

BAB II

LANDASAN TEORI

Dalam bab ini akan dibahas teori-teori yang terkait, yaitu mengenai hubungan antara kurs dan suku bunga. Bagian pertama membahas hubungan antara perekonomian dan pasar valuta asing dalam mempengaruhi kurs, bagian kedua menjelaskan keterkaitan imbalan aset, suku bunga, dan kurs, bagian ketiga membahas tentang keterkaitan antara uang, suku bunga dan kurs. Bagian keempat akan membahas tentang persamaan kurs melalui pendekatan moneter.

2.1. Perekonomian dan Pasar Valuta Asing

Pasar valuta asing adalah salah satu bagian penting dan signifikan dari keseluruhan perekonomian. Keduanya mempunyai hubungan yang kuat. Sama halnya dengan harga-harga lain dalam perekonomian yang ditentukan oleh interaksi penjual dan pembeli, kurs juga ditentukan oleh interaksi antara berbagai rumah tangga, perusahaan dan lembaga-lembaga keuangan yang membeli dan menjual valuta asing guna keperluan pembayaran internasional. Pasar yang memperdagangkan mata uang internasional disebut pasar valuta asing (*foreign-exchange rate*). Pasar valuta asing mempunyai peranan yang sangat penting dari suatu perekonomian. Dalam kondisi perekonomian yang memburuk iklim investasi juga akan mengalami penurunan. Sebaliknya, jika kondisi perekonomian menunjukkan prospek yang cerah, para

investor dalam dan luar negeri akan tertarik untuk berinvestasi, dan pasar valuta asing akan menjadi salah satu indikator kondisi perekonomian yang kuat.

Hubungan antara perekonomian dan pasar valuta asing adalah sangat menarik. Secara historis, di pasar valuta akan diperjualbelikan berbagai macam mata uang asing sehingga pasar valuta merupakan tempat pertemuan antara antara pihak-pihak yang melakukan transaksi-transaksi internasional, yaitu exportir-importir, bank, pedagang perantara dan bank sentral. Di pasar valuta, nilai tukar mata uang domestik terhadap berbagai mata uang asing (kurs) akan diketahui, sehingga pasar valuta memainkan peranan sentral dalam perdagangan internasional dalam kaitannya dengan kurs, karena kurs memungkinkan kita untuk membandingkan harga-harga segenap barang dan jasa yang dihasilkan oleh berbagai negara. Transaksi valuta asing berlangsung di berbagai pusat keuangan dan volumenya di seluruh dunia sangat besar dan terus melonjak dari tahun ke tahun seperti yang terjadi pada tahun 1986. Pada bulan Maret 1986, nilai total rata-rata perdagangan valuta asing diseluruh dunia mencapai lebih dari \$200 milyar *per hari*. Hanya tiga tahun kemudian, yakni pada bulan april 1989, nilai total rata-rata itu melonjak menjadi \$500 milyar *per hari*.

Transaksi valuta asing selalu melibatkan dua macam mata uang apa saja. Namun transaksi valuta asing yang dilakukan oleh pihak perbankan hamper selalu melibatkan dollar Amerika (US \$). Sehubungan dengan begitu besarnya peranan dollar dalam pertukaran valuta asing maka dollar sering disebut sebagai mata uang penggerak (*vehicle currency*). Mata uang penggerak adalah mata uang yang secara

luas digunakan untuk satuan nilai kontrak-kontrak internasional antara pihak-pihak yang bukan merupakan penduduk negara pencetak mata uang penggerak tersebut. (Krugman & Obstfeld, 2000:50-51)

Sehubungan dengan berbagai macam penjelasan di atas kurs memainkan peran sangat sentral dalam perekonomian sebuah negara karena akan menyangkut tentang nilai tukar mata uang negara tersebut dengan mata uang asing. Kurs juga dapat mencerminkan perekonomian sebuah negara, apabila kurs mata uang sebuah negara kuat permintaan terhadap mata uang tersebut akan meningkat yang pada gilirannya akan mengapresiasi mata uang tersebut terhadap mata uang negara lain sehingga iklim perekonomian juga akan membaik dimana neraca pembayaran internasional negara akan surplus sehubungan dengan perdagangan luar negeri negara tersebut yaitu harga-harga barang dan jasa domestik akan naik di pasar internasional. Akan tetapi apabila sebaliknya, neraca pembayaran akan defisit apabila kurs lemah.

