

EFISIENSI PASAR VALAS DI INDONESIA



SKRIPSI

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat untuk
memperoleh gelar Sarjana Ekonomi**

**Oleh:
Juliana
2016110001**

**UNIVERSITAS KATOLIK PARAHYANGAN
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM SARJANA EKONOMI PEMBANGUNAN
Terakreditasi Berdasarkan Keputusan BAN-PT No. 1759/SK/BAN-PT/Akred/S/VII/2018
BANDUNG
2020**

EFFICIENCY OF INDONESIAN FOREIGN EXCHANGE MARKET



UNDERGRADUATE THESIS

**Submitted to complete part of the requirements for
Bachelor's Degree in Economics**

**By
Juliana
2016110001**

**PARAHYANGAN CATHOLIC UNIVERSITY
FACULTY OF ECONOMICS
PROGRAM IN DEVELOPMENT ECONOMICS
Accredited by National Accreditation Agency No. 1759/SK/BAN-PT/Akred/S/VII/2018
BANDUNG
2020**

**UNIVERSITAS KATOLIK PARAHYANGAN
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM SARJANA EKONOMI PEMBANGUNAN**



**PERSETUJUAN SKRIPSI
EFISIENSI PASAR VALAS DI INDONESIA**

Oleh:
Juliana
2016110001

Bandung, Juli 2020

Ketua Program Studi Sarjana Ekonomi Pembangunan,

Ivantia S. Mokoginta, Ph.D.

Pembimbing,

Yanuarita Hendrani, Ph.D.

PERNYATAAN

Saya yang bertandatangan di bawah ini,

Nama : Juliana
Tempat, tanggal lahir : Tanjung Balai Karimun, 04 Juli 1998
NPM : 2016110001
Program Studi : Sarjana Ekonomi Pembangunan
Jenis naskah : Skripsi

JUDUL

EFISIENSI PASAR VALAS DI INDONESIA

Pembimbing : Yanuarita Hendrani, Ph.D.

MENYATAKAN

Adalah benar-benar karya tulis saya sendiri:

1. Apapun yang tertuang sebagai bagian atau seluruh isi karya tulis saya tersebut di atas dan merupakan karya orang lain (termasuk tapi tidak terbatas pada buku, makalah, surat kabar, internet, materi perkuliahan, karya tulis mahasiswa lain), telah dengan selayaknya saya kutip, sadur atau tafsir dan jelas telah saya ungkap dan tandai
2. Bahwa tindakan melanggar hak cipta dan yang disebut plagiat (*plagiarism*) merupakan pelanggaran akademik yang sanksinya dapat merupakan peniadaan pengakuan atas karya ilmiah dan kehilangan hak kesarjanaaan.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan penuh kesadaran dan tanpa paksaan oleh pihak manapun.

Pasal 25 Ayat (2) UU.No.20 Tahun 2003: Lulusan perguruan tinggi yang karya ilmiahnya digunakan untuk memperoleh gelar akademik, profesi, atau vokasi terbukti merupakan jiplakan, dicabut gelarnya.

Pasal 70: Lulusan yang karya ilmiah yang digunakan untuk mendapatkan gelar akademik, profesi, atau vokasi sebagai mana dimaksud dalam Pasal 25 Ayat (2) terbukti merupakan jiplakan dipidana dengan pidana penjara paling lama dua tahun dan/atau denda paling banyak Rp. 200 juta.

Bandung,

Dinyatakan tanggal: 08 Juli 2020

Pembuat pernyataan:



(Juliana)

