

MOTIF PEMERINTAH INDONESIA DALAM MENGELOLA CADANGAN DEVISA

Yuliana dan Yulius Pratomo¹

Program Studi Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana

ABSTRACT

This study identifies the Government of Indonesia's motive in managing foreign exchange reserves. Net foreign assets are used to explain the motive of precaution, while deviation of real exchange rate from its equilibrium is used to describe the mercantilist motive. In an analysis of the data, this research applying Ordinary Least Squares equipped with cointegration test. Observation period is from 1976 to 2013. From the estimation, it is found that the effect of net foreign assets on the amount of foreign exchange reserves is a positive and significant. The effect is strengthened particularly in the period after the financial crisis in Asia. Meanwhile, the effect of deviation of real exchange rate from its equilibrium on the amount of foreign exchange reserves is not significant. It can be concluded that the motive for the Government of Indonesia in managing foreign exchange reserves is a precautionary motive.

Keywords: *foreign exchange reserves, precautionary motive, mercantilist motive, net foreign assets, deviation of real exchange rate from its equilibrium*

ABSTRAK

Penelitian ini mengidentifikasi motif Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa. Variabel *net foreign assets* digunakan untuk menjelaskan motif berjaga-jaga, sedangkan variabel deviasi nilai tukar riil dari keseimbangannya digunakan untuk menggambarkan motif merkantilis. Dalam melakukan analisis terhadap data, riset ini menerapkan metode *Ordinary Least Squares* dilengkapi dengan uji kointegrasi. Periode pengamatan adalah dari tahun 1976 hingga tahun 2013. Dari hasil estimasi didapati temuan bahwa pengaruh variabel *net foreign assets* terhadap variabel jumlah cadangan devisa adalah positif dan signifikan. Pengaruh tersebut menguat terutama pada periode setelah terjadinya krisis keuangan di Asia. Sementara itu, pengaruh variabel deviasi nilai tukar riil dari keseimbangannya terhadap variabel jumlah cadangan devisa adalah tidak signifikan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa motif Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa adalah motif berjaga-jaga.

Kata kunci: cadangan devisa, motif berjaga-jaga, motif merkantilis, net foreign assets, deviasi nilai tukar riil dari keseimbangannya