2.2. Hubungan Antara Imbalan Aset, Suku Bunga, dan Kurs

Setiap individu maupun lembaga bebas menyimpan kekayaan ke dalam berbagai bentuk. Antara lain saham, obligasi, uang tunai, real estate, barang-barang berharga dan lain-lain. Tujuan penimbunan kekayaan, atau menabung, adalah mengalihkan daya beli sekarang ke masa mendatang. Ini dilakukan misalnya untuk biaya hidup di hari tua, untuk anak-cucu, atau hanya sekedar menyisihkan sebagian pendapatan periode sekarang sekedar untuk digunakan pada periode yang akan

datang maupun sekedar berjaga-jaga menghadapi kemungkinan pengeluaran tak terduga.

Karena tujuan menabung adalah menyiapkan dana untuk konsumsi masa mendatang, pemilihan aset (bentuk tabungan) harus didasarkan pada besar kecilnya imbalan aset (*rate of return*) tersebut, yakni persentase kenaikan nilai aset tersebut dalam kurun waktu tertentu. Perkiraan imbalan yang dipertimbangkan penabung (investor) dalam memilih aset adalah perkiraan imbalan riil (*real rate of return*) yakni angka *rate of return* yang didapat dari penghitungan nilai-nilai aset dalam berbagai bentuk produk yang sering dibeli oleh para penabung. (Krugman & Obstfeld, 2000:56-57).

Seperti halnya di pasar-pasar aset lainnya, para pelaku dalam pasar valuta asing mendasarkan permintaan terhadap simpanan dalam valuta asing pada perkiraan imbalan aset (mata uang) yang bersangkutan. Untuk membandingkan perkiraan imbalan dari sejumlah pilihan mata uang, mereka memerlukan dua jenis informasi. Pertama, mereka perlu tahu perubahan nilai uang dari simpanan itu. Kedua, mereka harus mengetahui kemungkinan perubahan kurs sehingga peluang imbalan dari masing-masing devisa dapat diperbandingkan

Suku bunga memainkan peranan penting dalam pasar valuta asing mengingat simpanan-simpanan berjumlah besar yang diperdagangkan di pasar menghasilkan bunga, masing-masing tingkat bunganya berlainan sesuai dengan mata uang yang menjadi satuannya. Simpanan-simpanan ini menghasilkan bunga, karena pada

dasarnya simpanan-simpanan ini merupakan pinjaman dari pemiliknya kepada pihak bank.

Suku bunga yang ditawarkan oleh simpanan dalam rupiah (Rp) dan dollar Amerika (US\$) menunjukkan sejauh mana perubahan nilai dollar dan nilai rupiah selama setahun. Jenis informasi selanjutnya yang diperlukan untuk membandingkan imbalan yang ditawarkan oleh simpanan rupiah dan simpanan dollar adalah perkiraan perubahan kurs dollar terhadap rupiah selama setahun itu.

Dalam model sederhana yang mempertautkan suku bunga dan kurs sebagai pertimbangan dalam memilih bentuk simpanan dalam dollar atau rupiah untuk memperoleh imbalan yang lebih besar adalah: (Krugman & Obstfeld, 2000:62-63)

$$R_{Rp} + (E_{\$/Rp}^e - E_{\$/Rp}) / E_{\$/Rp} \dots\dots\dots(2-1)$$

Di mana:

R_{Rp} : suku bunga simpanan rupiah selama setahun yang tengah berlaku saat ini.

$E_{\$/Rp}$: harga dollar dari rupiah (jumlah dollar per rupiah) yang tengah berlaku saat ini.

