



REPUBLIK INDONESIA
KEMENTERIAN HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA

SURAT PENCATATAN CIPTAAN

Dalam rangka perlindungan ciptaan di bidang ilmu pengetahuan, seni dan sastra berdasarkan Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta, dengan ini menerangkan:

Nomor dan tanggal permohonan : EC00201845274, 11 September 2018

Pencipta

Nama : **Dr. Agus Budi Santosa, M.Si.**

Alamat : **Jl. Dewi Sartika Timur VI/4 RT 002 RW 005 Gunung Pati ,
Semarang, Jawa Tengah, 50221**

Kewarganegaraan : **Indonesia**

Pemegang Hak Cipta

Nama : **Lembaga Penelitian Dan Pengabdian Masyarakat (LP2M)
Universitas Stikubank Semarang**

Alamat : **Jl. Kendeng V Bendang Ngisor Kecamatan Gajah Mungkur,
Semarang, Jawa Tengah, 50233**

Kewarganegaraan : **Indonesia**

Jenis Ciptaan : **Karya Tulis**

Judul Ciptaan : **SINTESA MODEL KESEIMBANGAN PORTOFOLIO
(PORTOFOLIO BALANCE MODELS) DENGAN RISIKO
PASAR VALAS**

Tanggal dan tempat diumumkan untuk pertama kali di wilayah Indonesia atau di luar wilayah Indonesia : **5 September 2018, di Semarang**

Jangka waktu perlindungan : **Berlaku selama 50 (lima puluh) tahun sejak Ciptaan tersebut pertama kali dilakukan Pengumuman.**

Nomor pencatatan : **000118807**

adalah benar berdasarkan keterangan yang diberikan oleh Pemohon.
Surat Pencatatan Hak Cipta atau produk Hak terkait ini sesuai dengan Pasal 72 Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta.



a.n. MENTERI HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA
DIREKTUR JENDERAL KEKAYAAN INTELEKTUAL

Dr. Freddy Harris, S.H., LL.M., ACCS.
NIP. 196611181994031001

**SINTESA MODEL KESEIMBANGAN PORTOFOLIO
(*PORTOFOLIO BALANCE MODELS*) DENGAN RISIKO PASAR VALAS**

Oleh :

Dr. Agus Budi Santosa, M.Si.

**LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN MASYARAKAT
UNIVERSITAS STIKUBANK (UNISBANK) SEMARANG
2018**

Daftai Isi

Pendahuluan	1
Deskripsi	2
Konsep Sintesa Model	4
Sintesa Model Keseimbangan Portofolio dengan	
Risiko Pasar Valas	5
Penutup	6
Daftar Pustaka	6

Penemu Hak Cipta : Dr. Agus Budi Santosa, M.Si.

SINTESA MODEL KESEIMBANGAN PORTOFOLIO (PORTOFOLIO BALANCE MODELS) DENGAN RISIKO PASAR VALAS

Pendahuluan

Pendekatan keseimbangan portofolio menyatakan bahwa uang domestik hanya merupakan salah satu dari sekian banyak jenis aset finansial yang diminta oleh penduduk dari suatu negara. Dalam model keseimbangan portofolio yang sederhana, segenap individu dan perusahaan menyimpan kekayaan finansial dalam berbagai variasi kombinasi aset antara lain terdiri dari uang domestik, obligasi domestik, devisa, dan sebagainya.

Pendekatan ini menyatakan nilai tukar nominal dipengaruhi oleh perubahan secara kumulatif *current account*, sementara pelaku pasar valuta asing melakukan portofolio menyetujui terhadap resiko nilai tukar. Pelaku pasar valuta asing juga percaya bahwa resiko tersebut tidak bisa dieliminasi dengan melakukan diversifikasi. Oleh karenanya nilai tukar dianggap ditentukan oleh ekuilibrium di pasar saham (stock) . Adanya resiko mengimplikasikan bahwa interest rate differential sama dengan ekspektasi perubahan pada nilai tukar ditambah premium risk.

Ekuilibrium portofolio dalam jangka pendek menjelaskan alokasi sejumlah modal (*stock*) dari kekayaan diantara alternative surat berharga dengan dasar hasil yang diharapkan dan nilai tukar. Guncangan (*shock*) terhadap ekuilibrium portofolio diasumsikan dieliminasi dengan penyesuaian segera dari nilai tukar dan tingkat bunga, sehingga pemilik kekayaan menghasilkan permintaan dimana tepat sama dengan penawaran dari tuntutan keuangan yang tetap dalam jangka pendek. Selama harga barang diasumsikan tetap, perubahan nilai tukar akan berpengaruh terhadap neraca pembayaran sehingga nilai tukar yang fleksibel menyebabkan perubahan dalam *net foreign claims* dan juga kekayaan.

