



Analisis *Exchange Market Pressure* di Indonesia Periode Setelah Krisis Moneter

Merina Ayuningtyas^{1*}, Rudi Purwono²

^{1,2} Universitas Airlangga

Informasi Artikel

Sejarah artikel:
Diterima Juni 2020
Disetujui Februari 2020
Dipublikasikan Maret
2020

ABSTRACT

Indonesia is one of the countries that handed over its currency to the exchange market, so the rupiah has fluctuated. The purpose of this study is to test and analyze the exchange market pressure in Indonesia period after the monetary crisis. The method used is ARDL with the period of quarter 1 of 2002 up to quarter 4 of 2017. The estimation result shows that USA economic growth, USA PUAB, M2 growth, and domestic credit have a significant effect on EMP in the long term, while EMP lag 1, USA economic growth lag 3, USA PUAB, Indonesian M2 growth, and Indonesian M2 growth lag 2 have a significant effect, and domestic credit to EMP in the short term.

Keywords: ARDL, Exchange Market Pressure, Rupiah/USD

ABSTRAK

Indonesia merupakan salah satu negara yang menyerahkan mata uangnya ke pasar valuta asing, sehingga rupiah mengalami fluktuasi. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis tekanan pasar valuta asing di Indonesia pasca krisis moneter. Metode yang digunakan adalah ARDL dengan periode triwulan 1 tahun 2002 sampai dengan triwulan 4 tahun 2017. Hasil estimasi menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi USA, PUAB USA, pertumbuhan M2, dan kredit dalam negeri berpengaruh signifikan terhadap EMP dalam jangka panjang, sedangkan EMP lag 1, pertumbuhan ekonomi USA lag 3, USA PUAB, pertumbuhan M2 Indonesia, dan pertumbuhan M2 Indonesia lag 2 berpengaruh signifikan, dan kredit domestik terhadap EMP dalam jangka pendek.

Kata Kunci: ARDL, Tekanan Pasar Valuta Asing, Rupiah/USD

Kode Klasifikasi JEL: C22; E44; G15

© 2020 MediaTrend

Penulis korespondensi:
E-mail: merinaayuningtyas@gmail.com

DOI: <http://dx.doi.org/10.21107/mediatrend.v15i2.7437>
2460-7649 © 2020 MediaTrend. All rights reserved.

PENDAHULUAN

Tekanan pasar valas (*exchange market pressure*) telah menjadi topik yang secara intensif banyak mendapat perhatian sejumlah peneliti hingga kini. Tekanan pasar valas pada umumnya mengacu pada disequilibrium di pasar uang. *Exchange Market Pressure* (EMP) merupakan indeks yang mengukur tekanan ekonomi internasional terhadap keuangan suatu negara (Sulaeman & Lisna, 2016). Model tekanan pasar pertukaran mengacu pada kombinasi moneter pendekatan pada neraca pembayaran dan pendekatan moneter. Salah satu kelebihan indeks EMP adalah dapat dihitung tanpa harus *closed form solutions for expectations* dan tanpa harus menentukan *specify the nature of stochastic disturbances to the economy* (Lee & Habibullah, 2013).

Girton dan Roper tahun 1977 pertama kali mengawali riset tersebut dengan melakukan studi empiris di Kanada (Ratnasari & Widodo, 2017). Keseimbangan pasar uang domestik terganggu dapat disebabkan karena aliran keluar modal asing. Permintaan uang domestik yang menurun akan menyebabkan depresiasi mata uang, sehingga aliran modal asing mengalami *capital outflow* (Prasetyo, 2018a). Asumsi yang digunakan dalam model Girton dan Roper tahun 1977 yaitu berlaku untuk semua rezim nilai tukar, daya beli paritas tetap dipertahankan, dan suku bunga diasumsikan tumbuh pada tingkat yang sama, yaitu diferensial suku bunga dipertahankan konstan.

Exchange Market Pressure (EMP) sebagai jumlah nilai tukar tingkat depresiasi akibat *capital outflow*. EMP pada suatu mata uang berarti menunjukkan permintaan valas mata uang asing lebih banyak dibandingkan dengan mata uang domestik. Pasar valas dengan sistem nilai tukar tetap tekanan pada pasar valas tidak sering terjadi, namun pasar valas dengan sistem nilai tukar mengambang otoritas moneter lebih pasif, sehingga EMP akan sering ter-

jadi. Analisis EMP diharapkan dapat menjadi pertimbangan otoritas moneter dalam memilih kebijakan untuk mengurangi EMP. Metode EMP menggunakan pertumbuhan nilai tukar dan pertumbuhan cadangan devisa suatu negara dalam penghitungannya (Paraskevi, 2014). Indeks semacam ini penting karena dua alasan. Pertama, mudah dalam penghitungannya, kedua, indeks EMP juga mampu menjabarkan seberapa besar tekanan yang terjadi pada valuta asing suatu negara (Hamidou et al., 2018).

Nilai EMP yang dihitung dapat digunakan untuk menggambarkan kapan periode kondisi kritis yang terjadi di pasar valuta asing. Nilai tukar yang terdepresiasi dan posisi cadangan devisa yang minim akan menyebabkan EMP suatu negara menjadi tinggi (Sulaeman & Lisna, 2016). EMP yang tinggi menunjukkan negara tersebut sedang mengalami tekanan ekonomi dari pasar valuta asing internasional pada pasar keuangannya. Otoritas moneter untuk mengurangi EMP, yaitu mendorong lebih banyak kredit ke sektor keuangan dan khususnya sektor perbankan (Patnaik et al., 2017).

