

Pengujian Resiko Redenominasi terhadap Nilai Tukar Rupiah

Abdul Holik*

Institut Bisnis Muhammadiyah Bekasi
abdulholiq20@gmail.com

*Penulis Korespondensi

Diajukan : 7 Agustus 2021
Disetujui : 25 Agustus 2021
Dipublikasi : 25 Agustus 2021

ABSTRACT

The redenomination is a breakthrough policy to induce the stabilization because making transaction easier among the economic agents. This quantitative research aims to find the properness of redenomination policy in Indonesia. The focus of this research is to analyze the impact of redenomination risk on rupiah exchange rate performance. It is conducted from April 1st, 2015 until May 9th, 2016. The method of analysis used here is VECM (Vector Error Correction Model) to find relation reciprocally among the three variables: CDS (Credit Default Swap) as proxy for redenomination risk, exchange rate, and sovereign yields. Based on the result, we find that there are negative impacts in the long-run and short-run from redenomination risk on rupiah exchange rate. Meanwhile the sovereign yield has positive impact on rupiah exchange rate in the long-run. In the short-run, exchange rate has positive impact on redenomination, as well as on sovereign yield. The sovereign yield also has positive effect on exchange rate, as well as on the redenomination risk. But there is no impact of redenomination risk on the sovereign yield. From this finding, we should suggest that redenomination is a not proper decision yet. It is because weakness of rupiah after its implementation due to sentiment of over-confidence among the economic agents sometimes triggers uncontrollable and high inflation rate. For the successful policy, previously the government should take action to reduce the inflation rate.

Keywords: Redenomination Risk; Rupiah Exchange Rate; Sovereign Yield

PENDAHULUAN

Wacana penerapan redenominasi di Indonesia sempat menimbulkan perdebatan di kalangan ahli ekonomi. Problem utamanya, Indonesia sempat mengalami kejadian buruk setelah diberlakukannya sanering di zaman Presiden Soekarno. Kendati kedua hal itu berbeda dari segi bentuk dan penerapannya, tetapi ketidaksiapan sisi fundamental ekonomi saat diberlakukannya redenominasi bisa berujung pada situasi yang tidak kalah buruk dibandingkan sanering.

Kebijakan redenominasi selalu terkait dengan ketepatan waktu. Penentuan waktu yang tepat menjadi sangat penting. Banyak contoh kasus penerapan redenominasi yang gagal karena setelahnya terjadi *hyperinflation*. Uniknya, inflasi yang tinggi sebenarnya kerap menjadi alasan dilakukannya redenominasi. Tapi alih-alih berhasil menurunkan kenaikan harga, justru apa yang dilakukan pemerintah dengan kebijakan tersebut membuat kondisi semakin buruk. Inflasi semakin membumbung tinggi.

Tetapi dalam prakteknya, tidak selalu kondisi inflasi yang buruk diikuti kebijakan redenominasi. Indonesia menjelang akhir 1960-an, dan Ghana pada akhir 1970-an dan awal 1980-an, merupakan dua contoh negara yang tidak menerapkan redenominasi, kendati inflasi saat tinggi di kedua negara tersebut. Beberapa kasus menarik terkait penerapan kebijakan redenominasi perlu disimak.

Dalam sejarah Turki modern, nilai tukar Lira merosot terhadap dollar Amerika, yang di tahun 1988 satu dollar AS setara dengan nilai 1.422 Lira. Sementara menjelang 2003 nilainya kembali menurun menjadi 1.500.890 Lira untuk 1 USD. Akhirnya pada Januari 2005 Turki

meredenominasi mata uangnya, dengan konversi sebesar 1 juta Lira menjadi 1 Lira baru. Di bulan Juli 2005, Romania juga meredenominasi Leu—mata uang resmi negara itu—dengan menghilangkan 4 nol pada uang yang berlaku. Pasalnya, 1 USD dinilai 1.655 di tahun 1994, lalu merosot menjadi 33.200 menjelang tahun 2003. Dengan diberlakukannya redenominasi, negeri itu bisa keluar dari masalah. Afghanistan menerapkan redenominasi pada Oktober 2002 dengan menghilangkan 3 nol di mata uangnya, dan menandai kemunculan negara baru yang terbebas dari konflik bertahun-tahun. Redenominasi berkaitan dengan era baru, dan harapan hidup masyarakat yang lebih baik. Bolivia meredenominasi sebanyak dua kali, yakni pada tahun 1963 dan 1987. Peru meredenominasi mata uangnya pada tahun 1985 dan 1991. Brazil meredenominasi pada tahun 1993 dan 1994. Israel meredenominasi mata uangnya sebanyak dua kali, yakni pada tahun 1980 dan 1985. Argentina tercatat sebanyak tiga kali meredenominasi, seiring melemahnya nilai tukar Peso terhadap dollar AS, yakni tahun 1983, 1985 dan 1992. Berkali-kali inflasi yang tinggi menghantam negeri tarian tanggo itu, berkali-kali pula redenominasi diberlakukan. Secara umum, di seluruh dunia, redenominasi diberlakukan untuk mengatasi inflasi yang tinggi.

Redenominasi sebagai sebuah kemajuan reformasi kebijakan ekonomi moneter, memerlukan pertimbangan matang untuk diterapkan. Banyak sekali alasan, kapan selayaknya redenominasi mulai dijalankan. Pertanyaan-pertanyaan semacam itu yang menjadi perdebatan hangat terkait keberhasilan program penyederhanaan mata uang tersebut.

Banyak pakar sepakat tentang keuntungan penerapan redenominasi. Misalnya, redenominasi akan mempermudah perhitungan dalam mata uang. Rupiah, dalam hal ini nilainya sudah terbilang cukup besar, sebagai alat ukur, dibandingkan misalnya dengan dollar Amerika, atau mata uang negeri tetangga, Malaysia: ringgit. Selain itu, redenominasi dipercaya bisa menurunkan angka inflasi yang selama lima tahun terakhir selalu bertengger di atas kisaran 5 persen per tahun. Secara politis, penerapan redenominasi adalah pilihan yang lebih baik dibandingkan pemberlakuan dolarisasi terhadap mata uang dalam negeri.

