

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Pengertian Valas

Valas atau *Foreign Exchange* (forex) diartikan sebagai mata uang asing dan alat pembayaran lainnya yang digunakan untuk melakukan atau membiayai transaksi ekonomi dan keuangan internasional dan yang mempunyai catatan resmi pada bank sentral (Hamdy Hady, 2001;15). Mata uang yang sering digunakan sebagai alat pembayaran dari kesatuan hitung dalam transaksi ekonomi dan keuangan internasional disebut *Hard Currency*, yaitu mata uang yang nilainya relatif stabil dan kadang-kadang mengalami apresiasi atau kenaikan nilai terhadap mata uang lainnya. *Hard Currency* pada umumnya berasal dari negara-negara industri maju seperti *USD, CHF, DEM, FRF* dan *Pound*. Sedangkan *Soft Currency* adalah mata uang relatif tidak stabil atau lemah dan sering mengalami depresiasi atau penurunan nilai terhadap mata uang lainnya. *Soft Currency* ini pada umumnya berasal dari negara-negara berkembang seperti *Rupiah, Peso, Bath, dan Rupee*.

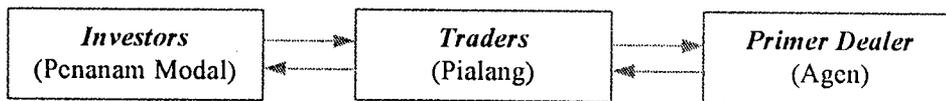
Total valas yang dimiliki oleh pemerintah dan swasta dari suatu negara disebut juga sebagai Cadangan Devisa. Cadangan Devisa tersebut dapat diketahui dari posisi *Balance of Payment* (BOP) atau Neraca Pembayaran Internasional.

Selisih antara kurs jual dan kurs beli disebut *Spread*. Nilai kurs jual selalu lebih tinggi dari kurs beli.

Menurut Meir Kohn (1993;151) pelaku dan mekanisme perdagangan valuta asing dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1

Mekanisme Perdagangan Valas



Para investor adalah para pelaku perekonomian seperti lembaga keuangan, dunia usaha yang kelebihan dana, investor asing dan investor perorangan. Sedangkan *primer dealer* berfungsi sebagai pembeli dan penjual sejumlah dana dengan para investor, bersedia menjual surat berharga yang bersifat khusus sekalipun *dealer* tersebut memiliki dana yang terbatas, menyampaikan informasi harian kepada bank sentral dan menyediakan dana bagi surat berharga yang dipegang dalam kegiatan pasar diskonto. *Trader* bertugas menjaga kerahasiaan terhadap dealer, khususnya siapa yang akan membeli dan juga yang akan menjual valuta. Untuk mendukung pekerjaan tersebut *trader* memiliki suatu alat monitor (seperti *reuter* atau *telerate*) yang dapat memberikan informasi kepada dealer atau pelaku ekonomi lainnya secara kontinyu tentang data surat berharga yang ditawarkan oleh calon penjual dan calon pembeli baik dalam jumlah dana maupun suku bunganya.

2.1.2. Teori Nilai Tukar (Exchange Rate)

2.1.2.1. Teori Tingkat Bunga (Interest Rate)

1. Pengertian Tingkat Bunga (Interest Rate)

Pada saat mempelajari bagaimana uang mempengaruhi kegiatan perekonomian, maka semua terfokus pada dampak dari perubahan *Interest Rate* yang seringkali disebut sebagai "*The Price of Money*". Tingkat bunga dipengaruhi oleh pengaruh kebijaksanaan fiskal dan moneter, yang diukur dari perubahan tingkat siklus bisnis. Tingkat bunga juga mencerminkan ekspektasi dari masyarakat terhadap perubahan ekonomi yang akan terjadi di masa mendatang.

Chadler (1990 ; 82), menguraikan secara ringkas mengenai pengertian *Interest Rate*, yaitu:

"Interest Rate is a measure of the price paid by borrower (or debtor) to a lender (or creditor) for the use of resources during some time interval. The sum transferred from the lender to the borrower is referred to as the principal and the price paid for the use is usually expressed as a percentage of the principal per unit of time (mostly per year)."

Dari pernyataan tersebut, maka dapat dijelaskan bahwa tingkat bunga merupakan pembayaran dari debitor sejumlah uang dari suatu persentase terhadap modal yang diberikan oleh kreditor dalam jangka waktu tertentu, sebagai syarat pengembalian dari pinjaman. Pinjaman oleh kreditor dalam hal ini investor digunakan untuk diinvestasikan guna meraih keuntungan.