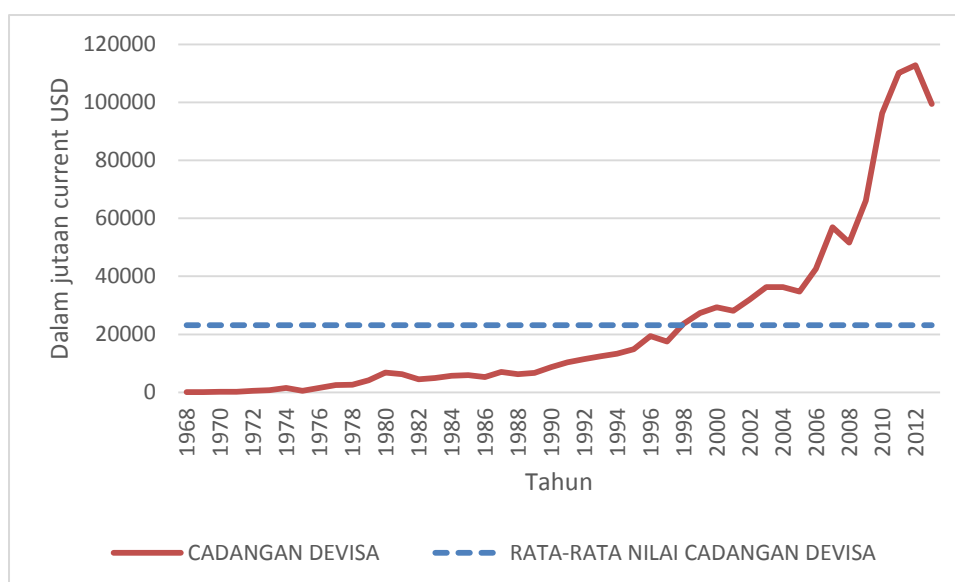
1. PENDAHULUAN

Cadangan devisa yang dimiliki oleh Pemerintah Indonesia pada periode 1968 hingga 2013 cenderung mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Peningkatan yang signifikan, atau peningkatan di atas nilai rata-ratanya, terjadi setelah krisis keuangan di Asia (tahun 1997/1998) dan setelah krisis keuangan global (tahun 2008/2009). Lihat Grafik 1. Data empirik tersebut menimbulkan pertanyaan: apakah akumulasi cadangan devisa yang dilakukan oleh Pemerintah

¹ Korespondensi: Jalan Diponegoro 52-60 Salatiga 50711, 0821-3424-7918, faksimili: (0298) 321433, 324828, email: yulius.pratomo@staff.uksw.edu.

Indonesia erat kaitannya dengan upaya Pemerintah Indonesia untuk menghindarkan perekonomian Indonesia dari ancaman krisis atautkah ada motif yang lain, yakni berkaitan dengan upaya Pemerintah Indonesia untuk meningkatkan daya saing ekspor Indonesia?^{2?} Pertanyaan-pertanyaan ini penting untuk dijawab mengingat terdapat dua buah alasan. Pertama, pada saat ini belum banyak studi yang mencoba memahami motif Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa. Studi sebelumnya lebih banyak berfokus pada berbagai faktor yang dapat mendorong bertambahnya cadangan devisa yang dimiliki oleh Pemerintah Indonesia (Febriyenti *et al.* 2013). Kedua, pemahaman para pelaku ekonomi mengenai motif Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa dapat berguna untuk memberikan arahan dalam menentukan langkah bisnis yang hendak dilakukan di pasar keuangan/modal dan juga di sektor riil. Sebagai contoh, jika motif Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa misalnya adalah untuk meningkatkan daya saing ekspor Indonesia, maka hal itu adalah sinyal positif bagi para produsen untuk semakin giat menghasilkan barang dan jasa untuk tujuan pasar ekspor.

Grafik 1 Perkembangan Cadangan Devisa* Indonesia Tahun 1968-2013



Keterangan: * menunjukkan *includes gold*.

Sumber: The World Bank DataBank, diolah penulis.

Berangkat dari fenomena empirik di atas, berdasarkan pada pustaka yang telah ada, secara umum, cadangan devisa³ (*foreign exchange reserves*) diperlukan baik oleh pemerintah negara maju maupun pemerintah negara sedang berkembang dalam melakukan transaksi internasional seperti pembayaran hutang luar negeri dan pembiayaan impor (Gandhi 2006). Selain itu, bagi negara-negara yang menganut sistem nilai tukar *fixed* dan *managed float*, seperti

2 Perlu diketahui, sejak pertengahan tahun 1980an Pemerintah Indonesia menjalankan strategi promosi ekspor (Tambunan 2001) di mana strategi tersebut erat kaitannya dengan pengelolaan cadangan devisa.

3 Dalam pustaka ekonomi (Halwani, 2005), terdapat dua terminologi yang digunakan untuk menjelaskan jenis-jenis cadangan devisa, yakni *official foreign exchange reserve* dan *country foreign exchange reserve*. *Official foreign exchange reserve* adalah cadangan devisa milik negara yang dikelola, diurus dan ditatausahakan oleh bank sentral, sedangkan *country foreign exchange reserve* adalah seluruh cadangan devisa yang dimiliki oleh badan dan lembaga terutama lembaga keuangan nasional di bawah otoritas kebijakan moneter yang merupakan bagian dari kekayaan nasional (Halwani, 2005).

