terhadap perekonomian nasional berkontribusi dalam meminimalkan beberapa risiko global yang dapat memicu tekanan terhadap nilai tukar Rupiah. Beberapa risiko global yang berdampak terhadap perkembangan di AS, Eropa, dan Tiongkok. Perkembangan dari AS yang memicu ketidakpastian global antara lain terkait dengan perkembangan politik dan kebijakan ekonomi, termasuk arah normalisasi kebijakan moneter AS. Dari Tiongkok, ketidakpastian global muncul terkait dengan keraguan pasar dalam merespons perekonomian Tiongkok yang tumbuh di atas perkiraan awal. Dari Eropa, risiko global terkait dengan arah penurunan volume *quantitative easing* (QE) European Central Bank (ECB).

Dalam perkembangannya, dinamika nilai tukar Rupiah sepanjang 2017 dapat dibagi dalam dua periode utama. Dalam periode pertama yakni triwulan I sampai dengan menjelang akhir triwulan III 2017, nilai tukar Rupiah bergerak cukup stabil dengan kecenderungan menguat. Sementara pada periode kedua yakni akhir triwulan III sampai dengan penghujung 2017, nilai tukar Rupiah berada dalam tren melemah. Namun demikian, pelemahan Rupiah tersebut tertahan ditopang oleh kondisi makroekonomi domestik yang kondusif dan berbagai kebijakan yang ditempuh Bank Indonesia.

Pada triwulan I 2017, nilai tukar Rupiah menguat dengan volatilitas yang menurun. Rupiah mencapai level Rp 13.326/USD pada akhir triwulan I 2017 atau menguat 1,1% dibandingkan dengan posisi akhir triwulan IV 2016 yakni sebesar Rp 13.473/USD. Volatilitas nilai tukar Rupiah menurun tajam dari 8,2% pada triwulan IV 2016 menjadi 2,7% pada triwulan I 2017. Penguatan Rupiah pada triwulan I 2017 didorong oleh faktor domestik dan faktor global. Dari domestik, penguatan Rupiah dipicu oleh persepsi positif investor terhadap perekonomian Indonesia pascacrisis PDB Indonesia 2016 sebesar 5,03% yang meningkat dibandingkan dengan pertumbuhan PDB 2015 sebesar 4,88%, rilis cadangan devisa yang tinggi, dan inflasi yang terkendali. Sementara dari sisi global, penguatan Rupiah dipengaruhi oleh ketidakpastian implementasi kebijakan AS yang kemudian memberikan tekanan terhadap pelemahan USD secara global. Beberapa ketidakpastian implementasi kebijakan AS antara lain terkait dengan rencana kebijakan proteksionisme AS, pembangunan tembok Meksiko, dan kegagalan kesepakatan UU Reformasi Kesehatan.

Nilai tukar Rupiah melanjutkan penguatan pada triwulan II 2017 disertai dengan penurunan kembali volatilitas. Secara rata-rata Rupiah menguat 0,30% dari Rp 13.348/USD pada triwulan I 2017 menjadi 13.309/USD pada triwulan II 2017. Volatilitas nilai tukar Rupiah melanjutkan penurunan dari 2,7% pada triwulan I 2017 menjadi 1,8% pada triwulan II 2017. Penguatan nilai tukar Rupiah tersebut juga ditopang oleh sentimen positif dari domestik dan berbagai faktor global yang mendorong tren pelemahan USD. Sentimen positif dari domestik antara lain meliputi kenaikan *sovereign credit rating* Indonesia menjadi *investment grade* oleh S&P, inflasi

yang terkendali selama Idul Fitri 2017, dan cadangan devisa yang terus meningkat. Dari sisi global, ketidakpastian realisasi kebijakan AS termasuk agenda reformasi kesehatan dan kebijakan *pro-growth* masih cukup mempengaruhi sentimen negatif perekonomian AS dan pelemahan USD lebih lanjut. Selain itu, rilis PDB Tiongkok triwulan I 2017 sebesar 6,9% yang lebih tinggi dari triwulan sebelumnya sebesar 6,8% memberikan ekspektasi positif terhadap prospek ekspor negara berkembang. Sementara itu, peningkatan ketegangan geopolitik di Timur Tengah dan semenanjung Korea terutama pada awal triwulan II berdampak cukup terbatas terhadap pasar keuangan global.

Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah meningkat pada akhir triwulan III 2017 dan diiringi dengan kenaikan volatilitas. Nilai tukar Rupiah pada akhir September 2017 ditutup di level Rp 13.472/USD atau melemah dibandingkan dengan level penutupan pada Agustus 2017 yang mencapai sebesar Rp 13.343/USD. Dengan perkembangan tersebut, rata-rata nilai tukar Rupiah triwulan III tercatat Rp 13.333/USD atau sedikit melemah dibandingkan dengan rata-rata triwulan sebelumnya Rp 13.309/USD. Seiring dengan meningkatnya tekanan depresiasi, volatilitas nilai tukar Rupiah juga naik dari 1,8% pada triwulan II 2017 menjadi 4,3% pada triwulan III 2017.

Pelemahan nilai tukar Rupiah sejak akhir triwulan III 2017 terutama didorong oleh faktor global terkait perkembangan di AS yakni menguatnya rencana normalisasi kebijakan moneter the Fed dan meredanya ketidakpastian anggaran AS tahun fiskal 2018. Kondisi tersebut memicu pelemahan mata uang negara Kawasan dan negara berkembang lainnya, termasuk Rupiah. Tekanan nilai tukar semakin menguat pada September 2017 didorong oleh penguatan indeks USD secara global seiring dengan disepakatinya *continuing resolution* untuk anggaran tahun fiskal 2018, pidato Gubernur the Fed, Janet Yellen, pada 26 September 2017 dengan *tone hawkish*, dan ekspektasi positif terhadap reformasi pajak.

Tekanan nilai tukar Rupiah berlanjut pada triwulan IV 2017 dengan faktor eksternal yang masih menjadi penggerak utama. Rata-rata nilai tukar Rupiah pada triwulan IV 2017 tercatat sebesar Rp 13.537/USD, melemah dibandingkan dengan

perkembangan triwulan III 2017 yakni Rp 13.333/USD. Namun demikian, volatilitas Rupiah pada triwulan IV tercatat sebesar 3,0%, turun dibandingkan dengan kondisi triwulan sebelumnya sebesar 4,3%. Pelemahan nilai tukar Rupiah tersebut dipicu oleh perkembangan positif perekonomian, politik, dan kebijakan moneter di AS. Perkembangan tersebut telah mendorong berlanjutnya penguatan USD secara global, yang kemudian berdampak pada tekanan depresiasi mata uang negara lain termasuk Rupiah. Rilis data yang menunjukkan kinerja positif PDB AS triwulan III 2017, ekspektasi positif terhadap *tax reform* dengan proses legislasi hanya dengan *simple majority*, serta normalisasi kebijakan moneter dan neraca the Fed merupakan faktor utama pendorong tekanan depresiasi Rupiah. Selain itu, pengurangan volume QE European Central Bank secara bertahap juga mempengaruhi tekanan depresiasi Rupiah. Tekanan nilai tukar Rupiah tertahan oleh sentiment positif domestik terkait kondisi makroekonomi yang baik, antara lain tercermin pada inflasi yang terkendali dan cadangan devisa yang terus meningkat.

Perkembangan nilai tukar Rupiah 2017 yang cukup stabil tersebut tidak terlepas dari berbagai kebijakan yang ditempuh oleh Bank Indonesia. Kebijakan nilai tukar diarahkan untuk mendukung agar perkembangan Rupiah bergerak sesuai dengan nilai fundamentalnya, dengan tetap mendorong bekerjanya mekanisme pasar. Dalam kaitan tersebut, nilai tukar Rupiah tidak hanya diarahkan agar konsisten dengan upaya pencapaian sasaran inflasi ke depan, namun juga untuk mendukung keseimbangan eksternal melalui defisit transaksi berjalan yang sehat. Kebijakan nilai tukar Bank Indonesia juga didukung dengan kebijakan untuk memperbaiki struktur permintaan dan penawaran valas, antara lain meliputi kebijakan terkait kegiatan penerapan prinsip kehati-hatian (KPPK) pengelolaan ULN korporasi nonbank, kebijakan tentang kewajiban penggunaan Rupiah di wilayah NKRI, dan kebijakan pendalaman pasar keuangan domestik.

Kebijakan terkait KPPK pengelolaan ULN korporasi nonbank berdampak positif pada upaya menjaga stabilitas Rupiah. Kegiatan Penerapan Prinsip Kehati-hatian (KPPK) adalah kegiatan korporasi nonbank yang dilakukan dalam rangka memitigasi risiko nilai tukar, risiko likuiditas, dan risiko utang yang berlebihan

(*overleverage*) terhadap utang luar negeri yang dimiliki. Ketentuan terkait KPPK didasari oleh Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 16/21/PBI/2014 tentang Penerapan Prinsip Kehati-hatian Dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi Nonbank. Ketentuan tersebut mengatur tiga hal. Pertama, ketentuan rasio lindung nilai dengan nilai minimum sebesar 25%. Kedua, korporasi yang memiliki ULN wajib memenuhi rasio likuiditas dengan nilai minimum sebesar 70%. Ketiga, korporasi yang akan menerbitkan atau melakukan penarikan ULN baru setelah tanggal 1 Januari 2016 diwajibkan untuk menyampaikan informasi pemenuhan minimum peringkat utang BB-

Beberapa indikator pengendalian ULN korporasi seperti risiko likuiditas dan solvabilitas menunjukkan penurunan pada 2016 dan relatif stabil pada 2017. Nilai *Debt Service Ratio (DSR)* sebagai proksi risiko likuiditas ULN swasta menunjukkan tren penurunan dari sebesar 71,8% pada akhir 2015, menjadi sebesar 54,7% pada triwulan IV 2017. Sementara itu, rasio ULN Swasta/PDB sebagai proksi risiko solvabilitas juga mencatat penurunan dari 20% pada akhir 2015, menjadi sebesar 17% pada 2016 dan 2017. Risiko likuiditas dan solvabilitas yang tetap terjaga di tengah pertumbuhan ULN swasta yang mulai kembali positif pada 2017 merupakan cerminan dampak positif implementasi KPPK pada upaya pengendalian risiko ULN.

Tingkat kepatuhan pelapor KPPK secara umum terus menunjukkan peningkatan. Tingkat kepatuhan rasio lindung nilai sampai dengan 3 bulan pada triwulan III 2017 tercatat sebesar 89,8% dari total pelapor, lebih tinggi dari tingkat kepatuhan pada triwulan IV 2016 sebesar 89,2%. Hal ini dapat dilihat dari jumlah pelapor KPPK yang terus menunjukkan peningkatan, dari sebesar 2.618 pada triwulan IV 2016 menjadi sebesar 2.847 pada triwulan III 2017. Jumlah laporan KPPK yang diterima untuk periode laporan triwulan III 2017 tercatat sebesar 2.622, atau meningkat 7,0% dibandingkan pada triwulan IV 2016 sebesar 2.451. Secara nominal, nilai utang korporasi 2.847 pelapor telah mewakili 87,5% dari total posisi ULN seluruh korporasi pelapor ULN swasta, atau meningkat dibandingkan triwulan IV 2016 sebesar 82,7%. Tingkat kepatuhan rasio lindung nilai untuk di atas 3 bulan sampai dengan 6 bulan juga menunjukkan peningkatan dari sebesar 93,4% pada triwulan IV

2016 menjadi sebesar 93,6% pada triwulan III 2017. Sementara persentase pelapor yang sudah memenuhi rasio likuiditas terjaga pada level tinggi yakni 87,6% atau relatif sama dibandingkan triwulan IV 2016. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.7 berikut ini.



Gambar 4.7 : Tingkat Kepatuhan Pelapor KPPK Berdasarkan Jumlah Perusahaan Tahun 2015-2017

Dari gambar tersebut dapat dilihat bahwa jika diamati dari pemenuhan peringkat utang minimum, sebanyak 44,2% dari korporasi wajib lapor telah menyampaikan informasi peringkat utang pada bulan Desember 2017. Tingkat kepatuhan peringkat utang minimum tersebut meningkat dibandingkan dengan posisi Desember 2016 yang mencapai 34,2%. Dari sejumlah korporasi yang telah melaporkan *credit rating* pada Desember 2017, seluruh pelapor telah memenuhi ketentuan peringkat utang minimum.

Kebijakan nilai tukar Rupiah juga disinergikan dengan kewajiban penggunaan Rupiah di wilayah NKRI. Kewajiban penggunaan Rupiah di wilayah NKRI berdampak positif pada pengelolaan permintaan valas dari domestik yang tercermin pada turunnya transaksi valas antar pelaku domestik. Kewajiban dimaksud diatur dalam PBI No. 17/3/PBI/2015 yang menegaskan bahwa setiap transaksi yang dilakukan di wilayah NKRI, baik dilakukan penduduk maupun bukan penduduk, transaksi tunai maupun nontunai, sepanjang dilakukan di wilayah NKRI wajib menggunakan Rupiah. Pasca implementasi ketentuan dimaksud pada 2015, transaksi valas domestik antar penduduk menunjukkan tren penurunan hingga mencapai 1,2 miliar USD pada Desember 2017.

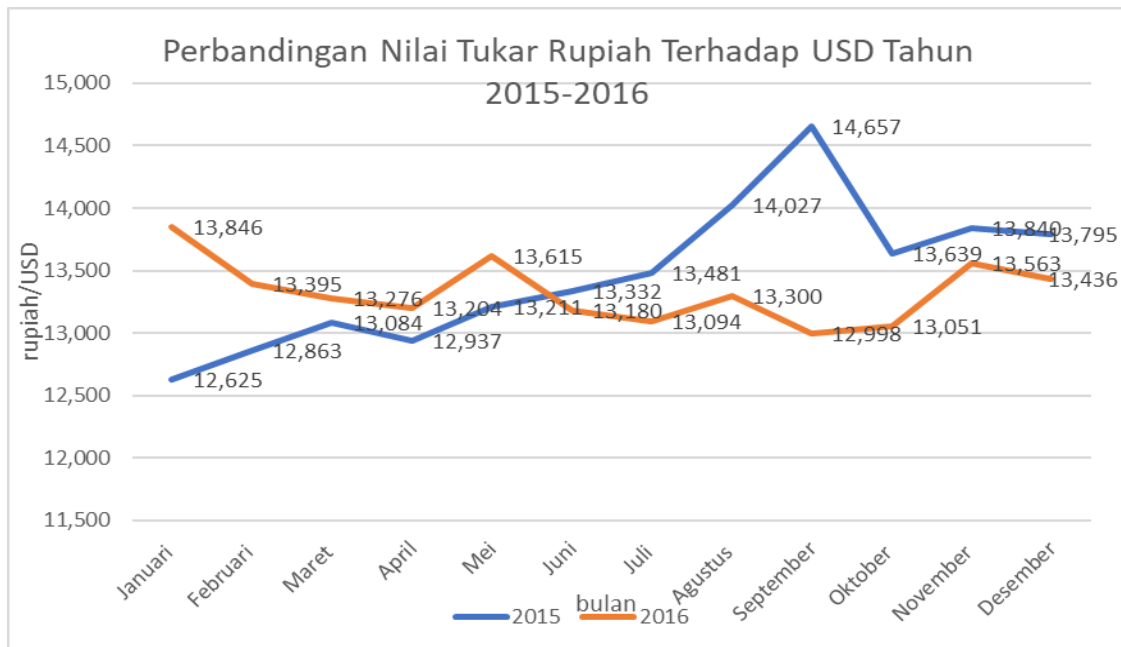
Dari pemaparan diatas tentang kondisi nilai tukar Rupiah sepanjang 2017 dapat dilihat bahwa Rupiah cenderung stabil meskipun sedikit melemah di penghujung tahun 2017. Di Januari 2017 Rupiah berada pada posisi Rp 13.343/USD kemudian bergerak stabil dan akhirnya sedikit mengalami pelemahan di akhir tahun. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai Rupiah/USD sepanjang tahun 2017.

Tabel 4.3 . Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2016 - 2017

Bulan	2016	2017	YoY	%
Januari	13,846	13,343	503	3.6
Februari	13,395	13,347	48	0.4
Maret	13,276	13,321	(45)	(0.3)
April	13,204	13,327	(123)	(0.9)
Mei	13,615	13,321	294	2.2
Juni	13,180	13,319	(139)	(1.1)
Juli	13,094	13,323	(229)	(1.7)
Agustus	13,300	13,351	(51)	(0.4)
September	12,998	13,492	(494)	(3.8)
Oktober	13,051	13,572	(521)	(4.0)
November	13,563	13,514	49	0.4
Desember	13,436	13,548	(112)	(0.8)

Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Pada tabel 4.3 dapat dilihat bahwa nilai tukar Rupiah tahun 2017 cenderung stabil. Hal ini disebabkan oleh semakin membaiknya fundamental perekonomian Indonesia. Nilai tukar Rupiah yang cenderung stabil tersebut sebagaimana yang telah dipaparkan diatas merupakan hasil dari kinerja positif Neraca Pembayaran Indonesia yang surplus baik disebabkan derasnya aliran masuk modal asing, defisit transaksi berjalan yang menurun juga faktor eksternal yang cenderung kondusif bagi perkembangan nilai tukar Rupiah. Meskipun demikian, faktor eksternal tersebut juga memberi dampak negative di penghujung tahun 2017 yang menyebabkan nilai tukar Rupiah sedikit melemah sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar 4.8 berikut ini.



Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Gambar 4.8: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2016-2017

Bila diamati pada gambar 4.8 diatas, nilai tukar Rupiah di awal tahun 2017 cenderung stabil hingga bulan Agustus 2017 dibandingkan 2016 yang cukup fluktuatif namun mengalami sedikit pelemahan di September hingga Desember 2017. Jika dibandingkan dengan 2016 (yoy), pada tahun 2017 pelemahan tertinggi terjadi di bulan Oktober 2017 yaitu sebesar 512 poin dengan persentase pelemahannya sebesar 4,0%. Namun Rupiah kembali menguat di November 2017 yang selanjutnya mengalami penurunan kembali dengan nilai yang tidak terlalu signifikan di penghujung 2017.

Memasuki tahun 2018, nilai tukar Rupiah mengalami tekanan hingga di penghujung tahun. Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah ini disebabkan oleh ketidakpastian global yang tinggi sehingga menyebabkan terjadinya tekanan kepada Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) yang pada akhirnya berimbas kepada nilai tukar Rupiah. Kondisi ketidakpastian tersebut dipicu oleh berlanjutnya kenaikan *Federal Funds Rate (FFR)* dan ketidakpastian pasar keuangan global yang pada akhirnya mengakibatkan aliran masuk modal asing ke negara-negara berkembang menjadi berkurang termasuklah ke Indonesia.

Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah juga dipengaruhi kinerja ekspor neto Indonesia yang menurun pada 2018. Satu sisi, penerimaan terhadap valas tinggi dipengaruhi kenaikan impor sampai dengan triwulan III 2018 sejalan dengan permintaan domestik yang *solid*. Impor nonmigas sampai dengan triwulan III 2018 tumbuh rata-rata 22,5% lebih tinggi dari pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 13,9%. Sisi lain, pasokan valas dari kinerja ekspor mulai menurun pada semester II 2018 seiring dengan pertumbuhan ekonomi global yang melambat dan harga komoditas yang menurun. Ekspor nonmigas pada semester II 2018 tumbuh 4,0%, lebih rendah dari pertumbuhan pada 2017 sebesar 16,7% (LPI, 2019).

Kedua perkembangan dari global dan domestik tersebut pada gilirannya meningkatkan permintaan neto valas dan memberikan tekanan terhadap Rupiah mulai Februari sampai dengan Oktober 2018. Nilai tukar Rupiah pada periode ini terdepresiasi 12,5% dimana Rupiah sempat mencapai level Rp 15.235/USD. Volatilitas Rupiah juga meningkat secara rerata menjadi 8,1% dari semula 7,0% pada Januari 2018. Pada Februari-Oktober 2018, tekanan terhadap Rupiah yang tinggi dipicu meningkatnya ekspektasi terhadap kenaikan FFR yang lebih cepat. Ekspektasi terhadap kenaikan FFR yang lebih cepat antara lain didorong membaiknya data pasar tenaga kerja AS yaitu *non-farm payroll* yang melebihi ekspektasi pasar. Persepsi kenaikan FFR juga dipengaruhi ketidakpastian kebijakan fiskal AS yang mereda akibat kongres AS menyetujui tambahan stimulus fiskal, pemotongan pajak terutama pada korporasi di AS, dan penghilangan batas utang (*debt ceiling*) AS.

Tekanan terhadap Rupiah juga bersumber dari dampak peningkatan tensi perdagangan antara AS dan Tiongkok yang turut mendorong kenaikan premi risiko negara berkembang. Kebijakan AS yang menerapkan pengenaan tarif impor sebesar 25% terhadap produk impor dari Tiongkok pada April 2018 kemudian memicu retaliasi Tiongkok dalam bentuk penerapan tarif terhadap 106 produk impor dari AS. Retaliasi adalah tindakan pembalasan di bidang perdagangan antar Negara dalam kerangka WTO yang dilakukan oleh suatu negara sebagai akibat dari tidak tercapainya suatu kesepakatan dalam proses penyelesaian sengketa.

Selain dengan Tiongkok, tensi hubungan perdagangan antara AS dengan beberapa negara mitra dagang lainnya juga meningkat. AS berencana akan menaikkan dua kali lipat tarif impor baja dan aluminium yang memberikan konsekuensi besar terhadap negara-negara eksportir produk tersebut, terutama Turki. Nilai tukar Lira melemah sangat dalam hingga mencapai depresiasi harian sebesar 7,02% pada 15 Agustus 2018. Kondisi tersebut pada akhirnya meningkatkan premi risiko dan berdampak langsung terhadap depresiasi nilai tukar negara berkembang, termasuk Rupiah.

Kenaikan premi risiko negara berkembang yang dipengaruhi isu geopolitik juga mempengaruhi tekanan Rupiah di periode Februari-Oktober 2018. Isu geopolitik yang mengemuka antara lain berkaitan dengan eskalasi ketegangan di semenanjung Korea dan Timur Tengah, dinamika perundingan Brexit antara Inggris dan Uni Eropa, dan permasalahan ekonomi di Italia. Krisis yang sempat terjadi di Turki dan Argentina juga berdampak pada peningkatan persepsi risiko terhadap negara berkembang lainnya.

Tensi geopolitik di Timur Tengah yang meningkat turut memicu kenaikan harga minyak dan ekspektasi inflasi AS. Pada awal 2018, harga minyak dunia mengalami peningkatan akibat pemotongan produksi oleh *Organization of the Petroleum Exporting Countries* (OPEC) dan beberapa negara non-OPEC, serta gangguan produksi di Venezuela dan Libya. Tekanan kenaikan harga minyak lebih lanjut terjadi pada triwulan II dan III 2018 terutama dipicu oleh isu pasokan Iran akibat pengenaan sanksi oleh AS.

Tekanan terhadap Rupiah menurun pada November 2018 – Desember 2018 seiring respons antisipatif kebijakan moneter dalam melakukan stabilisasi nilai tukar Rupiah. Respons kebijakan moneter yang *pre-emptive*, *front loading* dan *ahead the curve* dapat meningkatkan daya tarik aset keuangan domestik dan meningkatkan aliran masuk modal asing. Aliran masuk modal asing juga dipengaruhi prospek perekonomian Indonesia yang tetap terjaga. Perkembangan ini pada gilirannya mendorong penguatan Rupiah yang pada November – Desember 2018 sebesar 4,7%. Tren penguatan Rupiah pada November-Desember 2018 juga dipengaruhi oleh

ketidakpastian global yang berkurang. Beberapa perkembangan positif dari global di periode ini ialah hasil pemilu sela di AS yang sesuai dengan ekspektasi pasar. Kebijakan Presiden AS juga diperkirakan masih sejalan dengan agenda partai terpilih baik di tingkat Dewan Perwakilan Rakyat (*House of Representatives*) maupun Senat. Selain itu, tensi hubungan perdagangan yang mereda pada Desember 2018 dengan kesepakatan untuk menghindari tambahan pengenaan tarif selama 90 hari berkontribusi pada ketidakpastian global yang berkurang. Sinyal arah kebijakan the Fed pada Desember 2018 yang cenderung *less hawkish* juga menyebabkan minat investor terhadap mata uang USD berkurang dan mengalihkan aliran dana ke negara berkembang, sehingga turut mendorong apresiasi Rupiah.

Dengan dinamika tersebut, nilai tukar Rupiah pada 2018 secara rerata melemah 6,05% (*yoy*) ke level Rp 14.246/USD dari Rp 13.385/USD pada 2017. Secara *point-to-point (ptp)*, nilai tukar Rupiah melemah 5,65% dan ditutup di level Rp 14.380/USD pada akhir 2018. Namun demikian, pelemahan Rupiah tersebut masih lebih rendah dibandingkan dengan depresiasi mata uang negara lain seperti Rupee India, Rand Afrika Selatan, Real Brazil dan Lira Turki

Untuk menjaga stabilitas perekonomian, Bank Indonesia membuat langkah antisipatif seperti menetapkan suku bunga kebijakan, Bank Indonesia *7-Day (Reverse) Repo Rate (BI7DRR)*, naik 175 *basis points (bps)* sepanjang tahun 2018. Instrumen Bank Indonesia *7-Day (Reverse) Repo Rate (BI7DRR)* digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil. Tiga dampak utama yang diharapkan dari penggunaan instrumen ini adalah semakin menguatkannya sinyal kebijakan moneter dengan *BI 7-Day (Reverse) Repo Rate* sebagai acuan utama di pasar keuangan, meningkatkan efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui pengaruhnya pada pergerakan suku bunga pasar uang dan suku bunga perbankan serta terbentuknya pasar keuangan yang lebih dalam, khususnya transaksi dan pembentukan struktur suku bunga di Pasar Uang Antar Bank (PUAB) untuk tenor 3-12 bulan.

Kebijakan nilai tukar turut didukung oleh inisiatif pendalaman pasar keuangan termasuk pemberlakuan transaksi *Domestic Non-Deliverable Forward (DNDF)* mulai

1 November 2018 yang secara tidak langsung mempengaruhi pergerakan nilai tukar Rupiah menjadi lebih stabil. Kebijakan nilai tukar ditopang pula upaya untuk menjaga kecukupan likuiditas di pasar valas domestik sehingga meminimalkan risiko lanjutan kepada nilai tukar Rupiah. Terakhir, Bank Indonesia terus memperkuat koordinasi dengan pemerintah dan otoritas terkait dan mendukung serangkaian kebijakan Pemerintah dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk pengendalian defisit transaksi berjalan melalui peningkatan ekspor dan pengendalian impor.

Respons kebijakan yang ditempuh dalam perkembangannya mendukung terkendalnya nilai tukar Rupiah pada triwulan IV 2018. Aliran masuk modal asing kembali meningkat pada triwulan IV 2018 sejalan dengan interest rate differential yang tetap menarik dan prospek perekonomian domestik yang stabil. Impor juga mulai melambat sejalan dengan dampak penyesuaian ekonomi terhadap nilai tukar yang bergerak fleksibel. Perkembangan ini pada gilirannya mendorong NPI triwulan IV 2018 mencatat surplus dan akhirnya mendorong Rupiah kembali dalam tren menguat. Secara keseluruhan tahun, Rupiah pada 2018 secara rerata melemah 6,05% (yoy), lebih rendah dibandingkan dengan pelemahan mata uang lain dan diikuti dengan volatilitas yang lebih terkendali.

Di tengah kondisi meningkatnya tekanan terhadap nilai tukar Rupiah, inflasi 2018 tetap rendah dan terkendali. Inflasi indeks harga konsumen (IHK) pada akhir 2018 tercatat 3,13% sehingga dalam 4 tahun berturut-turut berada dalam kisaran sasaran. Di satu sisi, faktor siklikal seperti harga komoditas pangan global yang menurun dan permintaan yang terkendali mempengaruhi tekanan inflasi yang terus menurun. Di sisi lain, perbaikan structural karakter inflasi Indonesia juga berpengaruh positif, seperti kebijakan moneter yang konsisten, struktur pasar yang semakin kompetitif, serta distribusi dan logistik barang yang lebih lancar. Selain itu, koordinasi dengan Pemerintah Pusat dan Daerah yang semakin erat juga berkontribusi pada perbaikan karakter inflasi tersebut. Perbaikan struktur inflasi pada gilirannya mempengaruhi perilaku inflasi seperti ekspektasi yang semakin rendah, dampak lanjutan kenaikan inflasi *volatile vood* (VF) (kenaikan harga untuk menjaga stabilitas komoditas harga pangan dalam jangkauan yang wajar yang bertujuan untuk

menghindari kelangkaan pangan pada saat terjadinya krisis) dan *administered prices* (AP) (inflasi barang atau jasa yang perkembangan harganya diatur pemerintah) terhadap inflasi yang semakin rendah, serta dampak pelemahan kurs terhadap inflasi yang menurun.

Fenomena yang dipaparkan diatas terkait kondisi nilai tukar Rupiah sepanjang 2018 dapat dilihat bahwa Rupiah cenderung mengalami pelemahan sepanjang tahun. Pada Januari 2018, Rupiah berada di posisi Rp 13.413/USD dan terus melemah sampai akhir tahun dengan nilai pelemahan paling tinggi secara *yoy* pada bulan Oktober 2018 yaitu 1,655 poin atau 12,2 persen dibandingkan tahun 2017. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai Rupiah/USD sepanjang tahun 2018.

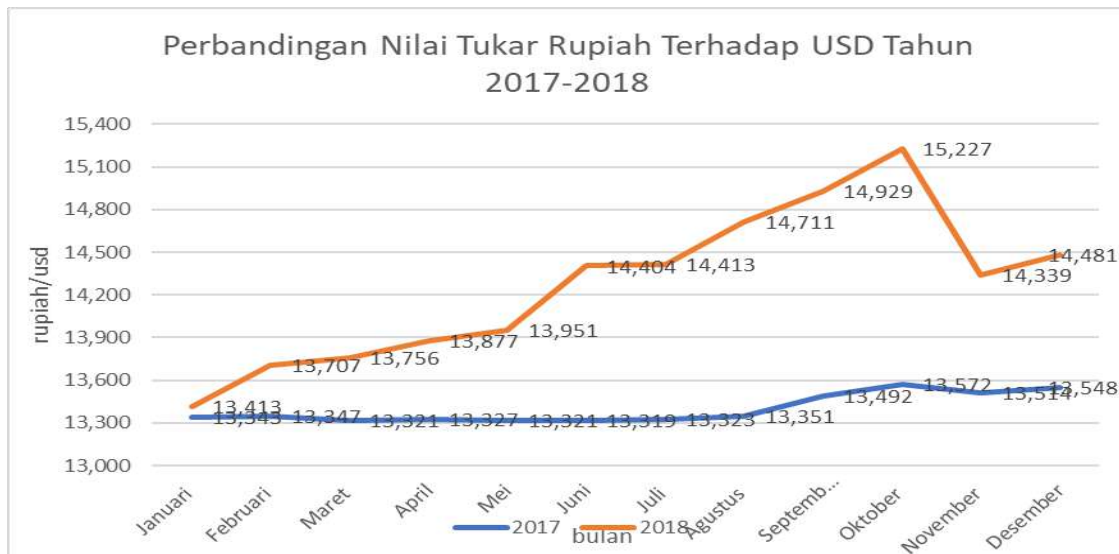
Tabel 4.4 . Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2017 – 2018

Bulan	2017	2018	YoY	%
Januari	13,343	13,413	(70)	(0.5)
Februari	13,347	13,707	(360)	(2.7)
Maret	13,321	13,756	(435)	(3.3)
April	13,327	13,877	(550)	(4.1)
Mei	13,321	13,951	(630)	(4.7)
Juni	13,319	14,404	(1,085)	(8.1)
Juli	13,323	14,413	(1,090)	(8.2)
Agustus	13,351	14,711	(1,360)	(10.2)
September	13,492	14,929	(1,437)	(10.7)
Oktober	13,572	15,227	(1,655)	(12.2)
November	13,514	14,339	(825)	(6.1)
Desember	13,548	14,481	(933)	(6.9)

Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Pada tabel 4.4 dapat dilihat bahwa nilai tukar Rupiah tahun 2018 melemah sepanjang tahun. Pelemahan nilai tukar Rupiah ini terutama diakibatkan oleh ketidakpastian global yang tinggi dan memberikan tekanan kepada Neraca Pembayaran Indonesia (NPI). Ketidakpastian tersebut dipicu oleh berlanjutnya kenaikan *Federal Funds Rate* (FFR) dan ketidakpastian pasar keuangan global sebagaimana yang telah dipaparkan sebelumnya. Kondisi inilah yang mengakibatkan aliran masuk modal asing ke negara berkembang menjadi berkurang termasuk

Indonesia. Sebagai akibatnya, nilai tukar Rupiah mengalami tekanan sampai dengan Oktober 2018. Tekanan depresiasi terhadap Rupiah juga searah dengan pelemahan banyak mata uang negara berkembang lain, sejalan dengan dampak ketidakpastian global yang meningkat tersebut. Untuk dapat melihat trend pelemahan Rupiah di tahun 2018 dapat dilihat pada gambar 4.9 berikut ini.



Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Gambar 4.9: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2017-2018

Pada gambar 4.9 diatas dapat dilihat betapa nilai tukar Rupiah terus mengalami pelemahan mulai dari awal tahun hingga akhir tahun 2018. Adapun nilai pelemahan tertinggi adalah di bulan Oktober 2018 dengan nilai Rp 15.227/USD. Pelemahan tersebut terkoreksi di bulan berikutnya menjadi Rp 14.339/USD namun kembali melemah menjadi Rp 14.481 di bulan Desember 2018.

Nilai tukar Rupiah terhadap USD di sepanjang 2019 cenderung stabil bahkan semakin menguat di penghujung tahun. Hal ini dikarenakan perekonomian domestik yang tetap berdaya tahan sehingga mendorong kenaikan aliran masuk modal asing yang tentunya menopang surplus Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) dan memperkuat nilai tukar Rupiah. NPI 2019 tercatat surplus 4,68 miliar USD, berbalik arah dari kondisi 2018 yang mengalami defisit sebesar 7,13 miliar USD. Surplus NPI 2019 didukung oleh kenaikan surplus Transaksi Modal dan Finansial (TMF) sejalan terjaganya optimisme investor terhadap prospek perekonomian domestik dan tingginya

daya Tarik pasar keuangan domestik, serta menurunnya ketidakpastian pasar keuangan dunia pada triwulan IV-2019. Defisit transaksi berjalan yang menurun menjadi 2,72% dari PDB juga mendukung surplus NPI 2019. Cadangan devisa juga meningkat menjadi 129,18 miliar USD atau setara dengan pembayaran 7,33 bulan impor dan ULN pemerintah, serta berada di atas standar kecukupan internasional sekitar tiga bulan impor. Kinerja sektor eksternal yang positif kemudian berkontribusi pada apresiasi nilai tukar Rupiah, yang secara rerata menguat 0,76% dan secara *point-to-point (ptp)* menguat 3,58% sehingga ditutup di level Rp 13.901/USD pada akhir Desember 2019. Stabilitas nilai tukar Rupiah juga didukung struktur pasar valas yang semakin dalam dan efisien, termasuk pasar *Domestic Non Deliverable Forward (DNDF)* yang terus meningkat (LPI, 2020).

Indonesia dengan karakternya sebagai negara perekonomian terbuka terkena dampak dari pertumbuhan ekonomi dunia yang melambat berupa penurunan ekspor di 2019. Namun demikian, permintaan domestik yang tetap kuat dapat menopang perekonomian Indonesia tetap baik, sehingga mampu mencatat pertumbuhan 5,02% pada 2019. Permintaan domestik yang kuat antara lain didorong oleh bauran kebijakan akomodatif Bank Indonesia dan stimulus kebijakan fiskal, serta dampak positif pelaksanaan Pemilihan Umum sampai dengan triwulan III 2019. Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang tetap baik berkontribusi pada aliran masuk modal asing yang meningkat pada 2019 dan menopang surplus Neraca Pembayaran di Indonesia (NPI). Kondisi ini kemudian berkontribusi pada nilai tukar yang menguat dan inflasi yang tetap berada dalam kisaran target. Stabilitas sistem keuangan juga tetap terkendali, meskipun belum kuatnya pertumbuhan kredit perbankan yang dipengaruhi oleh sisi permintaan dan penawaran menjadi perhatian.

Volume transaksi valas, baik di pasar spot maupun derivatif, tumbuh 4,4% per tahun secara rerata dalam 5 (lima) tahun terakhir. Pada 2019, volume rerata harian transaksi derivatif meningkat sebesar 5% dari 2018 sejalan dengan kebutuhan lindung nilai pelaku pasar, termasuk untuk memenuhi ketentuan Kegiatan Penerapan Prinsip Kehati-hatian (KPPK). Dari total pelapor KPPK ULN, pada triwulan II 2019 sebanyak 89% sudah memenuhi *hedging* untuk 0-3 bulan ke depan dan 93 % telah memenuhi

hedging 3-6 bulan ke depan. Sementara itu, efisiensi pasar valas tergambar pada rerata *bid-ask spread* 2019 yang tidak banyak berubah sekitar Rp 8,8/USD dibandingkan dengan rerata spread pada 2018 sebesar Rp 7,6/USD. Selain itu, *implied yield* (biaya yang diperlukan untuk melakukan *hedging*) juga menunjukkan penurunan sepanjang 2019 mencapai level 5,1% dari 6,5% pada 2018.

Pertumbuhan ekonomi Indonesia 2019 sebesar 5,02%, terindikasi bergerak di bawah lintasan optimumnya. Kondisi ini sejalan dengan dampak perekonomian dunia yang melambat sehingga menurunkan kinerja ekspor dan kemudian mempengaruhi rendahnya investasi, khususnya investasi nonbangunan serta belum meningkatnya konsumsi rumah tangga. Pertumbuhan ekonomi yang belum meningkat tersebut serta respons sisi perbankan yang meningkatkan standar pemberian kredit akibat perekonomian yang belum kuat, berdampak pada pertumbuhan kredit yang terindikasi juga masih berada di bawah pola optimumnya. Perkembangan ini menjadi perhatian karena pada saat bersamaan stabilitas perekonomian tetap terjaga baik, bahkan ditandai dengan tekanan inflasi yang menurun sejalan dengan belum meningkatnya pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar Rupiah yang secara rata-rata menguat. Stabilitas sistem keuangan juga terkendali ditopang oleh permodalan perbankan yang kuat dan kualitas kredit yang baik. Selain itu, aliran masuk modal asing kembali meningkat pada triwulan IV 2019 dan mendorong apresiasi nilai tukar Rupiah. Selain itu, stabilitas sistem keuangan tetap baik ditopang permodalan bank yang kuat dan kualitas kredit yang sehat. Stabilitas perekonomian yang terkendali memberi ruang bagi Bank Indonesia untuk mendorong pertumbuhan ekonomi, dengan tetap menjaga stabilitas perekonomian.

Kebijakan moneter akomodatif yang ditempuh konsisten dengan prakiraan inflasi yang terkendali dalam kisaran sasaran, stabilitas eksternal yang terjaga, serta upaya untuk menjaga momentum pertumbuhan ekonomi. Kebijakan moneter akomodatif ditempuh dengan memanfaatkan ruang pelonggaran kebijakan moneter melalui penurunan BI 7-Day Reverse Repo Rate (BI7DRR) sebesar 100 bps dan Giro Wajib Minimum (GWM) sebesar 100 bps. Kebijakan nilai tukar juga diarahkan untuk menjaga Rupiah sesuai dengan nilai fundamentalnya dengan tetap menjaga bekerjanya

mekanisme pasar. Bank Indonesia juga melanjutkan penguatan operasi moneter untuk memastikan kecukupan likuiditas di pasar uang dan mempercepat transmisi kebijakan. Kebijakan stabilisasi Rupiah ditempuh untuk menjaga volatilitas Rupiah agar tidak berlebihan sehingga dapat mendukung ekspektasi pelaku ekonomi dan memudahkan pengambilan keputusan pelaku ekonomi. Dalam kaitan ini, Bank Indonesia menempuh kebijakan stabilisasi Rupiah melalui strategi triple intervention, baik di pasar *spot*, pasar *Domestic Non-Deliverable Forward* (DNDF), maupun pembelian Surat Berharga Negara (SBN) dari pasar sekunder. Untuk mendukung efektivitas kebijakan nilai tukar, Bank Indonesia juga terus mengoptimalkan operasi moneter guna memastikan bekerjanya mekanisme pasar dan ketersediaan likuiditas baik di pasar uang maupun pasar valas.

Untuk dapat melihat gambaran kondisi nilai tukar di tahun 2019 yang stabil meskipun diawal tahun mengalami pelemahan maka disajikan tabel perbandingan nilai tukar Rupiah terhadap USD Tahun 2018-2019 sebagai berikut.

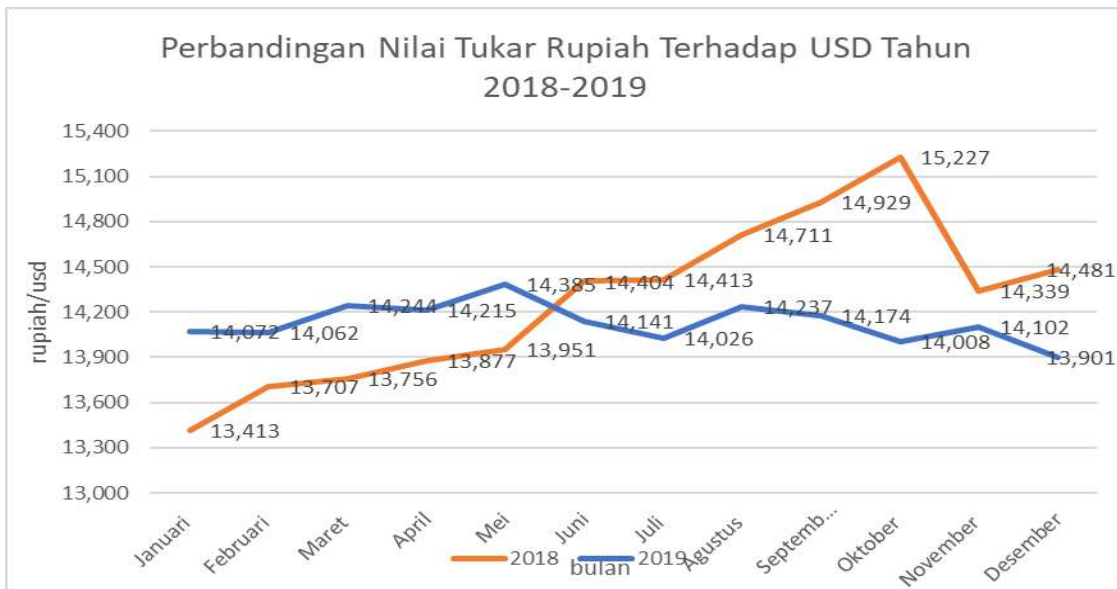
Tabel 4.5 . Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2018 – 2019

Bulan	2018	2019	YoY	%
Januari	13,413	14,072	(659)	(4.9)
Februari	13,707	14,062	(355)	(2.6)
Maret	13,756	14,244	(488)	(3.5)
April	13,877	14,215	(338)	(2.4)
Mei	13,951	14,385	(434)	(3.1)
Juni	14,404	14,141	263	1.8
Juli	14,413	14,026	387	2.7
Agustus	14,711	14,237	474	3.2
September	14,929	14,174	755	5.1
Oktober	15,227	14,008	1,219	8.0
November	14,339	14,102	237	1.7
Desember	14,481	13,901	580	4.0

Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Pada tabel 4.5 dapat dilihat bahwa nilai tukar Rupiah pada tahun 2019 cukup stabil. Hal ini dikarenakan perekonomian domestik yang tetap berdaya tahan sehingga mendorong kenaikan aliran masuk modal asing dan memperkuat nilai tukar Rupiah. Cadangan devisa Indonesia yang meningkat, kinerja sektor eksternal yang positif juga

berkontribusi pada apresiasi nilai tukar Rupiah. Selain itu stabilitas nilai tukar Rupiah juga didukung oleh struktur valas yang semakin dalam dan efisien, termasuk pasar *Domestic Non Deliverable Forward* (DNDF) yang terus meningkat. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai tukar Rupiah sepanjang 2019 jika dibandingkan tahun 2018.



Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Gambar 4.10: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2018-2019

Dapat dilihat pada gambar 4.10 bahwa di awal tahun 2019 Rupiah cenderung melemah dibandingkan 2018 namun mulai pertengahan tahun cenderung jauh lebih stabil bahkan menguat di penghujung tahun. Kestabilan nilai Rupiah ini tentunya merupakan implikasi dari kebijakan yang dibuat melalui diterbitkannya PBI tentang Utang Luar Negeri dan Kewajiban Valas lainnya dari Bank (No. 21/1/PBI/2019) rilis pada 7 Januari 2019 mulai berlaku 1 Maret 2019 serta PBI tentang Devisa Hasil Ekspor dan Devisa Pembayaran Impor (No. 21/14/PBI/2019) dengan tanggal rilis dan berlakunya pada 29 November 2019 yang mana keduanya masuk dalam kategori kebijakan moneter. Sementara itu, dalam hal kebijakan pendalaman pasar keuangan diterbitkanlah PBI *Central Counterparty* (CCP) yang ditetapkan pada 5 September 2019 dan berlaku pada 1 Juni 2020. Adapun tujuan dari ditetapkannya PBI ini adalah

guna mendukung pencapaian tujuan Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas nilai Rupiah melalui pasar keuangan yang berintegritas, efisien, teratur, serta transparan, yang didukung oleh infrastruktur pasar keuangan yang andal dan aman. Untuk itu, diperlukan adanya lembaga *central counterparty* yang berfungsi melayani kliring dan melakukan inovasi atas transaksi derivative suku bunga dan nilai tukar yang dilakukan secara *over-the-counter* (OTC). Hal ini sekaligus sebagai bagian implementasi rekomendasi G20 terkait agenda *OTC derivative market reform* untuk memitigasi risiko sistemik dari transaksi antar pelaku di pasar derivative, serta untuk menurunkan risiko counterparty, dimana risiko tersebut menjadi salah satu hambatan utama dalam pengembangan pasar derivatif di Indonesia.