Kendati penggunaannya lebih menguntungkan, dolarisasi sebenarnya dapat menurunkan wibawa pemerintah yang berkuasa, dan menghilangkan kredibilitas kedaulatan negara. Bagaimana mungkin negara yang sudah merdeka tidak memiliki mata uang sendiri, tapi menggunakan mata uang negara lain, yakni dollar. Hal-hal semacam inilah, kendati berada di luar koridor ekonomi, turut menjadi alasan diterapkannya redenominasi sebagai salah satu instrumen moneter. Seperti halnya Brazil, yang melakukan restrukturisasi lembaga negaranya demi penguatan ekonomi, karena memang tuntutan keadaan (Afonso, Araújo, & Fajardo, 2016).

Struktur tulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. Bagian pertama menjelaskan pendahuluan. Bagian kedua memaparkan kajian pustaka, terkait redenominasi. Ketiga berisi penjelasan metodologi penelitian. Bagian keempat menggambarkan temuan empiris dan analisis kritis. Bagian kelima penutup berisi kesimpulan.

STUDI LITERATUR

Penelitian ini mengikuti salah satu gagasan ekonom yang menggunakan perbandingan *spread* CDS nominal euro dengan yang berdenominasi dollar AS, sebagai proksi bagi resiko redenominasi (De Santis, 2015). Dalam riset ini, euro diganti rupiah. Banyak ekonom menggunakan pendekatan berbeda dalam mempelajari resiko redenominasi. Misalnya, kecondongan perbandingan dua mata uang, estimasi ekuilibrium bunga obligasi beserta jarak nilai aktualnya, dan nilai hitung depresiasi yang diharapkan, dengan menggunakan teori *general equilibrium model* New Keynesian.

Tapi beberapa cara tersebut memiliki beberapa kelemahan. Model yang pertama cukup lemah karena tidak bisa menangkap reaksi pasar jika terjadi redenominasi, meskipun bisa menjelaskan volatilitas dan depresiasi mata uang (De Santis, 2015). Pendekatan berikutnya pun lemah karena mengandaikan resiko redenominasi mampu diisolasi. Padahal persepsi pasar atas resiko redenominasi tidak bisa dipaksakan untuk mencapai titik keseimbangan. Cara yang terakhir kurang mumpuni karena peneliti harus membuat model teoritis yang spesifik dan ukuran kunci yang sesuai.

Telah menjadi fakta bahwa resiko redenominasi menjadi salah satu komponen penting penilaian atas *credit spread* di sejumlah negara pengguna Euro, terutama semisal Italia, dan

Spanyol di tahun 2012. Penggunaan CDS sebagai proksi redenominasi bukan tanpa sebab. Spread CDS diintuisikan bisa menggambarkan pergerakan nilai tukar saat terjadi redenominasi, karena biasa digunakan untuk melindungi nilai atas resiko sebuah aset, dan dalam sifatnya yang sangat likuid ([De Santis, 2015](#)).

CDS (*Credit Default Swap*) secara istilah adalah transaksi yang menggunakan kontrak *swap* (transaksi yang melibatkan kesempatan di masa depan). Pembeli CDS membayar kepada penjual secara periodik, sebaliknya penjual harus memberikan hak kepada pembeli berupa pembayaran bila suatu instrumen kredit mengalami *default* (gagal bayar), atau terjadi hal-hal tidak diinginkan sebagaimana tercantum di dalam *credit events*, seperti restrukturisasi atau malah kebangkrutan. CDS umumnya dijadikan instrumen oleh bank-bank di berbagai belahan dunia untuk penyebaran resiko, dan *hedging funds* (melindungi dana) yang mereka miliki.

Sebenarnya, redenominasi di Indonesia dijalankan sesuai Pasal 7 ayat (1) dan (2) UU No. 3 tahun 2004 tentang Bank Indonesia, yakni mencapai dan memelihara kestabilan rupiah, melalui kebijakan moneter berkelanjutan, konsisten, transparan, dan mempertimbangkan kebijakan umum pemerintah di bidang perekonomian. Redenominasi, dalam konteks ini, merupakan salah satu instrumen moneter guna menstabilkan nilai rupiah, sekaligus meningkatkan produktivitas ekonomi nasional. Redenominasi ditujukan untuk mempermudah transaksi pembayaran, karena menghilangkan beberapa digit nol yang terlalu banyak.

Redenominasi secara bahasa diambil dari dua kata dalam bahasa Latin, “re” bermakna kembali, dan “denominare” berarti memecah. Secara istilah kata redenominasi bermakna, penyederhanaan nilai mata uang, tanpa mengurangi nilainya, dan disertai penyesuaian harga komoditas di pasar dan dengan valuta asing (Kurnianingrum, 2013). Bila kebijakan ini diberlakukan, maka nilai nominal uang semisal Rp 100.000 akan disederhanakan menjadi Rp 100. Penyederhanaan ini berlaku juga untuk harga berbagai komoditas yang beredar di pasar, sehingga harga barang bersifat tetap, dan tak ada penurunan nilai uang. Begitu pun untuk standar nilai tukar dengan mata uang negara lain, akan berlaku penyesuaian. Di samping itu, masa penyesuaian redenominasi memakan waktu lama. Hal ini agar sebaran informasi bisa merata ke semua lapisan masyarakat. Kebijakan redenominasi sangat berbeda dari sanering.

Sanering diambil dari bahasa Belanda yang berarti, “penyehatan, atau reorganisasi”. Beberapa kali Indonesia menerapkan kebijakan salah tersebut, yakni tahun 1950, 1959, dan terakhir 1965—bersamaan jatuhnya Orde Lama. Bentuk kebijakan sanering di tiga periode itu sama sekali tidak membawa dampak positif kepada masyarakat, malah justru memperburuk keadaan. Misalnya, ketika sanering pertama mulai diterapkan, uang merah (uang NICA) dan cetakan De Javasche Bank Rp 5 ke atas digunting dan dipotong setengah nilainya. Kebijakan ini dikenal, Gunting Syafruddin—Menteri Keuangan Indonesia waktu itu. Sanering pertama diterapkan untuk menata perekonomian yang masih kacau, dan mengganti mata uang lama, terbitan Hindia Belanda, dengan mata uang baru.