$E_{\$/Rp}^e$: kurs dollar/rupiah yang diharapkan tercipta setahun kemudian

Perkiraan imbalan inilah yang harus diperbandingkan dengan suku bunga simpanan dollar selama setahun, yaitu $R_{\$}$, dalam upaya menentukan simpanan manakah yang menawarkan perkiraan imbalan yang lebih besar (lebih menguntungkan). Selisih

perkiraan imbalan yang ditawarkan simpanan dollar dan simpanan rupiah sama dengan $R_{\$}$ dikurangi rumus (2.1) di atas:

$$\begin{aligned}
 & R_{\$} - \left[R_{Rp} + (E_{\$/Rp}^e) / E_{\$/Rp} \right] \\
 & = R_{\$} - R_{Rp} (E_{\$/Rp}^e - E_{\$/Rp}) / E_{\$/Rp} \dots\dots\dots(2-2)
 \end{aligned}$$

Bila selisihnya positif, maka simpanan dollar menawarkan perkiraan imbalan yang lebih tinggi; sebaliknya, bila selisihnya negatif, simpanan rupiah-lah yang menawarkan perkiraan imbalan (*expected rate of return*) yang lebih tinggi.

2.2.1. Pengaruh Perubahan Suku Bunga dan Pengharapan (*Expectation*) Terhadap Kurs Yang Tengah Berlaku

Dalam kehidupan sehari-hari kita sering membaca atau mendengar berita di berbagai media bahwa nilai dollar menguat karena suku bunga di Amerika Serikat tinggi, atau nilai dollar merosot karena suku bunga di Amerika Serikat turun. Dalam analisis pasar valuta asing kenaikan suku bunga dollar dapat mempengaruhi kurs dollar terhadap mata uang asing. Pada kurs semula perkiraan dari simpanan dollar lebih tinggi daripada simpanan rupiah (misalnya) karena suku bunga rupiah maupun perkiraan kurs di masa mendatang tidak berubah, maka apresiasi dollar meningkatkan perkiraan imbalan dollar dari simpanan rupiah dengan memperbesar tingkat depresiasi dollar di masa mendatang.

Demikian juga dengan perubahan pengharapan, apabila kurs yang tengah berlaku tetap, kenaikan perkiraan kurs dollar terhadap rupiah akan meningkatkan perkiraan tingkat depresiasi dollar. Karena, kenaikan perkiraan depresiasi dollar

meningkatkan perkiraan imbalan dollar dari simpanan rupiah. Pada kurs semula terdapat kelebihan penawaran simpanan dollar, oleh karena itu dollar mengalami depresiasi terhadap rupiah sampai kondisi keseimbangan tercapai.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa; *pertama*, apabila kondisi lainnya tetap kenaikan suku bunga dari simpanan suatu mata uang domestik mengakibatkan mata uang domestik tersebut mengalami apresiasi terhadap mata uang asing, *kedua*, apabila kondisi lainnya tetap kenaikan perkiraan kurs masa mendatang menyebabkan kenaikan kurs yang tengah berlaku. Demikian pula, kemerosotan atau penurunan perkiraan kurs masa mendatang menyebabkan penurunan kurs yang tengah berlaku.

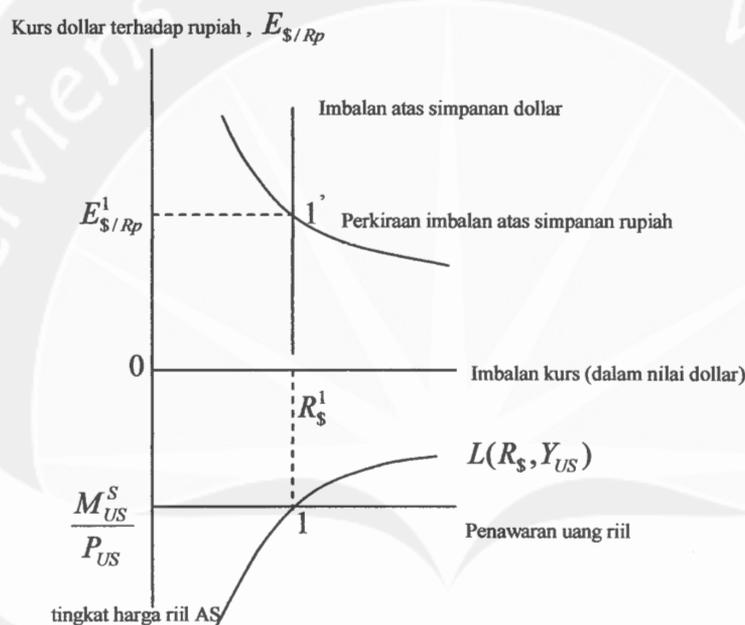
2.3. Keterkaitan Antara Uang, Suku Bunga dan Kurs