Terkait kebijakan internasional, diberlakukan *Local Currency Settlement* (LCS) berbasis *Appointed Cross Currency Dealer* (ACCD) melalui kerjasama LCS antara BI dan Japan Ministry of Finance (JMOF) pada Desember 2019, melakukan penguatan kerjasama LCS berbasis ACCD yang ada saat ini (antar BI dan Bank of Thailand/BOT dan antara BI dan BNM), penandatanganan Letter of Intent (LOI) LCS berbasis ACCD antara BI dan Banko Sentral ng Pilipinas (BSP) pada 5 April 2019 serta menginisiasi kerjasama LCS berbasis ACCD antara BI dengan negara mitra strategis lainnya. Adapun tujuan dari kebijakan tersebut adalah untuk mengurangi ketergantungan ekonomi yang tinggi terhadap USD karena dalam perdagangan internasional USD mendominasi sebagai *settlement currency*. Ini tentunya meningkatkan risiko kerentanan eksternal terhadap shock. Hal tersebut dapat berdampak pada stabilitas makroekonomi khususnya melalui stabilitas nilai tukar Rupiah. Nilai tukar Rupiah yang lebih bergejolak memberikan ketidakpastian bagi pelaku usaha dalam memenuhi kewajiban utang luar negeri atau perdagangan. Selain itu, pelemahan nilai tukar Rupiah yang dalam juga dapat menurunkan daya saing dan kemampuan importir yang pada gilirannya dapat meningkatkan tekanan inflasi. Salah satu upaya untuk mengurangi ketergantungan terhadap USD adalah dengan mendorong penggunaan mata uang lokal dalam *settlement* perdagangan, investasi langsung, dan *income transfers* (termasuk remitansi yaitu layanan jasa pengiriman uang yang dilakukan oleh pengirim dari Indonesia ke penerima di luar negeri maupun sebaliknya). Kerjasama

LCS dilakukan dengan harapan dapat berkontribusi positif terhadap upaya BI dalam menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah. Selain itu, penggunaan mata uang lokal juga berdampak positif dalam mendorong diversifikasi eksposur mata uang, mengurangi biaya transaksi perdagangan karena menggunakan direct quotation antara dua mata uang lokal tanpa USD sebagai medium dan mendorong pendalaman pasar keuangan domestik seiring dengan perkembangan instrumen keuangan dalam mata uang lokal.

Upaya stabilisasi nilai tukar Rupiah dan mengurangi ketergantungan terhadap USD juga dilakukan melalui Kebijakan Internasional Bank Indonesia yang difokuskan dalam bentuk penguatan kerjasama Jaringan Pengaman Keuangan Internasional (JPKI), termasuk melakukan inovasi kebijakan dalam bentuk kerjasama keuangan dengan otoritas negara lain untuk keperluan manajemen likuiditas dalam mengelola cadangan devisa, kerjasama *Local Currency Settlement* (LCS, yaitu penyelesaian transaksi bilateral antara dua negara yang dilakukan dalam mata uang masing-masing negara dimana settlement transaksinya dilakukan dalam yurisdiksi wilayah negara masing-masing) dan kerjasama di area sistem pembayaran. Pada 2019, kerjasama LCS Bank Indonesia dengan Bank Negara Malaysia (BNM) dan Bank of Thailand (BOT) yang semula hanya mencakup transaksi perdagangan, diperluas dengan menambah investasi langsung dan remitansi. Di sistem pembayaran, Bank Indonesia menjalin kerjasama sistem pembayaran dan inovasi keuangan digital dengan BNM dan diperluas dengan sejumlah bank sentral mitra. Selain itu, *Investor Relation Unit* (IRU) linkage terus diperkuat baik di pusat, daerah, dan luar negeri dalam mendukung investasi, pariwisata, dan perdagangan. Kebijakan internasional juga diarahkan untuk meningkatkan reputasi dan membentuk persepsi positif terhadap Indonesia dengan turut berperan aktif dalam perumusan kebijakan di lembaga-lembaga internasional.

Kondisi nilai tukar Rupiah di tahun 2019 yang stabil juga dipengaruhi oleh pasar valas yang tetap efisien. Hal tersebut tercermin dari *bid-ask spread* (perbedaan antara *offer price* yaitu titik nilai yang mana penjual siap untuk menjual dan *bid price* yaitu titik pembeli siap untuk membeli sekuritas) transaksi spot Rupiah terhadap USD yang konsisten berada di level rendah. Di samping itu, terdapat peningkatan volume transaksi pada hampir seluruh jenis instrumen derivatif valas untuk lindung nilai,

termasuk DNDF. Kondisi pasar keuangan domestik yang semakin dalam dan efisien tersebut pada gilirannya dapat mendukung kesinambungan sumber pembiayaan ekonomi.

Memasuki tahun 2020, pandemic Corona Virus Disease 2019 (Covid-19) memberikan pengaruh yang luar biasa kepada dinamika perekonomian dunia termasuk Indonesia. Kuatnya dampak Covid-19 memberikan tekanan cukup berat pada perekonomian Indonesia pada semester I 2020, meskipun sinergi kebijakan telah mulai dilakukan (LPI, 2021). Di satu sisi, tekanan terhadap perekonomian dipengaruhi oleh dampak perekonomian dunia yang lemah dan kemudian menurunkan kinerja ekspor Indonesia. Penurunan ekspor Indonesia ke Tiongkok yang menurun pada triwulan I 2020 sejalan penurunan kegiatan ekonomi Tiongkok akibat Covid-19. Pada sisi lain, tekanan juga dipengaruhi oleh dampak mobilitas manusia, barang, dan jasa yang menurun, baik dipengaruhi oleh PSBB maupun upaya protokol kesehatan yang dilakukan oleh masyarakat. Penurunan tajam terjadi pada sektor yang berkaitan mobilitas manusia, seperti sektor pariwisata. Kondisi tersebut pada gilirannya menurunkan kegiatan ekonomi domestik di berbagai sektor dan daerah.

Penurunan tajam pertumbuhan ekonomi terjadi pada triwulan II 2020, meskipun secara bulanan penurunan telah terjadi sejak Maret 2020. Pada triwulan I, pertumbuhan ekonomi melambat menjadi 2,97% (yoy) dan berkontraksi sebesar 5,32% (yoy) pada triwulan selanjutnya. Penurunan pendapatan dan transaksi sejalan dengan mobilitas yang terbatas menyebabkan konsumsi rumah tangga turun signifikan pada semester pertama. Kegiatan investasi juga turun tajam akibat PSBB yang menyebabkan beberapa proyek konstruksi baik Pemerintah maupun swasta tertunda. Konsolidasi yang dilakukan korporasi seiring lemahnya permintaan domestik mengakibatkan rencana investasi korporasi tertunda. Sementara itu, realisasi belanja Pemerintah masih terbatas pada semester I 2020, akibat adanya hambatan dalam realisasi, sehingga mengakibatkan dorongan belanja Pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi juga terbatas. Di sisi ekspor, kinerja hampir seluruh ekspor barang terdampak oleh pelemahan permintaan negara tujuan. Meskipun demikian, kinerja beberapa komoditas ekspor manufaktur masih tercatat membaik sejalan dengan pemulihan

permintaan dari Tiongkok yang lebih cepat. Ekspor jasa juga berkontraksi sangat dalam akibat penurunan jumlah wisatawan mancanegara (wisman), terutama dari Tiongkok dan Eropa, seiring merebaknya Covid-19 dan pembatasan wisman masuk ke Indonesia.

Mobilitas manusia, barang, serta jasa yang berkurang berdampak pada pelemahan kinerja hampir seluruh lapangan usaha (LU). Mobilitas yang berkurang tajam dan kecenderungan masyarakat membatasi konsumsi barang non-esensial menyebabkan penurunan kinerja LU Perdagangan, Penyediaan Akomodasi, serta Transportasi dan Pergudangan. Kinerja LU Pertambangan dan Penggalian serta LU Industri Pengolahan turut melambat signifikan sejalan dengan penurunan kinerja ekspor dan permintaan domestik. Meskipun demikian, beberapa LU masih mampu bertahan dan mengambil peluang baik dari pandemi ini. Kinerja LU sektor jasa, LU pertambangan Bijih Logam dan beberapa sub LU Industri Pengolahan mampu bertahan pada paruh pertama. LU pertambangan bijih logam dan industri logam dasar masih tumbuh positif sejalan dengan pemulihan ekonomi Tiongkok yang lebih cepat, terutama pembangunan infrastruktur di negara tersebut yang terus berlangsung. Sementara itu, kinerja beberapa LU Industri Pengolahan dan sektor jasa yang terkait dengan aktivitas penanganan pandemi Covid_19 di Indonesia juga tumbuh baik, seperti LU Industri Kimia, Farmasi, dan Obat Tradisional, Informasi dan Komunikasi, Jasa Keuangan, Jasa Kesehatan, dan Jasa Lainnya.

Secara spasial, perlambatan ekonomi terjadi di sebagian besar wilayah Indonesia yang banyak ditopang oleh permintaan domestik. PSBB yang dilakukan lebih dari 31 Pemda (4 Provinsi dan 27 Kabupaten/Kota) mempengaruhi pendapatan masyarakat dan aktivitas produksi. Pembatasan tersebut menyebabkan konsumsi dan investasi yang lemah, sehingga berdampak terhadap kontraksi ekonomi terutama di wilayah Jawa, sebagai pusat kegiatan perdagangan dan industri pengolahan. Selain itu, PSBB juga menyebabkan kontraksi ekonomi pada beberapa wilayah yang terkait dengan kegiatan pariwisata, seperti Bali-Nusa Tenggara (Balinusra). Namun demikian, kinerja beberapa provinsi masih tumbuh positif pada triwulan II. Provinsi Papua dan Papua Barat tumbuh positif pada triwulan II sebesar 4,14% dan 0,53%, akibat kinerja

pertambangan bijih logam yang masih baik. Pemulihan permintaan Tiongkok untuk besi baja juga telah mendorong kinerja ekspor dan menopang pertumbuhan ekonomi di Sulampua, terutama Provinsi Sulawesi Tengah.

Pelemahan ekonomi mempengaruhi kinerja Neraca Pembayaran Indonesia yang ditandai dengan menurunnya defisit transaksi berjalan. Neraca Pembayaran pada semester I 2020 mampu mencatat surplus 700,5 juta USD, didukung oleh defisit transaksi berjalan yang menurun sejalan dengan berkurangnya permintaan domestik terhadap impor. Penurunan defisit transaksi berjalan tersebut pada gilirannya menahan dampak penurunan kinerja transaksi modal dan finansial akibat berbaliknya aliran modal asing seiring meingkatnya ketidakpastian global. Perkembangan NPI pada semester I 2020 ini mendukung cadangan devisa yang meningkat dari 129,2 miliar USD pada akhir 2019 menjadi 131,7 miliar USD pada akhir semester I 2020 atau setara dengan 8,1 kali impor dan pembayaran utang luar negeri Pemerintah, serta berada di atas standar kecukupan internasional sebesar 3 bulan impor.

Penurunan defisit transaksi berjalan pada semester I 2020 sejalan dengan penurunan impor akibat pelemahan perekonomian domestik di periode pandemi. Defisit transaksi berjalan pada semester I 2020 tercatat 6,6 miliar USD, lebih rendah dibandingkan dengan capaian semester II 2019 yang mencatat defisit 15,6 miliar USD. Penurunan impor tersebut pada akhirnya mengkompensasi dampak pelemahan ekspor akibat kontraksi perekonomian global dan penurunan harga komoditas. Pelemahan ekspor didorong menurunnya permintaan di negara tujuan dagang yang juga terdampak Covid-19. Beberapa ekspor komoditas utama seperti batubara, tekstil, kendaraan bermotor berkontraksi cukup dalam sejalan dengan aktivitas produksi dan mobilitas di negara tujuan yang juga menurun. Sementara itu, ekspor yang masih tumbuh bersumber dari komoditas logam, pulp and paper, serta besi baja ke Tiongkok sejalan dengan pemulihan ekonomi yang lebih cepat khususnya pada proyek infrastruktur di sektor konstruksi. Seluruh jenis impor juga tumbuh rendah, terutama impor bahan baku dan barang moda. Defisit neraca jasa juga membaik akibat penurunan defisit jasa transportasi sejalan dengan penurunan impor barang, di tengah penurunan surplus jasa travel karena berkurangnya kunjungan wisatawan mancanegara

akibat pandemi Covid-19. Selain itu, defisit transaksi berjalan yang menyempit juga diakibatkan pembayaran imbal hasil investasi asing yang menurun sejalan dengan kinerja korporasi dalam negeri yang melemah.

Surplus Transaksi Modal dan Finansial (TMF) menurun akibat penyesuaian aliran masuk modal asing. Surplus TMF mencapai 7,6 miliar USD, menurun cukup besar dibandingkan semester II 2019 yang mencatat surplus 19,9 miliar USD. Pandemi Covid-19 memicu kepanikan para investor dan pelaku pasar global terutama pada akhir triwulan I 2020 yang mendorong aliran modal keluar dalam jumlah yang besar dan cepat dari negara berkembang, termasuk dari Indonesia. Penyesuaian aliran modal di pasar domestik terutama terjadi pada investasi portofolio, baik SBN maupun saham. Investasi asing pada SBN mencatat neto aliran modal keluar pada semester I 2020 sebesar Rp 124,9 triliun. Demikian pula investasi asing pada saham yang mencatat neto aliran modal keluar sebesar Rp 15,6 triliun. Di sisi lain, defisit pada investasi lainnya meningkat akibat adanya penempatan simpanan dan aset lainnya sektor swasta di luar negeri, di tengah terbatasnya aliran masuk dalam bentuk utang.

Penyesuaian aliran modal asing menyebabkan nilai tukar Rupiah semester I 2020 terdepresiasi diikuti dengan volatilitas yang meningkat. Aliran modal keluar dalam jumlah besar dari negara berkembang kepada aset keuangan yang dianggap aman (*safe haven assets*) di negara maju dan menekan nilai tukar berbagai mata uang dunia, termasuk Indonesia. Rupiah sempat tertekan hingga mencapai Rp 16.575 per USD pada 23 Maret 2020. Volatilitas bulanan Rupiah juga sempat tercatat 54,46% pada Maret 2020, meningkat signifikan dari 9,88% pada bulan sebelumnya. Depresiasi nilai tukar pada semester I tersebut sejalan dengan net permintaan valas dari nonresiden sebesar 6,7 miliar USD, meskipun residen masih mencatat net penawaran valas. Dalam periode tersebut, Bank Indonesia meningkatkan langkah-langkah stabilisasi melalui kebijakan *triple invention* dan komunikasi intensif kepada para investor dan pelaku pasar domestik serta luar negeri. Respons ini menurunkan tekanan terhadap nilai tukar Rupiah dengan volatilitas yang menurun ke level 26,68% pada April 2020 dan berada dalam tren menurun sampai akhir triwulan II 2020.

Permintaan domestik yang lemah akibat kontraksi pertumbuhan ekonomi dan pasokan yang terjaga mendorong tekanan Inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK) pada semester I tercatat rendah. Inflasi IHK pada Juni 2020 tercatat 1,96% (yoy), menurun tajam dari 2,96% pada Februari 2020 sebelum Covid-19 menyebar di Indonesia. Penurunan tekanan inflasi terjadi pada seluruh komponen, termasuk inflasi inti, yang pada Februari tercatat 2,76% terus menurun menjadi 2,26% pada Juni 2020. Perkembangan ini dipengaruhi permintaan domestik yang lemah, harga komoditas global yang turun, dan *pass-through* depresiasi nilai tukar yang terbatas, sehingga mengarahkan inflasi inti tetap rendah, terutama pada kelompok inti nonmakanan (di luar emas). Penurunan inflasi inti lebih lanjut tertahan kenaikan inflasi harga emas perhiasan sejalan dengan kenaikan harga emas global akibat ketidakpastian yang meningkat. Perkembangan inflasi inti yang positif juga didukung oleh ekspektasi pelaku ekonomi terhadap inflasi yang tetap terkendali. Sepanjang semester I 2020, *consensus forecast* inflasi berada dalam tren yang terus menurun dari 3,20% pada Januari 2020 menjadi 2,50% pada Juni 2020.

Pada semester II, pertumbuhan ekonomi Indonesia mulai membaik seiring pelonggaran PSBB, realisasi stimulus fiskal yang meningkat, dan perbaikan ekonomi global. Kenaikan mobilitas sebagai dampak dari pelonggaran PSBB mengakibatkan terjadinya pemulihan konsumsi rumah tangga, terutama konsumsi transportasi, restoran serta hotel. Secara umum, perbaikan perekonomian global dan domestik mendorong kenaikan aliran masuk modal asing sehingga meningkatkan kinerja NPI pada semester II 2020. Pada paruh kedua, NPI diperkirakan makin baik dengan mencatat surplus yang lebih tinggi dibandingkan semester I 2020. Perkembangan NPI yang positif ini mendukung peningkatan cadangan devisa dari 131,7 miliar USD pada semester I menjadi menjadi 135,9 miliar USD pada akhir 2020, setara dengan pembayaran 9,8 bulan impor dan Utang Luar Negeri (ULN) pemerintah, serta berada di atas standar kecukupan internasional sekitar 3 (tiga) bulan impor. NPI yang membaik juga didukung profil ULN yang aman dan terkendali. ULN korporasi nonkeuangan tumbuh positif 7,2% (yoy) pada November 2020 di tengah melambatnya sumber pembiayaan ekonomi lain. ULN tersebut terutama untuk memenuhi kebutuhan

pembiayaan di sektor energi, manufaktur dan pertambangan. Keseluruhan rasio ULN terhadap PDB berada pada kisaran rata-rata negara *peer*. Komposisi ULN juga tetap sehat tercermin dari rasio ULN jangka pendek yang berada di bawah rerata *peer* dan ULN jangka panjang yang lebih dominan mencapai 89,3%.

Perbaikan NPI pada semester II 2020 dipengaruhi oleh prakiraan surplus transaksi berjalan. Pada triwulan III 2020, transaksi berjalan tercatat surplus sebesar 0,96 miliar USD dan berlanjut pada triwulan IV 2020. Secara keseluruhan tahun 2020, defisit transaksi berjalan sekitar 0,5% dari PDB, lebih rendah dibandingkan tahun 2019 yang tercatat 2,7% dari PDB. Pada neraca barang, surplus transaksi perdagangan pada semester kedua didorong oleh perbaikan ekspor beberapa komoditas. Surplus transaksi modal dan finansial (TMF) juga mendorong perbaikan NPI semester II 2020 dengan ditopang optimisme terhadap perekonomian domestik dan ketidakpastian yang mereda. Pada semester II, neraca TMF diperkirakan masih mencatat surplus, meskipun lebih rendah dibandingkan surplus TMF pada semester I 2020. Neraca TMF yang surplus tersebut didukung oleh besarnya likuiditas global, tingginya daya Tarik aset keuangan domestik, serta terjaganya keyakinan investor terhadap prospek perekonomian domestik. Surplus TMF pada tahun 2020 juga disumbang oleh penerbitan obligasi global pemerintah, dalam bentuk global bond dan global sukuk. Pada investasi portofolio, aliran modal yang keluar pada triwulan I, mulai masuk kembali seiring keyakinan investor yang membaik. Aliran masuk portofolio asing ke pasar SBN tercatat Rp 36,9 triliun sedangkan aliran keluar pada instrumen saham tercatat Rp 32,2 triliun sepanjang paruh kedua 2020. Sementara itu, aliran masuk investasi langsung tetap tercatat surplus sejalan dengan prospek ekonomi domestik yang membaik.

Surplus TMF yang menopang kenaikan surplus NPI mendorong penguatan nilai tukar pada paruh kedua 2020. Pada semester II 2020, Rupiah terapresiasi 1,46% secara point-to-point (ptp) disertai dengan volatilitas yang menurun tajam dari 22% pada Juni 2020 menjadi 2,65% pada Desember 2020. Dengan perkembangan ini, secara rerata keseluruhan tahun 2020 nilai tukar Rupiah melemah 2,66% ke level Rp 14.525/USD, dari Rp 14.139/USD pada 2019. Secara *point to point* (ptp), Rupiah terdepresiasi 1,19% dan ditutup di level Rp 14.050/USD pada akhir 2020. Meskipun Rupiah

terdepresiasi secara tahunan, depresiasi Rupiah lebih terbatas dibandingkan dengan pelemahan beberapa mata uang negara berkembang lainnya seperti Rand Afrika Selatan, Lira Turki, dan Real Brazil. Pada tahun 2020, volatilitas nilai tukar Rupiah meningkat menjadi 15,9% dari 7,0% pada 2019, namun masih lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata volatilitas kawasan terutama Rand Afrika Selatan, Real Brazil, dan Lira Turki.

Penguatan nilai tukar pada semester II 2020 juga ditopang oleh pasokan valas residen dan nonresiden. Pada semester II, pasokan valas pelaku domestik berlanjut dan tercatat 10,09 miliar USD, stabil dibandingkan semester I (di luar Pertamina dan PLN). Untuk keseluruhan tahun 2020, pasokan valas dari pelaku domestik tercatat sebesar 23,0 miliar USD, jauh lebih tinggi dibandingkan 2019. Kondisi ini berbeda dengan pola depresiasi pada tahun-tahun sebelumnya dengan pembelian valas nonresiden diikuti oleh pelaku domestik. Pasokan valas korporasi yang terjaga juga merupakan dampak dari impor yang rendah dan pembiayaan ULN korporasi yang masih tumbuh positif pada 2020. Sementara itu, nonresiden kembali mencatat net penawaran valas sebesar 4,4 miliar USD pada semester II, berbalik dari net permintaan valas pada semester I. Pasokan valas dari nonresiden terjadi seiring aliran modal asing yang masuk kembali. Besarnya likuiditas global, tingginya daya tarik aset keuangan domestik, serta terjaganya keyakinan investor terhadap prospek perekonomian domestik menjadi faktor yang mendorong aliran modal kembali masuk ke negara berkembang, termasuk Indonesia.

Secara keseluruhan, stabilitas nilai tukar Rupiah pada 2020 yang bergerak sesuai dengan fundamental juga didukung oleh ketersediaan instrumen lindung nilai. Seiring ketidakpastian global yang meningkat, pelaku pasar melakukan upaya lindung nilai terhadap pelemahan nilai tukar Rupiah melalui transaksi derivative. Komposisi derivative di pasar valas relative stabil di kisaran 40% dari total transaksi di tahun 2020. Ketersediaan jenis instrumen lindung nilai seperti *cross currency swap* dan *call spread option* terindikasi berdampak pada ketersediaan instrumen transaksi yang lebih beragam sehingga mengurangi tekanan ke pasar *spot* Rupiah. Peningkatan transaksi derivative juga dalam rangka memenuhi kebutuhan lindung nilai pelaku pasar dalam

rangka Kegiatan Penerapan Prinsip Kehati-hatian (KPPK). Dari total pelapor KPPK ULN, pada triwulan I 2020, sebanyak 89,8% sudah memenuhi hedging untuk 0-3 bulan ke depan dan 93,4 telah memenuhi *hedging* 3-6 bulan ke depan.

Tekanan inflasi pada semester II 2020 tetap rendah dipengaruhi permintaan domestik yang belum kuat. Inflasi IHK pada Desember 2020 tercatat 1,68% (yoy), merupakan realisasi inflasi terendah sejak 20 tahun terakhir. Capaian tersebut lebih rendah dari batas bawah sasaran inflasi 2020 sebesar 3,0%. Keseluruhan tahun 2020, inflasi inti dan *administered prices* terus melambat di tengah inflasi VF yang sedikit meningkat di akhir tahun akibat faktor musiman. Inflasi IHK yang rendah di 2020 terutama dipengaruhi permintaan domestik yang lemah terdampak Covid-19 dan pasokan yang memadai. Kebijakan Bank Indonesia dalam mengarahkan pembentukan inflasi turut berkontribusi terhadap terjaganya inflasi IHK. Secara spasial, inflasi IHK yang rendah ditopang oleh inflasi yang terjaga rendah di seluruh daerah. Beberapa daerah mencatat inflasi di bawah 1%, yakni Maluku (0,21%), Sulawesi Utara (0,31%), dan Nusa Tenggara Barat (0,60%).

Kondisi nilai tukar di tahun 2020 secara umum melemah dibandingkan tahun 2019. Hal ini disajikan pada tabel perbandingan nilai tukar Rupiah terhadap USD tahun 2019-2020 sebagai berikut.

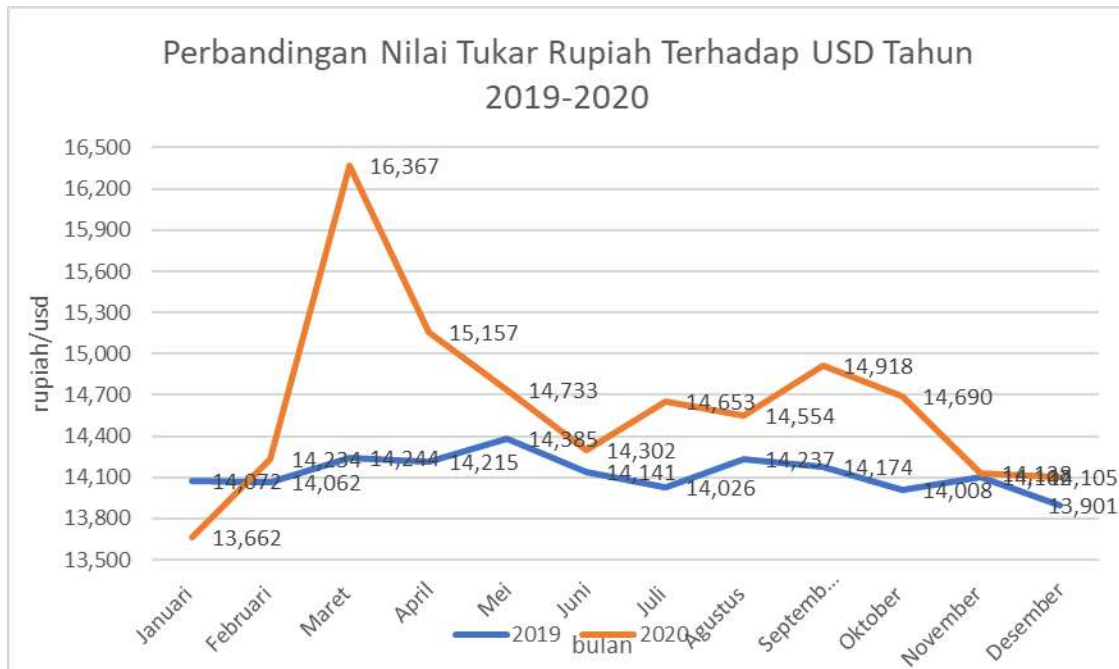
Tabel 4.6 . Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2019-2020

Bulan	2019	2020	YoY	%
Januari	14,072	13,662	410	2.9
Februari	14,062	14,234	(172)	(1.2)
Maret	14,244	16,367	(2,123)	(14.9)
April	14,215	15,157	(942)	(6.6)
Mei	14,385	14,733	(348)	(2.4)
Juni	14,141	14,302	(161)	(1.1)
Juli	14,026	14,653	(627)	(4.5)
Agustus	14,237	14,554	(317)	(2.2)
September	14,174	14,918	(744)	(5.2)
Oktober	14,008	14,690	(682)	(4.9)
November	14,102	14,128	(26)	(0.2)
Desember	13,901	14,105	(204)	(1.5)

Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Pada tabel 4.6 dapat dilihat bahwa nilai tukar Rupiah pada tahun 2020 cenderung berfluktuasi namun tetap diupayakan stabil bila dibandingkan dengan tahun 2019. Sepanjang tahun 2020, terkait upaya pemerintah untuk mengurangi penyebaran Covid-19 melalui penerapan kebijakan pembatasan mobilitas, termasuk penerapan protokol kesehatan dan PSBB di beberapa daerah tidak dapat dihindari telah menurunkan secara tajam aktivitas ekonomi masyarakat. Pertumbuhan ekonomi melambat menjadi 2,97% (yoy) pada triwulan I 2020 dan berkontraksi 5,32% (yoy) pada triwulan II 2020. Penurunan kinerja terjadi di seluruh komponen baik konsumsi rumah tangga maupun kegiatan investasi pemerintah dan swasta. Kinerja hampir seluruh ekspor barang juga terdampak oleh pelemahan permintaan global, kecuali beberapa komoditas ekspor manufaktur sejalan pemulihan Tiongkok yang lebih cepat.

Ketidakpastian pasar keuangan global mendorong penyesuaian penempatan investasi portofolio global. Penanaman modal di negara berkembang, termasuk Indonesia menurun, dan beralih ke aset yang dianggap aman oleh investor. Akibatnya, Transaksi Modal dan Finansial (TMF) di Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) mencatat pembalikan aliran modal asing sehingga TMF pada triwulan I 2020 mencatat -3,1 miliar USD. Penyesuaian aliran modal asing ini sempat menyebabkan Rupiah terdepresiasi hingga Rp 16.575/USD pada 23 Maret 2020, diikuti volatilitas yang meningkat. Sejalan langkah stabilisasi nilai tukar Bank Indonesia disertai komunikasi intensif, tekanan nilai tukar Rupiah menurun. Dalam perkembangannya penyesuaian eksternal berjalan dengan baik sejalan dengan dampak fleksibilitas nilai tukar dan penurunan permintaan domestik menopang kinerja yang menurunkan defisit neraca transaksi berjalan semester I 2020 yakni 1,3% dari PDB pada triwulan I dan 1,2% dari PDB pada triwulan II 2020. Secara keseluruhan NPI semester I 2020 tercatat surplus 700,5 juta USD dan cadangan devisa meningkat menjadi 131,7 miliar USD pada akhir semester I 2020 atau setara dengan 8,1 kali impor dan pembayaran utang luar negeri Pemerintah serta berada di atas standar kecukupan internasional 3 (tiga) bulan impor. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai tukar Rupiah sepanjang 2019 jika dibandingkan tahun 2019.



Sumber : Bank Indonesia, 2022 (diolah)

Gambar 4.11: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2019-2020

Dapat dilihat pada gambar 4.11 bahwa Rupiah di awal tahun masih lebih menguat dibandingkan 2019 (yoy). Namun memasuki bulan kedua mulai terjadi pelemahan diakibatkan Covid-19 yang memberikan tekanan kuat kepada perekonomian Indonesia 2020 dengan sumber gejolak yang belum pernah dialami sebelumnya. Sebagaimana kondisi dunia, gejolak bersumber dari permasalahan kesehatan dan kemanusiaan, yang kemudian merambat ke permasalahan ekonomi. Respons segera pemerintah untuk mengurangi penyebaran Covid-19 melalui PSBB tidak dapat dihindari menurunkan kinerja perekonomian. Kebijakan untuk mengatasi penyebaran Covid-19 telah mengurangi mobilitas manusia serta aktivitas barang dan jasa. Konsumsi, investasi, transportasi, pariwisata, produksi, dan keyakinan pelaku ekonomi menurun signifikan, yang pada akhirnya membuat pertumbuhan ekonomi turun dengan tajam. Sinergi kebijakan ditempuh Pemerintah, Bank Indonesia, dan otoritas terkait untuk memitigasi dampak luar biasa dari Covid-19. Sinergi didukung landasan hukum yang kuat, yakni UU no. 2 Tahun 2020, sehingga respons untuk mengatasi kegentingan akibat Covid-19 tetap dilandasi prinsip kehati-hatian,

penerapan tata kelola yang baik serta transparan dan akuntabel. Dalam kaitan ini, Pemerintah menempuh kebijakan fiskal ekspansif melalui pemberian stimulus dalam jumlah besar yang mengakibatkan pelebaran defisit dan peningkatan pembiayaan APBN 2020. Di tengah inflasi yang rendah, Bank Indonesia menempuh bauran kebijakan akomodatif dengan pemberian stimulus moneter melalui penurunan suku bunga dan pelonggaran moneter (*Quantitative Easing* atau *QE*) dalam jumlah besar. Kebijakan tersebut didukung langkah stabilisasi nilai tukar Rupiah, pelonggaran kebijakan makroprudensial, dan digitalisasi sistem pembayaran. Penguatan koordinasi kebijakan juga dilakukan untuk menjaga stabilitas sistem keuangan melalui program restrukturisasi bagi UMKM dan korporasi, serta inisiatif lainnya untuk menjaga fungsi intermediasi pembiayaan yang ditempuh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) turut merelaksasi kebijakan untuk mengurangi tekanan likuiditas perbankan.

Bank Indonesia terus memperkuat kebijakan stabilisasi untuk menjaga nilai tukar Rupiah dan memperkuat strategi operasi moneter. Kebijakan stabilisasi nilai tukar ditempuh sejalan dengan fundamental dan mekanisme pasar melalui *triple intervention*, baik di pasar *spot*, pasar *Domestic Non-Deliverable Forward* (DNDF), maupun pembelian SBN dari pasar sekunder. Kebijakan ini juga didukung cadangan devisa yang memadai dan kerja sama swap bilateral dengan beberapa otoritas keuangan, serta repo line, termasuk dengan the Fed New York AS dan BIS untuk penguatan *second-line defense*. Penguatan kerja sama *Local Currency Settlement* (LCS) juga dilakukan dengan negara kawasan. Untuk membangun optimisme dan mendukung kebijakan stabilisasi nilai tukar. Upaya tersebut turut berdampak pada *Sovereign Credit Rating* Indonesia yang masih tetap dapat dipertahankan di tengah banyak negara yang mengalami *downgrade*. Untuk menjaga kecukupan likuiditas dan meningkatkan efisiensi pasar uang, Bank Indonesia melanjutkan implementasi operasi moneter pada dua sisi (*two sided monetary operation*), baik dari sisi absorbs maupun injeksi. Bank Indonesia juga menyempurnakan strategi operasional instrumen DNDF, memperkuat instrumen *Term Deposit*, dan menyediakan lebih banyak instrumen lindung nilai. Penguatan operasi moneter dan pendalaman pasar keuangan syariah juga

ditempuh melalui instrumen Fasilitas Likuiditas Berdasarkan Prinsip Syariah (FLiSBI) dan Pengelolaan Likuiditas Berdasarkan Prinsip Syariah (PaSBI).

Kinerja perekonomian global tertekan pada semester I 2020 akibat Covid-19, dan mulai membaik memasuki semester II 2020. Pertumbuhan ekonomi terkontraksi dalam, baik di negara maju maupun berkembang, pada semester I 2020. Kondisi tersebut berimbas pada penurunan volume perdagangan dunia dan harga komoditas. Kekhawatiran terhadap dampak Covid-19, terutama pada periode awal pandemi, telah memicu kepanikan dan meningkatkan ketidakpastian pasar keuangan global. Kondisi tersebut mengakibatkan aliran modal global beralih ke aset keuangan yang lebih aman dan kemudian menekan nilai tukar negara berkembang. Sejalan dengan kemajuan penanganan Covid-19, peningkatan mobilitas dan dampak stimulus kebijakan, kinerja perekonomian global mulai membaik pada semester II 2020. Kontraksi pertumbuhan ekonomi di beberapa negara berkurang, seperti AS dan Kawasan Eropa, bahkan ekonomi Tiongkok mulai tumbuh positif. Perbaikan ekonomi global itu mendorong peningkatan volume perdagangan dunia dan harga komoditas. Tekanan di pasar keuangan global juga mulai menurun didorong ekspektasi positif terhadap prospek perekonomian seiring dengan ketersediaan vaksin, di tengah likuiditas global yang besar dan suku bunga rendah, serta tren pelemahan nilai tukar dolar AS. Kondisi tersebut mendorong aliran modal global kembali masuk ke negara berkembang secara gradual dan menopang penguatan nilai tukarnya. Dengan perkembangan tersebut, pertumbuhan ekonomi global secara keseluruhan 2020 diperkirakan terkontraksi 3,8% (yoy), di bawah pertumbuhan 2019 sebesar 2,8 % (yoy). Inflasi global juga tercatat rendah sejalan dengan permintaan yang lemah di banyak negara dan harga komoditas yang turun. Prospek perekonomian ini didukung oleh kemajuan penemuan vaksin Covid-19 dan rencana distribusinya yang secara luas tersedia di pertengahan 2021.

Di negara berkembang, stimulus moneter dilakukan melalui kombinasi penurunan suku bunga kebijakan dan injeksi likuiditas ke perbankan dan pasar keuangan. Besaran penurunan suku bunga disesuaikan dengan penurunan inflasi dan kebutuhan untuk menjaga stabilitas nilai tukar. Sementara itu, injeksi likuiditas (QE) umumnya dilakukan melalui operasi moneter, mengingat aset-aset keuangan masih terbatas di

pasar sekunder di negara berkembang. Berdasarkan negaranya, jumlah QE terbesar dilakukan oleh Bank Indonesia, kemudian diikuti oleh Bank Sentral Meksiko, Chili dan Filipina. Beberapa bank sentral juga berkomitmen untuk membantu pembiayaan defisit fiskal melalui injeksi likuiditas kepada pemerintah, seperti Bank Indonesia, Bank of Thailand, Banko Sentral ng Pilipinas, Banco Central do Brasil, dan bank sentral lainnya. Komitmen tersebut ditempuh melalui pembelian surat utang pemerintah di pasar primer. Inisiatif terakhir ini merupakan bentuk koordinasi kebijakan fiskal-moneter yang khusus dilakukan dalam menanggulangi Covid-19 dan secara umum mendapatkan respons positif dari pasar.

Guna memitigasi dampak Covid-19 terhadap stabilitas sistem keuangan, otoritas di berbagai negara melakukan pelonggaran sejumlah ketentuan. Kegiatan ekonomi yang kontraktif telah menyebabkan turunnya kinerja korporasi dan rumah tangga serta terganggunya fungsi intermediasi perbankan. Pada beberapa negara, dukungan kepada sektor UMKM menjadi prioritas akibat besarnya dampak pandemi terhadap segmen tersebut, selain kepada korporasi lainnya. Dalam rangka memitigasi risiko akibat menurunnya kemampuan membayar, stimulus dalam bentuk skema restrukturisasi kredit dan subsidi bunga, ditempuh oleh sebagian besar otoritas, seperti Tiongkok, India, Hongkong, dan Indonesia. Otoritas Keuangan Hongkong (Hongkong Monetary Authority, HKMA) memutuskan untuk memperpanjang periode penundaan pembayaran pokok pinjaman hingga April 2021 dan pemberian suku bunga kredit yang rendah bagi UMKM. Sementara itu, Reserve Bank of India (RBI) memberikan skema penundaan pembayaran cicilan, penyesuaian atas perhitungan pencadangan dan klasifikasi aset, serta kebijakan penjaminan untuk mendorong permintaan pembiayaan terus berlangsung. Hongkong dan India merupakan negara yang menerapkan stimulus penjaminan dengan tingkat keberhasilan di atas 50% dari target. Adapun cakupan penjaminan di kedua negara tersebut masing-masing sebesar 80%-100% untuk kredit UMKM di Hongkong dan 100% untuk kredit korporasi dan UMKM di India.

Perekonomian Indonesia di tahun 2021 dalam kondisi pemulihan. Kondisi ini dipengaruhi oleh perkembangan Covid-19. Penyebaran Covid-19 di Indonesia pada tahun 2021 mengalami akselerasi dengan puncaknya mencapai lebih dari 50 ribu kasus

per hari pada pertengahan Juli 2021 yang disebabkan merebaknya varian Delta yang jauh lebih menular. Hal ini menyebabkan Pemerintah memberlakukan kebijakan PPKM Mikro dan PPKM berdasarkan level keketatan yang diterapkan di seluruh wilayah Indonesia. Memasuki bulan Agustus, penambahan kasus baru terus menunjukkan tren penurunan yang berlanjut diiringi dengan penurunan *positivity rate* (perbandingan antara kasus positif Covid-19 dengan banyaknya orang yang di tes di suatu wilayah) dan *bed occupancy ratio* (angka yang menunjukkan persentase tingkat penggunaan tempat tidur di unit rawat inap). Perkembangan positif tersebut memungkinkan Pemerintah untuk mengurangi intensitas kebijakan restriksi mobilitas sehingga aktivitas masyarakat kembali meningkat.

Perekonomian Indonesia mencatat pertumbuhan positif untuk pertama kalinya sejak pandemik merebak pada awal tahun 2021. Kinerja ekspor, realisasi belanja fiskal, dan investasi non-bangunan adalah faktor utama yang mendorong kinerja positif ini. Namun, peningkatan konsumsi rumah tangga masih terbatas karena mobilitas masyarakat yang terbatas sebagai bagian dari pengendalian COVID-19. Peningkatan varian Delta COVID-19 pada triwulan III 2021 memperlambat pemulihan ekonomi Indonesia. Kebijakan pembatasan mobilitas yang diterapkan untuk mengatasi lonjakan kasus COVID-19 berdampak pada ekonomi, terutama permintaan domestik. Dengan kinerja ekspor yang lebih baik, Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) terus berkembang dari sisi ketahanan eksternal. Di tengah peningkatan kasus COVID-19 dan kekhawatiran pengetatan kebijakan moneter global yang lebih cepat karena tren kenaikan inflasi global, transaksi berjalan pada triwulan III 2021 mencatat surplus sebesar 4,5 miliar USD. Persepsi positif terhadap ekonomi domestik dan kebijakan stabilisasi nilai tukar Bank Indonesia mendukung kinerja NPI yang baik, sehingga nilai tukar Rupiah relatif stabil dengan volatilitas yang rendah. Meskipun demikian, permintaan yang masih rendah menunjukkan tingkat inflasi yang rendah, menurut Indeks Harga Konsumen (IHK). Di tengah penyebaran varian Delta COVID-19, transaksi ekonomi dan keuangan digital terus meningkat, dan stabilitas sistem keuangan tetap terjaga.

Kinerja ekonomi diperkirakan meningkat pada triwulan keempat tahun 2021, dan diperkirakan akan lebih baik untuk keseluruhan tahun 2021 dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Mobilitas yang terus meningkat, pembukaan sektor ekonomi yang lebih luas, stimulus kebijakan yang terus-menerus, dan kinerja ekspor terus menjaga NPI. Secara keseluruhan, nilai tukar Rupiah pada 2021 akan stabil sesuai dengan fundamental dikarenakan terdapatnya kecukupan pasokan valas dari penduduk dan non-penduduk, serta ketersediaan instrumen lindung nilai. Permintaan domestik yang tetap stabil menyebabkan inflasi tetap rendah hingga akhir 2021. Selain itu, pergerakan harga tetap terkendali berkat pasokan yang memadai untuk memenuhi permintaan dan kerja sama kebijakan yang konsisten antara Bank Indonesia dan pemerintah di tingkat pusat dan daerah untuk menjaga kestabilan harga. Dengan mengendalikan penyebaran COVID-19, stabilitas sistem keuangan, kinerja perbankan, dan pertumbuhan kredit meningkat. Selain itu, karena kinerja ekonomi yang meningkat dan program digitalisasi sistem pembayaran didukung, transaksi sistem pembayaran diperkirakan terus meningkat.

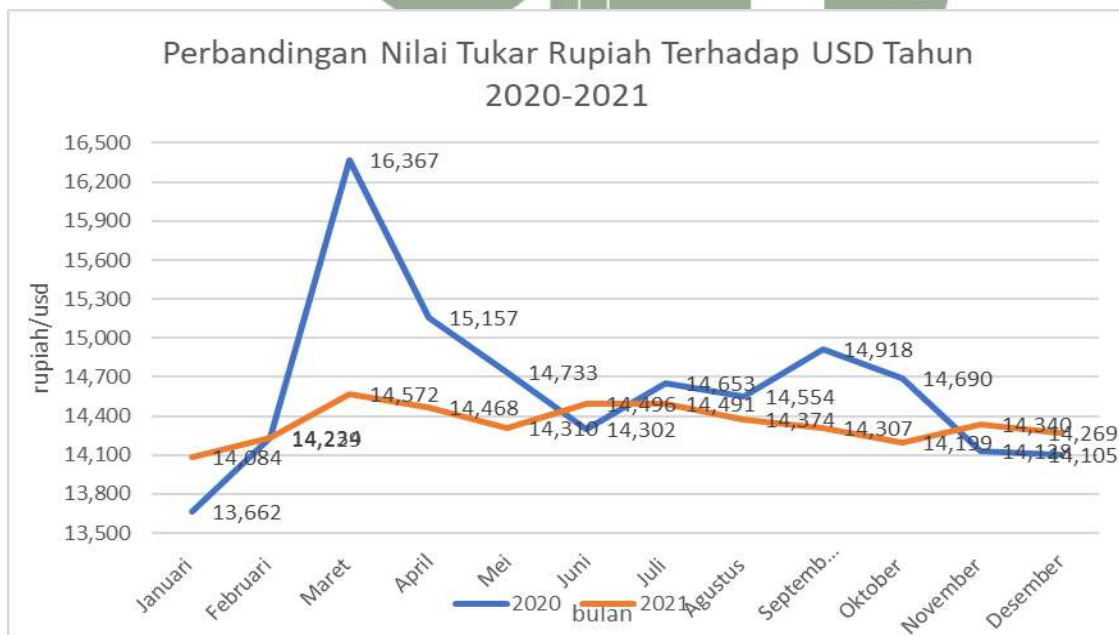
Kondisi nilai tukar di tahun 2021 secara umum stabil dibandingkan yang terjadi di tahun 2020. Hal ini dapat dilihat pada tabel perbandingan nilai tukar Rupiah terhadap USD tahun 2020-2021 yang disajikan sebagai berikut :

Tabel 4.7. Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD tahun 2020-2021

Bulan	2020	2021	YoY	%
Januari	13,662	14,084	(422)	(3.1)
Februari	14,234	14,229	5	0.0
Maret	16,367	14,572	1,795	11.0
April	15,157	14,468	689	4.5
Mei	14,733	14,310	423	2.9
Juni	14,302	14,496	(194)	(1.4)
Juli	14,653	14,491	162	1.1
Agustus	14,554	14,374	180	1.2
September	14,918	14,307	611	4.1
Oktober	14,690	14,199	491	3.3
November	14,128	14,340	(212)	(1.5)
Desember	14,105	14,269	(164)	(1.2)

Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Pada tabel 4.7 dapat dilihat bahwa nilai tukar Rupiah pada tahun 2021 cenderung stabil dibandingkan 2020. Perbaikan ekonomi global pada 2021 terus berlanjut meski tidak merata dengan ketidakpastian pasar keuangan yang berlanjut. Proses pemulihan ekonomi nasional juga terus berlangsung dengan stabilitas yang tetap terjaga meski sempat tertahan pada triwulan III 2021 seiring dengan merebaknya varian Delta. Sinergi kebijakan yang erat dan kinerja perekonomian tahun 2021 menjadi dasar untuk semakin bangkit dan optimis akan pemulihan ekonomi Indonesia yang lebih baik pada 2022, didukung oleh satu kondisi prasyarat yaitu sinergi kebijakan untuk akselerasi vaksinasi dan penanganan Covid-19 dengan pembukaan sektor-sektor ekonomi prioritas, serta 5 (lima) respons kebijakan sebagai kondisi yang diperlukan. Sejalan dengan hal tersebut, bauran kebijakan Bank Indonesia pada 2022 akan bersinergi dan menjadi bagian dari arah kebijakan ekonomi nasional untuk mengakselerasi pemulihan dan tetap menjaga stabilitas perekonomian. Penguatan sinergi dan inovasi tersebut didukung oleh percepatan reformasi struktural baik di sektor riil maupun akselerasi ekonomi dan keuangan digital nasional, serta transformasi bauran kebijakan Bank Indonesia. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai tukar Rupiah sepanjang 2021 jika dibandingkan tahun 2020.



Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

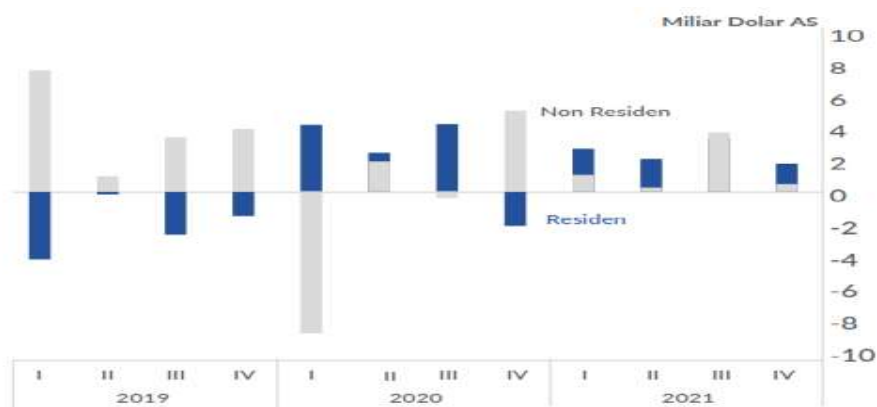
Gambar 4.12: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD tahun 2020-2021

Pada gambar 4.12 dapat dilihat bahwa di tengah ketidakpastian global yang belum sepenuhnya mereda, Rupiah di sepanjang tahun 2021 cenderung stabil di kisaran Rp 14.000/USD. Selama triwulan ketiga tahun 2021, nilai tukar Rupiah relatif stabil dengan volatilitas yang rendah, didukung oleh kinerja sektor eksternal yang stabil, persepsi positif ekonomi domestik, dan kebijakan stabilisasi nilai tukar Bank Indonesia. Pada awal tahun 2021, mata uang di Kawasan Asia, seperti Rupiah, menguat karena optimisme tentang peningkatan aktivitas ekonomi global yang cepat disebabkan banyak negara memulai vaksinasi. Penguatan tersebut muncul segera setelah varian Delta COVID-19 dan ketidakpastian pasar keuangan global yang belum sepenuhnya mereda. Hal ini menghasilkan perubahan dalam aliran modal keluar dari negara berkembang yang didorong oleh perilaku *flight to quality*. Di akhir Februari hingga Maret 2021, tekanan pelemahan Rupiah sempat meningkat, terutama disebabkan oleh kenaikan imbal hasil *United State Treasury Securities* 10 tahun (UST merupakan obligasi pemerintah yang dikeluarkan oleh Kementerian Keuangan Amerika Serikat untuk membiayai belanja pemerintah federal sebagai alternatif dari pajak) dan ekspektasi terhadap proses ekonomi dan inflasi Amerika Serikat. Pada April dan Juli 2021, kekhawatiran tentang varian Delta Covid-19 yang meningkat membuat Rupiah tertekan hingga mencapai Rp 14.610/USD pada 15 April 2021. Bank Indonesia terus memperkuat kebijakannya untuk stabilisasi nilai tukar melalui intervensi tiga kali lipat di pasar spot, pasar *Forward Non-Deliverable Domestic* (DNDF), dan pembelian SBN dari pasar sekunder. Ini didukung dengan komunikasi yang intens dengan para investor dan pelaku pasar domestik dan internasional. Pergerakan Rupiah pada akhir triwulan III 2021 tetap stabil, tercatat mengalami apresiasi 1,49% (rata-rata) dan depresiasi 1,83% (*point-to-point*), berkat Tindakan kebijakan tersebut. Dibandingkan dengan negara berkembang seperti Turki, Brazil, Thailand dan Filipina, perkembangan ini jauh lebih baik.

Sejalan dengan kinerja NPI, nilai tukar Rupiah bergerak stabil pada triwulan keempat tahun 2021. Nilai tukar tercatat melemah tipis 0,42% secara *point-to-point* dan 0,80% secara rerata dibandingkan dengan triwulan ketiga tahun 2021. Fundamental ekonomi Indonesia, terutama kinerja ekspor dan ekspor internasional,

aliran masuk modal asing, dan kebijakan stabilisasi Bank Indonesia mendorong perkembangan ini. Kondisi tersebut menyebabkan Rupiah terdepresiasi 1,42% secara *point to point* (ptp) dan pada akhir 2021 ditutup di level Rp 14.252/USD. Secara keseluruhan, nilai tukar Rupiah naik 1,60% pada tahun 2021 ke level Rp 14.296/USD, dari Rp 14.525/USD pada 2020. Dibandingkan dengan mata uang beberapa negara berkembang lainnya seperti India, Thailand, Malaysia dan Filipina, kemajuan ini tercatat lebih baik. Persepsi risiko investor global atas investasi portofolio di Indonesia juga didukung oleh perkembangan *Credit Default Swap* (CDS), yang relative stabil. Kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah terus diperkuat oleh Bank Indonesia sesuai dengan fundamentalnya dan mekanisme pasar, melalui efektivitas operasi moneter dan ketersediaan likuiditas di pasar.

Sepanjang tahun 2021, pasokan valas dari pelaku domestik tercatat 9,1 miliar USD, meningkat dibandingkan 2020. Kondisi ini terutama ditopang oleh pasokan valas korporasi sejalan dengan kinerja ekspor yang tumbuh meningkat di tengah impor yang masih relative terbatas terutama pada semester I 2021 serta pembiayaan ULN korporasi yang tumbuh melambat. Sementara itu, nonresiden juga mencatat *net* penawaran valas sebesar 4,7 miliar USD pada 2021, berbalik dari net permintaan valas pada 2020. Pasokan valas dari nonresiden terjadi seiring aliran modal asing yang masuk Kembali. Keyakinan dan persepsi investor yang terjaga serta imbal hasil Indonesia yang masih menarik mendorong masuknya aliran portofolio asing ke Indonesia, terutama ke pasar saham di tengah *outflow* di pasar SBN.



Sumber : Bank Indonesia dalam LPI 2021

Gambar 4.13 : Permintaan dan Penawaran Valas

Seiring ketidakpastian global yang meningkat, pelaku pasar melakukan upaya lindung nilai terhadap pelemahan nilai tukar Rupiah melalui transaksi derivative. Komposisi derivatif di pasar valas relative stabil di kisaran 37% dari total transaksi di tahun 2021. Ketersediaan jenis instrument lindung nilai seperti *cross currency swap* dan *call spread option* terindikasi berdampak pada ketersediaan instrumen transaksi yang lebih beragam sehingga mengurangi tekanan ke pasar *spot* Rupiah. Peningkatan transaksi derivatif juga untuk memenuhi kebutuhan lindung nilai pelaku pasar dalam rangka Kegiatan Penerapan Prinsip Kehati-haitan (KPPK). Dari total pelapor KPPK ULN pada triwulan II 2021, sebanyak 89,9% sudah memenuhi hedging untuk 0-3 bulan ke depan dan 94,2% telah memenuhi *hedging* untuk 3-6 bulan ke depan.

Perbaikan ekonomi diperkirakan akan berlanjut pada tahun 2022. Meskipun ada risiko peningkatan kasus COVID-19, pertumbuhan ekonomi diproyeksikan meningkat seiring dengan peningkatan konsumsi swasta dan investasi, sementara belanja fiskal pemerintah dan ekspor tetap stabil. Kinerja transaksi modal dan finansial diproyeksikan masih dapat membiayai defisit transaksi berjalan, yang mendorong keseimbangan eksternal pada tahun 2022. Ini sejalan dengan perkiraan kinerja permintaan domestik yang membaik. Inflasi diproyeksikan meningkat pada tahun 2022, tetapi tetap terkendali pada sasaran 3 hingga 1 persen, dengan intermediasi perbankan diproyeksikan semakin baik dan stabilitas keuangan tetap terjaga.

Untuk menjaga stabilitas dan mendorong perbaikan ekonomi nasional, kolaborasi dan inovasi kebijakan nasional dalam menangani pandemic COVID-19 terus diperkuat. Kerja sama untuk mempercepat vaksinasi dan penanganan virus dengan membuka sektor prioritas pun perlu diperkuat. Selain itu, untuk mempertahankan stabilitas dan mempercepat pemulihan ekonomi nasional di tengah prospek ketidakpastian yang terus meningkat di pasar keuangan global, strategi ini perlu diperkuat dengan inovasi dalam sinergi kebijakan ekonomi nasional dan akselerasi digitalisasi dan inklusi ekonomi nasional.

Secara umum perekonomian dunia pada 2022 menghadapi lima tantangan serius yang sangat perlu diwaspadai. Pertama, pertumbuhan ekonomi yang menurun (*slow*

growth). Kedua, inflasi yang sangat tinggi (*high inflation*) dipicu kenaikan harga energi dan pangan global. Ketiga, kebijakan suku bunga tinggi dalam waktu yang lama (*higher for longer*). Keempat, USD yang sangat kuat (*strong dollar*) sehingga memberikan tekanan depresiasi nilai tukar banyak negara. Kelima, penarikan dana investor global dan mengalihkan ke aset likuid (*cash is the king*). Berbagai tantangan perekonomian global tersebut pada akhirnya menuntut penguatan Kerjasama internasional baik skala regional maupun bilateral (LPI, 2023).

Agresivitas kenaikan suku bunga *Fed Funds Rate* (FFR) mendorong penguatan mata uang USD. Pengetatan kebijakan moneter secara agresif, perlambatan ekonomi, serta ketidakpastian global mendorong penguatan mata uang USD. Pengetatan kondisi keuangan global mendorong sangat kuatnya mata uang USD terhadap berbagai mata uang dunia. Indeks USD terhadap mata uang dunia (DXY) mencapai level tertinggi yakni 114,1 pada 27 September 2022, atau menguat (apresiasi) sekitar 19,3% (*ytd*) dari akhir tahun 2021 dan 22,2% (*yoy*) dari setahun terakhir. Sejak November 2022, indeks USD secara bertahap menurun seiring dengan ekspektasi penurunan besaran kenaikan FFR (*pivoting*) ke depan serta penyesuaian bertahap pada kebijakan *Zero Covid Policy* Tiongkok.

Fenomena USD yang sangat kuat ini berdampak pada dinamika mata uang dunia banyak negara. Banyak mata uang mengalami depresiasi tajam yang berisiko mengganggu stabilitas perekonomian. Fenomena ini mengharuskan bank sentral termasuk di negara berkembang Asia melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk menjaga stabilitas mata uangnya. Sejalan dengan kenaikan suku bunga kebijakan moneter FFR oleh the Fed. Risiko ini perlu terus diwaspadai dan direspons untuk memitigasi dampak rambatan ke stabilitas dan perekonomian domestik. Kewaspadaan juga perlu ditingkatkan atas kenaikan imbal hasil (*yield*) *US Treasury* (UST) yang diperkirakan akan mencapai sekitar 3,86% pada triwulan I 2023 untuk tenor 10 tahun. Kenaikan *yield* UST bahkan jauh lebih tinggi untuk tenor jangka pendek, yaitu sekitar 4,7% setelah hampir mencapai 7% pada Agustus 2022 yang lalu. Fenomena *yield* UST terbalik (*inverted yield*) ini menunjukkan persepsi investor di pasar keuangan global yang memburuk di jangka pendek, terutama dengan risiko resesi pada 2023. Hal ini

tentu akan berpengaruh terhadap pola aliran modal asing portofolio khususnya di obligasi dan pergerakan nilai tukar. Selain itu, kenaikan suku bunga serta penguatan USD ini akan makin membebani pembiayaan defisit fiskal di berbagai negara terutama yang bersumber dari utang luar negeri.

Berbagai risiko ekonomi global memicu ketidakpastian di pasar keuangan global dan mendorong peralihan investasi portofolio kepada asset likuid (fenomena “*cash is the king*”). Hal ini tidak terlepas dari risiko keuangan di AS, Uni Eropa, dan Tiongkok yang terus meningkat baik dari risiko suku bunga, nilai tukar, valuasi aset keuangan, maupun *credit spread*. Peningkatan risiko ini seiring dengan ketegangan geopolitik global yang berlanjut, peningkatan risiko resesi ekonomi, inflasi tinggi, kenaikan suku bunga agresif, dan USD yang kuat. Dalam kondisi demikian, premi risiko lebih menentukan dalam keputusan investasi portofolio daripada perbedaan suku bunga antarnegara. Lebih dari itu, ketidakjelasan atas solusi ketegangan geopolitik dunia makin mendorong perilaku ekstra hati-hati (*ultra risk averse*) investor global. Akibatnya, terjadi perubahan pada preferensi investor dalam memegang aset sekuritas dan mengalihkan ke aset tunai yang mudah dicairkan.

Peningkatan risiko serta pengetatan kondisi keuangan global juga berdampak kepada negara berkembang. Selisih suku bunga (*interest rate differential*) antara negara maju dan negara berkembang terus menipis akibat pengetatan sangat agresif yang ditempuh negara maju. Aliran modal keluar portofolio investasi obligasi dari negara berkembang yang berlangsung sejak awal tahun 2022 terus berlanjut seiring makin memanasnya ketegangan geopolitik dunia.

Besaran aliran modal keluar berbeda antarnegara, dipengaruhi oleh kondisi perekonomian domestik dan kredibilitas respons kebijakan yang ditempuh. Tekanan arus modal asing terjadi di Tiongkok yang mengalami aliran keluar investasi portofolio (*net outflows*), padahal secara historis Tiongkok mengalami *net inflows*. Aliran modal ke India masih relative lebih baik dengan beberapa bulan mencatatkan net inflows. Hal ini antara lain dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi yang tinggi serta suku bunga yang juga relatif lebih tinggi dibandingkan dengan suku bunga negara-negara berkembang Asia lain. Tren aliran modal keluar dari negara berkembang ini pada

akhirnya makin meningkatkan tekanan kepada pelemahan banyak mata uang dan mengurangi kemampuan penerbitan obligasi untuk pembiayaan defisit fiskal di berbagai negara berkembang.

Aliran modal keluar investasi portofolio memberikan tekanan pada transaksi modal dan finansial di Neraca Pembayaran. Perkembangan transaksi modal dan finansial pada tiga triwulan awal 2022 tercatat defisit 9,2 miliar USD, berbalik dari surplus 14,8 miliar USD pada periode yang sama tahun 2021. Ketidakpastian pasar keuangan global yang meningkat berdampak pada arus keluar investasi portofolio asing, terutama SBN, di tengah peningkatan aliran masuk dalam bentuk saham. Defisit transaksi modal dan finansial juga berasal dari transaksi investasi lainnya yang disebabkan oleh penempatan aset swasta pada beberapa instrumen keuangan di luar negeri terkait kebutuhan operasional usaha. Pada saat yang sama, investasi langsung kembali membukukan surplus, mencerminkan optimisme investor asing terhadap prospek perekonomian Indonesia. Iklim investasi yang tetap terjaga mendorong investasi langsung mengalir terutama pada sektor Industri Pengolahan, Lembaga Perantara Keuangan, dan Perdagangan.

Respons segera Bank Indonesia berkontribusi menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah di tengah sangat kuatnya USD dan meningkatnya ketidakpastian pasar keuangan global. Berbagai faktor eksternal, antara lain, kenaikan FFR yang agresif, USD yang sangat kuat, dan tingginya persepsi risiko investor global (“*cash is the king*”) menyebabkan aliran keluar investasi portofolio dan tekanan pelemahan nilai tukar negara-negara berkembang, termasuk Indonesia. Untuk memitigasi dampak rambatan gejolak global ini, Bank Indonesia memperkuat kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah dengan intervensi di pasar valuta asing dalam jumlah besar, baik secara spot maupun *Domestic Non-Deliverable Forward (DNDF)*, di samping transaksi SBN di pasar sekunder untuk menjaga imbal hasil SBN tetap menarik bagi investor portofolio asing. Stabilisasi Rupiah sangat penting untuk menghindarkan Indonesia dari krisis akibat gejolak global, yaitu agar tidak berdampak pada kenaikan harga-harga impor (*imported inflation*) sehingga mendukung upaya pengendalian inflasi dan agar stabilitas moneter, sistem keuangan dan stabilitas makroekonomi terjaga. Indeks nilai

tukar USD terhadap mata uang utama (DXY) mencapai tertinggi 114,11 pada tanggal 27 September 2022 dan tercatat 103,49 pada akhir Desember 2022 atau mengalami penguatan sebesar 8,18% selama tahun 2022. Sementara itu, nilai tukar Rupiah sampai dengan akhir Desember 2022 terdepresiasi 8,45% dibandingkan dengan level akhir 2021, relative lebih baik dibandingkan dengan depresiasi mata uang sejumlah negara berkembang lainnya, seperti Filipina 8,50% dan India 10,15%. Ke depan Bank Indonesia akan terus memperkuat kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah sesuai dengan bekerjanya mekanisme pasar dan nilai fundamentalnya.

Inflasi Indeks Harga Konsumen (IHK) pada semester I 2022 tercatat meningkat pada semua kelompok yaitu inti, inflasi kelompok pangan bergejolak (*volatile food*, VF) dan inflasi kelompok harga yang diatur Pemerintah (*administered prices*, AP). Inflasi IHK pada Juni 2022 tercatat sebesar 4,35% (yoy), lebih tinggi dari 1,33% pada Juni 2021. Kenaikan inflasi IHK tersebut terjadi di seluruh wilayah dengan disparitas yang juga terpantau melebar. Hal ini antara lain disebabkan oleh masih adanya permasalahan structural dalam pengendalian inflasi VF khususnya terkait pola produksi dan kelancaran distribusi di daerah. Secara spasial, inflasi IHK tertinggi tercatat di provinsi Jambi, yaitu sebesar 7,01% (yoy), sementara inflasi IHK terendah dicatat di provinsi Maluku Utara yaitu sebesar 2,20% (yoy).

Inflasi inti meningkat namun tetap dalam level yang rendah, sejalan dengan permintaan domestik yang membaik secara gradual pascakebijakan pelonggaran mobilitas serta berlanjutnya transmisi inflasi komoditas global dan depresiasi nilai tukar. Inflasi inti pada Juni 2022 tercatat sebesar 2,63% (yoy), meningkat dibandingkan 1,49% pada tahun sebelumnya didorong oleh kenaikan pada semua disagregasinya. Inflasi inti food 3,73% (yoy) pada Juni 2022, meningkat dibanding 3,69 (yoy) pada Juni 2021, disumbang oleh peningkatan kelompok *food non-traded*. Namun demikian, kelompok *food traded* mengalami penurunan. Sementara itu, inflasi inti *non-food* tercatat sebesar 2,31% (yoy) pada Juni 2022, meningkat dari 1,28% pada Juni 2021. Berdasarkan komoditasnya, peningkatan inflasi inti terutama disumbang oleh kenaikan harga sewa rumah, komoditas sabun detergen bubuk/cair, mobil, dan nasi dengan lauk terutama didorong oleh pemberlakuan kegiatan *work from office* dan

sekolah tatap muka, masih tingginya harga *Crude Palm Oil* (CPO) sebagai bahan baku sabun, berakhirnya diskon pajak penjualan atas barang mewah (PPnBM), dan kenaikan harga bahan pangan.

Inflasi VF meningkat signifikan pada semester I 2022 terutama didorong oleh kenaikan harga komoditas hortikultura. Inflasi VF pada Juni 2022 tercatat sebesar 10,07% (yoy), lebih tinggi dibandingkan 1,60% (yoy) pada bulan Juni tahun sebelumnya. Perkembangan ini terutama dipengaruhi oleh kondisi curah hujan tinggi yang mengakibatkan kendala produksi komoditas hortikultura terutama aneka cabai dan bawang merah. Selain itu, harga minyak goreng turut mengalami peningkatan pada semester I 2022 seiring dengan keterbatasan pasokan minyak goreng domestik karena peningkatan permintaan dan peningkatan harga CPO global. Lebih lanjut, peningkatan inflasi pada periode yang sama juga dialami oleh komoditas telur antara lain akibat kenaikan harga input produksi khususnya harga pakan dan bibit ayam.

Inflasi AP pada tengah tahun 2022 meningkat seiring kenaikan mobilitas. Pada Juni 2022, inflasi AP tercatat sebesar 5,33% (yoy), lebih tinggi dari 0,49% (yoy) pada tahun sebelumnya terutama disumbang oleh tarif angkutan udara (AU) dan bensin. Kenaikan tarif AU dipengaruhi oleh meningkatnya permintaan setelah pemberlakuan kebijakan pelonggaran aktivitas masyarakat dan HBKN Idulfitri, terbatasnya armada maskapai, kenaikan Pajak Pertambahan Nilai (PPN) tiket, serta penggunaan *fuel surcharge* oleh maskapai seiring kenaikan harga avtur. Sementara itu, kenaikan inflasi komoditas bensin didorong oleh kebijakan penyesuaian harga BBM nonsubsidi jenis Pertamina pada 1 April 2022. Peningkatan inflasi AP pada semester I 2022 juga bersumber dari kenaikan harga bahan bakar rumah tangga, yaitu LPG nonsubsidi dan subsidi di tingkat pengecer serta dari komoditas aneka rokok seiring berlanjutnya transmisi kenaikan cukai tembakau oleh produsen.

Prospek perbaikan perekonomian nasional diperkirakan terus berlanjut dalam jangka menengah dengan struktur ekonomi yang berdaya tahan sehingga mendukung transformasi ekonomi nasional menuju Indonesia Maju. Perkiraan tersebut juga didorong oleh prospek ekonomi global yang membaik serta kenaikan investasi dan produktivitas dari implementasi kebijakan reformasi structural baik di sektor riil

maupun akselerasi ekonomi dan keuangan digital nasional. Peningkatan daya saing perekonomian serta kapasitas dan kapabilitas industri mendukung pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan lebih berdaya tahan dengan struktur perekonomian yang makin baik. Keberhasilan hilirisasi akan meningkatkan nilai tambah ekspor sekaligus berdampak pada kenaikan investasi dan produktivitas. Selain itu, iklim bisnis dan investasi yang lebih baik, diantaranya melalui implementasi UU Cipta Kerja, akan mendorong penguatan sumber-sumber pertumbuhan ekonomi yang lebih tinggi. Pertumbuhan ekonomi Indonesia diproyeksikan akan terus meningkat hingga berada pada kisaran 4,8 – 5,6% pada 2025, 4,9 - 5,7% pada 2026 dan 5,0 – 5,8% pada 2027. Inflasi diperkirakan tetap terjaga rendah pada kisaran 1,5 – 3,5%, didukung oleh kenaikan kapasitas produksi nasional melalui peningkatan efisiensi dan produktivitas dalam memenuhi kenaikan permintaan agregat di dalam perekonomian. Defisit transaksi berjalan diperkirakan juga tetap terkendali pada tingkat yang rendah sehingga menopang ketahanan sektor eksternal Indonesia. Secara keseluruhan, dengan lintasan prospek tersebut, Indonesia diperkirakan mampu menjadi negara maju berpendapatan tinggi pada 2047.

Beberapa risiko baik jangka pendek maupun jangka menengah tetap perlu mendapat perhatian karena dapat mengganggu prospek perekonomian ke depan. Pada jangka pendek, gejolak global dapat mempengaruhi perekonomian domestik melalui jalur perdagangan (*trade channel*). Pada jalur perdagangan, dampak perlambatan ekonomi global dan bahkan resesi ekonomi di beberapa negara dapat menyebabkan risiko penurunan kontribusi ekspor dalam mendukung pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, harga energi dan pangan global yang tinggi akan berakibat pada masih kuatnya tekanan inflasi di dalam negeri. Dari sisi jalur keuangan, nilai tukar USD yang kuat, suku bunga kebijakan moneter dan *yield* US Treasury yang masih tinggi, serta premi risiko dan ketidakpastian pasar keuangan global berisiko menimbulkan pelarian investasi portofolio asing (*capital outflows*), meningkatnya *yield* SBN, dan tingginya tekanan pelemahan (depresiasi) nilai tukar Rupiah. Transmisi gejolak global tersebut akan mendorong kenaikan risiko stabilitas sistem keuangan, baik dari risiko pasar karena pelemahan nilai tukar dan kenaikan *yield* SBN, maupun risiko kredit

karena penurunan kegiatan perekonomian domestik. Pada jangka menengah-panjang, terdapat risiko terjadinya multipolar pola perdagangan dunia yang dapat mempengaruhi prospek kebangkitan ekonomi menuju Indonesia Maju. Risiko ini terjadi akibat adanya fragmentasi politik dan ekonomi yang mendorong penurunan dominasi AS dan Eropa dalam perdagangan dan perekonomian global, seiring meningkatnya peran Asia, terutama Tiongkok dan India. Selain itu, sejumlah negara di Afrika juga akan makin tumbuh dan menjadi tujuan perdagangan global.

Bank Indonesia menempuh bauran kebijakan pada 2022 yang terus disinergikan dengan arah kebijakan nasional untuk mendorong akselerasi pemulihan ekonomi sekaligus menjaga stabilitas. Dalam kaitan ini, Bank Indonesia menempuh bauran kebijakan yang terdiri dari kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas (*pro-stability*), kebijakan makroprudensial, digitalisasi sistem pembayaran, pengembangan pasar uang, serta ekonomi keuangan inklusif dan hijau untuk mengakselerasi pemulihan ekonomi nasional (*pro-growth*).

Pokok-pokok bauran kebijakan Bank Indonesia yang diimplementasikan pada 2022 ialah sebagai berikut :

- 1) Di bidang moneter, kebijakan likuiditas, nilai tukar, dan suku bunga diarahkan untuk memastikan terjaganya stabilitas makroekonomi. Ketiga kebijakan tersebut ditempuh oleh Bank Indonesia secara komprehensif dan tersinergi dalam mengimplementasikan arah dan *stance* kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas. Dengan kata lain, *stance* kebijakan moneter yang ditempuh tidak hanya diukur melalui perubahan kebijakan suku bunga, namun juga kebijakan likuiditas. Kelaziman penggunaan kebijakan suku bunga dan likuiditas tersebut juga dapat dilihat dari praktik bank sentral di dunia dalam *exit policy strategy* yang tidak hanya bergantung pada satu jenis kebijakan saja, meskipun memang pilihan prioritas strategi kebijakan moneter yang didahulukan tidaklah seragam. Beberapa negara terutaman yang memiliki eksposur likuiditas besar, terindikasi lebih mendahulukan normalisasi likuiditas ketimbang kenaikan suku bunga, sedangkan di negara yang memiliki tekanan inflasi tinggi cenderung mendahulukan peningkatan suku bunga. Dalam

konteks ini, sejalan dengan tekanan inflasi inti yang masih rendah terutama pada semester I 2022, maka respons kebijakan moneter ditempuh dengan melakukan normalisasi likuiditas secara *well-calibrated*, *well-planned*, dan *well-communicated* melalui kenaikan bertahap rasio Giro Wajib Minimum (GWM) Rupiah menjadi 9% untuk Bank Umum Konvensional (BUK) serta 7,5% untuk Bank Umum Syariah (BUS) dan Unit Usaha Syariah (UUS). Kebijakan tersebut ditempuh agar Bank Indonesia tidak *behind the curve* dalam merespons dampak ketidakpastian pasar keuangan global terhadap stabilitas makroekonomi. Stabilitas nilai tukar juga diperkuat dengan melakukan *triple intervention*, di pasar spot, DNDF, dan pembelian/penjualan SBN di pasar sekunder. Sementara itu, suku bunga kebijakan BI7DRR dinaikkan sebesar 200 bps sejak Agustus 2022 hingga Desember 2022 menjadi 5,50% untuk merespons kenaikan tekanan inflasi inti dan ekspektasi inflasi ke depan.

- 2) Relaksasi kebijakan makroprudensial yang tersinergi dengan paket kebijakan terpadu KSSK juga terus ditempuh untuk mendukung pemulihan ekonomi nasional. Bank Indonesia telah meningkatkan insentif bagi bank yang menyalurkan kredit kepada sektor prioritas dan UMKM dan/atau memenuhi target Rasio Pembiayaan Inklusif Makroprudensial (RPIM) dalam bentuk pelonggaran atas kewajiban GWM Rupiah serta memperluas cakupan sektor prioritas yang mendapat insentif tersebut. Relaksasi kebijakan makroprudensial tersebut makin memperkuat kebijakan makroprudensial akomodatif lainnya, termasuk kebijakan *Countercyclical Capital Buffer (CCyB)*, Rasio Intermediasi Makroprudensial (RIM), Rasio Penyangga Likuiditas Makroprudensial (PLM) Konvensional dan Syariah, dan Rasio *Loan to Value/Financing to Value (LTV/FTV)* Kredit/Pembiayaan Properti yang tetap longgar.
- 3) Penguatan kebijakan sistem pembayaran untuk mendukung pemulihan ekonomi dan akselerasi digitalisasi yang inklusif terus dilakukan. Penguatan tersebut termasuk melalui perluasan penggunaan QRIS, intensifikasi program elektronifikasi melalui digitalisasi program bantuan sosial (bansos) pemerintah, elektronifikasi layanan Pemerintah Daerah khususnya Percepatan dan

Perluasan Digitalisasi Daerah (P2DD) dan integrasi moda transportasi, penguatan implementasi Standar Nasional Open API Pembayaran (SNAP) dengan mendorong percepatan adopsi SNAP bagi bank dan lembaga selain bank (LSB) serta memberikan alternatif penyediaan infrastruktur sesuai dengan kapasitas peserta, akselerasi implementasi BI-FAST melalui peningkatan kepesertaan, perluasan layanan, serta akseptasi pemanfaatan BI-FAST, serta kebijakan *pricing* sistem pembayaran untuk mendukung pemulihan ekonomi nasional.

- 4) Sinergi erat Bank Indonesia dengan Pemerintah, perbankan, dan institusi lainnya untuk melanjutkan dukungan pengembangan UMKM serta ekonomi dan keuangan syariah sebagai sumber baru pertumbuhan ekonomi Indonesia. Pendalaman pasar valas dalam rangka mendukung stabilitas nilai tukar Rupiah serta perluasan instrumen lindung nilai. Fasilitasi perdagangan-investasi antarnegara termasuk melalui perluasan penggunaan *Local Currency Transaction* (LCT) juga terus diakselerasi. Kebijakan internasional terus diperkuat melalui perluasan kerja sama dengan bank sentral dan otoritas negara mitra lainnya, fasilitasi penyelenggaraan promosi investasi dan perdagangan di sektor prioritas bekerja sama dengan instansi terkait, serta bersama Kementerian Keuangan menyukseskan 6 (enam) agenda prioritas jalur keuangan Presidensi Indonesia pada G20 tahun 2022.

Kondisi nilai tukar Rupiah sepanjang 2022 cenderung stabil meskipun jika secara rerata melemah dibandingkan 2021. Hal ini dapat dilihat pada tabel perbandingan nilai tukar Rupiah terhadap USD tahun 2021-2022 dibawah ini.

Tabel 4.8 . Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD Tahun 2021 – 2022

Bulan	2021	2022	YoY	%
Januari	14,084	14,381	(297)	(2.1)
Februari	14,229	14,371	(142)	(1.0)
Maret	14,572	14,349	223	1.5
April	14,468	14,418	50	0.3
Mei	14,310	14,544	(234)	(1.6)
Juni	14,496	14,848	(352)	(2.4)

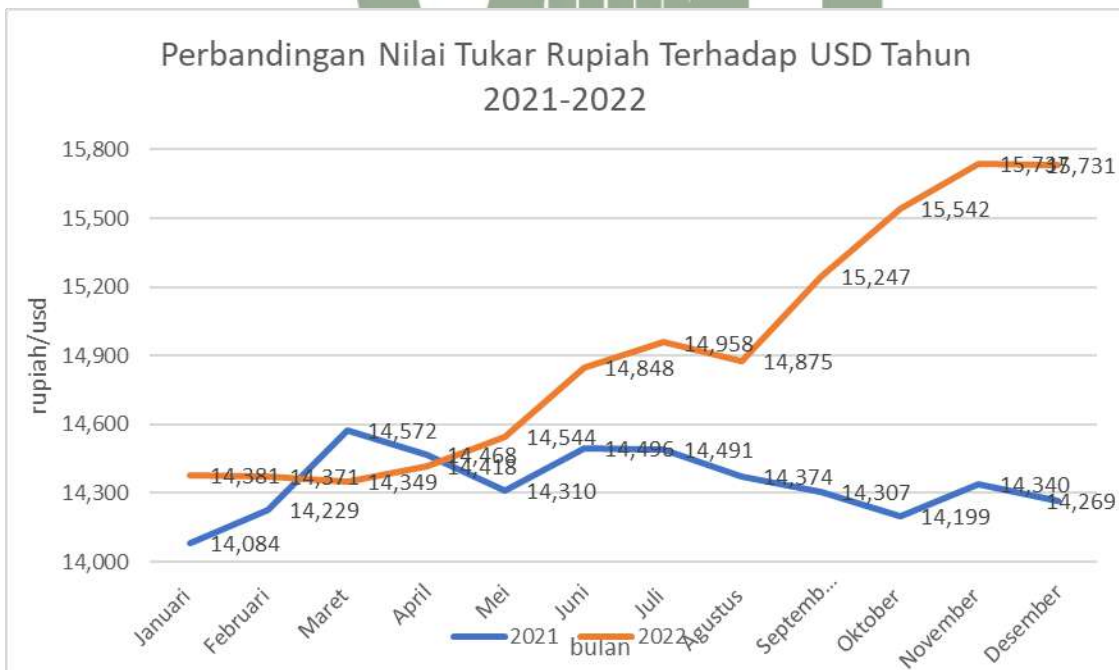
Juli	14,491	14,958	(467)	(3.2)
Agustus	14,374	14,875	(501)	(3.5)
September	14,307	15,247	(940)	(6.6)
Oktober	14,199	15,542	(1,343)	(9.5)
November	14,340	15,737	(1,397)	(9.7)
Desember	14,269	15,731	(1,462)	(10.2)

Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Pada tabel 4.8 dapat dilihat bahwa nilai tukar Rupiah pada tahun 2022 cenderung sedikit melemah namun tetap diupayakan stabil bila dibandingkan dengan tahun 2021. Depresiasi nilai tukar Rupiah lebih baik dibandingkan dengan depresiasi mata uang sejumlah negara berkembang lainnya seperti India dan Filipina (LPI, 2023). Nilai tukar yang relatif lebih baik tersebut tidak terlepas dari konsistensi Bank Indonesia dalam memonitor dan berada di pasar untuk menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah sesuai dengan fundamental dan mekanisme pasar, serta persepsi investor asing yang tetap positif terhadap prospek perekonomian Indonesia. Persepsi investor yang tetap positif ini ditunjukkan pada aliran portofolio asing yang masuk ke pasar saham sementara aliran modal keluar dari pasar SBN makin mereda terutama sejak Oktober 2022. Bank Indonesia terus mencermati perkembangan pasokan valas dan memperkuat kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah sesuai dengan bekerjanya mekanisme pasar dan nilai fundamentalnya untuk mendukung upaya pengendalian inflasi dan stabilitas makroekonomi.

Sinergi kebijakan menjadi faktor kunci bagi keberlanjutan pemulihan ekonomi dengan stabilitas yang terjaga pada 2022. Kinerja ekspor tetap kuat seiring dengan besarnya permintaan beberapa mitra dagang utama serta dukungan kebijakan pemerintah. Pertumbuhan ekonomi tahun 2022 diperkirakan meningkat dalam kisaran 4,5 - 5,3% dengan kecenderungan bias atas. Stabilitas eksternal tetap terjaga, didukung oleh Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) yang tetap sehat, sejalan dengan surplus transaksi berjalan di tengah tekanan pada transaksi modal dan finansial, khususnya investasi portofolio. Kinerja NPI yang tetap baik serta respons segera Bank Indonesia berkontribusi dalam menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah, meskipun pada sisi lain tengah terjadi fenomena *strong dollar* dan ketidakpastian pasar keuangan global.

Inflasi meski lebih tinggi dari kisaran sasaran 2022 sejalan dengan perkembangan pascakenaikan harga BBM bersubsidi namun lebih rendah dari proyeksi awal dan diperkirakan akan kembali ke sasaran pada 2023. Stabilitas sistem keuangan juga tetap baik dengan ketahanan yang terjaga dan fungsi intermediasi yang meningkat. Satu agenda penting yang diangkat di tahun 2022 ialah Presidensi Indonesia di G20 dengan tema “*Recover Together, Recover Stronger*”. Agenda global ini memiliki arti strategis untuk memperkuat koordinasi global dalam jangka menengah. Bank Indonesia bersama Kementerian Keuangan dan Kementerian/ lembaga berperan aktif melalui jalur keuangan. Terdapat 6 (enam) agenda utama yang menjadi focus pembahasan di jalur keuangan, yaitu terkait kebijakan exit strategy pascapandemi, mengatasi *scarring effect* dari pandemic, inovasi sistem pembayaran di era digital, mendorong keuangan berkelanjutan, meningkatkan inklusi keuangan, serta perpajakan internasional. Presidensi G20 Indonesia telah berhasil mengeluarkan berbagai kesepakatan dan rekomendasi yang akan menjadi acuan dan/atau pertimbangan bagi negara anggota dalam menerapkan kebijakan selanjutnya. Berikut ini dapat dilihat pergerakan nilai tukar Rupiah sepanjang 2022 jika dibandingkan tahun 2021.



Sumber : Bank Indonesia, 2023 (diolah)

Gambar 4.14: Perbandingan Nilai Tukar Rupiah Terhadap USD tahun 2021-2022

Pada gambar 4.14 diatas dapat dilihat bahwa Rupiah di awal tahun hingga bulan Agustus 2022 masih cenderung stabil namun mulai mengalami sedikit pelemahan di bulan Oktober hingga akhir tahun. Untuk mengatasi keadaan tersebut, kebijakan stabilisasi nilai tukar dilakukan melalui *triple intervention* untuk menjaga nilai tukar yang sejalan dengan fundamental dan mekanisme pasar. Bank Indonesia memperkirakan bahwa tekanan pelemahan nilai tukar akan mereda menjelang dan setelah kenaikan FFR yang mencapai puncaknya pada triwulan I 2023. Nilai tukar Rupiah diperkirakan akan bergerak menguat dan stabil setelah triwulan I 2023 sejalan dengan fundamental ekonomi Indonesia yang kuat. Kuatnya fundamental ekonomi Indonesia didukung oleh inflasi yang akan menurun ke arah sasaran, neraca transaksi berjalan yang surplus, imbal hasil *yield* SBN yang menarik, serta prospek pemulihan ekonomi nasional yang terus berlanjut. Untuk menjaga stabilitas nilai tukar yang sejalan dengan fundamental dan mekanisme pasar dimaksud, Bank Indonesia akan terus memonitor dan berada di pasar, serta menempuh kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah yang diperlukan melalui *triple intervention*, di pasar spot, DNDF, dan pembelian SBN di pasar sekunder. Penguatan strategi operasi moneter juga ditempuh untuk mendukung efektivitas kenaikan suku bunga BI7DRR dan kebijakan stabilisasi nilai tukar Rupiah tersebut. Selain itu, Bank Indonesia akan terus menjaga dan meningkatkan kecukupan cadangan devisa, baik melalui optimalisasi pengelolaan cadangan devisa maupun dengan meningkatkan pasokan valas di pasar dari repatriasi Devisa Hasil Ekspor Sumber Daya Alam (DHE SDA). Koordinasi Bank Indonesia dengan Kementerian Keuangan terus diperkuat untuk menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah dan stabilitas pasar SBN dalam mengelola penyesuaian perkembangan global pada 2023.

B. Permintaan Terhadap Mata Uang Valas

Nilai tukar, sebagaimana halnya dengan harga-harga lain dalam perekonomian yang ditentukan oleh interaksi pembeli dan penjual, ditentukan oleh interaksi rumah tangga, perusahaan, dan lembaga keuangan yang membeli dan menjual mata asing

untuk melakukan pembayaran internasional. Pasar dimana perdagangan mata uang internasional terjadi disebut pasar valuta asing (Krugman et al., 2022).

Partisipan utama di pasar valuta asing adalah bank komersial, perusahaan yang terlibat dalam perdagangan internasional, lembaga keuangan non bank seperti perusahaan manajemen aset dan perusahaan asuransi, dan bank sentral. Meskipun individu juga dapat berpartisipasi dalam pasar valuta asing namun transaksi tunainya tidak signifikan terhadap total perdagangan valuta asing.

Bank komersial adalah pusat pasar valuta asing karena hampir setiap transaksi internasional yang cukup besar melibatkan penempatan dan mengkredit rekening di bank-bank komersial di berbagai pusat keuangan. Dengan demikian sebagian besar transaksi valuta asing melibatkan pertukaran deposito bank dalam mata uang yang berbeda. Bank secara rutin memasuki pasar valuta asing untuk memenuhi kebutuhan pelanggan mereka terutama perusahaan. Selain itu, bank juga akan melakukan transaksi nilai tukar kepada bank lain dimana bank tersebut bersedia membeli mata uang dari mereka dan menjual mata uang kepada mereka. Perdagangan mata uang asing di antara bank yang disebut perdagangan antar bank menyumbang sebagian besar aktivitas di pasar valuta asing. Karena operasi internasional mereka sangat luas, bank-bank komersial besar sangat tepat untuk mempertemukan pembeli dan penjual mata uang.

Selain bank komersial, perusahaan yang beroperasi di beberapa negara sering sekali melakukan atau menerima pembayaran dalam mata uang selain mata uang negara tempat mereka berkantor pusat. Termasuk juga lembaga-lembaga keuangan non bank seperti reksadana memberikan layanan yang melibatkan transaksi valuta asing.

Partisipan yang terakhir adalah bank sentral. Bank sentral terkadang mengintervensi pasar valuta asing. Meskipun volume transaksi bank sentral biasanya tidak besar, dampak dari transaksi ini bisa sangat besar. Hal ini disebabkan para partisipan di pasar valuta asing mengamati tindakan bank sentral dengan seksama untuk mendapatkan petunjuk mengenai kebijakan makroekonomi di masa depan yang dapat mempengaruhi nilai tukar. Instansi pemerintah selain bank sentral juga dapat

bertransaksi di pasar valuta asing, namun demikian bank sentral adalah peserta resmi yang paling sering bertransaksi.

Permintaan mata uang asing muncul ketika turis mengunjungi negara lain dan perlu menukarkan mata uang nasional mereka dengan mata uang negara yang mereka kunjungi, ketika perusahaan domestik ingin mengimpor dari negara lain, ketika individual atau perusahaan ingin berinvestasi di luar negeri dan seterusnya. Sebaliknya, pasokan mata uang asing suatu negara muncul dari pengeluaran turis asing di negara tersebut, dari pendapatan ekspor, dari penerimaan investasi asing, dan sebagainya (Salvatore, 2019).

Di pasar valuta asing, permintaan dan penawaran saling terkait erat, karena seseorang atau perusahaan yang meminta satu mata uang harus pada saat yang sama memasok mata uang lain dan sebaliknya (D. Shapiro et al., 2022). Perusahaan yang membeli dan menjual di pasar internasional mendapati bahwa biaya mereka untuk pekerja, pemasok, dan investor diukur dalam mata uang negara tempat produksi mereka terjadi, tetapi pendapatan mereka dari penjualan diukur dalam mata uang negara yang berbeda di mana penjualan mereka terjadi. Dengan demikian, sebuah perusahaan Cina yang mengespor ke luar negeri akan mendapatkan mata uang lain, misalkan USD, tetapi membutuhkan Yuan Cina untuk membayar pekerja, pemasok dan investor yang berbasis di Cina. Di pasar valuta asing, perusahaan ini akan menjadi pemasok USD dan membutuhkan Yuan Cina. Wisatawan internasional akan memasok mata uang negara asalnya untuk menerima mata uang negara yang mereka kunjungi. Contohnya, turis Amerika yang mengunjungi Cina akan memasok USD ke pasar valuta asing dan meminta Yuan Cina.

Investasi keuangan yang melintasi batas-batas internasional membutuhkan pertukaran mata uang yaitu investasi asing langsung (*Foreign Direct Investment/ FDI*) dan investasi portofolio. FDI mengacu pada pembelian perusahaan (setidaknya sepuluh persen) di negara lain atau memulai sebuah perusahaan baru di negara asing. Sementara itu, investasi portofolio melibatkan investasi keuangan murni yang tidak memerlukan tanggung jawab manajemen. Baik investasi langsung maupun investasi portofolio melibatkan investor yang memasok mata uang domestik dan meminta mata

uang asing. Dengan investasi portofolio, klien membeli kurang dari sepuluh persen saham perusahaan. Oleh karena itu, para pelaku bisnis sering kali terlibat dalam investasi portofolio dengan fokus jangka pendek. Dengan investasi asing langsung, investor membeli lebih dari sepuluh persen dari sebuah perusahaan dan investor biasanya memikul beberapa tanggung jawab manajerial.