Indonesia, cadangan devisa berperan penting dalam rangka menjaga kestabilan nilai tukar domestik terhadap mata uang asing yang dijadikan acuan (Gandhi 2006)

Lebih lanjut, secara teoritis, sebuah negara memilih untuk memiliki cadangan devisa pada tingkat tertentu dengan tujuan menyeimbangkan antara manfaat menyimpan cadangan devisa dengan biaya oportunitas dari memegang cadangan devisa (Delatte dan Fouquau 2012). Manfaat menyimpan cadangan devisa tersebut, menurut Delatte dan Fouquau (2012), menyebabkan negara-negara melakukan permintaan untuk menyimpan cadangan devisa. Cadangan devisa dimaksud selanjutnya memiliki dua kegunaan (Delatte dan Fouquau 2012). Pertama, sebuah negara dapat mengatasi ketidakstabilan neraca pembayaran yang diakibatkan, misalnya, oleh dinamika utang jangka pendek dan pergerakan arus modal. Kedua, sebuah negara dapat mengelola nilai tukar dalam rangka menjaga daya saing ekspor. Menurut Delatte dan Fouquau (2012), untuk menjaga daya saing ekspor pemerintah suatu negara menyerap cadangan devisa yang ada di masyarakat. Penyerapan cadangan devisa tersebut, Delatte dan Fouquau (2012) menegaskan, menyebabkan terjadinya penurunan penawaran mata uang asing yang dijadikan sebagai cadangan devisa di pasar valuta asing. Akibatnya, Delatte dan Fouquau (2012) menambahkan, mata uang domestik mengalami depresiasi yang berujung pada meningkatnya daya saing ekspor negara tersebut. Kedua manfaat tersebut selanjutnya memunculkan dua motif yang berbeda mengapa pemerintah suatu negara memutuskan untuk menyimpan cadangan devisa (Delatte dan Fouquau 2012). Manfaat yang pertama, sebagaimana yang telah disebutkan, menyebabkan munculnya motif berjaga-jaga/*precautionary*. Sementara itu, manfaat yang kedua memunculkan motif merkantilis/*mercantilist*.

Selanjutnya, mengarah kepada konteks bahwa Indonesia adalah sebagai negara sedang berkembang, sebelumnya, penelitian-penelitian terdahulu telah membahas mengapa pemerintah di banyak negara sedang berkembang, termasuk Indonesia, menyimpan cadangan devisa. Namun demikian, hasil-hasil penelitian tersebut masih menimbulkan perdebatan oleh karena memberikan hasil-hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Aizenman dan Lee (2005) dengan menggunakan data panel dari 28 negara (termasuk Indonesia) dengan periode penelitian tahun 1980-2000, Durdu *et al.*, (2007) dengan menggunakan data panel dari 16 negara (termasuk Indonesia) dengan periode penelitian tahun 1985-2004, dan Bastourre *et al.*, (2009) dengan menggunakan data panel dari 136 negara (termasuk Indonesia) dengan periode penelitian tahun 1973-2003 menyimpulkan bahwa pemerintah di banyak negara sedang berkembang menyimpan cadangan devisa didasari oleh motif berjaga-jaga. Di lain pihak, penelitian Delatte dan Fouquau (2012) dengan menggunakan data panel dari 20 negara sedang berkembang (tidak termasuk Indonesia) dengan periode penelitian tahun 1981-2007 menunjukkan bahwa pemerintah negara-negara sedang berkembang menggunakan motif merkantilis dalam rangka menyimpan cadangan devisa. Pada titik ini, penelitian-penelitian tersebut belum mampu secara eksplisit menjelaskan motif apakah yang melatarbelakangi Pemerintah Indonesia menyimpan cadangan devisa. Data panel yang digunakan oleh Aizenman dan Lee (2005), Durdu *et al.*, (2007), dan Bastourre *et al.*, (2009) belum menjelaskan Indonesia sebagai unit analisis tersendiri. Terlebih lagi, terdapat penelitian yang mampu menunjukkan bahwa pemerintah sebuah negara bisa saja memiliki dua motif secara bersamaan dalam pengelolaan cadangan devisa. Penelitian tersebut adalah penelitian yang dilakukan oleh Prabheesh *et al.*, (2009), dengan periode penelitian 1993:06-2007:04, yang menemukan bahwa pemerintah India dalam rangka menyimpan cadangan devisa mendasarkan diri pada motif berjaga-jaga dan merkantilis. Dapat terjadi, Grafik 1 sebagaimana telah diungkapkan, fenomena yang sama dengan apa yang ditemukan oleh Prabheesh *et al.*, (2009) juga ada di Indonesia.

