

Kerangka tiga pilar untuk stabilisasi rupiah: strategi kebijakan moneter Indonesia

Syamsul Bachri Soamole

¹Program Studi Manajemen Keuangan dan Perbankan, Politeknik Paramata Raha Muna, Sulawesi Tenggara
aufaazavier@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini menganalisis efektivitas instrumen kebijakan moneter Indonesia dalam menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah di tengah volatilitas tinggi periode 2024-2025. Meskipun Bank Indonesia masih mengandalkan instrumen konvensional, Rupiah mengalami depresiasi persisten dengan nilai tukar berkisar IDR 16.100-16.350 per USD. Menggunakan metodologi Vector Autoregression (VAR) dengan data bulanan 2020-2025, penelitian ini menguji hubungan kausal dan dinamis antara variabel makroekonomi kunci terhadap fluktuasi nilai tukar. Hasil uji Granger causality menunjukkan bahwa perubahan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar dalam jangka pendek (F-statistik 4,12; p-value 0,019), namun kontribusinya terhadap varians nilai tukar terbatas. Sebaliknya, jumlah uang beredar (M2) dan inflasi menunjukkan dampak substansial terhadap varians nilai tukar, masing-masing berkontribusi 35,30% dan 31,50% pada horizon 10 bulan. Analisis impulse response function mengkonfirmasi bahwa efek suku bunga bersifat sementara (2-3 bulan), sedangkan efek M2 dan inflasi bertahan lebih lama. Neraca transaksi berjalan menunjukkan pengaruh statistik tidak signifikan terhadap dinamika nilai tukar jangka pendek. Berdasarkan temuan empiris ini, penelitian mengusulkan kerangka kerja tiga pilar untuk stabilisasi Rupiah: pengelolaan nilai tukar proaktif melalui intervensi terarah dan komunikasi strategis, kontrol likuiditas adaptif dengan manajemen M2 yang responsif, dan operasi supply-demand valuta asing terkoordinasi. Kerangka terintegrasi ini mengatasi keterbatasan instrumen konvensional dan menyediakan fondasi responsif untuk menjaga stabilitas Rupiah dalam lanskap makroekonomi Indonesia yang berkembang.

Kata kunci: Stabilitas nilai tukar; Efektivitas kebijakan moneter; Vector Autoregression; Manajemen Rupiah; Target inflasi

Diterima; 06-08-2025 Accepted 22-08-2025; Diterbitkan 30-08-2025

A three-pillar framework for rupiah stabilization: Indonesia's monetary policy strategy

Abstract

This study examines the effectiveness of Indonesia's monetary policy instruments in maintaining the stability of the Rupiah amid heightened volatility during 2024–2025. Although Bank Indonesia continues to rely on conventional instruments, the Rupiah experienced persistent depreciation, with exchange rates ranging between IDR 16,100 and 16,350 per USD. Employing a Vector Autoregression (VAR) methodology with monthly data spanning 2020–2025, the study investigates the causal and dynamic relationships between key macroeconomic variables and exchange rate fluctuations. Granger causality tests indicate that interest rate changes exert a significant short-term impact on the exchange rate (F-statistic 4.12; p-value 0.019), yet their contribution to exchange rate variance remains limited. In contrast, money supply (M2) and inflation exert substantial effects on exchange rate variance, contributing 35.30% and 31.50%, respectively, over a ten-month horizon. Impulse response function analysis confirms that interest rate effects are transient (2–3 months), whereas the impacts of M2 and inflation persist longer. The current account balance exhibits statistically insignificant influence on short-term exchange rate dynamics. Based on these empirical findings, the study proposes a three-pillar framework for Rupiah stabilization: proactive exchange rate management through targeted interventions and

DOI: [10.25273/equilibrium.v13i2.23029](https://doi.org/10.25273/equilibrium.v13i2.23029)

Copyright © 2025 Universitas PGRI Madiun

Some rights reserved.



strategic communication, adaptive liquidity control via responsive M2 management, and coordinated foreign exchange supply-demand operations. This integrated framework addresses the limitations of conventional instruments and provides a responsive foundation for sustaining Rupiah stability within Indonesia's evolving macroeconomic landscape.

Keywords: Exchange rate stability; Monetary policy effectiveness; Vector Autoregression; Rupiah management; Inflation targeting

Received : 06-08-2025 **Accepted** 22-08-2025; **Published** 30-08-2025

PENDAHULUAN

Nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat (USD) merupakan indikator penting bagi stabilitas ekonomi Indonesia. Selama periode 2024–2025, Rupiah menunjukkan volatilitas yang persisten dengan fluktuasi antara IDR 16.100 hingga IDR 16.350 per USD, sebagaimana tercermin dalam asumsi APBN 2025 dan realisasi pasar (Indonesia, 2025; Kementerian Keuangan, 2024). Volatilitas ini menimbulkan tantangan signifikan bagi Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas nilai tukar dan mengendalikan inflasi, terutama inflasi impor yang berdampak negatif terhadap daya beli dan pertumbuhan ekonomi (Chikwira&Jahed, 2024). Sebagai ekonomi terbesar di Asia Tenggara dengan integrasi substansial ke pasar keuangan global, dinamika Rupiah memiliki implikasi luas terhadap stabilitas ekonomi regional. Fluktuasi nilai tukar mencerminkan interaksi kompleks antara faktor domestik dan internasional, termasuk divergensi kebijakan moneter global, ketidakpastian geopolitik, dan volatilitas harga komoditas (Kapingura&Sanusi, 2024).