Teori permintaan aset menjelaskan bahwasannya perubahan-perubahan suku bunga mempengaruhi permintaan uang. Teori tersebut menyatakan bahwa, bila semua kondisi lainnya tetap, masyarakat lebih menyukai yang menawarkan perkiraan atau harapan imbalan yang lebih besar. Oleh karena kenaikan suku bunga langsung memperbesar tingkat imbalan relatif aset-aset *non-liquid* dibandingkan dengan tingkat imbalan uang, maka jika suku bunga meningkat, setiap orang akan menambah kekayaan dalam bentuk aset-aset non-uang yang menawarkan imbalan sebesar suku bunga pasar tersebut, serta mengurangi kekayaannya yang tersimpan dalam bentuk uang tunai. Kesimpulannya, *ceteris paribus*, kenaikan suku bunga akan menurunkan tingkat permintaan uang.

Agar dapat menganalisis hubungan antara uang dengan kurs dalam jangka pendek akan dijelaskan melalui gambar. Asumsi yang digunakan adalah kurs mata uang dollar terhadap mata uang rupiah yang merupakan variabel yang diteliti.

Gambar 2.1

Keseimbangan Simultan di Pasar Uang dan Pasar Valuta Asing



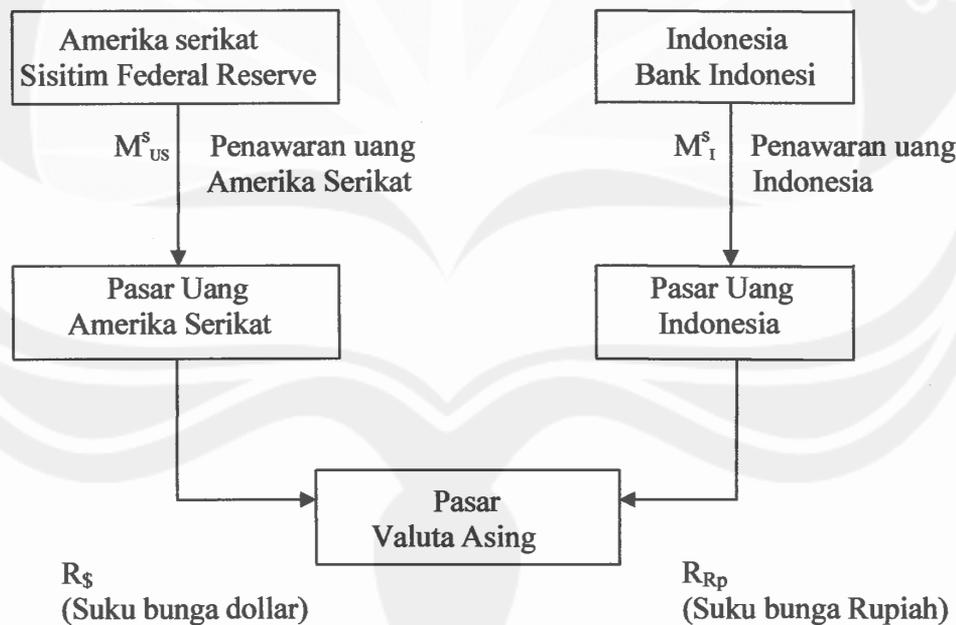
Sumber: Krugman dan Obsfelt, dalam *Ekonomi Internasional* hal: 96

Gambar 2-1 menekankan keterkaitan antara pasar uang Amerika Serikat (gambar bagaian bawah) dan pasar valuta asing. Keterkaitan itu adalah bahwasannya pasar uang Amerika menentukan suku bunga dollar, yang pada gilirannya mempengaruhi kurs penentu kehadiran kondisi *interest parity*. Demikian juga yang terjadi di Indonesia, terdapat keterkaitan antara pasar uang Indonesia dan pasar valuta asing yang operasinya dipengaruhi oleh perubahan-perubahan suku bunga rupiah.