Perubahan *current account* juga penting dalam model keseimbangan portofolio dalam hal pengaturan redistribusi kekayaan internasional. Penyimpangan dari ekuilibrium portofolio juga penting, sehingga interaksi modal dan variabel ekonomi lain akan menjelaskan pergerakan nilai tukar.

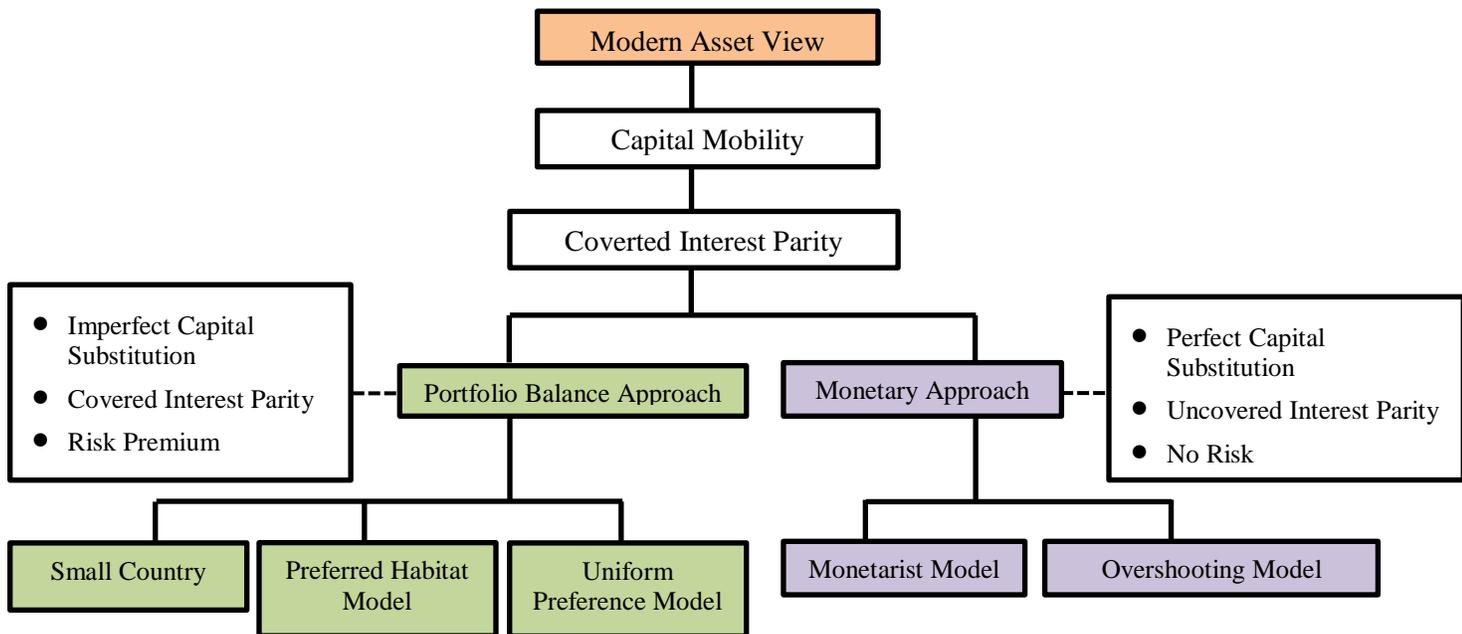
Dalam model keseimbangan portofolio, permintaan uang hanya tergantung pada tingkat bunga domestik dan pendapatan nasional, sedangkan variable luar negeri seperti tingkat bunga asing, tingkat harga asing dan pendapatan nasional asing diasumsikan sebagai variabel eksogen. Selanjutnya, surat berharga domestik dan asing dianggap sama dalam hal jangka waktu dan resiko, tidak ada pengawasan pergerakan modal, tidak ada biaya transaksi dan adanya *market imperfection*.