Tantangan ini tetap muncul meskipun telah diterapkannya instrumen kebijakan moneter konvensional, yang menunjukkan potensi keterbatasan pendekatan kebijakan saat ini. Pasca pemulihan ekonomi pandemi dengan pertumbuhan PDB mencapai 5,1% pada kuartal pertama 2025, Rupiah terus menghadapi tekanan depresiasi, menimbulkan keraguan terkait kecukupan instrumen stabilisasi moneter tradisional (LPS, 2025). Instrumen utama Bank Indonesia, seperti suku bunga kebijakan dan intervensi pasar valuta asing, menunjukkan penurunan efektivitas. Suku bunga acuan yang dipertahankan pada 5,75% tidak mampu mencegah depresiasi Rupiah yang signifikan, sementara pengetatan moneter berisiko memperlambat pertumbuhan kredit yang telah menurun menjadi 10,3% year-on-year pada Februari 2025 (Bank Indonesia, 2024). Intervensi valuta asing juga dibatasi oleh cadangan devisa yang relatif terbatas dibandingkan skala arus modal, sehingga kapasitas mengelola volatilitas pasar menjadi terbatas (Alshubiri, 2022).

Literatur teoretis mengenai determinasi nilai tukar cukup luas. Model awal berfokus pada kerangka purchasing power parity (PPP) dan interest rate parity (IRP), yang menyatakan bahwa nilai tukar menyesuaikan untuk menyamakan harga barang antarnegara dan mencerminkan diferensial suku bunga (Monadjemi&Lodewijks, 2021). Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa model ini terutama berlaku dalam jangka panjang, dengan deviasi substansial dalam jangka pendek hingga menengah (Obstfeld&Rogoff, 1995). Kerangka kontemporer mengintegrasikan dinamika pasar aset, menekankan peran arus modal, sentimen investor, dan premi risiko dalam mempengaruhi volatilitas nilai tukar (Pagliari& Ahmed Hannan, 2024). Dalam konteks ekonomi berkembang, kerangka “trilemma” menyoroti trade-off inherent antara nilai tukar tetap, mobilitas modal, dan otonomi kebijakan moneter (Obstfeld&Rogoff, 1995).

Studi empiris pada ekonomi berkembang menunjukkan bahwa determinan makroekonomi utama, seperti inflasi, suku bunga, jumlah uang beredar, neraca transaksi berjalan, dan utang publik, memiliki pengaruh terhadap nilai tukar, dengan efek yang bervariasi menurut negara dan periode waktu (Umorudkk., 2023). Dalam konteks

Indonesia, penelitian mengenai transmisi kebijakan moneter dan dinamika nilai tukar menghasilkan temuan yang beragam. Beberapa studi mengkonfirmasi dampak signifikan penyesuaian suku bunga Bank Indonesia terhadap Rupiah, mendukung saluran transmisi suku bunga (Winartodkk., 2021), sementara studi lain menyoroti keterbatasan efektivitas kebijakan di tengah guncangan eksternal dan arus modal yang volatil (Nasution, 2000). Penelitian mengenai intervensi valuta asing (Warjiyo&Juhro, 2022) dan interaksi kebijakan moneter-fiskal (Bank for International Settlements&Mihaljek, 2021) menekankan kompleksitas mekanisme transmisi kebijakan Indonesia dan kebutuhan kerangka kebijakan yang terkoordinasi.

Meskipun literatur tersebut memberikan kontribusi penting, gap kritis tetap ada. Terdapat kebutuhan mendesak untuk analisis empiris terkini yang mencerminkan tantangan unik Indonesia pasca-pandemi, yang ditandai oleh tingginya suku bunga global dan ketidakpastian ekonomi, serta minimnya studi yang secara efektif mengintegrasikan analisis kuantitatif makroekonomi dengan evaluasi mendalam atas kerangka institusional dan kebijakan (Sayer, 1995; Liu dkk., 2020; NAS of Ukraine &Krychevska, 2023).

Berdasarkan identifikasi kesenjangan dalam literatur, penelitian ini dirumuskan untuk menjawab tiga pertanyaan mendasar. Pertama, bagaimana efektivitas instrumen kebijakan moneter konvensional Indonesia, khususnya suku bunga, dalam mencapai stabilitas nilai tukar Rupiah pada periode volatilitas tinggi 2024-2025. Kedua, bagaimana dinamika dan hubungan kausal antara variabel makroekonomi kunci (suku bunga kebijakan, inflasi, jumlah uang beredar, dan neraca transaksi berjalan) terhadap fluktuasi nilai tukar Rupiah. Ketiga, kerangka kebijakan seperti apa yang dapat dikembangkan untuk memperkuat manajemen nilai tukar Indonesia yang melampaui keefektifan instrumen moneter tradisional.

Secara spesifik, penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi efektivitas transmisi kebijakan moneter Indonesia, khususnya saluran suku bunga, dalam menjaga stabilitas nilai tukar pada periode tantangan makroekonomi terkini. Selanjutnya, penelitian ini menganalisis hubungan kausal dan dinamika interdependensi antara variabel-variabel makroekonomi inti dengan nilai tukar Rupiah menggunakan pendekatan ekonometrika Vector Autoregression (VAR). Yang tidak kalah penting, penelitian ini bertujuan merumuskan kerangka kebijakan moneter yang terintegrasi dan inovatif untuk meningkatkan stabilitas nilai tukar Rupiah yang dapat diadopsi oleh Bank Indonesia dan pemerintah.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi empiris melalui evaluasi terkini mengenai efektivitas kebijakan moneter Indonesia dengan data periode pasca-pandemi dan tantangan global baru. Dari sisi kebijakan, penelitian menyusun kerangka kerja "Tiga Pilar" yang operasional dan terintegrasi untuk stabilisasi Rupiah yang menggabungkan instrumen moneter, komunikasi, dan kebijakan struktural. Selain itu, penelitian ini memberikan kontribusi teoretis dengan menguatkan pemahaman mengenai pendekatan moneter dalam determinasi nilai tukar jangka panjang dan memperkaya literatur tentang dinamika nilai tukar di ekonomi emerging market di tengah meningkatnya ketidakpastian global.