2. Faktor-faktor yang mempengaruhi Tingkat Bunga

Beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat bunga, diantaranya adalah ;

(1). *Federal Reserve Policy*

Seandainya pemerintah ingin mengurangi uang yang beredar di masyarakat, maka pemerintah dengan mengeluarkan kebijakan untuk menaikkan tingkat suku bunga dengan harapan uang yang beredar di

masyarakat akan berkurang (*tight money policy*). Demikian sebaliknya, jika pemerintah ingin meningkatkan jumlah uang yang beredar di masyarakat, maka tingkat suku bunga diturunkan.

(2). *Federal Deficits* (Defisit Anggaran Pemerintah)

Jika jumlah penerimaan negara lebih kecil daripada pengeluarannya, maka terjadilah defisit. Kalau pemerintah mengalami defisit biasanya akan menarik pinjaman sehingga suku bunga meningkat., sebaliknya jika pemerintah mencetak uang biasanya mengakibatkan tingkat inflasi naik yang nantinya akan disusul dengan naiknya tingkat suku bunga, jadi semakin besar defisit tingkat suku bunga juga akan semakin tinggi pula.

(3). *Foreign Trade Balance*

Seandainya impor lebih besar daripada ekspor, berarti kita mengalami defisit perdagangan (*Foreign Trade Deficit*) sehingga untuk menutupi kerugian akibat impor lebih besar daripada ekspor tadi, maka kita terpaksa harus meminjam. Dengan meminjam berarti tingkat suku bunga akan meningkat.

(4). *Business Activity*

Ada kecenderungan bahwa tingkat bunga akan dipengaruhi oleh aktivitas bisnis suatu negara. Tingkat inflasi yang tinggi akan menyebabkan tingkat bunga jadi tinggi, jika *demand of money* dan tingkat inflasi turun, maka pada waktu yang sama pemerintah akan berupaya meningkatkan *money supply* untuk merangsang ekonomi yang sedang lesu dan salah satu cara yang ditempuh adalah dengan menurunkan tingkat bunga. Dengan

tingkat bunga yang rendah ini diharapkan dapat merangsang investasi bisnis.

2.1.2.2. Pengertian *Arbitrage*

Arbitrage dapat didefinisikan secara luas sebagai upaya mengambil keuntungan dari ketidaksesuaian harga-harga aktual atau dapat dikatakan sebagai tindakan secara serentak membeli valas di suatu pasar dan menjual valas tersebut di pasar lain.

Menurut John F. Marshall dan Vipuk K. Barsal (1992 ; 230), *Arbitrage* adalah:

“The simultaneous taking of position in two or more markets in order to exploit a valuation discrepancy between the pricing of asset in the different markets.”

Ada tiga jenis *Arbitrage*, yaitu :

a. *Covered Interest Arbitrage*

Covered Interest Arbitrage cenderung mendorong hubungan antar suku bunga dari dua negara menjadi sama dengan *premium* atau *discount forward exchange rate*. *Covered Interest Arbitrage* memerlukan investasi di luar negeri dan pada saat yang sama membentuk perlindungan dari resiko nilai tukar. Variable yang mempengaruhi *covered interest rate* adalah *spot rate*, tingkat bunga dan tingkat inflasi.

b. *Triangular Arbitrage*

Triangular Arbitrage terjadi apabila terdapat ketimpangan antara *Cross Exchange Rate* yang digunakan dalam menentukan hubungan antar valuta non dollar. Dalam *triangular arbitrage* tidak terikat suatu dana dan

strateginya atau *Risk Free* karena tidak terdapat suatu transaksi mengenai nilai valuta yang akan dibeli maupun valuta yang akan dijual.

c. *Locational Arbitrage*

Menurut Jeff Madura (2000; 184) istilah *Locational Arbitrage* mengacu kepada pengambilan keuntungan dari perbedaan-perbedaan nilai tukar antar lokasi.

2.1.2.3. Teori *Interest Rate Parity (IRP Theory)*

Teori IRP menyatakan bahwa perbedaan tingkat bunga pada Internasional *Money Market* akan cenderung sama dengan *forward rate premium* atau *discount*. Dengan kata lain, berdasarkan teori IRP akan dapat ditentukan berapa perubahan kurs *forward* atau *forward rate (FR)* dibandingkan dengan *spot rate (SR)* bila terdapat perbedaan tingkat bunga antar *home country* dengan *foreign country*.