Mengingat kelemahan dari penelitian sebelumnya sebagaimana dijelaskan pada paragraf di atas, artikel ini selanjutnya secara empirik berkontribusi menunjukkan motif Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa. Oleh karena itu studi ini dilakukan untuk menjawab persoalan mengenai motif apakah yang melatarbelakangi Pemerintah Indonesia dalam mengelola cadangan devisa. Jawaban sementara yang dapat diajukan untuk menjawab pertanyaan tersebut berdasarkan pada teori, penelitian terdahulu, dan data empirik yang telah dikemukakan di depan adalah Pemerintah Indonesia cenderung menyimpan cadangan devisa dengan alasan untuk berjaga-jaga dibandingkan untuk tujuan merkantilis

2. METODE DAN DATA

2.1 Model

Terdapat berbagai macam variabel yang dapat digunakan untuk merepresentasikan motif berjaga-jaga dan motif merkantilis dalam pengelolaan cadangan devisa [lihat artikel yang ditulis oleh Obstfeld *et al.*, (2008), Aizenman dan Lee (2005), Durduet *et al.*, (2007), Prabheeshet *et al.*, (2009), Antal dan Gereben (2011), Yetman dan Cook (2012), dan Delatte dan Fouquau (2012)], misalnya *lag* 3 periode pertumbuhan ekspor riil yang dihitung dengan metode *moving average*, perbedaan suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri, dan tabungan bruto. Namun oleh karena keterbatasan data, artikel ini tidak dapat menggunakan seluruh variabel yang disebutkan oleh penelitian-penelitian tersebut. Variabel-variabel yang digunakan dalam tulisan ini adalah *net foreign assets* (NFA) dan *lag* deviasi nilai tukar riil dari keseimbangannya (ERD). NFA adalah jumlah aset asing yang dimiliki oleh otoritas moneter Indonesia dan bank deposito Indonesia. Atau dengan kata lain, NFA adalah nilai aset di luar negeri yang dimiliki oleh Indonesia, dikurangi dengan nilai aset domestik yang dimiliki oleh orang asing. Besarnya nilai NFA merepresentasikan motif berjaga-jaga. Sementara itu, ERD merepresentasikan motif merkantilis. Mengikuti penelitian Delatte dan Fouquau (2012), ERD adalah *lag* satu periode residual dari hasil regresi fungsi berikut: Nilai tukar riil = $f(\text{pendapatan riil per kapita})$. Delatte dan Fouquau (2012) menegaskan bahwa pemerintah suatu negara dengan motif merkantilis membuat mata uang negara tersebut menjadi *undervalued* (nilai observasi kurs riil lebih kecil dibandingkan dengan nilai estimasinya) yang ditunjukkan oleh nilai korelasi yang negatif antara nilai cadangan devisa dengan nilai ERD.