Perubahan kurs, suku bunga, kekayaan, perkiraan mengenai nilai suatu aset di masa mendatang akan merubah ekuilibrium pasar-pasar finansial dan mendorong

setiap investor untuk merelokasikan segenap aset finansialnya demi mencapai ekulibrium atau keseimbangan portofolio yang baru dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Perbedaan mencolok dalam ukuran dan kecepatan penyesuaian antara stok finansial dan sektor riil memberikan suatu implikasi yang sangat penting terhadap proses pembentukan kurs dan perubahan-perubahan atau dinamikanya dari waktu ke waktu. Secara umum perubahan-perubahan kurs tersebut nampaknya lebih digerakkan oleh perubahan di sektor finansial ketimbang perubahan di sektor riil, tetapi ada kemungkinan kurs mengalami perubahan sangat cepat akibat adanya perubahan di sektor riil dan seandainya ini terjadi maka fenomena ini disebut sebagai lonjakan.

Deskripsi :

Pendekatan nilai tukar pada dasarnya merupakan teori yang menjelaskan konsep penentuan nilai tukar yang didasarkan pada teori-teori ekonomi. Pendekatan nilai tukar secara konkrit tercermin pada model penentuan nilai tukar. Menurut Jeffrey Frankel (1993), berdasarkan *modern asset view* pendekatan nilai tukar dapat dibedakan menjadi dua yaitu pendekatan keseimbangan portofolio (*portfolio balance approach*) dan pendekatan moneter (*monetary approach*).



Sintesa model ini bertujuan untuk mengembangkan model pendekatan nilai tukar dengan pendekatan keseimbangan portofolio (*balance portofolio approach*) dengan Risiko yang muncul dalam pasar valuta asing

Pemilihan model Portofolio didasarkan pada kritik terhadap pendekatan Moneter (*monetary approach*) yang selama ini banyak dikaji dan digunakan dalam melakukan *estimation* dan *forecasting* terhadap nilai tukar. Kritik tersebut adalah :

- Model pendekatan moneter secara esensial merupakan konsep moneter, dimana model menjelaskan bahwa dalam jangka pendek nilai tukar ditentukan oleh permintaan dan penawaran uang di dua Negara. Asumsi pokok pada dua model tersebut adalah *asset* di dua Negara merupakan substitusi sempurna. Asumsi itulah yang mendapat kritik dari pendekatan *portfolio balance models*. Selain derivasi dari *interest rate parity* dalam jangka pendek, nilai tukar forward tidak mencerminkan *unbiased efficient expectation* dari nilai tukar untuk waktu yang akan datang, sehingga *uncover interest rate parity* kelihatan tidak valid.
- Salvatore (2012) yang menyatakan bahwa pendekatan Moneter merupakan pengembangan dari *domestic monetarism* dan memandang bahwa neraca pembayaran merupakan fenomena moneter, sedangkan pendekatan keseimbangan portofolio mendasarkan pendekatan nilai tukar yang didasarkan pada kepemilikan asset.

Pendekatan keseimbangan portofolio menyatakan bahwa uang domestik hanya merupakan salah satu dari sekian banyak jenis aset finansial yang diminta oleh penduduk dari suatu negara. Dalam model keseimbangan portofolio yang sederhana, segenap individu dan perusahaan menyimpan kekayaan finansial dalam berbagai variasi kombinasi aset antara lain terdiri dari uang domestik, obligasi domestik, devisa, dan sebagainya.

Ekuilibrum portofolio dalam jangka pendek menjelaskan alokasi sejumlah modal (*stock*) dari kekayaan diantara alternative surat berharga dengan dasar hasil yang diharapkan dan nilai tukar. Guncangan (*shock*) terhadap ekuilibrium portofolio diasumsikan dieliminasi dengan penyesuaian segera dari nilai tukar dan tingkat bunga, sehingga pemilik kekayaan menghasilkan permintaan dimana tepat sama dengan penawaran dari tuntutan keuangan yang tetap dalam jangka pendek. Selama harga barang diasumsikan tetap, perubahan nilai tukar akan berpengaruh terhadap neraca pembayaran sehingga nilai tukar yang fleksibel menyebabkan perubahan dalam *net foreign claims* dan juga kekayaan.

Dalam model keseimbangan portofolio, permintaan uang hanya tergantung pada tingkat bunga domestik dan pendapatan nasional, sedangkan variable luar negeri seperti tingkat bunga asing, tingkat harga asing dan pendapatan nasional asing diasumsikan sebagai variabel eksogen. Selanjutnya, surat berharga domestik dan asing dianggap sama dalam hal jangka waktu dan resiko, tidak ada pengawasan pergerakan modal, tidak ada biaya transaksi dan adanya *market imperfection*.