Terkait gambaran permintaan mata uang valas, berikut ini dapat dilihat dari beberapa indikator yaitu kegiatan ekonomi (net ekspor-impor), transaksi pasar valas (*spot* dan *forward*) dan keuangan negara (permintaan valas yang dilihat dari besarnya utang luar negeri).

Indikator pertama untuk melihat permintaan valas adalah melalui kegiatan ekonomi (*net* ekspor-impor). Melakukan perdagangan internasional dibandingkan berinvestasi di luar negeri merupakan pendekatan yang relatif konservatif terhadap bisnis internasional yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk menembus pasar (dengan mengekspor) atau mendapatkan pasokan dengan biaya rendah (dengan mengimpor). Risiko yang dihadapi dalam melakukan perdagangan internasional cenderung minimal karena perusahaan tidak menginvestasikan modalnya di luar negeri. Jika perusahaan mengalami penurunan dalam mengekspor atau mengimpor biasanya perusahaan dapat mengurangi atau menghentikan bagian bisnis ini dengan biaya rendah. Eksportir atau importir atau pasar keuangan internasional pada akhirnya harus menanggung risiko nilai tukar (Madura & Fox, 2023).

Permintaan valas dapat dipengaruhi oleh aktivitas ekspor dan impor. Hubungan ini terkait dengan konsep dasar neraca pembayaran yang merupakan catatan transaksi ekonomi suatu negara dengan seluruh dunia. Neraca pembayaran dibagi menjadi dua komponen utama yaitu transaksi berjalan dan transaksi modal. Transaksi berjalan mencakup transaksi yang terkait dengan perdagangan barang dan jasa, serta pendapatan yang diterima dari investasi asing dan transfer sepihak. Dalam transaksi berjalan, neraca perdagangan atau perbedaan antara ekspor dan impor barang suatu negara secara langsung mempengaruhi permintaan valas. Ketika sebuah negara mengeskpor barang, negara tersebut menerima pembayaran dalam mata uang asing dari negara lain. Pembayaran ini meningkatkan pasokan mata uang asing di pasar

domestik. Sebaliknya Ketika sebuah negara mengimpor barang, negara tersebut perlu membayar dalam mata uang negara pengekspor. Hal ini menciptakan permintaan untuk mata uang asing. Semakin tinggi nilai impor, semakin tinggi permintaan mata uang asing. Sementara itu, transaksi modal mencakup transfer modal dan pembelian serta penjualan aset antar negara. Ini dapat mencakup investasi asing langsung, investasi portofolio, dan pinjaman. Meskipun transaksi modal tidak secara langsung mempengaruhi permintaan valas, untuk tujuan yang berhubungan dengan perdagangan cukup berperan dalam permintaan mata uang secara keseluruhan dan nilai tukar.

Aktivitas ekspor dan impor mempengaruhi permintaan valas saat terjadinya ketidakseimbangan perdagangan, defisit perdagangan dan nilai tukar. Jika sebuah negara secara konsisten mengekspor lebih banyak daripada mengimpor, maka negara tersebut menghasilkan surplus perdagangan. Ini berarti negara tersebut menerima lebih banyak mata uang asing daripada yang dibutuhkan untuk membayar impor. Kelebihan mata uang asing dapat digunakan untuk berbagai tujuan seperti sebagai cadangan devisa atau melakukan investasi internasional. Sebaliknya, jika suatu negara mengimpor lebih banyak dari yang diekspor, maka negara tersebut mengalami defisit perdagangan. Ini berarti bahwa negara tersebut membutuhkan lebih banyak mata uang asing untuk membayar impor daripada yang diterimanya dari ekspor. Untuk menutupi defisit, negara tersebut dapat menggunakan cadangan devisanya atau meminjam mata uang asing.

Hubungan antara neraca perdagangan suatu negara dan nilai tukar mata uangnya sangat kompleks dan dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk penawaran dan permintaan mata uang di pasar valuta asing. Surplus perdagangan dapat menyebabkan apresiasi mata uang negara tersebut, membuat impor lebih murah dan ekspor berpotensi lebih mahal bagi negara lain. Sebaliknya, defisit perdagangan dapat menyebabkan depresiasi mata uang yang dapat membuat ekspor menjadi lebih kompetitif. Jadi dapat disimpulkan bahwa aktivitas ekspor dan impor memiliki dampak yang signifikan terhadap permintaan mata uang asing dalam perekonomian suatu negara. Dinamika ini berperan dalam membentuk nilai tukar dan kesehatan ekonomi suatu negara secara keseluruhan.

Adapun nilai ekspor dan impor Indonesia periode 2015-2022 dapat dilihat pada tabel 4.9 berikut ini.

Tabel 4.9 : Nilai Ekspor Indonesia Periode 2015-2022 (dalam ribuan USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
JAN	12,696,423	10,219,982	13,368,917	14,519,918	13,955,566	13,718,476	15,499,759	19,367,564
FEB	11,895,481	11,117,517	12,703,312	14,061,379	12,811,189	14,046,601	15,429,943	20,638,198
MAR	13,234,851	11,701,704	14,691,052	15,793,403	14,445,982	13,972,198	18,447,925	26,763,814
APR	13,227,215	11,598,147	13,283,072	14,512,277	13,395,293	12,121,898	18,654,264	27,311,483
MEI	12,783,214	11,624,410	14,303,609	16,287,433	14,714,660	10,444,488	16,934,798	21,461,922
JUNI	13,674,994	13,062,938	11,580,504	12,940,083	12,098,712	12,060,646	18,731,676	26,400,129
JULI	11,358,884	9,563,279	13,600,663	16,455,329	14,955,959	13,709,031	19,311,366	25,519,274
AGUST	12,445,202	12,729,467	15,190,903	16,080,277	14,324,042	13,112,185	21,546,965	27,446,667
SEPT	12,281,485	12,597,983	14,600,363	15,171,324	14,390,139	13,982,643	20,792,307	24,869,824
OKT	11,987,382	12,754,421	15,238,216	15,987,886	14,918,528	14,347,320	22,223,698	24,829,523
NOV	10,955,766	13,517,249	15,379,088	14,912,789	13,895,742	15,268,038	22,902,608	24,047,931
DES	11,824,158	13,957,676	14,942,815	14,002,885	14,549,554	16,571,598	22,359,971	23,891,791

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Pada tabel 4.9 diatas dapat dilihat bahwa dari tahun 2015 hingga tahun 2022 telah terjadi peningkatan pada nilai ekspor Indonesia yang sangat menggembirakan. Peningkatan yang cukup signifikan dapat dilihat pada nilai ekspor tahun 2021 dan 2022 yang berada jauh diatas nilai ekspor tahun 2015 sampai dengan 2020 sebagaimana yang terlihat pada gambar berikut ini.



Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Gambar 4.15 : Nilai Ekspor Indonesia 2015-2022

Pada tahun 2021, kinerja ekspor Indonesia menunjukkan tren pemulihan di tengah-tengah hantaman gelombang COVID-19 varian Delta (BPS, 2022b). Tahun 2021 juga menjadi momentum cukup terkendalinya kasus corona virus dan percepatan

program vaksinasi. Semakin menguatnya kinerja ekspor juga tidak lepas dari peningkatan permintaan pasar internasional, terutama dari Tiongkok. Peningkatan harga komoditas utama ekspor Indonesia, seperti batu bara dan minyak kelapa sawit juga memiliki peran penting terhadap pemulihan ekspor. Meskipun kenaikan ekspor sempat tertahan pada pertengahan tahun, akan tetapi secara keseluruhan ekspor Indonesia pada 2021 tumbuh lebih tinggi dibandingkan tahun 2020. Bahkan secara kumulatif ekspor Indonesia tahun 2021 tercatat sebagai yang tertinggi sepanjang sejarah.

Komoditas ekspor migas dengan peningkatan terbesar adalah gas yang mencapai US\$7.454,7 juta atau US\$2.057,1 juta lebih tinggi dari tahun 2020. Sementara itu, komoditas ekspor nonmigas yang mengalami peningkatan terbesar antara lain batu bara, besi/baja, minyak kelapa sawit, dan lignit. Komoditas batu bara pada tahun 2021 meningkat sebesar 82,56 persen hingga mencapai US\$26.533,1 juta. Peningkatan tersebut sejalan dengan meningkatnya harga batu bara dunia sebesar US\$138,05 per metrik ton pada 2021. Komoditas besi/baja meningkat US\$10.162,4 juta dari tahun 2020 atau naik 90,05 persen. Komoditas minyak kelapa sawit mencapai US\$378,81 per metrik ton pada 2021. Ekspor komoditas lignit pada tahun 2021 tercatat sebesar US\$4.975,2 juta atau meningkat sebesar US\$3.055,1 juta dari tahun 2020.

Nilai ekspor Indonesia ke negara-negara ASEAN pada tahun 2021 memiliki peranan sebesar 20,73 persen. Ekspor ke kelompok negara ini menunjukkan adanya peningkatan sebesar US\$11.601,3 juta atau 31,85 persen dibanding 2020. Peningkatan ini salah satunya disebabkan oleh peningkatan nilai ekspor ke Malaysia sebesar 47,81 persen, dari US\$8.098,8 juta menjadi US\$11.971,0. Meningkatnya ekspor ke Malaysia terutama disebabkan meningkatnya ekspor batubara sebesar US\$1.053,7 juta (80,70 persen), minyak kelapa sawit sebesar US\$459,7 juta (53,87 persen), dan tembaga sebesar US\$509,9 juta (184,75 persen).

Selain ke Malaysia, ekspor Indonesia ke Singapura juga mengalami peningkatan. Besarnya peningkatan adalah sebesar US\$973,9 juta atau 9,13 persen. Peningkatan ini sebagian besar disebabkan oleh peningkatan ekspor komoditas gas alam sebesar

US\$1.074,3 juta (63,13 persen), timah sebesar US\$322,1 juta (172,37 persen), dan peralatan listrik sebesar US\$282,6 juta (41,02 persen). Ekspor Indonesia ke negara-negara ASEAN pada tahun 2021 mengalami peningkatan kecuali ke Kamboja. Ekspor Indonesia ke Kamboja menurun US\$10,1 juta atau 1,87 persen menjadi US\$531,2 juta.

Ditinjau dari distribusi ekspor ke berbagai wilayah perdagangan dunia, sebanyak 74,28 persen barang ekspor Indonesia dipasarkan ke negara kelompok ekonomi negara-negara APEC, dan pada tahun 2021 mengalami pertumbuhan positif yaitu sebesar 44,24 persen. Dalam kelompok ini, negara penyumbang devisa nasional terbesar adalah Tiongkok, Amerika Serikat, Jepang, Malaysia, dan Singapura. Kelima negara tersebut mempunyai kontribusi sebesar 52,26 persen terhadap ekspor nasional. Tahun 2021, ekspor Indonesia ke Tiongkok, Amerika Serikat, Jepang, Malaysia, dan Singapura mengalami peningkatan, masing-masing sebesar US\$21.983,7 juta (69,17 persen), US\$7.170,4 juta (38,50 persen), US\$4.208,0 juta (30,79 persen), US\$3.872,3 juta (47,81 persen), dan US\$973,9 juta (9,13 persen).

Ekspor Indonesia ke Uni Eropa memiliki kontribusi sebesar 7,77 persen dari total ekspor Indonesia. Di antara negara kelompok Uni Eropa, ekspor Indonesia ke Belanda, Jerman dan Italia menduduki posisi teratas dimana pada tahun 2021 ekspor ke masing-masing negara sebesar US\$4.630,7 juta; US\$2.914,8 juta; dan US\$2.805,7 juta. Secara keseluruhan ekspor ke tiga negara tersebut meningkat sebesar 41,48 persen disbanding tahun sebelumnya. Pada tahun 2021, ekspor Indonesia ke Timur Tengah mencapai S\$6.848,1 juta atau memiliki kontribusi sebesar 2,96 persen dari total ekspor Indonesia. Dibandingkan dengan tahun sebelumnya, ekspor ke Timur Tengah mengalami peningkatan sebesar US\$1.803,2 juta atau 35,74 persen.

Ekspor Indonesia tahun 2022 menunjukkan kinerja yang sangat baik dibanding tahun-tahun sebelumnya. Hal ini ditandai dengan peningkatan nilai ekspor tahun 2022 yang cukup signifikan dibanding tahun 2021 (BPS, 2023). Peningkatan nilai ekspor ini dikarenakan pada saat perekonomian global mulai pulih dari pandemi COVID-19, dunia dikejutkan dengan adanya perang antara Rusia dengan Ukraina. Salah satu dampak dari konflik tersebut adalah meningkatnya harga komoditas seperti batu bara dan minyak kelapa sawit yang merupakan komoditas utama ekspor Indonesia.

Kenaikan harga-harga komoditas tersebut dipicu oleh terhambatnya suplai karena adanya perang tersebut dan periode pemulihan dari pandemic COVID-19. Harga komoditas yang tinggi mendorong peningkatan nilai ekspor Indonesia. Semakin menguatnya kinerja ekspor juga tidak lepas dari peningkatan permintaan pasar internasional, terutama dari Tiongkok. Meskipun kenaikan ekspor sempat tertahan pada akhir tahun, akan tetapi secara keseluruhan ekspor Indonesia pada 2022 tumbuh lebih tinggi dibandingkan tahun 2021. Bahkan ekspor Indonesia tahun 2022 merupakan ekspor yang tertinggi sepanjang sejarah.

Pada tahun 2022 ekspor Indonesia mencapai US\$291,90 miliar atau meningkat 26,03 persen dibandingkan tahun 2021. Pada bulan Januari, nilai ekspor mencapai US\$19,14 miliar. Ekspor Indonesia meningkat 7,03 persen pada bulan Februari 2022 menjadi US\$20,49 miliar. Ekspor Indonesia terus meningkat sampai dengan bulan April 2022, namun pada Mei 2022 menurun sebesar 21,32 persen dikarenakan adanya libur hari raya Idul Fitri. Ekspor Indonesia mencapai nilai tertinggi pada Agustus 2022 yaitu sebesar US\$27,93 miliar. Ekspor Indonesia pada bulan-bulan berikutnya cenderung menurun sejalan dengan mulai menurunnya harga-harga komoditas dunia, dan pada Desember 2022 ekspor Indonesia tercatat US\$23,78 miliar.

Komoditas ekspor migas dengan peningkatan terbesar adalah hasil minyak yang mencapai US\$4.644,9 juta atau naik US\$2.648,2 juta dari 2021. Sementara itu, komoditas ekspor nonmigas yang mengalami peningkatan terbesar antar lain batu bara, besi/baja, nikel, dan bijih tembaga. Nilai ekspor komoditas batu bara pada tahun 2022 meningkat sebesar 76,25 persen hingga mencapai US\$46.764,9 juta. Peningkatan tersebut sejalan dengan meningkatnya harga batu bara dunia sebesar S\$206,84 per metrik ton menjadi US\$344,89 per metrik ton pada 2022. Komoditas besi/baja meningkat menjadi US\$28.483,1 juta, naik 32,80 persen dibanding tahun 2021. Ekspor komoditi nikel meningkat menjadi US\$5.931,4 juta, naik 366,42 persen dibanding tahun 2021, sejalan dengan meningkatnya harga nikel dunia menjadi US\$25.833,73 per metrik ton pada 2022. Ekspor komoditas bijih tembaga pada tahun 2022 tercatat sebesar US\$9.244,0 juta atau meningkat sebesar US\$3.857,8 juta dibanding tahun 2021.

Nilai ekspor Indonesia ke negara-negara ASEAN pada tahun 2022 memiliki peranan sebesar 21,01 persen. Ekspor ke kelompok negara ini menunjukkan adanya peningkatan, sebesar US\$13.304,1 juta atau 27,70 persen dibanding 2021. Peningkatan ini salah satunya disebabkan oleh peningkatan nilai ekspor ke Malaysi sebesar 28,89 persen, dari US\$11.971,0 juta menjadi US\$15.429,6 juta. Meningkatnya ekspor ke Malaysia terutama disebabkan meningkatnya ekspor batubara sebesar US\$1.055,0 juta (44,71 persen), hasil minyak sebesar US\$946,3 juta (121,96 persen), dan bijih tembaga sebesar US\$298,0 juta (114,03 persen).

Selain ke Malaysia, ekspor Indonesia ke Filipina juga mengalami peningkatan. Besarnya peningkatan adalah sebesar S\$4.300,8 juta atau 49,98 persen. Peningkatan ini sebagian besar disebabkan oleh peningkatan ekspor komoditas batubara sebesar US\$2.672,1 juta (113,85 persen), kendaraan bermotor roda empat atau lebih sebesar US\$760,0 juta (79,30 persen), dan besi/baja sebesar juta (113,97 persen). Ekspor Indonesia ke negara-negara ASEAN pada tahun 2022 mengalami peningkatan kecuali ke Myanmar. Ekspor Indonesia ke Myanmar menurun US\$157,6 juta atau 14,04 persen menjadi US\$964,6 juta.

Ditinjau dari distribusi ekspor ke berbagai wilayah perdagangan dunia, sebanyak 73,40 persen barang ekspor Indonesia dipasarkan ke negara kelompok ekonomi negara-negara APEC, dan pada tahun 2022 mengalami pertumbuhan positif yaitu sebesar 24,53 persen. Dalam kelompok ini, negara penyumbang devisa nasional terbesar adalah Tiongkok, Amerika Serikat, Jepang, Malaysia, dan Singapura. Kelima negara tersebut mempunyai kontribusi sebesar 50,93 persen terhadap ekspor nasional. Tahun 2022, ekspor Indonesia ke Tiongkok, Amerika Serikat, Jepang, Malaysia, dan Singapura mengalami peningkatan, masing-masing sebesar US\$12.073,8 juta (22,46 persen), US\$2.997,2 juta (10,64 persen), US\$6.980,4 juta (39,06 persen), US\$3.458,6 juta (28,89 persen), dan US\$2.713,7 juta (23,32 persen).

Ekspor Indonesia ke Uni Eropa memiliki kontribusi sebesar 7,46 persen dari total ekspor Indonesia. Di antara negara kelompok Uni Eropa, ekspor Indonesia ke Belanda, Jerman, dan Italia menduduki posisi teratas dimana pada tahun 2022 ekspor ke masing-masing negara sebesar US\$5.377,8 juta; US\$3.206,1 juta; dan US\$3.128,0

juta. Secara keseluruhan ekspor ke tiga negara tersebut meningkat sebesar 13,14 persen dibanding tahun sebelumnya. Pada tahun 2022, ekspor Indonesia ke Timur Tengah mencapai US\$8.148,7 juta atau memiliki kontribusi sebesar 2,79 persen dari total ekspor Indonesia. Dibandingkan dengan tahun sebelumnya, ekspor ke Timur Tengah mengalami peningkatan sebesar US\$1.300,6 juta atau 18,99 persen.

Tabel 4.10 : Nilai Impor Indonesia Periode 2015-2022 (dalam ribuan USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
JAN	11,667,403	9,865,053	11,653,486	14,843,572	14,447,384	13,699,128	12,921,730	17,906,663
FEB	11,030,448	9,667,941	10,881,417	13,399,425	11,899,774	10,843,325	12,921,028	15,715,734
MAR	12,066,400	10,911,055	12,593,296	13,808,086	13,596,545	12,648,276	15,906,679	21,845,978
APR	11,900,836	10,436,709	11,603,783	15,567,686	14,654,375	11,896,034	15,967,505	18,825,849
MEI	11,301,775	10,555,611	13,023,498	16,954,335	13,825,717	8,328,727	14,159,572	18,594,396
JUNI	12,358,030	11,561,909	9,705,064	10,905,909	11,158,059	10,449,922	15,856,666	20,956,319
JULI	9,584,938	8,632,619	13,114,164	17,893,922	14,711,323	9,754,881	15,092,420	20,230,779
AGUST	11,544,521	11,728,892	12,711,509	15,671,741	13,846,161	10,253,465	16,325,464	20,887,636
SEPT	10,815,262	10,644,507	12,307,769	14,510,772	13,750,255	11,004,332	14,824,702	19,094,246
OKT	10,666,697	11,102,152	13,507,173	16,420,633	14,333,777	10,387,822	15,938,857	18,444,874
NOV	10,788,253	11,878,388	14,362,217	16,270,240	14,617,017	12,054,814	18,924,927	17,943,477
DES	11,351,349	12,166,959	14,605,204	14,706,967	14,107,246	13,779,806	20,189,714	19,419,986

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Pada tabel 4.10 diatas dapat dilihat bahwa dari tahun 2015 hingga tahun 2022 nilai impor Indonesia cukup berfluktuasi. Impor Indonesia selama 2021 mencapai USD196.190,0 juta terdiri dari impor minyak gas bumi (migas) USD25.529,1 juta dan non minyak dan gas bumi (nonmigas) USD170.660,9 juta. Jika dibandingkan 2020, nilai impor naik 38,58 persen dibandingkan 2020, nilai impor naik 38,58 persen disebabkan oleh naiknya impor migas 79,07 persen (USD11.272,3 juta) dan nonmigas 34,05 persen (USD43.348,9 juta)(BPS, 2022a).

Dilihat dari peranannya, selama periode 2007-2021 peranan impor nonmigas mencapai 81,00 persen per tahun, sedangkan impor migas hanya 19,00 persen. Peranan tertinggi impor nonmigas terjadi di 2020 sebesar 89,93 persen sedangkan impor migas pada 2007 (29,45 persen). Jika dilihat dari peranannya, maka dapat dikatakan bahwa perdagangan luar negeri Indonesia masih bertumpu kepada sektor nonmigas.

Peningkatan yang cukup signifikan dapat dilihat pada nilai impor sebagaimana yang terlihat pada gambar berikut ini.



Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2022)

Gambar 4.16. Nilai Impor Indonesia 2015-2022

Selama 2021 nilai impor Indonesia dari sepuluh negara utama mencapai USD160.595,9 juta atau 74,95 persen dari total impor Indonesia. Sepuluh negara utama dimaksud adalah Tiongkok, Singapura, Jepang, Amerika Serikat, Malaysia, Korea Selatan, Australia, Thailand, India, dan Taiwan.

Tiongkok merupakan negara asal impor terbesar selama 2021 dengan mencatatkan nilai USD56.227,2 juta dan volume 26.448,4 ribu ton. Jika dibandingkan tahun sebelumnya, nilai impor Tiongkok naik 41,86 persen (USD16.592,5 juta), begitu pula volumenya naik 24,31 persen (5.171,4 ribu ton). Impor dari negara ini didominasi oleh pesawat telekomunikasi dan bagian-bagiannya senilai USD5.825,9 juta, naik 24,41 persen dibanding tahun sebelumnya. Impor terbesar kedua adalah mesin otomatis pengolah data dan satuannya, nilainya naik 71,16 persen (USD1.017,1 juta) menjadi USD2.446,3 juta. Bahan obat-obatan dan Kesehatan menjadi komoditas terbesar ketiga dengan nilai USD2.332,5 juta naik 704,02 persen. Posisi terbesar berikutnya ditempati oleh aparat pemanas dan pendingin dan alat-alatnya USD2.075,4

juta (naik 17,48 persen) dan mesin lainnya untuk industri tertentu senilai USD1.322,5 juta atau naik 46,27 persen).

Nilai impor Indonesia dari Singapura mengalami peningkatan 25,20 persen (USD3.110,4 juta) walaupun volumenya turun tipis 0,06 persen (8,3 ribu ton) jika dibandingkan tahun sebelumnya. Komoditas hasil-hasil minyak bumi masih mendominasi barang impor dari Singapura, berat dan nilainya mencapai 9.705,7 ribu ton (turun 3,07 persen) dan USD6.397,6 juta (naik 57,48 persen). Posisi terbesar kedua ditempati oleh hidrokarbon tds, halogenasi, sulfonasi dan turunan nittrasi senilai USD659,5 juta (naik 62,13 persen). Komoditas selanjutnya adalah bahan plastik lainnya dalam bentuk awal dengan nilai USD547,0 juta (naik 33,10 persen). Kelompok emas bukan untuk moneter serta pesawat telekomunikasi dan bagian-bagiannya berada di posisi keempat dan kelima dengan nilai masing-masing USD433,3 juta (naik 10,46 persen) dan USD427,4 juta (naik 56,14 persen).

Impor Indonesia dari Jepang masih didominasi oleh komoditas bagian dan perlengkapan kendaraan bermotor dengan mencatatkan nilai USD1.456,1 juta (naik 89,88 persen) serta memberikan peranan 9,94 persen dari total impor Jepang. Komoditas di posisi kedua adalah besi lembaran tidak disepuh senilai USD771,2 juta (naik 80,94 persen). Demikian juga dengan volumenya naik 37,92 persen menjadi 962,4 ribu ton. Komoditas terbesar ketiga adalah lembaran dari panduan baja senilai USD576,0 juta dan volume 670,3 ribu ton. Komoditas kendaraan bermotor untuk barang dan mesin piston pembakaran dalam dan bagiannya berada di peringkat keempat dan kelima dengan nilai masing-masing USD529,2 juta (naik 104,82 persen) dan USD497,3 juta (naik 31,14 persen). Volume kedua komoditas tersebut yaitu 47,8 ribu ton (naik 70,99 persen) dan 40,9 ribu ton (naik 41,90 persen).

Amerika Serikat menduduki posisi keempat negara pengimpor terbesar setelah mencatatkan nilai impor USD11.249,2 juta atau naik 31,11 persen dibanding tahun sebelumnya. Dilihat dari komposisi komoditas yang diimpor, kelompok propam dan butan cair menduduki posisi teratas senilai USD2.405,2 juta (naik 162,46 persen) dan memberikan kontribusi 21,38 persen. Peringkat kedua dan ketiga ditempati oleh kelompok biji dan buah mengandung minyak, berkulit lunak senilai USD1.286,8 juta

(naik 42,09 persen) dan makanan ternak senilai USD690,5 juta (naik 24,16 persen). Komoditas pulp dan sisa-sisa kertas serta komoditas bahan obat-obatan dan Kesehatan berada di posisi berikutnya dengan nilai masing-masing USD591,5 juta (naik 78,99 persen) dan USD432,6 juta (naik 449,33 persen).

Impor dari Malaysia selama 2021 tercatat USD9.451,0 juta (naik 36,32 persen) sementara volumenya mencapai 9.922,0 ribu ton (turun 6,73 persen). Hasil-hasil minyak bumi menjadi kelompok terbesar yang diimpor dari Malaysia dengan nilai USD3.423,0 juta (naik 119,16 persen) dan memberikan kontribusi 36,22 persen terhadap total impor Malaysia. Kelompok impor selanjutnya adalah komoditas hidrokarbon tds, halogenasi, sulfonasi, dan turunan nitration serta komoditas alkohol, fenol, fenol-alkohol dengan nilai USD362,3 juta (naik 80,38 persen) dan USD336,3 juta (naik 65,31 persen). Kelompok minyak bumi mentah berada di posisi keempat dengan nilai USD275,6 juta (turun 37,57 persen), diikuti oleh komoditas bahan plastik lainnya, dalam bentuk awal senilai USD240,9 juta (naik 55,28 persen).

Pada 2021, nilai impor dari Korea Selatan naik 37,64 persen menjadi USD9.427,2 juta. Demikian halnya dengan volumenya naik 3,33 persen menjadi 3.970,0 ribu ton. Komoditas terbanyak dari negara ini adalah kelompok tabung termionis, katoda dingin, katoda foto senilai USD579,0 juta (naik 28,86 persen). Peran komoditi ini mencapai 6,14 persen dari seluruh impor Korea Selatan ke Indonesia. Peringkat kedua ditempati oleh komoditas hasil-hasil minyak bumi USD489,1 juta (naik 28,45 persen). Posisi selanjutnya adalah komoditas bahan sulaman atau rajutan senilai USD376,0 juta (naik 18,41 persen). Komoditas getah karet sintesis, karet sintesis berada di posisi berikutnya dengan nilai USD375,0 juta (naik 80,36 persen). Sementara komoditas besi lembaran tidak disepuh berada di posisi kelima dengan nilai USD368,1 juta atau naik 40,43 persen.

Australia tercatat sebagai negara asal impor terbesar ketujuh pada 2021 setelah meningkat 102,84 persen menjadi USD9.425,0 juta. Impor dari negara ini didominasi oleh kelompok batu bara, tidak diaglomerasi senilai USD1.632,4 juta (naik 167,20 persen) dan memberikan peranan 17,32 persen dari total impor Australia ke Indonesia. Komoditas terbesar kedua adalah biji gandum dan meslin senilai USD1.475,3 juta

(naik 515,09 persen) dan peran 15,65 persen. Bijih dan pekatan besi menjadi komoditas terbesar berikutnya senilai USD960,8 juta (naik 113,33 persen) dengan volum 6.681,7 ribu ton (naik 39,27 persen). Posisi keempat ditempati oleh minyak bumi mentah dengan volume 1.413,9 ribu ton (naik 40,40 persen) dan nilai USD809,3 juta (naik 119,66 persen). Posisi berikutnya ditempati oleh komoditas gula, tetes, dan madu senilai USD589,4 juta (naik 35,32 persen).

Impor dari Thailand selama 2021 mencapai USD9.146,5 juta atau naik 41,07 persen dibanding tahun sebelumnya dengan volume 5.928,3 ribu ton (turun 2,09 persen). Bagian dan perlengkapan kendaraan bermotor menjadi komoditas impor terbesar dari Thailand dengan peranan mencapai 9,21 persen. Nilai komoditas tersebut sebesar USD488,6 juta walaupun mengalami penurunan 31,48 persen. Komoditas mesin piston pembakaran dalam dan bagiannya berada di peringkat ketiga dengan catatan nilai impor sebesar USD461,8 juta (naik 89,29 persen). Kemudian posisi keempat dan kelima ditempati oleh komoditas polimer dari etilena, bentuk awal senilai USD432,6 juta (66,50 persen) dan bahan plastik lainnya, dalam bentuk awal senilai USD395,3 juta (naik 60,30 persen).

Impor dari India pada tahun 2021 meningkat hingga 103,71 persen menjadi USD7.668,3 juta. Begitu pula dengan volumenya naik 108,81 persen menjadi 9.989,7 ribu ton. Gula, tetes, dan madu menjadi komoditas utama dari India setelah mengalami peningkatan 266,88 persen menjadi USD885,5 juta. Demikian pula volumenya meningkat 955,39 persen dari 131,2 ribu ton menjadi 1.384,3 ribu ton. Komoditas ingot besi baja menempati posisi ketiga senilai USD859,1 juta (turun 159,27 persen). Komoditas tertinggi berikutnya adalah biji dan buah mengandung minyak, berkulit lunak dengan nilai mencapai USD302,8 juta atau naik 10,63 persen. Sementara itu komoditas daging sapi, segar, dingin atau beku naik 9,44 persen menjadi USD288,4 juta menempati posisi kelima.

Impor dari Taiwan selama 2021 naik 21,78 persen menjadi USD4.350,0 juta, demikian juga volumenya naik 10,60 persen menjadi 1.096,8 ribu ton. Pesawat telekomunikasi dan bagiannya merupakan komoditas utama dari Taiwan dengan nilai USD722,9 atau turun 18,59 persen. Posisi berikutnya ditempati oleh komoditas tabung

termionis, katoda dingin dan katoda foto senilai USD617,5 juta atau naik 88,57 persen dibanding tahun sebelumnya. Komoditas bahan sulaman atau rajutan menempati posisi ketiga senilai USD171,9 juta atau naik 27,34 persen. Sementara komoditas kain tenunan dari serat buatan dan komoditas bahan plastic lainnya , dalam bentuk awal menempati posisi keempat dan kelima dengan nilai masing-masing USD149,4 juta (naik 25,62 persen) dan USD132,5 juta (naik 46,46 persen).

Impor Indonesia selama 2022 mencapai USD237.447,1 juta, terdiri dari impor minyak dan gas bumi (migas) USD40.416,4 juta dan non-minyak dan gas bumi (nonmigas) USD197.030,7 juta. Jika dibandingkan 2021 nilai impor naik 21,03 persen disebabkan oleh naiknya impor migas 58,32 persen (USD14.887,3 juta) dan nonmigas 15,45 persen (USD26.369,8 juta).

Dilihat dari peranannya, selama periode 2013-2022 impor nonmigas mencapai 83,61 persen per tahun, sedangkan impor migas hanya 16,39 persen. Peranan tertinggi impor nonmigas terjadi di 2020 sebesar 89,93 persen sedangkan impor migas pada 2014 (24,39 persen). Jika dilihat dari peranannya, maka dapat dikatakan bahwa perdagangan luar negeri Indonesia tetap bertumpu kepada sektor nonmigas.

Apabila diamati perkembangan selama periode 2013-2022, nilai impor Indonesia rata-rata meningkat 3,69 persen per tahun, yaitu dari USD186.628,7 juta di 2013 menjadi USD237.447,1 juta di 2022. Impor migas rata-rata meningkat 6,35 persen dan impor nonmigas 3,87 persen per tahun.

Impor Indonesia selama 2021-2022 berasal dari sepuluh negara asal utama sebagai berikut yaitu Tiongkok, Singapura, Jepang, Malaysia, Korea Selatan, Amerika Serikat, Thailand, Australia, India, dan Saudi Arabia. Nilai impor dari sepuluh negara tersebut pada 2022 mengalami peningkatan senilai US\$29.134,2 juta atau 19,87 persen dibanding tahun sebelumnya. Sementara dilihat dari peranannya, sepuluh negara tersebut mencapai 70,14 persen pada 2021 dan meningkat menjadi 74,03 persen pada 2022.

Tiongkok masih menjadi negara asal impor terbesar selama 2022 dengan mencatatkan nilai USD67.722,6 juta dan volume 31.073,7 ribu ton. Jika dibandingkan tahun sebelumnya, nilai impor Tiongkok naik 20,44 persen (USD11.495,4 juta), begitu

pula volumenya naik 17,49 persen (4.625,2 ribu ton). Impor dari negara ini didominasi oleh mesin/peralatan mekanis dan bagiannya senilai USD16.162,5 juta, naik 28,58 persen dibanding tahun sebelumnya.

Impor terbesar kedua adalah mesin/perlengkapan elektrik dan bagiannya, nilainya naik 21,87 persen (USD3.592,5 juta) menjadi USD14.472,1 juta. Besi dan baja menjadi komoditas terbesar ketiga dengan nilai USD3.251,3 juta naik 18,49 persen. Posisi terbesar berikutnya ditempati oleh plastik dan barang dari plastik USD2.943,2 juta (naik 26,27 persen) dan bahan kimia organik senilai USD2.607,7 atau naik 21,31 persen.

Nilai impor Indonesia dari Singapura mengalami peningkatan 25,61 persen (USD3.957,5 juta). Demikian juga dengan volumenya naik 1,71 persen (239,9 ribu ton) jika dibandingkan tahun sebelumnya. Komoditas bahan bakar mineral menjadi barang yang paling banyak diimpor dari Singapura. Berat dan nilainya selama 2022 mencapai 10.971,4 ribu ton (naik 3,82 persen) dan USD10.408,3 juta (naik 52,96 persen). Posisi terbesar kedua ditempati oleh mesin/perlengkapan elektrik dan bagiannya senilai USD1.792,3 juta (naik 3,96 persen). Komoditas selanjutnya adalah plastik dan barang dari plastik dengan nilai USD1.195,4 juta walaupun nilainya turun 6,90 persen. Komoditas mesin/peralatan mekanis dan bagiannya serta bahan kimia organik berada di posisi keempat dan kelima dengan nilai masing-masing USD1.120,2 juta (naik 8,82 persen) dan USD1.024,7 juta (turun 0,70 persen).

Impor Indonesia dari Jepang masih didominasi oleh komoditas mesin/peralatan mekanis dan bagiannya dengan mencatatkan nilai USD3.490,4 (naik 15,33 persen) dan memberikan peranan 20,32 persen dari total impor Jepang. Komoditas di posisi kedua adalah kendaraan dan bagiannya senilai USD2.790,8 juta (naik 37,37 persen). Demikian juga dengan volumenya naik 48,62 persen menjadi 209,4 ribu ton. Komoditas terbesar ketiga adalah besi dan baja senilai USD2.583,0 juta dan volumenya 2.397,9 ribu ton. Komoditas mesin/perlengkapan elektrik dan bagiannya serta ketentuan khusus untuk industry alat transportasi berada di peringkat keempat dan kelima dengan nilai masing-masing USD1.415,4 juta (naik 11,55 persen) dan

USD847,0 juta (naik 118,39 persen). Volume kedua komoditas tersebut, yaitu 117,6 ribu ton (naik 89,91 persen) dan 57,6 ribu ton (naik 62,76 persen).

Malaysia menduduki posisi keempat negara pengimpor terbesar setelah mencatatkan nilai impor USD12.477,0 juta atau naik 32,02 persen dibanding tahun sebelumnya. Dilihat dari komposisi komoditas yang diimpor, bahan bakar mineral menduduki posisi teratas senilai USD6.275,7 juta (naik 59,57 persen) dan memberikan kontribusi 50,30 persen. Peringkat kedua dan ketiga ditempati oleh komoditas mesin/peralatan mekanis dan bagiannya senilai USD944,9 juta (naik 39,46 persen) dan plastik serta barang dari plastik senilai USD906,5 juta (naik 8,33 persen). Komoditas bahan kimia organik dan mesin/perengkapan elektrik dan bagiannya berada di posisi berikutnya dengan nilai masing-masing USD760,5 juta (turun 4,38 persen) dan USD698,2 juta (naik 62,79 persen).

Impor dari Korea Selatan selama 2022 tercatat USD11.717,9 juta (naik 24,30 persen) sementara volumenya mencapai 5.042,0 ribu ton (naik 27,00 persen). Komoditas bahan bakar mineral menjadi kelompok terbesar yang diimpor dari Korea Selatan dengan nilai USD1.813,5 juta (naik 203,33 persen) dan memberikan kontribusi 15,48 persen terhadap total impor Korea Selatan. Komoditas impor selanjutnya adalah mesin/perengkapan elektrik dan bagiannya serta komoditas mesin/peralatan mekanis dan bagiannya dengan nilai USD1.723,4 juta (naik 46,47 persen) dan USD1.191,8 juta (naik 10,99 persen). Komoditas besi dan baja berada di posisi keempat dengan nilai USD1.156,7 juta (naik 13,21 persen), diikuti oleh komoditas plastik dan barang dari plastik senilai USD1.065,5 juta (naik 5,95 persen).

Pada 2022, nilai impor dari Amerika Serikat naik 3,25 persen menjadi USD11.614,7 juta. Sebaliknya volume impornya justru turun 14,38 persen menjadi 9.686,3 ribu ton. Komoditas terbanyak dari negara ini adalah bahan bakar mineral senilai USD2.389,6 juta (turun 9,16 persen). Peran komoditas ini mencapai 20,57 persen dari seluruh impor Amerika Serikat ke Indonesia. Peringkat kedua ditempati oleh komoditas mesin/peralatan mekanis dan bagiannya USD1.388,1 juta (naik 29,54 persen). Posisi selanjutnya adalah biji dan buah mengandung minyak senilai USD1.372,3 juta (naik 6,18 persen). Komoditas ampas dan sisa industry makanan

berada di posisi berikutnya dengan nilai USD662,2 juta (turun 3,92 persen). Sementara pulp dari kayu berada di posisi kelima dengan nilai USD598,3 juta atau naik 1,16 persen.

Thailand tercatat sebagai negara asal impor terbesar ketujuh pada 2022 setelah meningkat 20,16 persen menjadi USD10.990,1 juta. Impor dari negara ini didominasi oleh komoditas mesin/peralatan mekanis dan bagiannya senilai USD1.782,5 juta (naik 11,86 persen) dan memberikan peranan 16,22 persen dari total impor Thailand ke Indonesia. Komoditas terbesar kedua adalah kendaraan dan bagiannya senilai USD1.720,5 juta (naik 24,93 persen) dan peran 15,65 persen. Plastik dan barang dari plastik menjadi komoditas terbesar berikutnya senilai USD1.418,1 juta (turun 3,06 persen) dengan volume 729,7 ribu ton (turun 1,31 persen). Posisi keempat ditempati oleh gula dan kembang gula dengan volume 2.419,8 ribu ton (naik 133,03 persen) dan nilai USD1.218,3 juta (naik 150,93 persen). Posisi berikutnya ditempati oleh komoditas mesin/perengkapan elektrik dan bagiannya senilai USD867,8 juta (naik 19,03 persen).

Impor dari Australia selama 2022 mencapai USD9.863,2 juta atau naik 4,65 persen dibanding tahun sebelumnya dengan volume 24.048,7 ribu ton (turun 18,27 persen). Bahan bakar mineral menjadi komoditas impor terbesar dari Australia dengan peranan mencapai 26,18 persen. Nilai komoditas tersebut mencapai USD2.582,4 juta atau turun 0,12 persen dibanding tahun sebelumnya. Peringkat kedua ditempati oleh komoditas serealialia senilai USD1.718,9 juta atau mengalami peningkatan 16,40 persen. Komoditas bijih logam, terak dan abu berada di peringkat ketiga dengan catatan nilai impor sebesar USD882,6 juta (turun 10,64 persen). Kemudian posisi keempat dan kelima ditempati oleh logam mulia dan perhiasan/permata senilai USD745,0 juta (53,29 persen) dan binatang hidup senilai USD471,9 juta (turun 11,59 persen).

Impor dari India pada 2022 meningkat 21,67 persen menjadi USD9.329,9 juta namun volumenya justru turun 3,19 persen menjadi 9.583,9 ribu ton. Bahan bakar mineral menjadi komoditas utama dari India setelah mengalami peningkatan 127,19 persen menjadi USD2.216,8 juta. Posisi berikutnya ditempati oleh komoditas kendaraan dan bagiannya yang meningkat 118,65 persen menjadi USD899,9 juta.

Demikian pula volumenya meningkat 94,34 persen dari 50,1 ribu ton menjadi 97,3 ribu ton. Komoditas gula dan kembang gula menempati posisi ketiga senilai USD847,6 juta (turun 4,32 persen). Komoditas tertinggi berikutnya adalah mesin/peralatan mekanis dan bagiannya dengan nilai mencapai USD609,5 juta atau naik 54,33 persen. Sementara itu komoditas besi dan baja turun 51,88 persen menjadi USD581,0 juta menempati posisi kelima.

Impor dari Saudi Arabia selama 2022 naik 38,42 persen menjadi USD1.524,3 juta demikian juga volumenya naik 8,86 persen menjadi 7.273,0 ribu ton. Bahan bakar mineral merupakan komoditas utama dari Saudi Arabia dengan nilai USD4.580,0 juta atau naik 45,04 persen. Posisi berikutnya ditempati oleh komoditas plastic dan barang dari plastik senilai USD350,1 juta dan bahan kimia organik senilai USD306,6 juta. Nilai impor kedua komoditas tersebut mengalami penurunan masing-masing 10,44 persen dan 4,77 persen. Sementara komoditas garam, belerang, batu, dan semen berada di posisi keempat senilai USD147,1 juta setelah naik 924,62 persen, diikuti oleh komoditas berbagai produk kimia senilai USD23,1 juta atau naik 97,43 persen.

Untuk dapat melihat gambaran permintaan valas secara *real* maka dilakukanlah perhitungan selisih antara ekspor dengan impor (*net* ekspor-impor). Net ekspor-impor adalah selisih antara nilai ekspor dan nilai impor suatu negara dalam periode tertentu, biasanya diukur dalam bentuk mata uang atau persentase dari PDB (Produk Domestik Bruto). Dengan menghitung selisih ekspor-impor dapat diketahui apakah ekonomi suatu negara dalam keadaan sehat atau tidak. Jika suatu negara memiliki net ekspor positif (ekspor lebih besar daripada impor) menunjukkan bahwa negara tersebut memiliki lebih banyak permintaan untuk barang dan jasa yang dihasilkan dalam negeri daripada permintaan terhadap barang dan jasa luar negeri. Hal ini bisa mengindikasikan daya saing ekonomi dan potensi pertumbuhan. Mengetahui net ekspor-impor dapat membantu mengukur keseimbangan perdagangan suatu negara. Jika *net* ekspor positif, negara tersebut menghasilkan lebih banyak pendapatan dari ekspor daripada pengeluaran untuk impor. Ini dapat memberikan kontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi dan neraca perdagangan yang sehat. Selanjutnya *net* ekspor-impor dapat mempengaruhi permintaan terhadap mata uang suatu negara

(Hafnida Hasan, Mohammad Salem Oudat, 2021; Rahim et al., 2020; Salvatore, 2019). Jika *net* ekspor positif, permintaan terhadap mata uang negara tersebut cenderung meningkat karena negara lain perlu membayar dalam mata uang tersebut untuk membeli barang dan jasa dan tentunya dapat mempengaruhi nilai tukar mata uang negara tersebut. Informasi tentang *net* ekspor-impor membantu pemerintah dan bank sentral dalam merancang kebijakan ekonomi. Jika *net* ekspor-impor negatif (impor lebih besar dari ekspor), hal ini dapat mengindikasikan ketergantungan pada barang impor dan potensi masalah dalam neraca perdagangan. Pemerintah dapat merespons dengan mengambil langkah-langkah seperti mendorong ekspor, meningkatkan produksi dalam negeri, atau menetapkan kebijakan perdagangan yang lebih ketat. *Net* ekspor-impor juga dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Ekspor yang kuat dapat mendorong pertumbuhan, sedangkan ketergantungan berlebihan pada impor dapat menghambat pertumbuhan dengan mengalirkan pendapatan ke negara lain. Yang terakhir, perusahaan dan industri dalam negeri dapat menggunakan informasi tentang *net* ekspor-impor untuk merencanakan strategi bisnis. Jika suatu negara memiliki permintaan yang kuat untuk produk tertentu dari luar negeri, pelaku bisnis dapat memanfaatkan peluang ini untuk mengimpor barang-barang yang dibutuhkan atau mengembangkan produk ekspor yang lebih diminati di pasar internasional.

Untuk dapat melihat gambaran *net* ekspor-impor sebagaimana yang telah dipaparkan sebelumnya dapat mempengaruhi permintaan terhadap mata uang suatu negara, maka berikut ini ditampilkan *net* ekspor-impor Indonesia dari tahun 2015-2022 yang hasilnya dapat dilihat sebagaimana tabel berikut ini.