Sanering kedua diberlakukan karena pemerintah ingin menutup utang-utangnya di bank. Kekacauan muncul pasca diberlakukannya sanering, likuiditas terjadi di mana-mana. Bank-bank mengalami masalah likuiditas. Akhirnya pemerintah membekukan simpanan pada bank sebesar 90 persen dari jumlah di atas Rp 25.000, dengan ketentuan simpanan itu menjadi simpanan jangka panjang. Begitu pula terjadi depresiasi besar-besaran pada rupiah, sehingga mata uang nasional Indonesia pun merosot tajam.

Sanering ketiga, dijalankan karena pemerintah ingin menurunkan inflasi akibat peredaran uang yang terlalu besar. Pada sanering ketiga nilai uang dari Rp 500 dan Rp 1000 diganti menjadi Rp 50 dan Rp 100. Sementara harga-harga tidak berubah. Konsekuensinya daya beli masyarakat menurun. Akibatnya kemiskinan semakin merajalela ([Kurnianingrum, 2013](#)). Sanering dengan demikian, berbeda dari redenominasi.

Redenominasi sebenarnya bukanlah mekanisme untuk menurunkan angka inflasi. Tapi dalam kebijakan itu, bank sentral bisa mengupayakan mengembalikan kepercayaan masyarakat terhadap posisi tawar mata uang suatu negara, disertai berbagai langkah untuk menahan kenaikan harga berbagai kebutuhan masyarakat. Kasus redenominasi di Turki cukup menarik karena dapat menahan pertumbuhan level harga ([Zidek & Chribik, 2015](#)). Pasca diberlakukannya redenominasi—mengubah nilai 1 juta Lira lama menjadi 1 Lira baru—stabilitas ekonomi bisa

berjalan, karena diikuti diterapkannya kebijakan penargetan inflasi (*inflation targeting*). Artinya kebijakan redenominasi bisa dijalankan dengan penerapan kebijakan lainnya yang mendukung tercapainya tujuan stabilisasi harga.

Satu penelitian justru menemukan bahwa pemberlakuan redenominasi di saat inflasi sedang tinggi, cenderung menyebabkan harga kembali naik ([Pambudi, Juanda, & Priyarsono, 2014](#)). Sehingga tujuan utama kebijakan redenominasi yang ditujukan untuk stabilisasi harga tidak tercapai. Sementara ketika inflasi relatif rendah (< 10%), redenominasi bisa menjadi pemicu penurunan harga beberapa tahun setelahnya. Kendati riset yang dihasilkan berdasarkan simulasi atas sejumlah responden terbatas dalam pasar *posted offer* (pasar yang tidak menerapkan tawar-menawar dalam transaksi), tapi kebenarannya didukung pula oleh sejumlah kasus pemberlakuan redenominasi di negara lain. Artinya, memiliki pijakan empiris yang kokoh.

Riset lain menyebutkan bahwa krisis utang di zona Euro dipengaruhi resiko sistemik—resiko redenominasi—yang mempengaruhi penentuan nilai bunga obligasi di sejumlah negara anggota Uni Eropa ([Klose & Benjamin, 2014](#)). Bagi beberapa negara semacam Irlandia, Italia, Spanyol dan Portugal, yang sedang terlilit utang, pilihannya adalah mendepresiasi nilai mata uang mereka setelah keluar dari penggunaan Euro. Sementara bagi negara yang perekonomiannya kuat semacam Jerman dan Prancis, pilihannya justru membuat mata uang nasional mereka terapresiasi. Itali sendiri ketika bergabung menggunakan Euro kondisinya sama seperti Belgia: memiliki utang publik sebesar 110% dari PDB dan PDB per kapita. Berdasarkan pengalaman Belgia, Euro sebenarnya bisa digunakan oleh Itali dalam membuat penyesuaian fiskal skala besar sebelum munculnya krisis untuk menghindari langkah keras dan berbahaya yang akhirnya krisis terjadi pada negara tersebut ([Sapir, 2020](#)).

Resiko redenominasi memiliki kaitan dengan imbal hasil obligasi. Begitu pula terkait erat dengan penilaian dari mata uang yang baru diperkenalkan, jika dibuat estimasi anggota EMU (The Economic and Monetary Union) memisahkan diri lalu kembali menggunakan mata uang lamanya. Diprediksi mata uang dari negara semisal Portugal, Irlandia, Spanyol dan Itali akan terdepresiasi. Sementara mata uang negara-negara selain ini dapat terapresiasi karena faktor fundamental yang kuat ([Kolse & Weigert, 2014](#)).

Negara yang secara fundamental ekonominya kuat tentu akan lebih tahan menghadapi berbagai masalah. Dalam situasi yang tidak menentu, restrukturisasi keuangan dibutuhkan untuk menjaga dan memulihkan hubungan antara debitur dengan kreditur, karena hal itu merupakan penggerak perekonomian. Saat aliran modal lancar semua kegiatan bisa berjalan sesuai mekanisme pasar: semua agen ekonomi bebas menjalankan aktivitas komersialnya. Mekanisme berbasis pasar dapat menyediakan cara termudah untuk menyelesaikan berbagai persoalan yang membelenggu persoalan ekonomi sehari-hari masyarakat ([Calomiris, Klingebiel, & Laeven, 2012](#)). Diskontinuitas pasar keuangan dapat terjadi jika tidak ada langkah berani untuk melakukan perbaikan secara menyeluruh ([Philips & Shi, 2019](#)). Meningkatnya resiko di sektor perbankan membebani keuangan publik karena potensi biaya *bailout* di masa yang akan datang, dan dampak negatifnya terhadap pinjaman di sektor riil ([Saka, 2020](#)).

Sebenarnya kebijakan pelonggaran moneter mampu mempercepat kemajuan dalam lingkungan bisnis dengan kredit yang terbatas dan kompetisi tinggi. Kebijakan pelonggaran moneter dalam bentuk OMT (*Outright Monetary Transaction*: Bank Sentral Eropa melakukan pembelian obligasi zona euro di pasar sekunder) misalnya, berkontribusi terhadap kenaikan pertumbuhan sektoral (level perusahaan) di sektor yang lebih tinggi daya ungkitnya (*leveraged*), dan terlebih lagi semakin tinggi tingkat persaingan pasar produk di negara tersebut ([Aghion, Farhi, & Kharroubi, 2019](#)).