ABSTRAK

Efisiensi pasar valas sangat penting dalam perekonomian, mengingat nilai tukar mata uang asing berperan dalam menentukan berbagai kebijakan ekonomi makro dan perdagangan internasional. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pasar valuta asing di Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah dan bentuk semi-kuat, serta mengetahui apakah cadangan devisa dan investasi portofolio juga memiliki implikasi pada efisiensi pasar valas di Indonesia. Data yang digunakan berupa data bulanan dari 7 nilai tukar mata uang asing (*Australian Dollar, Canadian Dollar, Swiss Franc, Euro, Poundsterling, Japanese Yen, dan US Dollar*) terhadap Rupiah untuk periode Januari 2008 – Desember 2019. Efisiensi pasar valas bentuk lemah diuji dengan *Augmented Dickey-Fuller unit root test*, sedangkan efisiensi semi kuat diuji menggunakan kointegrasi dengan pendekatan VECM dan ARDL. Hasil *unit root test* menunjukkan bahwa ke-7 mata uang berperilaku *random walk* sehingga konsisten dengan efisien bentuk lemah. Selain itu, uji kointegrasi pada model tanpa *control variable* menunjukkan tidak adanya hubungan jangka panjang antar variabel, sedangkan model yang menggunakan *control variable* menunjukkan hasil yang bertentangan dengan efisiensi pasar valas bentuk semi-kuat.

Kata kunci : Efisiensi Pasar Valas, Nilai Tukar, Random Walk, VECM, ARDL.

ABSTRACT

The efficiency of the foreign exchange market is very important in the economy, given the foreign exchange rate plays a role in determining various macroeconomic policies and international trade. The purpose of this study is to determine whether the foreign exchange market in Indonesia has been efficient in a weak and semi-strong form, and to find out whether foreign exchange reserves and portfolio investments also have implications for the efficiency of the foreign exchange market in Indonesia. This research uses monthly data from 7 foreign exchange rates (Australian Dollar, Canadian Dollar, Swiss Franc, Euro, Pound Sterling, Japanese Yen, and US Dollar) against Rupiah for the period of January 2008 - December 2019. Efficiency of the weak form is tested using Augmented Dickey-Fuller unit root test, while the semi-strong efficiency is tested using cointegration with the VECM and ARDL approaches. The unit root test results show that all 7 currencies behave random walk so that they are consistent with the weak form of efficiency. In addition, the cointegration test on models without control variables show no long-term relationship between variables, while models using control variables show results that are in contrast to the efficiency of the semi-strong form of the forex market.

Keywords: Forex Market Efficiency, Exchange Rate, Random Walk, VECM, ARDL.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “Efisiensi Pasar Valas di Indonesia”. Penyusunan skripsi ini diajukan sebagai upaya memenuhi syarat guna memperoleh gelar Sarjana dalam bidang ilmu Ekonomi Pembangunan di Universitas Katolik Parahyangan. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih belum sempurna sehingga saran dan kritik yang membangun sangat diharapkan untuk memperbaiki penelitian ini di masa mendatang.

Selama penyusunan skripsi ini, penulis memperoleh banyak dukungan, bimbingan, ide, dan saran dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih pada:

1. Kedua orang tua dan keluarga penulis atas segala doa, perhatian, serta dukungan baik moral maupun materil yang telah diberikan selama ini.
2. Ibu Yanuarita Hendrani, Ph.D. selaku dosen pembimbing penulis. Terima kasih banyak atas ilmu, bimbingan, kesabaran, waktu, dan kepercayaan yang telah diberikan kepada penulis selama masa perkuliahan dan proses penyusunan skripsi.
3. Ibu Noknik Karliya H, Dra., M.P. selaku dosen wali penulis. Terima kasih atas arahan, nasihat, dan pembelajaran yang diberikan selama masa perkuliahan.
4. Ibu Ivantia S. Mokoginta, Ph.D., Ibu Dr. Miryam L. Wijaya, Ibu Hilda Leilani Masniaritta Pohan, Ph.D., Ibu Siwi Nugraheni, Dra., M.Env., Bpk Dr. Franciscus Haryanto, S.E., M.M, Bpk M. Ishak Somantri, Drs., MSP., Bpk Charvin Lim, S.E., M.Sc, Bpk Chandra Utama, S.E., M.M., M.Sc, Bpk Dian Fordian, S.E., M.Si. Terima kasih atas segala ilmu dan pembelajaran yang telah diberikan kepada penulis.
5. Bank Indonesia Institute yang telah memberikan dana penelitian melalui program Banlit 2020.
6. Varell Andrew dan Helena Febrianti yang selalu memberikan kepercayaan, semangat, nasihat, dan dukungan kepada penulis selama penyusunan skripsi. Terima kasih telah menjadi tempat untuk berbagi cerita, serta selalu sabar mendampingi penulis di saat suka dan duka.
7. Nia Yustiana, Selin Reina, Garry Giovanni, Calvin, Ian Lewis, Anan Wiranto, dan Benedictus Frederick selaku sahabat penulis. Terima kasih telah menjadi