Tabel 4.11 : Real Demand Valas Periode 2015-2022 (dalam ribuan USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
JAN	1,029,020	354,929	1,715,431	(323,653)	(491,819)	19,348	2,578,030	1,460,900
FEB	865,033	1,449,576	1,821,896	661,955	911,415	3,203,276	2,508,915	4,922,463
MAR	1,168,451	790,649	2,097,756	1,985,317	849,438	1,323,922	2,541,246	4,917,836
APR	1,326,379	1,161,438	1,679,289	(1,055,409)	(1,259,082)	225,864	2,686,759	8,485,633
MEI	1,481,439	1,068,799	1,280,111	(666,903)	888,943	2,115,761	2,775,227	2,867,526
JUNI	1,316,964	1,501,029	1,875,440	2,034,174	940,653	1,610,725	2,875,009	5,443,810
JULI	1,773,946	930,660	486,499	(1,438,592)	244,636	3,954,150	4,218,946	5,288,495
AGUST	900,681	1,000,575	2,479,394	408,537	477,880	2,858,720	5,221,501	6,559,031
SEPT	1,466,223	1,953,476	2,292,593	660,552	639,884	2,978,311	5,967,605	5,775,578
OKT	1,320,685	1,652,269	1,731,042	(432,747)	584,752	3,959,498	6,284,841	6,384,650
NOV	167,513	1,638,861	1,016,871	(1,357,451)	(721,275)	3,213,224	3,977,681	6,104,454
DES	472,809	1,790,717	337,610	(704,082)	442,309	2,791,792	2,170,258	4,471,804

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Dari tabel 4.11 dapat dilihat bahwa pada tahun 2018 dan tahun 2019 terjadi *excess demand* terhadap valas dikarenakan jumlah impor lebih besar dibandingkan ekspor. Nilai yang berwarna merah menunjukkan kebutuhan valas untuk pembayaran impor melebihi ketersediaan valas dari kegiatan ekspor. Secara umum, kinerja sektor eksternal yang terekam dalam posisi Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) dalam periode 2018-2021 menunjukkan arah yang positif. Setelah mencatatkan defisit sebesar US\$7,13 miliar pada tahun 2018, NPI terus mencatatkan surplus pada tahun-tahun selanjutnya hingga meningkat menjadi US\$13,46 miliar pada tahun 2021. Peningkatan tersebut ditopang oleh terus membaiknya kinerja neraca transaksi berjalan dan masih terjadinya surplus neraca transaksi modal dan finansial (Kemenkeu, 2022).

Tekanan terberat pada NPI terjadi di tahun 2018. Pada periode tersebut telah terjadi defisit neraca transaksi berjalan (*current account*) dan neraca perdagangan akibat dampak *trade war* dan perlambatan ekonomi global, serta meningkatnya kebutuhan impor untuk akselerasi pembangunan infrastruktur domestik. Pada saat yang sama, telah terjadi penurunan arus modal masuk ke dalam negeri, khususnya pada tiga triwulan pertama 2018, sebagai dampak kenaikan *Fed Fund Rate* (FFR) dan kebijakan kontraksi posisi *balance sheet* The Fed. Kondisi tersebut telah menyebabkan penurunan signifikan pada neraca transaksi modal dan finansial (*capital and financial account*). Kombinasi neraca transaksi berjalan dengan neraca modal dan finansial ini pada gilirannya telah menyebabkan defisit NPI di tahun 2018. Perkembangan NPI sedikit membaik di tahun 2019. Meredanya tekanan di pasar keuangan global telah membawa peningkatan pada neraca transaksi modal dan finansial, walaupun neraca transaksi berjalan masih mengalami defisit, dibayang-bayangi pengaruh *trade war* dan pelemahan ekonomi global. Namun demikian, perkembangan yang terjadi mampu mendorong terjadinya surplus NPI.

Di tahun 2020 dan 2021, dampak pandemi membawa perubahan positif bagi perkembangan NPI, khususnya bagi perkembangan neraca transaksi berjalan. Pelemahan dan kontraksi ekonomi domestik telah menyebabkan penurunan impor secara signifikan sehingga mendorong peningkatan surplus neraca perdagangan dan neraca transaksi berjalan di tahun-tahun tersebut. Walaupun demikian terjadi

perkembangan yang kurang menggembirakan dimana terjadi penurunan tajam penerimaan dari ekspor jasa pariwisata yang menjadi salah satu andalan ekspor jasa Indonesia. Secara umum, kinerja neraca transaksi berjalan membaik di kedua tahun tersebut, dan di tahun 2021 mampu mencatat surplus.

Sementara itu, kinerja neraca transaksi modal dan finansial mengalami penurunan pada masa-masa pandemi. Penurunan terutama terjadi pada komponen investasi portofolio sebagai dampak meningkatnya tekanan aktivitas ekonomi global dan domestik. Sementara itu, komponen investasi langsung relatif stabil walau sedikit menurun di tahun 2020. Walaupun terjadi penurunan pada neraca transaksi modal dan finansial, nilai NPI masih mencatat surplus, bahkan meningkat di tahun 2021, akibat perbaikan kinerja neraca transaksi berjalan. Perkembangan NPI yang membaik selama periode 2018 hingga 2021 telah membawa dampak positif pada akumulasi cadangan devisa yang menunjukkan tren meningkat. Akumulasi cadangan devisa ini menjadi salah satu modal bagi upaya stabilisasi nilai tukar Rupiah. Di tahun 2022, terdapat kecenderungan penurunan cadangan devisa, yang dipengaruhi beberapa faktor diantaranya penggunaan cadangan devisa untuk intervensi pasar valas yang mulai tertekan akibat dampak pengetatan kebijakan moneter di AS dan negara maju, serta potensi penurunan surplus neraca transaksi berjalan seiring peningkatan impor Indonesia.

Indikator kedua untuk melihat permintaan valas adalah melalui transaksi *spot* dan *forward* di pasar valas (R. Bashir et al., 2014; Osunbor et al., 2016). Ketika perusahaan multinasional atau partisipan lain berinvestasi atau meminjam di pasar luar negeri biasanya mengandalkan pasar valuta asing untuk mendapatkan mata uang yang mereka butuhkan. Pasar valuta asing memfasilitasi perdagangan internasional dan transaksi keuangan yang membutuhkan pertukaran mata uang. Perusahaan multinasional mengandalkan pasar valuta asing untuk menukar mata uang lokal dengan mata uang asing yang diperlukan untuk membeli barang-barang impor atau untuk digunakan dalam investasi langsung. Kebutuhan akan pasar valuta asing juga dimungkinkan untuk mengkonversi pendapatan asing ke mata uang lokal mereka (Madura & Fox, 2023).

Perbedaan antara pasar mata uang asing dan pasar lainnya adalah bahwa harga mata uang telah menjadi sasaran intervensi pemerintah yang jauh lebih besar. Hal ini disebabkan karena harga mata uang mempengaruhi harga semua barang yang didenominasi dalam mata uang tersebut. Oleh karena itu, jika nilai Euro naik terhadap Pound Inggris, semua barang di Eropa akan menjadi lebih mahal bagi pembeli Inggris karena Euro yang lebih mahal harus dibeli untuk membeli barang tersebut. Efek yang meluas dari perubahan nilai mata uang secara alami membuat harga mata uang tersebut menjadi sangat penting bagi pemerintah.

Pasar valuta asing bukan merupakan bangunan atau lokasi tertentu dimana para pedagang menukar mata uang. Perusahaan biasanya menukar satu mata uang dengan mata uang lainnya melalui bank komersial menggunakan jaringan telekomunikasi. Pada penelitian ini yang menjadi amatan adalah pasar *spot* dan pasar *forward*.

Jenis transaksi valuta asing yang paling umum adalah untuk pertukaran segera dengan apa yang disebut kurs *spot* (kata segera dalam hal ini dimaknai sebagai jangka waktu dua hari). Pasar tempat transaksi ini terjadi dikenal sebagai pasar spot. Pada tahun 2016, perputaran harian pasar valuta asing global mencapai \$5,1triliun dimana dolar terlibat dalam 88 persen perdagangan (menurut survei yang dilakukan oleh *Bank for International Settlements*). Perputaran harian ini lebih besar daripada produk domestik bruto tahunan Jerman, negara dengan ekonomi terbesar keempat di dunia.

Transaksi tidak hanya terdiri dari perdagangan *spot* tetapi juga mencakup *forward*, *futures*, *swap*, dan opsi. Kesemuanya itu merupakan janji tentang pertukaran mata uang di masa depan yang dikenal sebagai derivatif. Elemen *Spot* terdiri dari 33 persen dari pasar ini, Swap 47 persen (91 persen melibatkan dolar), forward 14 persen, dan opsi serta produk lainnya 7 persen. Mata uang yang terlibat setelah mata uang utama (yang sering digunakan) yaitu Dolar sebesar 88 persen adalah Euro (31 persen), Yen Jepang (22 persen), dan Pound Inggris (13 persen).

Beberapa komoditas seperti minyak secara tradisional diperdagangkan dalam USD. USD juga dapat menjadi mata uang perantara, misalnya Poundsterling Inggris dapat dikonversi ke Ringgit Malaysia dengan terlebih dahulu dikonversikan ke USD dan kemudian ke Ringgit Malaysia (hanya karena lebih murah). Meskipun bank-bank

di London, New York, dan Tokyo, tiga pusat perdagangan valuta asing terbesar melakukan sebagian besar perdagangan valuta asing, banyak transaksi yang terjadi di luar pusat-pusat perdagangan ini. Bank-bank di hampir setiap kota besar memfasilitasi transaksi valuta asing antara perusahaan multinasional. Perdagangan juga terjadi di luar pasar, yang dikenal sebagai pasar saham *over-the-counter* (OTC). Di sini, perdagangan terjadi tanpa perantara dalam proses yang juga dikenal sebagai disintermediasi. Pembeli dan penjual mata uang berdagang secara langsung satu sama lain, sebuah proses yang menjadi lebih mudah dengan perkembangan internet.

Perantara lain juga melayani pasar valuta asing. Beberapa lembaga keuangan lain seperti perusahaan sekuritas dapat menyediakan layanan yang sama. Selain itu, Sebagian besar bandara besar di seluruh dunia memiliki pusat penukaran valuta asing, di mana orang dapat menukarkan mata uang. Di banyak kota, terdapat kantor penukaran valuta asing eceran di mana wisatawan dan individu lain dapat menukar mata uang.

USD umumnya diterima sebagai alat tukar antara penduduk non-Amerika Serikat, terutama di negara-negara seperti Bolivia, Brasil, Cina, Kuba, Indonesia, Rusia, dan Vietnam dimana mata uang negara tersebut lemah atau tunduk pada pembatasan pertukaran mata uang asing. Di Ekuador, El Salvador, Liberia, dan Panama, USD adalah mata uang resmi.

Pada titik waktu tertentu, nilai tukar antara dua mata uang harus sama di berbagai bank yang menyediakan layanan valuta asing. Jika terdapat perbedaan yang besar, nasabah atau bank lain akan melakukan arbitrase tanpa risiko dan membeli sejumlah besar mata uang dari bank mana pun yang memberikan harga yang relatif rendah dan segera menjualnya ke bank mana pun yang memberikan harga yang relatif tinggi. Tindakan tersebut menyebabkan penyesuaian dalam kuotasi nilai tukar yang menghilangkan perbedaan.

Jika sebuah bank mulai mengalami kekurangan mata uang asing tertentu, bank tersebut dapat membeli mata uang tersebut dari bank lain. Perdagangan antar bank ini terjadi dalam apa yang sering disebut sebagai pasar antar bank. Di pasar ini, bank dapat memperoleh penawaran harga, atau mereka dapat menghubungi pialang yang

terkadang bertindak sebagai perantara, mencocokkan satu bank yang ingin menjual mata uang tertentu dengan bank lain yang ingin membeli mata uang tersebut.

Meskipun perdagangan valuta asing dilakukan hanya selama jam kerja normal di lokasi tertentu jam-jam ini bervariasi di antara lokasi karena zona waktu yang berbeda. Oleh karena itu, pada waktu tertentu di hari kerja, di suatu tempat di seluruh dunia, sebuah bank buka dan siap mengakomodasi permintaan valuta asing. Ketika pasar valuta asing dibuka di Amerika Serikat setiap pagi, kuotasi nilai tukar pembukaan didasarkan pada nilai tukar yang berlaku yang dikutip oleh bank-bank di London dan lokasi lain di mana pasar valuta asing dibuka lebih awal. Misalkan kuotasi nilai tukar Pound Inggris adalah \$1,80 pada penutupan pasar valuta asing AS sebelumnya, namun pada saat pasar dibuka keesokan harinya, nilai tukar pembukaan adalah \$1,76. Berita yang terjadi pada pagi hari sebelum Pasar AS dibuka dapat mengubah kondisi penawaran dan permintaan Pound Inggris di pasar valuta asing London, sehingga menurunkan harga kuotasi Pound.

Dengan perangkat elektronik terbaru, perdagangan mata uang asing dinegosiasikan pada terminal komputer, dan dengan menekan sebuah tombol, transaksi akan dikonfirmasi. Para pedagang sekarang menggunakan papan perdagangan elektronik yang memungkinkan mereka untuk langsung mendaftarkan transaksi dan memeriksa posisi bank mereka dalam berbagai mata uang. Selain itu, beberapa bank Amerika Serikat telah memulai perdagangan malam untuk memanfaatkan pergerakan valuta asing di malam hari untuk mengakomodasi permintaan perusahaan untuk perdagangan mata uang. Bahkan beberapa bank menengah sekarang menawarkan perdagangan di malam hari untuk mengakomodasi klien korporat.

Pasar *spot* untuk setiap mata uang dapat digambarkan dengan likuiditasnya yang mencerminkan tingkat aktivitas perdagangan. Semakin banyak pembeli dan penjual yang bersedia, semakin likuid suatu pasar. Pasar spot untuk mata uang yang banyak diperdagangkan seperti euro, poundsterling Inggris, dan Yen Jepang sangat likuid. Sebaliknya pasar spot untuk mata uang negara yang kurang berkembang dalam kondisi yang kurang likuid. Likuiditas suatu mata uang mempengaruhi kemudahan perusahaan multinasional untuk memperoleh atau menjual mata uang tersebut. Jika suatu mata

uang tidak likuid, jumlah pembeli dan penjual yang bersedia akan terbatas, dan perusahaan multinasional mungkin tidak dapat dengan cepat membeli atau menjual mata uang tersebut dengan nilai tukar yang wajar.

Selain pasar *spot*, pasar *forward* untuk mata uang memungkinkan perusahaan multinasional untuk mengunci nilai tukar (disebut *forward rate*) dimana ia akan membeli atau menjual mata uang. Kontrak *forward* menentukan jumlah mata uang tertentu yang akan dibeli atau dijual oleh perusahaan multinasional pada titik waktu tertentu di masa depan dan pada nilai tukar tertentu. Bank-bank komersial mengakomodasi permintaan dari perusahaan multinasional untuk kontrak *forward*. Perusahaan multinasional biasanya menggunakan pasar *forward* untuk melakukan lindung nilai atas pembayarannya di masa depan yang akan mereka lakukan atau terima dalam mata uang asing. Dengan cara ini, mereka tidak perlu khawatir tentang fluktuasi nilai tukar *spot* sampai waktu pembayaran di masa depan. Likuiditas pasar *forward* bervariasi di antara mata uang. Pasar *forward* untuk Euro sangat likuid karena banyak perusahaan multinasional mengambil posisi *forward* untuk melakukan lindung nilai atas pembayaran mereka di masa depan dalam Euro. Sebaliknya, pasar *forward* untuk mata uang Amerika Latin dan Eropa Timur kurang likuid karena perdagangan internasional dengan negara-negara tersebut lebih sedikit dan oleh karena itu perusahaan-perusahaan multinasional mengambil lebih sedikit posisi *forward*. Namun, bank-bank akan mengutip nilai tukar *forward* sintetis jika ada kuota pasar *spot* dan suku bunga yang dapat diandalkan, karena nilai tukar *forward* pasar dapat ditentukan dari input-input tersebut. Seperti halnya harga-harga lainnya di dunia keuangan, kurs *forward* dihitung untuk menghindari kemungkinan arbitrase (menghasilkan keuntungan tanpa risiko).

Untuk memprediksi nilai tukar, terdapat beberapa teknik yang dapat digunakan dan salah satunya adalah prakiraan berbasis pasar (Madura & Fox, 2023). Proses pengembangan prakiraan dari indikator pasar, yang dikenal sebagai prakiraan berbasis pasar biasanya didasarkan pada kurs *spot* atau kurs *forward*.

Kurs *spot* sekarang dapat digunakan sebagai perkiraan kurs *spot* yang akan berlaku di masa mendatang. Menggunakan kurs *spot* sama dengan meramalkan bahwa

tidak akan ada perubahan dalam nilai tukar. Apabila dalam waktu dekat Dolar diperkirakan akan menguat terhadap Pound, akan mendorong spekulasi untuk membeli Dolar dengan Pound hari ini untuk mengantisipasi kenaikannya, dan pembelian ini akan mendorong nilai Dolar naik dengan segera. Jadi harga Dolar saat ini akan mencakup ekspektasi bahwa nilai Dolar akan naik. Sebaliknya jika Dolar diperkirakan akan terdepresiasi terhadap pound, para spekulasi akan menjual Dolar dengan harapan dapat membelinya kembali dengan harga yang lebih rendah setelah penurunan nilainya. Tindakan tersebut akan memaksa Dolar untuk segera terdepresiasi. Dengan demikian, nilai Dolar saat ini harus mencerminkan ekspektasi penurunan nilai Dolar. Perusahaan-perusahaan dapat menggunakan kurs *spot* untuk membuat prediksi karena dapat mewakili ekspektasi pasar terhadap kurs *spot* di masa mendatang. Dalam pasar yang efisien, terdapat 50 persen kemungkinan kenaikan atau penurunan sehingga kurs *spot* merupakan perkiraan terbaik.

Kumpulan informasi yang menginformasikan kurs *forward* sama dengan kumpulan informasi yang menginformasikan kurs *spot*. Satu-satunya perbedaan antara kedua suku bunga ini adalah waktu dan hal ini diperhitungkan oleh perbedaan antara suku bunga luar negeri dan suku bunga dalam negeri. Ketika ada perbedaan besar dalam inflasi (efek yang berhubungan dengan waktu) perbedaan suku bunga cenderung signifikan. Kurs *forward* akan menangkap informasi ini dan mengutip diskon nilai mata uang dengan inflasi yang lebih tinggi. Dalam situasi seperti itu, estimasi *forward* seharusnya lebih baik daripada *spot*. Namun demikian, dalam kasus yang jauh lebih umum dimana perbedaan suku bunga kecil, inflasi tidak akan menjadi faktor dan kurs *forward* tidak akan lebih baik daripada kurs *spot*.

Pengujian yang dilakukan Yanthi & Artini (2013) mendapati hasil bahwa kurs *spot* dan kurs *forward* secara bersama-sama berpengaruh secara positif dan signifikan dalam memprediksi *future spot* untuk kurs mata uang USD terhadap valuta asing Asia Tenggara. Menurutnya untuk memprediksi *future spot* para investor dan pelaku ekonomi internasional dapat menggunakan kurs *spot* atau kurs *forward* sebagai prediktor jangka pendek pada tahun 2011 untuk triwulan berikutnya. Pergerakan kurs valas terjadi setiap hari, bahkan dalam satu hari fluktuasi valas sering terjadi. Secara

empiris terbukti bahwa kurs spot merupakan prediktor terbaik dalam memprediksi *future spot* meskipun faktor-faktor lainnya seperti informasi-informasi terbaru yang mempengaruhi fluktuasi kurs harus tetap diantisipasi. Sedangkan menurut Madura & Fox (2023) suku bunga *forward* tidak seperti suku bunga *spot*, bukanlah prediktor yang tidak bias untuk suku bunga *spot* di masa depan. Dengan kata lain kesalahan tidak terdistribusi secara acak di sekitar nilai tukar di masa depan, tetapi cenderung *overshoot* atau *undershoot* dengan dasar yang bervariasi dari waktu ke waktu yang disebut sebagai premi risiko.

Bank-bank komersial mengenakan biaya untuk melakukan transaksi valuta asing. Pada titik waktu tertentu, kuotasi *bid* (beli) bank untuk mata uang asing akan lebih rendah dari kuotasi *ask* (jual). Bank akan membeli mata uang dengan harga yang lebih rendah dan menjual dengan harga yang lebih tinggi. Layanan yang ditawarkan oleh bank adalah ketersediaan, kenyamanan dan harga yang kompetitif. *Bid/ask spread* merupakan selisih antara kuotasi bid dan ask, dan dimaksudkan untuk menutupi biaya yang terlibat dalam mengakomodasi permintaan untuk menukarkan mata uang. Dari sudut pandang bank, semakin lama mereka harus menyimpan uang tunai “dalam persediaan”, semakin mahal, baik dari segi bunga yang relatif rendah yang diperoleh untuk uang tunai, dibandingkan dengan meminjamkan, dan juga semakin besar risiko mata uang tersebut kehilangan nilainya. *Spread bid/ask* ditetapkan untuk menutupi potensi biaya ini. Oleh karena itu, mata uang yang tidak sering diperdagangkan juga cenderung cukup fluktuatif dan dapat dikenakan *spread* yang lebar antara *bid* dan *ask* meskipun pada umumnya sangat kecil. *Spread bid/ask* biasanya dinyatakan sebagai persentase dari kuotasi *ask* (Madura & Fox, 2023). Selisih antara kuotasi *bid* dan kuotasi *ask* akan terlihat jauh lebih kecil untuk mata uang yang memiliki nilai yang lebih kecil.

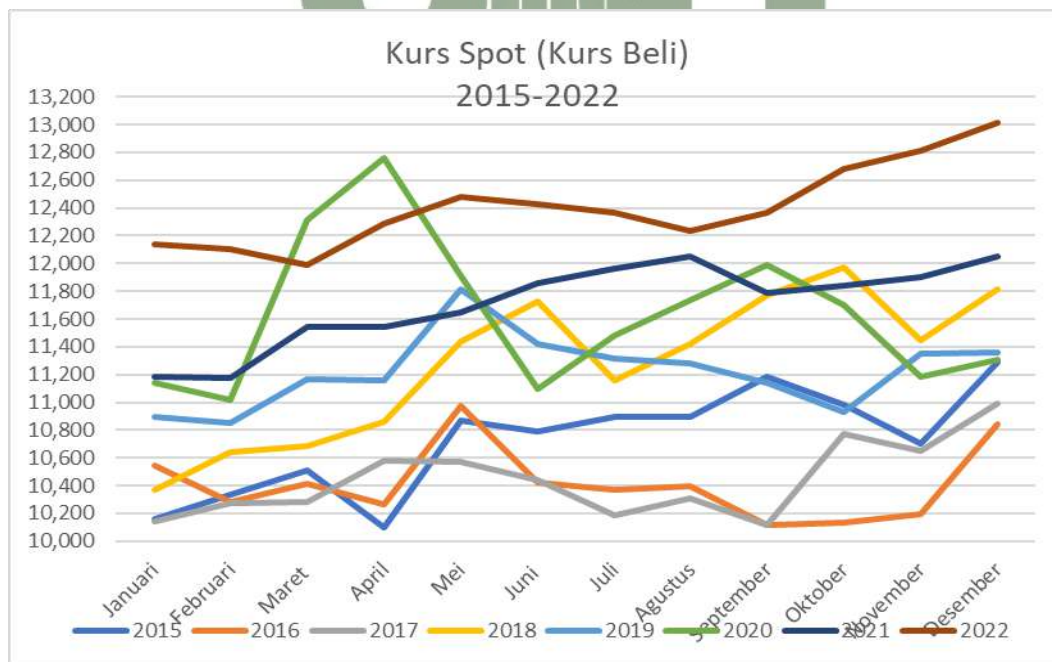
Untuk melihat permintaan valas melalui kurs *spot* dan kurs *forwad* dapat dilihat dari pergerakan kurs *spot* dan *forward* dari tahun 2015-2022 dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4.12 : Pergerakan Kurs Spot (Kurs Beli) Tahun 2015-2022

BULAN	KURS SPOT (KURS BELI)							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	10,163.58	10,542.79	10,143.25	10,373.57	10,898.42	11,140.47	11,181.92	12,142.32
Februari	10,333.97	10,285.74	10,274.05	10,639.09	10,849.60	11,017.69	11,178.47	12,102.92
Maret	10,508.92	10,414.69	10,285.00	10,684.04	11,167.26	12,315.97	11,546.37	11,991.39
April	10,094.72	10,268.93	10,582.27	10,860.43	11,154.17	12,758.85	11,544.10	12,284.60
Mei	10,871.22	10,969.63	10,572.22	11,435.65	11,812.30	11,913.68	11,646.02	12,475.90
Juni	10,791.15	10,422.49	10,441.70	11,729.57	11,423.39	11,098.81	11,862.26	12,423.85
Juli	10,899.32	10,373.13	10,188.40	11,154.44	11,311.97	11,480.63	11,964.95	12,365.00
Agustus	10,892.12	10,393.92	10,304.43	11,417.99	11,279.94	11,739.80	12,054.62	12,235.70
September	11,186.84	10,117.75	10,115.69	11,769.80	11,136.70	11,985.88	11,785.74	12,364.02
Oktober	10,980.99	10,134.19	10,775.30	11,974.93	10,925.77	11,696.89	11,838.11	12,685.03
November	10,702.81	10,194.59	10,653.81	11,447.41	11,352.43	11,184.32	11,904.24	12,813.64
Desember	11,287.67	10,845.18	10,987.88	11,812.98	11,360.64	11,307.55	12,048.07	13,011.16

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Pada tabel tersebut dapat dilihat bahwa kurs *spot* (kurs beli) tahun 2015-2022 cenderung stabil. Namun di tahun 2020 kurs *spot* (kurs beli) mengalami fluktuasi yang disebabkan oleh beberapa faktor seperti pandemic covid-19, pergerakan ekonomi global, kebijakan moneter dan fiskal, perkembangan politik, perdagangan internasional, ketidakpastian pasar keuangan serta sentimen investor. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat dari gambar berikut ini.



Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Gambar 4.17: Pergerakan Kurs Spot (Kurs Beli tahun 2015-2022)

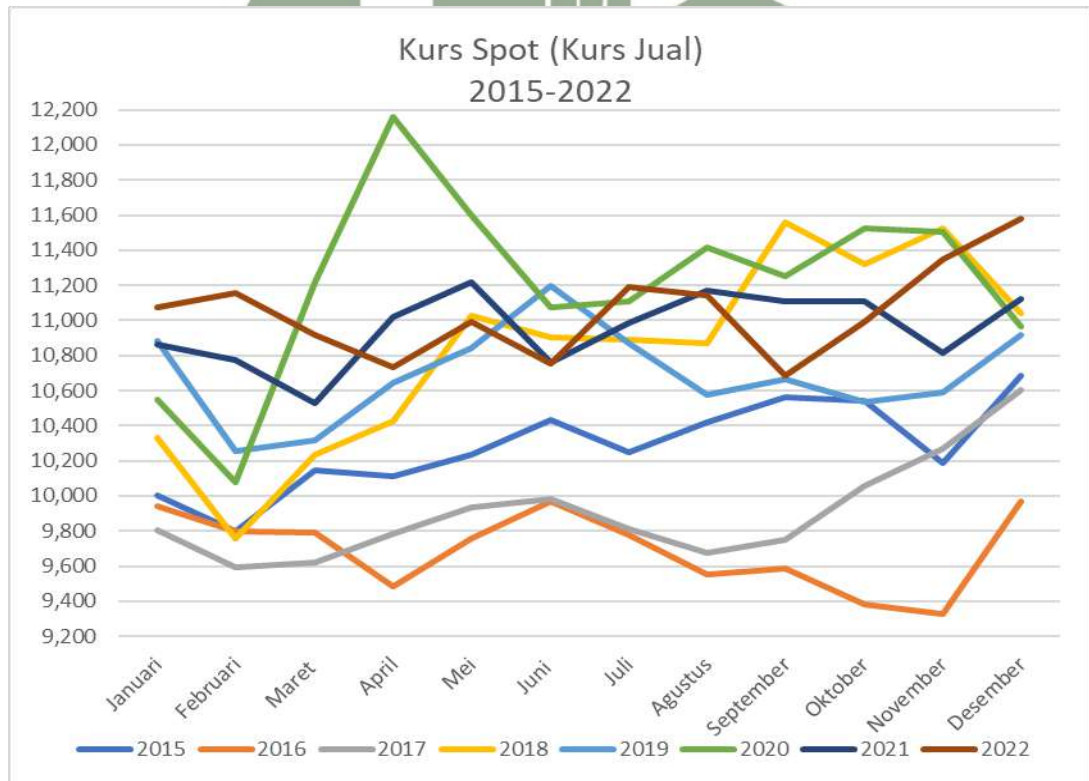
Untuk pergerakan kurs *spot* (kurs jual) periode 2015-2022 dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4.13 : Pergerakan Kurs Spot (Kurs Jual) Tahun 2015-2022

BULAN	KURS SPOT (KURS JUAL)							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	10,005.10	9,941.22	9,806.11	10,333.77	10,880.34	10,550.84	10,863.673	11,074.47
Februari	9,795.76	9,797.35	9,590.66	9,759.39	10,254.09	10,078.84	10,772.594	11,158.99
Maret	10,146.47	9,791.25	9,617.65	10,236.55	10,316.27	11,219.48	10,526.144	10,918.51
April	10,108.63	9,481.26	9,783.62	10,423.48	10,641.71	12,160.51	11,022.364	10,730.50
Mei	10,235.59	9,753.94	9,931.58	11,027.02	10,844.03	11,600.39	11,215.893	10,991.07
Juni	10,435.20	9,971.26	9,981.53	10,903.01	11,199.68	11,076.83	10,757.190	10,750.70
Juli	10,246.59	9,780.05	9,812.80	10,890.19	10,869.88	11,105.67	10,985.285	11,188.83
Agustus	10,422.01	9,554.67	9,674.29	10,870.51	10,572.96	11,414.92	11,167.905	11,145.65
September	10,564.29	9,584.05	9,751.64	11,557.95	10,663.11	11,248.79	11,107.734	10,686.78
Oktober	10,542.78	9,379.87	10,055.42	11,317.00	10,533.50	11,525.45	11,111.118	10,994.37
November	10,189.45	9,328.85	10,269.95	11,523.34	10,587.75	11,502.56	10,818.403	11,344.73
Desember	10,687.29	9,971.59	10,605.05	11,038.48	10,917.63	10,966.83	11,121.886	11,578.56

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Pada tabel 4.13 juga dapat dilihat bahwa kurs *spot* (kurs jual) tahun 2015-2022 cenderung stabil sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar berikut ini.



Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Gambar 4.18 : Pergerakan Kurs Spot (Kurs Jual tahun 2015-2022)

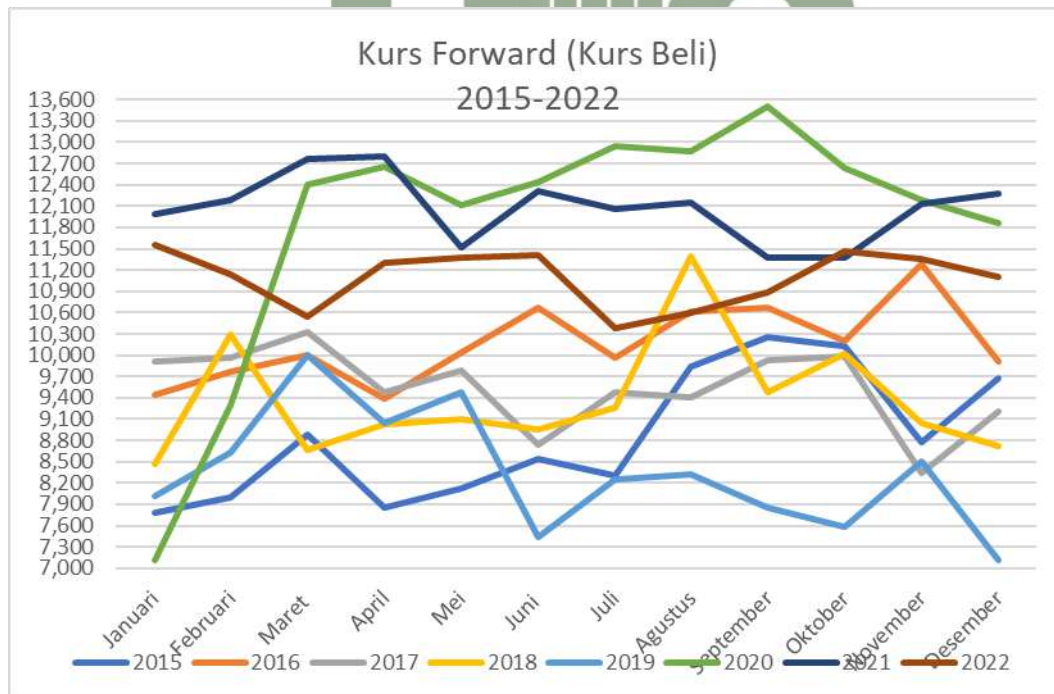
Untuk pergerakan kurs *forward* tahun 2015-2022 dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4.14 : Pergerakan Kurs *Forward* (Kurs Beli) Tahun 2015-2022

BULAN	KURS FORWARD (KURS BELI)							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	7,786.08	9,433.63	9,910.47	8,473.03	8,022.17	7,113.36	11,990.69	11,553.74
Februari	8,001.53	9,760.74	9,963.99	10,292.54	8,628.57	9,293.19	12,180.90	11,135.18
Maret	8,876.89	10,003.26	10,326.07	8,674.15	10,010.40	12,395.48	12,764.89	10,538.41
April	7,861.50	9,392.58	9,481.57	9,034.25	9,052.24	12,662.46	12,806.73	11,301.43
Mei	8,126.98	10,038.75	9,778.71	9,101.48	9,471.56	12,116.70	11,526.38	11,374.71
Juni	8,532.32	10,669.88	8,745.16	8,963.24	7,440.75	12,439.20	12,304.92	11,410.95
Juli	8,311.56	9,968.45	9,485.45	9,254.67	8,254.24	12,939.32	12,051.98	10,381.24
Agustus	9,834.89	10,609.55	9,411.15	11,397.19	8,319.54	12,864.76	12,156.56	10,604.44
September	10,258.64	10,676.36	9,933.28	9,485.05	7,852.46	13,499.63	11,379.04	10,888.82
Oktober	10,119.69	10,206.38	9,992.37	10,019.86	7,585.51	12,635.52	11,369.88	11,462.50
November	8,778.00	11,282.46	8,337.72	9,043.47	8,498.90	12,185.02	12,132.05	11,354.11
Desember	9,667.87	9,919.99	9,207.57	8,715.19	7,104.25	11,859.51	12,284.18	11,096.28

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Pada tabel tersebut dapat dilihat bahwa kurs *forward* (kurs beli) tahun 2015-2022 cenderung stabil. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat dari gambar berikut ini.



Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Gambar 4.19 : Pergerakan Kurs *Forward* (Kurs Beli tahun 2015-2022)

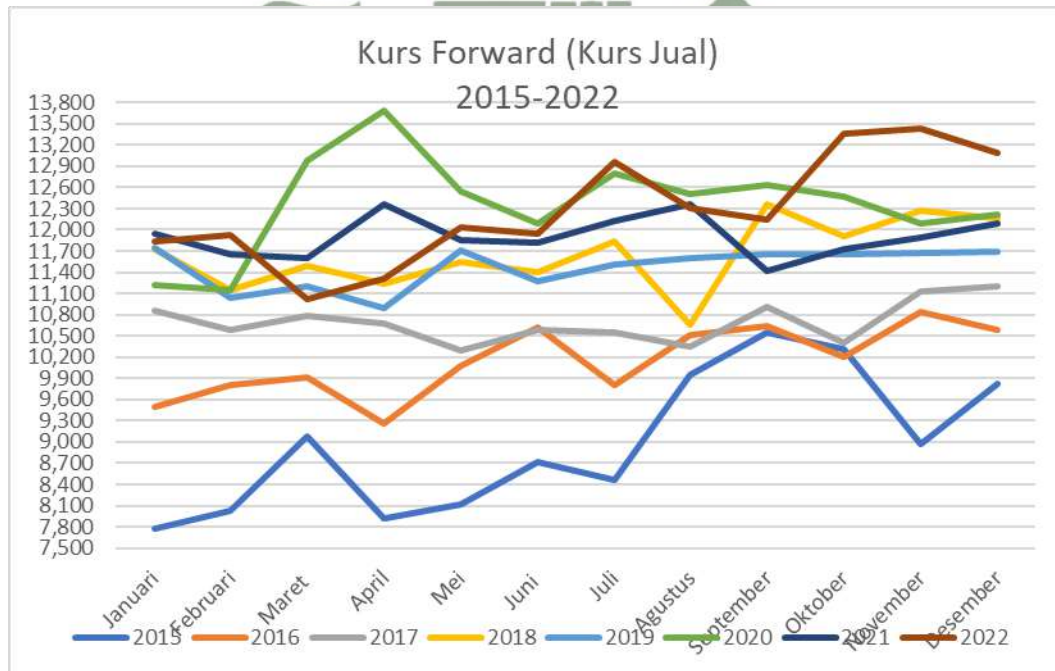
Untuk pergerakan kurs *forward* (kurs jual) periode 2015-2022 dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4.15 : Pergerakan Kurs *Forward* (Kurs Jual) Tahun 2015-2022

BULAN	KURS FORWARD (KURS JUAL)							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	7,778.68	9,489.44	10,863.11	11,724.40	11,737.84	11,227.93	11,945.71	11,837.32
Februari	8,035.16	9,800.88	10,579.91	11,144.85	11,038.21	11,156.08	11,656.18	11,930.12
Maret	9,085.91	9,906.91	10,793.36	11,493.46	11,199.13	12,979.07	11,604.21	11,029.47
April	7,914.23	9,261.65	10,668.50	11,229.18	10,898.11	13,687.28	12,370.80	11,303.32
Mei	8,126.58	10,078.89	10,288.20	11,542.60	11,701.28	12,545.60	11,862.47	12,039.98
Juni	8,715.36	10,627.62	10,593.41	11,396.56	11,281.20	12,090.42	11,812.70	11,950.97
Juli	8,455.96	9,811.17	10,551.60	11,830.01	11,517.75	12,798.36	12,118.64	12,968.00
Agustus	9,948.28	10,517.85	10,345.73	10,656.33	11,605.93	12,514.84	12,365.21	12,305.35
September	10,542.33	10,640.70	10,912.12	12,367.04	11,659.95	12,636.94	11,428.55	12,136.05
Oktober	10,310.66	10,205.98	10,406.05	11,907.66	11,663.57	12,468.02	11,727.74	13,360.43
November	8,968.51	10,830.22	11,122.57	12,269.66	11,668.03	12,094.22	11,883.25	13,441.35
Desember	9,815.51	10,582.95	11,205.62	12,165.14	11,692.24	12,225.36	12,095.49	13,084.31

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Pada tabel 4.15 juga dapat dilihat bahwa kurs *forward* (kurs jual) tahun 2015-2022 cenderung stabil sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar berikut ini.



Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (BI, 2023)

Gambar 4.20 : Pergerakan Kurs *Forward* (Kurs Jual tahun 2015-2022)

Dari data yang ditampilkan diatas terkait fluktuasi kurs *spot* dan *forward* baik kurs beli maupun kurs jual sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor termasuk faktor

sentimen investor. Lonjakan harga kurs *spot* didorong oleh sentimen berita dan biasanya berlangsung singkat (Ibikunle et al., 2021). Investor umumnya cenderung bereaksi berlebihan terhadap berita saat terjadi lonjakan, yang mengindikasikan adanya potensi inefisiensi dalam proses pembentukan harga. Pada penelitian Ibikunle tersebut didapati bahwa *forward rate* memimpin proses pembentukan harga lebih dulu daripada *spot rate* selama periode ketika tingkat suku bunga tidak tinggi. Sementara itu, selama periode perdagangan yang bergejolak terjadi hal yang sebaliknya apalagi dengan adanya suku bunga jangka panjang.

Baik kurs *spot* dan kurs forward (kurs beli maupun kurs jual) yang ditampilkan pada tabel dan gambar di atas menunjukkan bahwa pada tahun 2020 cenderung terjadi lonjakan kurs yang cukup signifikan di bulan April. Sebagaimana yang dilaporkan oleh Departemen Komunikasi Bank Indonesia (2023) kondisi nilai tukar Rupiah melemah dipicu oleh kekhawatiran resesi ekonomi global seiring berlanjutnya kasus Covid 19 sedangkan inflasi tetap terkendali meskipun masih lebih tinggi dari bulan sebelumnya. BI terus memperkuat koordinasi dengan pemerintah dan OJK dalam memonitor secara cermat dinamika penyebaran COVID-19 dan dampaknya terhadap perekonomian Indonesia dari waktu ke waktu serta langkah-langkah koordinasi kebijakan lanjutan yang ditempuh untuk menjaga stabilitas makroekonomi dan sistem keuangan serta menopang pertumbuhan ekonomi Indonesia tetap baik dan berdaya tahan. Sebagai wujud dari upaya tersebut dapat dilihat dengan menguatnya kembali Rupiah dengan pantauan inflasi pada minggu IV April 2020 yang lebih rendah dibandingkan minggu sebelumnya (Departemen Komunikasi Bank Indonesia, 2020).

Indikator ketiga untuk melihat permintaan valas adalah melalui keuangan negara (permintaan valas yang dilihat dari besarnya utang luar negeri). Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai tukar adalah jumlah utang luar negeri dan komposisinya (Mehta & Kayumi, 2014). Pembayaran utang luar negeri menyebabkan peningkatan permintaan terhadap mata uang asing (Wahyuni & Muhammad, 2019). Melalui berbagai cara, jumlah dan struktur hutang publik

dapat memiliki pengaruh yang signifikan terhadap manajemen cadangan devisa bank sentral (Baksay et al., 2012). Di sisi lain, pembayaran utang publik dalam mata uang asing tidak hanya mengurangi tingkat cadangan devisa, namun juga dapat menimbulkan masalah transien dalam manajemen likuiditas. Pembayaran utang luar negeri dapat melibatkan permintaan mata uang asing yang cenderung mempengaruhi nilai tukar negara (Saheed et al., 2015).

Pada penelitian Bunesco (2014) di Romania didapati hasil bahwa penurunan tingkat hutang luar negeri menyebabkan penurunan permintaan mata uang yang dibutuhkan untuk membayar hutang jatuh tempo dan suku bunga yang diikuti dengan penurunan harga mata uang asing, yang berarti apresiasi mata uang nasional. Hal ini juga sejalan dengan hasil penelitian Obwogi (2019) yang mendapati bahwa untuk memenuhi kebutuhan anggaran, Pemerintah Kenya telah melakukan pinjaman besar baik secara internal maupun eksternal. Kegiatan ini tentunya dapat menstimulasi ekonomi domestik dikarenakan utang yang besar dapat menyebabkan berkurangnya investasi asing. Pembayaran utang luar negeri mungkin melibatkan permintaan mata uang asing, dan jika utang tersebut melebihi kapasitas produksi negara dapat menyebabkan inflasi. Jika inflasi tinggi, utang akan dibayar dengan Dollar riil yang lebih murah yang mempengaruhi nilai tukar negara.

Untuk melihat kondisi utang luar negeri Indonesia dalam kaitannya dengan jumlah permintaan valas sebagaimana yang menjadi bahasan dalam disertasi ini maka bisa dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4.16 : ULN Indonesia dan Pergerakan Kurs Rupiah terhadap Dollar (Periode 2015-2022)

TAHUN	ULN (Juta USD)	Kurs (Rp/USD)
2015	310,730	13,795
2016	320,006	13,436
2017	352,469	13,548
2018	375,430	14,481
2019	403,563	13,901
2020	416,935	14,105
2021	413,972	14,269
2022	396,758	15,731

Sumber : BI, 2023 (data diolah)

Pada tabel 4.16 dapat dilihat bahwa sepanjang tahun 2015-2020 terjadi peningkatan ULN Indonesia dalam jumlah yang cukup signifikan lalu mengalami penurunan yang cukup berarti di tahun 2021 dan 2022. Untuk melihat gambaran yang lebih jelas terkait ULN Indonesia dan pergerakan kurs sepanjang tahun 2015-2022 berikut ini disajikan dalam bentuk grafik pada gambar 4.20.



Gambar 4.21 : ULN Indonesia dan Pergerakan Kurs Rupiah Terhadap Dollar (2015-2022)

Dari gambar 4.21 dapat dilihat bahwa ULN Indonesia di tahun 2022 mengalami penurunan. Posisi ULN Indonesia pada akhir triwulan I 2022 tercatat sebesar USD 411,5 miliar, turun dibandingkan dengan posisi ULN pada triwulan sebelumnya sebesar USD 415,7 miliar (Departemen Komunikasi BI, 2022). Perkembangan tersebut disebabkan oleh penurunan ULN sektor publik (Pemerintah dan Bank Sentral) dan sektor swasta. Penurunan terjadi seiring beberapa seri Surat Berharga Negara (SBN) yang jatuh tempo, baik SBN domestik maupun SBN Valas, serta adanya pelunasan neto atas pinjaman yang jatuh tempo selama periode Januari hingga Maret 2022, yang sebagian besar merupakan pinjaman bilateral. Di samping itu, volatilitas di pasar keuangan global yang cenderung tinggi turut berpengaruh pada perpindahan investasi pada SBN domestik ke instrumen lain, sehingga mengurangi porsi kepemilikan investor nonresiden pada SBN domestik. Penarikan ULN pada triwulan I 2022 masih diutamakan untuk mendukung belanja prioritas Pemerintah, termasuk upaya penanganan Covid-19 dan program Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN). Sementara itu, posisi ULN swasta pada triwulan I 2022 tercatat sebesar USD 206,4 miliar turun dari USD 206,5 miliar pada triwulan IV 2021. Secara tahunan, ULN swasta berkontraksi 1,8% (*yoy*), lebih dalam dibandingkan dengan kontraksi pada triwulan sebelumnya sebesar 0,6% (*yoy*). Perkembangan tersebut disebabkan oleh pembayaran pinjaman luar negeri dan surat utang yang jatuh tempo selama triwulan I 2022

sehingga ULN lembaga keuangan (*financial corporations*) dan perusahaan bukan lembaga keuangan (*nonfinancial corporations*) berkontraksi masing-masing sebesar 5,1% (yoy) dan 1,0% (yoy) (Departemen Komunikasi BI, 2022).