Perubahan kurs, suku bunga, kekayaan, perkiraan mengenai nilai suatu aset di masa mendatang akan merubah ekuilibrium pasar-pasar finansial dan mendorong setiap investor untuk merelokasikan segenap aset finansialnya demi mencapai

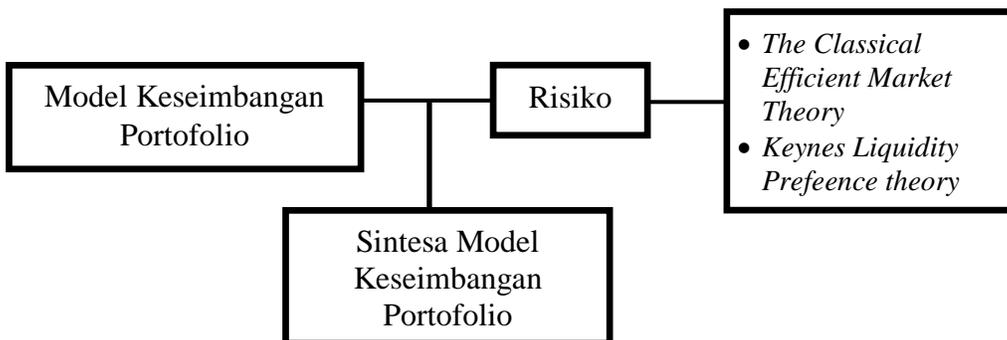
ekuilibrum atau keseimbangan portofolio yang baru dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Perbedaan mencolok dalam ukuran dan kecepatan penyesuaian antara stok finansial dan sektor riil memberikan suatu implikasi yang sangat penting terhadap proses pembentukan kurs dan perubahan-perubahan atau dinamikanya dari waktu ke waktu. Secara umum perubahan-perubahan kurs tersebut nampaknya lebih digerakkan oleh perubahan di sektor finansial ketimbang perubahan di sektor riil, tetapi ada kemungkinan kurs mengalami perubahan sangat cepat akibat adanya perubahan disektor riil dan seandainya ini terjadi maka fenomena ini disebut sebagai lonjakan.

Tahapan awal adalah melakukan kajian berdasarkan fenomena dan empiris untuk menentukan apakah model pendekatan nilai tukar Rupiah sesuai dengan model ekuilibrium atau disequilibrium. Hasil analisis untuk kasus nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS menunjukkan bahwa model penentuan nilai tukar Rupiah yang sesuai adalah model disequilibrium.

Konsep Sintesa Model Keseimbangan Portofolio

Nilai tukar nominal dipengaruhi oleh perubahan secara kumulatif *current account*, sementara para manager yang melakukan portofolio menyetujui terhadap resiko nilai tukar dan percaya bahwa resiko tersebut tidak bisa dieliminasi dengan melakukan diversifikasi. Oleh karenanya nilai tukar dianggap ditentukan oleh ekuilibrium di pasar saham. Adanya risiko mengimplikasikan bahwa *interest rate differential* sama dengan ekspektasi perubahan pada nilai tukar ditambah *premium risk*.

Oleh karena pasar itu pasar valuta asing pada kondisi *exposure* yaitu merupakan suatu kondisi yang terbuka terhadap risiko. Hal ini menjadikan konsep pemikiran bahwa model pendekatan keseimbangan portofolio seharusnya memperhitungkan variabel *risiko*.



Sintesa Model Keseimbangan Portofolio dengan Risiko Pasar Valas

Berdasarkan model nilai tukar pada kasus Negara kecil dan menunjuk pada logaritma dari variabel kekayaan dalam kasus negara kecil, maka persamaan dapat digabungkan dengan model *Dornbusch Sticky Price Model*, sehingga :

$$(m_t - m_t^*) - (p_t - p_t^*) = (k_t - k_t^*) + \varphi (y_t - y_t^*) - \lambda (r_t - r_t^*) + \varepsilon_{1t} \quad (3.1)$$

$$(d_t - d_t^*) = \varphi (y_t - y_t^*) - \lambda (r_t - r_t^*) + \omega (s_t - p_t + p_t^*) + (b_t - b_t^*) \quad (3.2)$$