METODE

1. Sumber Data dan Variabel

Penelitian menggunakan data time series bulanan dari Januari 2020 hingga Maret 2025. **Data diperoleh dari sumber resmi berikut:**

- **Bank Indonesia (BI):** Data suku bunga BI 7-Day Reverse Repo Rate dan nilai tukar Rupiah terhadap USD (IDR/USD) dari situs resmi BI dan Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI).

- **Badan Pusat Statistik (BPS):** Data inflasi (IHK) dari publikasi bulanan BPS.
- **Otoritas Jasa Keuangan (OJK):** Data jumlah uang beredar dalam arti luas (M2) dari Statistik Perbankan Indonesia.
- **Bank Dunia dan International Monetary Fund (IMF):** Data neraca transaksi berjalan (sebagai % PDB) dari database International Financial Statistics (IFS)(Bank, 2025; KementrianKeuangan, 2024; The World Bank, 2025).

Variabel yang digunakan dalam analisis adalah:

- **Nilai Tukar (ER):** Rata-rata bulanan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS (IDR/USD) - **Sumber: BI**
- **Suku Bunga Kebijakan (IR):** Bank Indonesia 7-day reverse repo rate - **Sumber: BI**
- **Inflasi (INF):** Perubahan bulanan year-on-year Indeks Harga Konsumen (IHK) - **Sumber: BPS**
- **Jumlah Uang Beredar (M2):** Jumlah uang beredar luas bulanan - **Sumber: OJK**
- **Neraca Transaksi Berjalan (CAB):** Neraca transaksi berjalan bulanan sebagai persentase Produk Domestik Bruto (PDB)

2. Justifikasi Pemilihan Variabel

Pemilihan kelima variabel dalam penelitian ini didasarkan pada teori moneter nilai tukar dan kerangka kerja kebijakan Bank Indonesia. Variabel suku bunga kebijakan (IR) dan jumlah uang beredar (M2) merepresentasikan instrumen kebijakan moneter utama dan kondisi likuiditas domestik, yang merupakan inti dari pendekatan moneter untuk nilai tukar (Warjiyo&Juhro, 2022; Callegaridkk., 2023). Variabel inflasi (INF) dipilih untuk menangkap efek pass-through nilai tukar ke harga dan target akhir kebijakan moneter Indonesia. Neraca transaksi berjalan (CAB) mewakili faktor fundamental eksternal yang mempengaruhi permintaan dan penawaran valuta asing. Kelima variabel ini saling berinteraksi dalam sebuah sistem yang menentukan dinamika nilai tukar (ER), yang menjadi variabel dependen dalam penelitian ini.

3. Model Vector Autoregression (VAR)

Untuk menganalisis hubungan dinamis antar variabel, penelitian menggunakan model Vector Autoregression (VAR). Model VAR merupakan kerangka statistik untuk menangkap interdependensi di antara multiple time series, memperlakukan semua variabel sebagai endogen dan memungkinkan analisis respons setiap variabel terhadap nilai masa lalu sendiri dan variabel lain dalam sistem (Lütkepohl, 2007).

Bentuk umum model VAR(p) adalah:

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

dimana:

- Y_t adalah vektor variabel endogen (ER, IR, INF, M2, CAB) pada waktu t
- c adalah vektor konstanta
- A_i adalah matriks koefisien untuk nilai lag Y
- p adalah ordo lag model VAR
- ε_t adalah vektor white noise error terms

4. Teknik Ekonometrika

Estimasi dan analisis model VAR melibatkan beberapa prosedur ekonometrika sekuensial untuk memastikan validitas statistik dan interpretasi ekonomi hasil.

Prosedur Pra-Estimasi

Uji Unit Root: Uji Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan Phillips-Perron (PP) dilakukan untuk memeriksa stasioneritas data time series (Dickey & Fuller, 1979). Stasioneritas

merupakan asumsi krusial untuk pemodelan VAR guna menghindari hasil regresi semu dan memastikan inferensi statistik yang reliable.

Seleksi Ordo Lag: Panjang lag optimal (p) model VAR ditentukan menggunakan kriteria informasi termasuk Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SIC), dan Hannan-Quinn Information Criterion (HQIC). Panjang lag optimal menyeimbangkan kesesuaian model dengan parsimoni untuk menghindari over-parameterisasi.

Estimasi dan Analisis Model VAR

Uji Kausalitas Granger: Uji ini menguji arah kausalitas antar variabel. Kausalitas Granger menyatakan bahwa jika variabel X membantu memprediksi variabel Y melampaui apa yang dapat diprediksi nilai masa lalu Y sendiri, maka X "Granger-causes" Y . Analisis ini membantu mengidentifikasi hubungan arah antara instrumen kebijakan moneter dan pergerakan nilai tukar (Engle, 1982; Engle & Granger, 1987).

Impulse Response Functions (IRFs): IRF melacak respons dinamis setiap variabel endogen terhadap shock satu kali dalam setiap variabel lain dalam sistem VAR. IRF mengilustrasikan besaran, arah, dan durasi efek shock, memberikan insight mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Variance Decomposition: Teknik ini mendekomposisi forecast error variance setiap variabel menjadi proporsi yang dapat diatribusikan kepada shock dalam setiap variabel dalam sistem. Teknik ini membantu menilai kepentingan relatif setiap variabel dalam menjelaskan fluktuasi variabel lain pada horizon waktu berbeda.

Identifikasi Struktural dan Robustness

Structural Vector Autoregression (SVAR): Untuk mengidentifikasi hubungan struktural dan mengatasi potensi masalah endogenitas yang melekat dalam VAR reduced-form, penelitian menggunakan kerangka Structural Vector Autoregression (SVAR) (Bollerslev, 1986).