Dengan demikian seorang pemilik dana akan dapat menentukan dalam mata uang apa dananya akan diinvestasikan, yaitu dengan membandingkan besarnya perbedaan tingkat bunga antar dua negara (*home and foreign country*) dengan perbedaan antar *forward rate* dan *spot rate* yang ditentukan oleh *forward rate premium* atau *discount*.

Hubungan antara *forward premium* atau *discount* dari suatu valas dengan tingkat bunga dari pasar uang tersebut menurut teori IRP (Dr.Hamdy Hady,2001;58) dapat ditentukan dengan formula berikut:

$$FR = SR (1 + p) \dots\dots\dots(2.1)$$

$$P = \frac{(1 + ih)}{(1 + if)} - 1 \dots\dots\dots(2.2)$$

$$FR = SR \frac{(1 + ih)}{(1 + if)} \dots\dots\dots(2.3)$$

Keterangan:

FR = *Forward Rate*

SR = *Spot Rate*

If = *Interest rate* atau tingkat bunga *foreign deposit*

Ih = *Interest rate* atau tingkat bunga *home deposit*

P = *Forward rate premium* atau *discount*.

Dari perhitungan *Forward Premium/Discount* tersebut dapat disimpulkan :

- $ih > if$, maka akan diperoleh $p > 0$ atau positif dan ini berarti *Forward Rate premium* dan *Forward Rate* $>$ *Spot Rate*.
- $ih < if$, maka akan diperoleh $p < 0$ atau negatif dan ini berarti *Forward Rate Discount* dan *Forward Rate* $<$ *Spot Rate*.

Dalam teori IRP, jika tingkat bunga di luar negeri lebih kecil daripada *interest rate* di dalam negeri berarti telah terjadi *forward rate* yang harus menunjukkan *premium*, sehingga ada alasan untuk investor mencoba melakukan *Covered Interest Arbitrage*.

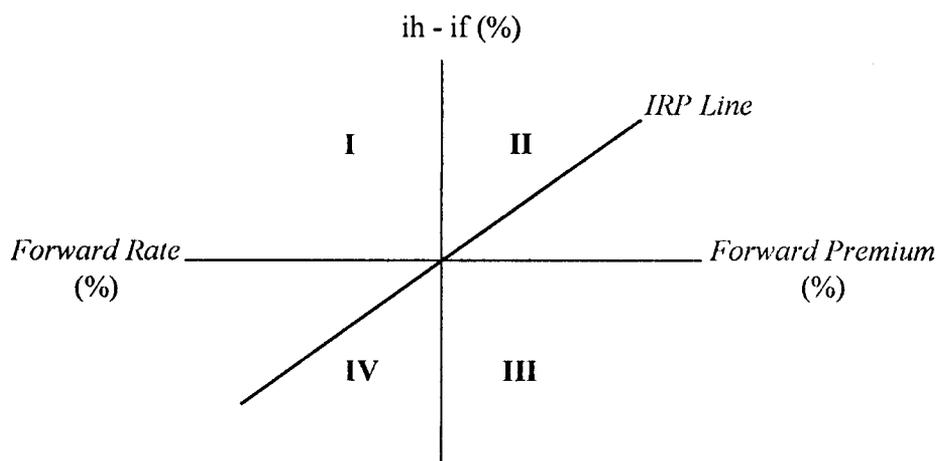
Pengujian terhadap adanya perbedaan *interest rate* dan membandingkannya dengan *forward premium* atau *discount* adalah dengan membuat grafik seperti pada gambar 2.2.

Hal ini dilakukan dengan memasukkan semua kemungkinan titik-titik yang mewakili *Interest Rate Parity* dengan menggunakan taksiran yang sudah ditetapkan

terlebih dahulu dan meletakkan dalam angka. Jika *Interest Rate Parity* di luar negeri lebih besar dari rate di dalam negeri berarti terjadinya suatu *discount* dalam hal ini akan terletak disisi kiri bawah. Sedangkan jika *foreign interest rate* lebih kecil daripada *home interest rate* berarti *forward rate* menunjukkan adanya *premium* sehingga akan terletak di kuadran ke II. Garis diagonal dari kuadran ke IV menuju ke kuadran ke II menunjukkan garis *Interest Rate Parity*.