Secara matematis, nilai EMP negatif (-) menunjukkan telah terjadi dorongan apresiasi di pasar valuta asing, sebaliknya nilai EMP positif (+) menunjukkan terjadinya tekanan depresiasi di pasar valuta asing. Jika nilai EMP positif (+) maka negara tersebut terindikasi mengalami tekanan internasional pada pasar valuta asingnya, sedangkan nilai EMP negatif (-) mengindikasikan negara tersebut yang menyebabkan tekanan pada pasar valuta asing internasional (Lee & Habibullah, 2013).

Indonesia merupakan negara yang memiliki sejarah pergantian sistem nilai tukar yang panjang. Sistem nilai tukar yang dianut pertama kali oleh Indonesia pada tahun 1945-1956 yaitu *fixed exchange rate system* (Adam et al., 2017). Kebijakan pemerintah pada saat itu sejalan dengan deregulasi dan pemerintah lebih memilih

melakukan devaluasi Rp/USD. Periode 1978, Indonesia merubah sistem nilai tukar dari *fixed exchange rate system* menjadi *managed floating exchange rate system*. Pergantian sistem nilai tukar ini menyebabkan cadangan devisa yang diperoleh dari hasil ekspor dapat diperdagangkan dengan bebas dan menunjukkan fleksibilitas Rp/USD (Masbar, 2017).

Sistem *managed floating exchange rate system* kemudian ditinggalkan oleh Pemerintah Indonesia. Pergantian sistem nilai tukar dirubah menjadi *managed floating exchange rate system* menjadi *free floating exchange rate system*. Pergantian tersebut dilakukan pasca Indonesia mengalami krisis ekonomi moneter tahun 1997/1998 (Suidarma et al., 2018). Hal ini menyebabkan rupiah bergerak mengikuti pasar valuta asing, sehingga tekanan pasar valas di Indonesia sering terjadi. Kondisi ini yang mendorong untuk lebih menganalisis mendalam tentang EMP.

Hubungan antarapertumbuhan ekonomi dengan tekanan pasar valuta asing didasarkan pada teori nilai tukar dengan pendekatan moneter. Pertumbuhan ekonomi mempengaruhi tekanan pasar valuta asing melalui kegiatan perdagangan internasional. Pertumbuhan ekonomi domestik dan asing yang berbeda dapat mempengaruhi transaksi ekspor dan impor barang maupun transaksi aset lintas negara yang bersangkutan (Patnaik et al., 2017). Transaksi ekspor dan impor barang maupun transaksi aset dapat mempengaruhi perubahan jumlah permintaan dan penawaran valuta asing di negara tersebut, juga akan berpengaruh terhadap nilai kurs yang berlaku pada sistem kurs mengambang bebas. Kurs domestik akan mengalami apresiasi jika pertumbuhan ekonomi domestik tumbuh lebih cepat dari pertumbuhan ekonomi asing, sehingga tekanan pasar valuta asing berkurang.

Money supply memiliki hubungan dengan tekanan pasar valuta asing. Kelebihan jumlah uang beredar akan meng-

akibatkan masyarakat membelanjakan kelebihan tersebut, misalnya untuk impor atau membeli surat-surat berharga luar negeri, yang berarti permintaan akan mata uang luar negeri naik sedangkan permintaan mata uang dalam negeri akan turun (Prasetyo, 2018b). Kondisi tersebut membuat mata uang dalam negeri mengalami depresiasi, sehingga pasar valuta asing mengalami tekanan. Pendekatan moneter, yang mendasarkan pada pengembangan konsep teori kuantitas uang, jumlah uang beredar memegang peran penting dalam perekonomian suatu negara. Kelebihan jumlah beredar dalam perekonomian suatu negara akan dapat memberikan tekanan pada nilai tukar mata uangnya terhadap mata uang asing (Ratnasari & Widodo, 2017).

Hubungan antara tekanan pasar valuta asing dengan tingkat suku bunga dapat dijelaskan berdasarkan teori *interest rate parity*. Menurut doktrin teori *interest rate parity*, nilai kurs bergantung pada tingkat suku bunga negara yang bersangkutan. Negara dengan sistem *floating exchange rate system*, tingkat bunga domestik cenderung disamakan dengan tingkat bunga luar negeri dengan memperhitungkan perkiraan laju depresiasi mata uang negara yang bersangkutan terhadap negara lain (Sulaeman & Lisna, 2016). Terjadinya pelemahan mata uang domestik terhadap mata uang asing di pasar valas karena tingkat bunga luar negeri lebih tinggi daripada tingkat bunga dalam negeri sehingga banyak investor yang membeli sekuritas luar negeri di pasar uang yang mengharapkan keuntungan dari selisih bunga (Aziz & Widodo, 2017).

Kredit domestik digunakan dalam studi ini karena berkaitan dengan *capital flow* dan *capital inflow* yang nantinya akan berdampak pada pasar valas. Kredit domestik yang dimaksud dalam studi ini adalah total pinjaman pemerintah dan Bank Indonesia. Kredit domestik adalah kredit yang berasal dari dalam negeri.

Kredit domestik sebagai sasaran dalam kebijakan moneter dan salah satu komponen dari jumlah uang yang beredar yang terdiri dari saldo rekening pemerintah pada bank sentral, saldo rekening giro masyarakat dan lembaga keuangan lainnya baik bank maupun non-bank.