tempat berbagi tawa dan canda, serta kenangan indahnyanya selama masa perkuliahan.

8. Viza Oktarina, Desy, Ivo Valentine, Wynne Chrysentia, Natasya Amelia Clarissa, Mariyani, Agustiandi, Louis Genio, Frengki Ang, Fendy, Delano Justine, Mayco Moktariady, dan Ryan Taniawan selaku sahabat penulis yang senantiasa memberikan dukungan, perhatian dan motivasi kepada penulis. Terima kasih juga kepada Robyn Irawan, S.Si., selaku senior penulis dan sahabat penulis yang senantiasa memberikan bantuan dan saran kepada penulis.
9. Teman-teman angkatan 2016: Melinda, Debora, Nadhya, Adinda, Yolla, Disma, Difa, Dea, Kea, Ferinda, Feren, Ita, Syafia, Nadia, Sabilla, Rere, Rina, Alya, Netha, Ditha, Venny, Otniel, Bang Kev, Andre, Fachmi, Michael, DK, Made, Ocep, serta teman-teman angkatan 2016 lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terima kasih juga kepada keluarga besar Ekonomi Pembangunan atas kebersamaan, kebahagiaan, dan pengalaman yang luar biasa selama masa perkuliahan.
10. Terima kasih untuk semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan dukungannya kepada penulis selama penyusunan skripsi.

Bandung, 08 Juli 2020

Juliana

DAFTAR ISI

| | |
|--|-----|
| ABSTRAK | v |
| ABSTRACT | vi |
| KATA PENGANTAR | vii |
| DAFTAR GAMBAR | xi |
| DAFTAR TABEL | xii |
| BAB 1 PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang | 1 |
| 1.2. Rumusan Masalah | 5 |
| 1.3. Tujuan Penelitian | 6 |
| BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA | 7 |
| 2.1. Efisiensi Pasar Valas | 7 |
| 2.2. Sistem Nilai Tukar | 8 |
| 2.2.1. Sistem Nilai Tukar Mengambang Penuh (<i>Pure Floating Exchange Rate Regime</i>) | 8 |
| 2.2.2. Sistem Nilai Tukar Tetap Murni (<i>Absolutely Fixed Exchange Rate Regime</i>) | 9 |
| 2.3. Intervensi Bank Sentral | 10 |
| 2.4. Keterkaitan Intervensi Bank Sentral dan Investasi Portofolio dengan Efisiensi Pasar Valas | 11 |
| 2.5. Penelitian Terdahulu | 12 |
| 2.6. Kerangka Konseptual | 13 |
| BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN | 15 |
| 3.1. Metode Penelitian | 15 |
| 3.1.1. Data Penelitian | 15 |
| 3.1.2. Metode dan Teknik Analisis | 16 |
| 3.1.3. Langkah-langkah Penelitian | 18 |
| BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN | 19 |
| 4.1. Hasil Penelitian | 19 |