Bank-bank Sentral Amerika dan Bank Sentral Indonesia (gambar 2.2), menentukan penawaran uang Amerika dan Indonesia, yaitu M_{US}^s dan M_I^s . Bila harga dan pendapatan nasional kedua negara diabaikan, keseimbangan pasar uang nasional masing-masing negara mempengaruhi suku bunga dollar dan rupiah, yakni $R_{\$}$ dan R_{Rp} . Kedua suku bunga ini mempengaruhi pasar valuta asing di mana, bila perkiraan kurs $\$/Rp$ di masa mendatang diabaikan, kurs $\$/Rp$ yang tengah berlaku langsung ditentukan oleh *interest parity*. (Krugman dan Obsfelt, 1991:96-97).

Gambar 2.2

Keterkaitan pasar uang dengan kurs



Sumber: Krugman dan Obsfelt, dalam *Ekonomi Internasional* hal: 97

Untuk kasus internasional, menurut Krugman (1973) dalam Kuspradono:42 (Moneter II) , tingkat suku bunga dalam negeri ditentukan oleh tingkat suku bunga luar negeri ditambah dengan harapan adanya depresiasi. Akan tetapi, ini berlaku untuk SOE (*Small Open Economy*) seperti Indonesia. Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$R_d = R_f + E(e) \dots\dots\dots(2-3)$$

di mana: R_d : tingkat bunga deposito di dalam negeri berlaku untuk satu tahun.

R_f : tingkat bunga deposito partner dagang Indonesia untuk satu tahun.

$E(e)$: harapan akan adanya depresiasi mata uang rupiah.

Jadi, jelas bahwa harapan akan adanya tingkat depresiasi yang tinggi di masa mendatang, ini berarti penurunan nilai rupiah, akan membuat pemegang deposito dalam rupiah menukarkan uangnya dengan mata uang asing seperti US \$, atau sering disebut dollarisasi. Jika harapan depresiasi tidak menjadi kenyataan, kurs US \$-pung akan meningkat karena permintaan akan US \$ melonjak sehingga jumlah uang beredar semakin berkurang dan tidak diikuti penawaran US \$ yang sama. Ini sama saja, jika tingkat bunga di USA meningkat, maka bunga deposito di Indonesia ikut juga naik karena US \$ termasuk *strong currency*.

Tingkat bunga deposito yang tinggi melebihi di luar negeri ($r_d > r_f$) akan mengakibatkan *capital inflow*, ini akan meningkatkan harapan adanya apresiasi rupiah dengan semakin bertambahnya cadangan devisa di Bank Indonesia. Jika sebaliknya yang terjadi, maka akan meningkatkan inflasi yang diimpor

2.4. Teori Paritas Daya Beli (*Purchasing Power Parity*)

Teori ini dikemukakan oleh ahli ekonom dari Swedia, bernama Gustav Bassel. Dasar teorinya bahwa, perbandingan nilai satu mata uang dengan mata uang lain ditentukan oleh tenaga beli uang tersebut (terhadap barang dan jasa) di masing-masing negara. Pada pokoknya ada dua versi dari teori *Purchasing Power Parity*, yakni interparitas absolut dan relatif.