Penelitian tentang tekanan pasar valuta asing dilakukan oleh Lee & Habibullah, (2013). Tujuan penelitian tersebut yaitu menghitung dan menganalisis tekanan pasar valuta asing Ringgit Malaysia/YEN dan Ringgit Malaysia/USD. Data yang digunakan yaitu bulanan dari tahun 1990:1 hingga 2008:9. Periode sampel dibagi lagi berdasarkan periode krisis dan pengalaman Malaysia menggunakan rezim nilai tukar yang berbeda. Metode yang digunakan yaitu vektor autoregresi (VAR) digunakan. Temuan penelitian menunjukkan bahwa tidak ada tekanan pasar valuta asing di negara Malaysia.

Sulaeman & Lisna, (2016) juga meneliti tentang tekanan pasar valuta asing. Tujuan penelitian tersebut yaitu menganalisis keterkaitan ekonomi Indonesia dan empat negara ASEAN pada masa krisis tahun 1997 dan 2008. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka alat analisis statistik yang digunakan adalah *Vector Autoregression* (VAR) melalui statistik *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VD) yang dihasilkan. Hasil analisis EMP Indonesia dan empat negara ASEAN menggunakan metode VAR menunjukkan kontribusi EMP empat negara ASEAN dalam menjelaskan EMP Indonesia tahun 2008 lebih besar dibandingkan tahun 1997. Selain itu, krisis tahun 1997 di Indonesia menjalar dari Thailand, sedangkan krisis tahun 2008 menjalar dari Singapura.

Ratnasari & Widodo, (2017) menganalisis hubungan antara tekanan pasar valuta asing dan kebijakan moneter di ASEAN 5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Singapura). Estimasi negara secara individual pada periode Janu-

ari 2016 hingga Desember 2016. Metode yang digunakan adalah VECM. Hasilnya menunjukkan bahwa otoritas moneter ASEAN5 telah merespon peningkatan EMP dengan mengontrak kredit domestik di periode non-krisis, dan dengan menyediakan lebih banyak likuiditas ke sistem bank pada periode krisis.

Aziz & Widodo, (2017) bertujuan untuk menguji hubungan antara tekanan pasar valuta asing dan determinannya di negara-negara ASEAN yang telah ditargetkan inflasi pada 2006 kuartal 1 hingga 2006 kuartal 4. Metode yang digunakan yaitu ARDL. Hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel sesuai dengan teori, kecuali perubahan dalam pendapatan riil untuk Indonesia dan Thailand, dan perubahan harga dunia untuk Filipina.

Paraskevi, (2014) dengan penelitiannya di Thailand ini didasari bahwa tekanan pasar valuta asing dapat digunakan sebagai ukuran untuk mengidentifikasi keberadaan krisis mata uang. Metode yang digunakan adalah Gorton-Roper model (GR model). Paraskevi (2014) memeriksa apakah distribusi tekanan pasar valuta asing antara perubahan nilai tukar dan perubahan dalam cadangan internasional mempengaruhi nilai indeks, dan yang mana dari dua komponen (perubahan nilai tukar atau perubahan cadangan internasional) yang lebih baik menyerap tekanan pasar valuta asing.

Secara garis besar latar belakang dalam studi ini menunjukkan pentingnya analisis tekanan pasar valas. Perhitungan tersebut menggunakan EMP. Indeks tersebut digunakan karena indeks EMP mampu menjabarkan seberapa besar tekanan yang terjadi pada valuta asing suatu negara. Perhitungan EMP dilakukan karena sistem yang dianut oleh Indonesia mengalami perubahan dari perubahan sistem nilai tukar mengambang terkendali (*managed floating exchange rate system*) menjadi sistem nilai tukar mengambang bebas (*free floating exchange rate sys-*

tem. Perubahan sistem ini mengakibatkan pergerakan nilai tukar rupiah/USD terus mengalami fluktuatif. Tujuan studi ini menganalisis tekanan pasar valuta asing di Indonesia perlu dilakukan. Metode yang digunakan yaitu ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*) dengan periode 2002 kuartal 1-2017 kuartal 4.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data *time series* dengan periode 2002:1-2017:4. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah negara Indonesia. Negara Indonesia dijadikan objek penelitian karena kurs Indonesia mengalami fluktuatif. Metode yang digunakan adalah metode ARDL. Model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) sangat berguna dalam ekonometrik empiris, karena merubah teori ekonomi yang bersifat statis menjadi dinamis dengan memperhitungkan peranan waktu secara eksplisit. Variabel dependen yaitu tekanan pasar valas (persen), sedangkan variabel independen terdiri dari pertumbuhan ekonomi Indonesia (persen), pertumbuhan ekonomi USA (persen), pertumbuhan *money supply* Indonesia (persen), suku bunga pasar uang antar bank Indonesia (persen), suku bunga pasar uang antar bank USA (persen), dan pertumbuhan kredit domestik Indonesia (persen).