Penerapan redenominasi berdampak besar terhadap seluruh agen ekonomi. Resiko yang dihadapi akibat penerapan kebijakan itu bisa diukur dengan memecah ekonomi ke dalam beberapa bagian: publik, swasta, perbankan, dan bank sentral ([Lapavitsas, 2018](#)). Hasil temuan di Yunani membuktikan bahwa resiko redenominasi berdampak buruk terhadap sektor publik. Sementara pengaruhnya terhadap sektor swasta dan perbankan justru positif. Sementara dampaknya terhadap bank sentral terlihat cukup ambigu. Kebijakan yang dibuat Pemerintah bertujuan agar membuat rakyat percaya bahwa sektor keuangan dikelola secara baik dan benar. Berbagai program yang ditetapkan dijalankan dengan dukungan keuangan publik yang

penggunaannya dapat diaudit secara transparan. Keuangan publik yang lemah dapat dengan mudah mendorong krisis perbankan menjadi krisis fiskal (Erce, 2014).

METODE

Penelitian ini bertujuan menemukan pengaruh redenominasi terhadap performa nilai tukar rupiah. Data yang digunakan adalah data sekunder, berupa data harian dari tanggal 1 April 2015 sampai 9 Mei 2016. Terdapat tiga variabel yang digunakan dalam penelitian ini, terdiri dari: *Pertama*, resiko redenominasi yang diprosikan dengan hasil bagi antara *spread* pada *annual probability of default* sebesar 10 persen dari CDS dalam rupiah, dengan CDS dalam dollar AS. Data diperoleh dari situs DB Research (*Deutsche Bank Research*). DB Research menerjemahkan data *spread* CDS ke dalam *implied default probabilities*. Jadi misalkan dikatakan *spread* sebesar 200 basis poin, artinya dinilai sama dengan pasar yang menghargai kesempatan tahunan sebesar 3 persen akan gagal (*default*); *Kedua*, hasil pembagian bunga obligasi pemerintah skala 5 tahunan, yang dinilai antara yang bernilai dalam rupiah dengan dollar AS. Data diambil dari situs *investing.com*; *Ketiga*, nilai tukar rupiah terhadap dollar AS. Data didapat dari situs Bank Indonesia, untuk nilai tukar mata uang yang diperdagangkan setiap hari. Semua data diolah dalam bentuk logaritma natural, guna memudahkan analisis.

Dalam penelitian ini, metode analisis VECM (*Vector Error Correction Model*), digunakan untuk melihat hubungan dalam jangka panjang dan jangka pendek antara ketiga variabel yang dikaji. VECM dinilai memenuhi kebutuhan penelitian ini, karena memungkinkan hubungan timbal balik antar variabel, dan pengujian *impulse response* yang digunakan untuk peramalan guncangan di masa depan, serta *variance decomposition* yang bisa ditujukan untuk mengetahui variasi pengaruh *shock* suatu variabel terhadap dirinya sendiri, ataupun pengaruh variabel lainnya (Lütkepohl & Krätzig, 2004).

Karena penelitian ini bersifat runtut waktu (*time series*), pertamakali data diuji stasioneritasnya. Hal ini penting dilakukan agar data tidak mengalami *spurious regression* (regresi semu) (Baltagi, 2008). Dari hasil analisis ditemukan bahwa data tidak stasioner pada tingkat level. Lalu data diubah ke dalam tingkat *first difference*, dan terbukti sudah stasioner. Tabel ringkas hasil analisisnya bisa dilihat di bawah ini:

Tabel 1. Pengujian Stasioneritas Data

| Variabel | t-statistik | Prob.* |
|---------------|-------------|--------|
| Obligasi | -19.63816 | 0.0000 |
| CDS | -21.95369 | 0.0000 |
| Exchange rate | -18.86111 | 0.0000 |

Sumber: Hasil Olahan Penulis.

Pengujian stasioneritas ini penting dilakukan, karena data yang tidak stasioner akan menghasilkan hasil analisis yang tidak bisa dipertanggungjawabkan. Stasioneritas menunjukkan bahwa *error term* pada data tersebut bersifat konstan sepanjang waktu.

Metode VECM sebenarnya merupakan pengembangan dari metode VAR (*Vector Autoregressive*). Dalam penerapannya, pengujian kointegrasi diberlakukan untuk menemukan hubungan jangka panjang yang mempengaruhi keterkaitan antar variabel. Asumsinya, jika tidak terdapat kointegrasi, maka analisis VAR dipilih. Sementara jika terdapat kointegrasi, VECM lebih layak digunakan. Hasil pengujian menemukan adanya kointegrasi pada 1 variabel, maka analisis VECM layak dipilih dibandingkan VAR.

Model analisis dalam penelitian ini disusun sebagai berikut:

- 1) $\Delta Y_t = \varphi_1 + \delta_1 t + \lambda_1 e_{t-1} + \gamma_{11} \Delta Y_{t-1} + \dots + \phi_{1p} \Delta Y_{t-p} + \psi_{11} \Delta X_{t-1} + \chi_{11} \Delta Z_{t-1} + \dots + \psi_{1q} \Delta X_{t-q} + \chi_{1r} \Delta Z_{t-r} + \varepsilon_{1t}$
- 2) $\Delta X_t = \varphi_2 + \delta_2 t + \lambda_2 e_{t-1} + \gamma_{21} \Delta X_{t-1} + \dots + \psi_{2q} \Delta X_{t-q} + \phi_{21} \Delta Y_{t-1} + \chi_{21} \Delta Z_{t-1} + \dots + \phi_{2q} \Delta Y_{t-q} + \chi_{2r} \Delta Z_{t-r} + \varepsilon_{2t}$

$$3) \Delta Z_t = \varphi_3 + \delta_3 t + \lambda_3 e_{t-1} + \gamma_{31} \Delta Z_{t-1} + \dots + \chi_{3r} \Delta Z_{t-r} + \phi_{31} \Delta Y_{t-1} + \psi_{31} \Delta X_{t-1} + \dots + \phi_{3p} \Delta Y_{t-p} + \psi_{3q} \Delta X_{t-q} + \varepsilon_{3t}$$

Keterangan:

$e_{t-1} = Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1} - \beta Z_{t-1}$ atau $e_{t-1} = residual$ dari regresi linear sederhana

Y = Nilai tukar rupiah terhadap dollar AS

X = Perbandingan *spread* CDS dalam Rupiah terhadap yang bernilai dollar AS (Rp/USD)

Z = Perbandingan bunga obligasi lima tahunan antara Indonesia dengan Amerika Serikat

γ, χ, ϕ, ψ = Koefisien masing-masing variabel independen

δ = Tren deterministik

φ = Vektor kointegrasi

Δ = Simbol *first difference*

ε = Komponen *error* dalam model VECM

Persamaan pertama menunjukkan nilai tukar sebagai variabel dependen. Persamaan kedua memposisikan CDS sebagai variabel yang dipengaruhi. Sementara di persamaan ketiga, obligasi pemerintah dijadikan variabel terikat. Dari ketiga model di atas, kita bisa mendapatkan gambaran utuh, bukan saja tentang kondisi di masa lalu, tetapi juga *forecasting* (prediksi di masa depan), berupa analisis guncangan dari ketiganya.

HASIL

Berdasarkan temuan empiris, didapatkan hasil bahwa resiko redenominasi berpengaruh cukup besar terhadap kondisi nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat. Pengujian menggunakan alat ukur VECM (*Vector Error Correction Model*) mendukung hal tersebut. Di bawah ini gambaran singkatnya untuk analisis jangka panjang:

$$Xrate = 4.84E-05 - 0.206434CDS + 0.169634Bond$$

| | | |
|-------------------|------------|------------|
| s.e. (0.00015) | (0.06899) | (0.07501) |
| t-stat [0.31765] | [-2.99206] | [2.26158] |

Dari temuan di atas, jelas sekali pengaruh resiko pemberlakuan redenominasi terhadap kondisi nilai tukar rupiah bernilai negatif. Resiko redenominasi sebesar 1 persen, berpengaruh terhadap penurunan performa nilai tukar sebesar 20 persen. Artinya, jika dilakukan redenominasi, dampaknya adalah nilai tukar rupiah langsung melemah. Hal ini menandakan bahwa situasi tidak menentu akibat pemotongan nilai nol pada mata uang rupiah bukan saja membawa konsekuensi kemudahan dalam hal transaksi keuangan, tapi juga guncangan mata uang tersebut saat diperdagangkan di lantai bursa.

Sementara itu, variabel imbal hasil dari obligasi negara justru berpengaruh positif terhadap nilai tukar. Hal ini mengindikasikan surat berharga pemerintah bisa menjadi stimulus penguatan nilai tukar, karena bunga yang menjadi acuannya cukup kompetitif dibandingkan negara lain, terutama negara maju.

Dari hasil analisis jangka pendek, ditemukan bahwa resiko redenominasi berpengaruh buruk terhadap nilai tukar rupiah. Terlihat pada lag ke-1 sampai lag ke-20, resiko negatif yang diakibatkan redenominasi masih terasa. Pada lag ke-1, nilai pengaruh redenominasi sebesar -0,30 persen. Pengaruh itu berubah sering waktu menjadi -0,25 persen pada lag ke-5, hingga mencapai level -0,24 persen pada lag ke-20.

Menariknya, pengaruh nilai tukar mata uang justru positif terhadap variabel resiko redenominasi. Dalam jangka pendek, pada periode ke-8, pengaruh itu mulai terasa sebesar 5,40 persen. Pada periode ke-16 menjadi 4,50 persen. Lalu di periode ke-21, ditemukan pengaruhnya menjadi 4,06 persen. Dari sini dapat dipahami bahwa nilai tukar yang positif membawa efek

kenaikan CDS yang kerap diperdagangkan bank sebagai lindung nilai (*hedging*) aset mereka. Sebagai salah satu instrumen di pasar keuangan, CDS cukup likuid sebagai penjamin mutu, dan menjadi penunjang kinerja sistem perbankan lintas negara.

Sementara itu, variabel nilai tukar mata uang juga berdampak secara positif terhadap imbal hasil obligasi pemerintah. Tercatat sejak periode ke-29 pengaruh itu mulai terasa, sebesar 4,52 persen. Lalu pada lag ke-36 menjadi 3,15 persen, dan berakhir pada lag ke-42 menjadi sebesar 2,94 persen. Artinya, penguatan nilai tukar menjadi stimulus penguatan nilai obligasi pemerintah. Semakin baik performa rupiah terhadap dollar Amerika Serikat, semakin membawa dampak positif pada pasar obligasi.

Pengaruh imbal hasil obligasi pemerintah terhadap nilai tukar dalam jangka pendek, ternyata tidak jauh berbeda dari jangka panjang, yakni berdampak positif. Pada lag ke-1 pengaruh itu sebesar 0,26 persen, yang kemudian menurun sampai lag ke-10 menjadi 0,23 persen dan menjadi 0,16 persen pada lag ke-24. Dalam hal ini, pengaruh positif imbal hasil obligasi pemerintah dan nilai tukar bisa saling menentukan. Ketika nilai obligasi naik, performa rupiah pun menguat. Begitu sebaliknya, saling mempengaruhi antara keduanya dimungkinkan adanya.

Dalam penelitian ini tidak ditemukan adanya pengaruh resiko redenominasi terhadap imbal hasil obligasi pemerintah. Namun variabel resiko redenominasi bisa dipengaruhi variabel *sovereign yield*, ditemukan pada lag ke-12 sebesar 1,068 persen hingga lag ke-21 sebesar 1,062 persen. Sebelum dan setelah kedua periode itu, pengaruh imbal hasil obligasi terhadap CDS/resiko redenominasi tidak terlihat. Ini bisa menjadi indikasi bahwa penentuan suku bunga obligasi turut menjadi indikator bagaimana nilai CDS ditetapkan saat diperdagangkan. Namun sebaliknya, karena CDS adalah kontrak *swap* dari instrumen keuangan perbankan, penentuannya tidak akan berpengaruh apapun terhadap obligasi.