Doktrin Paritas Daya Beli itu selama beberapa tahun terakhir telah diuji. Bukti-bukti menunjukkan bahwa dalam periode kekacauan harga-harga (terutama selama inflasi yang menggila atau hiperinflasi), kurs tukar valuta asing bergerak sejalan dengan ramalan teori paritas daya beli. Tetapi selama dasawasa berikutnya dalam sistem kurs mengambang (di mana guncangan ekonomi bersumber pada berbagai jenis masalah dan ketika negara-negara industri tidak banyak dibebani inflasi) doktrin tersebut kurang mampu meramalkan gelombang ayun kurs tukar. Dengan kata lain, terdapat variasi yang sangat lebar dalam kurs tukar riil yaitu kurs tukar yang disesuaikan dengan tingkat harga internal. Hal ini terjadi pada dollar sejak tahun 1979. (Samuelson & Nordhaus: 429-430)

2.5. Persamaan Dasar Pendekatan Moneter (Teori Moneter)

Dalam perumusan model ini peneliti mengikutsertakan tingkat harga relatif sebagai variabel yang mempengaruhi kurs, akan tetapi pada perumusan dan penurunan model sesungguhnya yang dipergunakan dalam penelitian ini hanya

menggunakan variabel suku bunga sebagai variabel yang mempengaruhi kurs dengan asumsi variabel-variabel lain adalah tetap.

Demi mengembangkan prediksi-prediksi pendekatan moneter terhadap perubahan kurs dollar Amerika terhadap rupiah, diasumsikan bahwa dalam jangka panjang pasar valuta asing mencapai suatu tingkat di mana PPP bernilai:

$$E_{\$/Rp} = P_{US} / P_I$$

Dalam kalimat lain, kita berasumsi bahwa persamaan di atas berlaku di dunia yang tidak mengenal kekakuan pasar yang menghambat kecepatan penyesuaian kurs dan harga-harga lainnya demi terjaganya kondisi *full employment*.

Sebelum melanjutkan pada penurunan selanjutnya harus diketahui bahwa tingkat harga-harga domestik dinyatakan dalam permintaan dan penawaran uang. Di Amerika Serikat:

$$P_{US} = M_{US}^s / L(R_{\$}, Y_{US}) \dots\dots\dots(2-4)$$

Sedangkan di Indonesia,

$$P_I = M_I^s / L(R_{Rp}, Y_I) \dots\dots\dots(2-5)$$

Di mana:

P : harga-harga relatif

M : penawaran uang

L(R, Y): permintaan uang riil agregat yang merupakan fungsi yang menurun terhadap suku bunga dan meningkat terhadap output riil.

Tiga persamaan di atas dapat digabungkan dan terbentuklah persamaan dasar dari pendekatan moneter yaitu:

$$E = (M_{US}^S / M_I^S) \times [L(R_{Rp}, Y_I) / L(R_{\$}, Y_{US})] \dots\dots\dots(2-6)$$

Persamaan ini menyatakan bahwa, kurs dalam jangka panjang sepenuhnya tergantung pada penawaran-penawaran relatif kedua mata uang serta permintaan-permintaan riil relatifnya. Berbagai pergeseran suku bunga dan tingkat output hanya dapat mempengaruhi kurs melalui pengaruh mereka terhadap permintaan uang.

Inti persamaan (2-6) akan lebih jelas bila persamaan tersebut disajikan dalam bentuk yang lebih ringkas yakni:

$$E = (M_{US}^S / M_I^S) \times \lambda(R_{\$} - R_{Rp}, Y_I / Y_{US}) \dots\dots\dots(2-7)$$

Di mana $\lambda(R_{\$} - R_{Rp}, Y_I / Y_{US})$ adalah permintaan uang riil agregat relatif di Indonesia dibandingkan dengan di Amerika Serikat. Bila semua kondisi lainnya tetap (*ceteris paribus*) persamaan (2-7) memperidiksikan bahwa:

1. Kenaikan penawaran uang Amerika atau penurunan penawaran uang Indonesia dalam jangka panjang, akan menyebabkan depresiasi secara proporsional dollar terhadap rupiah (rupiah terapresiasi), sedangkan penurunan penawaran uang Amerika atau kenaikan penawaran uang Indonesia menimbulkan hal sebaliknya, yakni apresiasi dollar terhadap rupiah.
2. Kenaikan selisih bunga $R_{\$} - R_{Rp}$, sehingga suku bunga dollar menjadi lebih tinggi dibanding suku bunga rupiah, akan meningkatkan permintaan uang riil Indonesia secara relatif terhadap permintaan uang riil Amerika; kenaikan

$\lambda(R_s - R_{Rp}, Y_I / Y_{US})$ mengakibatkan dollar mengalami depresiasi terhadap rupiah dalam jangka panjang. Demikian sebaliknya, kenaikan relatif suku bunga rupiah akan membuat dollar mengalami apresiasi terhadap rupiah.