Penelitian ini menggunakan teknik analisis uji estimasi ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*). Ada beberapa langkah sebelum melakukan uji ARDL (*Autoregressive Distributed Lag*). Langkah pertama

yang digunakan dalam uji ARDL yaitu uji stasioneritas. Uji stasioneritas ini dilakukan agar tidak stasioner pada I(2). Langkah kedua yaitu melakukan analisis kointegrasi. Uji Kointegrasi yang digunakan yaitu Uji Bound. Berdasarkan uji kointegrasi tersebut dapat mengetahui hubungan jangka panjang atau tidak (Bhasin & Nisa, 2019). Langkah ketiga yaitu menganalisis uji ARDL, Jangka Pendek, dan Jangka Panjang. Uji jangka panjang menggunakan OLS sedangkan jangka pendek menggunakan ECM.

Langkah pertama melakukan uji stasioneritas. Uji Stasioneritas data merupakan syarat penting bagi analisis data *time series* untuk menghindari regresi lancung (*spurious regression*). Pengertian data yang stasioner adalah data yang memiliki kecenderungan untuk mendekati nilai rata-ratanya dan berfluktuasi di sekitar nilai rata-ratanya (Ranadive & Burange, 2013). Uji stasioneritas data dapat dilakukan dengan menggunakan *Augmented Dickey Fuller* (ADF). Apabila dalam uji stasioneritas menunjukkan probabilitas ADF lebih besar tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%, maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak stasioner sehingga mengandung *unit root*, namun sebaliknya, jika probabilitas ADF kurang 1%, 5%, dan 10%, maka dapat disimpulkan data tersebut stasioner atau tidak terdapat *unit root*. Tidak stasionernya sebuah data *time series* dapat diselesaikan dengan cara melakukan *first difference* pada semua variabel, jika masih tidak stasioner, maka dilakukan *second difference*. Secara simbolik *first dif-*

Tabel 1
Jenis dan Sumber Data

Variabel	Jenis Data	Sumber Data
Tekanan Pasar Valas	Sekunder	Federal Reserves
Pertumbuhan Ekonomi Indonesia	Sekunder	Bank Indonesia
Pertumbuhan M2 Indonesia	Sekunder	Bank Indonesia
Pertumbuhan Ekonomi USA	Sekunder	Federal Reserves
Suku bunga pasar uang antar bank USA	Sekunder	Federal Reserves
Suku bunga PUAB Indonesia	Sekunder	Federal Reserves
Pertumbuhan kredit domestik	Sekunder	IMF

ference I(1) sedangkan *second difference* I(2).

Tahap selanjutnya adalah melakukan uji Bound *cointegration*. Uji tersebut digunakan untuk menguji hubungan jangka panjang dalam model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Kelebihan Bound *cointegration test*, yaitu bisa dipakai untuk sampel kecil (kurang dari 100 observasi), dapat mencakup variabel *dummy* dalam proses uji kointegrasi. Hipotesis nol yaitu tidak terkointegrasi, sedangkan hipotesis alternatifnya terkointegrasi (Prasetyo, 2020). F-Statistik dan t-statistik lebih dari I(0) Bound dan I(1) Bound pada tingkat 1%, 5%, atau 10%, maka hipotesis nol ditolak. ARDL perlu melakukan pemilihan *lag*. *Lag* yang dipilih berdasarkan pada *Akaike Information Criterion* (AIC) atau *Schwartz Bayesian Criterion* (SBC). Hal ini karena ARDL bersifat dinamis. Model ARDL dapat ditulis sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \Delta EMP_t = & \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta EMP_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_2 \Delta EGI_{t-i} + \\ & \sum_{i=0}^p \beta_3 \Delta EGUSA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_4 \Delta M2GI_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_5 \Delta IRBI_{t-i} + \\ & \sum_{i=0}^p \beta_6 \Delta IRUSA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_7 \Delta KRDT_{t-i} + \beta_8 ECT_{t-i} + \delta_1 EMP_{t-1} + \\ & \delta_2 EGI_{t-1} + \delta_3 EGUSA_{t-1} + \delta_4 M2GI_{t-1} + \\ & \delta_5 IRBI_{t-1} + \delta_6 IRUSA_{t-1} + \delta_7 KRDT_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

dimana EMP adalah Tekanan pasar valas (persen), EGI adalah Pertumbuhan ekonomi Indonesia (persen), EGUSA adalah Pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat (persen), M2GI adalah Pertumbuhan M2 di Indonesia (persen), IRBI adalah Suku bunga pasar uang antar bank di Indonesia (persen), IRUSA adalah Suku bunga pasar uang antar bank USA (persen), KRDT adalah Pertumbuhan kredit domestik (persen), ECT adalah *Error Correction Term*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil dan pembahasan dalam studi ini didasarkan pada teori dan estimasi ekonometrika. Kedua merupakan dasar dari penelitian empiris, sebab model yang dibangun dan nantinya dibahas, harus berdasarkan pada teori. Studi ini menggunakan data *time series*. Ekonometrika data *time series* harus di cek terdapat *unit root* atau tidak. Suatu data *time series* tidak stasioner maka data tersebut menghadapi persoalan *unit root*. Data yang mengandung *unit root* maka mengalami *spurious regression*. Prosedur uji stasioneritas pada suatu data dengan menggunakan prosedur uji ADF yang terdapat pada tabel 2.

Tabel 2. menunjukkan bahwa sebagian besar variabel stasioner pada tingkat level. Tekanan pasar valas (EMP) dan pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat (EGUSA) stasioner pada tingkat signifikansi 5%. Pertumbuhan ekonomi Indonesia (EGI), pertumbuhan M2 Indonesia (M2GI), suku bunga pasar uang antar bank di Indonesia (IRBI), dan pertumbuhan kredit domestik (KRDT) stasioner pada tingkat signifikansi 1%. Suku bunga pasar uang antar bank di Amerika Serikat (IRUSA) stasioner pada tingkat signifikansi 10%. Hasil estimasi tersebut menandakan bahwa semua variabel tidak mengandung masalah *unit root*.