| | | |
|--|---|------|
| 4.1.1. | <i>Unit Root Test</i> | 19 |
| 4.1.2. | Uji Pemilihan <i>Lag</i> | 20 |
| 4.1.3. | Uji Kointegrasi Johansen | 21 |
| 4.1.4. | Uji Vector Error Correction Model (VECM)..... | 22 |
| 4.1.5. | Uji Kointegrasi <i>Bound Test</i> | 24 |
| 4.1.6. | Hasil Model Kointegrasi dengan Pendekatan <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL)..... | 25 |
| 4.2. | Analisa Hasil | 26 |
| BAB 5 PENUTUP | | 32 |
| 5.1. | Kesimpulan | 32 |
| 5.2. | Rekomendasi | 33 |
| DAFTAR PUSTAKA | | 34 |
| LAMPIRAN 1: <i>Unit Root Test</i> pada <i>Level</i> | | A-1 |
| LAMPIRAN 2: <i>Unit Root Test</i> pada <i>First Difference</i> | | A-2 |
| LAMPIRAN 3: Penentuan <i>Lag</i> Optimum Model VECM | | A-3 |
| LAMPIRAN 4: Penentuan <i>Lag</i> Optimum Model ARDL | | A-4 |
| LAMPIRAN 5: <i>Johansen Cointegration Test</i> | | A-7 |
| LAMPIRAN 6: <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM)..... | | A-8 |
| LAMPIRAN 7: Kointegrasi <i>Bound Test</i> | | A-9 |
| LAMPIRAN 8: <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL)..... | | A-10 |
| RIWAYAT HIDUP PENULIS | | A-11 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|--|----|
| Gambar 1. Akumulasi Cadangan Devisa dan Fluktuasi Kurs | 3 |
| Gambar 2. Perubahan Cadangan Devisa untuk Stabilisasi Kurs Rupiah (Juta USD) | 3 |
| Gambar 3. Aliran <i>Capital Flows</i> (Investasi Portofolio) dalam Juta USD | 4 |
| Gambar 4. Kerangka Konseptual | 14 |

DAFTAR TABEL

| | |
|--|----|
| Tabel 1. Data | 15 |
| Tabel 2. Hasil <i>Unit Root Test</i> pada <i>Level</i> dan <i>First Difference</i> | 19 |
| Tabel 3. Hasil Uji <i>Lag Optimum</i> Pada Model VECM | 20 |
| Tabel 4. Hasil Uji <i>Lag Optimum</i> Pada Model ARDL | 20 |
| Tabel 5. Hasil Johansen <i>Cointegration Test</i> Menggunakan <i>Control Variable</i> | 21 |
| Tabel 6. Hasil Johansen <i>Cointegration Test</i> Tanpa <i>Control Variable</i> | 22 |
| Tabel 7. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang | 23 |
| Tabel 8. Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek | 24 |
| Tabel 9. Hasil Uji <i>Bound Test Cointegration</i> Menggunakan <i>Control Variable</i> | 25 |
| Tabel 10. Hasil Uji <i>Bound Test Cointegration</i> Tanpa <i>Control Variable</i> | 25 |
| Tabel 11. Hasil Regresi ARDL Jangka Panjang | 26 |
| Tabel 12. Hasil Regresi ARDL Jangka Pendek | 26 |

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pasar valuta asing adalah pasar global dimana pelaku pasar dapat membeli, menjual, menukar, dan berspekulasi dalam mata uang. Perkembangan pasar valuta asing sangat terkait dengan rezim nilai tukar yang dianut oleh negara (Firoj & Kanom, 2018). Indonesia pada 1970 menganut *fixed exchange rate* sehingga Rupiah dipatok terhadap mata uang negara tertentu tanpa mempertimbangkan permintaan dan penawaran terhadap valas. Pada tahun 1978, Indonesia beralih ke *managed floating exchange rate* sehingga nilai tukar rupiah dibiarkan mengambang terhadap *basket currency* (sekeranjang mata uang) mitra dagang utama Indonesia. Pada sistem ini, pemerintah membiarkan kurs bergerak di pasar dengan rentang tertentu dan akan melakukan intervensi ketika kurs berada diluar *spread* yang telah ditetapkan. Dari tahun 1997 hingga saat ini Indonesia menganut *free floating exchange rate*. Dengan diberlakukannya sistem ini, nilai tukar rupiah sepenuhnya ditentukan oleh pasar. Akan tetapi, untuk menjaga stabilitas nilai tukar, Bank Indonesia pada waktu-waktu tertentu melakukan intervensi di pasar valuta asing, khususnya pada saat terjadi gejolak kurs yang berlebihan (Bank Sentral Republik Indonesia, 2017).