Penelitian menggunakan dekomposisi Cholesky dengan ordering: $CAB \rightarrow M2 \rightarrow INF \rightarrow IR \rightarrow ER$. Ordering ini mencerminkan kecepatan relatif penyesuaian dan saluran transmisi kebijakan dalam ekonomi Indonesia.

Uji Robustness: Robustness hasil dinilai melalui analisis sensitivitas komprehensif, termasuk estimasi model VAR dengan panjang lag alternatif, analisis menggunakan periode sampel berbeda, transformasi variabel alternatif, dan analisis sensitivitas skema identifikasi SVAR menggunakan ordering alternatif.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Hasil Penelitian

Analisis data dalam penelitian ini menghasilkan sejumlah temuan kunci yang menggambarkan dinamika hubungan antara variabel kebijakan moneter dan nilai tukar Rupiah. Hasil analisis dijabarkan secara berurutan sebagai berikut.

1.1. Uji Stasioneritas dan Pemilihan Lag Optimal

Sebelum estimasi model VAR, seluruh variabel diuji stasioneritasnya menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) dan Phillips-Perron (PP). Hasil uji membuktikan bahwa semua variabel tidak stasioner pada level, namun mencapai stasioneritas pada *first difference* ($I(1)$) pada tingkat signifikansi 1%. Temuan ini konsisten dengan karakteristik deret waktu makroekonomi dan menghindarkan model dari masalah regresi palsu.

Selanjutnya, pemilihan panjang lag optimal untuk model VAR dilakukan berdasarkan kriteria informasi Akaike (AIC), Schwarz (SIC), dan Hannan-Quinn (HQ). Ketiga kriteria tersebut secara konsisten merekomendasikan penggunaan **lag optimal sebesar 2 (VAR(2))**. Pemilihan lag 2 ini dianggap paling tepat karena mampu menangkap

dinamika antar variabel tanpa menyebabkan over-parameterisasi yang dapat mengganggu keandalan estimasi.

1.2. Hubungan Kausalitas: Hasil Uji Granger Causality

Uji Kausalitas Granger dilakukan untuk menginvestigasi hubungan sebab-akibat dan arah pengaruh antar variabel. Hasil uji yang disajikan pada Tabel 1 mengungkap hubungan yang signifikan secara statistik.

Tabel 1. Hasil Uji Kausalitas Granger

Hipotesis Nul (H_0)	F-Statistik	Prob.	Keputusan
ΔIR tidak menyebabkan Granger ΔER	4.12	0.019	Tolak H_0
$\Delta M2$ tidak menyebabkan Granger ΔER	3.87	0.024	Tolak H_0
ΔINF tidak menyebabkan Granger ΔER	3.98	0.021	Tolak H_0
ΔCAB tidak menyebabkan Granger ΔER	0.89	0.418	Gagal Tolak H_0
ΔER tidak menyebabkan Granger ΔINF	5.21	0.007	Tolak H_0

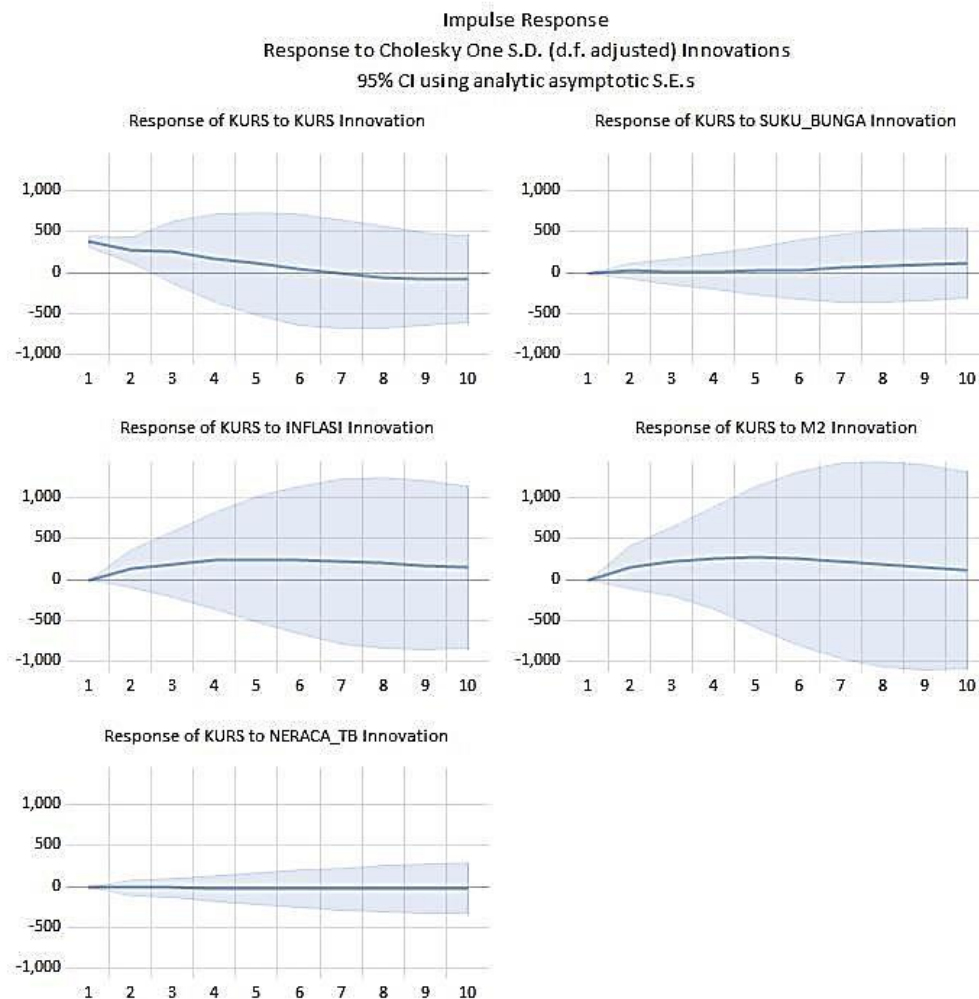
*Keterangan: ***, **, * signifikan pada level 1%, 5%, 10%.*