Berdasarkan Tabel 3 maka dapat dikatakan bahwa model ARDL yang terpilih yaitu ARDL (2, 1, 4, 0, 0, 3, 0). EMP lag 1, pertumbuhan ekonomi pertumbuhan ekonomi USA lag 4, PUAB USA, pertumbuhan M2 saat ini dan pertumbuhan lag 3, serta kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap EMP. R-Squared juga cukup bagus karena 89,25 persen varians variabel EMP dapat dijelaskan oleh varians variabel pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat (EGUSA), pertumbuhan ekonomi Indonesia (EGI), pertumbuhan M2 Indonesia (M2GI), suku bunga pasar uang antar bank di Indonesia (IRBI), dan pertumbuhan kredit domestik (KRDT), serta suku bunga pasar uang antar bank di Amerika Serikat (IRU-

Tabel 2
Uji Stasioneritas

Variabel	Prob. ADF I(0)	Keterangan
EMP	0,0111**	Stasioner
EGI	0,0051***	Stasioner
EGUSA	0,0283**	Stasioner
M2GI	0,0084***	Stasioner
IRBI	0,0016***	Stasioner
IRUSA	0,0624*	Stasioner
KRDT	0,0035***	Stasioner

Tabel 3
Hasil Estimasi ARDL

Variabel	Koefisien	Std. Error	Prob.
EMP(-1)	1,017278	0,127008	0,0000***
EMP(-2)	-0,472431	0,129349	0,0007***
EGI	-2,353002	2,806097	0,4064
EGI(-1)	3,444453	2,665082	0,2031
EGUSA	0,176931	2,129490	0,9342
EGUSA(-1)	2,748903	3,327155	0,4133
EGUSA(-2)	-2,141122	3,375156	0,5292
EGUSA(-3)	-1,285378	3,011344	0,6716
EGUSA(-4)	6,279067	2,188508	0,0064***
IRBI	0,635822	1,052347	0,5489
IRUSA	-2,575860	1,177139	0,0341**
M2GI	3,795276	1,563144	0,0194**
M2GI(-1)	-3,214584	2,043422	0,1230
M2GI(-2)	-2,187674	1,905832	0,2574
M2GI(-3)	6,018282	1,460711	0,0002***
KRDT	0,860090	0,363661	0,0226**
C	-0,571558	0,233007	0,0183**
R-squared	0,892550		
Prob(F-statistic)	0,000000***		

Tabel 4
Hasil Uji Bound

Uji Statistik	Nilai	
F-statistik	4,102136	
Nilai Kritis Bound		
Signifikan	I0 Bound	I1 Bound
10%	2,12	3,23
5%	2,45	3,61
2.5%	2,75	3,99
1%	3,15	4,43

SA), sisanya sebesar 11,75 persen dijelaskan diluar model.

Tabel 4 menunjukkan bahwa Fstatistik bound test sebesar 4,102 diatas nilai kritis 5 persen uji Bound yaitu sebesar 2,45 dan 3,61, sehingga Fstatistik Bound

test lebih dari I0 Bound dan I1 Bound. Hal ini memberikan arti bahwa hipotesis yang berisi tidak ada kointegrasi dapat ditolak, sehingga hipotesis yang berisi terdapat kointegrasi tidak ditolak. Variabel-variabel yang digunakan dalam studi ini memiliki

hubungan jangka panjang.

Tabel 5 menunjukkan bahwa hanya variabel pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat, suku bunga pasar uang antar bank Amerika Serikat, pertumbuhan M2 Indonesia, dan kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap EMP. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas yang kurang dari 1 persen dan 5 persen. Pertumbuhan ekonomi Indonesia dan suku bunga pasar uang antar bank Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap EMP Indonesia. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih dari 1, 5, dan 10 persen.

Tabel 6 menunjukkan bahwa EMP lag 1, suku bunga pasar uang antar bank Amerika Serikat, dan pertumbuhan M2 Indonesia, serta kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap EMP dalam jangka pendek. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai probabilitas kurang dari 1 persen dan 5 persen. Koefisien ECT (*Error Correction*

Term) juga menunjukkan negatif dan signifikan, hal ini berarti model jangka pendek dapat di gunakan dan dianalisis.

Hasil estimasi menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi di Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap *exchange market pressure* dalam jangka panjang dan jangka pendek. Pertumbuhan ekonomi Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap *exchange market pressure* memberikan arti bahwa pasar valuta asing di Indonesia tidak sensitif terhadap pergerakan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Hal ini memberikan arti bahwa pertumbuhan ekonomi di Indonesia kurang berperan sebagai indikator yang dapat mempengaruhi EMP. Pertumbuhan ekonomi secara teori menjadi sinyal kinerja ekonomi suatu negara, namun banyak investor yang tidak sensitif, karena investor lebih sensitif terhadap tingkat bunga dan kondisi sosial politik (Vorlak et al., 2019). Faktor yang menye-

Tabel 5
Hasil Estimasi Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	Std. Error	Prob.
EGI	2,397984	5,537801	0,6672
EGUSA	12,695500	2,805310	0,0000***
IRBI	1,396940	2,242940	0,5367
IRUSA	-5,659320	2,300081	0,0180**
M2GI	9,691893	3,081598	0,0030***
KRDT	1,889669	0,677390	0,0078***
C	-1,255747	0,519510	0,0200**