Analisis Impulse Response

Analisis *impulse response* menemukan fakta menarik. Karena penelitian ini bersifat harian, kita bisa menemukan bagaimana guncangan redenominasi berpengaruh terhadap nilai tukar yang diperdagangkan setiap harinya. Berdasarkan hasil estimasi, ditemukan bahwa guncangan redenominasi terhadap nilai tukar rupiah cenderung berfluktuasi. Antara hari ke-10 dan ke-15, guncangan itu mencapai titik terendah, terus-menerus di bawah nol. Tapi di periode berikutnya naik, dari hari ke 20 sampai ke 25. Kemudian turun sejenak, dan naik kembali, lalu sedikit turun menuju hari ke-30. Kondisi semacam ini menandakan bahwa resiko redenominasi bersifat cepat, selaras dengan arus pasar keuangan. Tidak ada satu pun alat yang bisa mengekang pergerakan pengaruh itu, terlebih Indonesia termasuk negara yang menganut sistem nilai tukar mengambang bebas. Yang bisa dilakukan adalah meminimalkan pengaruh redenominasi, melalui mekanisme penguatan infrastruktur likuiditas. Pada beberapa kasus, semisal di Korea Utara, redenominasi dengan pengenalan uang baru gagal dijalankan, karena saat warga ingin menukar uang lama dengan yang baru di bank, ternyata stoknya telah habis. Tanpa persiapan yang memadai, penerapan redenominasi hanya akan menimbulkan masalah.

Dari estimasi *impulse response* ditemukan pengaruh obligasi pemerintah terhadap nilai tukar cenderung negatif. Sejak periode hari pertama nilainya turun, lalu naik sebentar tanpa melebihi satu, turun kembali menjadi minus di hari ke-5, hari ke-10 sampai ke-25. Setelah itu naik saat menuju hari ke-30. Pergerakan demikian menandai pasar obligasi kita memang cenderung berfluktuasi dari waktu ke waktu, karena pelaku pasar yang lebih suka menyimpan uang mereka di sektor yang mendatangkan untung lebih besar. Dibandingkan dengan surat berharga sektor swasta, tentu nilai bunga obligasi pemerintah relatif kecil, kendati jaminan keamanan yang lebih meyakinkan. Maka tidak mengherankan bila pengaruh itu pun berdampak ke performa nilai tukar rupiah, sebagai alat pembayaran untuk nilai bunga tersebut.

Analisis Variance Decomposition

Dari hasil perhitungan, didapat kesimpulan bahwa variasi dari variabel nilai tukar lebih banyak dipengaruhi nilai tukar itu sendiri, kemudian oleh variabel CDS, dan disusul variabel obligasi pemerintah. Variasi seperti ini menandakan bahwa pergerakan nilai tukar acapkali dipengaruhi guncangan dan pergerakan ketidakkonsistenan situasi pasar. Resiko redenominasi

besar kemungkinan sangat menentukan bagaimana akhir dari harga sebuah mata uang saat diperdagangkan di pasar. Jika memang kebijakan penghilangan sejumlah nol itu dijalankan, dalam waktu hitungan hari guncangan akan jelas terlihat. Selebihnya pasar akan merespon perdagangan seperti biasa.

Hasil perhitungan juga memunculkan pemahaman bahwa variasi guncangan pada variabel CDS lebih banyak dipengaruhi oleh CDS itu sendiri. Selebihnya dipengaruhi nilai tukar, lalu obligasi pemerintah. Sementara variabel obligasi lebih banyak dipengaruhi oleh dirinya sendiri, kemudian CDS, baru kemudian oleh nilai tukar. Kendati ukurannya kecil, pengaruh resiko redenominasi terhadap nilai dari obligasi patut diperhitungkan.

PEMBAHASAN

Pemberlakuan redenominasi sejatinya memiliki konsekuensi yang tidak terbantahkan. Paling tidak, ada dua kemungkinan kebijakan moneter itu diterapkan. *Pertama*, keinginan pemerintah setempat untuk merestrukturisasi ekonominya. Sehingga pemotongan nol pada mata uang lokal mengandung unsur keniscayaan yang tidak bisa terelakkan, sebagai salah satu instrumen mengembalikan kredibilitas pemerintah; *Kedua*, adanya keinginan pemerintah untuk mengambil untung dari warganya. Pada kondisi kedua, redenominasi semacam *seignorage* tersembunyi yang bekerja menjadi mesin keuntungan pemerintah. Pasalnya, ketika mata uang baru diluncurkan, mata uang lama tidak akan bisa ditukarkan secara cepat. Kekacauan sosial dipastikan akan terjadi. Di situlah pemerintah bisa mengambil untung melalui berbagai program terselubung.

Pada kasus pertama, redenominasi umumnya terjadi di negara demokratis yang mengandaikan kepentingan publik bisa diawasi oleh semua orang. Sementara kasus kedua, merupakan cerminan kebijakan di negara otoriter yang kerap menipu rakyatnya sendiri dengan pembodohan dan penipuan. Misalnya seperti redenominasi di Zimbabwe.

Zimbabwe adalah negara yang bermasalah dengan mata uangnya. Redenominasi berkali-kali pun tidak membawa dampak apa-apa terhadap kondisi perekonomian di negara benua hitam itu. Zimbabwe sekarang sudah meninggalkan mata uang nasionalnya. Hal itu tidak lain karena nominal mata uang di sana, Dollar Zimbabwe, sudah sangat tinggi akibat hiperinflasi. Dollar Amerika pun menjadi alat pembayaran yang sah selain Rand Afrika Selatan, menggantikan mata uang domestik. Masyarakat di sana sudah terbiasa disuguhi perhitungan hingga triliunan, sampai quadriliun, quintillion, dan bahkan sextilion (Voanews, 2009). Para pebisnis dan pelaku usaha mengeluh, karena perangkat kalkulator dan peralatan mereka tidak sanggup memenuhi perhitungan dengan jumlah nol yang sangat banyak. Kuat dugaan, manipulasi dan aneka kebijakan yang tidak populis lainnya dijalankan otoritas setempat. Sungguh pemandangan yang mencengangkan jika hal itu sampai terjadi di Indonesia.