Gambar 2.2

Interest Rate Parity



Sumber : Jeff Madura (1992; 191)

Setiap titik yang berada dibawah garis *Interest Rate Parity* pada kuadran ke IV, dapat diharapkan bahwa *Covered Interest Arbitrage* menguntungkan bagi investor karena memperoleh *gain* sebesar titik tersebut dikurangi dengan *discount* yang terjadi. Tetapi apabila titik tersebut terletak dibawah garis *Interest Rate Parity* dan di kuadran ke II berarti investor mengalami kerugian. Apabila titik tersebut berada diatas garis *Interest Rate Parity* dan di kuadran ke IV berarti bahwa investor akan mendapatkan *return* yang lebih sedikit apabila melakukan investasi dalam

valuta asing, dibandingkan dengan *return* yang dapat diperoleh apabila investor melakukan penanaman dalam negeri. Lokasi dari titik-titik memberikan indikasi dari apakah *Covered Interest Arbitrage* dapat memberikan keuntungan yang berharga bagi investor. Untuk titik yang terletak disebelah kanan garis *Interest Rate Parity*, investor dalam negeri harus mempertimbangkan untuk menggunakan *Covered Interest Arbitrage* lebih tinggi dibandingkan luar negeri. Titik-titik yang terletak disebelah kiri dari garis *Interest Rate Parity* adalah tidak layak untuk *Covered Interest Arbitrage* terutama bagi investor dalam negeri, akan tetapi lebih cocok bagi investor asing. Sementara itu investor asing harus melakukan *Covered Interest Arbitrage* dengan membeli dan menyimpan valuta dalam negeri, secara serentak dengan menjual valuta dalam negeri untuk jangka waktu dimana deposito tadi telah jatuh tempo. Jadi jika *Interest Rate Parity* muncul maka investor tidak akan dapat menggunakan *Covered Interest Arbitrage* untuk mencapai *return* yang lebih tinggi daripada yang dapat diperoleh di dalam negeri.

2.1.2.4. Teori *Purchasing Power Parity* (PPP Theory)

Selain tingkat bunga, salah satu teori yang sangat populer dan kontroversial dalam keuangan internasional adalah teori paritas daya beli (*Purchasing Power Parity*) yang berfokus pada hubungan inflasi nilai tukar. Ada dua bentuk teori PPP (Jeff Madura, 2000;208), yaitu:

1. Bentuk Absolut (Absolut Form)

Juga dinamakan " hukum satu harga (the law of one price) ", diperkenalkan oleh Gustav Cassel setelah perang dunia I, menyatakan bahwa harga dari produk-produk yang sama di dua negara yang berbeda seharusnya sama jika diukur memakai valuta yang sama. Jika terdapat perbedaan harga setelah diukur memakai

valuta yang sama, akan terjadi perubahan permintaan sehingga harga yang satu akan mendekati yang lain.

2. Bentuk Relatif (Relative Form)

Memperhitungkan keberadaan ketidaksempurnaan pasar seperti biaya transportasi, tarif dan kuota. *Relative form* ini menyatakan bahwa laju perubahan harga produk seharusnya tidak jauh berbeda jika diukur memakai valuta yang sama, sepanjang biaya transportasi dan proteksi perdagangan tidak berubah.

Dengan demikian jika inflasi terjadi dan nilai tukar antar valuta lokal dengan valuta asing berubah, maka indeks harga luar negeri dari perspektif konsumen domestik menjadi sebagai berikut:

$$P_f (1+I_f) (1+e_f) \dots\dots\dots(2.4)$$

Sumber: Alan C. Saphiro (1991;153)

Keterangan:

P_f = Price Index Foreign Country

I_f = Inflation Rate Foreign Country

e_f = Persentase perubahan kurs

Kita dapat memecahkan e_f dalam kondisi PPP dengan cara sebagai berikut;

$$P_f (1+I_f) (1+e_f) = P_h (1+I_h) \dots\dots\dots(2.5)$$

Kemudian, kita keluarkan e_f dari persamaan tersebut:

$$1 + e_f = \frac{P_h(1+I_h)}{P_f(1+I_f)} \dots\dots\dots(2.6)$$

$$e_f = \frac{P_h(1+I_h)}{P_f(1+I_f)} - 1 \dots\dots\dots(2.7)$$

Karena $P_h = P_f$, maka e_f menjadi seperti berikut:

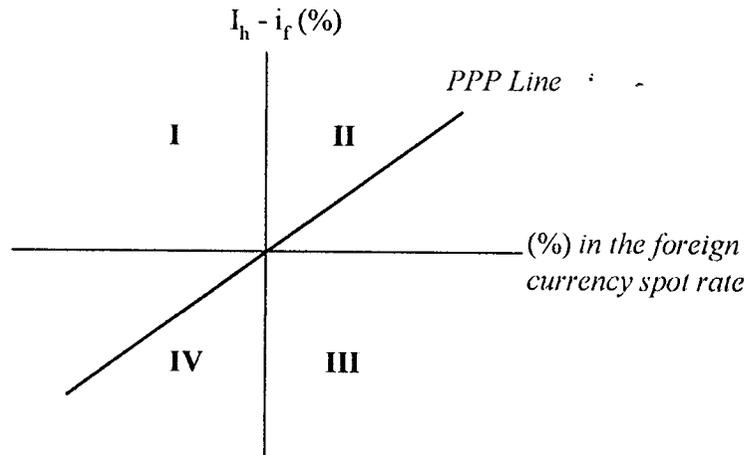
$$e_f = \frac{(1 + I_h)}{(1 + I_f)} - 1 \dots\dots\dots (2.8)$$

Dari formula diatas mencerminkan hubungan antara laju inflasi relatif dengan nilai tukar menurut PPP :

- Jika $I_h > I_f$, maka akan diperoleh $e_f > 0$ (positif)
Artinya valas yang dimaksud akan mengalami apresiasi terhadap valuta domestik pada saat inflasi domestik melebihi inflasi luar negeri.
- Sebaliknya, jika $I_h < I_f$, maka akan diperoleh $e_f < 0$ (negatif)
Artinya valas yang dimaksud akan mengalami depresiasi pada saat inflasi di negara tersebut melebihi inflasi domestik.

Dengan menggunakan teori PPP, dapat ditaksir akibat yang potensial dari inflasi terhadap tingkat pertukaran dengan cara menggunakan grafik pada gambar 2.3. Dimana dalam grafik tersebut menunjukkan usulan perbedaan inflasi dalam negeri dan luar negeri terhadap tingkat pertukaran. Dalam teori PPP ini perbedaan tingkat perubahan antara dalam negeri dengan luar negeri harus disesuaikan sebesar perbedaan tersebut terhadap valuta asing. Garis diagonal dikenal sebagai garis *Purchasing Power Parity*. Apabila titik antara inflasi dalam negeri dengan luar negeri berada di kuadran II di garis *Purchasing Power Parity* maka berarti harus dilakukan apresiasi terhadap valuta luar negeri sebesar selisih perbedaan inflasi diantara dalam negeri dan luar negeri.

Gambar 2.3
Purchasing Power Parity



Sumber: Alan C.Saphiro (1991;154)

Apabila titik pertemuan antara inflasi dalam negeri dan luar negeri terletak di kuadran ke IV dan berada pada garis *Purchasing Power Parity* maka harus dilakukan depresiasi nilai valuta asing tersebut.

Sedangkan apabila titik pertemuan atau inflasi di dalam negeri dengan inflasi di luar negeri berada di kuadran ke I berarti adanya tambahan terhadap *Purchasing* barang pada barang luar negeri, sehingga konsumen dalam negeri akan lebih menguntungkan membeli barang dari luar negeri, sebaliknya apabila titik pertemuan tersebut berada di kuadran ke III berarti adanya penurunan terhadap *Purchasing Power* barang luar negeri. Menurut teori PPP, *disparity* dalam *purchasing power* akan muncul hanya dalam jangka waktu yang pendek karena bilamana konsumen dalam negeri mengambil keuntungan dari adanya *disparity* dengan membeli lebih banyak barang dari luar negeri maka akan mengakibatkan

tekanan terhadap nilai valuta asing sehingga akan bergerak menuju *Purchasing Power Parity*.

2.2. Penelitian Terdahulu (Kajian Empirik)

Proses memprediksi mata uang dengan metode *market-based*. beranggapan bahwa *forward rate* merupakan alat prediksi yang tidak bias terhadap *spot rate* di waktu mendatang. *Forward rate* merupakan upaya prediksi yang paling optimal bagi *future spot* pada pasar yang efisien. Dugaan ini dikenal dengan nama hipotesis *unbiased forward rate*.

Banyak penelitian empiris dilakukan untuk menguji hipotesis tersebut. Hasil dari sebagian besar uji empiris tersebut menyimpulkan bahwa hipotesis tersebut dapat diterima. Diantara para penelitinya adalah Cornell (1977), Levich (1978,1979), dan Frenkell (1977,1980) yang menyatakan bahwa hipotesis mengenai *forward rate is an unbiased forecast of the future spot rate* adalah benar.