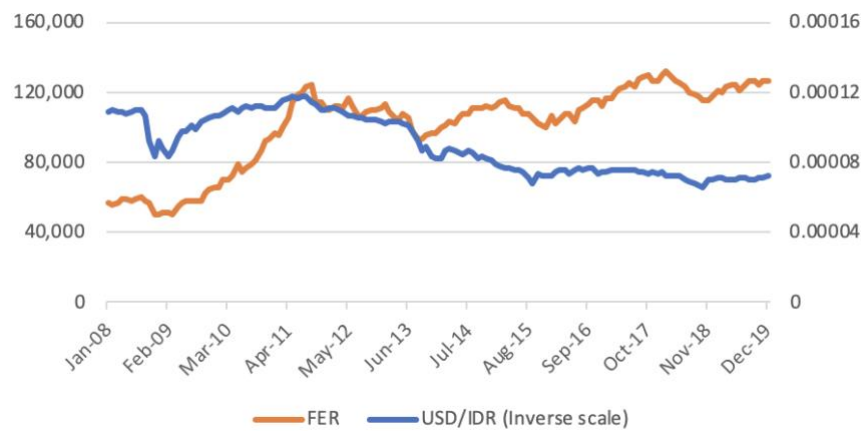
Perubahan rezim nilai tukar menjadi rezim mengambang bebas diawali oleh krisis nilai tukar di Thailand yang menyebar ke negara ASEAN lainnya termasuk Indonesia. Pada masa itu, terjadi penarikan modal besar-besaran akibat hilangnya kepercayaan para investor disertai tekanan spekulatif sehingga mata uang Rupiah melebihi batas atas pita intervensi bank sentral. Bank Indonesia kemudian menghapus rentang intervensi dan membiarkan mata uang Rupiah mengambang secara bebas (Goeltom, 2008). Sistem kurs yang dianut dapat memengaruhi perilaku spekulasi dalam melakukan tindakan spekulatif. Sepanjang dalam kondisi perekonomian yang normal, sistem kurs tetap tidak memungkinkan untuk melakukan spekulasi. Namun, ketika perekonomian sedang dalam kondisi yang kurang baik, bank sentral suatu negara akan melakukan intervensi. Kondisi tersebut apabila terbaca oleh spekulasi akan dimanfaatkan untuk mencari keuntungan. Sedangkan bagi negara yang menganut sistem kurs mengambang bebas, diharapkan spekulasi akan sulit untuk melakukan peramalan karena pergerakan nilai tukar bersifat acak. Hal tersebut membuat peluang para spekulasi dalam memperoleh keuntungan

menjadi tidak menentu. Namun kebenaran *claim* tersebut tergantung pada seberapa efisien pasar valas tersebut.

Fama (1970, 1991) membagi efisiensi pasar menjadi tiga kategori yakni bentuk lemah, semi kuat, dan kuat. Lebih tepatnya, tingkat efisiensi pasar ditentukan oleh informasi. Efisiensi bentuk lemah dikenal dengan *random walks theory*. Dikategorikan bentuk lemah karena hanya mencerminkan informasi historis tentang harga kurs dan tingkat pengembalian di masa lalu. Pergerakan harga kurs yang bersifat acak tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga kurs atau tren di masa depan. Oleh karena itu, tidak memungkinkan bagi pelaku pasar untuk mendapatkan keuntungan berdasarkan informasi historis tersebut. Dalam efisiensi semi kuat, pergerakan harga kurs merupakan cerminan dari informasi di masa lalu dan semua informasi publik yang dapat diakses secara terbuka. Pasar valas dikatakan efisien dalam bentuk semi-kuat apabila semua informasi yang tersedia untuk publik tidak dapat digunakan untuk memprediksi nilai tukar kedepan. Selanjutnya, efisiensi bentuk kuat, dimana semua informasi publik, privat, hingga informasi yang biasanya hanya diketahui oleh *insider* (orang dalam) telah mencerminkan harga kurs saat ini sehingga tidak ada pihak yang akan mendapat *abnormal return*. Teori EMH yang telah banyak diterapkan secara empiris di pasar saham juga diterapkan di pasar valuta asing, antara lain oleh Burt *et al.* (1977), Rose & Selody (1984), Bleaney (1998), dan Wickremasinghe & Kim (2008).