Selanjutnya, model untuk mendeteksi motif Pemerintah Indonesia dalam menyimpan cadangan devisa adalah $TRG = f(NFA, ERD)$. Model tersebut dapat dituliskan dalam persamaan ekonometrika sebagai berikut:

$$TRG_t = b_0 + b_1NFA_t + b_2ERD_t + e_t \quad (1)$$

TRG_t pada persamaan (1) di atas adalah besarnya cadangan devisa Indonesia, dalam hal ini *total reserves includes gold* dibagi dengan GDP nominal Indonesia. NFA_t adalah logaritma natural dari *net foreign assets*. ERD_t adalah *lag* deviasi nilai tukar riil dari keseimbangannya. b_0 , b_1 , dan b_2 adalah koefisien. e_t adalah residual. Persamaan (1) tersebut selanjutnya diestimasi untuk tiga periode pengamatan sebagai berikut. Pertama, periode penelitian 1976-2013. Kedua, periode 1986-2013. Estimasi terhadap Persamaan (1) pada periode ini lebih ditujukan untuk melihat apakah ada pengaruh signifikan variabel ERD terhadap variabel TRG mengingat pada periode dimaksud Pemerintah Indonesia memberlakukan kebijakan promosi ekspor. Ketiga, periode 1998-2013. Estimasi ketiga ini lebih ditujukan untuk melihat pengaruh variabel NFA (ada tidaknya motif berjaga-jaga) terhadap variabel TRG setelah terjadinya krisis keuangan di Asia.

Lebih jauh, hasil dari riset ini diharapkan dapat melengkapi hasil penelitian terdahulu dalam topik ini, yakni mempertajam temuan Aizenman dan Lee (2005), Durdu et al., (2007), dan Bastourre et al., (2009), serta melengkapi temuan dari penelitian Delatte dan Fouquau (2012), mengingat pada penelitian Delatte dan Fouquau tersebut belum menganalisis Indonesia ke dalam sampel penelitian mereka.

2.2 Data

Data dalam studi ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *World Development Indicators* (WDI) dalam bentuk *time series*. Data tersebut adalah data cadangan devisa Indonesia (TRG/*total reserves includes gold* dalam *current USD* [dollar Amerika Serikat]), data GDP nominal Indonesia (dalam *current USD*), data jumlah modal asing yang dimiliki Indonesia (NFA/*net foreign assets* dalam *current LCU* [*local currency unit*]), data nilai tukar nominal rupiah terhadap dollar Amerika Serikat, data indeks harga konsumen (IHK) Indonesia, data IHK Amerika Serikat, dan data GDP riil per kapita Indonesia (dalam *constant USD*).

2.3 Teknik Analisis

Riset ini mengaplikasikan metode *Ordinary Least Squares* (OLS). Metode ini dipilih oleh karena model TRG = f (NFA, ERD) dalam studi ini tidak cocok dianalisis dengan menggunakan *Partial Adjustment Model* (PAM), *Autoregressive Distributed lag Model* (ARDL), dan *Error Correction Model* (ECM). Ketidakcocokan tersebut, berdasarkan penelitian pendahuluan yang telah dilakukan oleh penulis, ditunjukkan oleh koefisien dari *lag* variabel TRG yang tidak bernilai positif dan signifikan dan koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang tidak signifikan.

3. PEMBAHASAN

3.1 Hasil Uji Stasioneritas

Sebelum dilakukan estimasi terhadap model sebagaimana ditunjukkan oleh persamaan (1), perlu dipastikan bahwa data dari variabel TRG, NFA, dan ERD stasioner pada derajat yang sama. Hasil uji stasioneritas dengan menggunakan uji Dicky-Fuller terhadap variabel TRG, NFA, dan ERD menghasilkan kesimpulan sebagaimana ditunjukkan oleh Tabel 1 berikut:

Tabel 1 Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Derajat Integrasi	Nilai Statistik DF	Nilai Kritis 5%	Kesimpulan
TRG	<i>Level</i>	-2,407	-2,966	I(1)
	<i>First Difference</i>	-7,537	-2,969	
NFA	<i>Level</i>	-2,314	-2,966	I(1)
	<i>First Difference</i>	-4,511	-2,966	
ERD	<i>Level</i>	-2,335	-2,966	I(1)
	<i>First Difference</i>	-7,856	-2,966	