Akan tetapi peneliti lainnya seperti Philips dan Hensen yang melakukan penelitian serupa pada tahun 1990, menemukan bahwa terdapat integrasi data antara *forward rate* (F_t) dengan *spot rate* (S_{t+1}) pada periode t . Hal ini disebabkan data-data tersebut non-stationer. Maka para peneliti tadi menggunakan variabel lain untuk menguji hipotesis tersebut, dimana variabel baru yang dipergunakan adalah perubahan *spot rate* ($S_{t+1}-S_t$) dan *forward discount/premium* (F_t-S_t). Hasilnya menunjukkan bahwa hipotesis tersebut dapat ditolak. Atau koefisien korelasi dari *forward discount/premium* (β) adalah tidak sama dengan satu, dimana nilai β akan membias sampai mendekati nol.

Penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Goodhart, McMahon dan Ngama, pada tahun 1997. Mereka melakukan pengujian ulang atas penelitian Philips dan Hansen. Hasilnya secara empiris dan matematis membuktikan bahwa hipotesis *unbiased forward rate* sebagai prediksi atas *future spot rate* dapat ditolak.

Penelitian lain di Indonesia dilakukan oleh Bahtiar Usman (1998) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *Arbitrage* mempunyai peranan yang sangat besar dalam perdagangan valuta asing karena memberikan tambahan keuntungan dari investasi dana yang belum digunakan untuk jangka waktu pendek.

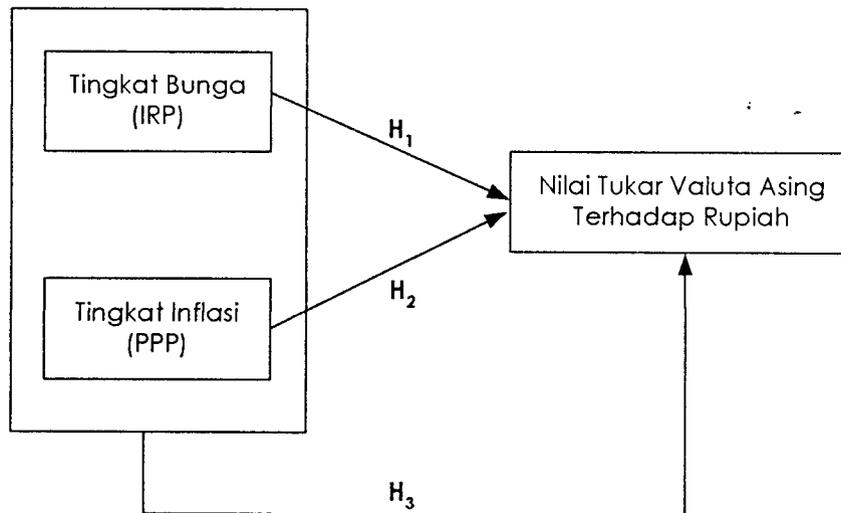
Hasil penelitian Maria (2003) menunjukkan bahwasanya terdapat hubungan yang kuat antara suku bunga (IRP) dan inflasi (PPP) berdasarkan analisis *Covered Interest Arbitrage* (CIA) terhadap perubahan nilai tukar pada tahun 1992-1998.

2.3. Kerangka Pemikiran Dan Hipotesis

2.3.1. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dilakukan untuk melihat pengaruh tingkat suku bunga dan inflasi terhadap valuta asing yang dianggap sebagai *Hard Currency*. Masing-masing *Hard Currency* dibuat model regresi, di mana variabel terikat adalah kurs valas tersebut terhadap rupiah, sedangkan variable bebasnya adalah IRP dan PPP. Kerangka pemikiran penelitian ini dapat dilihat pada gambar 2.4.

Gambar 2.4
Skema Kerangka Pemikiran



2.3.2. Hipotesis

Berdasarkan pada rumusan permasalahan dan tujuan penelitian diatas, maka penulis dapat menyatakan hipotesis penelitiannya adalah sebagai berikut:

(1) Hipotesis 1 (H_1):

IRP memberi pengaruh terhadap perubahan nilai tukar valuta asing.

(2) Hipotesis 2 (H_2):

PPP memberi pengaruh terhadap perubahan nilai tukar valuta asing.

(3) Hipotesis 3 (H_3):

IRP dan PPP memberi pengaruh terhadap perubahan nilai tukar valuta asing secara bersamaan.