Efisiensi di pasar valas terkait dengan prediktabilitas nilai valas di masa mendatang. Sistem kurs mengambang bebas secara *natural* membuat kurs lebih *volatile* dibandingkan dengan sistem kurs yang lain. Bagi negara-negara berkembang cenderung sulit menyerahkan pergerakan kurs pada mekanisme pasar karena berbagai indikator makro juga terkait dengan nilai tukar. Terdapat berbagai motif mengapa bank sentral mengakumulasi cadangan devisa, salah satunya yaitu untuk meredam volatilitas nilai tukar. Gambar 1 menunjukkan bahwa akumulasi cadangan devisa yang dilakukan bank Indonesia mempunyai *trend* yang terus meningkat dan ketika Rupiah terdepresiasi, nilai cadangan devisa turun atau kecenderungan menambah cadangan devisa berhenti.

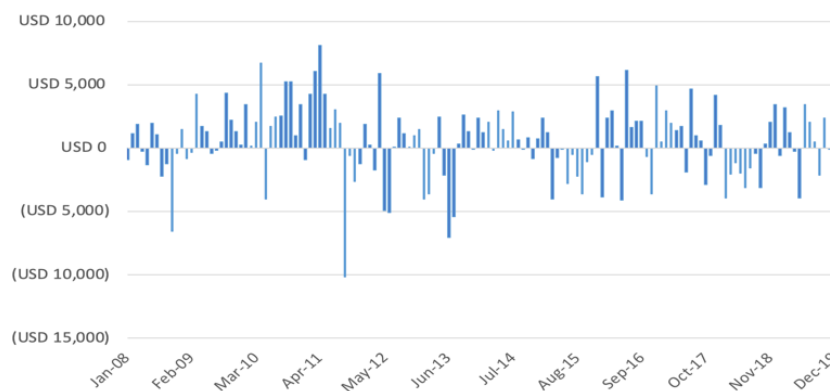
Gambar 1. Akumulasi Cadangan Devisa dan Fluktuasi Kurs



Sumber: Bank Indonesia & Investing.com (2019) (diolah)

Keaktifan Bank Indonesia dalam melakukan intervensi juga terlihat dalam perubahan cadangan devisa pada Gambar 2 berikut.

Gambar 2. Perubahan Cadangan Devisa untuk Stabilisasi Kurs Rupiah (Juta USD)



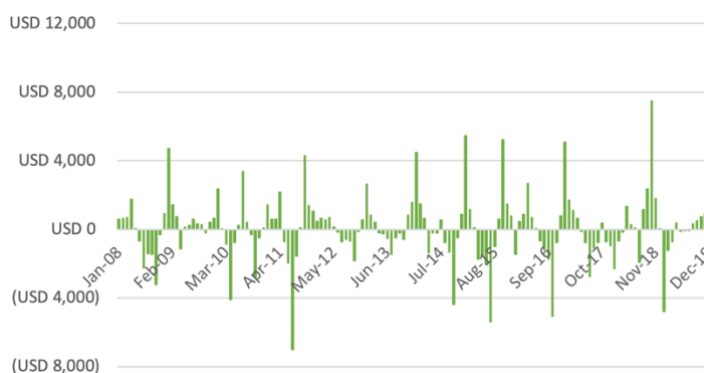
Sumber: Bank Indonesia (2019) (diolah)

Dapat dilihat bahwa intervensi tertinggi dilakukan pada tahun-tahun dimana terjadi krisis, antara lain tahun 2008 dan 2011. Yang terakhir ini disebabkan adanya krisis keuangan di Eropa dan Amerika. Selain itu, ketidakpastian global terhadap pulihnya perekonomian global dan pembayaran utang luar negeri seperti yang terjadi pada tahun 2013 juga memicu peningkatan penggunaan cadangan devisa. Ini semua menunjukkan bahwa bank Indonesia cukup aktif melakukan intervensi terutama ketika terdapat gejala kurs.