Pada triwulan II 2022 posisi ULN pemerintah sebesar USD 187,3 miliar (Departemen Komunikasi BI, 2022). Jumlah ini lebih rendah dibandingkan triwulan sebelumnya. Penurunan posisi ULN Pemerintah ini antara lain karena adanya pelunasan pinjaman bilateral, komersial, dan multilateral yang jatuh tempo selama periode April hingga Juni 2022. Pelunasan Surat Berharga Negara (SBN) domestik yang jatuh tempo juga turut mendukung penurunan ULN Pemerintah di triwulan laporan. Di samping itu volatilitas di pasar keuangan global yang cenderung tinggi juga berpengaruh pada perpindahan investasi SBN domestik ke instrument lain sehingga mengurangi porsi kepemilikan investor nonresiden pada SBN domestik. Penarikan ULN pada triwulan II 2022 masih diutamakan untuk mendukung belanja prioritas Pemerintah, termasuk upaya penanganan Covid-19 dan program Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN). Posisi ULN Pemerintah relatif aman dan terkendali karena hampir seluruh ULN memiliki tenor jangka panjang dengan mencapai 99,7% dari total ULN Pemerintah. Sementara itu posisi ULN swasta pada triwulan II 2022 tercatat sebesar USD 207,1 miliar, sedikit mengalami penurunan dari USD 207,4 pada triwulan I 2022. Berdasarkan sektornya, ULN swasta terbesar bersumber dari sektor jasa keuangan dan asuransi; sektor pengadaan listrik, gas, uap/air panas, dan udara dingin; sektor pertambangan dan penggalian; serta sektor industri pengolahan dengan pangsa mencapai 77,3% dari total ULN swasta. ULN tersebut tetap didominasi oleh ULN jangka panjang dengan pangsa mencapai 74,5% terhadap total ULN swasta.

Utang Luar Negeri (ULN) Indonesia pada triwulan III 2022 kembali menurun (Departemen Komunikasi Bank Indonesia, 2022a). Posisi ULN Pemerintah pada triwulan III sebesar USD 182,3 miliar, lebih rendah dari posisi ULN pada triwulan II 2022 yang sebesar USD 187,3 miliar. Penurunan posisi ULN Pemerintah tersebut disebabkan oleh perpindahan investasi pada Surat Berharga Negara (SBN) domestik ke instrumen lain, sehingga mengurangi porsi kepemilikan investor nonresiden pada SBN domestik seiring dengan meningkatnya ketidakpastian di pasar keuangan global. Pelunasan atas beberapa pinjaman program dan proyek yang jatuh tempo juga turut mendukung penurunan ULN Pemerintah pada periode laporan. Sementara itu, penarikan ULN pada triwulan III 2022 masih diutamakan untuk mendukung belanja prioritas Pemerintah, termasuk upaya penanganan Covid-19 dan program Pemulihan

Ekonomi Nasional (PEN). Posisi ULN Pemerintah relatif aman dan terkendali mengingat hampir seluruh ULN memiliki tenor jangka panjang dengan pangsa mencapai 99,9% dari total ULN Pemerintah. Sementara itu posisi ULN swasta pada triwulan III 2022 tercatat sebesar USD 204,1 miliar, lebih rendah dibandingkan dengan posisi triwulan sebelumnya sebesar USD 207,7 miliar. Secara tahunan, ULN swasta berkontraksi 2,6% (yoy) lebih dalam dibandingkan dengan kontraksi pada triwulan sebelumnya yang sebesar 0,1% (yoy). Perkembangan tersebut disebabkan oleh kontraksi ULN lembaga keuangan (*financial corporations*) dan perusahaan bukan lembaga keuangan (*nonfinancial corporations*) masing-masing sebesar 4,5% (yoy) dan 2,1% (yoy) antara lain disebabkan oleh pembayaran neto surat utang. Berdasarkan sektornya, ULN swasta terbesar bersumber dari sektor jasa keuangan dan asuransi; sektor pertambangan dan penggalan; sektor pengadaan listrik, gas, uap/air panas, dan udara dingin; serta sektor industri pengolahan dengan pangsa mencapai 77,8% dari total ULN swasta. ULN tersebut tetap didominasi oleh ULN jangka panjang dengan pangsa mencapai 75,7% terhadap total ULN swasta.

Pada triwulan IV 2022 posisi ULN Pemerintah tercatat sebesar USD 186,5 miliar atau secara tahunan mengalami kontraksi sebesar 6,8% (yoy), lebih rendah dibandingkan dengan kontraksi pada triwulan sebelumnya sebesar 11,3% (yoy) (Komunikasi, 2022b). Perkembangan ULN tersebut didorong oleh peningkatan investasi portofolio di pasar Surat Berharga Negara (SBN) domestik seiring dengan sentimen positif kepercayaan pelaku pasar global yang terjaga. Selain itu, terdapat penarikan neto pinjaman luar negeri yang digunakan untuk mendukung upaya pemerintah dalam pembiayaan sektor produktif serta belanja prioritas pemerintah, termasuk kelanjutan upaya akselerasi program Pemulihan Ekonomi Nasional (PEN). Posisi ULN Pemerintah relatif aman dan terkendali mengingat hampir seluruh ULN memiliki tenor jangka panjang dengan pangsa mencapai 99,8% dari total ULN Pemerintah. Sementara itu, posisi ULN Swasta pada triwulan IV 2022 tercatat sebesar USD 201,2 miliar atau secara tahunan mengalami kontraksi sebesar 1,8% (yoy), melanjutkan kontraksi pada triwulan sebelumnya sebesar 2,0% (yoy). Perkembangan ini didorong oleh pembayaran neto utang dagang, surat utang, dan pinjaman sejalan dengan pola kuartalan pembayaran ULN. Pertumbuhan ULN Perusahaan lembaga keuangan (*nonfinancial corporations*) mengalami kontraksi sebesar 1,5% (yoy), meskipun lebih rendah dibandingkan dengan kontraksi pada triwulan sebelumnya

sebesar 4,4% (yoy). Berdasarkan sektor ekonomi, ULN swasta terbesar bersumber dari sektor jasa keuangan dan asuransi; pengadaan listrik, gas, uap/air panas, dan udara dingin; industry pengolahan; serta pertambangan dan penggalian, dengan pangsa mencapai 77,9% dari total ULN swasta. ULN swasta juga tetap didominasi oleh ULN jangka panjang dengan pangsa mencapai 75,4% terhadap total ULN swasta.

C. Simulasi Hedging

Simulasi utang luar negeri Indonesia ini dapat digunakan untuk ruang lingkup *Government to Government* (G to G) maupun *Business to Business* (B to B). Artinya masing-masing komposisi utang luar negeri yang ditimbulkan oleh pemerintah akan dilakukan pembayaran hutangnya juga oleh pemerintah, dan utang swasta akan dibayarkan oleh swasta. Untuk simulasi ini, yang digunakan adalah perspektif jangka pendek karena hanya menggunakan tenor 3 bulan saja.

Adapun tahapan simulasi diawali dengan :

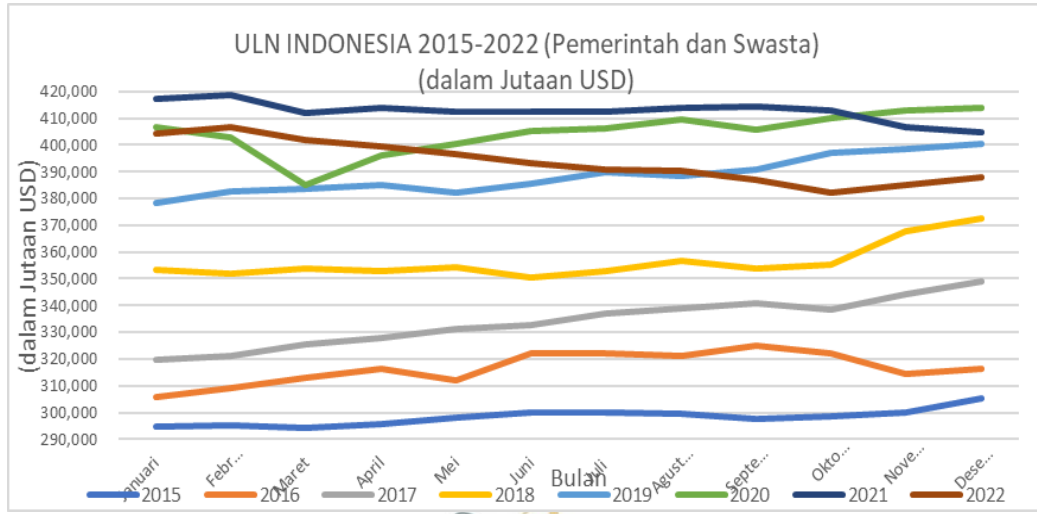
1. Mengumpulkan data utang luar negeri Indonesia dalam mata uang Dollar dari bulan Januari 2015 sampai dengan Desember 2022 yang diambil dari www.bi.go.id pada laman Statistik Utang Luar Negeri Indonesia. Berikut ini data utang luar negeri Indonesia Januari 2015-Desember 2022.

Tabel 4.17 :Utang Luar Negeri INDONESIA (Pemerintah dan Swasta) 2015-2022 (dalam Jutaan USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	294,973	305,683	319,836	353,383	378,237	406,576	417,249	404,081
Februari	295,085	309,196	320,934	352,020	382,738	402,891	418,808	406,798
Maret	294,092	313,195	325,437	353,904	383,407	384,974	412,066	402,023
April	295,594	316,194	327,729	352,991	384,926	396,014	413,992	399,620
Mei	298,208	311,818	331,229	354,313	381,926	400,276	412,453	396,603
Juni	300,128	321,936	332,795	350,560	385,717	405,316	412,245	393,124
Juli	299,993	322,054	337,056	353,045	390,063	406,399	412,583	391,006
Agustus	299,342	321,105	338,710	356,634	388,272	409,580	414,021	390,135
September	297,515	324,930	341,026	354,055	390,620	405,525	414,244	386,994
Oktober	298,662	322,357	338,281	355,060	397,183	410,086	412,700	382,202
November	299,940	314,671	344,164	367,788	398,292	412,792	406,589	385,091
Desember	305,518	316,598	349,165	372,352	400,566	414,064	404,942	387,982

Sumber : bi.go.id (Data diolah, 2023)

Untuk lebih jelasnya, dapat dilihat pada gambar 4.22 berikut ini.



Sumber: *bi.go.id* (Data diolah)

Gambar 4.22 : Utang Luar Negeri Indonesia 2015-2022 (Pemerintah dan Swasta)

Pada gambar 4.22 terlihat bahwa Utang Luar Negeri Indonesia tidak terlalu berfluktuasi kecuali pada bulan Maret 2020. Ketidakpastian pasar keuangan global mendorong penyesuaian penempatan investasi global. Penanaman modal di negara berkembang, termasuk Indonesia menurun, dan beralih ke aset yang dianggap aman oleh investor. Akibatnya transaksi modal dan finansial (TMF) di Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) mencatat pembalikan aliran modal asing sehingga TMF pada triwulan I 2020 mencatat -3,1 miliar USD. Penyesuaian aliran modal asing ini menyebabkan Rupiah terdepresiasi hingga Rp 16.575/USD pada 23 Maret 2020 diikuti volatilitas yang meningkat (LPI, 2021). Sejalan langkah stabilisasi nilai tukar Bank Indonesia disertai komunikasi intensif, tekanan nilai Rupiah menurun. Dalam perkembangannya penyesuaian eksternal berjalan dengan baik sejalan dengan dampak fleksibilitas nilai tukar dan penurunan permintaan domestik menopang kinerja yang menurunkan defisit neraca transaksi berjalan semester I 2020 yakni 1,3% dari PDB pada triwulan I dan 1,2% dari PDB pada triwulan II 2020. Secara keseluruhan NPI semester I 2020 tercatat surplus 700,5 juta USD dan cadangan devisa meningkat menjadi 131,7 miliar USD pada akhir semester I 2020 atau setara dengan 8,1 kali impor

dan pembayaran utang luar negeri pemerintah serta berada di atas standar kecukupan internasional 3 (tiga) bulan impor.

2. Menghitung nilai utang luar negeri Indonesia dalam mata uang Rupiah dengan mengalikan nilai utang dalam Dollar dengan kurs bulanan Januari 2015 sampai dengan Desember 2022 (data kurs diperoleh melalui www.bi.go.id melalui laman Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia menggunakan kurs JISDOR)

Tabel 4.18 : Kurs Bulanan Januari 2015 - Desember 2022

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	12,625	13,846	13,343	13,413	14,481	13,662	14,084	14,381
Februari	12,863	13,395	13,347	13,707	14,072	14,234	14,229	14,371
Maret	13,084	13,276	13,321	13,756	14,315	16,367	14,572	14,349
April	12,937	13,204	13,327	13,877	14,286	15,157	14,468	14,418
Mei	13,211	13,615	13,321	13,951	14,457	14,733	14,310	14,544
Juni	13,332	13,180	13,319	14,404	14,212	14,302	14,496	14,848
Juli	13,481	13,094	13,323	14,413	14,096	14,653	14,491	14,958
Agustus	14,027	13,300	13,351	14,711	14,308	14,554	14,374	14,875
September	14,657	12,998	13,492	14,929	14,245	14,918	14,307	15,247
Oktober	13,639	13,051	13,572	15,227	14,114	14,690	14,199	15,542
November	13,840	13,563	13,514	14,339	14,172	14,128	14,340	15,737
Desember	13,795	13,436	13,548	14,481	13,970	14,105	14,269	15,731

Sumber : bi.go.id (Data diolah)

Untuk mendapatkan nilai utang luar negeri Indonesia dalam Rupiah maka nilai ULN pada tabel 4.17 dikalikan dengan kurs sesuai bulannya masing-masing pada tabel 4.18.

Hasil dari perkalian tersebut dapat dilihat pada tabel 4.19 berikut ini.

Tabel 4.19 ULN Indonesia dalam Rupiah 2015-2022

	2015	2016	2017	2018
Januari	3,724,039,143,644,980	4,232,491,709,624,530	4,267,569,468,927,310	4,739,922,860,030,030
Februari	3,795,671,952,957,600	4,141,680,189,975,010	4,283,506,575,601,230	4,825,134,284,761,780
Maret	3,847,905,801,408,510	4,157,973,092,692,590	4,335,152,209,281,990	4,868,304,165,340,770
April	3,824,104,941,594,510	4,175,031,365,929,370	4,367,637,847,508,200	4,898,459,842,739,070
Mei	3,939,629,665,090,660	4,245,403,985,660,400	4,412,299,683,035,060	4,943,025,084,497,550
Juni	4,001,309,548,102,290	4,243,120,910,189,780	4,432,502,741,999,410	5,049,461,977,108,730
Juli	4,044,209,677,212,830	4,216,975,947,296,350	4,490,602,263,973,760	5,088,435,501,455,710
Agustus	4,198,876,175,493,190	4,270,702,299,629,370	4,522,114,219,055,440	5,246,440,845,791,480
September	4,360,682,476,812,760	4,223,436,958,257,070	4,601,127,027,914,610	5,285,683,172,114,780
Oktober	4,073,457,185,548,900	4,207,085,008,414,340	4,591,144,769,398,730	5,406,506,046,079,740
November	4,151,163,033,176,400	4,267,881,623,843,240	4,651,033,046,645,670	5,273,718,225,391,450
Desember	4,214,621,636,938,490	4,253,804,657,815,920	4,730,486,254,709,700	5,392,028,047,397,230
	2019	2020	2021	2022
Januari	5,491,998,967,420,720	5,554,636,181,846,580	5,876,530,279,958,730	5,811,094,953,540,020
Februari	5,400,156,184,778,520	5,734,753,403,244,940	5,959,213,080,839,050	5,846,094,748,025,560
Maret	5,503,496,464,910,210	6,300,863,546,102,110	6,004,632,651,054,500	5,768,632,221,311,590
April	5,514,442,048,848,030	6,002,378,011,233,680	5,989,639,221,233,930	5,761,724,630,147,970
Mei	5,537,272,664,691,600	5,897,263,785,948,470	5,902,208,687,506,290	5,768,197,843,106,880
Juni	5,497,244,041,205,590	5,796,830,975,330,490	5,975,908,473,815,380	5,837,110,650,501,210
Juli	5,516,498,028,408,590	5,954,960,133,548,260	5,978,738,751,486,210	5,848,662,874,758,730
Agustus	5,571,243,033,084,370	5,961,024,905,065,150	5,951,141,916,660,900	5,803,259,864,576,460
September	5,580,729,766,220,680	6,049,625,419,196,360	5,926,584,549,063,330	5,900,490,301,145,740
Oktober	5,622,058,231,167,940	6,024,161,539,754,650	5,859,925,153,693,570	5,940,181,016,626,180
November	5,659,239,673,485,150	5,831,918,396,170,440	5,830,489,346,052,020	6,060,169,502,108,830
Desember	5,609,068,612,341,770	5,840,379,277,781,980	5,778,119,302,701,060	6,103,340,579,683,470

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah)

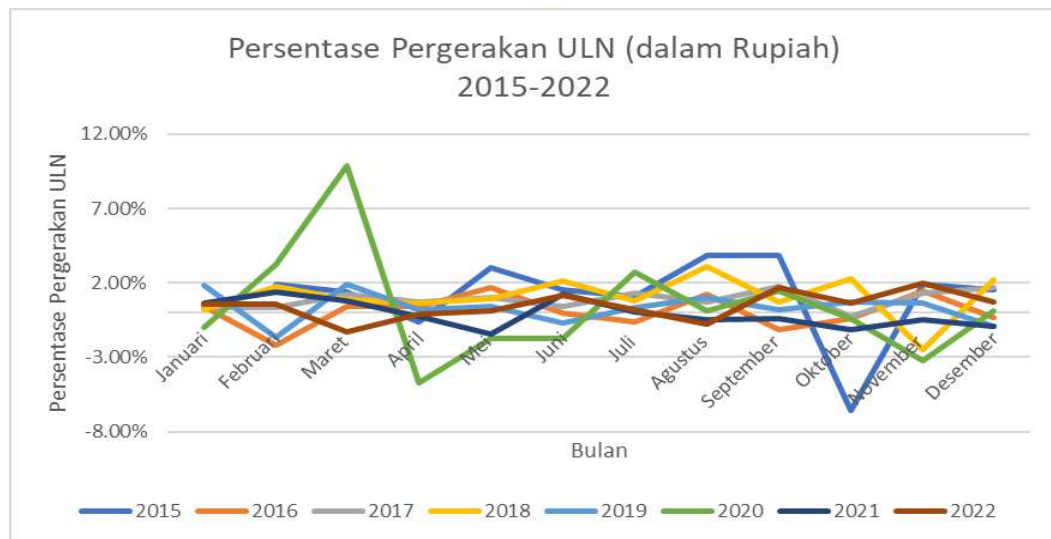
- Menghitung selisih nilai utang luar negeri dari bulan ke bulan setelah dinyatakan dalam Rupiah untuk melihat persentase pergerakan kenaikan maupun penurunan nilai utang luar negeri tersebut.

Tabel 4.20 Persentase Selisih Jumlah Utang Luar Negeri dari bulan ke bulan Periode 2015-2022

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari		0.42%	0.32%	0.20%	1.85%	-0.97%	0.62%	0.57%
Februari	1.92%	-2.15%	0.37%	1.80%	-1.67%	3.24%	1.41%	0.60%
Maret	1.38%	0.39%	1.21%	0.89%	1.91%	9.87%	0.76%	-1.33%
April	-0.62%	0.41%	0.75%	0.62%	0.20%	-4.74%	-0.25%	-0.12%
Mei	3.02%	1.69%	1.02%	0.91%	0.41%	-1.75%	-1.46%	0.11%
Juni	1.57%	-0.05%	0.46%	2.15%	-0.72%	-1.70%	1.25%	1.19%
Juli	1.07%	-0.62%	1.31%	0.77%	0.35%	2.73%	0.05%	0.20%
Agustus	3.82%	1.27%	0.70%	3.11%	0.99%	0.10%	-0.46%	-0.78%
September	3.85%	-1.11%	1.75%	0.75%	0.17%	1.49%	-0.41%	1.68%
Oktober	-6.59%	-0.39%	-0.22%	2.29%	0.74%	-0.42%	-1.12%	0.67%
November	1.91%	1.45%	1.30%	-2.46%	0.66%	-3.19%	-0.50%	2.02%
Desember	1.53%	-0.33%	1.71%	2.24%	-0.89%	0.15%	-0.90%	0.71%

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah)

Untuk melihat gambaran pergerakannya dengan lebih baik, bisa dilihat pada gambar berikut ini.



Sumber : *bi.go.id* (2023)

Gambar 4.23 : Persentase Pergerakan ULN (dalam Rupiah) Tahun 2015-2022

Dari gambar 4.23 bisa dilihat bahwa terjadi penurunan persentase pergerakan utang luar negeri Indonesia pada akhir tahun 2015. Berdasarkan jangka waktu sisa, perlambatan pertumbuhan posisi ULN bersumber dari perlambatan pertumbuhan ULN jangka panjang dan penurunan posisi ULN jangka pendek. Posisi ULN jangka panjang pada akhir 2015 tumbuh 8,8%, melambat dari pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 11,8%. Sementara itu, ULN jangka pendek turun sebesar 6,3%, berkebalikan dengan pertumbuhan positif pada akhir tahun 2014 sebesar 5,3% (LPI, 2016). Struktur posisi ULN Indonesia tersebut

juga menunjukkan perkembangan yang lebih sehat sebagaimana tercermin dari dominasi posisi ULN jangka panjang dibandingkan dengan posisi ULN jangka pendek baik pada sektor publik maupun sektor swasta. Rasio posisi ULN jangka pendek terhadap posisi ULN jangka panjang pada 2015 tercatat sebesar 21,8% lebih baik dibandingkan dengan rasio pada 2014 sebesar 25,3%. Berdasarkan kelompok peminjamnya, perbaikan rasio tersebut bersumber baik dari sektor publik maupun swasta. Untuk sektor publik, rasio posisi ULN jangka pendek terhadap posisi ULN jangka panjang membaik dari 8,7% pada 2014 menjadi 7,0%. Sementara untuk sektor swasta, rasio yang sama membaik dari 42,5% pada 2014 menjadi 38,0%.

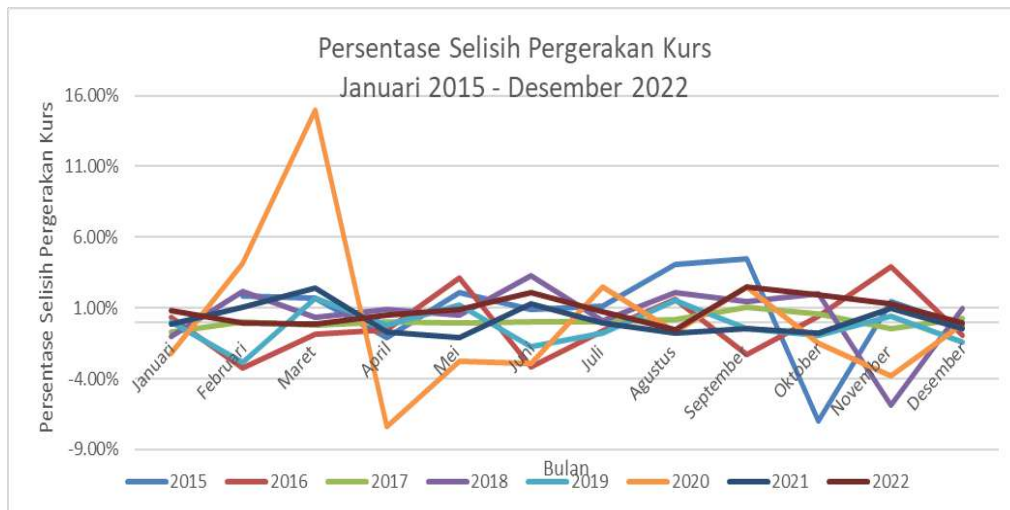
4. Mengumpulkan nilai kurs Rp/USD dan menghitung selisih pergerakannya dari bulan ke bulan mulai Januari 2015 sampai Desember 2022

**Tabel 4.21 : Persentase Selisih Pergerakan Kurs
Januari 2015 - Desember 2022**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari		0.37%	-0.69%	-1.00%	0.00%	-2.20%	-0.15%	0.78%
Februari	1.89%	-3.26%	0.03%	2.19%	-2.82%	4.19%	1.03%	-0.07%
Maret	1.72%	-0.89%	-0.19%	0.36%	1.73%	14.99%	2.41%	-0.15%
April	-1.12%	-0.54%	0.05%	0.88%	-0.20%	-7.39%	-0.71%	0.48%
Mei	2.12%	3.11%	-0.05%	0.53%	1.20%	-2.80%	-1.09%	0.87%
Juni	0.92%	-3.20%	-0.02%	3.25%	-1.69%	-2.93%	1.30%	2.09%
Juli	1.12%	-0.65%	0.03%	0.06%	-0.82%	2.45%	-0.03%	0.74%
Agustus	4.05%	1.57%	0.21%	2.07%	1.50%	0.68%	-0.81%	-0.55%
September	4.49%	-2.27%	1.06%	1.48%	-0.44%	2.50%	-0.47%	2.50%
Oktober	-6.95%	0.41%	0.59%	2.00%	-0.92%	-1.53%	-0.75%	1.93%
November	1.47%	3.92%	-0.43%	-5.83%	0.41%	-3.83%	0.99%	1.25%
Desember	-0.33%	-0.94%	0.25%	0.99%	-1.43%	-0.16%	-0.50%	-0.04%

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah)

Untuk melihat lebih jelas persentase selisih pergerakan kurs Januari 2015 – Desember 2022 dapat dilihat pada gambar 4.24 berikut ini.



Sumber : *bi.go.id* (Data diolah, 2023)

Gambar 4.24 : Persentase Selisih Pergerakan Kurs Januari 2015–Desember 2022

Pada gambar 4.24 terlihat bahwa selisih pergerakan kurs paling tajam adalah di tahun 2020. Perekonomian Indonesia tertekan cukup dalam pada semester I 2020. Tekanan tidak hanya akibat penurunan ekspor seiring pelemahan ekonomi dan gangguan rantai pasokan dunia, tetapi juga dampak penurunan mobilitas sejalan penerapan PSBB. Kondisi ini mengakibatkan PDB berkontraksi cukup dalam pada triwulan II dan terjadi hampir di seluruh sektor ekonomi maupun berbagai wilayah di Indonesia. Aliran modal keluar yang meningkat pada periode awal pandemi sejalan ketidakpastian pasar keuangan global, menekan nilai tukar Rupiah. Tekanan terhadap perekonomian berangsur menurun pada semester II, sejalan respons bauran kebijakan nasional yang ditempuh. Kontraksi PDB berkurang pada triwulan III, sehingga secara keseluruhan 2020 pertumbuhan diperkirakan berada di kisaran -2% hingga -1%. Sementara itu, tekanan inflasi rendah seiring permintaan domestik yang lemah. Sistem keuangan yang berada dalam kondisi baik pada saat pandemi mulai merebak, menjadikan sistem keuangan menjadi lebih bertahan. Namun demikian, pertumbuhan kredit masih berkontraksi sejalan permintaan domestik yang lemah dan kehati-hatian perbankan dalam menyalurkan kredit.

5. Mengumpulkan data *rate* PUAB Valas dalam persen (keseluruhan) yang diambil dari laman SEKI pada sub Uang dan Bank (point 1.25B) dan menghitung selisih pergerakannya dari bulan ke bulan mulai Januari 2015 sampai Desember 2022.

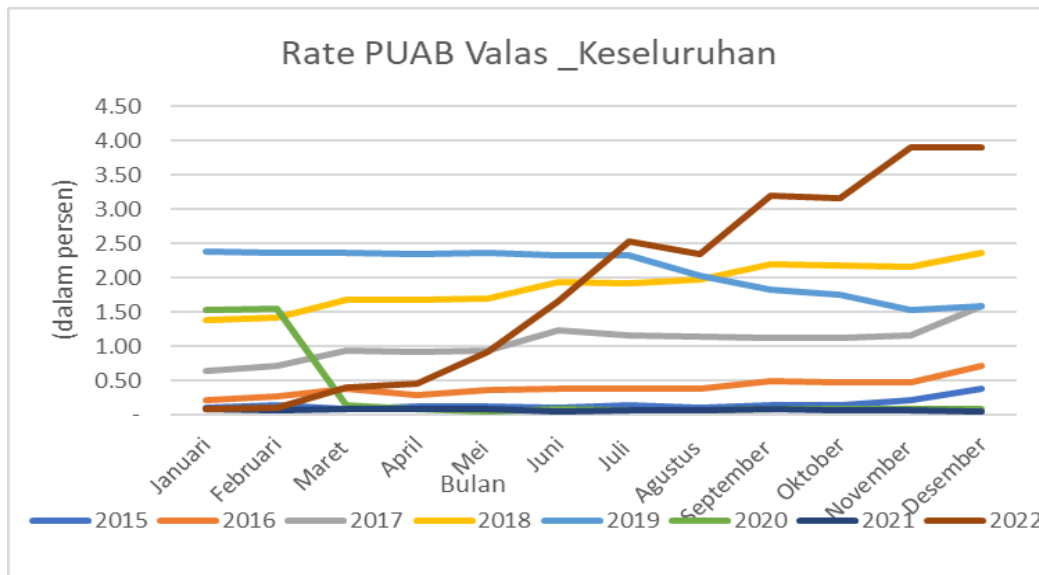


Tabel. 4.22 : Rate PUAB Valas Keseluruhan (dalam Persen)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	0.11	0.21	0.64	1.38	2.39	1.52	0.08	0.09
Februari	0.13	0.27	0.71	1.41	2.36	1.54	0.07	0.10
Maret	0.09	0.37	0.93	1.68	2.37	0.14	0.09	0.39
April	0.12	0.28	0.92	1.68	2.35	0.08	0.08	0.46
Mei	0.12	0.36	0.94	1.69	2.37	0.04	0.08	0.91
Juni	0.10	0.38	1.23	1.93	2.32	0.08	0.05	1.65
Juli	0.13	0.37	1.15	1.92	2.32	0.07	0.07	2.53
Agustus	0.11	0.38	1.14	1.97	2.03	0.06	0.07	2.35
September	0.14	0.49	1.13	2.20	1.83	0.08	0.09	3.19
Oktober	0.14	0.47	1.13	2.18	1.76	0.09	0.06	3.16
November	0.22	0.47	1.16	2.15	1.53	0.08	0.07	3.90
Desember	0.37	0.71	1.58	2.36	1.59	0.08	0.05	3.90

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah, 2023)

Untuk dapat melihat gambaran pergerakannya dengan lebih baik, bisa dilihat pada gambar berikut ini.



Sumber : bi.go.id (Data diolah, 2023)

Gambar 4.25 : Rate PUAB Valas Keseluruhan Tahun 2015-2022

Pada gambar 4.25 dapat dilihat bahwa Rate PUAB Valas pada tahun 2022 cenderung terus naik. Hal ini merupakan tindakan yang dilakukan oleh Bank Indonesia dalam upaya menjaga ketersediaan likuiditas di pasar uang (LPI, 2023). Dalam pelaksanaan operasi moneter, Bank Indonesia melanjutkan implementasi operasi moneter dua sisi (*two-sided monetary operation*), baik dari sisi kontraksi maupun ekspansi, secara reguler untuk menjaga ketersediaan likuiditas dan meningkatkan efisiensi di pasar uang. Di tengah likuiditas yang longgar, pelaksanaan strategi operasi moneter dilakukan untuk mendukung kredibilitas kerangka operasi moneter dan suku bunga kebijakan yang sejalan dengan normalisasi kebijakan likuiditas. Hal ini ditempuh antara lain dengan mengelola likuiditas secara bertahap pada Operasi Moneter kontraksi tenor lebih panjang dan menata kembali suku bunga Operasi Pasar Terbuka (OPT) kontraksi dan ekspansi sebagai *signaling* kebijakan tentunya dengan memperhatikan perkembangan kondisi likuiditas. Penguatan strategi operasi moneter juga dilakukan melalui optimalisasi frekuensi lelang OPT kontraksi tenor lebih panjang dan melakukan penjarangan frekuensi lelang OPT ekspansi tenor panjang secara bertahap dengan tetap menjaga ketersediaan likuiditas melalui

OPT ekspansi tenor pendek secara harian. Di samping itu, juga dilakukan penguatan *pricing* OPT Rupiah dan pelaksanaan transaksi OPT *fine tune* untuk mengendalikan sasaran operasional yakni suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) tenor *overnight* secara bertahap bergerak mendekati BI7DRR guna mendukung efektivitas pencapaian transmisi kebijakan moneter.

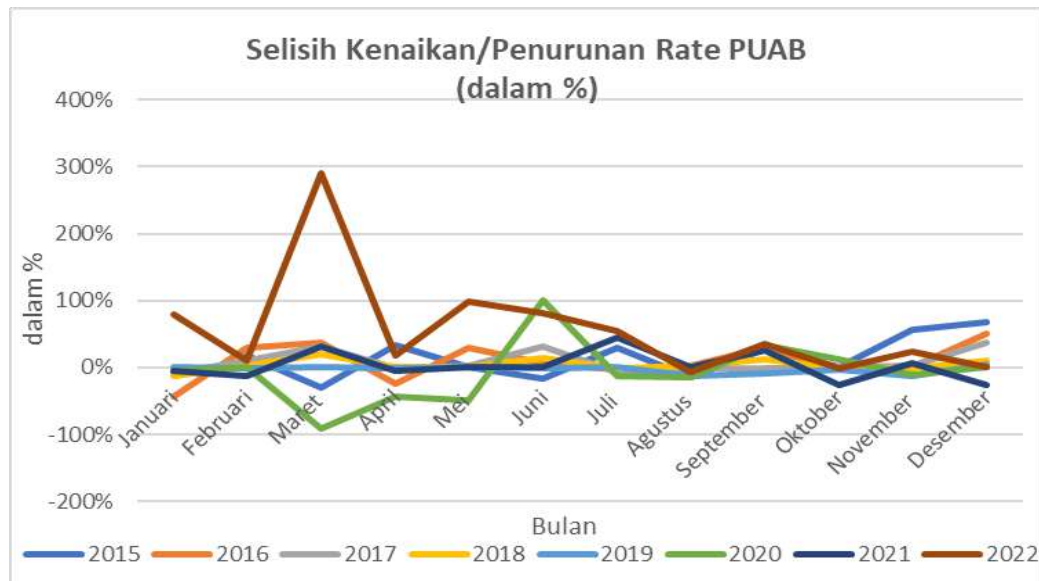
Untuk kepentingan simulasi ini, juga dapat dilihat persentase selisih rate PUAB dari bulan ke bulan .

Tabel 4.23 : Selisih Kenaikan/Penurunan Rate PUAB (dalam %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari		-43.24%	-9.86%	-12.66%	1.27%	-4.40%	-5.29%	80.00%
Februari	18.18%	28.57%	10.94%	2.17%	-1.26%	1.32%	-12.67%	11.11%
Maret	-30.77%	37.04%	30.99%	19.15%	0.42%	-90.91%	30.45%	290.00%
April	33.33%	-24.32%	-1.08%	0.00%	-0.84%	-42.86%	-5.70%	17.95%
Mei	0.00%	28.57%	2.17%	0.60%	0.85%	-50.00%	0.00%	97.83%
Juni	-16.67%	5.56%	30.85%	14.20%	-2.11%	100.00%	0.00%	81.32%
Juli	30.00%	-2.63%	-6.50%	-0.52%	0.00%	-12.50%	45.63%	53.33%
Agustus	-15.38%	2.70%	-0.87%	2.60%	-12.50%	-14.29%	-0.29%	-7.11%
September	27.27%	28.95%	-0.88%	11.68%	-9.85%	33.33%	25.61%	35.74%
Oktober	0.00%	-4.08%	0.00%	-0.91%	-3.83%	12.50%	-26.81%	-0.94%
November	57.14%	0.00%	2.65%	-1.38%	-13.07%	-11.11%	5.62%	23.42%
Desember	68.18%	51.06%	36.21%	9.77%	3.92%	0.00%	-26.25%	0.00%

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah,2023)

Persentase selisih kenaikan *rate* PUAB valas paling besar terjadi pada bulan Februari ke bulan Maret dan selisih penurunan terbesar dari bulan Maret ke bulan April 2022. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada gambar 4.25 berikut ini.



Sumber : *bi.go.id* (Data diolah, 2023)

Gambar 4.26 : Selisih Kenaikan/ Penurunan Rate PUAB (dalam %)

Selisih kenaikan *rate* PUAB dari bulan Februari ke bulan Maret 2023 yang cukup besar tersebut merupakan imbas dari kenaikan *Fed Funds Rate* yang lebih cepat dari yang diperkirakan pasar. Kenaikan pertama dilakukan the Fed pada Maret 2022 sebesar 25 bps. Kebijakan ini ditempuh untuk mengatasi tingginya tekanan inflasi yang bersumber dari keketatan pasar tenaga kerja dan kenaikan harga komoditas akibat perang Rusia-Ukraina. Setelah itu, persistensi inflasi AS pada level yang tinggi mendorong the Fed menempuh pengetatan kebijakan moneter yang agresif dengan menaikkan FFR hingga 425 bps hanya dalam kurun waktu 10 bulan (Maret-Desember 2022). Pilihan kebijakan ini mencerminkan komitmen the Fed untuk memprioritaskan pengendalian inflasi secara cepat walau disertai dengan risiko perlambatan ekonomi bahkan resesi. Pengetatan kebijakan moneter yang ditempuh oleh AS secara simultan direspons oleh negara lain (LPI, 2023). Bank sentral negara maju yang merespons paling cepat dengan menaikkan suku bunga secara bertahap sepanjang 2022 antar lain Uni Eropa, Inggris, Kanada, Australia dan Selandia Baru. Negara berkembang juga menaikkan suku bunga kebijakan. Upaya menjaga daya saing suku bunga (*interest rate differential*) juga ditempuh oleh bank sentral negara berkembang,

dengan kenaikan suku bunga sepanjang 2022 yang lebih besar pada negara Amerika Latin dibandingkan dengan kenaikan di negara Asia. Walaupun tingkat suku bunga nominal saat ini telah melebihi level prapandemi, tingkat suku bunga riil tercatat masih lebih rendah dibandingkan dengan level prapandemi akibat tingkat inflasi yang masih relatif tinggi.

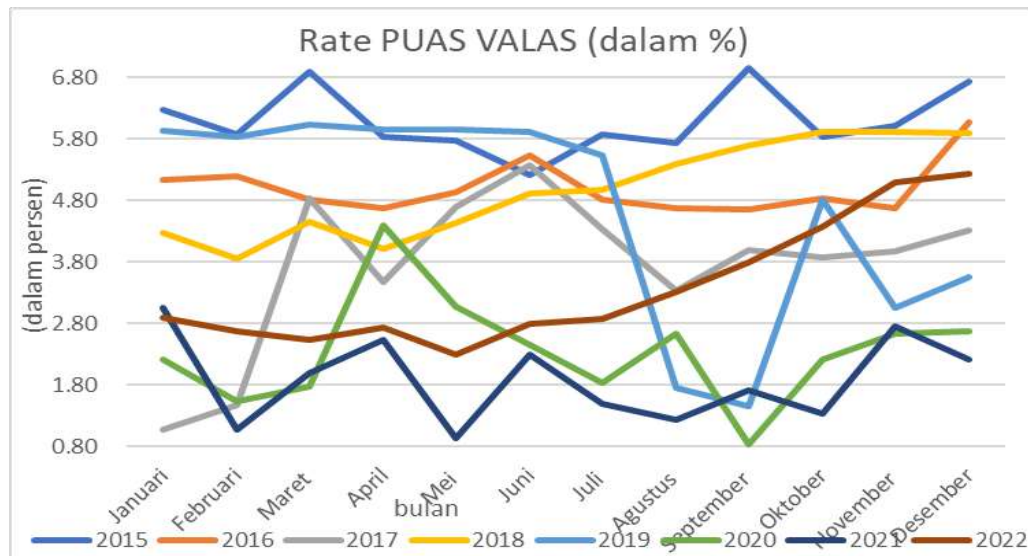
6. Mengumpulkan data *rate* PUAS dalam persen yang juga diambil dari laman SEKI pada sub Uang dan Bank (point 1.25B) dan menghitung selisih pergerakannya dari bulan ke bulan mulai Januari 2015 sampai Desember 2022. Data *rate* PUAS dalam persen dari Januari 2015-Desember 2022 dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel. 4.24 : Rate PUAS Keseluruhan (dalam Persen)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Januari	6.27	5.13	1.08	4.27	5.94	2.22	3.05	2.89
Februari	5.87	5.20	1.47	3.85	5.83	1.54	1.08	2.67
Maret	6.89	4.82	4.83	4.45	6.04	1.78	2.00	2.54
April	5.84	4.67	3.48	4.01	5.96	4.39	2.54	2.74
Mei	5.77	4.93	4.69	4.43	5.95	3.07	0.93	2.29
Juni	5.21	5.53	5.37	4.91	5.92	2.45	2.30	2.80
Juli	5.87	4.82	4.33	4.98	5.54	1.84	1.50	2.88
Agustus	5.73	4.67	3.33	5.40	1.75	2.63	1.24	3.31
September	6.95	4.66	4.00	5.70	1.46	0.84	1.72	3.79
Oktober	5.84	4.83	3.87	5.91	4.82	2.21	1.34	4.37
November	6.01	4.68	3.98	5.92	3.06	2.63	2.75	5.10
Desember	6.73	6.08	4.31	5.89	3.56	2.68	2.21	5.23

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah,2023)

Secara spesifik, rata-rata tertimbang (RRT) imbalan PUAS memang cenderung lebih tinggi dibandingkan RRT suku bunga PUAB namun pergerakan PUAS maupun PUAB secara umum memiliki trend yang relatif sama. Untuk dapat melihat pergerakannya dengan lebih jelas dapat dilihat pada gambar berikut ini .



Sumber : bi.go.id (Data diolah, 2023)

Gambar 4.27 : Rate PUAS Valas Keseluruhan Tahun 2015-2022

Selama tahun 2015, imbalan PUAS terlihat lebih fluktuatif dan mengalami pergerakan yang signifikan di kisaran 3%-7%. Imbalan PUAS tetap berada jauh di bawah BI *Rate* dan SBIS dan sedikit di atas FASBIS *rate*. Stabilitasnya tingkat imbalan PUAS ini disebabkan karena dorongan permintaan likuiditas jangka pendek berdasarkan prinsip syariah yang tidak terlalu besar seiring dengan perlambatan ekspansi pembiayaan bank syariah (OJK, 2016). Untuk tahun 2019, rata-rata volume transaksi PUAS bulanan tercatat sebesar Rp 14 triliun. Volume transaksi tertinggi terjadi pada akhir tahun yaitu sebesar Rp 22 triliun. Secara umum, likuiditas perbankan syariah terjaga sepanjang tahun 2019 (OJK, 2020). Dalam rangka meningkatkan jumlah penerbitan SukBI dan untuk menjaga kontinuitas penerbitan, pada awal tahun 2019 *underlying* penerbitan SukBI diperluas. Semula SukBI diterbitkan dengan *underlying* SBSN dan sukuk global, untuk meningkatkan efektivitas kebijakan moneter syariah Bank Indonesia . Sementara itu untuk tahun 2022, volume transaksi PUAS pada akhir periode Desember 2022 sebesar Rp 2,11 triliun menurun 35,6% dibandingkan akhir posisi Januari 2022 sebesar Rp 3,28 triliun. Penurunan volume transaksi PUAS diperkirakan karena adanya pengetatan likuiditas perbankan syariah, sejalan

dengan kenaikan BI7DRR dan normalisasi rasio Giro Wajib Minimum (GWM) rupiah (OJK, 2023).

- Menghitung *spread* (deviasi) rate PUAB Valas tiap bulannya dengan rata-rata dari seluruh rate PUAB Valas di tahun yang menjadi objek penelitian. Begitu juga dengan rate PUAS dengan rata-rata dari seluruh rate PUAS di tahun yang menjadi objek penelitian

Tabel. 4.25 : *Spread* (deviasi) rate PUAB Valas dengan rata-rata

Bulan	2015		2016		2017		2018	
	Rate PUAB Valas		Rate PUAB Valas		Rate PUAB Valas		Rate PUAB Valas	
	%	% to Avg	%	% to Avg	%	% to Avg	%	% to Avg
Januari	0.11%	10.02%	0.21%	21.38%	0.64%	65.15%	1.38%	140.47%
Februari	0.13%	11.84%	0.27%	27.48%	0.71%	72.27%	1.41%	143.53%
Maret	0.09%	8.20%	0.37%	37.66%	0.93%	94.67%	1.68%	171.01%
April	0.12%	10.93%	0.28%	28.50%	0.92%	93.65%	1.68%	171.01%
Mei	0.12%	10.93%	0.36%	36.65%	0.94%	95.69%	1.69%	172.03%
Juni	0.10%	9.11%	0.38%	38.68%	1.23%	125.21%	1.93%	196.46%
Juli	0.13%	11.84%	0.37%	37.66%	1.15%	117.06%	1.92%	195.44%
Agustus	0.11%	10.02%	0.38%	38.68%	1.14%	116.04%	1.97%	200.53%
September	0.14%	12.75%	0.49%	49.88%	1.13%	115.03%	2.20%	223.95%
Oktober	0.14%	12.75%	0.47%	47.84%	1.13%	115.03%	2.18%	221.91%
November	0.22%	20.04%	0.47%	47.84%	1.16%	118.08%	2.15%	218.86%
Desember	0.37%	33.71%	0.71%	72.27%	1.58%	160.83%	2.36%	240.23%

Bulan	2019		2020		2021		2022	
	Rate PUAB Valas		Rate PUAB Valas		Rate PUAB Valas		Rate PUAB Valas	
	%	% to Avg	%	% to Avg	%	% to Avg	%	% to Avg
Januari	2.39%	243.29%	1.52%	154.73%	0.08%	7.71%	0.09%	9.16%
Februari	2.36%	240.23%	1.54%	156.76%	0.07%	6.74%	0.10%	10.18%
Maret	2.37%	241.25%	0.14%	14.25%	0.09%	8.79%	0.39%	39.70%
April	2.35%	239.21%	0.08%	8.14%	0.08%	8.29%	0.46%	46.82%
Mei	2.37%	241.25%	0.04%	4.07%	0.00%	0.00%	0.91%	92.63%
Juni	2.32%	236.16%	0.08%	8.14%	0.05%	4.89%	1.65%	167.96%
Juli	2.32%	236.16%	0.07%	7.13%	0.07%	7.13%	2.53%	257.54%
Agustus	2.03%	206.64%	0.06%	6.11%	0.07%	7.11%	2.35%	239.21%
September	1.83%	186.28%	0.08%	8.14%	0.09%	8.93%	3.19%	324.72%
Oktober	1.76%	179.16%	0.09%	9.16%	0.06%	6.53%	3.16%	321.67%
November	1.53%	155.74%	0.08%	8.14%	0.07%	6.90%	3.90%	396.99%
Desember	1.59%	161.85%	0.08%	8.14%	0.05%	5.09%	0.00%	0.00%

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah, 2023)

- Melakukan perhitungan nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum dan standar deviasi dari seluruh nilai Utang Luar Negeri dalam USD, dalam Rupiah, selisih ULN dari bulan ke bulan (Δ mtm), kurs Rp/USD, selisih kurs Rp/USD dari

bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAB Valas, selisih rate PUAB Valas dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAS, serta selisih rate PUAS dari bulan ke bulan (Δ mtm).