Dari hasil temuan empiris dalam penelitian ini, kita dapat memahami bahwa resiko redenominasi berpengaruh cukup besar terhadap nilai tukar rupiah. Jika pemerintah ingin proyek penerapan kebijakan itu berjalan optimal, harus dilakukan terlebih dahulu hal-hal fundamental yang menjadi kerangka keberhasilannya. Di antaranya:

Pertama, kestabilan ekonomi. Tanpa kondisi ekonomi yang kuat, redenominasi akan memunculkan masalah baru. Pasalnya, ketika redenominasi terjadi, transaksi antar agen ekonomi memerlukan penyesuaian. Kendati bisa diatasi seiring berjalannya waktu, stabilitas ekonomi makro kita perlu terjaga agar tidak mudah jatuh saat terjadi perubahan-perubahan mendasar terutama terkait sisi finansial.

Melihat situasi saat ini, dengan pertumbuhan ekonomi sebesar 5,18 persen di kuartal 2 2016, sebenarnya Indonesia belumlah siap menerapkan kebijakan redenominasi. Pasalnya, kondisi disparitas pendapatan rakyat Indonesia masih cukup tinggi. Sulit mengatakan bahwa saat ini kita sudah berada pada kondisi stabil. Selama lima tahun terakhir, Index Gini Rasio di Indonesia belum menunjukkan penurunan secara signifikan. Berikut tabelnya:

Tabel 2. Index Gini Rasio Indonesia

| Tahun | Index Gini Ratio |
|-------|------------------|
| 2010 | 0.38 |

| | |
|------|------|
| 2011 | 0.41 |
| 2012 | 0.41 |
| 2013 | 0.41 |
| 2014 | 0.41 |
| 2015 | 0.40 |

Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS)

Berdasarkan tabel di atas, diketahui bahwa disparitas kesejahteraan rakyat Indonesia masih cukup lebar. Pertumbuhan ekonomi saat ini belum mencerminkan rasa keadilan yang sesungguhnya. Jika redenominasi tidak berhasil, tentu masyarakat kecil yang paling terkena dampaknya, berupa inflasi yang sangat tinggi dan aneka guncangan ekonomi lainnya. Tentu masalah ini harus dipertimbangkan sebelum kebijakan penghapusan nol itu dijalankan.

Kedua, inflasi harus terkendali. Terbukti redenominasi di beberapa negara dijalankan bukan di saat inflasi sedang tinggi-tingginya, tapi setelah kenaikan harga mulai menurun. Di beberapa negara yang berkali-kali menerapkan redenominasi, kebijakan stabilisasi menjadi prioritas sebelumnya. Tanpa inflasi yang rendah—untuk posisi aman di bawah 5 persen per bulan—menerapkan redenominasi seperti menumbuhkan masalah baru. Hal ini terkait *money illusion* yang dikhawatirkan terjadi pasca diberlakukannya kebijakan itu.

Ilusi keuangan (*money illusion*) terkait dengan anggapan bahwa harga barang terasa lebih murah, karena beberapa nol dihilangkan dari mata uang baru. Tentunya kejadian ini harus diatasi agar tidak menimbulkan kekacauan, berupa hasrat mengonsumsi yang lebih besar, dan berujung pada pemanfaatan para spekulan untuk menaikkan harga seandainya.

Berdasarkan laporan Bank Indonesia, laju inflasi di Indonesia selama penelitian ini dilakukan adalah sebagai berikut:

Tabel 3. Inflasi Bulanan Indonesia

| Bulan Tahun | Tingkat Inflasi |
|----------------|-----------------|
| April 2015 | 6.79 % |
| Mei 2015 | 7.15% |
| Juni 2015 | 7.26% |
| Juli 2015 | 7.26% |
| Agustus 2015 | 7.18% |
| September 2015 | 6.83% |
| Oktober 2015 | 6.25% |
| November 2015 | 4.89% |
| Desember 2015 | 3.35% |
| Januari 2016 | 4.14% |
| Februari 2016 | 4.42% |
| Maret 2016 | 4.45% |
| April 2016 | 3.60% |
| Mei 2016 | 3.33% |

Sumber: Bank Indonesia

Berdasarkan laporan BI di atas, inflasi bulanan di Indonesia tergolong tinggi, karena secara rata-rata berada di atas 5 persen. Inflasi sebaiknya berada di bawah 5 persen saat melakukan redenominasi, agar lebih mudah memitigasi dampak yang terjadi di kemudian hari. Bagi pihak pemerintah, penerapan redenominasi juga akan menjadi bumerang yang bisa menghancurkan kredibilitas, saat kebijakan itu gagal mencapai target yang diharapkan.

Besar kemungkinan dalam pemilu berikutnya kepercayaan rakyat terhadap pihak yang berkuasa saat ini akan luntur. Sementara bagi kubu pesaing, kegagalan itu adalah motivasi mereka untuk menjatuhkan petahana. Namun dalam sistem demokrasi, sekali lagi, redenominasi bisa dijadikan acuan yang melengkapi beragam kebijakan di bidang moneter. Berbagai bentuk kebijakan itu ditetapkan melalui sistem pertimbangan para ahli, atau mereka yang berkompeten di

bidangnya, dan bukan atas dasar pemaksaan ala kediktatoran yang terkadang dikemas dalam slogan “demi kepentingan orang banyak”.

Bila memang tidak ada pilihan lagi selain melakukan redenominasi, pemerintah harus menyiapkan langkah-langkah antisipatif menghadapi kemungkinan potensi-potensi buruk yang bakal terjadinya. Minimal untuk 5 tahun ke depan, mulai saat ini tindakan antisipatif itu sudah harus dipersiapkan. Penerapan redenominasi pun dilakukan secara bertahap. Mulai dari penyebaran informasi seperti sekarang, agar kesadaran masyarakat mulai tergugah melalui program pengenalan redenominasi yang berkesinambungan. Setelah kesiapan itu didapat, pemerintah bisa meluncurkan mata uang baru hasil redenominasi kepada rakyat secara luas. Mata uang lama, ditarik dari peredaran secara perlahan-lahan. Karena tidak mungkin semua mata uang lama bisa ditarik secara menyeluruh dalam waktu singkat.