Indonesia menjadi tujuan investasi portofolio paling populer di antara negara *emerging markets*, di luar Tiongkok. Bagi perusahaan investasi dan investor mancanegara, nilai

tukar mata uang akan berdampak pada pilihan portofolio yang mereka miliki. Investasi portofolio memiliki karakteristik *easy come easy go* sehingga gejolak ekonomi global bisa membuat *shock* pada investasi portofolio sehingga sangat mudah terjadi *capital outflow*. Arus jangka pendek ini akan sangat memengaruhi nilai kurs yang terjadi di Indonesia (Sindonews, 2019).

Gambar 3. Aliran *Capital Flows* (Investasi Portofolio) dalam Juta USD



Sumber: Bank Indonesia (2019) (diolah)

Gambar 3 memperlihatkan aliran dana keluar tertinggi terjadi pada tahun 2011. Hal tersebut sebagai dampak dari krisis keuangan di Eropa dan Amerika Serikat ke pasar keuangan Indonesia. Pada awal Agustus, bursa saham mengalami goncangan dipicu oleh penurunan hutang negara AS oleh *Standard and Poor's*. Ketidakpastian perekonomian Amerika Serikat dan Kawasan Eropa membawa tekanan besar terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hal ini kemudian membuat investor menghindari risiko global dan memilih untuk menukarkan portofolionya ke aset yang lebih *safe haven* yang pada akhirnya menyebabkan pelemahan mata uang Rupiah (Kementerian Perencanaan Pembangunan Nasional/Bappenas, 2011).

Dampak intervensi bank sentral tidak sesederhana yang dibayangkan pada umumnya. Seperti yang dikemukakan Patnaik (2003) dan Chutasripanich & Yetman (2015), intervensi bank sentral dapat berdampak pada efektivitas kebijakan moneter dan upaya menstabilkan volatilitas nilai tukar dapat membuat nilai kurs ke depan lebih bisa diprediksi sehingga mengundang spekulator. Kebanyakan penelitian seputar intervensi bank sentral terkait dengan efektivitasnya dalam mengendalikan volatilitas menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda; tergantung pada kondisi masing-masing negara. Pentingnya stabilitas nilai tukar dan masih minimnya penelitian tentang dampak intervensi bank sentral di pasar valas Indonesia membuat kajian penelitian dalam topik ini masih diperlukan. Variabel lain yang tak kalah pentingnya bagi negara yang sistem keuangannya masih belum begitu berkembang dalam pengaruhnya terhadap volatilitas

nilai tukar adalah arus modal jangka pendek. Perekonomian yang terbuka selalu menghadapi *dilemma*; jika mengharapkan adanya otonomi kebijakan moneter dan tidak terdapat restriksi arus modal masuk, maka akan sulit mencapai nilai kurs yang stabil.

Pemerintah saat ini juga sedang berupaya untuk memperdalam pasar keuangan dimana kebijakan pendalaman pasar keuangan Bank Indonesia pada 2018 difokuskan pada upaya peningkatan efisiensi pasar uang dan pasar valas. Hal ini bertujuan karena ketika pasar uang dan pasar valas efisien, maka akan memberikan kondisi yang kondusif bagi pelaku pasar dan pelaku usaha untuk mendapatkan dan/ atau mengelola dana atau likuiditas jangka pendek serta untuk memenuhi kebutuhan akan pertukaran dana valas. Pasar uang dan pasar yang efisien ini juga akan menunjang kelancaran bisnis usaha sekaligus pengelolaan risiko. Dengan begitu, diharapkan dapat mendorong peningkatan minat investasi jangka panjang oleh pelaku pasar dan pelaku usaha yang pada akhirnya akan memiliki ingkatkan efisiensi pembiayaan bagi perekonomian (Bank Indonesia, 2018).