Perhitungan nilai rata-rata Utang Luar Negeri dalam USD, dalam Rupiah, selisih ULN dari bulan ke bulan (Δ mtm), kurs Rp/USD, selisih kurs Rp/USD dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAB Valas, selisih rate PUAB Valas dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAS, serta selisih rate PUAS dari bulan ke bulan (Δ mtm) dari tahun 2015-2022 dapat dilihat pada tabel 4.26 dibawah ini.

Tabel. 4.26 : Nilai Rata-rata ULN, Kurs, Rate PUAB dan Rate PUAS Tahun 2015-2022

	Utang Luar Negeri (Rp)			Kurs		rate PUAB valas (%)		rate PUAS Rp (%)	
	USD	IDR	Δ MtM			Rp/USD	Δ MtM	all	Δ MtM
Avg. 2015	298,254,367,008	4,014,639,269,831,760	1.17%	13,457.58	0.85%	0.15	0.16	6.08	0.01
Avg. 2016	316,644,831,939	4,219,632,312,444,000	0.08%	13,329.83	-0.20%	0.40	0.09	5.00	(0.00)
Avg. 2017	333,863,518,827	4,473,764,675,670,930	0.89%	13,398.17	0.07%	1.06	0.08	3.73	0.16
Avg. 2018	356,342,091,857	5,084,760,004,392,360	1.11%	14,267.33	0.58%	1.88	0.04	4.98	0.03
Avg. 2019	389,579,307,783	5,541,953,976,380,260	0.33%	14,227.33	-0.29%	2.10	(0.03)	4.65	0.10
Avg. 2020	404,540,967,498	5,912,399,631,268,590	0.40%	14,625.25	0.22%	0.32	-6.58%	2.36	14.82%
Avg. 2021	412,657,731,824	5,919,427,617,838,750	-0.09%	14,344.92	0.10%	0.07	2.53%	1.89	16.20%
Avg. 2022	393,804,920,369	5,870,746,598,794,390	0.46%	14,916.75	0.82%	1.89	56.89%	3.38	8.23%

Sumber : bi.go.id (Data diolah, 2023)

Untuk perhitungan nilai maksimum Utang Luar Negeri dalam USD, dalam Rupiah, selisih ULN dari bulan ke bulan (Δ mtm), kurs Rp/USD, selisih kurs Rp/USD dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAB Valas, selisih rate PUAB Valas dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAS, serta selisih rate PUAS dari bulan ke bulan (Δ mtm) dari tahun 2015-2022 dapat dilihat pada tabel 4.27 di bawah ini.

Tabel 4.27 : Nilai Maksimum ULN, Kurs, Rate PUAB dan Rate PUAS Tahun 2015-2022

	Utang Luar Negeri (Rp)			Kurs		rate PUAB valas (%)		rate PUAS Rp (%)	
	USD	IDR	Δ MtM			Rp/USD	Δ MtM	all	Δ MtM
Max. 2015	305,518,059,945	4,360,682,476,812,760	3.85%	14,657	4.49%	0.37	0.68	6.95	0.21
Max. 2016	324,929,755,213	4,270,702,299,629,370	1.69%	13,846	3.92%	0.71	0.51	6.08	0.30
Max. 2017	349,164,913,988	4,730,486,254,709,700	1.75%	13,572	1.06%	1.58	0.36	5.37	2.29
Max. 2018	372,351,912,672	5,406,506,046,079,740	3.11%	15,227	3.25%	2.36	0.19	5.92	0.16
Max. 2019	401,508,132,594	5,659,239,673,485,150	1.91%	14,481	1.73%	2.39	0.04	6.04	2.30
Max. 2020	414,064,464,926	6,300,863,546,102,110	9.87%	16,367	14.99%	1.54	1.00	4.39	1.63
Max. 2021	418,807,581,758	6,004,632,651,054,500	1.41%	14,572	2.41%	0.09	0.46	3.05	1.46
Max. 2022	406,798,048,015	6,103,340,579,683,470	2.02%	15,737	2.50%	3.90	2.90	5.23	0.31

Sumber : bi.go.id (Data diolah, 2023)

Untuk perhitungan nilai minimum Utang Luar Negeri dalam USD, dalam Rupiah , selisih ULN dari bulan ke bulan (Δ mtm), kurs Rp/USD, selisih kurs Rp/USD dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAB Valas, selisih rate PUAB Valas dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAS, serta selisih rate PUAS dari bulan ke bulan (Δ mtm) dari tahun 2015-2022 dapat dilihat pada tabel 4.28 di bawah ini.

Tabel 4.28 : Nilai Minimum ULN, Kurs, Rate PUAB dan Rate PUAS Tahun 2015-2022

	Utang Luar Negeri (Rp)		Δ MtM	Kurs Rp/USD	Δ MtM	rate PUAB valas (%)		rate PUAS Rp (%)	
	USD	IDR				all	all	Δ MtM	Δ MtM
Min. 2015	294,092,464,186	3,724,039,143,644,980	-6.59%	12,625	-6.95%	0.09	-0.31	5.21	-0.16
Min. 2016	305,683,353,288	4,141,680,189,975,010	-2.15%	12,998	-3.26%	0.21	-0.43	4.66	-0.24
Min. 2017	319,835,829,193	4,267,569,468,927,310	-0.22%	13,319	-0.69%	0.64	-0.10	1.08	-0.82
Min. 2018	350,559,704,048	4,739,922,860,030,030	-2.46%	13,413	-5.83%	1.38	-0.13	3.85	-0.10
Min. 2019	379,255,504,967	5,400,156,184,778,520	-1.67%	13,970	-2.82%	1.53	-0.13	1.46	-0.68
Min. 2020	384,973,638,792	5,554,636,181,846,580	-4.74%	13,662	-7.39%	0.04	-0.91	0.84	-0.68
Min. 2021	404,942,133,485	5,778,119,302,701,060	-1.46%	14,084	-1.09%	0.05	-0.27	0.93	-0.65
Min. 2022	382,201,841,245	5,761,724,630,147,970	-1.33%	14,349	-0.55%	0.09	-0.07	2.29	-0.16

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah, 2023)

Untuk perhitungan nilai standar deviasi Utang Luar Negeri dalam USD, dalam Rupiah , selisih ULN dari bulan ke bulan (Δ mtm), kurs Rp/USD, selisih kurs Rp/USD dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAB Valas, selisih rate PUAB Valas dari bulan ke bulan (Δ mtm), rate PUAS, serta selisih rate PUAS dari bulan ke bulan (Δ mtm) dari tahun 2015-2022 dapat dilihat pada tabel 4.29 di bawah ini.

Tabel 4.29: Nilai Standar Deviasi ULN, Kurs, Rate PUAB dan Rate PUAS Tahun 2015-2022

	Utang Luar Negeri (Rp)		Δ MtM	Kurs Rp/USD	Δ MtM	rate PUAB valas (%)		rate PUAS Rp (%)	
	USD	IDR				all	all	Δ MtM	Δ MtM
Dev. 2015	3,151,399,355	195,159,003,014,020	2.87%	571	3.06%	0.08	0.31	0.53	0.13
Dev. 2016	5,980,042,568	42,138,030,697,678	1.11%	253	2.25%	0.13	0.27	0.43	0.13
Dev. 2017	9,172,080,858	149,125,298,841,629	0.60%	101	0.45%	0.25	0.16	1.28	0.74
Dev. 2018	6,656,021,762	231,473,047,149,499	1.42%	540	2.31%	0.32	0.09	0.77	0.08
Dev. 2019	7,085,263,064	70,417,787,460,369	1.05%	153	1.36%	0.34	0.06	1.74	0.73
Dev. 2020	7,980,515,026	185,692,809,205,609	3.76%	683	5.62%	0.56	0.47	0.88	0.72
Dev. 2021	3,837,362,481	70,770,203,409,794	0.92%	142	1.08%	0.01	0.22	0.69	0.67
Dev. 2022	7,955,909,448	112,353,243,749,973	0.95%	534	0.97%	1.47	0.81	1.01	0.13

Sumber : *bi.go.id* (Data diolah, 2023)

9. Pertama sekali dilakukan simulasi untuk tenor 3 bulan. Langkah awal yang harus dilakukan adalah menghitung nilai pada kolom *rate* PUAB Valas (USD) di Bank Umum Konvensional (BUK)/ kolom C seperti yang dapat dilihat pada tabel 4.30 dibawah ini. Nilai pada kolom tersebut diperoleh dari mengalikan ULN (dalam USD)/ kolom B dengan *rate* PUAB Valas bulan berikutnya (bisa dilihat pada tabel 4.22) yang sebelumnya *rate* tersebut dihitung untuk tenor 3 bulan yaitu *rate* untuk 12 bulan di bagi 4 kemudian dibagi 100). Kemudian untuk mendapatkan nilai pada kolom E adalah dengan mengalikan nilai pada kolom D (sumber data ada pada tabel 4.19) dengan *rate* PUAS (tabel 4.24) yang sebelumnya *rate* tersebut dihitung untuk tenor 3 bulan yaitu *rate* untuk 12 bulan di bagi 4 kemudian dibagi 100). Setelah itu untuk mencari nilai pada kolom F (nilai rekening sebelum dipotong premi) dengan cara mengalikan nilai ULN pada kolom C dengan kurs bulan berikutnya (nilai kurs ada pada tabel 4.18). Sebagai imbal jasa yang harus dibayarkan oleh *hedger*, maka dihitunglah *cost of premium* (kolom G) untuk setiap bulannya yang nilainya diperoleh dengan cara mengurangi nilai pada kolom E dengan nilai pada kolom F. Setelah itu, dihitung sisa rekening setelah dipotong biaya dalam denominasi rupiah (kolom H). Untuk mendapatkan nilai sisa rekening setelah dipotong biaya yang dalam denominasi USD (kolom I) dilakukan dengan cara mengalikan nilai sisa rekening setelah dipotong biaya dalam denominasi rupiah dengan kurs terbaik (yang paling rendah selama 3 bulan. Sebagai perbandingan, bila tidak dilakukan *hedging*, maka pada perhitungan di periode yang sama akan diperoleh nilai seperti yang tampak pada kolom J dimana nilai pada kolom tersebut didapat dengan cara mengalikan nilai ULN di kolom D dengan kurs pada bulan pembayaran (sebagai contoh adalah nilai ULN per Januari 2015 dikalikan dengan kurs *spot* di bulan Maret 2015). Selanjutnya dihitunglah jumlah *profit* (artinya dana yang tersave karena dilakukan *hedging*) dalam USD (kolom K) yang didapat dengan cara mengurangi nilai sisa rekening setelah dipotong biaya (kolom I) dengan nilai yang ada pada kolom *no hedging* (kolom J). Selanjutnya pada kolom L dilakukan identifikasi apabila nilai dari *profitnya* positif dan tidak nol maka diberi kode 1

(sebaiknya melakukan *hedging*), sedangkan bila nilai *profitnya* nol atau negatif maka diberi kode 0 (sebaiknya tidak melakukan *hedging*). Untuk mendapatkan nilai profit dalam denominasi rupiah (kolom M) maka nilai profit pada kolom K dikalikan dengan kurs *spot* periode tersebut. Lebih lengkapnya simulasi hedging syariah untuk tahun 2015 dapat dilihat pada tabel 4.30 berikut ini.

Tabel 4.30 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2015

A	B		C		D		E		F		G	
	BUK		BUS								Cost of Premium	
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)					(Rp)		
Jan-15	294,973,397,516	295,101,219,322	3,724,039,143,644,980	3,801,871,561,747,150	3,795,886,984,139,200					5,984,577,607,958		
Feb-15	295,084,502,290	295,173,027,641	3,795,671,952,957,600	3,869,940,600,837,140	3,862,043,893,652,100					7,896,707,185,036		
Mar-15	294,092,464,186	294,210,101,172	3,847,905,801,408,510	3,936,279,371,314,190	3,806,196,078,856,850					130,083,292,457,342		
Apr-15	295,594,414,593	295,712,652,359	3,824,104,941,594,510	3,898,547,517,790,880	3,906,659,850,317,570					-8,112,332,526,689		
May-15	298,208,285,905	298,307,688,667	3,939,629,665,090,660	4,015,401,875,649,230	3,977,038,105,307,720					38,363,770,341,514		
Jun-15	300,128,228,931	300,258,284,496	4,001,309,548,102,290	4,070,798,957,254,330	4,047,781,933,296,440					23,017,023,957,898		
Jul-15	299,993,299,994	300,103,297,537	4,044,209,677,212,830	4,123,341,379,896,970	4,209,548,954,549,610					-86,207,574,652,641		
Aug-15	299,342,423,575	299,482,116,706	4,198,876,175,493,190	4,279,074,710,445,110	4,389,509,384,566,840					-110,434,674,121,724		
Sep-15	297,515,349,445	297,654,189,941	4,360,682,476,812,760	4,461,704,954,192,250	4,059,705,496,608,430					401,999,457,583,821		
Oct-15	298,662,452,199	298,881,471,331	4,073,457,185,548,900	4,152,753,818,760,920	4,136,519,563,222,530					16,234,255,538,398		
Nov-15	299,939,525,519	300,309,450,933	4,151,163,033,176,400	4,234,324,665,941,030	4,142,768,875,625,310					91,555,790,315,716		
Dec-15	305,518,059,945	305,731,922,587	4,214,621,636,938,490	4,309,169,648,993,810	4,233,164,200,136,270					76,005,448,857,538		

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
3,718,054,566,037,020					
3,787,775,245,772,560					
3,717,822,508,951,170	294,499,371,567	284,625,431,339	9,873,940,228	1	129,190,633,941,427
3,824,104,941,594,510	294,470,593,623	293,396,610,726	1,073,982,897	1	13,894,116,743,066
3,901,265,894,749,140	287,379,029,833	291,265,294,180	(3,886,264,347)	0	(51,341,438,283,065)
3,978,292,524,144,390	295,594,414,593	286,836,554,275	8,757,860,318	1	116,759,793,764,384
4,044,209,677,212,830	295,304,359,606	292,235,714,345	3,068,645,260	1	41,368,406,751,990
4,198,876,175,493,190	298,401,779,489	285,257,685,043	13,144,094,445	1	184,372,212,786,803
3,958,683,019,228,940	299,993,299,994	275,923,427,524	24,069,872,470	1	352,792,120,792,396
4,057,222,930,010,510	307,858,066,977	307,858,066,977	-	0	-
4,059,607,242,860,680	290,247,306,931	315,078,213,643	(24,830,906,712)	0	(343,659,748,890,734)
4,138,616,188,080,950	297,472,170,248	295,285,044,259	2,187,125,989	1	30,171,403,020,268

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Dari tabel 4.30 diatas dapat dilihat pada kolom L bahwa jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan didapati temuan bahwa *hedging* dapat dilakukan

sebanyak 7 kali sepanjang 2015 yaitu pada bulan Maret, April, Juni, Juli, Agustus, September dan Desember.

Untuk tahun 2016, dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.31 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2016

A	B	C	D	E	F	G
	BUK		BUS			Cost of Premium (Rp)
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)	
Jan-16	305,683,353,288	305,958,468,306	4,232,491,709,624,530	4,304,867,317,859,110	4,098,313,682,957,240	206,553,634,901,868
Feb-16	309,195,982,828	309,577,324,540	4,141,680,189,975,010	4,213,469,313,267,910	4,109,948,560,589,090	103,520,752,678,822
Mar-16	313,194,719,245	313,487,034,316	4,157,973,092,692,590	4,224,777,860,381,850	4,139,282,801,108,350	85,495,059,273,499
Apr-16	316,194,438,498	316,573,871,824	4,175,031,365,929,370	4,240,022,687,525,670	4,310,153,264,888,290	-70,130,577,362,616
May-16	311,818,140,702	312,213,110,347	4,245,403,985,660,400	4,315,170,124,491,420	4,114,968,794,374,590	200,201,330,116,831
Jun-16	321,936,336,130	322,333,390,944	4,243,120,910,189,780	4,321,335,772,300,950	4,220,633,421,024,480	100,702,351,276,473
Jul-16	322,054,066,542	322,462,001,693	4,216,975,947,296,350	4,284,728,694,182,920	4,288,744,622,511,610	-4,015,928,328,690
Aug-16	321,105,436,062	321,629,908,275	4,270,702,299,629,370	4,337,182,898,760,270	4,180,545,547,753,170	156,637,351,007,096
Sep-16	324,929,755,213	325,438,811,829	4,223,436,958,257,070	4,289,041,012,342,000	4,247,301,933,185,300	41,739,079,156,700
Oct-16	322,357,291,274	322,862,317,697	4,207,085,008,414,340	4,274,819,077,049,810	4,378,981,614,921,610	-104,162,537,871,803
Nov-16	314,670,915,273	315,415,636,439	4,267,881,623,843,240	4,334,460,577,175,200	4,237,924,491,191,940	96,536,085,983,256
Dec-16	316,597,548,215	317,272,956,318	4,253,804,657,815,920	4,340,015,098,880,990	4,233,373,056,148,370	106,642,042,732,617

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
4,025,938,074,722,660	294,281,061,461	299,809,550,280	(5,528,488,819)	0	(76,547,456,181,183)
4,038,159,437,296,190	308,967,240,618	314,641,406,266	(5,674,165,648)	0	(76,005,448,857,538)
4,072,478,033,419,090	303,249,327,713	318,807,751,554	(15,558,423,840)	0	(206,553,634,901,868)
4,175,031,365,929,370	305,828,494,191	313,668,599,665	(7,840,105,474)	0	(103,520,752,678,822)
4,045,202,655,543,570	308,427,600,229	305,396,481,285	3,031,118,944	1	41,268,684,420,476
4,142,418,558,913,310	316,770,209,858	316,770,209,858	-	0	-
4,216,975,947,296,350	308,935,593,061	324,225,140,191	(15,289,547,130)	0	(200,201,330,116,831)
4,114,064,948,622,280	316,360,054,904	319,031,647,383	(2,671,592,479)	0	(35,532,179,966,244)
4,181,697,879,100,370	324,432,677,896	324,432,677,896	-	0	-
4,207,085,008,414,340	316,515,229,160	327,231,805,963	(10,716,576,803)	0	(139,862,043,861,614)
4,171,345,537,859,990	321,718,562,787	311,394,010,046	10,324,552,740	1	140,031,908,817,735
4,147,162,615,083,300	322,357,291,274	313,120,348,944	9,236,942,330	1	124,107,557,140,412

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.31 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2016 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan hanya disarankan melakukan *hedging* sebanyak 3 kali yaitu pada bulan Mei, November dan Desember.

Untuk tahun 2017, dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.32 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2017

A	B	C	D	E	F	G
	BUK		BUS			Cost of Premium (Rp)
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)	
Jan-17	319,835,829,193	320,592,773,989	4,267,569,468,927,310	4,282,932,719,015,450	4,278,951,754,433,060	3,980,964,582,387
Feb-17	320,934,035,783	321,928,931,294	4,283,506,575,601,230	4,304,495,757,821,670	4,288,415,293,771,940	16,080,464,049,735
Mar-17	325,437,445,333	326,435,453,499	4,335,152,209,281,990	4,404,948,159,851,430	4,350,405,288,778,120	54,542,871,073,315
Apr-17	327,728,509,605	328,755,392,269	4,367,637,847,508,200	4,418,302,446,539,290	4,379,350,580,410,110	38,951,866,129,182
May-17	331,228,862,926	332,586,901,264	4,412,299,683,035,060	4,481,278,634,746,510	4,429,724,937,932,980	51,553,696,813,533
Jun-17	332,795,460,770	334,071,176,703	4,432,502,741,999,410	4,511,844,541,081,200	4,450,830,287,217,220	61,014,253,863,979
Jul-17	337,056,388,499	338,337,202,775	4,490,602,263,973,760	4,555,416,623,317,120	4,517,139,994,254,570	38,276,629,062,543
Aug-17	338,709,775,976	339,985,582,799	4,522,114,219,055,440	4,572,309,686,886,960	4,587,085,483,121,850	-14,775,796,234,895
Sep-17	341,026,313,958	342,310,846,407	4,601,127,027,914,610	4,662,475,388,286,800	4,645,842,807,432,290	16,632,580,854,510
Oct-17	338,280,634,350	339,588,652,803	4,591,144,769,398,730	4,650,370,536,923,970	4,589,201,053,977,840	61,169,482,946,134
Nov-17	344,164,055,546	345,976,652,905	4,651,033,046,645,670	4,712,736,751,731,170	4,687,291,693,556,770	25,445,058,174,396
Dec-17	349,164,913,988	350,771,072,592	4,730,486,254,709,700	4,798,447,573,902,360	4,704,892,396,681,400	93,555,177,220,968

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
4,263,588,504,344,920	312,624,262,749	319,859,223,851	(7,234,961,102)	0	(96,536,085,983,256)
4,267,426,111,551,490	310,811,857,535	318,708,672,946	(7,896,815,412)	0	(105,398,795,302,479)
4,280,609,338,208,680	320,065,198,134	320,364,046,913	(298,848,779)	0	(3,980,964,582,387)
4,328,685,981,379,010	320,353,285,155	321,415,665,611	(1,062,380,456)	0	(14,158,344,338,804)
4,360,745,986,221,530	321,342,942,588	325,437,445,333	(4,094,502,746)	0	(54,542,871,073,315)
4,371,488,488,135,430	325,000,824,490	327,925,358,323	(2,924,533,834)	0	(38,951,866,129,182)
4,452,325,634,911,220	327,407,912,473	331,179,140,061	(3,771,227,589)	0	(50,244,065,163,643)
4,522,114,219,055,440	328,214,467,162	331,997,808,554	(3,783,341,391)	0	(50,511,390,914,783)
4,584,494,447,060,100	334,183,414,765	332,834,439,962	1,348,974,802	1	18,200,368,032,706
4,529,975,286,452,600	338,709,775,976	333,194,386,904	5,515,389,072	1	74,854,860,490,694
4,625,587,988,471,270	339,793,540,399	340,471,143,105	(677,602,706)	0	(9,157,122,965,737)
4,636,931,077,488,730	335,206,103,778	338,879,891,453	(3,673,787,675)	0	(49,772,475,417,691)

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.32 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2017 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan hanya disarankan melakukan *hedging* sebanyak 2 kali yaitu pada bulan September dan Oktober.

Untuk tahun 2018, dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.33 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2018

A	B	C	D	E	F	G
	BUK		BUS			Cost of Premium (Rp)
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)	
Jan-18	353,382,752,556	355,043,651,493	4,739,922,860,030,030	4,807,387,762,071,130	4,866,583,331,011,040	-59,195,568,939,913
Feb-18	352,019,718,739	353,991,029,164	4,825,134,284,761,780	4,887,056,841,416,220	4,869,500,597,185,500	17,556,244,230,721
Mar-18	353,904,053,892	355,885,916,594	4,868,304,165,340,770	4,940,517,343,793,320	4,938,628,864,574,550	1,888,479,218,775
Apr-18	352,991,269,204	354,979,786,687	4,898,459,842,739,070	4,963,935,922,637,020	4,952,323,004,067,990	11,612,918,569,023
May-18	354,313,316,931	356,592,732,603	4,943,025,084,497,550	5,016,017,088,245,300	5,136,361,720,410,200	-120,344,632,164,906
Jun-18	350,559,704,048	352,803,286,154	5,049,461,977,108,730	5,132,104,838,134,080	5,084,953,763,337,610	47,151,074,796,465
Jul-18	353,044,855,440	355,363,183,324	5,088,435,501,455,710	5,172,903,530,779,870	5,227,747,789,879,150	-54,844,259,099,275
Aug-18	356,633,868,927	359,249,183,966	5,246,440,845,791,480	5,340,876,781,015,720	5,363,231,067,431,920	-22,354,286,416,196
Sep-18	354,054,737,231	356,627,534,988	5,285,683,172,114,780	5,386,111,152,384,960	5,430,367,475,258,490	-44,256,322,873,537
Oct-18	355,060,487,692	357,605,087,853	5,406,506,046,079,740	5,513,014,215,187,510	5,127,699,354,729,510	385,314,860,457,994
Nov-18	367,788,424,952	370,681,693,895	5,273,718,225,391,450	5,377,786,265,039,170	5,367,841,609,297,660	9,944,655,741,515
Dec-18	372,351,912,672	375,318,316,243	5,392,028,047,397,230	5,497,891,531,394,470	5,434,984,537,508,160	62,906,993,886,301

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
4,739,922,860,030,030	344,858,569,184	346,755,613,707	(1,897,044,522)	0	(25,445,058,174,397)
4,807,578,040,531,060	345,704,247,930	345,114,631,554	589,616,376	1	8,081,871,670,532
4,866,415,686,122,000	353,382,752,556	344,571,304,160	8,811,448,395	1	121,210,284,126,616
4,886,846,924,170,050	350,738,895,494	347,707,305,957	3,031,589,537	1	42,069,368,003,194
4,943,025,084,497,550	353,766,769,855	348,957,362,579	4,809,407,276	1	67,096,040,902,903
5,002,310,902,312,270	352,154,422,726	340,076,356,758	12,078,065,968	1	173,972,462,207,629
5,088,435,501,455,710	354,313,316,931	342,956,017,796	11,357,299,134	1	163,692,752,421,896
5,246,440,845,791,480	347,286,233,151	343,243,965,543	4,042,267,608	1	59,465,798,781,004
5,285,683,172,114,780	353,044,855,440	340,842,353,906	12,202,501,534	1	182,171,145,407,004
5,021,191,185,621,740	356,633,868,927	344,548,554,922	12,085,314,006	1	184,023,076,366,555
5,263,773,569,649,930	368,622,858,785	368,622,858,785	-	0	-
5,329,121,053,510,930	350,177,221,956	373,351,705,413	(23,174,483,457)	0	(335,589,694,940,295)

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.33 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2018 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan disarankan melakukan *hedging* sebanyak sebanyak 9 kali yaitu pada bulan Februari, Maret, April, Mei, Juni, Juli, Agustus, September, dan Oktober.

Untuk tahun 2019, dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.34 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2019

A	B	C	D	E	F	G
	BUK		BUS			Cost of Premium (Rp)
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)	
Jan-19	379,255,504,967	382,238,981,606	5,491,998,967,420,720	5,600,740,546,975,650	5,378,866,949,154,390	221,873,597,821,256
Feb-19	383,751,860,772	386,783,500,472	5,400,156,184,778,520	5,505,099,219,969,380	5,536,805,809,252,900	-31,706,589,283,519
Mar-19	384,456,616,480	387,468,193,309	5,503,496,464,910,210	5,614,300,193,737,070	5,535,370,609,612,710	78,929,584,124,358
Apr-19	386,003,223,355	389,052,648,819	5,514,442,048,848,030	5,623,995,630,885,150	5,624,534,143,982,050	-538,513,096,902
May-19	383,016,716,102	385,978,712,040	5,537,272,664,691,600	5,647,095,239,207,980	5,485,529,455,515,360	161,565,783,692,619
Jun-19	386,802,986,294	389,794,262,721	5,497,244,041,205,590	5,605,722,990,285,390	5,494,539,927,315,280	111,183,062,970,104
Jul-19	391,352,016,771	394,000,165,418	5,516,498,028,408,590	5,618,369,358,666,530	5,637,354,366,802,800	-18,985,008,136,266
Aug-19	389,379,580,171	391,754,795,610	5,571,243,033,084,370	5,603,741,950,777,360	5,580,547,063,462,760	23,194,887,314,600
Sep-19	391,767,621,356	394,065,991,402	5,580,729,766,220,680	5,607,889,317,749,620	5,561,847,402,642,230	46,041,915,107,389
Oct-19	398,332,027,148	400,363,520,487	5,622,058,231,167,940	5,712,385,966,748,700	5,673,951,812,335,110	38,434,154,413,589
Nov-19	399,325,407,387	401,441,832,046	5,659,239,673,485,150	5,716,963,918,154,700	5,608,142,393,681,350	108,821,524,473,350
Dec-19	401,508,132,594	403,542,440,466	5,609,068,612,341,770	5,675,629,559,874,890	5,513,196,821,647,420	162,432,738,227,472

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
5,270,125,369,599,460	367,094,885,951	364,181,909,080	2,912,976,871	1	42,182,818,063,513
5,400,156,184,778,520	378,703,883,848	383,174,250,099	(4,470,366,251)	0	(62,906,993,886,301)
5,424,566,880,785,860	374,511,467,425	383,653,438,171	(9,141,970,747)	0	(130,867,311,237,070)
5,514,442,048,848,030	383,751,860,772	378,003,372,867	5,748,487,905	1	82,122,898,205,131
5,375,706,880,998,980	379,712,087,413	380,680,394,612	(968,307,199)	0	(13,998,817,176,690)
5,386,060,978,235,490	388,013,090,969	388,013,090,969	-	0	-
5,516,498,028,408,590	381,363,995,531	392,825,813,329	(11,461,817,799)	0	(161,565,783,692,619)
5,548,048,145,769,770	382,098,537,048	384,207,718,843	(2,109,181,795)	0	(30,178,173,115,825)
5,534,687,851,113,290	391,352,016,771	387,258,548,853	4,093,467,918	1	58,311,450,498,927
5,583,624,076,754,350	393,088,291,467	394,731,687,196	(1,643,395,729)	0	(23,194,887,314,600)
5,550,418,149,011,800	392,141,692,724	393,785,617,148	(1,643,924,423)	0	(23,297,696,929,370)
5,446,635,874,114,300	399,686,762,831	402,437,954,987	(2,751,192,156)	0	(38,434,154,413,589)

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.34 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2019 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan disarankan melakukan *hedging* hanya sebanyak 3 kali yaitu pada bulan Januari, April, dan September.

Untuk tahun 2020, dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.35 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2020

A	B	C	D	E	F	G
	BUK		BUS			Cost of Premium (Rp)
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)	
Jan-20	408,478,722,676	410,575,580,119	5,580,636,309,199,840	5,621,933,017,887,920	5,844,132,807,415,190	-222,199,789,527,269
Feb-20	404,628,965,071	404,819,032,783	5,759,488,688,815,790	5,789,027,872,203,330	6,625,673,109,562,420	-836,645,237,359,094
Mar-20	386,882,187,174	386,987,083,831	6,332,100,757,474,180	6,369,584,197,397,710	5,865,563,229,624,230	504,020,967,773,484
Apr-20	397,477,226,086	397,530,223,049	6,024,562,315,781,180	6,112,660,922,220,920	5,856,812,776,183,760	255,848,146,037,156
May-20	400,275,828,816	400,382,569,037	5,897,263,785,948,470	5,957,612,452,024,680	5,726,271,502,369,700	231,340,949,654,976
Jun-20	405,316,107,910	405,410,681,669	5,796,830,975,330,490	5,844,171,761,629,020	5,940,482,718,490,420	-96,310,956,861,400
Jul-20	406,398,698,802	406,479,978,542	5,954,960,133,548,260	5,991,483,889,034,030	5,915,909,607,699,320	75,574,281,334,705
Aug-20	409,579,834,071	409,689,055,360	5,961,024,905,065,150	6,013,283,223,399,560	6,111,741,327,857,470	-98,458,104,457,913
Sep-20	405,525,232,551	405,646,890,121	6,049,625,419,196,360	6,066,564,370,370,110	5,958,952,815,874,580	107,611,554,495,533
Oct-20	410,085,877,451	410,195,233,685	6,024,161,539,754,650	6,068,539,529,764,180	5,795,238,261,500,980	273,301,268,263,200
Nov-20	412,791,505,958	412,901,583,693	5,831,918,396,170,440	5,883,044,880,776,860	5,823,976,837,984,490	59,068,042,792,378
Dec-20	414,064,464,926	414,169,043,808	5,840,379,277,781,980	5,892,553,332,663,500	5,833,156,812,988,280	59,396,519,675,222

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
5,580,636,309,199,840	406,266,882,522	414,232,152,941	(7,965,270,420)	0	(108,821,524,473,350)
5,759,488,688,815,790	398,670,463,630	394,061,304,787	4,609,158,843	1	65,606,766,968,940
5,828,079,789,700,700	408,478,722,676	340,968,797,532	67,509,925,144	1	1,104,934,944,838,640
5,768,714,169,744,030	404,628,965,071	379,988,697,553	24,640,267,517	1	373,472,534,760,221
5,665,922,836,293,500	395,579,976,223	429,790,318,162	(34,210,341,938)	0	(504,020,967,773,484)
5,796,830,975,330,490	403,350,172,685	421,239,149,474	(17,888,976,789)	0	(255,848,146,037,156)
5,879,385,852,213,560	396,162,972,752	402,461,187,876	(6,298,215,124)	0	(92,287,746,219,162)
5,961,024,905,065,150	405,316,107,910	398,298,129,403	7,017,978,507	1	102,139,659,193,350
5,942,013,864,700,830	403,970,444,703	399,179,523,632	4,790,921,071	1	71,470,960,537,340
5,750,860,271,491,450	409,579,834,071	405,787,944,525	3,791,889,546	1	55,702,857,433,616
5,772,850,353,378,060	420,584,220,321	428,201,119,705	(7,616,899,384)	0	(107,611,554,495,533)
5,780,982,758,106,760	407,717,849,804	427,094,047,483	(19,376,197,679)	0	(273,301,268,263,200)

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.35 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2020 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan disarankan melakukan *hedging* sebanyak 6 kali yaitu pada bulan Februari, Maret, April, Agustus, September dan Oktober.

Untuk tahun 2021, dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.36 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2021

A	B	C	D	E	F	G
	BUK		BUS			Cost of Premium (Rp)
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS	ULN*(Bunga Valas) (Rp)	
Jan-21	417,248,670,829	417,340,701,978	5,876,530,279,958,730	5,936,277,449,010,290	5,938,340,848,440,910	-2,063,399,430,616
Feb-21	418,807,581,758	418,928,086,660	5,959,213,080,839,050	5,980,604,927,138,490	6,104,620,078,807,170	-124,015,151,668,672
Mar-21	412,066,473,446	412,178,280,816	6,004,632,651,054,500	6,044,737,199,568,210	5,963,395,366,842,310	81,341,832,725,903
Apr-21	413,992,204,951	414,104,534,836	5,989,639,221,233,930	6,040,310,033,001,140	5,925,835,893,505,180	114,474,139,495,952
May-21	412,453,437,282	412,519,539,820	5,902,208,687,506,290	5,920,571,992,599,110	5,979,883,249,225,050	-59,311,256,625,939
Jun-21	412,245,341,737	412,341,559,799	5,975,908,473,815,380	6,021,682,348,056,680	5,975,241,543,054,170	46,440,805,002,512
Jul-21	412,582,896,383	412,678,918,176	5,978,738,751,486,210	6,008,583,768,529,170	5,931,846,769,858,410	76,736,998,670,758
Aug-21	414,021,282,640	414,142,314,861	5,951,141,916,660,900	5,975,828,764,938,870	5,925,134,098,718,840	50,694,666,220,033
Sep-21	414,243,695,328	414,332,329,671	5,926,584,549,063,330	5,960,605,963,937,740	5,883,104,748,999,540	77,501,214,938,198
Oct-21	412,699,848,841	412,793,119,007	5,859,925,153,693,570	5,886,173,769,058,230	5,919,453,326,558,270	-33,279,557,500,044
Nov-21	406,589,215,206	406,656,980,075	5,830,489,346,052,020	5,883,889,105,900,050	5,802,588,448,691,030	81,300,657,209,023
Dec-21	404,942,133,485	405,063,616,125	5,778,119,302,701,060	5,820,714,931,358,070	5,825,219,863,497,910	-4,504,932,139,833

H	I	J	K	L	M
Sisa Rekening Setelah dipotong biaya		No Hedging	Profit if Hedge		
(Rp)	(USD)		Profit / (Loss) (USD)		Profit (Loss) if hedging (IDR)
5,876,530,279,958,730	409,887,131,027	414,081,113,048	(4,193,982,022)	0	(59,068,042,792,378)
5,959,213,080,839,050	410,464,552,549	410,456,060,003	8,492,547	1	120,840,444,452
5,923,290,818,328,590	417,248,670,829	403,275,478,998	13,973,191,831	1	203,617,351,364,659
5,875,165,081,737,980	418,807,581,758	411,889,209,347	6,918,372,411	1	100,095,012,040,237
5,902,208,687,506,290	413,926,681,924	419,610,946,964	(5,684,265,040)	0	(81,341,832,725,903)
5,929,467,668,812,870	410,563,597,606	413,192,551,134	(2,628,953,528)	0	(38,109,310,341,286)
5,902,001,752,815,450	412,453,437,282	407,301,682,942	5,151,754,340	1	74,654,072,148,053
5,900,447,250,440,870	412,513,403,980	415,744,293,434	(3,230,889,453)	0	(46,440,805,002,512)
5,849,083,334,125,130	412,525,459,762	417,889,057,908	(5,363,598,146)	0	(76,736,998,670,758)
5,859,925,153,693,570	415,553,718,603	419,124,016,949	(3,570,298,346)	0	(50,694,666,220,033)
5,749,188,688,842,990	411,936,286,649	413,290,414,858	(1,354,128,209)	0	(19,418,198,520,729)
5,778,119,302,701,060	412,699,848,841	410,675,250,802	2,024,598,039	1	28,888,989,418,871

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.36 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2021 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan disarankan melakukan *hedging* hanya sebanyak 4 kali yaitu pada bulan Februari, Maret, April dan Juli.

Untuk tahun 2022 dengan cara yang sama diperoleh hasil sebagai berikut.

Tabel 4.37 : Simulasi untuk Tenor 3 bulan Tahun 2022

A	BUK		BUS		F	G
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS		
Jan-22	404,081,423,652	404,216,117,460	5,811,094,953,540,020	5,867,075,168,259,120	5,808,989,824,016,600	58,085,344,242,522
Feb-22	406,798,048,015	407,326,885,478	5,846,094,748,025,560	5,898,124,991,282,990	5,844,733,479,717,490	53,391,511,565,499
Mar-22	402,023,292,307	402,639,728,022	5,768,632,221,311,590	5,817,473,307,452,030	5,805,259,598,617,770	12,213,708,834,258
Apr-22	399,620,240,682	400,832,422,078	5,761,724,630,147,970	5,814,348,381,769,990	5,829,706,746,707,970	-15,358,364,937,973
May-22	396,603,262,040	398,784,579,981	5,768,197,843,106,880	5,812,228,419,975,930	5,921,153,443,558,200	-108,925,023,582,269
Jun-22	393,124,370,319	396,439,719,176	5,837,110,650,501,210	5,891,590,349,905,890	5,929,945,319,429,770	-38,354,969,523,874
Jul-22	391,005,674,205	394,068,551,986	5,848,662,874,758,730	5,904,810,038,356,420	5,861,769,710,796,150	43,040,327,560,269
Aug-22	390,135,116,946	394,283,553,690	5,803,259,864,576,460	5,867,289,165,082,280	6,011,641,343,109,080	-144,352,178,026,793
Sep-22	386,993,526,671	391,069,858,485	5,900,490,301,145,740	5,975,033,161,950,210	6,078,007,740,570,820	-102,974,578,620,611
Oct-22	382,201,841,245	387,170,465,181	5,940,181,016,626,180	6,026,709,653,435,030	6,092,901,610,552,600	-66,191,957,117,571
Nov-22	385,090,519,293	390,096,696,043	6,060,169,502,108,830	6,163,192,383,644,680	6,136,611,125,459,980	26,581,258,184,696
Dec-22	387,981,729,050	393,581,598,672	6,103,340,579,683,470	6,209,742,150,455,950	5,895,458,766,515,190	314,283,383,940,761

A	BUK		BUS		F	G
	Utang Luar Negeri (USD)	Rate PUAB Valas (USD)	ULN (Syariah Rp) Rp	PUAS		
Jan-22	404,081,423,652	404,216,117,460	5,811,094,953,540,020	5,867,075,168,259,120	5,808,989,824,016,600	58,085,344,242,522
Feb-22	406,798,048,015	407,326,885,478	5,846,094,748,025,560	5,898,124,991,282,990	5,844,733,479,717,490	53,391,511,565,499
Mar-22	402,023,292,307	402,639,728,022	5,768,632,221,311,590	5,817,473,307,452,030	5,805,259,598,617,770	12,213,708,834,258
Apr-22	399,620,240,682	400,832,422,078	5,761,724,630,147,970	5,814,348,381,769,990	5,829,706,746,707,970	-15,358,364,937,973
May-22	396,603,262,040	398,784,579,981	5,768,197,843,106,880	5,812,228,419,975,930	5,921,153,443,558,200	-108,925,023,582,269
Jun-22	393,124,370,319	396,439,719,176	5,837,110,650,501,210	5,891,590,349,905,890	5,929,945,319,429,770	-38,354,969,523,874
Jul-22	391,005,674,205	394,068,551,986	5,848,662,874,758,730	5,904,810,038,356,420	5,861,769,710,796,150	43,040,327,560,269
Aug-22	390,135,116,946	394,283,553,690	5,803,259,864,576,460	5,867,289,165,082,280	6,011,641,343,109,080	-144,352,178,026,793
Sep-22	386,993,526,671	391,069,858,485	5,900,490,301,145,740	5,975,033,161,950,210	6,078,007,740,570,820	-102,974,578,620,611
Oct-22	382,201,841,245	387,170,465,181	5,940,181,016,626,180	6,026,709,653,435,030	6,092,901,610,552,600	-66,191,957,117,571
Nov-22	385,090,519,293	390,096,696,043	6,060,169,502,108,830	6,163,192,383,644,680	6,136,611,125,459,980	26,581,258,184,696
Dec-22	387,981,729,050	393,581,598,672	6,103,340,579,683,470	6,209,742,150,455,950	5,895,458,766,515,190	314,283,383,940,761

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Pada tabel 4.37 dapat dilihat pada kolom L bahwa sepanjang tahun 2022 jika menggunakan simulasi dengan tenor 3 bulan disarankan melakukan *hedging* sebanyak 9 kali yaitu pada bulan Februari, Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober, November dan Desember.

Berikut ini rekapitulasi *cost saving* yang diperoleh jika melakukan *hedging* selama periode 2015-2022.