Tabel 6
Hasil Estimasi Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	Std. Error	Prob.
D(EMP(-1))	0,472431	0,129349	0,0007***
D(EGI)	-2,353002	2,806097	0,4064
D(EGUSA)	0,176931	2,129490	0,9342
D(EGUSA(-1))	2,141122	3,375156	0,5292
D(EGUSA(-2))	1,285378	3,011344	0,6716
D(EGUSA(-3))	-6,279067	2,188508	0,0064***
D(IRBI)	0,635822	1,052347	0,5489
D(IRUSA)	-2,575860	1,177139	0,0341**
D(M2GI)	3,795276	1,563144	0,0194**
D(M2GI(-1))	2,187674	1,905832	0,2574
D(M2GI(-2))	-6,018282	1,460711	0,0002***
D(KRDT)	0,860090	0,363661	0,0226**
ECT	-0,455154	0,095644	0,0000***

babkan yaitu pola perkembangan pertumbuhan ekonomi Indonesia dan Amerika yang cenderung tetap dari tahun ke tahun sehingga tidak mampu mengimbangi volatilitas nilai tukar rupiah yang tinggi. Akibatnya variabel pertumbuhan ekonomi Indonesia direspon lambat bagi perkembangan nilai tukar.

Exchange market pressure lebih banyak disebabkan karena faktor eksternal, seperti perbaikan kinerja ekonomi USA (Hamidou et al., 2018). Hal ini memperkuat aliran *outflows* dari emerging markets dari Indonesia. Normalisasi suku bunga USA (AS) menyusul pulihnya ekonomi AS pasca resesi 2009, sehingga para investor keluar dari Indonesia ke AS. Resiko lainnya seperti sentimen negatif pelaku pasar finansial global terhadap kondisi ekonomi *emerging market* yang menular, dan eskalasi perang dagang AS-China. Selain itu kenaikan harga minyak dunia menyebabkan persepsi para pelaku pasar bahwa CAD Indonesia beresiko membesar sehingga mempengaruhi daya topan fundamental perekonomian Indonesia terhadap rupiah.

Hasil estimasi pertumbuhan ekonomi Amerika Serikat berpengaruh signifikan terhadap *exchange market pressure* dalam jangka panjang dan jangka pendek khususnya lag 3. Pertumbuhan ekonomi di USA banyak mempengaruhi perkembangan mata uang Indonesia. Perekonomian USA juga mampu mempengaruhi ekonomi dunia. Penguatan pertumbuhan ekonomi AS, karena Negeri Paman Sam meningkatkan ekspor terutama perangkat lunak dan mengurangi impor khususnya minyak. Laju pertumbuhan ekonomi yang kuat, kemungkinan membuat *Federal Reserve* berada di jalur untuk menaikkan suku bunga acuan pada September mendatang, alias yang ketiga kalinya di tahun ini. Situasi ini akan memperburuk pasar valuta asing.

Daya dorong pertumbuhan ekonomi USA yang utama adalah tingkat konsumsi masyarakat AS yang kembali mengalami peningkatan. Para konsumen ini

melakukan pengeluaran yang signifikan. Adanya perekrutan angkatan kerja yang lebih baik dibarengi dengan iklim bisnis yang meningkat, semakin memperkokoh investasi dan produksi. Pertumbuhan aktifitas ekonomi ini telah memicu kekurangan tenaga kerja terampil dan bahkan sejumlah bahan baku, meskipun ada masalah oleh tarif baru pada material baja dan kayu asing.

Hasil estimasi menunjukkan bahwa suku bunga PUAB USA berpengaruh signifikan terhadap *exchange market pressure* dalam jangka panjang dan jangka pendek, sedangkan suku bunga PUAB Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap *exchange market pressure* dalam jangka panjang dan jangka pendek. Hasil ini sejalan dengan penelitian Aziz & Widodo, (2017), suku bunga merupakan sinyal yang sensitif bagi investor, karena suku bunga berkaitan dengan tingkat pengembalian bagi investor. Kondisi ini akan mempengaruhi pasar valas.

Suku bunga PUAB USA merupakan salah satu instrumen dalam kebijakan moneter yang ditentukan oleh bank sentral USA. Kebijakan moneter *the Fed* dilakukan dengan cara menaikkan dan menurunkan target *the Fund Rate* sehingga berdampak pada PUAB USA. Suku bunga PUAB USA yang ditentukan bank sentral USA merupakan salah satu variabel ekonomi yang diamati oleh berbagai pihak dalam perekonomian karena perubahan suku bunga PUAB USA dampaknya yang luas.