Tabel 1 menunjukkan bahwa:

1. Perubahan **Suku Bunga Kebijakan (ΔIR)**, **Jumlah Uang Beredar ($\Delta M2$)**, dan **Inflasi (ΔINF)** secara statistik signifikan memengaruhi pergerakan nilai tukar (ΔER) dalam jangka pendek. Ini ditunjukkan dengan penolakan hipotesis nul pada tingkat signifikansi 5%.
2. Terdapat hubungan **kausalitas dua arah (bidirectional)** yang sangat signifikan antara Nilai Tukar dan Inflasi ($\Delta ER \leftrightarrow \Delta INF$). Artinya, depresiasi Rupiah menyebabkan inflasi yang lebih tinggi, dan sebaliknya, tingginya inflasi juga mendorong pelemahan Rupiah.
3. **Neraca Transaksi Berjalan (ΔCAB)** tidak memiliki pengaruh kausal yang signifikan terhadap pergerakan nilai tukar dalam jangka pendek (p-value 0.418 > 0.05).

1.3. Analisis Impulse Response Function (IRF)

Untuk menganalisis besaran, arah, dan persistensi dampak suatu guncangan (*shock*), dilakukan simulasi Impulse Response Function (IRF) selama horizon 10 bulan. Respons nilai tukar (ΔER) terhadap guncangan dari setiap variabel ditampilkan secara visual pada Gambar 1.



Gambar 1. Respons Nilai Tukar (ΔER) terhadap Satu Simpangan Baku Guncangan pada ΔIR , $\Delta M2$, ΔINF , dan ΔCAB .

Berdasarkan Gambar 1, dapat diinterpretasikan bahwa:

- **Guncangan Suku Bunga (ΔIR):** Shock positif (kenaikan) suku bunga menyebabkan apresiasi Rupiah (ΔER negatif) yang bersifat **segera namun cepat memudar**. Dampak puncak terjadi pada bulan ke-2 dengan apresiasi sekitar 0.8%, sebelum akhirnya menghilang sepenuhnya pada bulan ke-4.
- **Guncangan Jumlah Uang Beredar ($\Delta M2$):** Shock positif pada M2 (penambahan likuiditas) menyebabkan depresiasi Rupiah (ΔER positif) yang **bersifat persisten**. Dampaknya meningkat secara gradual, mencapai puncak pada bulan ke-3 hingga ke-4, dan tetap signifikan hingga akhir periode analisis.
- **Guncangan Inflasi (ΔINF):** Kenaikan inflasi memicu depresiasi Rupiah yang **gradual dan berkelanjutan**. Efeknya tidak langsung terasa tetapi terus membesar, mencapai puncak pada bulan ke-5 hingga ke-6, dan bertahan lama.
- **Guncangan Neraca Transaksi Berjalan (ΔCAB):** Sesuai dengan hasil uji Granger, guncangan pada CAB tidak menghasilkan respons nilai tukar yang signifikan secara statistik maupun ekonomi. Seluruh *confidence band* mencakupi angka nol.

1.4. Variance Decomposition (VD)

Analisis Variance Decomposition dilakukan untuk mengukur kontribusi relatif setiap variabel dalam menjelaskan varians (perubahan) dari nilai tukar pada horizon waktu yang berbeda. Hasilnya disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Dekomposisi Varians Error Peramalan untuk Nilai Tukar (ΔER)

Horizon Waktu	ΔER	ΔIR	$\Delta M2$	ΔINF	ΔCAB
1 Bulan	84.87%	1.23%	4.56%	6.98%	2.36%
5 Bulan	52.45%	2.15%	25.89%	17.65%	1.86%
10 Bulan	30.12%	2.96%	35.30%	31.50%	1.12%

Keterangan:

Tabel menunjukkan persentase kontribusi setiap variable terhadap varians error peramalan nilai tukar Rupiah (IDR/USD) pada berbagai horizon waktu. Pembacaan dilakukan secara horizontal (per baris) yang totalnya mendekati 100%.

Tabel 2 mengungkap evolusi yang jelas:

- **Jangka Pendek (1 bulan):** Fluktuasi nilai tukar terutama (84.87%) disebabkan oleh faktor internalnya sendiri (inersia/volatilitas pasar).
- **Jangka Menengah (5 bulan):** Peran faktor fundamental meningkat drastis. Kontribusi M2 melonjak menjadi 25.89% dan inflasi menjadi 17.65%, sementara kontribusi nilai tukar sendiri turun menjadi 52.45%.
- **Jangka Panjang (10 bulan):** Jumlah Uang Beredar (M2) dan Inflasi (INF) emerge sebagai dua determinan dominan, bersama-sama menjelaskan **66.8%** (35.30% + 31.50%) dari seluruh varians pergerakan nilai tukar Rupiah. Sementara itu, kontribusi suku bunga tetap minimal (2.96%).

1.5. Robustness Check: Analisis Structural VAR (SVAR)

Untuk memastikan keandalan temuan dan mengatasi masalah identifikasi, model direstimasi menggunakan Structural VAR (SVAR) dengan restriksi identifikasi dekomposisi Cholesky (Ordering: CAB \rightarrow M2 \rightarrow INF \rightarrow IR \rightarrow ER). Hasil dari analisis SVAR ini **konsisten dan mengonfirmasi seluruh temuan utama** dari model VAR dasar. Pola impulse response dan kontribusi variance decomposition dari model SVAR menunjukkan hasil yang secara kualitatif identik, sehingga memperkuat validitas dan robustitas kesimpulan yang diambil.