Redenominasi bukan saja berpengaruh pada kepercayaan diri masyarakat terhadap mata uang negaranya, tetapi sesungguhnya membawa implikasi positif yang tidak sedikit. Beberapa manfaat penerapan redenominasi bagi Indonesia di antaranya: *Pertama*, dengan redenominasi transaksi akan menjadi lebih mudah. Disebabkan catatan penghitungan lebih sedikit; *kedua*, integritas mata uang nasional Indonesia semakin meningkat di mata dunia; *ketiga*, bisa menekan inflasi sampai ke batas yang disepakati pasar. Artinya, kenaikan harga barang bisa ditekan dan tidak akan membumbung tinggi; *keempat*, penguatan standar fundamental ekonomi; *kelima*, menjadi langkah pembaruan ekonomi nasional. Dengan pemberlakuan redenominasi, kita membuat sistem perekonomian yang lebih pro kemajuan.

Hasil riset dalam penelitian ini membuktikan bahwa penerapan kebijakan redenominasi perlu mempertimbangkan banyak hal, salah satunya inflasi. Upaya kehati-hatian menerapkan redenominasi ditujukan sebagai langkah memitigasi efek negatif terhadap kondisi ekonomi sebuah negara. Temuan ini selaras dengan peneliti lainnya yang menemukan bahwa inflasi tinggi dapat berdampak buruk terhadap perekonomian pasca diberlakukannya redenominasi ([Pambudi et al., 2014](#)).

Selain itu, riset ini pun mengonfirmasi temuan peneliti yang mengambil kasus negara lain, seperti Turki. Turki menerapkan kebijakan redenominasi untuk melakukan pembaharuan sistem ekonominya agar mendorong stabilisasi moneter dan lebih memudahkan masyarakat dalam menjalankan aktivitas ekonomi mereka ([Židek & Chribik, 2015](#)).

KESIMPULAN

Berdasarkan paparan sebelumnya, hasil penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut. Pengaruh negatif resiko redenominasi terhadap nilai tukar rupiah terbukti bakal terjadi. Hal itu mengindikasikan bahwa mata uang kita rentan terkena dampak buruk jika redenominasi tidak dijalankan dengan hati-hati. Sementara variabel obligasi pemerintah berpengaruh positif terhadap nilai tukar rupiah. Hal ini menandakan pasar obligasi yang mendukung laju perdagangan mata uang di lantai bursa. Dari hasil analisis, kita mendapatkan pemahaman bahwa penerapan redenominasi perlu mempertimbangkan berbagai hal. Tidak saja variabel moneter, melainkan juga kondisi riil, sebagai penopang keberhasilannya. Karena dari beberapa contoh kasus yang terjadi, redenominasi bisa berhasil, artinya membawa dampak perubahan positif pada kesejahteraan masyarakat, bila disertai penguatan fundamental ekonomi. Tanpa hal itu, redenominasi hanya akan menimbulkan masalah baru.

REFERENSI

- Afonso, J. R., Araújo, E. C., & Fajardo, B. G. (2016). The Role of Fiscal and Monetary Policies in the Brazilian Economy: Understanding Recent Institutional Reforms and Economic Changes. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 62, 41–55. Retrieved from https://www.mendeley.com/research-papers/role-fiscal-monetary-policies-brazilian-economy-understanding-recent-institutional-reforms-economic/?utm_source=desktop&utm_medium=1.19.1&utm_campaign=open_catalog&userDocumentId=%7B32892011-80da-46ce-85d4-de5c1735
- Aghion, P., Farhi, E., & Kharroubi, E. (2019). Monetary Policy, Product Market Competition and Growth. *Economica*, 86(343), 431–470.

- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3th ed.). West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Calomiris, C. W., Klingebiel, D., & Laeven, L. (2012). Seven Ways to Deal with a Financial Crisis: Cross-Country Experience and Policy Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(4), 8–22.
- De Santis, R. A. (2015). *A measure of redenomination risk* (1785). *ECB Working Paper* (Vol. April). <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.1980.tb00220.x>
- Erce, A. (2014). CROSS-BORDER BANKING, EXTERNALITIES AND SOVEREIGN DISTRESS: DOES THE EURO NEED A COMMON BANKING AUTHORITY? *International Journal of Finance and Economics*, 19(3), 188–203.
- Klose, J., & Benjamin, W. (2014). Sovereign Yield Spreads during the Euro Crisis: Fundamental Factors Versus Redenomination Risk. *International Finance*, 17(1), 25 – 50. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/inf.12042>
- Kolse, J., & Weigert, B. (2014). Sovereign Yield Spreads During the Euro Crisis: Fundamental Factors Versus Redenomination Risk. *International Finance*, 17(1), 25–50.
- Kurnianingrum, T. P. (2013). Redenominasi Rupiah dalam Perspektif Hukum. *Negara Hukum*, 4(1), 67 – 85. Retrieved from https://www.mendeley.com/research-papers/redenominasi-rupiah-dalam-prespektif-hukum/?utm_source=desktop&utm_medium=1.19.1&utm_campaign=open_catalog&userDocumentId=%7B927dbca4-719a-4fbf-baea-1ba797e5d010%7D
- Lapavitsas, C. (2018). The redenomination risk of exiting the Eurozone: An estimation based on the Greek case. *European Law Journal: Review of European Law in Context*, 24(2–3), 226–243.
- Lütkepohl, H., & Krätzig, M. (2004). *Applied Time Series Econometrics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pambudi, A., Juanda, B., & Priyarsono, D. S. (2014). Penentu Keberhasilan Redenominasi Mata Uang: Pendekatan Historis dan Eksperimental. *Bulletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 17(2), 167 – 196.
- Philips, P. C. B., & Shi, S. (2019). Detecting Financial Collapse and Ballooning Sovereign Risk. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 81(6), 1336–1361.
- Saka, O. (2020). Domestic Banks As Lightning Rods? Home Bias and Information during the Eurozone Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52(S1), 273–305.
- Sapir, A. (2020). High Public Debt in the Euro Area: A Tale of Belgium and Italy. *Journal of Common Market Studies*, 58(3), 672–687.
- Voanews.com. (2009). Zimbabwe Currency Redenomination Looms, Two Years After Last One. Retrieved September 28, 2016, from <http://www.voanews.com/a/a-13-2008-07-28-voa51-66822762/374502.html>
- Židek, L., & Chribik, M. (2015). Impact of Currency Redenomination on Inflation Case Study Turkey. *Asian Economic and Financial Review*, 5(6), 908–914.