Suku bunga PUAB USA berpengaruh signifikan terhadap tekanan pasar valuta asing dibandingkan dengan suku bunga PUAB Indonesia. Hal ini menandakan bahwa pergerakan pasar valas di Indonesia sangat sensitif terhadap PUAB USA. *The Fed* selalu memberikan sinyal yang efektif dan berisi informasi untuk merangsang mobilitas modal untuk keluar dari dalam negeri maupun masuk ke dalam negeri. Misalnya, penundaan peningkatan *Federal Funds Rate* (FFR) yang me-

nyebabkan penundaan peningkatan suku bunga PUAB USA sehingga mengakibatkan penguatan rupiah dan mengurangi tekanan pasar valuta asing. Penundaan peningkatan tersebut terkait dengan meredanya risiko global. Peningkatan suku bunga PUAB USA dapat diartikan sebagai prasyarat untuk penurunan investasi pasar uang dan peningkatan biaya modal di Indonesia. Para pelaku pasar di Indonesia, khawatir jika *The Fed* menaikkan suku bunga, maka dana asing yang ada di negara Indonesia akan keluar dan berpindah ke USA (AS) sebab dengan suku bunga acuan yang lebih tinggi, maka investasi di USA (AS) menawarkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi daripada *return* di Indonesia, sementara disisi lain risiko investasi di USA tetap dianggap sangat rendah mengingat Amerika adalah negara dengan perekonomian paling besar di dunia. Dana asing yang keluar dari Indonesia atau sering disebut dengan *capital outflow* akan menyebabkan kurs rupiah/USD terdepresiasi, sehingga pasar valuta asing tertekan kembali (Khan, 2019).

Pertumbuhan M2 berpengaruh signifikan terhadap pasar valuta asing menunjukkan bahwa pertumbuhan uang Indonesia lebih cepat dibandingkan dengan pertumbuhan uang asing menyebabkan kurs rupiah/USD mengalami depresiasi, dan pasar valuta asing mengalami tekanan (Ho & Saadaoui, 2019). Jumlah uang beredar menjadi variabel yang perlu diperhatikan, karena jumlah uang beredar yang terlalu banyak akan menyebabkan tekanan pasar valuta asing (Sanya, 2019). Pengaruh signifikan variabel pertumbuhan M2 terhadap tekanan pasar valas terjadi karena kebijakan moneter Amerika yang ekspansif dengan memotong suku bunga yang diarahkan pada upaya peningkatan pertumbuhan ekonomi USA. Kebijakan moneter Amerika yang ekspansif dengan memotong suku bunga membuat *return* dari aset dolar mengalami penurunan, sehingga investor akan membeli aset ru-

piah dalam bentuk deposito. Alasan lain yang menyebabkan jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap tekanan pasar valas yaitu peningkatan jumlah uang beredar mengindikasikan tingkat konsumsi yang tinggi sehingga memicu peningkatan inflasi, yang pada akhirnya mengakibatkan depresiasi pada nilai tukar rupiah terhadap dolar AS dan mengakibatkan tekanan pasar valuta asing Indonesia.

Perkembangan jumlah uang beredar di Indonesia dipengaruhi secara efektif oleh perilaku masyarakat dan bentuk kebijakan yang diterapkan pemerintah. Akibatnya, perkembangan jumlah uang beredar di Indonesia lebih dinamis daripada perkembangan jumlah uang beredar di AS yang cenderung meningkat sepanjang waktu. Meningkatnya jumlah uang beredar di Indonesia akan menaikkan harga barang yang diukur dengan (*term of money*) dan sekaligus menaikkan harga valuta asing yang diukur dengan mata uang Indonesia (Triyono, 2008). Perkembangan jumlah uang beredar di Indonesia yang lebih dinamis mampu mengimbangi volatilitas nilai tukar rupiah yang tinggi sehingga variabel selisih jumlah uang beredar antara Indonesia dengan AS berpengaruh dominan pada perkembangan pasar valas Indonesia, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Hasil estimasi juga menunjukkan bahwa kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap tekanan pasar valas dalam jangka panjang dan jangka pendek. Kredit domestik menjadi *supply side* yang mempengaruhi pasar valuta asing (Dinh, 2020). Jika penerimaan utang luar negeri semakin tinggi akan menyebabkan penawaran valuta asing lebih banyak dibandingkan permintaan valuta asing. Hal ini akan menyebabkan gangguan pada stabilitas pasar valuta asing.

Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan utang yang telah menjadi warisan kebijakan ekonomi Indonesia sehingga berperan dalam mempengaruhi tekanan

pasar valuta asing di Indonesia. Kebijakan utang juga berasal dari pinjaman dalam negeri. Peningkatan kredit domestik akan menyebabkan defisit neraca pembayaran. Hal ini akan menurunkan cadangan devisa, karena defisit neraca pembayaran dapat ditutup dengan cadangan devisa. Kondisi ini akan mengakibatkan kurs rupiah dan pasar valuta asing tertekan. Bank Indonesia sebagai otoritas moneter memiliki beberapa strategi untuk menjaga stabilitas cadangan devisa. Pertama, Bank Indonesia dalam mengelola cadangan devisa berdasarkan undang-undang. Bank Indonesia memiliki kewajiban untuk memastikan dana yang dikelola aman, dan likuid sehingga dapat digunakan setiap saat, dan mendapatkan keuntungan. Kedua, penguatan *risk management*. Strategi penguatan *risk management* berupa penyempurnaan pengukuran risiko, pengembangan sistem pendukung manajemen resiko, dan pengembangan mitigasi risiko terkait ekspansi aset. Ketiga, penguatan cadangan devisa dilakukan dengan cara *review* komposisi investasi dan melakukan ekspansi jenis aset, serta menggunakan instrumen di pasar keuangan yang dianggap lebih tepat.