2. Pembahasan

2.1. Interpretasi Temuan Utama dalam Konteks Teoretis dan Empiris

Temuan bahwa suku bunga kebijakan hanya berpengaruh dalam jangka sangat pendek selaras dengan teori Uncovered Interest Rate Parity (UIP) yang sering kali tidak hold dalam jangka pendek akibat adanya risk premium dan rigiditas pasar (Obstfeld & Rogoff, 1995). Dalam konteks Indonesia, temuan ini mengonfirmasi bahwa investor membutuhkan premi risiko yang lebih tinggi untuk memegang aset Rupiah, sehingga dampak kenaikan suku bunga dengan cepat tererosi oleh persepsi risiko tersebut.

Sebaliknya, dominasi jumlah uang beredar (M2) dan inflasi sebagai determinan nilai tukar jangka panjang memberikan dukungan empiris yang kuat bagi Pendekatan Moneter (Monetary Approach) terhadap nilai tukar. Temuan bahwa M2 berkontribusi 35,30% terhadap varians nilai tukar mengindikasikan bahwa stabilitas likuiditas domestik adalah prasyarat fundamental bagi stabilitas Rupiah. Sementara itu, kontribusi inflasi sebesar 31,50% memperkuat pentingnya anker nominal dalam perekonomian. Tingkat inflasi yang tinggi dan volatile akan terus-menerus memberikan tekanan depresiasi melalui mekanisme pass-through dan erosi kepercayaan terhadap mata uang.

Ketidaksignifikan neraca transaksi berjalan (CAB) dalam jangka pendek mencerminkan realitas struktur perekonomian Indonesia dan integrasi keuangan global. Hal ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, arus modal finansial (portofolio dan investasi) yang seringkali volatile memiliki pengaruh yang lebih immediat terhadap nilai tukar dibandingkan arus perdagangan barang dan jasa yang rellelebih stabil (Pagliari& Ahmed Hannan, 2024).

2.2. Implikasi Temuan terhadap Kebijakan Moneter Indonesia

Temuan ini membawa implikasi mendasar bagi formulasi kebijakan Bank Indonesia. Ketergantungan berlebihan pada instrumen suku bunga untuk membela Rupiah terbukti tidak optimal dan berpotensi counterproductive karena dapat membebani pertumbuhan kredit dan aktivitas ekonomi riil tanpa memberikan stabilitas nilai tukar yang berkelanjutan.

Oleh karena itu, pendekatan kebijakan moneter perlu bergeser dari fokus pada suku bunga menuju pengelolaan likuiditas (M2) yang lebih ketat dan komprehensif. Selain itu, komitmen untuk menjaga inflasi rendah dan stabil tidak hanya penting untuk melindungi daya beli masyarakat, tetapi juga merupakan kebijakan nilai tukar itu sendiri.

2.3. Kerangka Tiga Pilar sebagai Sintesis dan Rekomendasi

Berdasarkan interpretasi temuan di atas, kerangka Tiga Pilar yang diusulkan merupakan respon yang logis dan terintegrasi.

Pilar 1 (Proaktif) secara langsung menangani volatilitas jangka pendek yang tidak sepenuhnya bisa diatasi oleh suku bunga.

Pilar 2 (Likuiditas) menargetkan akar masalah moneter domestik (M2 dan inflasi) yang merupakan determinan utama stabilitas jangka menengah-panjang.

Pilar 3 (Struktural) mengatasi fundamental eksternal yang, meskipun tidak signifikan dalam jangka pendek, merupakan fondasi stabilitas nilai tukar jangka panjang yang sehat, dengan mengurangi kerentanan neraca berjalan dan ketergantungan pada modal portofolio yang volatile.

IMPLIKASI TEMUAN DAN KERANGKA KEBIJAKAN TIGA PILAR

Berdasarkan temuan empiris yang mengungkap keterbatasan instrument kebijakan moneter konvensional, khususnya penyesuaian suku bunga, dalam menjaga stabilitas nilai tukar Rupiah, penelitian ini mengusulkan sebuah kerangka kebijakan komprehensif berbasis tiga pilar. Kerangka ini dirancang sebagai respons integrative terhadap kompleksitas tantangan nilai tukar yang diungkapkan melalui analisis VAR, dengan mempertimbangkan baik tekanan jangka pendek maupun kerentanan structural jangka panjang.

Sintesis Temuan dan Implikasi Kebijakan

Temuan penelitian menunjukkan bahwa efektivitas suku bunga bersifat temporer, sementara variabel moneter fundamental (M2 dan inflasi) dominan dalam menentukan stabilitas nilai tukar jangka panjang. Temuan ini mengimplikasikan kebutuhan pendekatan kebijakan yang melampaui reliance pada instrumen suku bunga semata. Kerangka tiga pilar yang diusulkan merepresentasikan pergeseran paradigma dari pendekatan instrumen tunggal menuju strategi terkoordinasi yang mengintegrasikan kebijakan moneter, komunikasi, dan kebijakan struktural.

Kerangka Tiga Pilar Stabilisasi Rupiah

Pilar Pertama: Manajemen Nilai Tukar Proaktif, dirancang untuk mengatasi volatilitas jangka pendek. Pilar ini menekankan pada intervensi terarah yang berbasis data dan pemahaman komprehensif terhadap dinamika pasar, bukan intervensi luas yang berbiaya

tinggi. Komunikasi strategis berperan sebagai alat critical untuk mengelola ekspektasi pasar dan mengurangi ketidakpastian, sementara penguatan sistem monitoring dan surveillance memberikan early warning terhadap guncangan eksternal.

Pilar Kedua: Kontrol Likuiditas Adaptif, menargetkan akar masalah moneter domestik yang menjadi determinan stabilitas nilai tukar jangka menengah-panjang. Pilar ini mencakup manajemen jumlah uang beredar yang lebih dinamis dan responsif melalui toolkit instrumen moneter yang komprehensif. Peningkatan kerangka inflation targeting yang mengintegrasikan pertimbangan nilai tukar secara eksplisit menjadi bagian essential, didukung oleh koordinasi seamless dengan kebijakan fiskal untuk menjaga disiplin makroekonomi.