Sumber: Hasil analisis data, diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 1 di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa data variabel TRG, NFA, dan ERD berada pada kondisi stasioner pada derajat integrasi pertama [I(1)]. Dengan demikian model yang diestimasi pada penelitian ini adalah:

$$DTRG_t = c_0 + c_1 DNFA_t + c_2 DERD_t + v_t \quad (2)$$

$DTRG_t$ pada persamaan di atas adalah besarnya cadangan devisa Indonesia (*total reserves includes gold* dalam *current USD*) dibagi dengan GDP nominal Indonesia (dalam *current USD*) pada tingkat *first difference*. $DNFA_t$ adalah logaritma natural dari *net foreign assets* pada tingkat *first difference*. $DERD_t$ adalah *lag* satu deviasi nilai tukar riil dari nilai keseimbangannya⁴ pada tingkat *first difference*. c_0 , c_1 , dan c_2 adalah koefisien. v_t adalah residual.

3.2 Hasil Estimasi Model

Setelah melalui tahap uji stasioneritas, data selanjutnya digunakan untuk mengestimasi model sebagaimana ditunjukkan oleh persamaan (2). Hasil estimasi atas model dimaksud adalah sebagai berikut:

Tabel 2 Hasil Estimasi Model

Variabel Dependen (DTRG)	1976-2013	1986-2013	1998-2013
DNFA	0,0548183*** [2,79]	0,0751747** [2,46]	0,2012586*** [3,55]
DERD	-4,78e-07 [-0,25]	-1,99e-07 [-0,09]	8,88e-07 [0,37]
Konstanta	-0,0091736 [-1,45]	-0,0098601 [-1,26]	-0,0332128** [-2,48]
R ²	0,1917	0,2015	0,4963
F	4,03**	3,16*	6,40**
Jumlah observasi	37	28	16
DW-stat	2,306323 (dL=1,307; dU=1,655)	2,315036 (dL=1,181; dU=1,650)	1,651107 (dL=0,857; dU=1,728)

Keterangan: *** menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha = 1\%$. ** menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. * menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha = 10\%$. Nilai dalam tanda [] adalah nilai statistik t. dL dan dU adalah pada tingkat signifikansi 5%.

Sumber: Hasil analisis data, diolah penulis.

Tabel 2 di atas menjelaskan beberapa hal. Pertama, hasil estimasi model menunjukkan bahwa variabel DNFA berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap variabel DTRG, baik pada periode 1976-2013, 1986-2013, maupun pada periode 1998-2013. Pada periode 1976-2013, setiap kenaikan 1 persen *net foreign assets* menyebabkan kenaikan rasio cadangan devisa terhadap GDP sebesar 0,05. Pada periode 1986-2013, setiap kenaikan 1 persen *net foreign assets* menyebabkan kenaikan rasio cadangan devisa terhadap GDP sebesar 0,07. Pada periode 1998-2013, setiap kenaikan 1 persen *net foreign assets* menyebabkan kenaikan rasio cadangan devisa terhadap GDP sebesar 0,20. Sebaliknya, variabel DERD tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel DTRG pada ketiga periode tersebut. Kedua, variabel DNFA dan DERD secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel DTRG. Ketiga, hasil estimasi menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan variasi perubahan variabel DTRG sebesar 19,17 persen untuk periode 1976-2013; 20,15 persen untuk periode 1986-2013; dan 49,63

⁴ Hal ini mengikuti apa yang telah dikerjakan oleh Delatte dan Fouquau (2012) dalam rangka menghindari *simultaneity bias*.

persen untuk periode 1998-2013. Dengan demikian, secara umum masih terdapat variabel-variabel di luar model yang berpotensi untuk mempengaruhi variabel DTRG. Keempat, hasil estimasi model untuk periode 1976-2013 dan periode 1986-2013 terbebas dari masalah otokorelasi. Namun demikian, hasil estimasi model untuk periode 1998-2013 tidak jelas apakah mengalami masalah otokorelasi atau tidak. Terakhir, sebagai tambahan, model yang telah diestimasi terbebas dari masalah multikolinearitas mengingat koefisien korelasi antara variabel DNFA dan DERD sebesar -0,09 adalah tidak signifikan.