3. Kenaikan nisbah output Indonesia terhadap output Amerika akan meningkatkan permintaan uang Indonesia relatif terhadap permintaan uang Amerika. Ini mengakibatkan $\lambda(R_s - R_{Rp}, Y_I / Y_{US})$ naik dan dollar mengalami depresiasi terhadap rupiah dalam jangka panjang. Kenaikan relatif output Amerika sebaliknya akan mengakibatkan dollar mengalami apresiasi terhadap rupiah.

Untuk memahami prediksi-prediksi ini, harus diingat bahwa pendekatan moneter, seperti halnya teori-teori jangka panjang lainnya, mengasumsikan bahwa proses penyesuaian dari suku bunga sama cepatnya dengan penyesuaian kurs, yakni berlangsung seketika. (Krugman dan Obsfelt, 1991:125)

Hasil yang dilakukan pendekatan moneter melalui persamaan (2-7) adalah nilai mata uang suatu negara di pasar valuta asing bergerak secara proporsional dengan tingkat penawaran dalam jangka panjang (prediksi nomor satu). Teori ini memunculkan suatu sekilas terkesan paradoks (prediksi nomor dua). Pada penjelasan-penjelasan sebelumnya selalu didapati bahwa suatu mata uang mengalami apresiasi bila suku bunga yang ditawarkan secara relatif naik terhadap suku bunga mata uang lainnya. Kondisi ini bertentangan dengan prediksi nomor dua di atas yang menyatakan bahwa kenaikan suku bunga justru mengakibatkan mata uang yang

bersangkutan mengalami depresiasi melalui penurunan tingkat permintaan riilnya. Ini menjelaskan bahwa kita tidak dapat sepenuhnya mengetahui pengaruh perubahan suku bunga terhadap kurs sebelum mengetahui pasti mengapa suku bunga itu berubah.

2.5.1. Sebuah Mekanisme Transmisi Untuk Kebijakan Moneter Terhadap Suku Bunga Dan Kurs.

Kejadian-kejadian di akhir 1970-an dan di awal 1980-an menunjukkan bahwa kebijakan moneter mempengaruhi makro ekonomi dengan cara mengejutkan jika kurs tukar bersifat fleksibel.

1. Bank Central di Amerika mengetatkan uang dengan akibat meningkatnya suku bunga di Amerika relatif terhadap Indonesia dan negara-negara lainnya.
2. Akibatnya suku bunga dollar yang tinggi menjadikan investasi di Amerika sangat menarik dibanding di Indonesia. Mengalirlan modal asing ke Amerika. Permintaan akan dollar meningkat sehingga kursnya di bursa valuta asing juga naik. Dollar mengalami apresiasi.
3. Tingginya nilai dollar menjadikan harga ekspor Amerika relatif tinggi dan membuat barang Indonesia terasa sangat murah. Dampak yang terjadi adalah bahwa impor Amerika dari Indonesia meningkat tajam baik dalam kuantitas maupun nilainya. Ekspor Amerika terus menurun karena tidak kuat menghadapi persaingan barang Indonesia dan negara lainnya. Efeknya adalah

volume ekspor menurun dan volume impor naik. Ekspor Netto riil (volume ekspor dikurangi volume impor).

4. Karena adanya mekanisme multiplaiier, kemerosotas ekspor netto riil sifatnya sama dengan kemerosotan investasi atau belanja pemerintah; akibatnya adalah penurunan GNP riil dan penyempitan lapangan kerja sehingga dampak jangka panjangnya adalah merosotnya nilai tukar mata uang di pasar valuta.