Studi mengenai efisiensi di pasar valas tidak sebanyak kajian efisiensi di pasar saham. Penelitian mengenai efisiensi di pasar valas yang menguji efisiensi dalam bentuk lemah dikaji oleh Chuluun *et al.* (2011), Katusiime *et al.* (2015), Azad (2009), Bleaney (1998), Wickremasinghe & Kim (2008) dengan kesimpulan yang tidak seragam. Sementara ini belum banyak yang menguji dalam bentuk semi kuat. Rose & Selody (1984) menguji untuk kasus *semi strong* dan Firoj & Khanom (2018), Wickremasinghe (2016) serta Cicek (2014) mengkaji efisiensi bentuk lemah dan semi-kuat. Neal & Tanner (1996) dan Dominguez (1998), serta Beine & Quere (2002) memasukkan unsur intervensi bank sentral dalam pengujiannya dengan hasil intervensi tidak menurunkan volatilitas nilai tukar. Sementara Chuluun *et al.* (2011) melibatkan unsur *investment flows* dalam pengujiannya dengan hasil intensitas *investment flows* membuat hipotesa *random walk* sulit ditolak. Belum banyaknya penelitian di bidang ini dan hasil penelitian yang cukup bervariasi membuat peneliti ingin mengisi *gap* penelitian di bidang ini khususnya untuk kasus Indonesia dengan memasukkan unsur intervensi bank sentral dan aliran modal jangka pendek, serta mengidentifikasi pengaruhnya baik pada jangka panjang maupun jangka pendek.

1.2. Rumusan Masalah

Pasar valas yang efisien sangat penting terutama untuk negara seperti Indonesia yang menganut sistem kurs mengambang bebas. Apabila pasar valas belum efisien, fluktuasi nilai tukar dapat menjadi celah bagi spekulasi untuk mendapat keuntungan. Para spekulasi

biasanya akan membeli dan menjual mata uang dengan harapan memperoleh keuntungan jangka pendek dari perubahan harga yang terjadi di pasar valas. Adanya spekulasi akan mengganggu pergerakan nilai tukar. Hal ini dapat melemahkan mata uang suatu negara yang berimplikasi pada lemahnya kondisi perekonomian di suatu negara. Situasi ini pernah terjadi di Inggris dan dikenal dengan *black Wednesday*, dimana spekulator besar seperti *Georgo Soros* menimbulkan tekanan pada mata uang di Inggris yang membuat *Bank of England* bangkrut (Poetri, 2013).

Indonesia secara *de jure* menyampaikan sistem kurs yang dianut adalah *free floating*. Pada tahun 2017, IMF mengategorikan *de facto* sistem yang dianut Indonesia adalah *floating* dan pada tahun 2018 dikategorikan sebagai *stabilized*. Hal ini mungkin disebabkan Bank Indonesia cukup aktif melakukan stabilisasi nilai kurs. Selain itu, Indonesia merupakan negara berkembang yang pasar keuangannya masih dalam tahap berkembang sehingga masalah *policy trilemma* bagi perekonomian terbuka akan dihadapi Indonesia. Oleh karena itu, dampak kebijakan stabilisasi eksternal harus diperhatikan. Selain itu,

1.3. Tujuan Penelitian

Dengan menggunakan data bulanan tujuh *hard currency* (Australian Dollar, Canadian Dollar, Swiss Franc, Euro, Pound Sterling, Japanese Yen, US Dollar) tahun 2008-2019, penelitian ini ingin menguji apakah pasar valas Indonesia mengalami *weak efficiency* atau *semi strong efficiency* bila ada unsur intervensi bank sentral dan aliran modal jangka pendek. Secara ringkas penelitian ini bertujuan untuk menjawab pertanyaan berikut:

1. Apakah pasar valuta asing di Indonesia telah efisien dalam bentuk lemah dan semi kuat?
2. Dengan adanya intervensi pemerintah melalui cadangan devisa, bagaimana dampaknya terhadap efisiensi pasar valas di Indonesia?
3. Bagaimana pengaruh investasi portofolio terkait dengan efisiensi pasar valas di Indonesia?