3.3 Diskusi Temuan Penelitian

Hasil estimasi dengan menggunakan model pada Persamaan (2) menunjukkan bahwa motif Pemerintah Indonesia dalam menyimpan cadangan devisa adalah motif berjaga-jaga. Motif ini dapat diketahui melalui pengaruh variabel DNFA yang signifikan secara positif terhadap variabel DTRG. Temuan ini memperkuat dugaan bahwa motif negara-negara sedang berkembang (termasuk Indonesia) dalam menyimpan cadangan devisa adalah motif berjaga-jaga (Aizenman dan Lee (2005), Durduet *al.*, (2007), Bastourreet *al.*, (2009)). Lebih dari itu, riset ini menemukan bahwa motif berjaga-jaga Pemerintah Indonesia dalam mengelola jumlah cadangan devisa menguat pada periode setelah terjadinya krisis keuangan di Asia dan setelah terjadinya krisis keuangan global. Hal tersebut dapat dilihat pada Tabel 2 di mana koefisien dari variabel DNFA mencapai nilai tertinggi pada periode setelah terjadinya krisis (periode 1998-2013) dibandingkan dengan dua periode lainnya sebelum krisis.

Berdasarkan pada temuan dalam studi ini, dapat dipahami bahwa cadangan devisa yang disimpan oleh Pemerintah Indonesia lebih diutamakan untuk menjaga kestabilan neraca pembayaran dari gejala yang diakibatkan oleh utang jangka pendek dan oleh arus keluar masuk modal asing. Sangat dimengerti, sebagai salah satu dari sekian banyak negara yang sedang berkembang, di Indonesia terdapat *asset* asing maupun *asset* domestik yang dapat ditarik secara tiba-tiba dari perekonomian Indonesia untuk dipindahkan ke luar negeri manakala sedang terjadi guncangan di dalam perekonomian. Tentu, hal ini dapat membawa perekonomian Indonesia masuk ke dalam krisis sebagaimana yang pernah terjadi. Oleh karena itu, Pemerintah Indonesia memandang perlu untuk memiliki cadangan devisa dalam jumlah besar terkait dengan kemungkinan adanya guncangan tersebut. Tujuannya, pada saat perekonomian Indonesia mengalami *shock* yang negatif sebagaimana telah disebut, Pemerintah Indonesia dapat dengan segera memanfaatkan cadangan devisa yang ada untuk menahan pelemahan ekonomi dari adanya serangan pergerakan keluar masuk modal asing. Dari rangkain ini kemudian dapat disimpulkan bahwa bertambahnya *net foreign assets* adalah baik.

Lebih jauh, Tabel 2 juga mengungkapkan bahwa strategi promosi ekspor Pemerintah Indonesia tidak secara signifikan menyebabkan Pemerintah Indonesia terpacu untuk menyimpan cadangan devisa sebanyak-banyaknya. Ini berarti bahwa Pemerintah Indonesia dalam mendorong ekspor lebih mengutamakan strategi yang lain, misalnya adalah dengan strategi menarik investasi asing langsung (Rahmaddi dan Ichihashi 2012) dan pengembangan kluster industri (Tambunan 2009). Namun demikian, mengingat koefisien variabel DERD yang bernilai negatif (periode 1976-2013 dan periode 1986-2013), patut diduga bahwa Pemerintah Indonesia telah melakukan upaya untuk membuat mata uang rupiah melemah terhadap dollar Amerika Serikat dalam rangka meningkatkan daya saing ekspor Indonesia. Secara lebih spesifik, berdasarkan pada nilai koefisien variabel DERD yang semakin membesar mulai dari periode 1976-2013 hingga periode 1998-2013, dapat diduga bahwa upaya Pemerintah Indonesia sebagaimana dimaksud semakin menguat dari waktu ke waktu.