Tabel 4.38 : Rekapitulasi Cost Saving untuk Hedging Tenor 3 Bulan

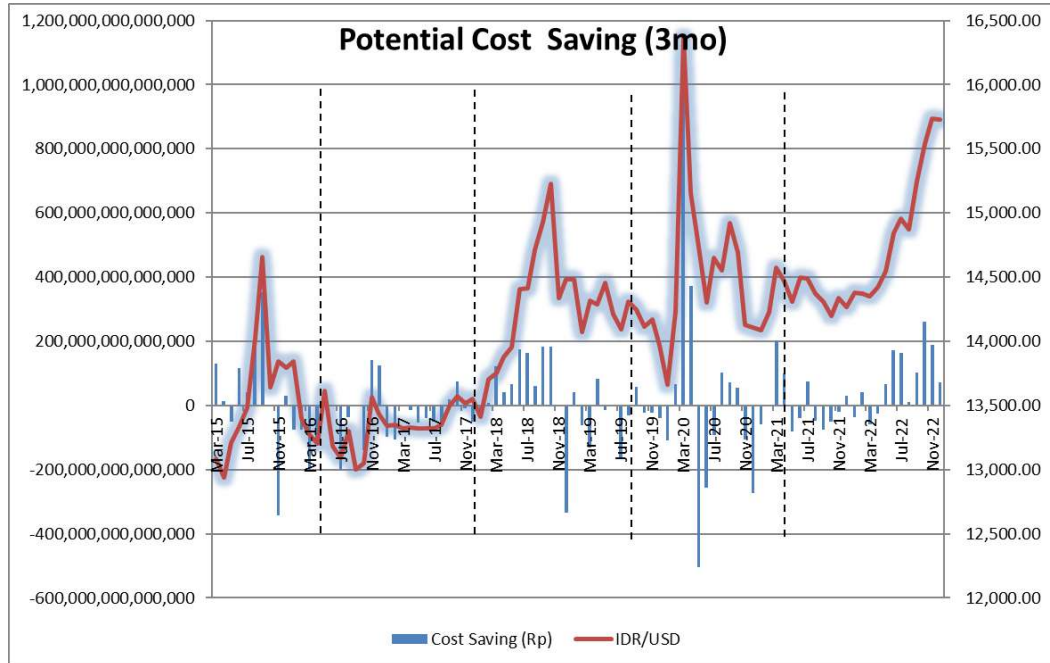
Period	Cost Saving (Rp)	Persentase Cost Saving thd total ULN	Hedge/ No Hedge
Mar-15	129,190,633,941,427	3.47%	Hedge
Apr-15	13,894,116,743,066	0.37%	Hedge
May-15	-51,341,438,283,065	-1.33%	No Hedge
Jun-15	116,759,793,764,384	3.05%	Hedge
Jul-15	41,368,406,751,990	1.05%	Hedge
Aug-15	184,372,212,786,803	4.61%	Hedge
Sep-15	352,792,120,792,396	8.72%	Hedge
Oct-15	0	0.00%	No Hedge
Nov-15	-343,659,748,890,734	-7.88%	No Hedge
Dec-15	30,171,403,020,268	0.74%	Hedge
Jan-16	-76,547,456,181,183	-1.84%	No Hedge
Feb-16	-76,005,448,857,538	-1.80%	No Hedge
Mar-16	-206,553,634,901,868	-4.88%	No Hedge
Apr-16	-103,520,752,678,822	-2.50%	No Hedge
May-16	41,268,684,420,476	0.99%	Hedge
Jun-16	0	0.00%	No Hedge
Jul-16	-200,201,330,116,831	-4.72%	No Hedge
Aug-16	-35,532,179,966,244	-0.84%	No Hedge
Sep-16	0	0.00%	No Hedge
Oct-16	-139,862,043,861,614	-3.27%	No Hedge
Nov-16	140,031,908,817,735	3.32%	Hedge
Dec-16	124,107,557,140,412	2.95%	Hedge
Jan-17	-96,536,085,983,256	-2.26%	No Hedge
Feb-17	-105,398,795,302,479	-2.48%	No Hedge
Mar-17	-3,980,964,582,387	-0.09%	No Hedge
Apr-17	-14,158,344,338,804	-0.33%	No Hedge
May-17	-54,542,871,073,315	-1.26%	No Hedge
Jun-17	-38,951,866,129,182	-0.89%	No Hedge
Jul-17	-50,244,065,163,643	-1.14%	No Hedge
Aug-17	-50,511,390,914,783	-1.14%	No Hedge
Sep-17	18,200,368,032,706	0.41%	Hedge
Oct-17	74,854,860,490,694	1.66%	Hedge
Nov-17	-9,157,122,965,737	-0.20%	No Hedge
Dec-17	-49,772,475,417,691	-1.08%	No Hedge
Jan-18	-25,445,058,174,397	-0.55%	No Hedge
Feb-18	8,081,871,670,532	0.17%	Hedge
Mar-18	121,210,284,126,616	2.56%	Hedge
Apr-18	42,069,368,003,194	0.87%	Hedge
May-18	67,096,040,902,903	1.38%	Hedge
Jun-18	173,972,462,207,629	3.55%	Hedge
Jul-18	163,692,752,421,896	3.31%	Hedge
Aug-18	59,465,798,781,004	1.18%	Hedge
Sep-18	182,171,145,407,004	3.58%	Hedge
Oct-18	184,023,076,366,555	3.51%	Hedge
Nov-18	0	0.00%	No Hedge
Dec-18	-335,589,694,940,295	-6.21%	No Hedge

Period	Cost Saving (Rp)	Persentase Cost Saving thd total ULN	Hedge/ No Hedge
Jan-19	42,182,818,063,513	0.80%	Hedge
Feb-19	-62,906,993,886,301	-1.17%	No Hedge
Mar-19	-130,867,311,237,070	-2.38%	No Hedge
Apr-19	82,122,898,205,131	1.52%	Hedge
May-19	-13,998,817,176,690	-0.25%	No Hedge
Jun-19	0	0.00%	No Hedge
Jul-19	-161,565,783,692,619	-2.92%	No Hedge
Aug-19	-30,178,173,115,825	-0.55%	No Hedge
Sep-19	58,311,450,498,927	1.06%	Hedge
Oct-19	-23,194,887,314,600	-0.42%	No Hedge
Nov-19	-23,297,696,929,370	-0.42%	No Hedge
Dec-19	-38,434,154,413,589	-0.68%	No Hedge
Jan-20	-108,821,524,473,350	-1.92%	No Hedge
Feb-20	65,606,766,968,940	1.17%	Hedge
Mar-20	1,104,934,944,838,640	19.80%	Hedge
Apr-20	373,472,534,760,221	6.48%	Hedge
May-20	-504,020,967,773,484	-8.00%	No Hedge
Jun-20	-255,848,146,037,156	-4.26%	No Hedge
Jul-20	-92,287,746,219,162	-1.56%	No Hedge
Aug-20	102,139,659,193,350	1.76%	Hedge
Sep-20	71,470,960,537,340	1.20%	Hedge
Oct-20	55,702,857,433,616	0.93%	Hedge
Nov-20	-107,611,554,495,533	-1.78%	No Hedge
Dec-20	-273,301,268,263,200	-4.54%	No Hedge
Jan-21	-59,068,042,792,378	-1.01%	No Hedge
Feb-21	120,840,444,452	0.00%	Hedge
Mar-21	203,617,351,364,659	3.46%	Hedge
Apr-21	100,095,012,040,237	1.68%	Hedge
May-21	-81,341,832,725,903	-1.35%	No Hedge
Jun-21	-38,109,310,341,286	-0.64%	No Hedge
Jul-21	74,654,072,148,053	1.26%	Hedge
Aug-21	-46,440,805,002,512	-0.78%	No Hedge
Sep-21	-76,736,998,670,758	-1.28%	No Hedge
Oct-21	-50,694,666,220,033	-0.85%	No Hedge
Nov-21	-19,418,198,520,729	-0.33%	No Hedge
Dec-21	28,888,989,418,871	0.49%	Hedge
Jan-22	-36,174,219,956,909	-0.62%	No Hedge
Feb-22	41,304,097,615,495	0.71%	Hedge
Mar-22	-58,085,344,242,522	-1.00%	No Hedge
Apr-22	-25,536,154,166,674	-0.44%	No Hedge
May-22	66,014,851,339,488	1.14%	Hedge
Jun-22	171,836,703,493,107	2.98%	Hedge
Jul-22	164,193,750,484,478	2.85%	Hedge
Aug-22	10,614,357,998,622	0.18%	Hedge
Sep-22	102,149,022,863,788	1.75%	Hedge
Oct-22	260,220,123,003,194	4.48%	Hedge
Nov-22	189,626,828,068,565	3.21%	Hedge
Dec-22	72,236,147,995,260	1.22%	Hedge
Sum	1,324,858,538,976,120		

Sumber : Data diolah penulis (2023)

Untuk dapat diamati lebih jelasnya dapat dilihat pada gambar 4.28 berikut ini.

Gambar 4.28 : Rekapitulasi Potential Cost Saving untuk Simulasi dengan Tenor 3 Bulan



Sumber : Data diolah (2023)

Tabel 4.38 dan gambar 4.28 memberikan informasi bahwa sepanjang tahun 2015-2022 *cost saving* yang diperoleh jika untuk pembayaran utang luar negeri Indonesia dilakukan dengan menggunakan hedging syariah adalah sebesar Rp 1,324,858,538,976,120,-

D. Pembahasan

Perbankan Indonesia mempunyai dua sistem lindung nilai valuta asing, yaitu lindung nilai syariah dan lindung nilai konvensional yang dapat dipilih oleh pelaku usaha sebagai sistem lindung nilai. Pelaku bisnis yang ingin melakukan lindung nilai kredit valuta asing terhadap risiko mata uang dapat memilih untuk menggunakan lindung nilai syariah (berdasarkan prinsip-prinsip Islam) atau lindung nilai konvensional. Bagi para pelaku bisnis Islam (pengusaha muslim), mereka mungkin tidak memiliki pilihan lain selain menggunakan lindung nilai mata uang Islam, tetapi untuk yang lain, mereka memiliki pandangan tidak peduli apakah akan menggunakan yang Islami atau konvensional (Ismal, 2021). Dengan mempertimbangkan bahwa para

pemangku kepentingan keuangan Islam (regulator, pemain, ulama) ingin mempercepat keuangan syariah (regulator, pelaku, ulama) ingin mengakselerasi transaksi lindung nilai syariah, maka upaya untuk menilai kelayakan lindung nilai syariah bagi para pelaku bisnis menjadi sangat penting (Injadat, 2018). Selain itu, hal ini perlu mengkaji tidak hanya kelayakan lindung nilai syariah untuk lembaga keuangan konvensional di pasar, tetapi juga preferensi para pelaku bisnis untuk menggunakannya sebagai mekanisme lindung nilai terhadap nilai tukar dan risiko pasar.

Dengan membandingkan mekanisme lindung nilai mata uang konvensional dan syariah, dalam kasus Indonesia, disertasi ini mencoba untuk mengidentifikasi mekanisme mana yang lebih disukai oleh para pelaku bisnis, mengusulkan syarat dan ketentuan untuk menentukan lindung nilai mana yang lebih disukai, memberikan informasi mengenai estimasi (berdasarkan simulasi) keuntungan lindung nilai dan pembayaran premi dalam mengadopsi lindung nilai (baik konvensional maupun syariah), dan membuktikan kelayakan lindung nilai syariah sebagai mekanisme lindung nilai baru yang ditawarkan kepada pelaku usaha.

Secara khusus, disertasi ini melakukan simulasi statis transaksi forward dengan menggunakan *hedging syariah* untuk melakukan lindung nilai terhadap kredit valuta asing (valas) bank yang mewakili kredit valas yang diterima oleh pelaku bisnis dari bank. Kontrak forward tersebut adalah antara dolar Amerika Serikat (USD) dan rupiah Indonesia (IDR) dan menggunakan data sekunder dari Bank Indonesia (bank sentral Indonesia) dari Januari 2015 hingga Desember 2022

Premi forward menggunakan suku bunga pasar uang syariah dan konvensional yang disebut suku bunga PUAB (pasar uang antar bank konvensional) dan suku bunga PUAS (pasar uang antar bank syariah). Simulasi dan hasil dari disertasi ini berkontribusi pada pemahaman dan lindung nilai syariah di Indonesia dan membantu para pelaku bisnis untuk memilih mekanisme lindung nilai syariah. Secara khusus, penilaian lindung nilai syariah berdasarkan tenor dapat memberikan pandangan yang komprehensif tentang penerapan mekanisme lindung nilai dalam bisnis.

Bank Indonesia (BI) telah mengeluarkan peraturan tentang lindung nilai mata uang, baik konvensional maupun konvensional maupun syariah khususnya transaksi mata uang antara bank domestik dan domestik dengan mitra (pelaku usaha) domestik, bank domestik dengan bank asing dan, lindung nilai mata uang konvensional lindung nilai mata uang konvensional dan lindung nilai mata uang syariah. Hal tersebut adalah khusus untuk lindung nilai syariah, sebelum dikeluarkannya PBI nomor 18/2/PBI/2016, Dewan Syariah Nasional (DSN) telah mengeluarkan dua fatwa mengenai lindung nilai syariah, yaitu fatwa nomor 28/DSN-MUI/III/2002 tentang jual beli mata uang asing asing (Al Sarf), dan putusan nomor 96/DSN-MUI/III/2015 tentang lindung nilai syariah (Tahawwuth Al Islami), Fatwa yang pertama menetapkan bahwa perdagangan mata uang tidak diperbolehkan untuk spekulasi, perdagangan mata uang didasarkan pada permintaan riil dan untuk mengelola risiko nilai tukar; perdagangan mata uang yang sama diperbolehkan untuk nilai yang sama, tunai dan di tempat; dan perdagangan mata uang yang berbeda harus bergantung pada nilai pasar saat ini dan secara spot (Dewan Syariah Nasional, 2002). Kemudian, yang terakhir mengesampingkan hal tersebut Islamic forward (Tahawwuth al-Basith) harus dilakukan berdasarkan komitmen bersama (Muwa'adah) di antara pihak-pihak yang terkait; dan Islamic forward adalah kontrak spot yang ditanggihkan dengan komitmen bersama (Dewan Syariah Nasional, 2015).

Secara teoritis, terdapat beberapa perbedaan antara lindung nilai konvensional dan lindung nilai syariah terutama dalam praktik pasar uang. Perbedaan-perbedaan ini dapat sangat menentukan keputusan para pelaku bisnis untuk memilih salah satu dari keduanya dalam melakukan lindung nilai mata uang. Beberapa perbedaan mendasar tersebut adalah (Dusuki, 2009) :

- a. Lindung nilai secara syariah harus menggunakan suku bunga pasar uang syariah, sedangkan secara konvensional dapat menggunakan suku bunga pasar uang manapun.
- b. Lindung nilai syariah hanya dapat dilakukan oleh bank syariah dan tidak dapat dilakukan oleh bank konvensional.

- c. Lindung nilai syariah dapat dilakukan antara bank syariah dan bank konvensional sedangkan lindung nilai konvensional hanya dapat dilakukan antar bank konvensional.

Beberapa penelitian mengenai lindung nilai mata uang telah dilakukan dengan hasil yang menarik sebagai contoh:

- a. Lindung nilai atas risiko mata uang dapat mengurangi volatilitas investasi asing dan mempengaruhi pengembalian investasi (Schmittmann, 2010). Secara khusus, lindung nilai mata uang dapat memastikan dan menstabilkan hasil investasi di masa depan dan juga hasil investasi dalam beberapa kasus seperti perdagangan komoditas internasional, kegiatan ekspor dan impor, transaksi bank internasional, dll.
- b. Tidak ada bukti bahwa aktivitas lindung nilai mata uang dapat mempengaruhi modal dan kinerja perusahaan (Fiskara dan Fitriani, 2015). Hal ini dikarenakan lindung nilai mata uang bergantung pada volatilitas nilai tukar, suku bunga pasar uang, dan perjanjian lindung nilai (kontrak). Karena nilai tukar Rupiah relatif stabil selama krisis keuangan global, lindung nilai mata uang tidak mempengaruhi modal dan kinerja perusahaan.
- c. Aktivitas lindung nilai memiliki dampak positif yang signifikan terhadap pendapatan eksportir (Briggs, 2004).
- d. Khususnya, lindung nilai mata uang memastikan pembayaran masa depan dan nilai tukar yang harus dibayar oleh eksportir dan manfaat ini meningkatkan akurasi rencana perdagangan eksportir dan pendapatan yang diharapkan. Indonesia dan Malaysia memiliki kontrak lindung nilai syariah yang berbeda (Fathoni dan Suryani, 2017).

Indonesia menggunakan Tahawwuth al Basith (lindung nilai sederhana), Tahawwuth al Murrakab (lindung nilai kompleks), dan Tahawwuth fi Suq al Sil'ah (lindung nilai komoditas), sedangkan Malaysia menggunakan Tawarruq (perdagangan komoditas), Bay al Innah (perdagangan dua komoditas untuk likuiditas), Waad (janji), dan Bay al Sarf (perdagangan mata uang).

Terlepas dari hasil dan temuan dari penelitian-penelitian sebelumnya mengenai lindung nilai mata uang, tidak banyak penelitian mengenai lindung nilai syariah berdasarkan model lindung nilai syariah di Indonesia. Secara khusus, tidak ada penelitian yang membandingkan mekanisme lindung nilai syariah dan konvensional dalam kasus Indonesia. Makalah-makalah yang relevan mengenai topik ini membahas area-area tertentu seperti Parameter syariah dalam swap valas syariah yaitu panduan untuk menggabungkan kontrak dalam satu transaksi dan bagaimana membatasi tujuan swap syariah baik untuk lindung nilai maupun untuk berspekulasi (Dusuki, 2009).

Instrumen lindung nilai syariah harus dilihat lebih dari sekedar prinsip-prinsip syariah. Melainkan, dampak nyata dalam ekonomi riil dan kerugian yang ditimbulkan dari tidak melakukan lindung nilai sangatlah penting (Oubdi dan Raghibi, 2017). Persepsi lindung nilai menurut hukum Islam berbeda dengan lindung nilai konvensional. Instrumen lindung nilai syariah harus dilihat lebih dari sekedar prinsip-prinsip Islam. Melainkan, dampak nyata dalam ekonomi riil dan kerugian yang ditimbulkan dari tidak melakukan lindung nilai sangatlah penting (Oubdi dan Raghibi, 2017).

Persepsi lindung nilai menurut hukum Islam berbeda dengan lindung nilai konvensional. Lindung nilai Islam harus mengelola dan mengurangi risiko dan, melibatkan kegiatan nyata (Injadat, 2018). Komoditas berjangka sebagai alternatif lindung nilai Islam (Kamali, 2007). Manfaat lindung nilai portofolio saham untuk mengatasi guncangan di pasar keuangan (pengalaman negara-negara G7) (Izadi dan Hassan, 2018). Pasar saham Indonesia tidak memberikan lindung nilai yang baik terhadap inflasi (Majid, 2006).

Utang luar negeri Indonesia sepanjang tahun 2015-2020 sebagaimana yang telah ditampilkan pada tabel 4.16 menunjukkan peningkatan yang cukup signifikan lalu mengalami penurunan yang cukup berarti di tahun 2021 dan 2022. Penurunan ini terlihat terus berlanjut hingga ke tahun 2023. Per triwulan II tahun 2023 utang luar negeri Indonesia tercatat sebesar USD 396,3 miliar. Jumlah ini menurun dibandingkan dengan posisi ULN akhir triwulan I 2023 sebesar USD 403,2 miliar. Dengan perkembangan tersebut, ULN Indonesia secara tahunan mengalami kontraksi

pertumbuhan 1,4% (yoy), melanjutkan kontraksi pada triwulan sebelumnya sebesar 1,9% (yoy). Kontraksi pertumbuhan ULN ini terutama bersumber dari penurunan ULN sektor swasta (Departemen Komunikasi Bank . Indonesia, 2023). Sementara itu ULN pemerintah menurun dibandingkan triwulan lalu. Posisi ULN pemerintah pada akhir triwulan II 2023 tercatat sebesar USD 192,5 miliar, turun dibandingkan dengan posisi triwulan sebelumnya sebesar USD 194,0 miliar atau secara tahunan tumbuh 2,8% (yoy). Penurunan posisi ULN pemerintah secara triwulanan disebabkan oleh pembayaran neto pinjaman luar negeri dan *global bond* yang jatuh tempo. Sementara itu, penempatan investasi portofolio di pasar Surat Berharga Negara (SBN) domestik meningkat seiring dengan sentimen positif pelaku pasar global yang tetap terjaga. Sebagai salah satu komponen dalam instrumen pembiayaan APBN, pemanfaatan ULN pemerintah terus diarahkan untuk mendukung upaya Pemerintah dalam pembiayaan sektor produktif dan belanja prioritas, khususnya dalam rangka menjaga pertumbuhan ekonomi Indonesia tetap solid di tengah ketidakpastian perekonomian global. Dukungan ULN tersebut mencakup antara lain sektor jasa kesehatan dan kegiatan sosial (24,1% dari total ULN pemerintah); administrasi pemerintah, pertahanan, dan jaminan sosial wajib (18,0%); jasa pendidikan (16,8%); konstruksi (14,2%); serta jasa keuangan dan asuransi (10,1%). Posisi ULN pemerintah relatif aman dan terkendali mengingat hampir seluruh ULN memiliki tenor jangka panjang dengan pangsa mencapai 99,8% dari total ULN pemerintah.

ULN swasta juga menurun dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Posisi ULN swasta pada akhir triwulan II 2023 tercatat sebesar 194,4 miliar dolar AS, turun dibandingkan dengan posisi pada triwulan sebelumnya sebesar 199,7 miliar dolar AS. Secara tahunan, ULN swasta mengalami kontraksi pertumbuhan 5,6% (yoy), lebih dalam dibandingkan kontraksi pada triwulan sebelumnya sebesar 3,0% (yoy). Perkembangan tersebut dikontribusikan oleh makin dalamnya kontraksi ULN lembaga keuangan (*financial corporations*) dan perusahaan bukan lembaga keuangan (*nonfinancial corporations*) masing-masing sebesar 7,4% (yoy) dan 5,1% (yoy), dibandingkan dengan kontraksi triwulan lalu yang masing-masing tercatat sebesar 3,0% (yoy). Berdasarkan sektor ekonomi, ULN swasta terbesar bersumber dari sektor

industri pengolahan; jasa keuangan dan asuransi; pengadaan listrik, gas, uap/air panas, dan udara dingin; serta pertambangan dan penggalian, dengan pangsa mencapai 78,2% dari total ULN swasta. ULN swasta juga tetap didominasi oleh ULN jangka panjang dengan pangsa mencapai 75,4% terhadap total ULN swasta.

Pada simulasi dengan tenor 3 bulan yang sudah dibahas sebelumnya dapat diperoleh temuan bahwa tahun 2015 diperoleh nilai *potential cost saving* maksimal sebesar Rp 868,548,687,800,335 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi *hedging* sebanyak 7 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 352,792,120,792,396 yaitu pada bulan September 2015 dengan *rate* PUAB Valas sebesar 0,14% atau bergerak 27,27% dari periode sebelumnya, *rate* PUAS 6,95% atau bergerak 21,29% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 14.657/USD atau bergerak 4,49% dari periode sebelumnya.

Nilai *Potential cost saving* maksimal pada tahun 2016 adalah Rp 305,408,150,378,623 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi *hedging* sebanyak 3 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 140,031,908,817,735 yaitu pada bulan November 2016 dengan *rate* PUAB Valas sebesar 0,47%, *rate* PUAS 4,68% atau bergerak -3,11% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 13.563/USD atau bergerak 3,92% dari periode sebelumnya.

Untuk tahun 2017, nilai *Potential cost saving* maksimal adalah Rp 93,055,228,523,399 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi *hedging* sebanyak 2 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 74,854,860,490,694 yaitu pada bulan Oktober 2017 dengan *rate* PUAB Valas sebesar 1,13%, *rate* PUAS 3,87% atau bergerak -3,25% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 13.572/USD atau bergerak 0,59% dari periode sebelumnya.

Nilai *Potential cost saving* maksimal pada tahun 2018 adalah Rp 1,001,782,799,887,330 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi *hedging* sebanyak 9 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 184,023,076,366,555 yaitu pada bulan Oktober 2018 dengan *rate* PUAB Valas sebesar 2,18% atau bergerak -0,91% dari periode sebelumnya, *rate* PUAS 5,91% atau bergerak

3,68% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 15.227/USD atau bergerak 2,00% dari periode sebelumnya.

Kemudian untuk tahun 2019 nilai *Potential cost saving* maksimalnya adalah Rp 182,617,166,767,571 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi hedging sebanyak 3 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 82,122,898,205,131 yaitu pada bulan April 2019 dengan rate PUAB Valas sebesar 2,35% atau bergerak -0,84% dari periode sebelumnya, rate PUAS 5,96% atau bergerak -1,32% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 14.286/USD atau bergerak -0,20% dari periode sebelumnya.

Untuk tahun 2020, Nilai *Potential cost saving* maksimal adalah Rp 1,773,327,723,732,110 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi hedging sebanyak 6 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 1,104,934,944,838,640 yaitu pada bulan Maret 2020 dengan rate PUAB Valas sebesar 0,14% atau bergerak -90,9% dari periode sebelumnya, rate PUAS 1,78% atau bergerak 15,4% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 16.367/USD atau bergerak 14,99% dari periode sebelumnya.

Nilai *Potential cost saving* maksimal pada tahun 2021 adalah Rp 407,376,265,416,271 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi hedging sebanyak 5 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 203,617,351,364,659 yaitu pada bulan Maret 2021 dengan rate PUAB Valas 0,09% atau bergerak 30,45% dari periode sebelumnya, rate PUAS 2,00% atau bergerak 86,06% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 14.572/USD atau bergerak 2,41% dari periode sebelumnya.

Untuk tahun 2022 nilai *Potential cost saving* maksimalnya adalah Rp 1,078,195,882,862,000 menggunakan metode *selective* dengan jumlah transaksi hedging sebanyak 9 kali. Adapun *potential cost saving* tertinggi adalah sebesar Rp 260,220,123,003,194 yaitu pada bulan Oktober 2022 dengan rate PUAB Valas 3,16% atau bergerak -0,94% dari periode sebelumnya, rate PUAS 4,37% atau bergerak 15,30% dari periode sebelumnya, dan pada posisi nilai tukar Rp 15.542/USD atau bergerak 1,93% dari periode sebelumnya.

Berdasarkan hasil simulasi *hedging syariah* dengan menggunakan tenor 3 bulan yang sudah dilakukan pada bagian sebelumnya dapat dilihat bahwa penggunaan *hedging syariah* bila diterapkan pada pembayaran utang luar negeri Indonesia sepanjang periode tahun 2015-2022 dapat memberikan kontribusi berupa *cost saving* sebesar Rp 1.324.858.538.976.120,- Artinya *hedging syariah* sangat disarankan untuk diterapkan terutama pada tahun-tahun yang memiliki ketidakpastian ekonomi yang tinggi yaitu tahun 2015, 2018, 2020 dan 2022.

Pada hasil simulasi disarankan untuk tahun 2015 menggunakan *hedging syariah* sebanyak 7 kali yaitu pada bulan Maret, April, Juni, Juli, Agustus, September dan Desember. Fakta yang terjadi di tahun 2015 sebagaimana yang telah dipaparkan sebelumnya bahwa Rupiah berada dalam tren depresiasi selama tiga triwulan pertama 2015 dengan tekanan yang semakin meningkat pada triwulan III 2015. Depresiasi nilai tukar Rupiah pada periode tersebut disebabkan oleh berkurangnya arus modal ke dalam negeri akibat sentimen global khususnya normalisasi kebijakan moneter Bank Sentral Amerika Serikat dan devaluasi mata uang Yuan, China (Sari, 2015). Pada triwulan IV 2015, Rupiah memasuki fase stabilisasi seiring dengan menurunnya ketidakpastian di pasar keuangan global (LPI, 2016). Aliran dana nonresiden kembali meningkat sejalan dengan lebih menariknya imbal hasil investasi di dalam negeri dan terjaganya persepsi investor terhadap prospek perekonomian domestik setelah rilis paket stabilisasi nilai tukar Rupiah yang ditempuh Bank Indonesia dan rangkaian paket kebijakan struktural oleh pemerintah. Pada triwulan I-II 2015, depresiasi nilai tukar Rupiah relatif lebih terkendali sejalan dengan berimbangannya faktor-faktor yang mempengaruhi. Rupiah membukukan depresiasi secara terbatas sebesar 5,3% (*quarter to quarter/qtq*) pada triwulan I 2015 ke level Rp 13.074 per USD. Pada triwulan II 2015, depresiasi Rupiah semakin tertahan sebesar 1,9 % (*qtq*) ke level Rp 13.333 per USD. Tekanan pada triwulan I-II 2015 terutama berasal dari penguatan USD secara umum terhadap mata uang dunia. Hal ini sebagaimana yang menjadi temuan dalam penelitian tentang utang luar negeri Indonesia 2015-2019 yang dilakukan oleh Cahyaningrum et al., (2022) bahwa kurs, ekspor, dan PDB berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang luar negeri baik secara parsial maupun simultan.

Variabel kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang luar negeri Indonesia dimana ketika nilai Rupiah terhadap Dollar meningkat, maka utang luar negeri juga mengalami peningkatan dikarenakan Indonesia membayar utang luar negeri dalam valuta asing. Hal senada juga diungkapkan dalam penelitian Jannah & Shidiqi (2017) yang menyatakan bahwa variabel kurs berpengaruh signifikan terhadap utang luar negeri.

Untuk tahun 2018 disarankan untuk menggunakan *hedging syariah* sebanyak 9 kali yaitu pada bulan Februari, Maret, April, Mei, Juni, Juli, Agustus, September dan Oktober. Fakta yang terjadi pada tahun 2018 adalah nilai tukar Rupiah mengalami tekanan hingga di penghujung tahun. Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah ini disebabkan oleh ketidakpastian global yang tinggi sehingga menyebabkan terjadinya tekanan kepada Neraca Pembayaran Indonesia (NPI) yang pada akhirnya berimbas kepada nilai tukar Rupiah. Kondisi ketidakpastian tersebut dipicu oleh berlanjutnya kenaikan *Federal Funds Rate (FFR)* dan ketidakpastian pasar keuangan global yang pada akhirnya mengakibatkan aliran masuk modal asing ke negara-negara berkembang menjadi berkurang termasuklah ke Indonesia. Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah juga dipengaruhi kinerja ekspor neto Indonesia yang menurun pada 2018. Satu sisi, penerimaan terhadap valas tinggi dipengaruhi kenaikan impor sampai dengan triwulan III 2018 sejalan dengan permintaan domestik yang *solid*. Impor nonmigas sampai dengan triwulan III 2018 tumbuh rata-rata 22,5% lebih tinggi dari pertumbuhan tahun sebelumnya sebesar 13,9%. Sisi lain, pasokan valas dari kinerja ekspor mulai menurun pada semester II 2018 seiring dengan pertumbuhan ekonomi global yang melambat dan harga komoditas yang menurun. Ekspor nonmigas pada semester II 2018 tumbuh 4,0%, lebih rendah dari pertumbuhan pada 2017 sebesar 16,7% (LPI, 2019).

Tahun 2020 disarankan untuk menggunakan *hedging syariah* sebanyak 6 kali yaitu pada bulan Februari, Maret, April, Agustus, September dan Oktober. Fakta yang terjadi pada tahun 2020 adalah merebaknya pandemic Corona Virus Disease 2019 (Covid-19) yang memberikan pengaruh luar biasa kepada dinamika perekonomian dunia termasuk Indonesia. Kuatnya dampak Covid-19 memberikan tekanan cukup

berat pada perekonomian Indonesia pada semester I 2020, meskipun sinergi kebijakan telah mulai dilakukan (LPI, 2021). Di satu sisi, tekanan terhadap perekonomian dipengaruhi oleh dampak perekonomian dunia yang lemah dan kemudian menurunkan kinerja ekspor Indonesia. Penurunan ekspor Indonesia ke Tiongkok yang menurun pada triwulan I 2020 sejalan penurunan kegiatan ekonomi Tiongkok akibat Covid-19. Pada sisi lain, tekanan juga dipengaruhi oleh dampak mobilitas manusia, barang, dan jasa yang menurun, baik dipengaruhi oleh PSBB maupun upaya protokol kesehatan yang dilakukan oleh masyarakat. Penurunan tajam terjadi pada sektor yang berkaitan mobilitas manusia, seperti sektor pariwisata. Kondisi tersebut pada gilirannya menurunkan kegiatan ekonomi domestik di berbagai sektor dan daerah.

Untuk tahun 2022 disarankan untuk menggunakan hedging syariah sebanyak 9 kali yaitu pada bulan Februari, Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober, November dan Desember. Fakta yang terjadi pada tahun 2022 adalah secara umum perekonomian dunia pada 2022 menghadapi lima tantangan serius yang sangat perlu diwaspadai. Pertama, pertumbuhan ekonomi yang menurun (*slow growth*). Kedua, inflasi yang sangat tinggi (*high inflation*) dipicu kenaikan harga energi dan pangan global. Ketiga, kebijakan suku bunga tinggi dalam waktu yang lama (*higher for longer*). Keempat, USD yang sangat kuat (*strong dollar*) sehingga memberikan tekanan depresiasi nilai tukar banyak negara. Kelima, penarikan dana investor global dan mengalihkan ke aset likuid (*cash is the king*). Berbagai tantangan perekonomian global tersebut pada akhirnya menuntut penguatan kerjasama internasional baik skala regional maupun bilateral (LPI,2023). Dari paparan tersebut terlihat bahwa *hedging syariah* sangat dibutuhkan untuk diterapkan terutama di kondisi ketidakstabilan ekonomi yang tinggi.

Hasil temuan simulasi *hedging syariah* ini memperkuat hasil penelitian Mohamad et al., (2014). Pada penelitiannya, Mohamad menggunakan metodologi penelitian kualitatif dengan analisis studi kasus. Data untuk penelitiannya diperoleh dari literatur yang telah dipublikasikan dan informasi dari situs web resmi serta wawancara dengan praktisi industri instrumen lindung nilai syariah dari Bank Muamalat Berhad dan CIMB Islamic Berhad. Kedua bank tersebut merupakan salah

satu pemain utama dalam pasar lindung nilai syariah di Malaysia, sementara pada penelitian ini untuk membuktikan bahwa *hedging syariah* dapat memitigasi risiko nilai tukar dapat dilihat dari besaran *cost saving* yang dapat diperoleh dan saran penggunaan *hedging syariah* yang lebih sering yaitu pada tahun-tahun dimana ketidakstabilan ekonomi cukup tinggi seperti pada tahun 2015, 2018, 2020 dan 2022. Simulasi *hedging syariah* ini tentunya juga dapat menjadi solusi dari temuan pada penelitian Mohamad yang menyatakan bahwa *hedging syariah* masih terbatas penggunaannya karena masalah pemasaran dan pencitraan merek. Melalui *hedging syariah* ini dapat ditunjukkan bahwa dengan melihat trend pergerakan *nilai tukar* dan saran penggunaan *hedging* pada tahun-tahun yang memiliki ketidakstabilan ekonomi yang tinggi sepanjang tahun 2015-2022 maka *hedging syariah* dapat digunakan sebagai alat pengambil keputusan untuk memitigasi risiko nilai tukar pada periode yang akan datang.

Hasil simulasi *hedging syariah* ini yang menampilkan nilai *cost saving* yang diperoleh jika nilai utang luar negeri Indonesia pada saat pembayarannya menerapkan *hedging syariah* dan saran penggunaannya pada tahun-tahun yang ketidakstabilan ekonominya cukup tinggi menunjukkan bahwa *hedging syariah* mampu memenuhi tujuan Syariah yaitu melindungi harta. Hal ini sejalan dengan penelitian Razif dari University of Malaya Kuala Lumpur Malaysia yang 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). Selain itu, penggunaan simulasi *hedging syariah* pada utang luar negeri Indonesia sangat sesuai dengan ketentuan yang ada pada teori *Islamic Hedging* yaitu digunakan untuk memitigasi risiko utang luar negeri yang muncul karena adanya kegiatan ekonomi riil yaitu transaksi perdagangan oleh pihak swasta maupun pinjaman Pemerintah kepada luar negeri untuk menutupi kekurangan dana APBN yang jumlah pembayarannya sangat dipengaruhi oleh nilai tukar pada saat jatuh tempo.

Salah satu asumsi yang digunakan pada simulasi *hedging syariah* ini adalah konsep *muwa'adah* menggunakan *the best rate* selama periode tenor (*dynamic*

hedging). Dengan adanya konsep *muwa'adah* ini maka kedua belah pihak memiliki keterikatan karena saling berjanji dan sepakat untuk melaksanakan *hedging syariah* atas utang luar negeri pada saat jatuh tempo (pembayarannya akan dilakukan di masa yang akan datang) dan dapat terhindar dari unsur spekulasi. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Nordin et al., (2014) yang melakukan pengamatan terhadap informasi resmi bank yang diungkapkan kepada publik dan wawancara yang dilakukan kepada ahli dalam yurisprudensi Islam, seorang penasihat Syariah dan praktisi dalam Perbankan dan Keuangan Syariah di Malaysia dimana hasil temuan penelitiannya menunjukkan bahwa bank mengizinkan opsi mata uang berdasarkan prinsip tawwaruq (komoditas murabahah) atau *bay al-inah* dan *wa'ad* (janji sepihak) yang secara ketat digunakan untuk tujuan lindung nilai. Prinsip tawwaruq dan *wa'ad* memberikan kesempatan bagi lembaga keuangan Islam untuk menyusun produk keuangan yang sesuai dengan syariah dan memenuhi tujuan untuk meningkatkan volume perdagangan dan likuiditas untuk mengurangi biaya dan risiko transaksi.

Adapun yang menjadi novelty dari penelitian ini dibandingkan penelitian lainnya dalam membahas *hedging syariah* adalah kemampuannya untuk dapat memberikan gambaran penerapan *hedging syariah* secara lebih riil karena menggunakan simulasi perhitungan nilai yang dapat di *save (cost saving)* jika utang luar negeri Indonesia dibayarkan pada saat jatuh tempo dengan menerapkan *hedging syariah* sehingga dapat terlihat upaya yang dilakukan dalam melakukan manajemen risiko keuangan. Belum ada penelitian tentang *hedging syariah* yang menggunakan teknik simulasi seperti ini. Kebanyakan penelitian tentang *hedging syariah* lebih membahas kepada hasil wawancara terkait penerapan *hedging syariah* di bank yaitu penelitian Mohamad et al., (2014), perbandingan penggunaan *hedging* konvensional dengan *hedging syariah* dari sudut *Shariah Compliant* yaitu penelitian Zahan & Kenett (2012), Ramli et al., (2016), Alam et al., (2019), Adam (2019) dan Injadat (2020).

Dari sudut maqashid syariah, upaya memitigasi risiko nilai tukar dengan menggunakan *hedging syariah* ini adalah suatu yang diharuskan oleh syariah dan selaras dengan tujuan syariah (*maqasid al-shariah*), yaitu menjaga harta (*hifz al-mal*) dari segala sesuatu yang menyebabkannya hilang atau musnah (Ghulam, 2016). Allah

SWT memerintahkan manusia untuk selalu berusaha mendapatkan keberuntungan dan menghindarkan diri dari perbuatan-perbuatan yang dapat menimbulkan kerugian, seperti dijelaskan dalam ayat Al-Qur'an berikut:

وَالْعَصْرِ ﴿١﴾ إِنَّ الْإِنْسَانَ لَفِي خُسْرٍ ﴿٢﴾ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَتَوَاصَوْا بِالْحَقِّ
وَتَوَاصَوْا بِالصَّبْرِ ﴿٣﴾

Artinya : “Demi masa. Sesungguhnya manusia itu benar-benar dalam kerugian, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal saleh dan nasehat menasehati supaya mentaati kebenaran dan nasehat menasehati supaya menepati kesabaran.” (QS. Al ‘Ashr: 1-3)

Dalam ayat tersebut, Allah SWT memerintahkan agar manusia senantiasa saling menasehati dalam upaya menjalankan kebenaran dan kesabaran. Dalam konteks ini, transaksi *hedging syariah* dapat dimaknai sebagai upaya bersama pihak-pihak terkait dalam memitigasi potensi risiko yang dikhawatirkan akan timbul dan dapat merugikan salah satu pihak yang bertransaksi. Kesepakatan dalam memitigasi risiko inilah yang dapat dimaknai sebagai upaya saling menasehati dalam menjalankan kebenaran. Dalam ayat lain Allah SWT juga berfirman:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ۖ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَيْعَةُ الْأَنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَىٰ عَلَيْكُمْ غَيْرَ مُحِلِّي
الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ ۗ إِنَّ اللَّهَ يَجْزِي مَا تَعْمَلُونَ ﴿١﴾

Artinya : “Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya.” (QS Al-Maidah : 1)

وَلَا تَقْرَبُوا مَالَ الْيَتِيمِ إِلَّا بِالَّتِي هِيَ أَحْسَنُ حَتَّىٰ يَبْلُغَ أَشُدَّهُ ۗ وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ ۗ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ
مَسْئُولًا ﴿٣٤﴾

Artinya : “ Dan janganlah kamu mendekati harta anak yatim, kecuali dengan cara yang lebih baik (bermanfaat) sampai ia dewasa dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggungjawabnya.” (QS Al-Isra :34)

Kedua ayat tersebut memerintahkan orang-orang yang beriman untuk senantiasa memenuhi janji-janji yang telah disepakati, karena janji-janji tersebut akan dipertanggungjawabkan di akhirat. Transaksi *hedging* merupakan komitmen bersama dalam memitigasi risiko agar tidak ada yang dirugikan di masa yang akan datang. Komitmen ini haruslah ditepati oleh semua pihak yang bertransaksi demi terwujudnya keberlangsungan (*sustainable*) bisnis dan kesejahteraan bersama.

Selain itu, pada hadis diantaranya Hadis Nabi yang diriwayatkan Ibnu Majah dari ‘Ubadah bin Shamit, riwayat Ahmad dari Ibnu ‘Abbas, dan Riwayat Imam Malik dari Yahya dinyatakan (DSN-MUI, 2012):

أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَضَى أَنْ لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ (أَخْرَجَهُ ابْنُ مَاجَةَ عَنْ عِبَادَةَ
بن الصامت في سننه, الكتاب: الأحكام، الباب : من بني في حقه ما يضر بجاره، رقم الحديث
: ٢٣٣١، ورواه أحمد عن ابن عباس، ومالك عن يحيى)

“Rasulullah SAW menetapkan : Tidak boleh membahayakan/merugikan orang lain dan tidak boleh (pula) membalas bahaya (kerugian yang ditimbulkan oleh orang lain) dengan bahaya (perbuatan yang merugikannya).” (HR. Ibnu Majah dari Ubadah bin Shamit dalam Sunant-nya, kitab : Ahkam, bab man bana bi haqqihi ma yadhurru bi jarihi, No. 2331; HR. Ahmad dari Ibnu Abbas, dan HR Malik dari Yahya).

Juga pada Hadis riwayat Ibn Hibban dinyatakan (Fatwa DSN MUI No. 96/2015 Tentang Transaksi Lindung Nilai Syariah Atas Nilai Tukar, 2015):

قَالَ رَجُلٌ لِلنَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أُرْسِلُ نَاقَتِي وَأَتَوَكَّلُ قَالَ إِعْقِلْهَا وَتَوَكَّلْ.

Seseorang bertanya kepada Rasulullah terkait untanya, apakah saya (boleh) membiarkan (tidak mengikat) unta saya kemudian bertawakkal (kepada Allah), Rasulullah SAW bersabda : “Ikatlah untanya dan bertawakallah (kepada Allah).”

Hadis-hadis tersebut mengisyaratkan pentingnya meminimalisir potensi risiko yang akan muncul di masa yang akan datang. Perintah Rasulullah SAW agar tidak

membahayakan diri dan orang lain dalam hadis pertama merupakan wujud komitmen Islam dalam membangun kehidupan ekonomi bersama yang berlandaskan keadilan. Sementara itu pada hadis kedua digambarkan contoh konkrit dari Rasulullah SAW betapa pentingnya melakukan berbagai upaya untuk meminimalisir risiko yang berpotensi akan muncul di masa yang akan datang. Dalam hadis tersebut Rasulullah SAW melarang sahabatnya yang hanya bertawakkal saja tanpa adanya ikhtiar untuk menjaga untanya. Oleh karena itu, Rasulullah SAW memerintahkan sahabatnya untuk mengikat untanya sekaligus bertawakkal kepada Allah SWT.

Ayat Al-Qur'an dan hadis diatas merupakan sebagian perintah Allah SWT yang bertujuan untuk memotivasi manusia agar selalu berupaya menghindari kerugian dan mendapatkan keberuntungan. Petunjuk tersebut tidak hanya berlaku untuk kerugian atau keberuntungan di akhirat saja, melainkan juga di dunia. Salah satu bentuk upaya manusia untuk mengurangi kerugian di dalam bermuamalah adalah dengan mengurangi berbagai risiko yang bisa terjadi. Risiko yang sering dialami dalam bermuamalah atau dalam berinvestasi adalah risiko perubahan nilai tukar mata uang.

Upaya untuk mengurangi risiko kerugian yang ditimbulkan dari pergerakan nilai tukar yang tidak diharapkan ini dilakukan dengan menciptakan berbagai instrumen lindung nilai (*hedging*). Instrumen lindung nilai yang sering digunakan untuk mengantisipasi kerugian akibat volatilitas nilai tukar dalam perdagangan adalah *forward, swap, option*, yang disebut dengan instrumen derivative (Obaidullah, 2005). Produk instrumen derivatif ini merupakan turunan dari pembelian dan penjualan komoditas ekspor secara spot. Transaksi tersebut dilakukan dengan cara memenuhi kebutuhan mata uang asing untuk jangka waktu tertentu di masa depan dengan melakukan transaksi jual beli mata uang yang dibutuhkan tersebut secara kontrak pada saat ini. Akan tetapi masih banyak instrumen derivatif yang tidak sesuai dengan syariah Islam, sehingga perlu diatur dengan jelas jenis dan dasar penggunaannya agar terhindar dari unsur maisir, gharar, dan riba (Suryani & Fathoni, 2017).

Konsep lindung nilai juga dekat dengan prinsip Islam sebagaimana terdapat kaedah fiqh yaitu *al-dararu yuzalu* (kemudaratan dihilangkan). Bahkan terdapat

banyak lagi kaidah fiqh yang secara substansi mengharuskan untuk meminimalisir risiko dan melindungi nilai ini. Selain itu, dalam Islam juga terdapat kontrak-kontrak yang berbentuk jaminan seperti *al-rahnu* (gadaian) (Nordin & Omar, 2012).

Walau bagaimana pun, tidak semua risiko perlu dihapuskan. Terdapat juga risiko yang harus ditanggung sebagai salah satu tuntutan kontrak tersebut. Dasarnya berdasarkan kaidah fiqh yaitu *al-ghunm bi al-ghurm* (keuntungan yang layak diterima oleh seseorang adalah berdasarkan kadar risiko yang perlu ditanggung). Sebagai contoh, penjual perlu menanggung risiko barang yang ingin dijual seperti risiko kerusakan dan kerugian sampai tiba saatnya barang tersebut berpindah milik kepada pembeli. Hanya risiko yang mengandung unsur *gharar fahish* yang dilarang. Risiko yang tidak termasuk dalam dua kategori inilah yang dibenarkan oleh syariat Islam untuk meminimalisirkannya. Instrumen yang digunakan lindung nilai haruslah mematuhi prinsip-prinsip yang digariskan oleh syariah. Instrumen tersebut harus terbebas dari unsur penipuan, pertaruhan, dan spekulasi.

Dengan dikeluarkannya fatwa nomor 28/DSN-MUI/III/2002 tentang jual beli mata uang asing (*as-sharf*), difatwakan bahwa transaksi valuta asing yang dibolehkan (tidak bertentangan dengan syariah) hanya transaksi *spot* dan *forward agreement* untuk kebutuhan yang tidak dapat dihindari (*lil hajah*). Adapun pendefinisian hajah adalah “Manusia memenuhi kebutuhannya yang apabila tidak terpenuhi atau melanggar larangan-larangan, maka ia akan mengalami kesulitan dan kesempitan akan tetapi tidak membahayakan”. Kebutuhan akan transaksi merupakan bagian dari hajat itu sendiri, yang apabila manusia tidak melakukan transaksi, manusia akan mengalami kesulitan dan kesempitan, karena lewatnya masalah-masalah yang tidak bertentangan dengan syariat.