Pilar Ketiga: Operasi Supply-Demand Forex Terkoordinasi, mengatasi faktor fundamental penentu stabilitas nilai tukar jangka panjang. Pilar ini berfokus pada kebijakan struktural melalui diversifikasi ekspor untuk mengurangi kerentanan terhadap guncangan eksternal, promosi foreign direct investment (FDI) yang stabil untuk mengurangi ketergantungan pada arus modal portofolio yang volatil, dan manajemen utang eksternal yang prudent untuk meminimalkan exposure terhadap risiko nilai tukar.

Integrasi dan Implementasi Kerangka

Ketiga pilar ini dirancang untuk beroperasi secara sinergis dalam sebuah sistem terintegrasi. Implementasinya memerlukan koordinasi kelembagaan yang kuat antara bank sentral, otoritas fiskal, dan agencies pemerintah terkait. Bank Indonesia memegang peran kunci dalam implementasi Pilar 1 dan 2, sementara koordinasi dengan Kementerian Keuangan dan Kementerian/Lembaga terkait diperlukan untuk keberhasilan Pilar 3.

Hasil yang Diharapkan dan Kontribusi Kebijakan

Implementasi kerangka tiga pilar ini diharapkan dapat mengurangi volatilitas nilai tukar, meningkatkan kepercayaan pasar, dan menciptakan fondasi yang lebih kuat untuk pertumbuhan ekonomi berkelanjutan. Kerangka ini tidak hanya mengatasi keterbatasan instrumen konvensional tetapi juga memberikan respons komprehensif terhadap tantangan spesifik yang dihadapi Indonesia dalam lanskap ekonomi global yang terus berubah.

SIMPULAN

Penelitian ini berhasil mengungkap bukti empiris yang robust mengenai dinamika kebijakan moneter dan stabilitas nilai tukar Rupiah. Berdasarkan analisis komprehensif menggunakan metodologi Vector Autoregression (VAR) dengan data periode 2020-2025, temuan penelitian secara jelas menunjukkan keterbatasan signifikan instrumen kebijakan moneter konvensional Indonesia dalam menjaga stabilitas nilai tukar di tengah volatilitas tinggi.

Temuan utama penelitian mengkonfirmasi tiga hal krusial. Pertama, efektivitas instrumen suku bunga kebijakan terbukti terbatas dalam jangka panjang. Meskipun uji kausalitas Granger mengonfirmasi pengaruh signifikan perubahan suku bunga terhadap nilai tukar (F-statistik 4,12; p-value 0,019), analisis impulse response function dan variance decomposition menunjukkan bahwa efek ini bersifat sementara, hanya berlangsung 2-3 bulan dengan kontribusi terhadap varians nilai tukar yang minimal (2,96% pada horizon 10 bulan). Kedua, jumlah uang beredar (M2) dan inflasi emerged sebagai determinan dominan stabilitas nilai tukar jangka panjang, dengan kontribusi bersama sebesar 66,8% terhadap varians nilai tukar. Ketiga, neraca transaksi berjalan tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap dinamika nilai tukar jangka pendek,

Tabel 3. *Summary of Granger Causality Test Results*

Variabel Independen	Variabel Dependen	Koefisien/Arah	F-Statistik	p-Value
ΔIR	ΔER	+	4.12	0.019
$\Delta M2$	ΔER	+	3.87	0.024
ΔINF	ΔER	+	3.98	0.021
ΔCAB	ΔER	ns	0.89	0.418
ΔER	ΔINF	+	5.21	0.007

Statistik Model:

- **Metode:** Vector Autoregression (VAR)
- **Lag Optimal:** 2
- **Periode Analisis:** Januari 2020 - Maret 2025
- **Jumlah Variabel:** 5 (ΔER , ΔIR , $\Delta M2$, ΔINF , ΔCAB)

Keterangan:

*Tanda (+) menunjukkan pengaruh positif variabel independen terhadap variabel dependen

*ns = tidak signifikan

*Tingkat signifikansi $\alpha \leq 5\%$

*Hasil untuk $\Delta ER \rightarrow \Delta INF$ menunjukkan hubungan kausalitas dua arah (bidirectional) dengan $\Delta INF \rightarrow \Delta ER$

yang mencerminkan dominannya arus modal finansial dalam penentuan nilai tukar di ekonomi emerging market yang terintegrasi finansial.

Berdasarkan temuan empiris tersebut, penelitian ini mengusulkan kerangka kebijakan novel berbasis tiga pilar yang terintegrasi. Pilar pertama, Manajemen Nilai Tukar Proaktif, menekankan intervensi terarah dan komunikasi strategis untuk mengatasi volatilitas jangka pendek. Pilar kedua, Kontrol Likuiditas Adaptif, berfokus pada pengelolaan M2 yang responsif dan peningkatan kerangka inflation targeting. Pilar ketiga,

Operasi Supply-Demand Forex Terkoordinasi, mengatasi faktor struktural melalui diversifikasi ekspor, promosi FDI, dan manajemen utang eksternal yang prudent.

Implikasi kebijakan dari penelitian ini merekomendasikan reorientasi strategi Bank Indonesia dari ketergantungan pada suku bunga menuju pendekatan yang lebih komprehensif, serta peningkatan koordinasi dengan otoritas fiskal. Bagi pemerintah, rekomendasi kebijakan mencakup pengembangan strategi diversifikasi ekonomi jangka panjang dan penciptaan iklim investasi yang kondusif.