PENUTUP

Berdasarkan hasil estimasi, maka dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi USA *lag* 4, suku bunga pasar uang antar bank USA, pertumbuhan M2, serta kredit domestik berpengaruh signifikan terhadap EMP. Pertumbuhan ekonomi Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap *exchange market pressure* memberikan arti bahwa pasar valuta asing di Indonesia tidak sensitif terhadap pergerakan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Hal ini memberikan arti bahwa pertumbuhan ekonomi di Indonesia kurang berperan sebagai indikator yang dapat mempengaruhi EMP.

Beberapa saran yang diberikan dalam studi ini yaitu menjaga pertumbuhan ekonomi dengan cara menaikkan sa-

ling berkoordinasi antara pemerintah dengan Bank Indonesia. Bank Indonesia juga harus mengendalikan M2 dan harus selalu waspada serta merunuskan kebijakan yang efektif dalam meredam dampak pergerakan suku bunga *the fed* seperti kebijakan menahan sisa hasil devisa ekspor, memperluas kapasitas di sektor riil, dan mendorong iklim usaha yang *business friendly* dengan memangkas sejumlah regulasi perizinan usaha yang tidak ramah investasi, serta mengimplementasikan kebijakan perpajakan yang lebih ramah pada dunia usaha. Bank Indonesia melakukan perlindungan nilai tukar/USD dengan cara menggunakan transaksi derivatif yang terdiri dari transaksi *forward*, *swap*, dan *currency hedging*. Pemerintah harus mengurangi kredit domestik dengan cara pembatasan pinjaman baru, menekan impor, peningkatan pajak, dan sinergitas BUMN.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, P., Nusantara, A. W., & Muthalib, A. A. (2017). A Model of the Dynamic of the Relationship between Exchange Rate and Indonesia's Export. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 255–261.
- Aziz, M. A., & Widodo, T. (2017). Exchange Market Pressure: Evidences from ASEAN Inflation Targeting Countries. *MPRA Paper No. 8091*.
- Bhasin, K., & Nisa, S. (2019). Macroeconomic Variables And Their Impact On Exchange Rate Fluctuations: ARDL Bound Testing Approach. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 8(12), 2277–2286.
- Dinh, D. V. (2020). Forecasting domestic credit growth based on ARIMA model: Evidence from Vietnam and China. *Management Science Letters*, 10, 1001–1010. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2019.11.010>

- Hamidou, M. M., Mung'atu, D. J. K., & Orwa, G. O. (2018). Alternative Exchange Market Pressure Index Model for Currency Crisis. *International Journal of Sciences*, 37(2), 186–215.
- Ho, S. H., & Saadaoui, J. (2019). Symmetric and Asymmetric Effects of Exchange Rates on Money Demand: Empirical Evidence From Vietnam. *BETA Working Paper 2019-49*, 1–28. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3507120>
- Khan, M. K. (2019). Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach. *International Journal of Economics and Management*, 1(2), 15–26.
- Lee, C., & Habibullah, M. S. (2013). Monetary Policy and Exchange Market Pressure in Malaysia. *Journal of Social Sciences and Humanities*, 21(2), 29–46.
- Masbar, R. (2017). Fluctuation Analysis of Rupiah Exchange Rate of Dollar United States in Indonesia. *European Journal of Agriculture and Forestry Research*, 5(6), 37–50.
- Paraskevi, T. (2014). Exchange Market Pressure in Thailand: An Application of The Girton-Roper Monetary Model. *MPRA Working Paper No. 3902*.
- Patnaik, I., Felman, J., & Shah, A. (2017). An exchange market pressure measure for cross country analysis. *Journal of International Money and Finance*, 73, 62–77. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.02.004>
- Prasetyo, A. S. (2018a). Analisis Perilaku Kurs IDR/USD Berdasarkan Model Hooper-Morton (Analyze The Behavior of Exchange Rate IDR/USD Based on Hooper-Morton's Model). *Media Trend*, 13(2), 262–276. <https://doi.org/10.21107/mediatrend.v13i2.4368>
- Prasetyo, A. S. (2018b). Determinants of Demand For Money and The Velocity of Money in Indonesia. *Journal of Developing Economies*, 3(2), 83–98. <https://doi.org/10.20473/jde.v3i2.10464>
- Prasetyo, A. S. (2020). Peran Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi dan Resiko Geopolitik Amerika Serikat Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Sketsa Bisnis*, 7(1), 56–71.
- Ranadive, R. R., & Burange, L. G. (2013). The Determinants of India's Real Exchange Rate: An ARDL Approach. *The Indian Economic Journal*, 61(3), 407–428. <https://doi.org/10.1177/0019466220130305>
- Ratnasari, A., & Widodo, T. (2017). Exchange Market Pressure and Monetary Policies in ASEAN5. *MPRA Paper No. 8154*.
- Sanya, O. (2019). Financial Innovation, Money Demand Function and Currency Substitution in Africa. *Financial Innovation*, 19(1), 19–26.
- Suidarma, I. M., Sanica, I. G., & Ayu, P. C. (2018). Overshooting Indonesian Rupiah's Exchange Rate towards US Dollar: Dornbusch Model Hypotheses Test. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5), 52–58.
- Sulaeman, C. S. R., & Lisna, V. (2016). Analisis EMP Indonesia dan Empat Negara ASEAN pada Masa Krisis. *Jurnal Ekonomi Dan Pembangunan Indonesia*, 16(2), 105–122.
- Vorlak, L., Abasimi, I., & Fan, Y. (2019). The Impacts of Exchange Rate on Economic Growth in Cambodia. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 5(2), 78–83. <https://doi.org/10.33094/8.2017.2019.52.78.83>