4. SIMPULAN

Dari hasil analisis yang telah dilakukan di dalam penelitian ini, dapat ditarik kesimpulan bahwa Pemerintah Indonesia memiliki motif berjaga-jaga dalam rangka mengelola cadangan devisa, bukan motif merkantilis. Motif berjaga-jaga ini secara konsisten muncul pada periode diberlakukannya kebijakan promosi ekspor dan menguat pada periode setelah terjadinya krisis keuangan di Asia dan setelah terjadinya krisis keuangan global. Meskipun demikian, walau tidak signifikan, studi ini menemukan bahwa terdapat indikasi Pemerintah Indonesia melakukan upaya melemahkan kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat sebagai langkah untuk meningkatkan daya saing ekspor Indonesia dengan tujuan akhir menaikkan jumlah cadangan devisa yang dimiliki oleh Pemerintah Indonesia. Upaya ini terlihat menguat dari waktu ke waktu.

Perlu digarisbawahi, penelitian ini memiliki keterbatasan. Model ekonometrika yang disusun sangat bergantung pada ketersediaan data sehingga tidak dapat menampilkan berbagai variabel yang merepresentasikan motif penyimpanan cadangan devisa oleh Pemerintah Indonesia. Hal ini dibuktikan dengan nilai R^2 yang relatif rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Aizenman, J. & Lee, J. (2005). International reserves: Precautionary vs. mercantilist views, theory and evidence. *IMF Working Paper WP/05/198*.
- Antal, J. & Gereben, Á. (2011). Foreign reserve strategies for emerging economies – before and after the crisis. *MNB Bulletin*, April.
- Bastourre, D., Carrera, J., & Ibarlucia, J. (2009). What is driving reserve accumulation? A dynamic panel data approach. *Review of International Economics*, 17(4), 861-877.
- Delatte, AL., & Fouquau, J. (2012). What drove the massive hoarding of international reserves in emerging economies? A time-varying approach. *Review of International Economics*, 20(1), 164–176.
- Durdu, C. B., Mendoza, E. G., & Terrones, M. E. (2007). Precautionary demand for foreign assets in sudden stop economies: An assessment of the new mercantilism. *NBER Working Paper Series 13123*.
- Febriyenti, M., Aimon, H., & Azhar, Z. (2013). Faktor-faktor yang mempengaruhi cadangan devisa dan net ekspor di Indonesia. *Jurnal Kajian Ekonomi*, 2(3), 156-171.
- Gandhi, D. V. (2006). *Pengelolaan cadangan devisa di Indonesia*. Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) Bank Indonesia.
- Halwani, R. H. (2005). *Ekonomi internasional dan globalisasi ekonomi*. Bogor: Ghalia Indonesia.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2008). Financial stability, the trilemma, and international reserves. *NBER Working Paper 14217*.

- Prabheesh, K.P., Malathy, D., & Madhumathi, R. (2009). Precautionary and mercantilist approaches to demand for international reserves: An empirical investigation in the Indian context. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 2(2), 279–291.
- Rahmaddi, R., & Ichihashi, M. (2012). The impact of foreign direct investment on host country's exports: Sector-based evidence from Indonesia manufacturing. *Development Discussion Policy Paper*, 2(10), 1-29.
- Tambunan, T. (2001). *Industrialisasi di negara sedang berkembang: kasus Indonesia*. Jakarta: Ghalia.
- Tambunan, T. (2009). Export-oriented small and medium industry clusters in Indonesia. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, 3(1), 25-58.
- Yetman, J. & Cook, D. (2012). Expanding central bank balance sheets in emerging Asia: A compendium of risks and some evidence. *BSP International Research Conference on Contemporary Challenges To Monetary Policy*, Conference Paper No. 9.