$$(p_t - p_t^*) - (p_{t-1} - p_{t-1}^*) = \Omega [(d_t - d_t^*) - (y_t - y_t^*)] + \varepsilon_{1t} \quad (3.3)$$

$$(r_t - r_t^*) - E_t(s_{t+1} - s_t) = 1/\beta (-\tau - w_t^* - w_t - s_t) \quad (3.4)$$

$$s_t = (p_t - p_t^*) \quad (3.5)$$

$$E_t s_{t+1} - s_t = \alpha (s_t - s_t) \quad (3.6)$$

Interest rate differential dapat dituliskan sebagai berikut :

$$r_t - r_t^* = 1/\lambda [(k - k^*) - (m_t - m_t^*) - \varphi (y_t - y_t^*)] \quad (3.7)$$

persamaan 3.1 akan dipertahankan dan solusi jangka panjang untuk nilai tukar dituliskan :

$$s_t = - (k_t - k_t^*) + (m_t - m_t^*) - \varphi (y_t - y_t^*) \quad (3.8)$$

dengan persamaan *overshooting* adalah

$$s_t = s_t - (1/\lambda \alpha) (p_t - p_t) \quad (3.9)$$

Persamaan nilai tukar model keseimbangan nilai tukar

$$s_t = c_0 + c_1 (m_t - m_t^*) + c_2 (y_t - y_t^*) + c_3 (p_{t-1} - y_{t-1}^*) + c_4 (w_t - w_t^*) \quad (3.10)$$

Dimana :

- s_t : kurs nilai tukar USD terhadap IDR
- c_0 : intercept
- $c_{1,2,3,4}$: koefisien
- p^* dan p : rasio IHK di luar negeri dan dalam negeri
- w^* dan w : rasio cadangan devisa dalam negeri dan dalam negeri
- y^* dan y : rasio GDP luar negeri dan dalam negeri
- m^* dan m : rasio jml. Uang beredar luar negeri dan dalam negeri

Soanen LA (1979) menjelaskan bahwa *exposure* merupakan suatu kondisi yang terbuka terhadap risiko (*risk*). Hal ini menjadikan konsep pemikiran bahwa model penentuan nilai tukar seharusnya memperhitungkan variabel risiko. Penentuan nilai risiko nilai tukar dapat dicari dengan menghitung :

$$\text{Risk} = (\text{Forward} - \text{spot})/\text{spot}$$

Sehingga persamaan (3.10) dapat disintesakan dengan risiko pasar valas menjadi formula sebagai berikut :

$$s_t = c_0 + c_1 (m_t - m_t^*) + c_2 (y_t - y_t^*) + c_3 (p_{t-1} - y_{t-1}^*) + c_4 (w_t - w_t^*) + \text{Risk}$$

Penutup :

Indonesia pada saat ini menggunakan sistem *free exchange rate* dimana fluktuasi nilai tukar Rupiah mengalami tidak hanya disebabkan oleh faktor fundamental yang mencerminkan kondisi ekonomi, tetapi disebabkan pula oleh reaksi pasar. Indikator untuk melihat reaksi pasar dapat diketahui dari variabel Risiko. Pada pasar valuta asing informasi yang tersedia bersifat heterogen, demikian juga ekspektasi pelaku pasar valuta asing. Selain itu, disimpulkan pula bahwa informasi pada pasar valuta asing *costly* dan tidak semua informasi tidak dapat diterima oleh pelaku pasar valuta asing, sehingga pasar tidak pernah efisien. Oleh karena pasar tidak pernah efisien, maka pasar valuta asing pada kondisi *exposure* yaitu merupakan suatu kondisi yang terbuka terhadap risiko. Hal ini menjadikan konsep pemikiran bahwa model pendekatan nilai tukar seharusnya memperhitungkan variabel Risiko.

Daftar Pustaka :

- De Grauwe Paul, 1996, "*International Money : Postwar Trends and Theories*", Oxford University Press
- Frankel Jeffrey, 1993, *Monetary and portfolio Balance of Exchange Rate Determination*, MIT Press Cambridge.
- Salvatore Dominic, 2012, Exchange rate misalignments and the present International monetary system, *Journal of policy Modeling* 34 (2012) 594-604
- Soenen LA, 1979, "Efficient Market Implication for Foreign Exchange Exposure Management", *De Economist*, 127 NR 2.