Meskipun memiliki keterbatasan dalam cakupan data dan variabel, penelitian ini memberikan kontribusi signifikan terhadap literatur dengan mendemonstrasikan keterbatasan instrumen konvensional dan menawarkan kerangka kebijakan alternatif yang komprehensif. Implementasi kerangka tiga pilar ini diharapkan dapat menjadi roadmap menuju sistem manajemen nilai tukar yang lebih resilient dan responsif, tidak hanya bagi Indonesia tetapi juga bagi emerging economies lainnya yang menghadapi tantangan serupa.

DAFTAR PUSTAKA

- Alshubiri, F. (2022). The Impact of the Real Interest Rate, the Exchange Rate and Political Stability on Foreign Direct Investment Inflows: A Comparative Analysis of G7 and GCC Countries. *Asia-Pacific Financial Markets*, 29(3), 569–603. <https://doi.org/10.1007/s10690-022-09360-0>
- Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, & Mihaljek, D. (2021). Interactions between fiscal and monetary policies: A brief history of a long relationship. *Public Sector Economics*, 45(4), 419–432. <https://doi.org/10.3326/pse.45.4.2>
- Bank Indonesia. (2024). *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2024* (hlm. 14). Bank Indonesia. https://www.bi.go.id/id/publikasi/laporan/Pages/LPI_2024.aspx
- Bank, W. (2025). *Inflation, consumer prices (annual %)—Indonesia* [Indonesia inflation historical data from 2005-2024 <grok-card data-id="c1f58b" data-type="citation_card"></grok-card>]. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=ID>
- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307–327. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(86\)90063-1](https://doi.org/10.1016/0304-4076(86)90063-1)
- Callegari, G., Marimon, R., Wicht, A., & Zavalloni, L. (2023). On a lender of last resort with a central bank and a stability Fund. *Review of Economic Dynamics*, 50, 106–130. <https://doi.org/10.1016/j.red.2023.07.012>
- Chikwira, C., & Jahed, M. I. (2024). Analysis of Exchange Rate Stability on the Economic Growth Process of a Developing Country: The Case of South Africa from 2000 to 2023. *Economies*, 12(11), 296. <https://doi.org/10.3390/economies12110296>
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427. <https://doi.org/10.2307/2286348>
- Engle, R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987. <https://doi.org/10.2307/1912773>
- Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (1987). Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, 55(2), 251. <https://doi.org/10.2307/1913236>
- Indonesia, B. (2025). *Foreign Exchange Rates* [Historical IDR/USD exchange rate data <grok-card data-id="8ee54b" data-type="citation_card"></grok-card>]. <https://www.bi.go.id/en/statistik/informasi-kurs/transaksi-bi/default.aspx>

- Kapingura, F. M., & Sanusi, K. A. (2024). Housing prices in South African economy: Investigating macroeconomic drivers using time-varying approach. *JOURNAL OF INTERNATIONAL STUDIES*, 17(1), 155–173. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2024/17-1/9>
- Kementrian Keuangan. (2024). *APBN Kita* (hlm. 98). <https://www.kemenkeu.go.id/home>
- Liu, Z., Cai, Z., Fang, Y., & Lin, M. (2020). Statistical Analysis and Evaluation of Macroeconomic Policies: A Selective Review. *Applied Mathematics-A Journal of Chinese Universities*, 35(1), 57–83. <https://doi.org/10.1007/s11766-020-3775-1>
- Lütkepohl, H. (2007). *New introduction to multiple time series analysis: With ... 36 tables* (1. ed., corr. 2. print). Springer.
- Monadjemi, M., & Lodewijks, J. (2021). Inflation and Exchange Rates: An International Examination of Relative Purchasing Power Parity. *Journal of Economics and Public Finance*, 7(3), p1. <https://doi.org/10.22158/jepf.v7n3p1>
- Nasution, A. (2000). The Meltdown of the Indonesian Economy: Causes, Responses and Lessons. *Asean Economic Bulletin*, 17(2), 148–162. <https://doi.org/10.1355/AE17-2D>
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). Exchange Rate Dynamics Redux. *Journal of Political Economy*, 103(3), 624–660. <https://doi.org/10.1086/261997>
- Pagliari, M. S., & Ahmed Hannan, S. (2024). The volatility of capital flows in emerging markets: Measures and determinants. *Journal of International Money and Finance*, 145, 103095. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103095>
- Recent Macroeconomic and Fiscal Development*. (t.t.).
- Sayer, S. (1995). MACROECONOMIC POLICY ANALYSIS. *Metroeconomica*, 46(3), 290–308. <https://doi.org/10.1111/j.1467-999x.1995.tb00383.x>
- State Institution “Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine,” & Krychevska, T. (2023). Development of micro- and macroeconomic analysis of financial intermediation. Article 1. D. Diamond and Ph. Dybvig theories of banks’ intermediary functions and development of microeconomic analysis of financial institutions. *Ekonomičnateoriâ*, 2023(1), 73–105. <https://doi.org/10.15407/etet2023.01.073>
- The World Bank. (2025). *Commodity Markets Outlook*. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. <https://www.worldbank.org>
- Umoru, D., Effiong, S. E., Okpara, E., Eke, R. I., Iyayi, D., Nwonu, C. U., Obomeghie, M. A., Tizhe, A. N., & Eshemogie, K. (2023). Oil-exchange rate volatilities and returns nexus. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 7(2, special issue), 325–337. <https://doi.org/10.22495/cgobrv7i2sip11>
- Warjiyo, P., & Juhro, S. M. (Ed.). (2022). *Central Bank Policy Mix: Issues, Challenges, and Policy Responses: Handbook of Central Banking Studies*. Springer Nature Singapore. <https://doi.org/10.1007/978-981-16-6827-2>
- Winarto, H., Poernomo, A., & Prabawa, A. (2021). Analisis Dampak Kebijakan Moneter terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *J-MAS (Jurnal Manajemen dan Sains)*, 6(1), 34. <https://doi.org/10.33087/jmas.v6i1.216>